

# 코스닥시장에서 인수합병에 따른 성과와 소유구조

조지호\* · 정성훈\*\*

## 〈요 약〉

본 연구는 2000~2006년의 기간 동안 발생한 코스닥기업 인수합병결정의 성과를 측정하고 그 성과에 대한 횡단면분석을 통해 기업지배구조가 합병성과를 설명할 수 있는지 검토하였다. 본 연구를 통해 지분변수 등 기업지배구조 변수들이 합병성과의 횡단면 차이에 대해 상당한 설명력을 지니고 있음을 알 수 있었다. 본 연구의 시사점을 좀 더 구체적으로 서술하면 아래와 같다. 첫째, 지분변수 중에서 임원 지분이 대주주 지분변수, 지분 5% 이상 대량보유자의 지분과 기관투자자의 지분 등 외부 투자자의 지분보다 합병성과에 긍정적으로 영향을 미치는 결과로 나타났다. 둘째, 임원 지분 이외에 중요한 외부 투자자로 인식되는 외국인 지분의 경우, 그 자체로서는 기업합병의 성과에 큰 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 이것은 선행연구와 달리(김희석·조경식 2006), 코스닥시장에서 외국인지분의 경우, 합병성과에 영향력이 없음을 알 수 있다. 또한, 소액투자자들도 내부지분과 같이 영향력이 큰 것으로 나타났으며, 이것은 합병이라는 특정한 사건이 투기적인 성향을 보이는 소액주주들에게 단기적으로 호재로 작용했을 가능성도 상존하기 때문이라고 판단되며, 비교적 기업에 대한 정보가 부족한 소액주주들에게 합병으로 인한 시너지 효과가 발생하여 가치상승으로 이어질 것이라는 막연한 기대심리가 소액주주들의 지분이 증가한 원인으로 작용했을 수 있다. 셋째, 기존연구와 달리, 임원 지분과 같은 내부 투자자들의 지분율이 합병의 성과를 설명하는 유의한 변수로 나타났다. 이것은 코스닥시장의 규모가 유가증권시장보다 작기 때문에 소액투자자들처럼 소수임원으로도 통제가 가능하기 때문인 것으로 판단된다. 본 연구의 실증분석 결과는 전체적으로 기업합병의 성과에 기업지배구조가 일정부분 영향을 미치고 있음을 시사하고 있다. 소액투자자들이 코스닥시장 지배구조에 일정부분 영향을 미치는 결과는 기존 연구와 달리 새로운 연구결과라 할 수 있다.

주제어 : 합병, 기업지배구조, 합병성과, 기업가치

논문접수일 : 2008년 11월 24일    논문수정일 : 2009년 5월 27일    논문게재확정일 : 2009년 5월 15일

\* 제1저자, 한양대학교 경영대학, E-mail : hy1047@hotmail.com

\*\* 교신저자, 한양대학교 경제금융대학, E-mail : hoonjs69@naver.com

## I. 서 론

지금까지 학계에서 코스닥시장보다 유가증권시장의 기업인수합병과 관련한 연구가 보다 활발히 진행되어 왔다. 즉, 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 연구한 기업지배구조 논문은 그리 많지 않다. 이 부분의 연구는 유가증권시장을 중심으로 기업지배구조와 관련하여 합병성과의 연구에 대해 합병효과 존재여부의 검증에 초점을 맞추어 왔다. 그러나 코스닥시장은 시가 총액이 이미 100조 원을 넘어섰고, 외국인 투자자의 보유 비율이 17% 정도에 이르고 있어 연구의 중요성이 최근 들어 증대된다. 본 연구는 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 과연 어떤 요인들이 합병기업의 가치에 영향을 미치는 지 분석하는 것과 인수합병에 따른 성과에 내용을 주요 연구목적으로 한다.

유가증권시장기업 못지않게 기업지배구조와 성과도 코스닥기업의 가치를 결정하는 중요한 요인이라고 판단되기 때문에 코스닥시장에서의 합병성과를 기업지배구조의 관점에서 연구할 필요성이 제기된다. 기업 가치에 큰 영향을 미치게 되는 여러 요인 중에 하나로 인수합병도 중요한 이슈가 된다. 인수합병은 경영진의 투자의사결정에 의해 행해지지만, 그러한 투자의사결정이 합리적 의사결정인지 비합리적 의사결정인지에 대해서는 향후 경영성과에 따라 결정 될 것이다. 이러한 경영성과는 여러 변수에 의해 결정 될 것이며, 이러한 변수들에 의한 기업지배구조 변화가 기업 가치에 영향을 미친다면, 경영진의 주요한 투자결정인 인수합병의 성과는 기업지배구조에 의해 큰 영향을 받게 된다고 판단된다. 지금까지 한국시장을 대상으로 코스닥시장의 합병 시에 기업지배구조가 합병성과에 어떠한 영향을 미치는 지에 대한 연구는 유가증권시장보다 상대적으로 부족하였다.

본 연구는 이러한 연구의 부족한 부분을 보완하기 위해서 시작되었다. 본 연구 자료는 2000~2006년 동안의 7년 간 코스닥시장의 합병 자료를 수집하여 전체 기업을 합병기업과 피합병기업으로 표본을 분류하여 합병검토공시의 시장반응을 분석하여 합병의 장, 단기적 성과를 검토하고, 기업의 소유구조와 합병성과와의 관계를 나타낼 수 있는 변수들을 이용하여 분석하였다. 또한 기존 조지호, 전상경(2004)은 거래소시장의 합병의 시장반응을 측정함에 있어서 최초 합병검토 공시일을 기준일로 삼아서 합병의 시장반응을 좀 더 합리적으로 측정하였다. 이에 대해 본 연구자들은 기존 조지호, 전상경(2004)과 같이 코스닥시장의 최초 합병검토 공시일을 기준일로 삼아 연구하였다.

## II. 선행연구

본 연구와 관련된 코스닥시장의 선행연구는 그리 많지 않기 때문에, 기업합병 시 기업가치의 변화 및 이에 대한 원인규명에 관한 연구와 기업지배구조와 기업가치의 관계를 분석한 연구를 먼저 검토하고자 한다. 본 연구는 위와 같은 2가지 관점을 코스닥시장에서 결합시키는 연구라 할 수 있겠다. 즉, 본 논문은 기업지배구조가 코스닥기업 합병의 성과에 어떠한 영향을 미치는지, 주요한 변수는 무엇인지를 검증하였다. 코스닥시장에서 기업합병의 성과에 대한 기존 연구들은 지배구조의 영향에 대해서는 연구가 부족하였는데, 본 연구는 이러한 연구부족 부분을 검증하는데 초점을 맞췄다.

합병전 6.26% 초과이익을 실현함을 발견하고 이로 인한 합병의 이익이 합병기업과 피합병기업의 주주들에게 동등하게 분배된다고 주장한 Halpern(1973)은 기업합병 시 기업가치의 변화 및 이에 대한 원인규명에 관한 연구를 분석하였고, 피합병기업의 경영자 교체로 인한 비효율성의 감소와 규모효과가 이러한 이득의 원천이라고 제시하였다. Dodd(1980)는 합병공시일 전후의 합병공시효과를 분석하고 합병을 제의한 후 합병에 성공한 경우와 실패한 경우 각각 주가에 미치는 영향에 대해 규명하였고, 합병이익이 합병기업보다는 피합병기업에 귀속되었음을 일별주가수익률과 시장모형을 이용하여 밝혔다. 합병에 실패한 기업 91개의 피합병기업과 89개의 합병기업을 대상으로 분석한 Asquith(1983)연구에 따르면, 합병에 성공한 기업은 합병일과 합병일 직전 3일 동안의 누적초과수익률이 정(+)의 값을 나타냈고, 합병에 실패한 기업은 성공한 기업보다 낮은 정(+)의 초과수익률을 보였다고 분석했다. 국내의 연구로 장영광(1985)은 합병공시 전 피합병기업의 비정상수익률은 합병기업의 비정상수익률 보다 2배 정도 높으며 공시 후 합병기업의 비정상수익은 증가하는 추세를 보이나 피합병기업은 하락하는 추세를 보였다고 주장하였다. 그리고 김희석(1990)은 시장모형과 함께 업종조정수익률모형을 이용하여 선행연구와는 다르게 분석하였는데 합병기업과 피합병기업의 주주 모두에게 정(+)의 누적초과 수익률이 공시 전 -30일부터 공시일 까지 약 1개월 동안 나타났다고 주장하였다. 기업합병 성과에 관한 연구로 외국의 연구사례와는 달리 우리나라의 경우 합병기업의 주가가 초과수익을 보이고 있으며, 송영균·주상용(1997)은 이러한 초과수익이 현금흐름의 증가에 의한 것인지, 시장 비효율성에 의한 것인지를 초과수익과 비정상 현금흐름 수익률을 통해 Cash Flow 분석을 중심으로 분석하였다.

두 번째 연구로 Monsen et al.(1968)은 기업의 소유구조와 경영성과에 관한 초기연구로 기업지배구조와 기업가치의 관계를 분석하였다. 이 연구에서는 소유자 지배기업

을 2가지로 구분하였는데 한 집단이 10% 이상의 주식을 소유하면서 적극적으로 통제를 하는 기업과 적극적인 통제가 없고 한 집단이 20% 이상의 주식을 소유한 경우로 구분하였다. 아울러 경영자 지배 기업은 적극적인 경영참여가 없고 5% 이상 주식보유자가 없는 경우에 해당된다. 소유자 지배기업의 경우는 경영자 지배기업의 경우보다 자기자본 순이익률이 7.5% 높게 나타났다. 그들은 소유구조에 따른 성과차이가 기업 내에 경영자의 목적과 소유자의 목적이 따로 병존하며 이 양자의 목적을 일치시키는 동기가 없기 때문에 발생한다고 주장했다.

Demsetz and Lehn(1983)은 기업의 소유구조가 기업가치 극대화와 일치하는 방향으로 체계적 변동을 한다는 점을 분석하였다. 그는 수익률을 나타내는 설명력이 낮다는 것을 밝혔고, 특히 소유권의 집중과 수익률 간에 아무런 상관관계가 없으며 상관관계가 있더라도 정의 상관관계는 나타나지 않았다고 주장하였다. Stano(1973)는 경영성과를 주식수익률을 이용하여 측정하고 기업지배 형태, 주당수익의 성장성, 매출 성장성, 위험변수, 자본구조 변수 등을 독립변수로 사용하였고 성과의 차이를 소유구조에 따라 검증하였다. 분석결과 주당 순이익의 성장성이 소유자 지배기업의 경우 높았으며 소유자 지배기업의 경영자가 더 위험 회피적이고 경영자 지배기업의 규모가 소유자 지배기업의 규모보다 더 크고 그 경영자는 합병에 더 관심이 많았다.

Morck et al.(1998)은 경영자와 주주간의 이해관계에 대한 상충관계가 경영자의 지분이 증가함에 따라 상충관계가 감소하여 기업가치가 증가하지만, 이와는 반대로 기업의 사결정에 대한 의결권은 경영자의 지분이 증가함에 따라 증대되므로 자신의 이익을 위하여 기업 가치를 극대화하지 않고 오히려 개인의 이익을 극대화를 추구하기 때문에 기업가치가 감소할 수도 있다고 주장하였다. 이들은 경영자 지분율이 경영자지분의 증가에 따라 기업 가치는 0~5% 사이에서는 감소하며, 기업 가치가 다시 증가하는 경우는 25%를 초과하는 경우에 한한다고 Fortune 500 기업들을 대상으로 분석하였다.

김우택 등(1993)은 토빈의  $q$ 로 측정된 기업가치가 소유지분의 분산에 의해 어떤 영향을 받는가를 두개의 경우로 분석하였는데, 지배주주 업체를 대주주가 직접 전문경영인 없이 경영에 참여하는 경우와 경영주주 업체를 소유와 경영이 분리된 경우로 각각 구분하여 검증하였다. 전문 경영인 체제일 경우, 기업가치가 지분율과 비례하여 감소하는 것으로 검증하였다. 그러나 대주주가 직접 경영에 참여하는 경우, 지분율이 20% 까지 증가하는 것에 비례하여 기업 가치는 증가하며, 20~25% 구간에서는 그 반대로 감소하는 상반된 연구결과를 분석하였다. 지분율 25% 이상의 영역에서 또다시 반전되는 것처럼 보이지만, 통계적 유의성이 극히 낮기 때문에, 상반된 관계의 연구결과는 명확

한 결론을 내리기 어려웠다

반면에 코스닥 시장에 상장된 기업을 중심으로 지배구조와 합병기업성과를 분석한 김희석·조경식(2006)에 따르면 연구결과 외국인투자가 증가된 1999년 이후에는 외국인 지분이 기업합병의 성과에 미치는 영향이 이전보다 증가되었음을 분석하였다. 즉, 기업지배구조 개선에 중요한 역할을 내부 투자자보다는 외부 투자자들이 중요한 역할을 하는 것이라고 주장하였다. 또한, 합병기업의 초과수익률에 부정적인 영향을 미치는 것으로 경영자 지분율과 같은 내부 소유구조가 있다고 주장하였고, 소액주주 지분율은 합병기업의 초과수익률에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다.

그리고 지분변수 중에서 5% 이상 대량보유자와 기관투자자의 지분 등 외부 투자자의 지분이 대주주 1인 지분과 임원 지분 등 내부 투자자 지분보다는 상대적으로 강하게 합병성과에 영향을 미치는 것으로 분석되었으며, 전체기간 동안에는 외국인 지분의 경우 기업합병 성과에 큰 영향을 미치지 못하는 것으로 분석하였다.

한국기업의 인수합병결정의 성과를 외환위기 전후의 기간을 포함하는 1992~2002년의 기간 동안 측정하고 기업지배구조가 합병성과를 설명할 수 있는지를 성과에 대한 횡단면분석을 통해 검토한 조지호·전상경(2004)은 실증분석 결과, 기업지배구조가 전체적으로 기업합병의 성과에 상당한 영향을 미치고 있음을 시사하고 있다고 볼 수 있다. 특히 한국경영환경이 경영권 보호를 중시함을 고려할 때 대량보유자나 기관투자자 등 외부 투자자들이 기업지배구조 개선에 일정한 역할을 하고 있음을 의미한다는 것을 내부 투자자의 지분보다는 외부 투자자의 지분이 기업합병의 성과를 잘 설명하고 있다는 분석결과를 통해 알 수 있다.

### Ⅲ. 합병성과의 결정요인

본 장에서는 합병성과의 결정요인을 코스닥시장의 소유구조 등 기업지배구조를 중심으로 검토한다. 즉, 선행연구에서 제시된 합병성과 결정요인의 효과를 통제하여 기업지배구조가 합병성과에 미치는 영향을 분석하였다.

#### 1. 소유구조 관련 변수들

한 기업의 지분분포 상황을 기업의 소유구조(ownership structure)라고 하며, 각 기업마다 다양한 분류방법에 따라 기업의 주식소유 분포상황을 여러 가지로 구분할 수

있겠으나, 조지호·전상경(2004)은 다음과 같이 분류하였다. 소유지분비율에 따라 대주주 1인(최대주주 1인 및 그 특수 관계인 포함), 주식대량보유자(5% 이상 보유자), 소액주주 등으로 구분하였다. 또한, 소유주체별로 구분하면 국가(공공기관 포함), 경영자, 기관투자자(은행, 증권회사, 보험사 등), 외국인 투자자 및 개인 등 소유주체별로 구분하였다. 또한 조지호, 전상경(2004)은 다음과 같은 이유로 지분변수를 선정하였다. 먼저, 경영자 지분변수를 연구에 포함하게 된 이유는 경영자 지분율이 기업 가치에 미치는 영향이 긍정적 효과와 부정적 효과가 같이 나타날 수 있기 때문이라고 하였고, 합병기업 초과수익률은 합병기업의 경영자지분율이 높을수록 부(-)의 관계를 보일 것으로 예측되기 때문에, 대주주 지분율은 이러한 경영자 지분율과 함께 인수합병과 같은 중요한 경영의사결정에 영향을 미칠 수 있는 내부지분율이라고 주장하였다. 특히 대주주 1인의 지분율이 소액투자자 지분율과 함께 매우 높게 코스닥시장에서는 나타났는데, 이를 지분변수에 포함한 이유는 이러한 대주주가 합병을 위한 주주총회 등에서 합병성공여부의 결정적인 역할을 담당하기 때문이라고 주장하였고, 대주주지분율과 합병기업 초과수익률 간에는 정(+)의 관계가 예상된다고 주장하였다.

Pound et al.(1988)은 외국인투자자 지분율과 기업가치 간에는 부(-)의 관계가 성립될 수도 있다고 주장하였다. 즉, 외국인 투자자는 기업의 입장과 반대되는 입장일 수도 있는데, 이러한 경우는 외국인 투자자가 투자대상 기업업무와 관련하여 서로 이해 상충되는 사업기회가 있을 때이고, 기업의 입장과 상반되는 권리를 행사하여 결국 기업 가치와 외국인 투자자 지분율과는 부(-)의 관계를 가진다는 것이다. 그러나 일반적으로 외국인투자자는 경영자를 감시할 유인의 증가, 정보 분석 능력과 정보체계의 보유에 있어 외국인 투자자의 지분율이 증가할수록 정보획득 및 처리가 용이하며 소액 투자자 보다는 매우 저렴한 비용으로 경영자들을 감시할 수 있어 외국인 투자자의 지분율과 기업 가치는 정(+)의 관계를 가진다고 주장하였다. 코스닥 상장기업에 대한 투자비율은 유가증권시장 상장기업보다 외국인 투자자와 기관투자비율이 낮은 것으로 나타나고 있어, 상관관계가 어느 정도 나타나는지 검토할 필요가 있다고 판단된다. 코스닥시장에서는 소액주주<sup>1)</sup>의 비율은 유가증권시장보다 높은 편이고, 개인 투자자의 거래비중도 유가증권시장보다 높은 특성 때문에 소유구조 변수에 포함하였다. 또한 소액주주 비율이 높을수록 합병기업의 초과수익률은 커질 것으로 예상된다. 이렇게 예상하는 이유는 일반적으로 유가증권시장보다 코스닥시장에서 외국인투자자들과 기관투자자들과 비교할

1) 총 발행 주식수의 1%에 미달하는 주식을 보유한 주주를 소액주주라고 한다.

때 소액주주의 투자형태는 매우 투기적인 성향을 나타낸다고 볼 수 있기 때문이다. 이 밖에 대량보유자 지분율<sup>2)</sup>이 경영의사결정의 중요한 요인으로 판단된다. 대량보유자는 경영권과 직접 관련되었으므로 경영의사결정에 중요한 역할을 한다. 즉, 대량보유자는 주식을 대량보유하고 있기 때문에 회사의 중요한 경영정보에 대해 취득이 가능 할 수 있기 때문이다. 이와 같이 긍정적인 상관관계를 보여줄 것으로 판단되어, 주식대량보유자 합병성과는 정(+)<sup>3)</sup>의 관계가 나타날 것으로 판단된다.

Jarrel and Poulsen은 기업성과와 기관투자자의 보유지분율과의 상관관계를 분석하였다. 기관투자자들은 회사 경영자의 효과적인 감시역할을 담당한다고 주장하였고, 만약 기관투자자 지분율과 합병기업의 성과 간에는 정(+)<sup>3)</sup>의 관계가 성립하려면 기관투자자가 대리인 문제를 완화하고, 안주한 경영자가 제안한 여러 가지 의사결정에 대하여 감시활동을 적극적으로 해야 한다고 주장하였다. 실제로 기관투자자 지분율을 분석대상에 포함하였는데 이는 코스닥시장에서는 기관투자자의 지분율이 높지 않은 상황이기 때문이고, 코스닥시장에서도 선행연구와 같이 기관투자자 지분율과 합병성과간의 관계가 입증될 수 있는지 검증하기 위함이다.

## 2. 합병의 성격을 대변하는 통제변수

주요한 통제변수를 추가하였는데 이는 기업지배구조 이외에 기업인수합병의 성과에 영향을 미칠 수 있는 변수들의 영향력을 통제하기 위함이다. 즉, 다음과 같은 변수들을 통제변수로 하였는데 합병회사의 수익성, 합병기업의 규모, 상장기업합병 여부 등은 기존 연구결과에서 기업인수합병의 성과에 영향을 미치는 것으로 인식된 변수들 중에서 중요성이 높은 것들이다.<sup>3)</sup> 또한, 부채비율과 합병기업의 성장성을 추가하였다.

수익성(ROA)에 대해 살펴보면, 코스닥시장에서 현재 경영하고 있는 산업분야에서 높은 수익성을 나타내고 있는 기업이 다른 기업과 인수합병을 결정 할 때 미래에 성장을 위해서 다른 기업을 인수하는 것은 양(+)<sup>3)</sup>의 순 현가사업(positive NPV project)으로

2) 당해 회사의 지분을 5% 이상 보유한 자를 대량보유자라고 한다.

3) 이들 요인이외에도 기업 인수합병결정의 성과에 영향을 미치는 변수로 합병기업의 자본구조가 지적되고 있다. Grossman and Hart(1982), Jensen(1986), Stulz(1990) 등에 의하면, 기업이 부채사용을 증가시키면 기업 내 잉여현금흐름(free cash flow)이 감소하고, 이는 경영자의 사적추구유인을 통제하는 역할을 한다는 점에 기초한다. 본 연구에서도 이에 따라 합병기업의 자본구조를 포함하여 분석을 행하여 보았으나, 자본구조는 아무런 유의성을 갖지 못함을 알 수 있었는데, 이는 한국의 경우 소유권 유지의 측면이 자본구조 형성의 주요인이 됨에 따라 부채사용으로 인해 지배구조가 개선된다는 일반적 추론이 성립하기 어렵다는 점을 의미한다.

반응하기 때문에, 이러한 경우는 인수합병에 대해 시장에서는 긍정적인 신호로 평가를 받게 되는 경향이 있다. 그러나 다음과 같은 경우는 인수합병의 결과가 부정적인 신호로 반응할 수도 있다. 이는 인수합병으로 인해 합병회사의 경영자 영향력이 커질 것으로 예상되는 경우, 경영자가 본래의 사업 분야 이외에 예를 들어, 타 회사로 가치이전 및 사적인 이익을 획득 등 기업가치 극대화 이외의 목적 등을 추구하기 위해 인수합병을 한다는 신호가 시장의 투자자들이 인식할 경우이다. 두 기업이 합병이 이루어질 경우, 합병회사의 합병신주를 피합병기업 주주에게 교부할 때 피합병기업 주식과 합병회사 주식간의 교환비율을 합병비율이라 하는데, 합병기업의 주주들은 합병비율이 피합병기업보다 합병기업비율이 클 경우, 합병에 대해 큰 비용을 지불하는 결과가 초래되므로 합병비율이 높을수록 상대적으로 손실이 증대된다고 볼 수 있다. 이러한 경우는 합병비율과 합병기업의 초과수익률 간에는 부(-)의 관계가 성립할 것으로 판단된다. 국내 선행연구에서는 실증연구에서 합병제외기업의 경우 부(-)의 값을 보였으나, 통계적으로 유의적인 관계를 발견하지 못하였다(김희석·조경식 2002).

부채비율에 대해 살펴보면, 기업가치상승을 위해 재무 건전성을 높이기 위한 목적으로 낮은 부채비율을 나타내고 있는 기업이 피합병기업과 인수합병을 결정할 때, 피합병기업을 인수하는 것이 기존 양호한 재무건전성에서 변화가 없는 것으로 인식되면, 이는 시장에서 긍정적인 신호로 받아들여지게 되므로, 주가하락보다 주가상승으로 나타날 것으로 예상된다. 그러나 인수합병의 성과가 오히려 부정적인 신호로 받아들여질 수도 있는데 상대기업인 피합병기업이 높은 부채비율이라면, 인수합병에 따른 기업가치 극대화에 부정적인 신호로 평가를 받을 수 있기 때문이다. 이는 두기업 간의 인수합병의 전반적인 성과는 두기업의 상호간의 밀접한 관계에 따라 결정될 수 있고, 이는 밀접한 관계에 따라 합병성과에 긍정적 신호뿐만 아니라 부정적 신호도 미치게 되기 때문이다. 강준구(1998)는 합병회사가 재무적 곤경을 가지고 있는 계열사와 합병을 하려고 한다면, 계열사 간의 합병은 그 성과에 부정적 영향을 미칠 것이라고 주장한다. 반대로 긍정적 영향을 미치는 경우도 있는데, 즉, 피합병기업회사가 계열사이면, 합병으로 인한 거래비용(transaction costs)이 합병에 대한 내부구성원의 저항이 적고, 합병회사 간 정보 불일치의 정도가 적다는 이점이 있다면 긍정적인 효과가 나타난다고 주장하였다. Asquish et al.(1983)의 합병기업과 피합병기업의 상대적인 규모차이가 합병효과에 긍정적인 영향을 미치는 연구가 있다는 규모 극대화가설을 제외하고는 기업규모가 합병효과에 미치는 영향에 대한 이론적 배경은 적다고 볼 수 있다. 본 연구에서는 합병기업의 규모만을 고려하였는데, 우리나라 코스닥시장에서 기업규모가 큰 기업에

대하여 합병을 공시할 때 기업규모가 작은 기업과 비교하여 보다 더 투자자들이 긍정적으로 보는지를 검증하기 위함이다. 일반적으로 기업규모가 기업재무의 통제변수로 채택하는 것이 타당하다는 이유에서 합병기업의 규모가 변수로 추가되었다.<sup>4)</sup>

피합병기업이 상장/등록법인인지 아닌지에 따라, 합병성과에 차이가 나타날 것으로 예상되는 경우는 피합병기업이 상장/등록법인인 경우에는 절차상 요건이 더 강할 것으로 나타날 경우이다.

## IV. 표본선정

### 1. 표본의 선정

본 연구의 표본은 2000년부터 2006년까지 최근 6년 간 코스닥시장에서 합병공시 한 기업이 상장회사인 경우를 대상으로 하였다. 증권거래소 전자공시 시스템의 공시를 이용하여 코스닥시장에서 기업합병 표본을 산출하여, 이 중 한국신용평가(주)에서 제공하는 KIS-LINE와 한국상장회사협의회에서 발행한 상장회사 Data Base에서 120개의 기업 중 기업코드를 찾을 수 없거나 자료가 빠져있는 기업, 상장폐지나 매매거래 정지 기업, 합병공시가 2번 이상인 기업을 제외한 총 99개 기업을 분석 표본으로 추출하였다.

조지호·전상경(2004)은 합병관련정보가 기업 가치에 미치는 영향분석에 있어 합병결의일을 사건일로 사용할 경우 그 영향이 과소평가될 문제점을 지니게 된다는 이유로 사건 발생일인 합병발표일을 합병검토일(합병검토공시가 없는 경우 합병결의공시일)로 선정하였다. 본 연구 또한 합병검토 공시일을 확인하기 어려워 합병결의 공시일을 사건일로 하였다. 합병공시가 주식시장이 마감된 후에 이루어진 경우는 그 다음 거래일을 사건일로 하였다.<sup>5)</sup> 한편, 본 연구에 합병기업의 주가수익률은 Fn-Guide에서 제공받았으며, 재무비율 관련 자료는 KIS-LINE에서 구하였으며 지분율은 한국상장회사협의회에서 발행한 상장회사 Data Base를 이용하였다.

4) Queen and Roll(1987)은 기업규모가 기업의 장기적 신용등급에 가장 영향력이 큰 변수임을 보여주고 있다.

5) Jensen and Ruback(1983)은 기업인수의 정보전달효과를 측정하기 위한 사건일로서 피합병기업 주주의 최종 합병승인일을 사용한 것은 적절하지 못하다고 지적하고 주가의 정보반영효과를 정확하게 측정하기 위해서는 기업인수의사가 최초로 알려진 날을 사용하여야 한다고 주장한다. 본 연구는 합병검토공시를 행한 후 실제 합병이 이루어지지 않은 경우는 표본에서 제외하였다.

## 2. 표본의 특성

<표 1>은 분석표본에 포함된 합병기업과 피합병기업의 연도별 분포를 나타내고 있다. 총 99개의 피합병기업 중 27개 기업은 상장기업이었으며, 나머지 72개 기업은 비상장기업이었다.<sup>6)</sup> 기업합병 추이를 연도별로 살펴보면 2004년 이전에는 코스닥 상장기업이 5건 내외의 합병이 이루어지고 있었으나, 2005년 이후 기업구조조정이 활발하게 진행되면서 코스닥 상장기업 중 22건의 기업합병이 이루어졌음을 알 수 있다. 특히 2006년에는 합병기업이 35개로 최근 6년 연구기간을 볼 때, 35%를 차지하였다. 또한, 2005년 이후 부터 코스닥 상장기업의 합병기업이 급격히 증가하고 있다.

<표 1> 합병공시의 연도별 분포

년도	합병기업	피합병기업	
		코스닥 상장기업	비상장기업
2000	5	0	5
2001	7	0	7
2002	5	2	3
2003	10	0	10
2004	17	3	15
2005	20	9	11
2006	35	13	21
합 계	99	27	72

<표 2> 합병특성에 따른 합병분류

	다각화	집중화	소 계
일반	15	46	61
벤처	4	34	38
합계	19	80	99

<표 2>와 <표 3>은 분석에 사용된 표본의 특성을 보여주고 있다. <표 2>는 코스닥

6) 대부분의 피합병기업들이 비상장사이므로 합병 이후 수 년이 경과한 현 시점에서 피합병기업에 대한 기본적인 자료(지배구조, 재무구조 등) 획득이 불가능하였다. 피합병기업의 지배구조도 합병성파에 일정한 영향을 미칠 것으로 추론되지만, 본 연구에서는 피합병기업에 대한 자료획득이 불가능하여 이에 대한 분석이 행해지지 못한 한계가 있다.

시장에서 합병기업을 합병특성에 따라 분류하였다. 일반기업이 61개사, 벤처기업이 38개사, 다각화 합병의 경우 19개사, 집중화 합병의 경우 80개사를 각각 나타내고 있다.

<표 3>은 분석에 사용된 변수들의 요약통계량을 보여주고 있다. 본 실증연구에서 종속변수인 CAR의 경우 (-10, +10)의 평균치는 3.80%이고, (-10, +2)와 (-5, +5)의 평균치는 각각 1.70%, 2.19%를 나타내고 있다. 독립변수인 임원과 대주주의 평균 지분율이 각각 8.73%, 33.98%로 외국인 3.90%보다 높게 나왔다. 또한, 코스닥 기업의 소액투자자의 최대값과 평균값 등이 유가증권시장보다 큰 것으로 나타났다.

<표 3> 요약 통계량

변 수	표본수	평균	중간값	표준편차	최소값	최대값
합병 CAR(-10, 2)	99	1.70%	1.09%	21.87%	-55.43%	70.80%
합병 CAR(-5, 5)	99	2.19%	3.01%	19.33%	-58.95%	61.91%
합병 CAR(-10, 10)	99	3.80%	4.04%	24.89%	-57.04%	87.80%
대주주	99	33.98	34.00	17.84	5.29	79.94
임원	99	8.73	1.38	15.50	0.00	77.2
대량보유자	99	5.95	0.00	9.67	0.00	54.08
외국인	99	3.90	0.18	8.18	0.00	48.72
소액투자자	99	41.43	39.86	20.15	0.00	94.35
기업규모	99	17.54	17.46	1.06	15.48	20.95
수익성(ROA)	99	-5.50	1.53	25.35	-98.75	44.67
부채비율	99	65.63	47.35	5.95	0.00	286.20
성장성(BM)	99	119	97.16	97.68	8.4	606

주) 1. 단위는 기업규모 이외는 모두 %임.

2. 각 변수의 정의를 요약하면 아래와 같다.

CAR : 합병일 전후 기간에 대해 시장모형에 의해 측정된 누적초과수익률 ;

대주주 = 대주주 1인 및 특수관계인 지분(이하 모든 지분율은 합병직전 회계연도말 기준임) ;

임원 = 이사회 임원의 지분율 ;

대량보유자 = 5% 이상 지분소유자들의 보유지분의 합 ;

외국인 = 외국인 투자자의 보유지분 ;

기업규모 = Ln(자본의 시장가치/1000) ;

수익성 = 자산수익률 ;

성장성 = 장부가/시장가 비율;

<표 4>는 car\_557)의 변수 간 상관계수를 나타낸다. 종속변수 CAR와 임원, 벤처더미, 상장더미의 상관계수는 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 종속변수 CAR

<표 4> 변수 간 상관계수

	car55	임원	대주주	대량	외국인	소주주	규모	수익성	부채	성장성	상장	이종	벤처
car_55	1.000												
임원	.238***	1.000											
대주주	.041	.497***	1.000										
대량	.160	-.111	-.015	1.000									
외국인	.074	-.020	-.156	.158	1.000								
소주주	-.096	-.324***	-.514***	-.163	-.016	1.000							
규모	-.027	-.001	.062	.002	.331***	-.057	1.000						
수익성	-.092	.181	.315***	-.010	.132	-.336***	.097	1.000					
부채	-.008	.083	-.112	.004	-.014	.049	.029	-.208	1.000				
성장성	.049	.031	.095	.029	.091	.004	.124	.092	.333***	1.000			
상장	-.331***	-.238*	.058	-.099	.004	.098	.074	-.014	.003	-.220	1.000		
이종	.159	-.057	-.046	.049	-.138	-.028	-.218	.029	-.054	-.004	-.014	1.000	
벤처	-.253***	-.097	-.036	-.054	.015	.031	-.131*	-.062	-.074	-.088	.386***	-.123	1.000

주) \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10%유의수준에서 통계적으로 유의함.

의 초과수익률이 임원지분과 상장더미, 벤처더미와 높은 상관관계가 있다는 것을 알 수 있다. 그러나 종속변수 CAR와 그 외 나머지 변수와의 상관계수는 통계적으로 유의하지 않았다. 또한, 변수 간 상관관계가 낮아 다중공선성문제가 없는 것으로 알 수 있다. 즉, 독립변수 간 다중공선성 관계를 보기 위하여 VIF(variance inflation factor)을 분석하였는데, 대주주 VIF가 1.921로 나왔고, 이 값이 변수 중에 최대값이다. 기타변수는 1.921이하로 나타나 다중공선성 문제는 없는 것으로 나타났다.

## V. 연구방법 및 실증분석

### 1. 합병성과 측정

합병기업의 성과를 측정하는 방법으로, 본 연구에서는 주식의 장, 단기적 성과를 측정하기 위해서 정형찬·박경희(1999)와 같이 2가지 접근방법으로 합병성과를 측정 하였다.

7) car\_55은 합병공시일전 5일(-5일)에서 공시일 후 5일(+5일)까지의 코스닥 합병기업과 피합병기업의 누적 평균 초과수익률이다. 본 연구에서 가장 통계적으로 유의한 것이 car\_55이므로 이 모델을 선택하여 설명하였다.

- 단기 측정방법으로는 시장모형에 의한 누적초과수익률(CAR)의 추정
- 장기 측정방법으로 통계기업 접근법에 의한 매입보유 초과수익률(BHAR)의 추정

1) 시장모형에 의한 누적초과수익률(CAR)의 추정

합병의 경제적 성과는 식 (1)과 같은 주가수익률 생성과정을 가정하는 시장모형을 이용한 사건연구(event study) 기법을 통하여, 합병발표의 비기대 초과수익률을 산출하여 측정하였다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \tag{1}$$

여기서,  $R_{mt}$  : t일의 시장포트폴리오의 수익률

$R_{it}$  : 개별 주식의 t일의 수익률

$\epsilon_{it}$  : 잔차

이모형의 상수항  $\alpha_i$ 과 베타계수  $\beta_i$ 를 추정하기 위하여 공시일 사건 전 250일에서 사건 전 11일까지 240일의 일별 주가수익률과 일별 종합주가지수 수익률 자료를 이용하여 회귀분석을 행하였다. 합병의 성과를 합리적으로 추정하기 위해 합병기업에 의해 타기업 합병이 확인된 최초의 시점을 사건기준일로 정하였다. 합병기업이 조회공시를 통해 합병을 확인한 시점을 기준일로 하고, 조회공시가 없는 경우에는 기업이 합병공시를 행한 시점을 기준일로 정하였다. 이 시점을 기준으로 회귀분석으로 추정된 시장모형을 이용하여 식 (2)와 같이 기대정상수익률을 구하고, 식 (3)을 이용하여 초과수익률을 산출하였다 :

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \tag{2}$$

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \tag{3}$$

이 모델에서  $R_{it}$ 와  $R_{mt}$ 는 각각 t일의 기업 i의 주가수익률과 코스닥주가지수의 수익률이다. t일에서의 기대수익률을 계산한 후 사건일 전후 각 시점에 관찰된 실제수익률에서 기대수익률을 차감함으로써 개별 증권i의 초과수익률  $AR_{it}$ 를 계산하였다. 그리고 식 (4)와 같이 t일에서의 합병기업들의 포트폴리오를 구성하여 포트폴리오 전체의 평균

초과수익률인 AAR(Average Abnormal Return)을 산출한 후, 식 (5)와 같이 AAR를 누적한 누적평균 초과수익률 CAR(Cumulative Average Abnormal Return)을 구하였다 :

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=0}^N AR_{it} \quad (4)$$

$$CAR_t = \frac{1}{T} \sum_{t=t_0}^{t=t_1} AAR_t \quad (5)$$

본 연구에서 사건기간 동안 합병기업의 누적평균 초과수익률을 추정하는 모형으로는 위의 식 (5)을 사용한다. 또한, 통계적 검증을 위해 다음과 같이 검정통계량을 사용한다.

$$t_{CAR} = \frac{\overline{CAR}}{\left(\frac{s_{CAR}}{\sqrt{n}}\right)} \quad (6)$$

여기서,  $\overline{CAR}_t$  = 표본평균 누적초과수익률

$s_{CAR}$  = 표본기업의 누적초과수익률의 횡단면 표준편차

$n$  = 표본기업의 수

합병공시일이 기업의 성과에 미치는 영향을 분석하기 위해 연구기간 중 99개 기업의 표본을 통하여 사건일(event date)을 전후로 -10일부터 +10일까지 시장조정수익률(market adjusted return method)법으로 구한 합병기업(30개)과 피합병기업(69개)의 평균초과수익률(AAR) 및 t값, 그리고 누적평균 초과수익률(CAR)은 <표 5>와 같다.

<표 5>는 합병 공시일 전 10일(-10일)에서 공시일 후 10일(+10일)까지의 코스닥 합병기업과 피합병기업의 누적평균 초과수익률을 보여주고 있다. <표 5>는 통해 알 수 있듯이 합병기업과 피합병기업 모두 -5일 정도부터 합병에 대한 시장반응이 시작되고 있으며, 합병공시 이후에 그 효과는 상대적으로 점점 커지는 것으로 나타났다. 합병공시 0일 이후에 합병기업은 부(-)의 누적 초과수익률을 가지게 되지만, 피합병기업은 양(+)의 누적 초과수익률을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 한국의 경우 기업합병으로 인해 합병기업의 주주가치가 대체로 상승한다는 결과인 기존 연구결과(조지호, 2004; 김희석, 1990; 강준구, 1998; 김위생, 서점식, 2000; 김희석·조경식, 2002)와는 다

른 결과로 나타났지만, 합병의 성과가 주로 피합병기업에게 더 강하게 작용한다는 미국의 연구결과(Jensen and Ruback, 1983)와 같은 결과를 나타냈다. 약간 다른 점이 있다면, 합병기업은 합병공시일 전후로 꾸준히 (-)의 수익률을 보이고 있다는 점이다. 이러한 점은 기존연구와 큰 차이를 보이는 결과이며, 합병의 효과가 유가증권시장과 다른 결과를 나타낸다. 이러한 이유는 2002년 이후, 금융시장에서 투자자들이 유가증권시장에 비해 코스닥기업들에 대해서는 상대적으로 부정적인 시각으로 경영평가를 하고 있으며, 이에 따라 주가흐름도 음의 영향을 보이는 것으로 판단되며, 기업규모가 유가

&lt;표 5&gt; 합병공시일 이후 AAR 및 CAR

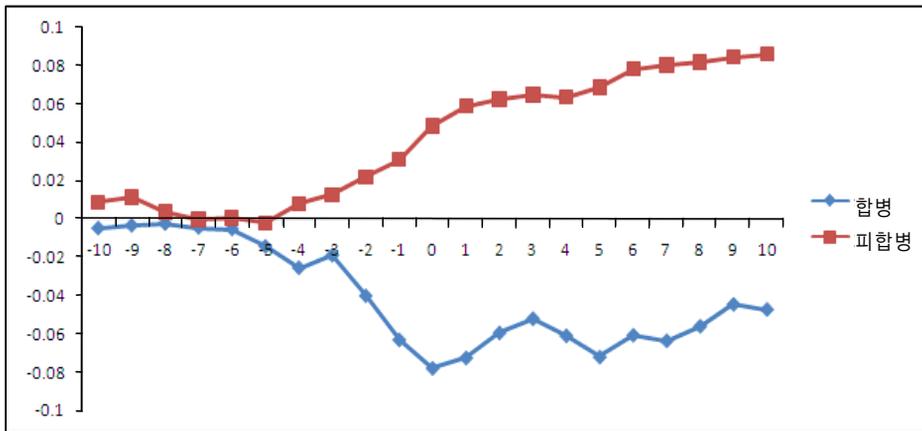
거래일	합병기업			피합병기업		
	AAR	t-value	CAR	AAR	t-value	CAR
-10일	-0.00507	-0.63338	-0.00507	0.00838	1.31249	0.00838
-9일	0.00139	0.17244	-0.00368	0.00283	0.49205	0.01121
-8일	0.00091	0.10898	-0.00276	-0.00763	-1.41792	0.00358
-7일	-0.00198	-0.23923	-0.00475	-0.00395	-0.69331	-0.00037
-6일	-0.00079	-0.08188	-0.00553	0.00082	0.15740	0.00046
-5일	-0.00902	-1.27362	-0.01455	-0.00258	-0.52144	-0.00212
-4일	-0.01104	-1.04458	-0.02560	0.00969	1.51632	0.00757
-3일	0.00646	0.56376	-0.01913	0.00497	0.66295	0.01255
-2일	-0.02100	-1.59816	-0.04013	0.00912	1.16702	0.02167
-1일	-0.02284	-1.48476	-0.06297	0.00901	1.19491	0.03068
0일	-0.01475	-0.63084	-0.07771	0.01761	2.07392**	0.04830
1일	0.00538	0.26318	-0.07233	0.01026	1.12633	0.05856
2일	0.01296	0.96716	-0.05937	0.00353	0.46332	0.06209
3일	0.00735	0.65492	-0.05201	0.00233	0.32273	0.06442
4일	-0.00884	-0.83577	-0.06084	-0.00122	-0.25627	0.06321
5일	-0.01105	-1.30568	-0.07189	0.00500	0.94343	0.06821
6일	0.01131	1.12623	-0.06058	0.00985	1.70400*	0.07806
7일	-0.00287	-0.28756	-0.06345	0.00171	0.27054	0.07978
8일	0.00755	1.12828	-0.05590	0.00169	0.34271	0.08147
9일	0.01133	1.49154	-0.04457	0.00268	0.57633	0.08416
10일	-0.00269	-0.24419	-0.04726	0.00133	0.24251	0.08549

주) \*, \*\*, \*\*\* : 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄.

증권시장보다 작기 때문에 합병효과에 대해서 투자자들이 긍정적으로 보지 않기 때문이라고 판단된다. <표 5>는 표본에 포함된 기업들의 평균적인 시장반응을 보여주고 있다. 합병기업의 사건일까지의 누적초과수익률(CAR)값은 -7.7%이었으나, 통계적인 유의성은 없는 것으로 나타났다. 이러한 기업별 횡단면적 차이가 기업지배구조에 의해 설명될 수 있는지를 다음 절에서 검토하기로 한다.

<표 5>를 그림으로 나타내면 [그림 1]과 같다.

[그림 1] CAR(-10, +10)누적평균초과수익률



주) 전체 표본 수는 99개임.

## 2) 통제기업 접근법에 의한 매입-보유 초과수익률(BHAR)의 추정

장기적 성과측정방법으로는 3년 동안의 매입-보유 초과수익률(BHAR)을 사용하였다. 사건기간 동안 매월의 초과수익률을 누적한 값을 나타내는 CAR와 달리, 매입-보유 초과수익률(BHAR)은 다음 식 (7)처럼 사건기간 동안 표본기업의 주식 매수 후, 보유하는 동안의 복리수익률과 벤치마크 포트폴리오의 복리수익률과의 차이로 정의된다.

$$BHAR = \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{Bt}] \tag{7}$$

여기서,  $BHAR_{it}$  = 주식 i의 사건기간 동안의 매입-보유 초과수익률

$R_{it}$  = 주식 I의 t월의 수익률

$Rbt$  = 벤치마크 포트폴리오의  $t$ 월의 수익률

$\tau$  = 사건기간( $\tau = 36$ 개월)

정형찬·박경희(1999)에서 언급한 것과 같이 벤치마크 포트폴리오로서 시장지수를 이용할 경우, 누적초과수익률을 계산할 때 측정편의(measurement bias), 신규상장편의(new listing bias), 왜도편의(skewness bias) 등의 방법론상의 문제를 피할 수 없게 된다. 따라서 본 연구에서는 정형찬·박경희(1999)와 같이 벤치마크 포트폴리오로서 시장지수인 동일가중 주가지수 대신에 통제기업을 이용한다. 통제기업 접근법은 통제기업을 선정하여, 이 통제기업을 표본기업의 벤치마크 포트폴리오로서 이용하는 접근법을 의미한다. Baber and Lyon(1997)의 시뮬레이션 결과에 의하면, 표본기업 주식의 장기 성과를 통제기업 접근법에 의한 매입-보유 초과수익률로 추정하게 되면, 시장모형에 의해 누적초과수익률을 추정하는 경우에 비해 방법론상의 문제점을 해결할 수 있고, 모형의 검증도 높일 수 있다고 한다.

따라서, 본 연구에서는 Baber and Lyon(1997)의 통제기업 접근법에 의해 개별 표본기업의 업종, 기업규모 및 장부가/시장가 비율 등의 3가지 요인을 기준으로 삼아 해당 표본기업과 가장 유사한 기업을 통제기업(control firm)으로 선정한다. 정형찬·박경희(1999)와 같이 개별 표본기업에 대응하는 통제기업을 선정하는 구체적인 과정을 설명하면 다음과 같다.

- ① 먼저 표본기업과 동일한 산업군에 속하는 상장기업들을 선정한다.
- ② 동일한 산업군에 속하는 상장기업 중에서 보통주의 시장가치가 합병일 전년도 12월 말 종가를 기준으로 표본기업의 70~130%에 해당하는 상장기업들을 선정한다.
- ③ 산업요인과 기업규모에 의해 여과된 상장기업 중에서 표본기업의 장부가/시장가 비율과 가장 유사한 값을 갖는 상장기업을 최종 통제기업으로 선정한다.

벤치마크 포트폴리오로서의 통제기업을 이용하게 됨으로써, 사건기간 동안의 매입-보유 초과수익률(BHAR)은 앞의 식 (7)에 의해 추정한다.

본 연구에서 합병기업의 매입-보유 초과수익률을 추정하는 모형으로는 위의 식 (7)을 사용한다. 또한, 통계적 검증을 위해 다음과 같이 검정통계량을 사용한다.

$$t_{BHAR} = \frac{\overline{BHAR}}{\left(\frac{s_{BHAR}}{\sqrt{n}}\right)} \tag{8}$$

여기서,  $\overline{BHARit}$  = 표본평균 매입-보유 초과수익률  
 $s_{BHAR}$  = 표본 매입-보유 초과수익률의 표준편차  
 $n$  = 표본기업의 수

여기서는 전체표본을 대상으로 누적초과수익률(CAR) 대신에 매입-보유 초과수익률(BHAR)을 추정하여 합병 후 합병기업과 피합병기업의 장기적인 시장성과를 검증하고자 한다. <표 6>은 합병기업의 전체표본을 대상으로 통제기업 접근법에 의해 추정한 보유기간별 표본평균 매입-보유 초과수익률과 그것의 표준편차 및 t값을 나타낸 것이다. <표 6>에서 나타난 바와 같이, 합병기업에 있어서 합병공시일 이후 24개월 간, 36개월간의 합병기업의 매입-보유 초과수익률(BHAR)은 누적초과수익률(CAR)의 경우와 마찬가지로 모두 음(-)의 초과수익률을 보이고 있으나 36개월 보유기간만 통계적으로 유의하고, 24개월 간은 유의적이지는 않다. 각 보유기간별 매입-보유 초과수익률의 표본평균은 대체로 단기적 누적초과수익률보다 훨씬 낮게 나타나고 있다. 합병공시일 이후 36개월 간의 매입-보유 초과수익률은 -19%(t = -2.92)로 합병기업의 장기성과가 음(-)의 수익률을 보이는 것으로 분석됐다.

<표 6> 합병공시일 이후 합병기업의 매입-보유 초과수익률(BHAR)

표본 포트폴리오의 보유기간(월)		$\overline{BHAR}(t_1, t_2)$	$\frac{s_{BHAR}}{\sqrt{n}}$	$t_{BHAR}$
$t_1$	$t_2$			
1	12	0.23803	0.14997	1.58718
1	24	-0.15756	0.17193	-0.91641
1	36	-0.19455	0.06649	-2.92574***
1	6	0.33070	0.22331	1.48089
7	12	-0.00354	0.09232	-0.03838
13	24	-0.10596	0.17926	-0.59106
25	36	-0.25349	0.42810	-0.59212

주) \*, \*\*, \*\*\* : 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄.

<표 7>에서 나타난 바와 같이, 피합병기업에 있어서 합병공시일 이후 12개월 간, 24개월간, 36개월 간의 피합병기업의 매입-보유 초과수익률(BHAR)은 누적초과수익률(CAR)의 경우와 마찬가지로 모두 양(+)의 초과수익률을 보이고 있으나, 통계적으로는 유의적이지 않다. 각 보유기간별 매입-보유 초과수익률의 표본평균은 대체로 단기적 누적초과수익률보다 훨씬 높게 나타나고 있다. 합병공시일 이후 36개월 간의 매입-보유 초과수익률은 67%( $t = 1.36$ )로 피합병기업의 장기성고가 양(+)의 수익률을 보이고 있다.

<표 7> 합병공시일 이후 피합병기업의 매입-보유 초과수익률(BHAR)

표본 포트폴리오의 보유기간(월)		$\overline{BHAR}(t_1, t_2)$	$\frac{s_{BHAR}}{\sqrt{n}}$	$t_{BHAR}$
$t_1$	$t_2$			
1	12	0.12016	0.11230	1.07000
1	24	0.40506	0.29898	1.35478
1	36	0.67917	0.49881	1.36156
1	6	0.25261	1.26184	1.47111
7	12	-0.20287	0.06865	-2.95513***
13	24	0.15605	0.23382	0.66741
25	36	0.10960	0.10337	1.06031

주) \*, \*\*, \*\*\* : 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄.

전체표본을 대상으로 BHAR의 추정에 의한 검정 결과는, 코스닥시장에서 합병기업은 합병공시일 이후 장기적으로 부(-)의 초과수익률을 실현한다는 CAR에 의한 실증분석 결과를 부분적으로(36개월) 설명해주고 있다. 즉, 미국 시장에서 합병기업의 장기성고가 음(-)의 초과수익률을 나타낸다는 Asquith(1983), Agrawal et al.(1992)의 연구결과와 본 연구의 실증분석이 동일하게 나타났다.

이와 같이, CAR에 의한 추정 결과와 BHAR에 의한 추정 결과가 공통적으로, 우리나라 증권시장에서는 미국과 같이 합병기업의 장기성과와 관련된 시장의 비효율성이 일부 관찰되는 것을 알 수 있다.

## 2. 합병성과에 대한 다중회귀분석

합병기업의 소유구조를 비롯한 기업지배구조가 인수합병의 성과를 설명하는 설명력

을 가지는지를 검토하기 위해 다중회귀분석을 행하였다. 분석을 위한 기본 모형은 아래 식 (7)과 같이 설정하였다 :

$$CAR = \beta_0 + \beta_1(\text{대주주}) + \beta_2(\text{대주주 제공}) + \beta_3(\text{임원}) + \beta_4(\text{임원제공}) + \beta_5(\text{대량보유자}) + \beta_6(\text{외국인}) + \beta_7(\text{소액주주}) + \beta_8(\text{기업규모}) + \beta_9(\text{벤처}) + \beta_{10}(\text{상장}) + \beta_{11}(\text{이종산업}) + \beta_{12}(\text{자기자본수익률}) + \beta_{13}(\text{부채비율}) + \beta_{14}(\text{장부가/시장가비율}) + \epsilon_i$$

식 (7) 여기서 각 변수들은 아래와 같이 정의되었다 :

CAR : 합병일 전후 기간에 대해 시장모형에 의해 측정된 합병기업의 누적초과수익률 ; 대주주 = 대주주 1인 및 특수관계인 지분(이하 모든 지분율은 합병직전 회계연도 말 기준임) ;

대주주 제공 = 대주주 변수의 제공 ;

임원 = 이사회 임원(이사 포함)의 지분율 ;

대량보유자 = 5% 이상 지분소유자들의 보유지분의 합 ;

외국인 = 외국인 투자자의 보유지분 ;

기업규모 = Ln(자본의 시장가치/1000) ;

수익성 = 자산수익률(net income/total assets) ;

성장성 = 장부가/시장가 비율

상장기업더미 = 상장기업을 합병할 경우 1, 그 외는 0 ;

이종산업더미 = 이종산업간 다각화합병의 경우 1, 그 외는 0 ;

벤처기업더미 = 피합병기업이 벤처기업인 경우 1, 그 외는 0 ;

소액주주 = 합병기업의 소액주주 비율

첫 여섯 변수들은 기업소유구조가 합병의 성과에 어떤 영향을 미치는지 검토하는 지분 변수들이고, 소유구조 이외의 지배구조 관련 변수로 상장기업 합병 여부, 이종산업간 합병 여부, 벤처기업 합병 여부 등을 나타낼 수 있는 더미변수를 이용하였다. 통제 변수로는 합병기업의 규모, 합병회사의 수익성, 상장기업합병 여부, 성장성, 부채비율 등을 사용하였다.

<표 8>은 기업지배구조가 합병성과의 횡단면적 차이를 설명할 수 있는지를 분석한 다중회귀분석의 결과를 보여준다. CAR의 측정기간을 [-10, +2], [-5, +5], [-10, +10]의 세 방법으로 하여 각각 분석에 이용하였다. [-5, +5]동안의 CAR를 이용한 분석과 [-10, +10], [-10, +2]동안의 CAR를 이용한 분석의 경우 회귀변수의 유의성에 약간의 차이를

<표 8> 기업지배구조와 기업가치와의 관계

	전체표본					
	Model1 (-10, +10)	Model4 (-10, +10)	Model2 (-10, +2)	Model5 (-10, +2)	Model3 (-5, +5)	Model6 (-5, +5)
C	-7,641 (-0.166)	-4.201 (-0.095)	40.807 (1.018)	35,333 (0.900)	-31.648 (0.916)	-25.784 (-0.755)
대주주(MJR)	0.196 (1.062)	-0.105 (0.573)	0.196 (1.062)	0.006 (-0.035)	-0.043 (-0.306)	-0.12 (-0.849)
임원(DRT)	0.366* (1.921)	0.497*** (2.693)	0.312* (1.877)	0.420** (2.571)	0.383*** (2.674)	0.489*** (3.44)
대량보유자 (FIVE)	0.249 (0.097)	0.349 (1.325)	0.253 (1.112)	0.345 (1.478)	0.363 (1.851)	0.457** (2.251)
외국인(FRN)	0.312 (0.953)	0.257 (0.772)	0.536* (1.873)	0.481 (1.633)	0.134 (0.545)	0.069 (0.27)
소액투자자 (MNR)	0.398*** (2.720)	0.373** (2.512)	0.201 (1.577)	0.186 (1.411)	0.195* (1.769)	0.176 (1.54)
기업규모 (Size)	-0.724 (-0.288)	-1.029 (-0.415)	-3.011 (-1.37)	-2.904 (-1.323)	1.310 (0.692)	0.914 (0.478)
피인수벤처기업더미 (VENTURE)	-3.267 (-0.583)		-7.99 (-1.633)		-3.949 (-0.936)	
상장여부더미 (LISTING)	-11.684 (-1.897)		-7.732 (-1.438)		-9.285** (-2.003)	
이종산업더미 (DIFFERENCE)	5.477 (0.941)		5.092 (1.003)		7.676* (1.753)	
자산수익률 (ROA)	0.141 (1.334)	0.148 (1.378)	0.065 (0.7)	0.062 (0.655)	-0.062 (-0.776)	-0.054 (-0.653)
부채비율 (DEBT)	0.005 (0.111)	-0.002 (-0.051)	0.019 (0.488)	0.15 (0.382)	0.001 (0.021)	-0.006 (-0.162)
장부가/시장가비율 (BM)	-0.009 (-0.334)	0.005 (0.177)	-0.002 (-0.07)	0.10 (0.416)	0.001 (0.072)	0.013 (0.621)
Adj-R sq.	0.105	0.066	0.117	0.053	0.16	0.081
F-stat.	1.957*	1.775*	2.086**	1.604	2.556***	1.959*

주) 1. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함.

2. 검증에 사용된 표본은 2000년~2006년 사이에 기업합병을 단행한 99개 기업임.

보여줄 뿐 질적 해석에 있어서는 거의 동일하였다. 본 논문은 통계적으로 비교적 유의하게 검증된 임원(DRT), 소액투자자(MNR), 상장여부더미(LISTING)변수의 분석결과를 중심으로 그 해석을 행하고자 한다. 우선 지배구조를 대변하는 변수들 중 상장여부

더미변수 등을 제외한 모형(Model 4, 5, 6)과 이들을 포함 시킨 모형 등 두 회귀모형(Model 1, 2, 3)을 이용하여 분석을 행하였다.

분석결과를 검토해 보면 지분변수 등 기업지배구조 변수들이 합병성과의 횡단면 차이에 대해 상당한 설명력을 지니고 있음을 알 수 있다. 가장 두드러지게 나타나는 시사점은 지분변수 중에서 임원지분의 내부 투자자 지분변수와 소액투자자의 지분의 외부 투자자 지분변수가 합병성과에 긍정적으로 영향을 미친다는 점이다. 내부지분변수가 영향을 미치는 이유는 경영권 보호를 중시하는 한국경영환경을 고려할 때 내부 투자자의 지분이 일정부분 역할을 한다고 볼 수 있다. 또한 소액투자자가 영향을 미치는 이유는 코스닥시장이 유가증권시장보다 소액투자자들의 주주분포가 더 크고, 이에 따른 기업합병에 중요한 영향을 미치고 있다는 것을 의미한다고 판단된다. 이러한 연구결과는 기존(조지호·전상경, 2004)의 논문에서는 대량보유자 및 기관투자자 등 외부투자자의 지분이 기업합병의 성과에 영향을 미친다는 결과와 상반된 연구결과이다.

이렇게 두 연구가 차이가 나는 이유는 유가증권시장과 코스닥시장이 기업지배구조 개선의 효과가 다르기 때문이라고 볼 수 있다. 또한, 소액투자자의 지분이 기업합병의 성과를 잘 설명하고 있다는 분석결과는 코스닥 기업이 소액투자자들에 의해 어느 정도 기업지배구조 개선에 일정한 역할을 하고 있음을 의미한다고 할 수 있다. 유추하여 해석하면, 합병이라는 특정한 사건이 투기적인 성향을 보이는 소액주주들에게 단기적으로 호재로 작용했을 가능성도 상존한다. 비교적 기업에 대한 정보가 부족한 소액주주들에게 합병으로 인한 시너지 효과가 발생하여 가치상승으로 이어질 것이라는 막연한 기대심리가 소액주주들의 지분이 증가한 원인으로 작용했을 수 있다. 아울러, 이러한 가능성으로 인해 코스닥 기업을 대상으로 진행한 본 연구와 선행연구의 결과가 서로 다른 이유도 설명가능하다.

임원지분은 경영자 지분을 대변하는 변수로 볼 수 있는데, 6가지 모델에서 모두 임원 지분이 기업합병에 일관적으로 영향을 미치는 것으로 나타나서 경영권 보호를 중시하는 행태를 설명하는 의미라고 볼 수 있다.<sup>8)</sup> 기업규모, 외국인, 대량보유자 변수도 통계적으로 일부 모델에서 유의하게 나왔지만, 전체적으로 볼 때, 통계적으로 유의하지 않았다. 외국인투자자나 기관투자자는 통계적으로 유의하지 않는 결과가 나타났는데,

8) 이론적인 면에서 경영자 지분이 증가하면 기업지배구조의 개선이 이루어지는 측면뿐 아니라 지배구조의 악화가 이루어지는 측면도 있다. 경영자 지분이 증가함에 따라 Jensen and Meckling(1976)의 경영자 대리인비용은 감소할 수 있지만, 경영자 지분이 일정수준 이상을 초과하게 되면 기업의 통제구조로부터 자유로워진 경영진의 자기안주경향(managerial entrenchment)이 나타나기 때문에 지배구조의 악화가 나타날 수 있기 때문이다(Morck, Shleifer and Vishney, 1988).

이것은 코스닥시장의 대주주지분율이 지나치게 높아 비합리적인 의사결정 위험이 있는 것으로 나타나 인수합병에 신중한 입장을 보이기 때문이다. 또한, 상장여부 더미변수와 이종산업, 벤처기업 더미변수이외 여타 지배구조관련 더미변수들 중 상장여부 더미변수만 유의한 관계를 보여주고 있고, 나머지 변수는 유의한 관계를 보여주지 않고 있어 상장기업 더미변수가 합병에 영향을 미쳤던 기존논문과는 같은 결과로 나타났다. 상장기업 더미에 대한 계수 값이 ‘음(-)’인 점을 감안 할 때, 이미 상장되어 있는 기업을 인수하는 경우 비상장기업(private firm)을 인수하는 경우에 비해 합병의 성과가 낮았음을 의미한다. 이는 투자자와 경영진 사이에 발생하는 정보 불균형문제로 설명할 수 있다. 비상장기업에 관한 정보는 일반투자자들에게는 충분히 알려지지 않으므로 경영진들이 정보 효율적 측면에 있어서 합병기업에 대한 고급 정보를 비교적 많이 가지고 있을 것이라는 인식이 생기게 되어 상장기업과의 합병보다 비상장기업과의 합병이 보다 큰 단기적 상승 모멘텀을 발생 시켰을 가능성이 높다. 이는 기존(조지호, 전상경(2004))의 논문과 상반된 연구결과이며, 이러한 이유는 유가증권시장과 코스닥시장의 차이라고 볼 수 있다. 또한, 통제변수 중 부채비율이나 수익성은 합병의 성과에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하고 있는 것으로 나타났고, 기업규모 및 장부가/성장성비율도 유의한 회귀계수 값을 보이지 않은 것으로 있다. 이러한 이유는 코스닥시장의 기업규모나 부채비율, 수익성, 성장성보다는 기술력이나 인적자산을 더욱 중요시하고 있기 때문인 것으로 판단된다.

## VI. 요약 및 결론

본 연구는 2000~2006년의 기간 동안 발생한 코스닥 기업 인수합병결정의 성과를 측정하고 그 성과에 대한 횡단면분석을 통해 기업지배구조가 합병성과를 설명할 수 있는지를 검토하였다. 본 연구를 통해 지분변수 등 기업지배구조 변수들이 합병성과의 횡단면 차이에 대해 일정부분 설명력을 지니고 있음을 알 수 있었지만, 그 설명력은 기존 선행연구보다 강하지 않음을 알 수 있다. 본 연구의 시사점을 좀 더 구체적으로 서술하면 아래와 같다.

첫째, 지분변수 중에서 임원 지분이 대주주 지분변수, 지분 5% 이상 대량보유자의 지분과 기관투자자의 지분 등 외부 투자자의 지분보다 합병성과에 긍정적으로 영향을 미치는 결과로 나타났다. 둘째, 임원 지분 이외에 중요한 외부 투자자로 인식되는 외국인 지분의 경우, 그 자체로서는 기업합병의 성과에 큰 영향을 미치지 않은 것으로 나타났

다. 이것은 선행연구와 달리(김희석·조경식 2006), 코스닥시장에서의 기업합병 성과에 미치는 영향력이 없음을 알 수 있다. 즉, 코스닥시장의 기업가치가 하락하여 외국인투자자들의 코스닥시장을 바라보는 긍정적 합병기준이 줄어들고 있기 때문이다. 또한, 소액투자자들도 내부지분과 같이 영향력이 큰 것으로 나타났으며, 이것은 코스닥기업들이 유가증권기업만큼 내부지분으로 지배구조의 통제를 강화하지 못하기 때문에 나타난다고 볼 수 있다. 셋째, 기존연구와 달리, 임원 지분과 같은 내부 투자자들의 지분율이 합병의 성과를 설명하는 유의한 변수로 나타났다. 이것은 코스닥시장의 규모가 유가증권시장보다 작기 때문에 소액투자자들처럼 소수임원으로도 통제가 가능하기 때문인 것으로 판단된다. 본 연구의 실증분석 결과는 전체적으로 기업합병의 성과에 기업 지배구조가 일정부분 영향을 미치고 있음을 시사하고 있다. 특히 경영권 보호를 중시하는 한국경영환경을 고려할 때 임원지분이 기업합병의 성과를 잘 설명하고 있다는 분석결과는 내, 외부 투자자들의 일부는 기업지배구조 개선에 중요한 역할을 하고 있음을 의미한다고 할 수 있다.

그러나 현재 코스닥시장이 더욱 발전된 시장으로 되려면, 기관투자자와 외국인투자자의 적극적인 참여가 절실히 요구된다. 코스닥시장의 기관투자자나 외국인인 지분자체도 적을 뿐 아니라 기업지배구조 개선에도 제 역할을 하지 못하는 것으로 나타나 기업지배구조 개선에도 기대할 수 없는 것이 현실이다. 따라서 정부는 건전하고 활성화될 수 있는 코스닥시장을 위해서는 한계기업이나 부실기업을 지속적으로 정리하고, 우량한 기업을 활성화 시킬 수 있는 정책이 요구된다. 본 연구의 한계점을 말하자면, 코스닥시장에서 유통되는 기업의 규모가 작다고 할 때 대주주, 임원, 그리고 대량보유자의 지분이 겹칠 가능성이 있다. 이에 대한 부분을 고려하여 추후연구가 진행되어야 할 것이고, 아울러 성장성 있는 변수들을 추가하여 연구가 진행되어야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 강준구, 『연구보고서』, 한국금융연구원, 1998.
- 김병호, “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구 : 임원지분율을 중심으로”, 증권학회지, 제30집, (2002), 391-434.
- 김위생, 서점식, “증권시장개방과 M&A 공시효과”, 재무연구, 제13권, (2000), 245-275.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 관계성에 관한 연구”, 재무연구, 제5집, (1992), 129-154.
- 김희석, 조경식, “합병기업관련 주주부 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권 제2호, (2002), 77-109.
- 김희석, 조경식, “코스닥 상장기업의 소유구조가 합병기업의 주주부에 미치는 영향”, 산업경제연구, 제19권 제2호, (2006), 661-680.
- 박경서, 백재승, “재벌기업의 경영자는 비재벌기업의 경영자와 얼마나 다른가? : 한국상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업 가치에 관한 실증연구”, 재무연구, 제14권 제2호, (2001), 89-130.
- 박상수, 우수명, “IMF 경제위기 이후 기업집단의 구조조정성과와 소속기업의 독립성”, working paper, 한국증권학회, 2003.
- 윤영섭, 김성표, “기본적 변수, 거시경제요인, 기업특성적 위험과 주식수익률”, 재무관리연구, 제16권 제2호, (1999), 179-214.
- 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주부에 미치는 영향에 관한 실증연구”, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 1985.
- 전상경, “규모의 확대와 사업다각화에 따른 기업가치의 변화 : 구조조정의 영향을 중심으로”, 증권학회지, 제32권 제1호, (2003), 219-254.
- 정형찬, 박경희, “합병일 이후 합병기업 주가의 장기성과”, 재무관리연구, 제16권, (1999), 83-114.
- 조일흠, 이성규, “한국 기업그룹의 다각화 전략 연구”, 연구총서, 제1권 제1호, (1987), 1-32.
- 조경식, 박준철, 김희석, 이장형, “코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과”, 경영학연구, 제32권 제3호, (2003), 737-732.
- 조지호, 전상경, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향”, 재무관리 연구 21, (2004), 1-25.
- 주상룡, “국내합병·피합병기업의 특성 비교”, 재무관리연구, 제14권 제1호, (1997), 269-299.

- 황동섭, “상장제조기업의 소유구조와 기업가치”, 경영학논총, 제30집, (2003), 409-419.
- 홍재범, 황규승, “한국기업의 다각화와 경제적 성과에 대한 연구”, 경영학연구, (1997), 493-511.
- 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), 1605-1671.
- Asquith, P., R. F. Bruner, and D. W. Mullins, “The Gains to Bidding Firms From Merger,” *Journal of Financial Economics*, (1983), 121-139.
- Bae, K., J. Kang, and J. Kim, “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups,” *Journal of Financial Economics*, (2002), 2695-2740.
- Berger, P. and E. Ofek, “Diversification’s Effect on Firm Value,” *Journal of Financial Economics*, 37, (1995), 39-65.
- 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.
- Claessens, S., S. Djanjov, S. J. Fan, and L. Lang, “The separation of ownership and control in East Asian corporations,” *Journal of Financial Economics*, 58, (2000), 81-112.
- Dennis, D. K. and J. J. McConnell, “Corporate mergers and security returns,” *Journal of Financial Economics*, 16, (1986), 143-187.
- Dodd, P., “Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 8, (1980), 105-137.
- Dodd, P. and J. B. Warner, “On corporate governance : A study of proxy contests,” *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 401-438.
- Eckbo, E, Horizontal Mergers, “Collusions, and stockholder wealth,” *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 241-273.
- Eger, C. E., “An empirical test of the redistribution effect in pure exchange mergers,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 18, (1983), 547-572.
- Firth, M., Takeovers, “shareholder returns, and the theory of the firm,” *Quarterly Journal of Economics*, (1980), 235-260.
- Ghosh A. and P. C. Jain, “Financial Leverage Changes Associated with Corporate Mergers,” *Journal of Corporate Finance*, 6, (2000), 377-402.

- Grossman S. and O. Hart, "An analysis of the principal-agent problem," *Econometrica*, 51, (1983), 7-45.
- Houston, J., C. James, and D. Marcus, "Capital market frictions and the role of internal capital markets in banking," *Journal of Financial Economics*, 46, (1997), 83-109.
- Huang, R. and R. Walkling, "Target abnormal returns associate with acquisitions announcements : Payment, Acquisitions form and Managerial resistance," *Journal of Financial Economics*, 19, (1987), 329-350.
- Jensen, M. C., "The Takeover Controversy : Analysis and Evidence," *The Midland Corporate Finance Journal*, (Summer 1986), 3-43.
- Jensen, M. and R. Ruback, "The Market for Corporate Control : The Scientific Evidence," *Journal of Financial Economics*, 11, (April 1983), 5-50.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of Firm : Managerial Behavior Agency Costs and Ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.
- Lamont, O., "Cashflow and Investment : Evidence from Internal Capital Markets," *Journal of Finance*, 52, (1997), 83-109.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shieifer, and R. W. Vishny, "Investor protection and corporate governance, 2002," *Journal of Financial Economics*, 58, (2002), 3-27.
- Langtieg, T. C., "An Application of a Three-Factor performance Index to Measure Stockholder Gains form Merger," *Journal of Financial Economics*, 6, (1978), 365-384.
- Leeth, J. D. and J. R. Borg, "The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth during the 1920s Merger Wave," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, (2000), 217-238.
- Lins, K. V. and H. Servaes, "International Evidence on the Value of Corporate Diversification," *Journal of Finance*, 54, (1999), 2215-2239.
- Malatesta, P. H., "The effect of merger activity and the objective functions of merging firms," *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 155-181.
- Monsen, R., J. Chiu, and D. Cooley, "The Effect of Separation of Ownership and Control on the Performance of the Large Firm," *Journal of Economics*, 82(3), 1968.

- McConnell, J. and H. Servaes, "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27, (1990), 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Management ownership and Market Valuation : An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, (Jan/March 1988), 293-315.
- Queen, M. and R. Roll, "Firm mortality : Using Market Indicators to predict survival," *Financial Analyst Journal*, 43, (1987), 9-26.
- Rajan, R., H. Servaes, and L. Zingales, "The cost of diversity : The diversification discount and inefficient investment," *Journal of Finance*, 55, (2000), 35-80.
- Scharfstein, D. S., "The dark side of internal capital markets : Evidence from dividend conglomerates, MIT Sloan school of Management working paper," 1998.
- Servaes, H., "The value of diversification during the conglomerate merger wave," *Journal of Finance*, 51, (1996), 12101-1255.
- Shin, H. H. and R. M. Stulz, "Are International capital markets efficient?," *Quarterly Journal of Economics*, 113, (1998), 531-553.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "A survey of corporate governanc," *Journal of Finance*, 52, (1997), 737-781.
- Stein, J. C., "Inernal capital markets and the competition for corporate resources," *Journal of Finance*, 52, (1997), 111-153.
- Stulz, R. M., "Managerial Discretion and Optimal Financial Policies," *Journal of Financial Economics*, 26, (1990), 3-28.
- Sudarsanam, S. and H. Peter, "Shareholder Wealth Gains in Mergers : Effect of Synergy and Ownership Structure," *Journal of Business Finance and Accounting*, 23, (1996), 673-698.
- Wansley, J., W. Lane, and H. Yang, "Abnormal returns to acquired firms by types of acquisitions and method of payment," *Financial management*, 38, (1983), 16-22.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT  
Volume 26, Number 2, June 2009

# The Effect of Corporate Governance on Performance of Mergers and Acquisitions in KOSDAQ Market

Ji-Ho Cho\* · Seong-Hoon Jeong\*\*

〈abstract〉

From the perspective of corporate governance, we examine the acquirers' performance of mergers and acquisitions in KOSDAQ Market. The empirical results of our study show that inside an executive shareholders and outside minor shareholders, affect acquirers' performance in M&A's : the ownership of outside minor shareholders is positively correlated with the performance of acquirers. and, the ownership of insiders, such as that of an executive shareholders, does have significant effect on the performance of M&A's.

Since the current literature concludes that the improvement of corporate governance in KOSDAQ Market would enhance the shareholders' wealth, the results of our study implies that outside minor investors, as well as insiders, are playing an important role in the corporate governance.

Keywords : Mergers and Acquisitions, Corporate Governance, Ownership Structure, Firm Value,  
Event Study

---

\* Hanyang University, School of Business

\*\* Hanyang University, College of Economics and Finance