

# 포이즌 필 도입이 국내 비 금융 상장사에게 미치는 영향 (주요 결과)

강 원 (세종대학교 경영학과 교수)\*  
김광호 (세종대학교 경영학과 박사과정)\*\*

## 국 문 요 약

2008년 3월 19일 법무부로부터 포이즌 필 도입에 관한 보도 자료가 공시된 시점을 중심으로 국내 비 금융 상장사의 시장반응을 살펴보았다. 그 결과 모든 기업에 대해 시장은 부정적인 반응을 보였다. 대주주 지분이 낮을수록 그리고 소액주주 지분이 높을수록 시장의 부정적인 반응은 악화되었다. 한편 채벌기업은 제외하면 독립기업보다 그룹에 속한 기업들이 더욱 부정적인 시장반응을 보였다. 이는 계열구조가 복잡한 기업일수록 터널링의 가능성이 높기 때문에 그룹기업이 포이즌 필을 도입할 때는 대주주의 사적이익 추구가 강화된다고 시장이 해석하고 있음을 뜻한다.

## 1. 연구개요

### 1.1 개요

본 논문의 목적은 포이즌 필 도입이 우리나라 비금융 상장사의 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 데 있다. 이를 위해 법무부와 금감원이 인수합병으로부터 기업의 자

\*세종대학교 경영학과 교수, kangwon@sejong.ac.kr

\*\* 세종대학교 경영학과 박사과정

유로운 경영활동 보장을 위해 포이즌 필 도입에 합의 했다는 2008년 3월 19일의 언론매체의 보도시점을 사건일로 하여 그 전후의 주가 움직임을 분석하였다. 그리고 다음과 같은 세 가지 가설을 세우고 검증을 하였다.

## 1.2 가설

가설 1: 포이즌 필의 도입은 기업의 시장가치를 하락시킨다.

포이즌 필은 비효율적인 적대적 M&A로부터 기업의 경영권을 지키는 방안이 될 수 있기 때문에 소액주주의 부가 훼손되는 것을 막을 수도 있지만, 반대로 효율적인 적대적 M&A도 무력화시켜 오히려 대주주 및 기존 경영진이 사적 이익을 추구하도록 도와줄 수도 있다. 이와 같이 포이즌 필은 소액주주에게 해가 될 수도 있고 득이 될 수도 있기 때문에, 우리나라에서 포이즌 필이 도입되었을 때 실제로 시장이 어떻게 반응할지는 실증적으로 분석을 해 보아야 알 수 있다. 본 연구에서 첫 번째 가설로 포이즌 필 도입은 기업 가치를 하락시킨다는 기무가설을 세우고 이에 대한 검증을 실시하였다.

가설 2: 대주주의 지분이 높을수록 그리고 소액주주의 지분이 낮을수록 포이즌 필 도입은 기업의 시장가치를 더욱 하락시킨다.

대주주의 지분이 높을수록 기존 기업은 주주총회에서 포이즌 필 도입을 가결시키기가 쉬우며, 포이즌 필이 대주주의 사적 이익을 강화하는 방향으로 사용될 때도 이를 감시 저지할 수 있는 내부통제력이 약할 수 있다. 반대로 소액주주의 지분율이 높을 때는 포이즌 필 도입이 어려워지며, 도입되었어도 대주주의 사적 이익 강화를 위해 사용되기가 어렵다고 볼 수 있다. 이를 살펴보기 위해 본 연구에서는 대주주 지분이 많을수록 그리고 소액주주 지분이 적을수록 포이즌 필 도입은 기업 가치에 더욱 부정적인 영향을 가져온다는 기무가설을 세우고, 이를 검증하기 위해 대주주, 소액주주 및 외국인주주 등 주주유형이 시장 반응에 주는 영향을 분석하였다.

가설 3: 재벌기업을 제외하고는 계열구조가 복잡할수록 포이즌 필을 도입할 때 기업의 시장가치는 더욱 하락한다.

(Johnson, S., R. LaPorta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, 2000)는 기업의 계열구조가 복잡할 때 터널링 효과가 나타날 수 있다는 주장을 하고 있으며, (Simon Johnson, Peter Boone, Alasdair Breach, Eric Friedman, 2000)는 이머

정 마켓의 기업을 대상으로 터널링 효과가 존재함을 실증적으로 보이고 있다. 터널링이 대주주의 사적 이익을 추구하는 주요 원천임을 고려할 때, 만약 포이즌 필이 대주주의 사적이익을 강화하는 결과를 가져온다면, 계열구조가 복잡한 기업일수록 포이즌 필의 도입은 부정적인 시장 반응을 불러온다고 볼 수 있다. 즉, 시장이 포이즌 필 도입에 대해 부정적이라면, 독립기업보다는 계열사를 거느린 기업이 포이즌 필 도입에 대해 더욱 부정적인 시장의 반응을 가져올 것이라고 가정할 수가 있다. 한편 국내에서는 외환위기 이후 개인이 최대주주인 상호출자제한기업(재벌기업)의 경우는 대주주의 지분이 기업 가치에 미치는 영향이 부정적이지 않은 반면 기타 그룹사의 경우는 대주주의 지분이 기업 가치와 음의 관계에 있다고 보고한 연구가 있었다(강원, 신현한, 2005). 이는 같은 그룹기업이라 하여도 재벌기업은 시장과 제도의 차별적인 감시와 규제를 받고 있어 소액주주의 감시 효율성이 높기 때문이다. 따라서 본 논문은 세 번째 가설로 재벌기업을 제외하고는 계열구조가 복잡할수록 포이즌 필 도입에 대한 시장의 반응은 더욱 부정적이라는 기무가설을 세웠다. 그리고 계열구조 유형별로 차별적인 효과가 있는지를 살펴보기 위해 연구대상 기업을 재벌기업, 비 재벌 그룹기업, 독립기업 등 세 가지로 분류하고, 이를 계열구조의 복잡성을 측정하는 대리변수로 사용하였다.

### 1.3 자료

본 논문에서는 2007년 말 유가증권 시장과 코스닥 시장의 비 금융 상장사를 대상으로 Kis-Value로부터 주가 및 재무자료와 계열구조, 주주유형, 재무자료의 확인이 가능한 기업을 표본으로 하였다. 또한 계열구조의 분류를 위해서, 상장 공기업\*을 제외한 출자총액 제한집단과 상호출자 제한집단 그리고 주 채무 계열집단을 재벌기업으로 정의하고, 소속그룹이 공시된 상장사 중에서 재벌기업을 제외한 기업을 비 재벌 그룹기업으로 정의하고, 상장사 중 소속그룹이 없는 비 그룹 기업을 독립기업으로 정의하였다. 주주유형은 대주주와 소액주주, 그리고 외국인주주로 구분하였는데, 대주주의 지분은 최대주주 1인 지분과 특수 관계인, 임원, 계열사 지분의 합으로 정의하고, 소액주주의 지분과 외국인주주는 공시된 지분을 그대로 사용하였다. 한편 기업특성 변수는 기업연령, 기업규모, 부채비율, ROA, ROE, M/B(Market to Book) 등의 변수를 이용하였다.

\* 공정거래 위원회의 2007년 대규모 기업집단 지정현황에서 공기업은 한국전력공사, 대한주택공사, 한국도로공사, 한국토지공사, 한국철도공사, 한국가스공사, 한국농촌공사 등 모두 7개 기업집단이며 총 40개의 계열기업을 두고 있다. 공기업 중에 상장기업은 한국가스공사, 한국전력, 한진 KPS 3개 기업이다. 이 논문에서는 상장 공기업은 기업집단에서 제외하여 재벌기업으로 구분하고 있다.

<표 1>은 전체기업과 계열구조 유형별 주주유형 및 재무변수의 기술통계량을 나타낸다. 먼저 전체기업의 기술통계량을 나타내는 Panel A에서 주주유형 기술통계량을 보면 Insider(대주주) 지분율의 평균(34.9%)과 중앙값(33.5%)이 Minor(소액주주) 지분율의 평균(42.1%)과 중앙값(40.7%)보다 낮게 나타나고 있다. 반면에 Foreigner(외국인주주) 지분율의 평균(8.6%)과 중앙값(2.1%)은 Insider와 Minor의 지분율에 비해 낮게 나타나고 있다.

재무변수의 기술통계량에서 국내 비 금융 상장 제조기업은 평균적으로 26세의 Age(기업연령)와 5,420억의 Size(총자산)를, 그리고 Leverage(총부채 비율)는 총자산 대비 41.6%를 보이고 있다. 수익성을 보면 ROA(영업이익/자산)가 1.1%로 ROE(당기순이익/자산)의 -45.6%보다 현저하게 높은 특징을 보이며, M/B(장부가 대비 시장가 비율)는 0.522로 나타나고 있다.

Panel B는 전체기업을 재벌기업, 비 재벌 그룹기업, 독립기업의 계열구조 유형별로 구분하여 주주유형 및 재무변수의 기술통계량을 나타내고 있다. 먼저 Chaebol(재벌기업)에서 Insider의 평균(39.6%)과 중앙값(38.3%)이 Minor의 평균(38.0%)과 중앙값(36.7%)보다 모두 높게 나타나는 특징을 보이고 있다. 반면에 Non-Chaebol Group(비재벌 그룹기업)과 Stand Alone(독립기업)은 Minor가 Insider의 지분율보다 높게 나타나고 있다. 이러한 계열구조 유형에 따른 주주유형 지분율은 계열기업을 많이 보유하고 있는 재벌기업에서 대주주가 자신의 지분율을 이용하여 부의 이전(tunneling)과 부실계열사의 지원(propping) 등에 따른 자산유용을 통해 외부주주인 소액주주나 외국인주주의 이익을 침해하는 행동을 함으로써 포이즌 필이 사적이익을 위한 수단으로 사용될 수 있으며 이에 따른 대주주와 외부주주간의 대리인 문제가 발생할 수 있음을 시사하고 있다. 또한 Non-Chaebol Group이나 Stand Alone의 소액주주보다 Chaebol의 소액주주가 대주주의 감시 및 견제 활동이 더욱 적극적임을 보여주고 있다. 한편 Foreigner는 Panel A의 전체기업에서와 같이 계열구조 유형별로 Insider와 Minor의 지분율보다 낮게 나타나고 있다. 특히, 재벌기업에서의 외국인주주 지분율이 다른 기업군에 비해 높게 나타나고 있어 외국인주주가 대기업인 재벌기업에 집중되어 있음을 알 수 있다.

<표 1> 기술통계량

유가증권 시장과 코스닥 시장의 비 금융 상장사를 대상으로 2007년말 주가 및 재무자료를 이용하여 전체기업과 계열구조별 주주유형 지분율 및 기업특성변수의 기술통계량을 나타낸다. 계열구조 유형에서 재벌기업은 출자총액 제한집단과 상호출자 제한집단, 그리고 주채무 계열집단에 속하는 기업집단 중에서 상장공기업인 한국가스공사, 한국전력, 한전 KPS의 3개 기업을 제외한 기업을 포함한다. 비 재벌 그룹기업은 상장사 중 소속계열사가 있는 그룹기업 중에서 재벌기업을 제외한 기업을 포함하며, 독립기업은 나머지 소속그룹이 없는 기업을 포함한다. 주주 유형 변수는 Insider(대주주), Minor(소액주주), Foreigner(외국인주주) 지분율이며 여기서 Insider는 최대주주 1인과 특수 관계인, 임원, 그리고 계열사 지분율의 합을 나타낸다. 기업 특성변수로 사건일 직전년도 말의 Age(기업연령), Size(자산총계, 10억 원), Leverage(부채비율), ROA(총자산 영업 이익 율), ROE(총자본 순 이익 율), M/B(Market to Book)를 이용하였다. 여기서 Age는 분석일 현재 해당 기업의 설립 년 수, 부채비율은 총자산 대비 총부채 비율, ROA는 총자산 대비 영업 이익 율, ROE는 총자본 대비 당기순 이익율, M/B는 기말시가총액(보통주+우선주)과 총부채의 합을 총자산으로 나눈 비율이다.

Panel A

	Whole Sample					
	No.obs	Mean	Median	Std.Dev	Maximum	Minimum
Insider	1,550	0.349	0.335	0.174	0.947	0.003
Minor	1,594	0.421	0.407	0.179	0.995	0.000
Foreigner	1,398	0.086	0.021	0.133	0.859	0.000
Age(year)	1,648	26	22	15	113	1
Size	1,637	542	74	2,937	65,642	3
(a billion won)						
Leverage	1,613	0.416	0.403	0.270	5.683	0.012
ROA	1,613	0.011	0.032	0.133	0.480	-1.698
ROE	1,613	-0.456	0.052	6.416	93.111	-144.920
M/B(market to book)	1,613	0.522	0.497	0.281	5.854	0.072

Panel B

	Chaebol			Non-Chaebol Group			Stand Alone		
	No.obs	Mean	Median	No.obs	Mean	Median	No.obs	Mean	Median
Insider	177	0.396	0.383	1,104	0.343	0.324	269	0.341	0.336
Minor	178	0.380	0.367	1,141	0.425	0.408	275	0.428	0.421
Foreigner	174	0.168	0.136	1,015	0.074	0.016	209	0.072	0.013
Age(year)	179	34	34	1,177	26	23	291	19	14
Size(a billion won)	179	3,721	1,037	1,173	170	75	285	74	44
Leverage	179	0.479	0.487	1,160	0.416	0.404	274	0.374	0.339
ROA	179	0.055	0.051	1,160	-0.001	0.022	274	0.033	0.055
ROE	179	0.072	0.098	1,160	-0.638	0.036	274	-0.029	0.083
M/B(market to book)	179	0.588	0.596	1,160	0.521	0.498	274	0.480	0.448

계열구조 유형별 기업특성변수의 기술통계량에서 재벌기업의 기업규모(Size)와 수익성(ROA, ROE)이 비 재벌 그룹기업과 독립기업에 비해 상대적으로 높게 나타나고 있어 재벌기업이 자산규모가 큰 대기업의 형태로서 높은 수익성을 보이고 있다. 또한 장부가 대비 시장가 비율을 나타내는 M/B (Market to Book Ratio) 역시 재벌기업(58.8%, 59.6%)이 비 재벌 그룹기업(52.1%, 49.8%)이나 독립기업(48.0%, 44.8%)에 비해 높게 나타나 재벌기업의 경영성과 및 향후 성장성이 상대적으로 높은 것으로 보여 지고 있다. 한편 비 재벌 그룹기업의 수익성은 재벌기업이나 그룹기업, 독립기업의 수익성 보다 낮게 나타나는 특징을 보이고 있다.

#### 1.4 연구방법

본 논문에서는 포이즌 필 도입이 계열구조 유형별 주주유형에 따른 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위해 사건연구(event study) 방법을 이용하였다. 정부가 적대적 인수 합병으로부터 기업의 경영권과 자유로운 영업활동을 보장하기 위해 포이즌 필 도입에 대한 합의내용이 언론매체를 통해 시장에 보도된 2008년 3월 19일을 사건연구일로 하여 사건일 전·후의 계열구조 유형별 시장반응을 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return)을 이용하였으며 CAR의 계산식은 다음과 같다.

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

$$CAR_{i,-t \sim t} = \sum_{t=-t}^{+t} AR_{i,t} \quad (2)$$

식(1)은 계열구조 유형별로  $i$  기업  $t$ 일의 시장 섹터(KOSPI 혹은 KOSDAQ)에 따른 시장조정 비정상 초과수익률(market adjusted abnormal return)을 나타낸다. 식(2)의  $CAR_{i,-t \sim t}$ 는 사건 일을 전후하여  $i$  기업의  $-t$ 일부터  $t$ 일까지의 시장조정 누적 초과수익률을 나타낸다. 본 논문에서는  $CAR(-20,-1)$ ,  $CAR(-1,1)$ ,  $CAR(-3,3)$ ,  $CAR(-5,5)$ 에 해당하는 전체기업 및 계열구조 유형별 CAR를 이용하여 가설 1을 검증하고자 한다. 그리고 가설 2와 3은 다음의 식(3)을 통해 검증하고자 한다.

$$CAR(-t \sim +t) = \alpha 1 + \beta 2 \text{계열구조더미}_i + \beta 3 \text{주주유형}_i + \beta 4 \text{계열구조더미}_i \times \text{주주유형}_i + \beta 5 \text{통제변수}_i + \epsilon_i \quad (3)$$

여기서,  $\beta 2$ 의 계열구조 유형별 더미변수는 앞서 정의한 바와 같이 재벌기업, 비재벌 그룹기업, 그리고 독립기업의 더미변수를 나타낸다.  $\beta 2$ 를 통해 포이즌 필 도입과 관련하여 계열구조 유형에 따른 CAR의 반응을 분석할 수 있다. 다음  $\beta 3$ 의 주주유형 변수는 대주주, 소액주주, 외국인주주 지분율을 나타낸다.  $\beta 3$ 을 통해 포이즌 필 도입이 기업 가치에 주는 영향과 주주유형 간의 관계를 분석할 수 있다. 그리고  $\beta 4$ 는 계열구조 유형과 주주유형 간의 상호작용 변수를 나타낸다.  $\beta 4$ 를 통해 포이즌 필 도입이 기업 가치에 주는 영향과 주주유형 간의 관계가 계열구조 유형별로 차별화 될 수 있는지 분석할 수가 있다. 마지막  $\beta 5$ 는 CAR에 영향을 미칠 수 있는 기업특성변수를 통제하기 위한 변수이다. 앞서 살펴본 <표 1>의 기술통계량에서와 같이 CAR와 기업 특성변수 간에 유의미한 상관관계가 존재하기 때문에 이를 통제할 필요가 있다.

## II. 실증분석 결과

### 2.1 사건일 전·후의 계열구조 유형별 시장반응

<표 2>는 정부의 포이즌 필 도입과 관련한 언론매체 보도 일을 사건일로 하여 사건일 전·후의 전체기업 및 계열구조 유형별 CAR를 나타낸다. Panel A는 포이즌 필 관련 언론보도 일을 전후하여 전체기업이 기록한 CAR를 보여주고 있다. 측정 윈도우 3일(-1,+1), 7일(-3, +3), 11일(-5,+5) 모두에 대해 CAR의 평균과 중앙값은 유의적인 음수를 기록하여, 시장은 전반적으로 포이즌 필 도입에 부정적임을 알 수 있다. 특히 사건 다음날부터 20일까지의 CAR는 -29%를 기록하고 있어 이후 포이즌 필 도입과 관련된 새로운 정보에 대해 시장은 계속 부정적인 반응을 보이고 있다고 볼 수 있다. 이는 결국 포이즌 필 도입은 기업의 시장가치를 하락시킨다는 첫 번째 기무가설은 채택될 수 밖에 없음을 뜻한다.

<표 2> 계열구조 유형별 시장반응

포이즌 필 도입의 언론 보도 시점인 2008년 3월 19일을 사건일로 하여 전체기업과 계열구조 유형별 비정상 추가수익률 CAR를 나타낸다. CAR는 사건 일을 전·후하여 식(1)과 (2)의 시장 조정모형을 통해 산출하였으며, 계열구조 유형의 표본기업의 정의는 <표 1>과 같다. 표의 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적인 유의수준을 나타낸다.

Panel A

Whole Sample	No.obs	Mean***	t-value	Median***	z-value
CAR(-20,-1)	1,621	-0.038***	0(-1.34)	-0.016***	(5.15)
CAR(-1,1)	1,622	-0.012***	(-10.39)	-0.015***	(3.84)
CAR(-3,3)	1,622	-0.036***	(-11.44)	-0.039***	(3.72)
CAR(-5,5)	1,622	-0.068***	(-12.34)	-0.071***	(3.80)
CAR(1,20)	1,622	-0.290***	(-10.99)	-0.358***	(5.19)

Panel B

	Chaebol (No.obs 179)		Non-Chaebol Group (No.obs 1,165)		Stand Alone Group (No.obs 278)	
	Mean***	Median***	Mean***	Median***	Mean***	Median***
CAR(-20,-1)	-0.038*** (-0.75)***	-0.013*** (0.50)***	-0.048*** (-1.30)***	-0.024*** (5.13)***	0.002*** (0.05)***	0.007*** (1.37)***
CAR(-1,1)	-0.010*** (-3.58)***	-0.014*** (1.00)***	-0.014*** (-9.42)***	-0.016*** (3.49)***	-0.010*** (-3.12)***	-0.010*** (1.64)***
CAR(-3,3)	-0.028*** (-4.19)***	-0.030*** (0.92)***	-0.039*** (-10.33)***	-0.041*** (3.44)***	-0.026*** (-3.36)***	-0.029*** (1.53)***
CAR(-5,5)	-0.051*** (-4.64)***	-0.050*** (0.70)***	-0.074*** (-10.79)***	-0.073*** (3.73)***	-0.054*** (-4.28)***	-0.053*** (1.09)***
CAR(1,20)	-0.203*** (-4.52)***	-0.258*** (0.68)***	-0.311*** (-9.04)***	-0.390*** (5.15)***	-0.259*** (-5.68)***	-0.298*** (1.41)***

Panel C

	Test of difference					
	Chaebol		Chaebol		Stand Alone Group	
	VS Non-Chaebol t-value***)	Group z-value***)	VS Stand Alone t-value***)	Group z-value***)	VS Non-Chaebol t-value***)	Group z-value***)
CAR(-20,-1)	1.12***)	-0.67***)	-0.01***)	-0.05***)	-0.27***)	-1.18***)
CAR(-1,1)	3.80***)	-3.96***)	1.02***)	-0.82***)	-3.09***)	-3.68***)
CAR(-3,3)	4.68***)	-4.63***)	0.87***)	-0.57***)	-4.22***)	-4.82***)
CAR(-5,5)	4.64***)	-4.54***)	1.11***)	-0.78***)	-3.69***)	-4.01***)
CAR(1,20)	6.01***)	-5.57***)	2.32***)	-1.70***)	-3.89***)	-5.23***)



한편 Panel B에는 계열구조 유형별로 사건 일을 전후한 CAR를 보고하였다. 여기서도 평균은 재벌그룹, 비 재벌 그룹, 독립기업 모두 유의적인 음의 값을 보이고 있어 계열구조 유형에 상관없이 포이즌 필 도입은 모두 부정적인 시장의 반응을 불러왔음을 알 수 있다. 그러나 3일(-1,+1), 7일(-3, +3), 11일(-5,+5) 등 모든 측정 윈도우에 대해 평균 CAR는 비 재벌 그룹이 다른 두 유형에 비해 더 큰 음수를 보이고 있다. 과연 계열구조 유형 간 CAR의 이러한 차이가 유의적인지 보기 위해 CAR의 평균과 중앙값에 대해 차이검정을 하여 Panel C에 그 결과를 보고하였다. CAR(-1,1), CAR(-3,3), CAR(-5,5) 모두에 대해 재벌그룹기업과 독립기업 간에는 유의적인 차이를 보이지 않으나, 비 재벌그룹은 기타 유형에 비해 평균이나 중앙값 모두 유의적으로 낮은 수치를 보이고 있다. 결국 포이즌 필 도입은 계열구조 유형에 상관없이 모든 기업의 시장가치에 부정적인 영향을 주고 있으나, 특히 비 재벌그룹에 대해서는 더욱 시장가치를 하락시키는 차별적인 영향력을 보여주고 있다고 할 수 있다.

그러나 위의 결과는 기업의 특징 및 주주유형이 포이즌 필 도입에 대해 줄 수 있는 영향을 통제하기 이전의 결과이다. 이미 <표-1>에서 보았듯이, 재벌기업과 기타 유형 간에는 ROE, 대주주 지분, 자산규모 등에서 많은 차이를 보이고 있다. 만약 ROE, 주주유형 등 기업특징 변수도 포이즌 필 도입에 대한 시장의 반응에 영향을 준다면, 위의 결과를 직접 계열구조 유형과 연결시키기에 한계가 있다.

## 2.2 상관관계

비 재벌그룹의 CAR가 가장 낮았던 것이 비 재벌그룹의 계열구조 때문인지 아니면 기타 기업특성 때문인지 정확히 분석하기 위해 각 샘플기업의 주주유형별 지분 및 회계성과 등 기업특성 변수를 도입하였다. <표 3>은 전체기업을 대상으로 CAR와 계열구조 유형, 주주유형, 기업특성 변수간의 상관분석 결과를 나타낸다. 먼저 CAR와 계열구조 유형별 상관관계에서 Non-Chaebol Group DM과는 유의한 부(-)의 관계를 보이는 반면 Chaebol Group DM과 Stand Alone DM은 유의한 관계를 보이지 않는다. 이는 포이즌 필 도입이 계열구조 유형별로 비 재벌 그룹기업의 가치 하락과 관련이 있음을 의미하며 <표 2>의 차이검정 결과와 일치한다. 한편 재벌기업과 비 재벌 그룹기업 그리고 독립기업 상호간의 상관관계가 유의한 부(-)의 관계를 보이는데 특히 독립기업과 비재벌 그룹기업이 부(-)의 관계가 큰 것으로 나타나고 있다. 다음으로 CAR와 주주유형별 상관관계를 보면 CAR는 Insider(대주주)와 유의한 부(-)의 관계를 보이지만 소액주주(Minor)와는 유의한 정(+)의 관계를 보이고 있다. 이는 시장이 포이즌 필 도입과 관련하여 대주주가 자신의 지분율을 이용하여 포이즌 필을 사

적이익을 위한 수단으로 이용하여 기업 가치를 하락시키는 반면, 소액주주는 포이즌 필과 관련된 대주주의 사적이익 추구에 대해 감시와 견제 기능을 수행한다고 예상하기 때문이다. 한편 포이즌 필 도입과 관련하여 CAR와 외국인주주 지분율과의 상관관계는 유의하지 않아 포이즌 필 도입으로 인해 외국인주주가 기업 가치에 미치는 영향은 나타나지 않는다. CAR와 기업특성 변수와 관계에서 Leverage(부채비율)와는 5% 수준에서 유의한 부(-)의 관계를 보이고 ROE(자기자본 수익률)와는 관계가 5% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 보여 포이즌 필은 재무구조 부실기업에 있어 기업가치 하락으로 이어지며 수익성이 높은 기업에 대해서는 기업 가치를 상승시키는 작용을 하고 있다.

<표 3> CAR와 주요변수간의 상관관계

2008년 3월 19일 정부의 포이즌 필 도입과 관련한 언론보도에 따른 표본기업의 CAR(시장조정 누적 초과수익률)와 기업특성변수간의 피어슨 상관관계를 나타내고 있다. 주요변수에 대한 설명은 <표 1>과 같으며 표의 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 피어슨 상관계수의 통계적인 유의수준을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) 0CAR(-1,1)	-1.0 00	-0.9 12	-0.7 62	-0.0 20	-0.03 6	-0.0 27	-0.0 74	-0.0 93	-0.0 34	-0.0 05	-0.0 07	-0.0 53
		***	***				***	***				**
(2) 0CAR(-3,3)	-0.9 12	-1.0 00	-0.9 03	-0.0 21	-0.04 5	-0.0 36	-0.0 66	-0.0 71	-0.0 23	-0.0 07	-0.0 48	-0.0 56
	***		***		*		***	***			*	**
(3) 0CAR(-5,5)	-0.7 62	-0.9 03	-1.0 00	-0.0 27	-0.04 3	-0.0 29	-0.0 48	-0.0 32	-0.0 09	-0.0 01	-0.0 59	-0.0 57
	***	***			*		*				**	**
(4) 0Chaebol Group DM	-0.0 20	-0.0 21	-0.0 27	-1.0 00	-0.55 3	-0.1 62	-0.0 98	-0.0 81	-0.2 34	-0.5 80	-0.0 82	-0.0 29
					***	***	***	***	***	***	***	***
(5) 0Non-Chaebol Group DM	-0.0 36	-0.0 45	-0.0 43	-0.5 53	-1.00 0	-0.7 33	-0.0 52	-0.0 40	-0.1 38	-0.1 95	-0.0 02	-0.0 45
		*	*	***		***	**		***	***		*
(6) 0Stand Alone Group DM	-0.0 27	-0.0 36	-0.0 29	-0.1 62	-0.73 3	-1.0 00	-0.0 20	-0.0 19	-0.0 45	-0.2 52	-0.0 71	-0.0 30
				***	***				*	***	***	
(7) 0Insider	-0.0 74	-0.0 66	-0.0 48	-0.0 98	-0.05 2	-0.0 20	-1.0 00	-0.6 59	-0.0 65	-0.1 45	-0.0 97	-0.0 45
	***	***	*	***	**			***	**	***	***	*
(9) 0Minor	-0.0 93	-0.0 71	-0.0 32	-0.0 81	-0.04 0	-0.0 19	-0.6 59	-1.0 00	-0.2 42	-0.2 41	-0.1 41	-0.0 81
	***	***		***			***		***	***	***	***
(10) Foreigner	-0.0	-0.0	-0.0	-0.2	-0.13	-0.0	-0.0	-0.2	-1.0	-0.4	-0.0	-0.0

	34	23	09	34	8	45	65	42	00	67	87	42
				***	***	*	**	***		***	***	
(11) InSize	-0.0	-0.0	-0.0	-0.5	-0.19	-0.2	-0.1	-0.2	-0.4	-1.0	-0.0	-0.0
	05	07	01	80	5	52	45	41	67	00	71	84
				***	***	***	***	***	***		***	***
(12) Leverage	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.00	-0.0	-0.0	-0.1	-0.0	-0.0	-1.0	-0.1
	07	48	59	82	2	71	97	41	87	71	00	13
		*	**	***		***	***	***	***	***	***	***
(13) ROE	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.04	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.1	-1.0
	53	56	57	29	5	30	45	81	42	84	13	00
	**	**	**		*		*	***		***	***	

### 3.3 포이즌 필 도입에 대한 계열구조 유형 및 주주유형과 기업가치의 회귀 분석

<표 4>는 포이즌 필의 언론 보도 일을 전후한 CAR(-3,3)을 종속변수로 사용하여 계열구조 유형이 포이즌 필 도입과 관련하여 기업 가치에 미치는 영향을 살펴본 회귀 분석 결과이다. 이하 모든 회귀 식은 InSize(총자산의 자연로그), Leverage(부채비율), ROE(자기자본 수익률) 등의 기업특성 요인을 통제하여 분석하였다.

먼저 회계적인 특성을 보면, 모든 모델에 대해 ROE는 유의적인 양의 계수를 가지고 있는 반면 부채비율은 몇몇 모델에서 유의적인 음의 계수를 보이고, 자산규모는 유의적이지 못한 것으로 나타났다. 이는 <표-3>에서 보고된 바와 같이, 회계적인 수익률이 높을수록 포이즌 필이 기업 가치에 미치는 부정적인 영향이 제한되고, 부채비율이 높을수록 더욱 악화되고 있음을 뜻한다.

회귀 식 (6)에서 (9)는 이러한 회계적인 기업특성이 미치는 영향을 통제된 뒤 포이즌 필 도입이 기업 가치에 미치는 영향과 주주유형 간의 관계를 보여주고 있다. 회귀식 (6)에서 기업의 회계적인 특성을 통제 하고 나면 대주주의 지분은 포이즌 필이 기업 가치에 미치는 영향을 더욱 부정적으로 만들고 있음을 발견할 수 있다. Lang and Stulz는 경영자 지분과 기업가치 간에 비선형의 관계가 있음을 보고한 바 있다. 이를 고려하여 회귀 식 (7)에서는 대주주 지분의 제곱을 변수로 첨가하였다. Insider2는 -0.1892로 유의한 부(-)의 값을 보여주고 있어, 대주주 지분과 기업가치가 비선형 관계에 있음을 알 수 있다. 산술적으로 계산해 보면 대주주 지분의 변곡점은 24.6%이다. <표 1>에서 대주주의 평균과 중앙값이 각각 34.9%와 33.5%임을 고려하면 변곡점은 평균과 중앙값보다 오른쪽에 위치하고 있다. 이는 샘플 기업 중 절반 이상의 기업은 대주주가 기업 가치에 부(-)의 영향을 주는 범위에 놓여 있음을 알 수 있다. 한편 회귀 식 (8)을 보면 소액주주는 계수가 0.0168로 유의미한 정(+)

의 값을 보여 주고 있어, 소액주주 지분이 높은 기업일수록 포이즌 필 도입에 대해 시장은 긍정적인 반응을 보이고 있음을 알 수 있다. 마지막으로 회귀 식 (9)에서 외국인주주는 -0.0063으로 음(-)의 값을 보이지만 통계적으로 유의하지 않아 포이즌 필 도입과 관련하여 외국인주주가 기업 가치에 미치는 영향은 미미한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대주주 지분이 많을수록 그리고 소액주주 지분이 작을수록 포이즌 필 도입은 기업 가치에 더욱 부정적인 영향을 가져온다는 두 번째 가설을 채택할 수 있게 한다.

회귀 식 (1)에서 (3)은 회계적인 기업특성이 미치는 영향을 통제한 뒤 포이즌 필 도입이 계열구조 유형별로 기업 가치에 미치는 영향을 보여주고 있다. 앞서 살펴본 <표 2>와 <표 3>의 계열구조 유형별 시장반응 및 상관관계의 결과와 달리, 회귀 식 (1)에서 기업특성을 통제하고 난 후 재벌기업 더미변수의 계수 값은 0.0156으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 즉 재벌기업은 기타 계열구조 유형에 비해 높은 부채 비율을 가지고 있는데(표-1), 이러한 부채비율이 가져오는 부정적인 영향을 통제하고 나면 더 이상 재벌기업이 갖는 계열구조 자체 때문에 포이즌 필 도입이 기업 가치를 하락시킨다고 주장하기는 어려워진다. 반면에 회귀 식 (2)의 비 재벌 그룹기업 더미변수는 -0.0153으로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고, 회귀 식 (3)의 독립기업 더미변수는 기업특성을 통제하고 난 후 오히려 0.0149로 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 즉 계열사를 가지고 있지 않은 독립기업의 구조는 포이즌 필의 도입으로 인해 오히려 기업가치가 상승하는 효과를 보게 된다.

<표 4> 계열구조 유형과 주주유형의 회귀분석 결과

2008년 3월 19일 정부의 포이즌 필 도입 발표에 따른 계열구조 유형과 주주유형별 시장반응을 사건일을 전·후한 CAR(-3,3)을 이용하여 나타내고 있다. 전체기업을 대상으로 Chaebol DM은 재벌기업이면 “1”을 이외의 기업은 “0”을 대입한 더미변수이며, Non-Chaebol Group DM은 그룹기업에서 재벌기업을 제외한 비재벌 그룹기업이면 “1”을 이외의 기업은 “0”을 대입한 더미변수이다. Independence DM은 소속 그룹이 없으면 “1”을 대입하고 소속기업이 있는 그룹기업일 경우 “0”을 대입한 독립기업 더미변수이다. 이외의 계열구조 유형 변수와 통제변수의 설명은 <표 1>과 같다. 표의 ( )의 값은 회귀계수의 t-값이며 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 회귀계수의 통계적인 유의수준을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
Constant	0.0230*	0.015	-0.035	0.0168**	0.0018*	-0.012	-0.0310	-0.076	-0.0045
	)	3**)	1**)	)	)	***)	**)	0***)	)
	(0.46)**	(0.35)	(-0.81)	(0.34)**	(0.03)**	(-0.29)	(-0.73)*	(-1.69)	(-0.09)*
		**	**			***	*	***	
Chaebol Group DM	0.0156*			0.0009**	0.0159*				
	)			)	)				

Non-Chaebo I Group DM	(1.29)**	-0.0153**	(0.06)**	(1.32)**					
Stand Alone DM		0.0149**	-0.0150*		0.0150*				
Insider					-0.0536***	0.0931*			
Insider2					(-2.96)***	(1.39)**			
Minor							0.0618***		
Foreigner							(3.44)**		
InSize	-0.0028**	-0.0017**	0.0003**	-0.0018*	-0.0018**	0.0003***	0.0001*	0.0014***	-0.0012*
Leverage	-0.0198**	-0.0188**	-0.0181**	-0.0189*	-0.0189**	-0.0235***	-0.0229**	-0.0279***	-0.0174*
ROE	0.0010*	0.0010**	0.0010**	0.0010**	0.0010*	0.0013***	0.0011*	0.0013***	0.0009*
Adj-R2	0.006**	0.008**	0.004*	0.005**	0.005**	0.010**	0.012**	0.011**	0.002*
F-value	2.435**	3.220**	2.782*	2.575**	2.575**	4.691**	4.792**	5.548**	1.563*
No.obs	1,613**	1,613**	1,613**	1,613**	1,613**	1,540**	1,540**	1,584**	1,393**

한편 회귀 식 (4)와 (5)는 계열구조 더미를 하나의 모델 내에서 모두 고려하여 계열구조 유형 간 비교가 가능하도록 설계한 모델이다. 먼저 회귀 식 (4)에서는 독립기업을 기준으로 삼아 독립기업과 나머지 두 유형 간의 비교를 하였는데, 그 결과 비

재벌 그룹기업 더미 변수의 계수는 유의미한  $-0.0150$ 이었다. 이는 기업의 회계적인 특성을 통제한 다음에도 포이즌 필이 기업 가치에 주는 영향은 독립기업에 비해 비재벌기업에 대해서 확실히 부정적임을 뜻한다. 반면 재벌기업 더미 변수의 계수는  $0.0009$ 였으나 의미적이지 못하여, 독립기업과 재벌기업 사이에는 차이를 없음을 말해준다. 다음으로 비 재벌 그룹기업과 나머지 두 유형 간의 비교를 하고 있는 회계식 (5)을 보면, 독립기업 더미의 계수는 유의한  $0.0150$ 이고 재벌더미의 계수는 무의미한  $0.0159$ 이다. 이는 회계적인 특성을 통제한 다음에도 포이즌 필은 비 재벌기업에 비해 독립기업의 기업 가치를 상승시키고 있는 반면, 재벌기업과 비 재벌기업 간에는 차이를 보이지 않음을 뜻한다. 따라서 재벌기업에 대해서는 포이즌 필 도입이 가치 중립 적이나, 비 재벌 그룹기업에 대해서는 포이즌 필이 사적이익을 위한 수단으로 이용될 수 있고, 반면 독립기업에 대해서는 오히려 포이즌 필이 경영권 안정을 가져와 기업가치 상승으로 이어질 수 있다고 시장이 판단하고 있음을 유추할 수 있다.

마지막으로 아래 <표 5>에서 <표 7>은 회계적 특성뿐만 아니라 주주유형도 통제 한 다음에 계열구조의 유형별로 포이즌 필 도입이 시장가치에 어떤 영향을 주었는지 분석한 내용을 보고하고 있다.

<표 5> 재벌기업의 회귀분석 결과

2008년 3월 19일 정부의 포이즌 필 도입 발표에 따른 재벌기업의  $CAR(-3,3)$ 을 이용하여 재벌기업의 주주유형이  $CAR(-3,3)$ 에 미치는 영향을 회귀분석 한 결과이다. ( )의 값은 회귀계수의  $t$ -값이며 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 회귀계수의 통계적인 유의수준을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant	0.0240*** (0.48)***	0.0392*** (0.76)***	-0.0451*** (-0.84)***	-0.0123*** (-0.22)***	-0.0283*** (-0.50)***
Chaebol DM (A)	0.0152*** (1.27)***	0.0460*** (1.65)***	0.0127*** (1.07)***	-0.0390*** (-1.49)***	0.0130*** (1.08)***
Insider	-0.0542*** (2.32)***	-0.0455*** (-2.34)***			-0.0234*** (-0.99)***
Insider x (A)		-0.0724*** (-1.22)***			
Minor			0.0606*** (3.37)***	0.0467*** (2.46)***	0.0483*** (2.02)***
Minor x (A)				0.1442*** (2.22)***	

InSize	-0.0017*** (-0.61)***	-0.0027*** (-0.93)***	-0.0003*** (-0.10)***	-0.0018*** (-0.61)***	-0.0005*** (-0.16)***
Leverage	-0.0242*** (-1.80)***	-0.0243*** (-1.80)***	-0.0283*** (-2.10)***	-0.0278*** (-2.07)***	-0.0276*** (-2.03)***
ROE	0.0013*** (2.57)***	0.0013*** (2.58)***	0.0014*** (2.62)***	0.0014*** (2.62)***	0.0014*** (2.62)***
Adj-R2	0.010***	0.010***	0.011***	0.014***	0.012***
F-value	4.080***	3.649***	4.666***	4.717***	4.083***
No.obs	1,540***	1,540***	1,584***	1,584***	1,540***

먼저 <표 5>는 재벌기업에 대한 회귀분석 결과이다. 회귀 식 (1), (3), (5)를 보면, 기업의 회계적인 특성뿐만 아니라 주주유형을 통제한 이후에도 재벌더미의 계수는 계속 유의성이 없어 <표-4>의 결과가 유지되고 있음을 보인다. 그리고 재벌기업에서도 대주주 지분은 부정적인 반응을, 소액주주 지분은 긍정적인 반응을 보이고 있어 역시 <표-4>의 결과가 다시 발견된다. 회귀 식 (2)에서 Insider의 계수 값은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이는데 반해 대주주 지분과 재벌기업 더미변수 간의 교차변수인 Insider x (A)의 계수는 유의적이지 않다. 이는 재벌기업에 대해서도 대주주가 포이즌 필을 사적 이익 강화수단으로 이용할 수 있음을 시장이 우려하고 있기는 하나 재벌기업이라고 해서 대주주 지분의 이러한 악영향이 차별적으로 더 심하거나 더 약하다고 보지는 않고 있음을 나타낸다. 반면 회귀 식 (4)의 Minor x (A)가 0.1442로 5% 수준에서 유의한 정(+)의 관계를 보이고 있다. 이는 오히려 소액주주의 지분이 가져오는 긍정적인 효과에 대해서는 전체기업에 비해 재벌기업에서 더욱 높을 것으로 시장이 기대하고 있음을 뜻한다. 즉 재벌기업에 대해서는 소액주주의 감시 효율성이 샘플의 평균보다 높다는 뜻이다. 이 같은 사실은 앞서 가설에서 밝힌 바와 같이 재벌기업이 타 기업에 비해 소액주주 및 정부의 강도 높은 감시를 받고 있다는 증거가 될 수도 있다.\* 결국 기업의 특성과 주주유형을 통제하더라도 포이즌 필 도입으로 인해 재벌기업의 기업가치가 하락한다는 증거는 나타나지 않았다.

\* 본문에서는 보고하지 않았으나, 외국인 지분은 통계적인 유의성이 없었다.

<표 6> 비 재벌 그룹기업의 회귀분석 결과

2008년 3월 19일 법무부의 포이즌 필 도입 발표에 따른 재벌기업의 CAR(-3,3)을 이용하여 비 재벌 그룹기업의 주주유형이 CAR(-3,3)에 미치는 영향을 회귀분석 한 결과이다. ( )의 값은 회귀계수의 t-값이며 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 회귀계수의 통계적인 유의수준을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant	0.0141*** (0.33)***	0.0327*** (0.72)***	-0.0499*** (-1.07)***	-0.0574*** (-1.20)***	-0.0345*** (-0.70)***
Non-Chaebol	-0.0142***	-0.0335***	-0.0139***	-0.0012***	-0.0137***
Group DM (A)	(-2.03)***	(-2.07)***	(-2.01)***	(-0.07)***	(-1.96)***
Insider	-0.0545*** (-3.01)***	-0.0940*** (-2.69)***			-0.0233*** (-0.99)***
Insider x (A)		0.0537*** (1.32)***			
Minor			0.0613*** (3.42)***	0.0844*** (2.41)***	0.0490*** (2.05)***
Minor x (A)				-0.0307*** (-0.77)***	
InSize	-0.0005*** (-0.24)***	-0.0008*** (-0.33)***	0.0006*** (0.24)***	0.0005*** (0.19)***	0.0004*** (0.19)***
Leverage	-0.0233*** (-1.73)***	-0.0235*** (-1.74)***	-0.0276*** (-2.05)***	-0.0274*** (-2.04)***	-0.0268*** (-1.98)***
ROE	0.0013*** (2.47)***	0.0013*** (2.45)***	0.0013*** (2.53)***	0.0013*** (2.50)***	0.0013*** (2.53)***
Adj-R2	0.012***	0.016***	0.013***	0.013***	0.014***
F-value	4.588***	4.116***	5.257***	4.478***	4.535***
No.obs	1,540***	1,540***	1,584***	1,584***	1,540***

<표 6>은 <표 5>에서와 같이 포이즌 필 도입이 비 재벌 그룹기업의 기업 가치에 미치는 영향을 기업특성변수와 주주유형을 통제한 후 살펴본 회귀분석 결과이다. 회귀 식 (1), (3), (5)를 보면, 기업의 회계적인 특성뿐만 아니라 주주유형을 통제한 이후에도 비 재벌그룹 더미의 계수는 계속 유의적인 음의 값을 기록하고 있으며, 또한 대주주 지분은 부정적인 반응을, 소액주주 지분은 긍정적인 반응을 보이고 있어 여기서도 <표-4>의 결과가 유지되고 있음을 알 수 있다. 한편 <표 5>에서와 같이 회귀 식 (2)의 Insider x (A)은 유의적이지 않고, (4)의 Minor x (A)도 -0.0307로 유의적이지 않다. 이는 <표 5>의 회귀 식 (4)에서 재벌기업의 소액주주가 CAR와 유



의한 양(+)의 관계를 보였던 것과는 다른 결과이며, 비 재벌 그룹기업에 대해서는 시장 및 제도의 감시 효율성이 평균 수준에 머무름을 뜻한다. 전체적으로 비 재벌 그룹기업의 경우, 회계적인 특성과 주주유형을 통제한 후 비 재벌 그룹기업의 더미변수값(-)의 유의한 값을 보여 포이즌 필 도입으로 인해 비 재벌 그룹기업의 기업가치가 하락하는 일관된 모습을 보이고 있다.

<표 7> 독립기업의 회귀분석 결과

2008년 3월 19일 법무부의 포이즌 필 도입 발표에 따른 독립기업의 CAR(-3,3)을 이용하여 재벌기업의 주주유형이 CAR(-3,3)에 미치는 영향을 회귀분석 한 결과이다. ( )의 값은 회귀계수의 t-값이며 \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 회귀계수의 통계적인 유의수준을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constant	-0.0325*** (-0.75)***	-0.0342*** (-0.78)***	-0.0983*** (-2.11)***	-0.1015*** (-2.16)***	-0.0832*** (-1.68)***
Stand Alone	0.0134*** (1.57)***	0.0270*** (1.39)***	0.0143*** (1.70)***	0.0278*** (1.26)***	0.0138*** (1.62)***
DM (A)					
Insider	-0.0540*** (-2.98)***	-0.0483*** (-2.48)***			-0.0212*** (-0.90)***
Insider x (A)		-0.0396*** (-0.78)***			
Minor			0.0627*** (3.49)***	0.0677*** (3.47)***	0.0516*** (2.16)***
Minor x (A)				-0.0311*** (-0.66)***	
InSize	0.0013*** (0.54)***	0.0013*** (0.54)***	0.0025*** (1.03)***	0.0025*** (1.06)***	0.0023*** (0.96)***
Leverage	-0.0227*** (-1.68)***	-0.0229*** (-1.70)***	-0.0271*** (-2.02)***	-0.0271*** (-2.01)***	-0.0264*** (-1.94)***
ROE	0.0013*** (2.44)***	0.0013*** (2.43)***	0.0013*** (2.50)***	0.0013*** (2.51)***	0.0013*** (2.50)***
Adj-R2	0.010***	0.010***	0.013***	0.012***	0.013***
F-value	4.252***	3.644***	5.020***	4.254***	4.331***
No.obs	1,540***	1,540***	1,584***	1,584***	1,540***

<표 7>에서는 독립기업에 대하여 앞의 분석을 반복하여 얻어낸 결과이다. 여기서도 대주주의 부정적인 영향과 소액주주의 긍정적이 영향이 계속 나타나고 있다. 한편 회

계적인 특성과 주주유형을 통제한 이후에 독립기업 더미는 <표-4>의 결과와는 달리 계수의 유의성이 사라졌다. 그러나 <표-6>에서 비재벌기업의 계수가 유의적인 음수였던 것과 비교했을 때, <표-7>에서 독립기업의 계수가 회계특성과 주주유형을 통제하고 난 후에도 음수로 바뀌지 않은 것은 비재벌기업과 독립기업 간의 차별성을 보여주는 결과라고 할 수 있다. 즉 다른 변수를 통제하고 나서도 계열구조가 복잡할 때 더욱 강화되어 나타나는 터널링 효과가 포이즌 필 도입과 연계하여 가시화된 것이다. 또한 비재벌기업의 경우와 같이 Insider x (A)와 Minor x (A)의 계수가 모두 유의적이지 못해, 독립기업에 대해서도 시장 및 제도의 감시 효율성은 평균 수준에 머무를 수 있다.

<표 5>에서 <표 7>가 보여준 결과는 결국 재벌기업을 제외하고는 계열구조가 복잡할 때 포이즌 필 도입은 해당 기업의 시장가치를 더욱 하락시킨다는 가설 3을 채택할 수 있게 해 준다.

## 2.4 소액주주의 지분비율에 따른 시장반응

앞서 살펴본 4.3절의 결과는 포이즌 필 도입과 관련하여 재벌, 비재벌 그룹기업, 독립기업 등 계열구조 유형별로 대주주의 악영향이 차별적으로 나타나지 않으나 (Insider x (A)) 오히려 소액주주의 감시 효율성은 차별적으로 나타나고 있음 (Minor x (A))을 보이고 있다. 이를 통해 다른 계열구조 유형에 비해 재벌기업의 소액주주가 더욱 효율적인 감시활동을 하고 있음을 확인하였다. 본 절에서는 재벌그룹과 비재벌 그룹의 소액주주 지분을 중앙값을 기준으로 CAR의 차이검정을 통해 소액주주의 대주주 감시활동에 대한 직접적인 비교를 실시함으로써 4.3절의 분석결과에 대한 강건성 검증을 실시하였으며 그 결과를 <표 8>에 정리하였다.

먼저 재벌기업의 소액주주 지분을 중앙값 기준으로 구분하여 살펴본 결과 소액주주 비율이 높은 재벌기업의 CAR(-1,1), (-3,3), (-5,5)의 값이 각각 0.002, -0.001, -0.014로 소액주주 비율이 낮은 재벌기업의 CAR -0.021, -0.056, -0.090보다 높은 값을 보이며 그 차이가 -4.39, -3.99, -3.26으로 모두 1% 수준에서 유의하다. 이는 재벌기업에서는 소액주주의 지분이 중앙값 이하에서 중앙값 이상으로 늘어나면 포이즌 필 도입에 따른 기업가치의 하락이 유의미하게 줄어들음을 뜻한다. 또한 소액주주 비율이 높은 재벌기업의 CAR는 평균과 중앙값이 모두 의미성을 잃어버렸다. 이는 재벌기업에서는 소액주주의 지분이 중앙값인 36.7% 이상이면 더 이상 포이즌 필을 도입해도 기업가치가 하락하지 않는다는 뜻이다. 따라서 재벌기업에서는 소액주주 지분이 늘어날 때 대주주에 대한 감시 효율성도 유의미하게 늘어나고 중앙값 이상으로 늘어나면 포이즌 필과 관련된 대주주의 사적 이익 추구는 거의 없어지게 된

다고 볼 수 있다.

<표 8> 계열구조 유형별 소액주주 지분율에 따른 시장반응과 차이검정 결과  
 재벌기업과 비 재벌 그룹기업, 그리고 독립기업의 소액주주 지분율이 중앙값 이상인 기업과 이  
 하인 기업을 구분하여 포이즌 펄 도입에 대한 시장반응 및 계열구조 유형에 따른 차이검정을  
 실시한 결과이다. 차이검정은 t-값을 이용하였으며 ( )의 값은 CAR의 t-값을 나타낸다. \*,  
 \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적인 유의수준을 나타낸다.

소액주주 지분율		중앙값 초과		중앙값 미만		Test of difference
		count	mean	count	mean	t-value
Chaebol	CAR(-1,1)	86	0.002 (0.49)	88	-0.021*** (-5.83)	-4.39***
	CAR(-3,3)	86	-0.001 (-0.05)	88	-0.056*** (-6.03)	-3.99***
	CAR(-5,5)	86	-0.014 (-0.89)	88	-0.090*** (-5.89)	-3.26***
Non-Chae bol Group	CAR(-1,1)	669	-0.009*** (-4.19)	704	-0.017*** (-10.75)	-3.01***
	CAR(-3,3)	669	-0.028*** (-4.91)	704	-0.045*** (-11.43)	-2.47**
	CAR(-5,5)	669	-0.060*** (-5.74)	704	-0.081*** (-12.15)	-1.66*
Test of difference						
		중앙값 초과		중앙값 미만		
		t-value		t-value		
CAR(-1,1)		2.79***		0.38		
CAR(-3,3)		2.45**		0.65		
CAR(-5,5)		2.00**		0.56		

한편 비 재벌 그룹기업을 보면 소액주주 지분이 중앙값보다 높은 기업과 낮은 기업  
 간에 차이는 재벌기업과 마찬가지로 유의미하다. 즉 비 재벌 그룹기업도 소액주주의  
 지분이 높아지면 포이즌 펄 도입에 따른 기업가치의 하락은 유의미하게 줄어들고 있  
 다. 그러나 중앙값보다 높은 소액주주 지분을 가진 비 재벌 그룹기업은 CAR가  
 -0.009, -0.028, -0.060으로 계속해서 유의미한 음의 값을 기록하고 있다. 소액주  
 주 지분은 비 재벌 그룹기업이 중앙값 42.5%로 재벌기업보다 높다는 점과 대주주 지  
 분은 중앙값이 오히려 비 재벌 그룹기업보다 재벌기업이 높다는 점에서, 이러한 결과  
 는 비 재벌 그룹기업의 소액주주는 재벌기업보다 감시 효율성이 떨어짐을 유추할 수  
 있게 한다.

이를 좀 더 자세히 보기 위해 비 재벌 그룹기업의 소액주주 지분을 4분위로 나누어 좀 더 자세히 살펴보았다. 그 결과 소액주주 지분이 제일 높은 기업(1분위에 위치한 기업)도 CAR는 계속 유의한 음의 값을 기록하고 있었다.

다음으로 소액주주 비율에 따른 계열구조 유형 간 CAR의 차이검정 결과에서 소액주주 비율이 높은 재벌기업과 비 재벌 그룹기업의 CAR의 차이가 유의미한데 반해 소액주주 비율이 낮은 두 기업의 CAR의 차이는 유의미한 결과를 보이지 않는다. 예를 들어 CAR(-1,1)의 경우 소액주주 비율이 높은 두 기업군의 CAR의 차이검정 t-값이 2.79로 1%수준에서 유의하고 소액주주 비율이 낮은 두 기업의 CAR의 차이검정 t-값이 0.38로 유의적이지 않다. 이 결과 또한 재벌기업에 비해 비 재벌 기업이 소액주주의 감시 효율성이 낮음을 다시 한 번 보여주고 있다.