

한국기업의 M&A 조회공시의 효율성: 일반 투자자들의 관점

이 유 태*

<요 약>

본 연구에서는 기업의 인수·합병(M&A)과 관련하여 풍문·설이 유포되었을 때 사건연구 방법을 사용하여 조회공시를 확인, 부인, 혹은 검토의 유형별로 분석하여 공시의 정확성과 효율성(정보전달 효과)을 살펴보고, 공시가 적시성이 있는지를 살펴보았다. 본 연구의 실증분석에 따르면 조회공시는 대체적으로 효율적이지 못하다고 결론지을 수 있다. 우선 공시의 적시성에 있어서는 조회 공시일 이전에 주가 수익률이 급격하게 상승함으로 미루어 증권시장에 풍문이 난무하여 공시가 충분히 신속하지 않았다고 할 수 있다.

공시의 정확성과 그 효율성 측면에서 보면 부인공시의 결과는 결코 합리적이지 못하다. 즉, 부인공시는 정확하지만 정보로서의 효율성이 없다. 그런데, 조회공시 유형별로 정보전달 효과는 조금씩 차이가 있어 일반 투자자들에게 투자 전략적으로 시사하는 바가 있다. 확인공시의 경우는 공시 전에는 주가의 상승정도가 미미하여 부인공시의 경우보다 적지만 공시내용의 확인을 거치면서 주가가 꾸준히 상승하여 부인공시의 수익률을 초월하여 제한적이지만 정보의 효율성이 있었다. 한편 검토 중 공시의 초과수익률은 확인공시나 부인공시의 경우보다 항상 낮게 나타나 증권시장에 퍼져있는 풍문이 사실과 거리가 있을수록 관련된 투자자들이 초과수익을 더 높일 수 있다는 비합리적인 주장을 뒷받침 한다. 결론적으로 조회공시 유형별로 정보전달 효과를 살펴 보았을 때 M&A의 풍문에 대하여 사실무근이라는 유권해석이 투자자의 초과수익률에 나쁜 방향으로 작용하지 않는다는 것이다.

I. 서론

기업의 가치에 영향을 미치는 중요한 기업내용의 정보를 정확하고 신속하게 분석하는 것은 주식투자과 관련하여 중요한 의미를 지닌다. 자본시장의 정보는 그 접근에 있어서 어느 나라 할 것 없이 불균형하므로, 일부 제한된 투자자들은 공개되지 않은 정보(즉, 내부자 정보)를 이용하여 시장평균을 상회하는 초과수익을 얻고자 한다. 그런데 내부자 정보는 제도적으로 규제를 받기 때문에 대다수의 일반 투자자들은 소문 또는 유언비어라는 형태로 이를 접하게 되면서 피해를 볼 수가 있다.

* 부경대 경영학과 교수

한국증권거래소에서는 기업내용공시제도(Corporate Disclosure System)를 실시하여 기업으로 하여금 자사 주식의 투자판단에 필요한 기업내용 즉, 경영실적, 재무상태, 합병, 증자 등 주가에 상당한 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보를 정기적(정기공시)으로 뿐 아니라 수시(수시공시)로 신속하게(적시공시; Timely Disclosure) 공개하게 하고 있다. 이러한 공시제도는 기업내용을 공시하는 방법에 따라 상장법인이 직접하는 직접공시와 상장법인이 신고한 내용을 거래소가 대신하는 간접공시로 구별된다.

직접공시는 상장법인과 투자자를 직접 연결하여 기업정보의 정확성과 신속성을 확보함으로써 공정거래질서를 확립하는데 그 목적이 있다. 이 중 조회공시는 품문·보도, 현저한 시황변동과 관련하여 증권거래소가 요구하는 것으로서 당해 상장법인은 지체 없이 중요정보 유·무에 대하여 공시하여야 한다. 상장 기업의 공시 반응은 그 내용에 따라 확인(확정), 부인(사실무근), 검토 공시의 세 가지로 대략 구분할 수 있다.¹⁾

조회공시는 최근에 이르러 기업경영의 투명성 제고와 관련하여 자진공시가 증가하여 해마다 감소하는 추세에 있다('94년 총 4,559공시건수 중 37.7%인 1,718건에서 '96년 총 4,709건수 중 23.8%인 1,122건의 조회공시). 그리고 조회에 대하여 검토·확인공시가 증가하고 사실무근(부인)공시의 비중이 감소('94년 조회공시 1,718건 중 61.6%인 1,059건에서 '96년 1,122건의 조회 중 48.3%인 542건의 부인공시)되고 있는 것은 자본시장의 효율성 측면에서 바람직하다. 하지만 여전히 부인공시가 전체 조회공시의 50%정도를 차지한다는 것은 우리나라 주식시장에 있어서 품문·설과 같은 음성화 된 내부자 정보가 자본시장의 정보로서 막대한 비중을 차지한다는 반증이기도 하다.

기업이 M&A(Mergers&Acquisitions)관련 합병, 인수, 신규단일계약, 기술도입, 타 법인출자, 시설투자 등 중요사항을 추진함에 있어 이의 최종 확정적인 검토나 협의 단계에서 정보가 유출됨으로 인하여 증권시장에 품문이 난무하게 되면 해당기업도 원활한 업무추진에 지장을 초래하지만 이로 인하여 주가가 왜곡되게 형성되어 투자자가 불측의 손해를 입을 우려가 있고 또한 증권거래의 공정성에도 불신을 가지게 된다. 그러므로, 상장법인은 기업의 중요내용을 적시에 공시함으로써 악성품문발생을 미연에 방지할 수 있어야 한다. 이는 다수의 일반 투자자들 뿐만 아니라 효율적인 자본시장(Efficient Capital Market)을 이루기 위하여서도 필수 불가결한 기본조건이 된다.

1) 이 분류는 증권거래소에서 해마다 발행하는 「상장법인공시총람」에서 조회공시에 대하여 사용하는 구분을 따른 것이다. 그런데, 공시내용에 관한 용어는 가능한 한 이해하기 쉽도록 평이하고 간결, 명확하여야 함(정보이용의 용이성)에도 불구하고 간혹 이 세가지 분류에 넣을 수 없는 불분명한 경우도 있다.

공시가 효율적으로 이루어지기 위해서는 무엇보다도 기업정보가 신속·정확하게 투자자에게 전달이 되어야 하는데, 이 연구의 목적은 기업의 인수·합병(M&A)과 관련한 풍문·설이 발생하여 이에 대한 조희공시가 확인, 부인, 또는 검토의 내용으로 나타났을 때 공시의 정확성과 투자자들의 반응-즉, 조희공시의 정확성에 대한 투자자들의 인식-을 살펴보고, 공시 전에 기업의 중요 내용이 소문·풍문으로 유포되어 주가에 얼마만큼 미리 반영이 되어(공시의 적시성 검증) 있는지를 파악하는 것이다.

이 연구를 기업의 M&A에 관한 조희 공시에 한정시키는 이유는 시기적으로 지금 우리나라가 IMF(International Monetary Fund)체제하에 있어 기업의 구조조정을 위하여 M&A가 필수 불가결하기 때문이다. 즉, 앞으로 M&A에 관하여 자연히 많은 풍문·설·유언비어가 증권시장에 유포될 것이고, 상대적으로 조희공시 또한 늘어날 것으로 예상된다. 그러므로, 본 연구를 통하여 상대적으로 정보적 열세에 있는 일반 투자자들이 조희공시를 보다 합리적으로 이해하고 그에 따른 올바른 투자의사결정을 할 수 있으리라 기대된다.²⁾

다른 이유로는 주가에 상당한 영향을 주는 기업내용은 투자자에 따라 서로 다르게 판단될 소지가 있는데 M&A에 관하여는 국내외적으로 많은 연구들이 되어 있는바 그 축적된 연구결과가 비교적 일치한다.³⁾ 즉, 기업의 인수·합병은 투자자들에게 적어도 나쁘지 않다는 것이다. 그러므로, M&A와 관련한 소문·풍문이나 이의 조희공시에 대한 투자자들의 반응의 방향이 객관적으로 예측된다. 일반적으로 M&A의 소문·풍문이 시장에 유포되었을 때는 주가가 상승하다가, 공시 정보가 효율적이라면, 확인 공시 후에는 재차 상승 내지는 최소한 하락하지 않고 부인(사실무근)공시 후에는 주가가 하락함을 기대해 볼 수 있다. 검토 공시 후에 주가가 어떤 방향으로 움직일 지는 본 연구의 실증적인 분석의 문제이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 제II장에서는 확정공시를 기준으로 한 기존 연구와 본 논문과의 연관성을 논하고 연구 결과에 대한 기대 효과 및 활용 방안을 밝힌다. 제III장에서는 M&A에 있어서의 조희공시의 효율성을 실증적으로 분석하기 위한 자료 및 연구방법을 설명하고, 제IV장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 그리고, 마지막으로 제V장에서는 연구결과를 요약하고 결론을 도출한다.

2) 기업의 공시 내용은 일반 투자자라 할지라도 정보 통신의 발달로 비교적 손쉽고(정보전달의 공평성) 신속하게 알 수 있다.

3) 기업합병의 효과에 관한 연구로는 국내에서는 송영균과 주상룡(1997)의 논문을, 국외는 대표적으로 Jensen and Ruback(1983)의 논문을 참조하면 잘 요약되어 있다.

II. 확정공시와 조회공시

본 연구는 풍문·설과 관련한 조회 공시를 대상으로 하여 그 내용을 확인, 부인, 또는 검토 중 공시로 분류하여 분석하였다는 점에서 기존의 연구와 성격을 달리한다. 공시를 활용한 선행 국내의 연구들은 확정 공시일(Announcement Date)을 사건일(event date)로 하여 공시 일을 전·후하여 해당 주가의 변동을 고찰하고 실증분석하였다. 즉, 국내외의 여러 연구들이 증권 발행 공시나 배당 공시 혹은 시설 투자 공시가 주식의 비정상 수익률에 미치는 영향과 그 결정 요인들을 분석할 때, 확정공시일을 기준하여 연구하였고, 풍문이나 설에 대한 조회공시가 개별 주식의 수익률에 다르게 미칠 지도 모르는 영향에 대해서는 연구가 거의 없는 실정이다. 이는 기업 인수·합병분야에서도 마찬가지로 공시와 관련된 모든 국내외의 선행 연구들은 확정공시 일을 중심으로 이루어졌다.

확인, 부인, 혹은 검토 중으로 구별되는 조회공시는 풍문이나 설이 시장에 먼저 유포된 후의 사후적 조치여서 일반 확정공시가 개별 주식의 수익률에 미치는 영향과는 성격을 달리 할 수 있다. 따라서 기존 연구들이 일반 확정 공시의 정보전달 효과만을 분석하였다면 이 논문은 조회공시의 특색을 공시의 정확성과 적시성이라는 측면에서 분석하여 효율적 자본시장을 위한 공시 제도의 보완에 대하여 연구 할 수 있는 계기를 마련 하고자 한다.

어느 사회건 음성화 된 내부자 정보, 즉 풍문은 있게 마련이고 이에 따른 조회공시는 자본시장의 공정거래 질서의 확립을 위해 필요하므로 조회공시의 효율성을 그 내용에 따라 구별하여 분석하는 것은 의미가 있는 일이다.⁴⁾ Keown and Pinkerton (1981)과 Meulbroek(1992)에 의하면 M&A에서는 내부자 정보에 의한 거래가 공시 전 주가 상승의 상당 부분을 차지한다고 하였는데, 본 연구는 특히 M&A의 풍문(rumor)에 대한 확인, 부인, 또는 검토 중의 조회 공시 전·후의 주가 행태를 살펴봄으로써 공시의 적시성과 정확성을 동시에 실증분석 하고자 한다.

4) 기업공시가 효율적으로 이루어지기 위해서는 공시정보의 정확성, 신속성(적시성), 용이성, 공평성 등의 요건이 갖추어져야 하는데, 본 연구에서는 공시의 효율성을 평가하는데 있어 정확성과 신속성을 검정하고 그 문제점을 파악하고자 한다.

III. 자료 및 연구방법

1. 자료

본 연구에서는 먼저 M&A에 관련한 증권시장의 품문·소문을 합병설, 인수설, 파인수설의 세 가지로 정리하였다. 그리고 한국증권거래소가 매년 발행하는 「상장법인 공시총람」을 94년부터 96까지 3년 동안 참조하여, 각 각의 설에 대해서 해당기업이 낸 조회공시를 확인, 부인, 검토 중 공시의 세 가지로 구분하여 각 각의 공시 정보전달 효과를 비교·분석 한다. 본 연구의 최종 표본에 포함되기 위해서는 다음의 조건을 만족시켜야 한다.

(1) 조회 공시를 실시한 기업의 일별 수익률(daily stock returns)이 (주)신평 주식수익률 자료에 포함되어 있어야 한다.

(2) 조회공시는 품문에 의해서 처음 조회 후에도 상당한 기간에 걸쳐 계속 반복 될 수 있는데 이 경우 최초의 조회 공시가 1994년1월 1일부터 1996년 12월 31일까지의 기간 동안에 이루어져야 한다.

(3) 해당 기업의 M&A조회공시일자를 기준으로 하여 전·후로 6개월 이내에 다른 설(예를 들면 부도라든지, 증자 등등)에 관련되지 않아야 한다.

(4) 조사기간 동안에 M&A와 관련하여 서로 독립적으로 두 번 이상 공시한 기업은 최초 공시만을 연구 대상으로 한다.

(5) 조회 공시의 내용이 모호하여 확인, 부인, 또는 검토 중 공시로 구분할 수 없을 때는 제외한다.

이와 같은 기준을 적용시켜 최종적으로 본 연구의 연구대상 표본으로 선정된 기업의 구성은 <표1>에 제시되어 있다.

<표1> 표본기업의 M&A 조회 공시 분류 및 유형별 구성

공시유형 분류	확인	부인	검토	계
합병	5	132 (재)부인 : 19	27 (재)부인 : 10 ⁵⁾	164
피인수	1	115	3	119
인수	11	86	8	105
계	17(4.4%)	333(85.8%)	38(9.8%)	388(100%)

□ 표시 부분만 통계적 분석의 대상이 되고, 그 외는 하위표본(sub-sample)의 숫자가 너무 작아서 제외함.

5)

조회공시에는 일반적으로 부인공시가 많은데, <표1>에서 알 수 있듯이, 특히 M&A에 있어서는 부인공시가 절대적으로 많다. 전체 3년의 조사 기간 중 M&A관련 조회공시(총 조회 건수의 10%정도를 차지) 중 부인공시가 조회의 평균 80%에 이른다(본 연구 표본의 경우 85%를 넘는다). 부도 및 법정관리관련 조회공시(전체 조회 건수의 1~2% 남짓)를 제외하곤 M&A에 대해서 사실무근 공시가 제일 많다는 것은 공시 이전에 음성화 된 내부자 정보에 의한 거래가 상당 부분을 차지한다는 반증이기도 하다.

그리고 각 각의 설에 대하여 조회공시 유형별 하부표본(sub-sample)의 숫자가 충분하지 않아 합병의 경우 검토 중 공시를 제외하곤 통계적으로 의미 있는 분석을 부인공시의 효과 밖에 할 수 없다는 것이 아쉬운 점으로 남는다. 그러나, 이 한계가 당 연구표본의 숫자가 단지 작아서 이기 보다는 M&A관련 조회 공시 자체가 거의 부인공시이기 때문이어서 본 연구는 여전히 의미가 있다 하겠다.

2. 연구방법

본 연구에서는 조회공시의 효율성, 즉 공시의 정확성과 적시성에 대한 실증검정의 방법으로 사건연구 방법(event-study methodology)을 이용하여 조회공시 일을 중심으로 해당기업 주식의 초과수익률을 추정한다. 사건연구에서 초과수익률을 얻기 위해

5) 합병설에 대한 부인공시 132건 중 재차 부인 공시가 나온 경우가 19건이고, 검토 중 공시 27건 중 이어서 부인공시가 나온 경우가 10건(참고로, 검토 후 확인의 경우가 9건이고 나머지 8건은 그대로 검토 중 공시)에 이른다.

주로 이용되는 모형으로는 평균조정 수익률모형(mean-adjusted returns model)과 시장 조정 수익률모형(market-adjusted returns model) 및 시장모형(market model)의 세 가지가 있다. 평균조정 수익률모형은 특정시점에 사건이 집중적으로 발생시(clustering case), 초과수익률의 존재에 대한 통계적인 검정능력이 크게 떨어지는 단점이 있다 (Brown and Warner, 1985). 가장 흔히 쓰이는 시장모형은, 그러나, 일일수익률을 사용하여 베타계수를 추정할 때 표본기업의 주식과 시장지수 간의 거래시점의 차이(nonsynchronous trading)로 인해 측정오차의 문제가 심각하다는 결점이 문제가 된다 (Scholes and Williams, 1977).⁶⁾

본 연구에서는, 표본기업의 일간수익률 자료를 검사한 결과, 한국종합주가지수를 동일가중의 시장지수로 선택한 시장조정 수익률모형을 이용하여 초과수익률을 계산하는 것이 바람직하다고 판단되었다. 조회공시 당일을 사건일(t=0)로 하여 t=-30일부터 t=+30일까지 61일 동안의 일별 초과수익률(ER; excess return)은 다음과 같이 계산된다.

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

여기서, $R_{i,t}$: 조회공시 주식i의 t일의 수익률

$R_{m,t}$: t일의 종합주가지수의 수익률

N개의 조회공시 기업표본에 대해 일별평균 초과수익률(AR; average abnormal return)을 61일 동안 각각 아래 식 (2)와 같이 구한다.

$$AR_t = \sum_{i=1}^N ER_{i,t} / N \quad (2)$$

일별평균 초과수익률에 대한 통계적인 유의도 검정은 t통계치를 이용하며, 그 정의는 아래 식 (3), (4) 및 (5)와 같다.

6) 거래불일치 문제를 해결하기 위해 시장모형의 계수(market model coefficients)를 Scholes and Williams(1977)가 제시한 절차에 의해 추정할 수 있으나 본 연구에서는 시장조정 수익률모형을 채택했다. 선행 연구에 의하면(Brown and Warner(1980, 1985), 김찬웅(김경원(1997), 정형찬(1997) 등), 초과수익률에 대한 판별력은 정교한 시장모형과 비교적 단순한 시장조정 수익률모형이 거의 비슷하였다.

$$t\text{-통계치} = \frac{AR_t}{\sqrt{\text{Var}(AR_t)}} \quad (3)$$

$$[\text{Var}(AR_t)] = \frac{1}{61} \times \sum_{t=-30}^{30} (AR_t - AAR)^2 \quad (4)$$

$$AAR = \frac{1}{61} \times \sum_{t=-30}^{30} AR_t \quad (5)$$

t1에서부터 t2까지의 누적평균 초과수익률(CAR: cumulative average abnormal return)은 아래식 (6)에서 처럼 해당기간 동안의 일별평균 초과수익률을 합하여 계산된다.

$$CAR_{t1,t2} = \sum_{t1}^{t2} AR_t \quad (6)$$

IV. 실증분석 결과

본 연구에서는 풍문·보도와 관련하여 해당기업이 직접 증권거래소에 조회 공시한 시점을 한 사건일(event day, t=0)로 보고 그 이전과 이후의 일별 수익률을 토대로 한 평균 수익률 및 누적 수익률의 시계열별 추세를 관찰하는 방식으로 공시의 효율성을 추론하고자 한다. 정보의 사전유출(information leakage)로 인하여 주가반응이 공시당일 훨씬 이전에 나타날 가능성 때문에 공시 30일 전(t=-30)부터 시작하여 30일 후(t=+30) 까지 총 61일간을 분석대상 기간으로 선정하여 검정하였는데 이는 공시 전 풍문의 반영 정도를 살펴 공시의 적시성을 알아 보고자 함이다.

1. 부인공시의 시계열 특성과 공시의 효율성

<표2>는 합병설 부인, 합병설 검토, 피인수설 부인, 인수설 부인의 표본에 대하여 조회공시 일을 기점으로 한 사건기간(event periods)인 t=-30일에서 t=+30일까지의 기간 동안 일별평균초과수익률(AR)과 그에 따른 t값, 그리고 누적평균 초과수익률(CAR)을 시장조정 수익률모형에 의하여 추정한 결과를 나타낸 것이고, <그림1>은 <표2>의 자료를 그래프로 나타낸 것이다.

<표 2> 조회 공시일 전후의 표본별 초과 수익률

일자	합병설 부인			합병설 검토		
	AR	t값	CAR	AR	t값	CAR
-30	0.000522	0.2504	0.000522	-0.008126	-1.8306 *	-0.008126
-29	-0.001866	-0.9288	-0.001344	-0.006479	-1.5886	-0.014604
-28	-0.001493	-0.6679	-0.002836	0.008988	2.0866 **	-0.005617
-27	0.002227	1.0752	-0.000609	0.001598	0.3682	-0.004019
-26	0.000135	0.0605	-0.000474	0.000786	0.1427	-0.003232
-25	0.000872	0.3997	0.000397	-0.001224	-0.2836	-0.004456
-24	0.001587	0.7662	0.001984	-0.001077	-0.2419	-0.005533
-23	0.000728	0.3738	0.002713	0.000304	0.0621	-0.005229
-22	-0.003909	-1.8863 *	-0.001196	-0.001149	-0.2398	-0.006378
-21	0.005950	2.6568 ***	0.004754	0.002488	0.4577	-0.003890
-20	-0.002822	-1.2451	0.001932	0.000134	0.0358	-0.003756
-19	0.001358	0.7114	0.003290	-0.004636	-1.0259	-0.008392
-18	0.001760	0.8680	0.005050	0.002336	0.5747	-0.006055
-17	0.002876	1.3004	0.007926	0.004188	0.8834	-0.001867
-16	-0.000221	-0.1054	0.007705	-0.002822	-0.5872	-0.004689
-15	-0.003117	-1.5730	0.004588	-0.006696	-1.3816	-0.011386
-14	-0.000264	-0.1251	0.004324	-0.002297	-0.4614	-0.013682
-13	0.003045	1.3644	0.007369	-0.005154	-1.2572	-0.018836
-12	0.001061	0.4670	0.008430	-0.007566	-1.9537 *	-0.026402
-11	0.001043	0.5096	0.009473	-0.003352	-0.8411	-0.029754
-10	0.003059	1.4893	0.012532	-0.007885	-1.5452	-0.037640
-9	0.006482	3.4405 ***	0.019014	0.003307	0.5932	-0.034332
-8	0.003331	1.5093	0.022345	0.006782	1.3550	-0.027550
-7	0.002837	1.5158	0.025182	0.000952	0.2213	-0.026598
-6	0.003492	1.5973	0.028674	-0.001594	-0.3919	-0.028192
-5	0.009060	4.1339 ***	0.037734	0.001242	0.2262	-0.026950
-4	0.009767	4.2638 ***	0.047501	-0.000808	-0.1789	-0.027758
-3	0.005697	2.5337 **	0.053197	0.008262	1.5706	-0.019496
-2	0.021888	9.0421 ***	0.075085	0.009575	1.7647 *	-0.009921
-1	0.005651	2.5792 ***	0.080737	0.002984	0.7457	-0.006937
0	-0.000284	-0.1222	0.080453	0.002187	0.4124	-0.004750
1	-0.003074	-1.3245	0.077378	0.003453	0.5379	-0.001298
2	-0.003101	-1.4775	0.074278	-0.001575	-0.2912	-0.002873
3	0.002746	1.3170	0.077024	0.001690	0.2946	-0.001183
4	0.001895	0.8665	0.078918	-0.008803	-1.7302 *	-0.009986
5	-0.000704	-0.3375	0.078214	0.000189	0.0441	-0.0009797
6	-0.000871	-0.4100	0.077343	-0.002355	-0.5897	-0.012152
7	-0.001015	-0.4918	0.076328	-0.005363	-0.9503	-0.017515
8	0.000516	0.2612	0.076844	-0.002423	-0.3969	-0.019938
9	-0.001144	-0.5638	0.075700	-0.000514	-0.1308	-0.020452
10	-0.001166	-0.5921	0.074534	0.006759	1.3650	-0.013693
11	0.002748	1.2564	0.077282	-0.000136	-0.0297	-0.013828
12	-0.000032	-0.0153	0.077250	-0.001847	-0.3684	-0.015675
13	0.001054	0.5359	0.078304	-0.005742	-1.3321	-0.021417
14	-0.003129	-1.7512 *	0.075174	0.009229	1.7302 *	-0.012188
15	-0.001601	-0.8173	0.073573	-0.007997	-2.3693 **	-0.020185
16	0.000610	0.3148	0.074183	0.004020	0.7264	-0.016165
17	-0.002334	-1.1644	0.071850	0.002298	0.5294	-0.013867
18	-0.000127	-0.0646	0.071722	0.000981	0.2873	-0.012886
19	0.000090	0.0514	0.071813	-0.005943	-1.1254	-0.018829
20	0.002251	1.1474	0.074063	-0.000973	-0.2106	-0.019802
21	0.001243	0.6261	0.075306	0.010791	2.4368 **	-0.009011
22	0.003892	2.1002 **	0.079198	0.000106	0.0220	-0.008906
23	0.002812	1.3095	0.082009	0.000038	0.0084	-0.008868
24	0.001122	0.5293	0.083132	0.002470	0.6071	-0.006398
25	-0.000137	-0.0704	0.082995	-0.003280	-0.7483	-0.009678
26	-0.003064	-1.7641 *	0.079931	0.000296	0.0720	-0.009382
27	-0.000006	-0.0028	0.079925	0.006600	1.5003	-0.002782
28	0.003055	1.4039	0.082980	0.003466	0.8086	0.000684
29	0.001249	0.5980	0.084229	0.002302	0.6011	0.002987
30	0.001585	0.8572	0.085814	0.000707	0.1479	0.003694

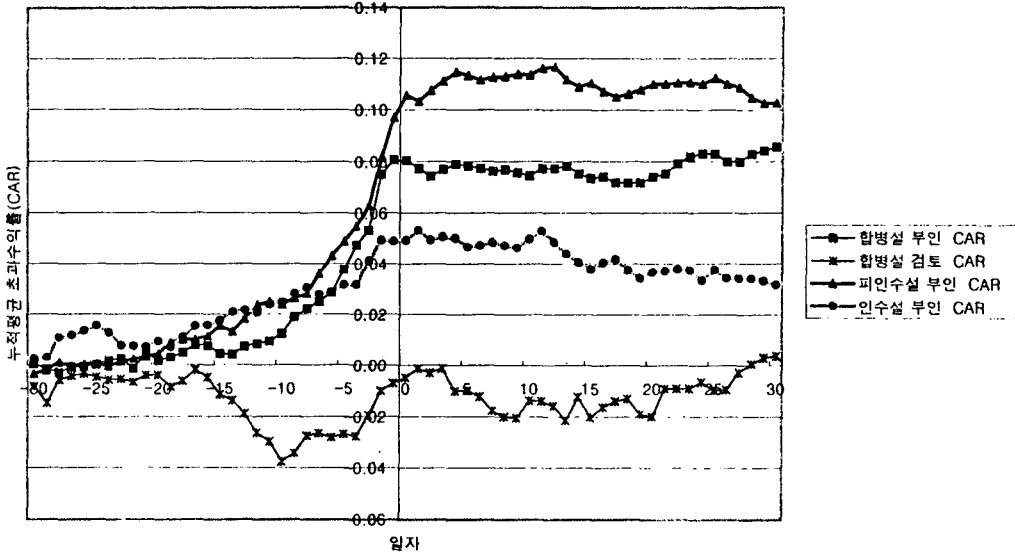
* 통계적으로 10%수준에서 유의적임.
 ** 통계적으로 5%수준에서 유의적임.
 *** 통계적으로 1%수준에서 유의적임.

Panel B. 피인수설과 인수설에 대한 조희공시

일자	피인수설 부인			인수설 부인		
	AR	t값	CAR	AR	t값	CAR
-30	-0.003250	-1.3704	-0.003250	0.002747	1.0709	0.002747
-29	0.001390	0.5993	-0.001860	0.000451	0.1869	0.003197
-28	0.003046	1.2647	0.001186	0.007679	3.3629 ***	0.010876
-27	-0.001599	-0.6337	-0.000413	0.001043	0.4417	0.011919
-26	0.000891	0.3679	0.000478	0.001781	0.7334	0.013700
-25	0.000188	0.0720	0.000666	0.002089	0.8871	0.015789
-24	-0.000957	-0.4292	-0.000291	-0.002737	-1.0570	0.013052
-23	0.001881	0.8375	0.001590	-0.005269	-2.2813 **	0.007783
-22	0.001016	0.3792	0.002607	-0.000175	-0.0705	0.007608
-21	0.000858	0.3457	0.003464	-0.000484	-0.1808	0.007124
-20	0.001163	0.4657	0.004627	0.002352	1.0984	0.009476
-19	0.004357	1.8161 *	0.008984	-0.002414	-1.0776	0.007061
-18	0.001167	0.5007	0.010151	0.004201	1.5482	0.011263
-17	0.000024	0.0091	0.010175	0.004271	1.6861 *	0.015533
-16	0.001366	0.5081	0.011541	0.000304	0.1175	0.015838
-15	0.004087	1.4384	0.015628	0.001737	0.6863	0.017575
-14	-0.002314	-0.8660	0.013314	0.003490	1.4978	0.021065
-13	0.005051	1.4511	0.018365	0.000732	0.2741	0.021798
-12	0.005367	1.8424 *	0.023732	-0.001088	-0.4202	0.020710
-11	0.001347	0.5542	0.025079	0.003468	1.4217	0.024177
-10	-0.001041	-0.3931	0.024038	0.000608	0.2440	0.024785
-9	0.002364	0.8784	0.026401	0.003540	1.3676	0.028325
-8	0.001888	0.6410	0.028289	0.002430	1.1386	0.030756
-7	0.007821	2.9185 ***	0.036110	-0.002694	-1.2112	0.028062
-6	0.007046	2.5431 **	0.043156	0.000918	0.3665	0.028979
-5	0.005745	2.2408 **	0.048901	0.002879	1.2897	0.031858
-4	0.005894	2.0469 **	0.054795	0.000073	0.0293	0.031931
-3	0.008114	2.7672 ***	0.062908	0.009215	3.4903 ***	0.041146
-2	0.018955	6.2806 ***	0.081863	0.008327	2.8705 ***	0.049473
-1	0.015292	4.8474 ***	0.097155	-0.000459	-0.1634	0.049013
0	0.008638	2.9329 ***	0.105793	0.000370	0.1581	0.049384
1	-0.002449	-0.8042	0.103344	0.003872	1.6947 *	0.053256
2	0.004215	1.4224	0.107559	-0.003717	-1.5036	0.049540
3	0.003643	1.2468	0.111202	0.001189	0.4301	0.050728
4	0.003587	1.2416	0.114789	-0.000496	-0.1974	0.050232
5	-0.001492	-0.5802	0.113297	-0.003422	-1.5314	0.046810
6	-0.001625	-0.5821	0.111673	0.000617	0.2432	0.047426
7	0.001047	0.3723	0.112720	0.001144	0.4657	0.048570
8	0.000276	0.1064	0.112996	-0.001196	-0.5481	0.047374
9	0.000915	0.3406	0.113911	-0.000850	-0.3488	0.046524
10	-0.000280	-0.1051	0.113631	0.003431	1.2660	0.049955
11	0.002679	0.9474	0.116309	0.003051	1.1810	0.053006
12	0.000441	0.1462	0.116750	-0.004298	-1.5635	0.048708
13	-0.004965	-1.8438 *	0.111785	-0.004605	-1.7864 *	0.044103
14	-0.002789	-1.0390	0.108996	-0.003494	-1.5854	0.040609
15	0.001526	0.5896	0.110521	-0.002778	-1.2337	0.037831
16	-0.003314	-1.3271	0.107207	0.002687	1.0217	0.040519
17	-0.002010	-0.7281	0.105197	0.001357	0.4632	0.041876
18	0.001142	0.4387	0.106339	-0.004305	-1.8208 *	0.037571
19	0.001651	0.6092	0.107990	-0.003080	-1.4371	0.034491
20	0.002135	0.7911	0.110125	0.002306	1.0352	0.036796
21	0.000085	0.0293	0.110209	0.000462	0.1957	0.037258
22	0.000329	0.1231	0.110538	0.000754	0.2882	0.038012
23	0.000266	0.0979	0.110805	-0.000440	-0.1826	0.037572
24	-0.000672	-0.2522	0.110133	-0.004042	-1.6233	0.033531
25	0.002243	0.9168	0.112376	0.004176	1.7787 *	0.037707
26	-0.002229	-0.8527	0.110147	-0.003254	-1.4942	0.034453
27	-0.001358	-0.5301	0.108789	-0.000095	-0.0466	0.034358
28	-0.003821	-1.4581	0.104968	-0.000112	-0.0533	0.034246
29	-0.002273	-0.9073	0.102694	-0.000963	-0.4005	0.033283
30	0.000138	0.0520	0.102832	-0.001466	-0.6039	0.031816

* 통계적으로 10%수준에서 유의적임.
 ** 통계적으로 5%수준에서 유의적임.
 *** 통계적으로 1%수준에서 유의적임.

<그림 1> 조회공시의 표본별 누적평균 초과이익률(CAR)



<표2>와 <그림1>을 종합해 보면 ‘검토 중 공시(합병설에 대한)’를 제외한 부인 공시들의 경우에는 초과이익률의 시계열별 변화가 대체로 비슷한 양상을 보이고 있음을 알 수 있는데, 특히 통계적으로 유의한 정(+)의 초과이익률(AR)이 조회공시 일을 기준으로 하여 부인 공시 전에 많이 발생한다는 것이다. 예를 들면, 인수설 부인의 경우 $t=-28$ 에 일별평균 초과이익률(AR)이 0.7679%(CAR 1.0876%)로 나타났는데, 이는 1% 유의수준 내에서 통계적으로 유의하다. 즉, 공시일 전 30일($t=-30$ 에서 $t=-1$)동안 평균초과이익률(AR)이 정인 거래일이 20일을 넘고, 통계적으로도 유의한 날이 최소 5일에서 10일에 이른다.

또한, 조회 공시일($t=0$) 훨씬 이전에(CAR의 수치가 2%를 초과하는 속도를 생각해 볼 때 가장 느린 합병설 부인의 경우도 $t=-8$ 일에) 누적평균 초과이익률(CAR)이 급격하게 증가하는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 Keown and Pinkerton(1981)과 Meulbroek(1992)가 밝힌 것처럼 M&A에서는 공시가 공식적으로 발표되기 전에 음성적인 내부자 거래에 의해서 주가가 상당히 오른다는 것을 실증적으로 보여 주고 있는 것이다. 최근에 이르러, 증권관계기관의 악성풍문에 대한 강력한 대처 방침과 상장법인의 공시에 대한 인식제고로 중요내용의 적시공시에 의한 풍문 발생의 미연 방지로, 풍문·보도에 의한 조회공시가 해마다 감소하고 있는 추세에 있지만, 본 연구에 따르면 최소한 M&A분야에 있어서는 기업정보가 발생 즉시 신속하게 공시되지

않아 증권시장에 풍문이 난무하여 공시가 적시성(즉, 효율성)을 잃었음을 알 수 있다.

그러나, 부인 공시 이후에는 누적평균 초과수익률(CAR)이 통계적으로 유의할 만한 별 다른 변화를 보이지 않아 이 또한 연구의 대상이 된다. M&A결정 공시, 혹은 특허출원 공시 등의 호재성 확정 공시 경우에 이러한 결과는 우리나라 주식시장이 Fama(1970)의 효율시장이론(efficient market theory)에서 정의한 준-강형 효율시장(semi-strong form of efficient market)이라는 것을 실증적으로 보여 주는 것이라 하겠으나 부인 공시의 경우에는 그 경제적 의미가 틀려 지게 된다. 즉, 호재성 풍문에 의해서 주가가 올랐다면 부인 공시 후에는 그 호재가 부인되므로 주가가 내려야 옳은데 <그림1>에서 보듯이 공시 전에 상승한 주가는 공시 후에 거의 변화가 없다.

오히려 피인수의 경우에는 조회공시 당일($t=0$)에 일별평균 초과수익률(AR)이 +0.8638%(1% 유의수준 내에서 통계적으로 유의)이고, 인수의 경우에는 $t=+1$ 일에 +0.3872%(10% 유의수준 내에서 통계적으로 유의)로 주가가 상승하였다.⁷⁾ 물론 공시 전과는 상이하계, 공시일 후 30일($t=+1$ 에서 $t=+30$)동안에는 평균초과수익률(AR)이 부(-)인 거래일이 평균 15일에 이른다. 그러나, 대개는 통계적으로 유의치 않아 누적평균 초과수익률(CAR)에 큰 영향을 줄 만큼은 되지 않는다. 즉, 부인 공시의 경우에 이미 M&A라는 호재의 정보가 주가에 반영되어 주가가 상승한 상태 그대로 부인 이후에도 상당기간 유지된다는 것이다.

공시 일을 전후로 한 이와 같은 누적평균 초과수익률(CAR)의 움직임에 대해서는 다양한 해석이 가능하다. 무엇보다도, 첫째, 이 연구의 목적에 비추어 보면 부인공시가 정확하지 않냐는 것이다. 즉, 본 연구는 조회 공시의 정확성과 적시성에 대하여 조사하여 공시의 효율성을 검정하고자 하는 것인데, 공시의 적시성 문제에 대해서는 전술하였듯이 공시가 충분히 신속하지 않다는 것이었고, 부인 공시의 정확성 부분에 있어서는 부인 후에도 공시 전에 상승한 주가에 변함이 없으므로 부인 공시가 정확하지 않다는 것이다. 그래서 조회 공시는 전체적으로 효율적이지 못해서 신속성과 정확성에 대해서 보완을 할 필요가 있다고 주장할 수 있다.

그런데, 부인 조회공시 이후를 살펴보면 부인공시 자체는 정확하다. 즉, 부인 이후에 공시를 반복하여 인정 공시를 내는 경우가 거의 없었다.⁸⁾ 그러면, 투자자가 부인

7) 합병설에 대한 조회 공시의 경우에는 부인공시나 검토 중 공시에 관계없이 $t=0$ 와 $t=+1$ 일에 통계적으로 유의할 만한 수익률의 변화가 없었다.

8) M&A 관련 사항의 부인공시 후 3개월(다른 경우는 1개월) 이내에 기 공시 내용과 상반되는 내용을 공시하면 공시규정 제2조 제6호에 의해 불성실공시법인으로 지정되어 불이익의 조치를 받게

공시를 신뢰하지 않는지를 의심해 볼 수 있는데, 이도 투자자의 합리적인 투자 의사 결정 과정을 상정해 볼 때 논리에 맞지 않다. 즉, 경험적으로 부인공시가 반복되는 경우가 드뭇을 인지하는 투자자가 이를 구태여 믿지 않을 이유도 없다.

그리하여 부인공시후의 누적평균 초과수익률(CAR)의 움직임에 대한 또 다른 해석으로는 우리나라의 경우에는 풍문·설과 같은 음성화 된 내부자 정보가 자본시장의 정보로서 막대한 비중을 차지하여(바꾸어 말하면, 자본시장이 효율적이지 못해서), 투자자들이 공시보다는 공개되지 않은 정보를 이용하여 시장평균을 상회하는 초과수익을 얻고자 한다는 것이다. 따라서 공시의 정확성과 그에 대한 신뢰성의 문제가 아니라, 공시 그 자체를 자본화(capitalize) 하지 않는 것이다. 일반적으로 우리나라 증권시장에서 공시와 관련하여 언급되고 있는 “호재성 설은 주가에 호재이지만 그것의 확정 공시는 더 이상 호재가 아니다(김민조와 정형찬(1995))”라는 통설이 부인공시의 경우에도 그대로 적용되지 않는다는 생각이 든다. 즉, ‘호재성 공시’가 주가에 별 영향을 못 미치듯이 ‘악재성 공시(그 호재를 부인하는)’도 주가에 별 영향을 주지 않는다는 것이다.

그러나 이 해석에는 다소 무리가 있다. 주가에 정의 영향을 미치는 음성적인 정보 혹은 풍문 등에 의해서 주가가 미리 상승하였을 경우, 정작 그 정보가 시장에 공개될 때 추가적인 상승이 제한 된다는 것은 이해가 가지만, 호재성 정보의 사전누출이나 시장예측에 의해서 주식상승이 이루어 졌다가 그 예측이 사실과 다름이 판명되었다면 합리적인 투자상황에서는 주가에 필히 반대 급부적인 변화가 따라야 한다. 부인공시도 정확하고(적시성은 좀 결여되지만) 반복될 가능성도 경험적으로 적는데 부인공시의 정보가 주가에 추후적으로 반영되지 않는다는 것은 기업경영의 투명성을 제고하여 증권시장을 통하여 자원분배의 효율화를 기하고자 하는 기업내용공시제도의 본질에 어긋나게 된다.

그리하여 과연 이러한 현상이 M&A와 관련한 조회공시에 국한된 현상인지의 여부를 종합적으로 향후의 연구에서 다루어야 할 것으로 보인다. 다른, 예를 들면 신기술

된다. 경위야 어쨌든 M&A의 경우에 부인공시가 반복되는 경우는 드물다. 간혹 그 해당 기업이 긴 시간 동안 악성 풍문에 휩싸이는 경우에도 한번 부인 후에는 3개월이 지난 후에도(제도적인 제한 없이도) 계속 부인 공시를 내는 양상을 보였다. 본 연구 표본에서는 합병설 부인의 경우, 전체 132건 중에서 2번의 반복 인정공시가 각각 189일, 112일 이후에, 피인수설 부인의 경우, 전체 115건 중에서 2번의 반복 인정공시가 각각 75일, 112일 이후에, 인수설 부인의 경우에는 전체 86건 중에서 1번의 반복 인정공시가 112일 이후에 따랐을 뿐이었다.

개발이라든지 고정자산 매각 등의 경우에도 이와 비슷한 결과가 연구되어진다면 조회공시의 기능과 그 효율성 전반에 대해서 재검토가 이루어 져야 한다. M&A에만 국한된 문제라면 이를 유도하는 다른 특별한 요인이 M&A에 있는지를 살펴 보고 합리적인 방향으로 조회 공시가 운용되어야 할 것이다. 다른 분야와의 비교와 그에 관련한 조회공시제도의 개선문제는 추후의 연구에서 검토해 보기로 하고 우선은 부인공시의 비경제적 이상현상과 더불어 조회공시를 유형별로 비교해보고 조회공시별 정보전달 효과가 일반 투자자들에게 투자 전략적으로 어떠한 함의가 있는지를 연구해 보기로 한다.

2. 조회공시의 정보전달 효과: 유형별 비교

공시이후에 누적평균 초과수익률(CAR)에 있어서 통계적으로 유의할 만한 별 다른 변화가 없는 것이 부인공시의 경우에는 전술한 바대로 문제가 되나 확인 공시의 경우에는 효율적 시장이론에 따라 보통 당연시 된다. 그런데 “각각”의 조회공시 별로 중요한 시계열적 변화가 없어도 확인공시와 부인공시(덧붙여서 검토 중 공시까지)를 종합적으로 비교하여 조회공시의 정보전달 효과(효용성)를 살펴 보는 것은 풍문이나 유언비에 대한 공식적인 정보를 조회공시에서 입수하는 일반 투자자의 입장에서는 매우 중요하다. 즉, 부인공시의 경우에 공시 전에 상승한 주가가 공시 후에도 그대로 유지되어 문제의 소지는 남지만 조회공시 유형별로 공시를 전후한 초과수익률의 시계열적 동태를 살펴 제한적이지만 조회공시의 정보 효용성을 살펴 봄은 의의가 있다

이의 분석을 위하여 인수설에 대하여 조회공시를 유형별로 확인, 부인, 그리고 검토 중 공시별로 나누어 일별평균 초과수익률(AR)과 그에 따른 t값, 그리고 누적평균 초과수익률(CAR)을 구하였고, 그 결과는 <표3>과 <그림2>에 정리되어 나타나 있다.⁹⁾

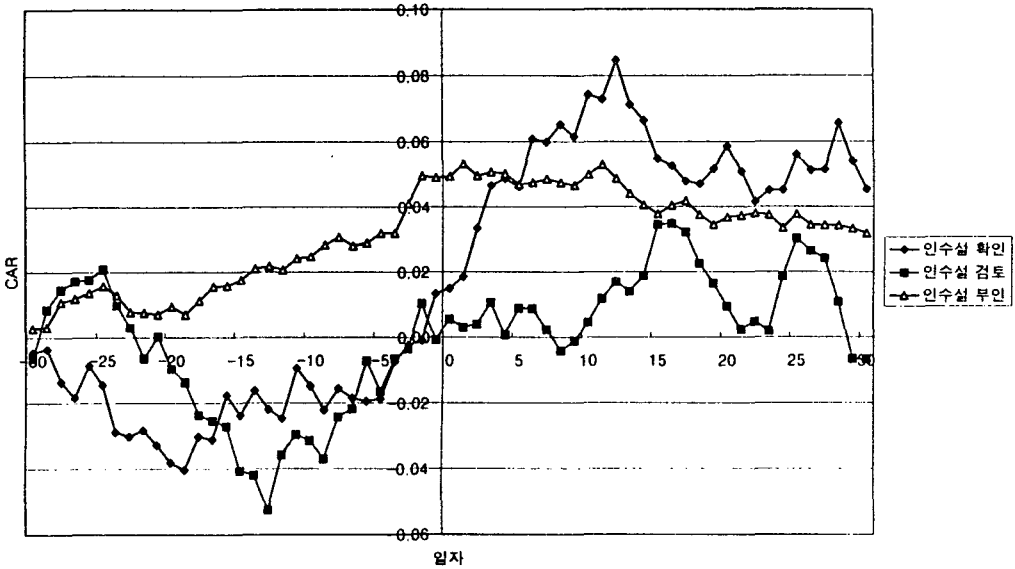
9) <표 1>에서 보듯이 피인수설의 경우에는 하위표본(sub-sample)이 전혀 형성되지 않고 합병설의 경우에도 확인공시가 겨우 5건이어서 먼저 인수설만 대상으로 삼아 분석하기로 한다. 인수설의 경우도 확인공시의 표본이 의미 있는 통계적 분석을 할만큼 충분하지는 않으나, 조회공시의 면면을 세밀히 대조해 보는 데 의의를 두고 분석대상으로 삼았다. 인수설에 대한 검토 중 공시는 세가지 조회공시 유형별로 포괄적으로 분석을 하는데 의의를 두었을 뿐이고(for completeness), 실제적으로는 경우가 채 10건이 되지 않아, 이 연구에서의 의미는 제한적이다. 인수설 부인의 경우는 <표2>의 Panel B를 참조하면 된다.

<표 3> 인수설에 대한 조회 공시일 전후의 표본별 초과 수익률

일자	인수설 확인			인수설 검토		
	AR	t값	CAR	AR	t값	CAR
-30	-0.004585	-0.7067	-0.004585	-0.006295	-0.9065	-0.006295
-29	0.001053	0.2716	-0.003532	0.014837	2.1503 *	0.008542
-28	-0.010008	-1.7412	-0.013541	0.006053	0.5714	0.014595
-27	-0.004746	-0.8695	-0.018287	0.002674	0.5632	0.017269
-26	0.009708	1.9529 *	-0.008579	0.000497	0.0657	0.017766
-25	-0.005945	-1.5357	-0.014524	0.003192	0.5668	0.020957
-24	-0.014386	-2.2267 *	-0.028910	-0.011010	-1.1510	0.009947
-23	-0.001359	-0.2803	-0.030269	-0.006838	-1.5017	0.003109
-22	0.001911	0.3553	-0.028358	-0.009491	-1.3708	-0.006381
-21	-0.004524	-0.4765	-0.032882	0.006741	0.8405	0.000360
-20	-0.005251	-0.9451	-0.038134	-0.009893	-1.3852	-0.009533
-19	-0.002168	-0.4103	-0.040302	-0.004137	-0.6999	-0.013670
-18	0.009976	1.5409	-0.030326	-0.009950	-1.9618 *	-0.023620
-17	-0.000827	-0.0832	-0.031153	-0.001821	-0.2095	-0.025441
-16	0.013538	1.6009	-0.017615	-0.001670	-0.2993	-0.027111
-15	-0.006161	-1.1885	-0.023777	-0.013532	-2.0635 *	-0.040643
-14	0.007653	1.2518	-0.016124	-0.001235	-0.2730	-0.041878
-13	-0.005771	-1.6665	-0.021895	-0.010643	-2.1852 *	-0.052521
-12	-0.002812	-0.4488	-0.024707	0.016765	2.2018 *	-0.035755
-11	0.015333	2.1248 *	-0.009373	0.006111	0.9377	-0.029645
-10	-0.005475	-0.6690	-0.014848	-0.001857	-0.3805	-0.031502
-9	-0.007262	-0.9443	-0.022110	-0.005454	-0.8058	-0.036956
-8	0.006551	0.8688	-0.015560	0.012764	2.0200 *	-0.024192
-7	-0.002880	-0.4163	-0.018439	0.002490	0.2710	-0.021702
-6	-0.001007	-0.1626	-0.019446	0.014599	1.3864	-0.007103
-5	0.000718	0.1003	-0.018729	-0.009327	-1.7851	-0.016430
-4	0.011311	2.9504 **	-0.007418	0.009920	0.9284	-0.006510
-3	0.005237	0.6036	-0.002181	0.003105	-0.5291	-0.003405
-2	0.001247	0.1736	-0.000933	0.013740	2.0813 *	0.010335
-1	0.014321	1.7284	0.013388	-0.011042	-3.0452 **	-0.000707
0	0.001507	0.1748	0.014895	0.006315	0.7958	0.005608
1	0.003737	0.5288	0.018632	-0.002469	-0.2969	0.003140
2	0.014850	1.6380	0.033482	0.000908	0.1469	0.004047
3	0.013122	1.7092	0.046604	0.006585	1.0246	0.010633
4	0.002084	0.3281	0.048688	-0.009786	-2.2851 *	0.000846
5	-0.002562	-0.2773	0.046126	0.008087	1.2453	0.008934
6	0.014741	1.8150	0.060867	-0.000128	-0.0146	0.008805
7	-0.000941	-0.1492	0.059926	-0.006396	-0.9249	0.002409
8	0.005339	1.2455	0.065264	-0.006561	-1.1522	-0.004153
9	-0.003711	-0.4188	0.061553	0.003062	0.4330	-0.001090
10	0.012683	2.1469 *	0.074235	0.005749	1.5623	0.004659
11	-0.001390	-0.1690	0.072846	0.007214	0.8631	0.011873
12	0.011828	1.8984 *	0.084674	0.005113	0.9212	0.016986
13	-0.013354	-2.7653 **	0.071320	-0.002936	-0.3757	0.014050
14	-0.004843	-0.5758	0.066477	0.004829	0.7066	0.018879
15	-0.011622	-3.5173 ***	0.054855	0.015654	1.9986 *	0.034533
16	-0.002239	-0.3162	0.052616	0.000364	0.0343	0.034897
17	-0.004801	-0.7839	0.047815	-0.002655	-0.4704	0.032242
18	-0.000800	-0.1508	0.047015	-0.009612	-1.6178	0.022630
19	0.004730	0.5329	0.051745	-0.006108	-0.9197	0.016522
20	0.006914	0.7492	0.058659	-0.007067	-0.7967	0.009455
21	-0.007847	-3.2196 ***	0.050811	-0.007054	-1.6654	0.002400
22	-0.009183	-1.4689	0.041628	0.002463	0.2474	0.004864
23	0.003395	0.4514	0.045023	-0.002882	-0.5512	0.001982
24	0.000083	0.0095	0.045107	0.016748	2.2887 *	0.018730
25	0.010940	1.4582	0.056047	0.011570	1.2436	0.030300
26	-0.004776	-0.8318	0.051271	-0.003795	-0.9285	0.026505
27	0.000190	0.0363	0.051461	-0.002314	-0.4982	0.024191
28	0.014172	1.9780 *	0.065632	-0.013301	-2.0337 *	0.010890
29	-0.011525	-1.9971 *	0.054108	-0.017451	-2.3702 *	-0.006561
30	-0.008781	-1.0098	0.045327	-0.000073	-0.0082	-0.006634

* 통계적으로 10%수준에서 유의적임.
 ** 통계적으로 5%수준에서 유의적임.
 *** 통계적으로 1%수준에서 유의적임.

<그림 2> 인수설에 대한 조회공시의 표본별 CAR



(1) 확인공시의 정보 효용성

우선 <그림2>를 보면 인수설에 대한 확인공시의 경우 일별평균 초과수익률(AR)과 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 움직임에 있어서 부인공시와는 다른 양상에 주목하게 된다. 즉, 누적평균 초과수익률(CAR)이 공시 전에는 “0”을 훨씬 밑돌다가 조회공시일 당일에도 겨우1.49%(부인공시의 경우는 4.94%)에 불과하였다. 이는 <표3>에서 보듯이 통계적으로 유의한 정의 초과수익률(AR)이 공시일 주변에는 없다는 것이고, 따라서 확인공시의 효과는 발생하지 않는다고 할 수 있다. 확인공시를 낸 기업들의 경우에는 시장 참여자들이 인수가능성에 대해서 예측이 용이하여 그 정보가 미리부터 주가에 상당부분 포함된 경향이 있었고, 인수라는 사건에 대한 의외성이 큰 상황에서는 그 의외성의 크기만큼 유언비어나 음성적인 내부자 정보가 주식시장에 만연하게 되어 공시 전에 주가 상승을 유도하고 이것이 부인공시로 연결되는 일련의 상황이 상정된다.

그런데, 확인공시의 경우, 누적평균 초과수익률(CAR)이 공시 후 별 변화가 없는 부인공시의 경우와는 다르게 계속 꾸준히 상승하여 6일째부터는 부인공시의 수익률을 상회하고 12일 째(t=+12)에는 8.47%로서 최고조에 달하여 t=0째보다 6.98%상승하였고 부인공시와는 +3.60%의 차이를 기록하였다. 그리하여 부인공시 후 주가에 반대 급부적인 변화가 없어 조회공시의 효율성(즉, 정보전달 효과)에 문제가 되는 상

황에, 제한적이지만 고무적인 사실은 <그림2>에서 확연히 구별되는 것처럼, 확인으로 판정이 난 후의 누적평균 초과수익률(CAR)은 부인공시의 경우보다는 크고(평균의 차이에 대한 t-통계치=4.6246, 통계적 유의도 ($\alpha=0.0001$),¹⁰) 공시내용의 확인을 거치면서 어느 정도 기간동안 상승한다는 것이다. 따라서, 확인 조회공시는 시장에 제한적이지만 정보전달 효과가 있다고 결론지을 수 있다.

(2) 검토 중 공시의 정보 효용성

검토 중 공시의 누적평균 초과수익률(CAR)이 확인공시나 부인공시의 경우보다 항상 낮게 나타나는 점도 특이하다. 합병설의 경우, <그림1>에서 보면 $t=-30$ 에서부터 검토 중 공시와 부인공시의 누적평균 초과수익률(CAR)의 차이가 2%도 안 되는 작은 차이를 유지해 오다가 $t=-13$ 에 이르러 2.62%를 기록하면서 커지기 시작하여 공시 당일에는 그 차이가 8.52%에 이르고, $t=+13$ 에는 거의 10%(9.97%)에 이르렀다. 이 차이는 <표2>의 Panel A에서 보듯이 합병설에 대한 검토 중 공시의 효과는 거의 발생하지 않는 데 반해 부인공시의 경우에는 공시 전에 주가가 급격하게 상승한 데서 기인한다. 인수설의 경우도 마찬가지여서, 예를 들면, 공시 당일에 검토 중 공시와 부인공시의 누적평균 초과수익률(CAR)의 차이가 4.38% 정도 된다. 이와 같은 현상은 M&A에 관한 풍문이 나돌고 조회공시가 나면 투자자의 입장에서는 사실무근인 쪽이 그렇지 않은 경우보다 초과수익을 높일 수 있다는 역설적인 주장을 뒷받침한다.

그런데, 검토 중 공시 후에는 그 진행 상황에 따라 재차 공시가 나오는데 본 연구의 표본에서는 합병설의 경우, 다시 확인이나 부인 혹은 계속 검토 중 공시를 유지하는 빈도가 거의 같았다.¹¹⁾ 그러나 재차 공시가 나오기까지는 평균 102일 정도 걸렸고 가장 빨리 나온 경우가 이틀 만에, 가장 늦게 나온 경우에는 331일이나 걸렸다. 이와 같은 사실로 검토 중 공시가 재차 부인공시나 확인공시로 연결은 되지만 그 시간이 너무 길려 불확실성이 증대하여 일단 검토 중 공시가 났을 당시는 투자자들이 공시정보를 자본화(capitalize) 하지 않는 것을 알 수 있다.¹²⁾

10) 그러나, 공시 전에는 부인공시의 누적평균 초과수익률(CAR)이 현저히 커서, 전체적으로는 부인공시의 누적평균 초과수익률(CAR)이 크다(평균의 차이에 대한 t-통계치=2.5213, 통계적 유의도 ($\alpha=0.0137$)).

11) 자세한 내용은 '각주 5'를 참조. 인수설의 경우에는 검토 후 부인이 4건, 확인이 3건, 그리고 계속 검토가 1건이었다.

한편 <그림2>에서 검토 중 공시와 확인 공시의 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화가 공시 전에 유사한 모습을 보이는 것을 관찰할 수 있다(평균의 차이에 대한 t-통계치=1.338, 통계적 유의도 (α)=0.1809). 이것은 검토 중 공시를 내는 기업들과 확인 공시를 내는 기업들이 부인공시를 내는 기업들에 비해서 M&A에 관해서 공통적인 면이 많기 때문일 것으로 풀이된다. 예를 들면 검토 중 공시를 내는 기업들이 확인 공시를 내는 기업들의 경우와 마찬가지로 인수·합병가능성에 대한 의외성이 부인공시를 내는 기업들보다 적다든지 혹은 다른 이유 등으로 인해서 음성적인 내부자 정보나 풍문의 정도가 상대적으로 약해서 라는 해석이 가능하다.

(3) 조회공시의 추이에 따른 정보전달 효과

조회공시를 일차한 후에라도 해당 기업은 상황의 추이에 따라 재차 조회공시를 하게 되는데, 본 연구의 경우에 표본의 수가 한정되어 합병설에 대하여만 추이분석을 할 수 있었다(<표1참조>). 부인공시 후 재 부인의 경우와 검토 중 공시 후 부인의 경우에 대한 일별평균 초과수익률(AR)과 그에 따른 t값, 그리고 누적평균 초과수익률(CAR)을 구하여, 그 결과를 <표4>에 정리하고 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화를 <그림3>에 일반적인 부인과 검토 중 공시의 경우와 대비하여 나타내었다 무엇보다도 그래프상 공시일을 중심으로 한 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화에 있어서 일반적인 경우와 추후에 따르는 부인공시의 특성이 미리 어우러지면서 유의적인 대조를 보이는 게 주목된다.

세부적으로 먼저 합병설에 대한 부인공시 후에 재차 부인공시가 난 경우를 <표4>를 통해서 보면 <표2; Panel A.>의 결과와는 상당히 다른 양상을 띄고 있음을 알 수 있다. 즉, 재차 부인공시가 나는 경우도 공시 전에 주가가 급격한 상승을 보이지만 일반적인 합병설 부인의 경우와는 달리 통계적으로 유의할 만한 초과수익률이 공시일 주변에 형성되지 않는다는 점이다. 또한 <그림3>을 보면 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화에 있어서 공시 전에는 단순한 부인공시와 별 차이가 없으나 공시 후에는 V자형을 그리면서 기존 부인공시의 수익률 형태와는 차별화 됨을 알 수 있다(평균의 차이에 대한 t-통계치=9.4635, 통계적 유의도 (α)=0.0001).

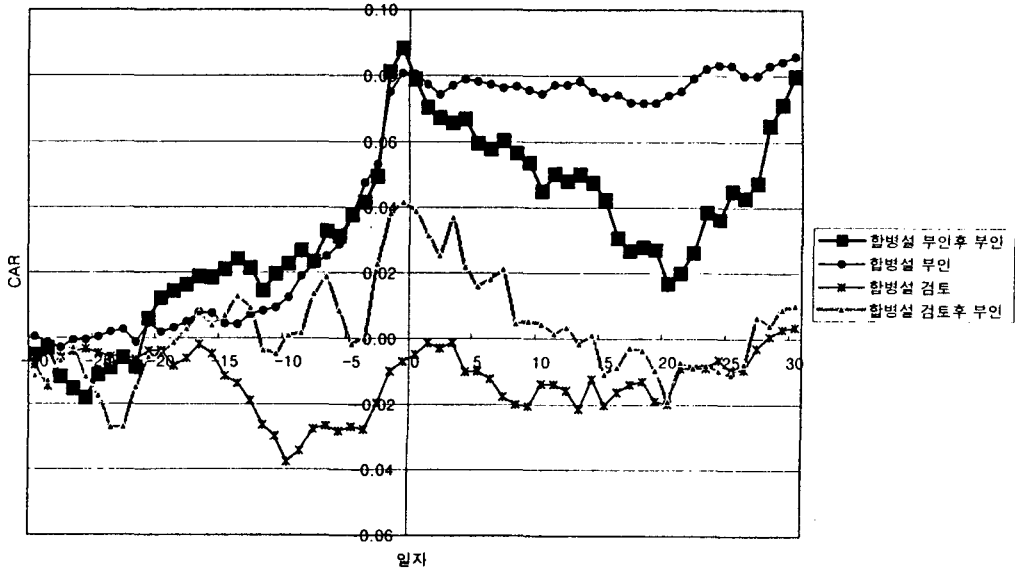
12) 이와 관련하여 검토공시 후 부인이나 확인공시가 이루어 졌을 때 재공시일을 중심으로 누적평균 초과수익률(CAR)의 변화를 관찰하여 순수한 부인이나 확인공시와 비교·분석해 보는 것도 의미 있는데 이는 향후의 연구과제로 남긴다.

<표 4> 합병설 조희 공시일 전후의 표본별 초과 수익률

일지	합병설 검토후 부인			합병설 부인후 부인		
	AR	t값	CAR	AR	t값	CAR
-30	-0.011158	-1.3288	-0.011158	-0.004866	-0.8043	-0.004866
-29	-0.001582	-0.2367	-0.012741	0.001889	0.3225	-0.002977
-28	0.006097	1.1330	-0.006644	-0.008654	-1.3061	-0.011630
-27	0.003993	0.7366	-0.002651	-0.003603	-0.7042	-0.015233
-26	-0.008868	-1.3042	-0.011519	-0.002882	-0.4359	-0.018114
-25	-0.005742	-1.3921	-0.017261	0.007024	0.9415	-0.011091
-24	-0.009794	-1.9209 *	-0.027055	0.002219	0.4429	-0.008871
-23	0.000163	0.0193	-0.026891	0.003058	0.5701	-0.005814
-22	0.012191	1.5430	-0.014700	-0.002863	-0.5098	-0.008677
-21	0.009154	1.0394	-0.005546	0.014775	2.3996 **	0.006098
-20	0.000881	0.1127	-0.004666	0.006258	1.0041	0.012356
-19	0.003483	0.4108	-0.001182	0.002113	0.3827	0.014469
-18	0.004299	0.5296	0.003117	0.001937	0.3323	0.016406
-17	0.004740	0.6797	0.007857	0.002470	0.3589	0.018876
-16	-0.003631	-0.3570	0.004226	-0.000263	-0.0340	0.018612
-15	0.002944	0.3428	0.007170	0.002499	0.4939	0.021111
-14	0.005778	0.6638	0.012948	0.003156	0.4059	0.024267
-13	-0.003506	-0.4415	0.009442	-0.002752	-0.3562	0.021515
-12	-0.012864	-1.7494	-0.003422	-0.006928	-1.0269	0.014587
-11	-0.001023	-0.1457	-0.004444	0.005146	0.7373	0.019733
-10	0.005449	0.8362	0.001004	0.003036	0.5065	0.022768
-9	0.000875	0.0793	0.001879	0.004132	0.7190	0.026901
-8	0.011892	1.2750	0.013771	-0.003329	-0.6226	0.023572
-7	0.005171	0.7644	0.018942	0.009276	1.7682 *	0.032848
-6	-0.010254	-2.2834 **	0.008689	-0.001549	-0.3067	0.031299
-5	-0.010310	-1.3169	-0.001621	0.006429	1.3233	0.037727
-4	0.001707	0.2602	0.000086	0.003952	0.6358	0.041680
-3	0.022672	2.7002 **	0.022758	0.007795	1.1327	0.049475
-2	0.015583	1.8613 *	0.038341	0.031689	5.1243 ***	0.081163
-1	0.003386	0.3570	0.041727	0.007152	1.0810	0.088316
0	-0.002699	-0.4813	0.039028	-0.009341	-1.6210	0.078974
1	-0.007439	-0.6239	0.031589	-0.008506	-1.4093	0.070469
2	-0.006094	-0.6806	0.025495	-0.003130	-0.4794	0.067338
3	0.011647	1.2028	0.037142	-0.001608	-0.4007	0.065730
4	-0.015246	-2.1223 *	0.021896	0.001221	0.2241	0.066951
5	-0.005809	-1.0421	0.016087	-0.007351	-1.2429	0.059600
6	0.002189	0.3593	0.018276	-0.001636	-0.2890	0.057965
7	0.003035	0.4323	0.021311	0.002431	0.5759	0.060396
8	-0.016389	-2.5815 **	0.004922	-0.003730	-0.7407	0.056665
9	0.000653	0.1322	0.005575	-0.002959	-0.5306	0.053706
10	-0.000890	-0.1336	0.004685	-0.008669	-1.7170	0.045037
11	-0.003016	-0.4481	0.001669	0.005217	1.0544	0.050254
12	0.002030	0.2329	0.003699	-0.002178	-0.3640	0.048075
13	-0.005137	-0.5734	-0.001438	0.002034	0.3505	0.050109
14	0.002718	0.2760	0.001280	-0.002503	-0.4550	0.047606
15	-0.011816	-2.2030 *	-0.010536	-0.005124	-0.9330	0.042482
16	0.001979	0.1674	-0.008557	-0.011677	-1.9142 *	0.030805
17	0.005970	0.8574	-0.002587	-0.003903	-0.7832	0.026902
18	-0.000800	-0.1484	-0.003387	0.001167	0.1776	0.028070
19	-0.006045	-0.5726	-0.009432	-0.000843	-0.1856	0.027226
20	-0.009349	-1.2866	-0.018782	-0.010316	-2.4213 **	0.016911
21	0.011732	1.7819	-0.007049	0.003142	0.6360	0.020053
22	-0.001705	-0.2085	-0.008754	0.006313	1.0473	0.026366
23	0.000813	0.1148	-0.007941	0.012327	1.9543 *	0.038693
24	-0.001622	-0.2245	-0.009563	-0.002247	-0.3382	0.036446
25	-0.001211	-0.1467	-0.010774	0.008526	1.5071	0.044972
26	0.003252	0.3627	-0.007522	-0.002075	-0.3661	0.042897
27	0.014262	1.8890 *	0.006741	0.004553	0.6031	0.047449
28	-0.002424	-0.3906	0.004317	0.017529	2.5474 **	0.064978
29	0.004760	0.7226	0.009076	0.006301	0.8084	0.071279
30	0.001249	0.1216	0.010325	0.008584	1.5278	0.079863

* 통계적으로 10%수준에서 유의적임.
 ** 통계적으로 5%수준에서 유의적임.
 *** 통계적으로 1%수준에서 유의적임.

<그림 3> 합병설에 대한 조회공시의 표본별 CAR



부인공시 후 주가가 일차 하락하는 모습은($t=+20$ 에 누적평균 초과수익률(CAR)이 최저점 1.69%를 기록하고 일별평균 초과수익률(AR)도 -1.03%로 5%수준에서 통계적으로 유의), <그림2>에서 처럼 공시 후 누적평균 초과수익률(CAR)이 계속 상승한 확인공시의 경우와 일맥 상통하는 듯하다. 즉, 단순 부인공시와는 달리 재차 부인공시가 연결되는 경우에는 사실무근이라는 부인공시 자체의 내용이 시장에 잘 전달되는 듯해서 일단은 정보의 효용성이 돋보인다.¹³⁾ 그러나, 그 뒤 주가가 다시 회복되어 $t=+30$ 에 누적평균 초과수익률(CAR)이 7.9863%가 되어 기존 결과(<표2; Panel A>에서 $t=+30$ 에 부인공시의 누적평균 초과수익률(CAR)은 8.5814%)와 별 차이가 없게 되는 것은 일차 부인 조회공시 후에도 해당 기업이 계속 근거 없는 소문에 휩싸이게 되면서 공시의 사실보다는 음성적인 풍문에 의하여 주가가 추가적으로 상승하는 부인공시 자체의 특성과 관련 지을 수 있다.

그리고 검토 후에 재차 부인공시가 나는 경우도 <그림3>에서 보듯이 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화가 일반적인 검토 중 공시의 경우와 구별된다(평균

13) 그런데, 재공시가 여러 번(본 연구의 경우, 최대 5번)에 걸쳐서 나오는데 첫번째 재공시까지의 평균 경과일이 75일 정도 되고(가장 빨랐던 경우가 33일 후이고 가장 늦은 경우는 148일 후이다), 두 번째 재공시는 161일 정도에 이르며 부인 후에 다시 확인했다가 또다시 반복하는 경우도 있어 최초의 조회공시 후 30일 동안의 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화에 이러한 내용이 미리 반영된다고 보기에는 무리가 있다.

의 차이에 대한 t -통계치=6.7776, 통계적 유의도 ($\alpha=0.0001$). 당장 부인공시로 연결되는 상황이 아니어서 공시 전 주가 상승도가 부인공시의 경우에는 미치지 못하지만 단순 검토 중 공시의 경우보다는 강하여 공시 전에 비교적 통계적으로도 유의한 초과수익률(AR)이 형성되었다. 또한 공시일 당일에는 누적평균 초과수익률(CAR)이 단순 검토 중 공시와 비교하여 4.38%나 차이가 났는데(최고치는 $t=-1$ 에 차이가 4.87%였다), 이는 추후에 부인공시가 결과적으로 따르는 상황에서 부인공시의 특성에 기인한 주가의 상승이라고 해석되어 진다.

한편 검토 후 부인공시가 재차 나오기까지는 이 연구 표본의 경우에 147일이나 소요되는 이유 등으로 누적평균 초과수익률(CAR)의 차이가 다시 점차 감소하여 $t=+10$ 에 이르러 그 차이가 2%이하로 축소되는 것은 검토 중 공시자체의 특성이라 할 수 있다. 그리하여 합병설에 대한 검토 후 부인공시의 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화를 살펴볼 때 검토 중 공시의 특성과 부인공시의 특성이 함께 어우러짐을 관찰할 수 있다.¹⁴⁾

3. 조회공시와 투자전략: 일반 투자자들의 관점

조회공시 유형별로 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화를 분석(종합해 볼 때 기업의 인수·합병(M&A)에 대한 소문이 시장에 음성적으로 생성이 되면 공시의 적시성 여부 차원이 아니라 소문의 진위 자체가 공시 훨씬 전에 미리 구별되어 지는 듯한 양상을 보인다. 특히 검토 중 공시의 경우를 보면 누적평균 초과수익률(CAR)이 사건연구 전체 61일 동안 다른 공시들보다 현저히 낮을 뿐 아니라 그 차이가 공시 전($t=-30$ 에서 $t=-1$)에도 확연하다. 또한 M&A에 대한 조회공시 후에는 부인공시의 정보전달 효과가 최소한 공시 후 30일까지 발견되지 않고 확인공시 후 주가가 추가적으로 상승할(혹은 최소한 하락하지 않을) 가능성이 상존하는 상황으로 요약된다.

이러한 현상들을 종합해 볼 때 M&A와 관련한 풍문·설이 증권가에 유포되면 해당 기업의 주식을 보유하고 있다가 조회공시가 난 직후에 투자의사결정을 해도 뚜렷한 주가의 역전현상이(즉, 올랐던 주가가 하락하는) 나타나지 않을 것으로 판단된다. 이는 조회의 내용이 확인이든 부인이든 관계없이 일별평균 초과수익률(AR)이 통계적으로 별 다른 변화를 보이지 않는 사실과 맥락을 같이 하며 공시화 된 풍문에 대해서는 더 이상

14) 이 분석에는 표본의 수가 10건 밖에 되지 않는 한계점이 있다.

초과수익(혹은 손실)을 기대하기 어렵다는 실무계의 주장을 뒷받침 한다. 한편 <그림1>에서 보듯이 조회 후에 부인공시가 주가에 영향을 미치지 않는 상태에서 피인수설 부인 Portfolio의 누적평균 초과수익률(CAR)이 제일 높고 인수설의 경우가 제일 낮은 것은 Jensen and Ruback(1983)의 결과와 대체적으로 일치하는 것으로 해석이 된다.¹⁵⁾

V. 요약 및 결론

일반 투자자들에 있어서 주가에 영향을 미치는 정보를 신속하고 정확하게 입수·분석하는 것은 매우 중요하다. 한국증권거래소에서는 기업내용공시제도를 실시함으로써 기업경영의 투명성을 제고하여 증권시장을 통한 자원분배의 효율화를 기하고자 한다. 이러한 취지에 부응하여 본 연구에서는 기업의 인수·합병(M&A)과 관련하여 풍문·설이 유포되어 현저한 시황변동이 있을 때 사건연구방법을 사용하여 상장기업이 직접하는 조회공시의 내용을 유형별로 분석하여 공시의 효율성을 검정하였다. 즉, 기업의 조회공시가 확인, 부인, 혹은 검토의 내용으로 시장에 전달되었을 때 공시의 정확성과 효용성(정보전달 효과)을 살펴보고, 공시가 적시성이 있는지를 분석하였다.

조회공시에는 부인공시의 경우가 많고 특히 M&A에 있어서는 부인공시가 절대적으로 많아 이 연구의 주된 연구결과는 부인공시의 특성과 관계되는 한계점이 있으나 본 연구의 실증분석에 따르면 조회공시는 대체적으로 효율적이지 못하다고 결론지을 수 있다. 우선 공시의 적시성에 있어서는 조회 공시일 이전에 통계적으로 유의한 초과수익률(AR)이 급격하게 증가함으로 미루어 증권시장에 풍문이 난무하여 공시가 충분히 신속하지 않았다고 할 수 있다. 이 결과는 그러나, M&A에서 있어서는, 공시 전에 음성적인 내부자 거래에 의해서 주가가 상당히 오른다고 선행연구에서 많이 입증되어 예견할 수 있는 사실이다.

공시의 정확성과 그 효용성 측면에서 보면 부인공시의 결과는 결코 합리적이지 못하다. 부인 이후에 공시를 번복하여 인정 공시를 내는 경우는 거의 없어 부인공시 자

15) Jensen and Ruback(1983)은 성공적인 인수·합병의 경우에 인수기업은 대체로 초과수익을 달성하지 못하고, 피합병 기업은 20%, 피인수 기업은 30%정도의 초과수익을 달성하는 것으로 보고했다. 본 연구에서는 합병과 피합병을 구분하지 않고 사용하는데 이는 본 연구가 참조한 「상장법인공시총람」에서 풍문에 대한 조회공시를 게재할 때 이를 구별하지 않고 사용했기 때문이다. 한편 김규영과 조현상(1996) 그리고 송영균과 주상룡(1997)의 논문에서 지적하였듯이 우리나라에서의 기업합병은 비경쟁적이고 타율적인 합병과 정부주도의 산업정책상 진행되어온 합병들이 주를 이루고 있어 합병의 효과에 대해서 연구결과가 일치하지 않는다.

체는 정확하다고 볼 수 있다. 그래서 M&A라는 호재성 품문에 의해서 주가가 올랐다가 사실 무근이라고 판명이 된 후에는 주가에 필히 반대 급부적인 변화가 따라야 하는데 공시 전에 상승한 주가는 공시 후에도 거의 변화가 없다. 즉, 부인공시는 정확하지만 정보로서의 효용성이 없다. 그 이유가 무엇인지 이 연구에서는 명확히 밝히지 못했다. 공시 그 자체를 투자자들이 자본화(capitalize) 하지 않는지 등의 요인들을 살펴 조회공시의 합리화를 도모하여야 할 것이다.

그런데, 조회공시 유형별로 정보전달 효과는 조금씩 차이가 있어 일반 투자자들에게 투자 전략적으로 시사하는 바가 있다. 확인공시의 경우는 공시 전에는 주가의 상승정도가 미미하지만 공시내용의 확인을 거치면서 꾸준히 상승하므로 제한적이지만 정보의 효용성이 있었다. 한편 검토 중 공시의 누적평균 초과수익률(CAR)은 확인공시나 부인공시의 경우보다 항상 낮게 나타나 증권시장에 퍼져있는 품문이 사실과 거리가 있을수록 관련된 투자자들이 초과수익을 더 높일 수 있다는 비합리적인 주장을 뒷받침한다

부인공시와 관련하여 나타나는 현상이 해당기업의 보편적인 특성과 관련이 있든 아니면 부인이라는 자체의 의미에 원인이 있건 무엇이든지 간에 일차 조회 후에 재공시에서 부인이 되는 경우를 분석해 보았을 때 처음 조회의 경우와 뒤의 부인공시의 특성이 미리 첫 조회 공시일 주변에 어우러지면서 유의적인 대조를 보이는 게 특기할 만하다. 즉, 단순 부인공시와는 달리 재차 부인공시가 연결되는 경우에는 이전에는 발견할 수 없었던 정보의 전달효과가 일차 부인공시 때 보인다. 그리고 검토 후에 부인공시로 연결되는 경우도 공시 전 주가 상승도가 단순 검토 중 공시의 경우보다 훨씬 강하여 검토 중 공시의 특성에 부인공시의 특성이 함께 어우러져 있음을 관찰할 수 있었다. 결론적으로 조회공시 유형별로 정보전달 효과를 살펴 보았을 때 M&A의 품문에 대하여 사실무근이라는 유권해석이 투자자의 초과수익률에 나쁜 방향으로 작용하지 않는다는 것이다.

본 연구에서는 그 동안 거의 논의되지 않았던 조회공시의 효율성과 정보전달 효과를 분석한 첫번째 연구로서 의의가 있다 할 것이나 그 한계가 있음을 부인할 수 없다. 특히 부인공시의 특성과 관련하여 공시일 주변의 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화의 원인을 합리적으로 규명할 수 없었다. 부인공시의 비합리적이고 비경제적인 현상이 M&A와 관련한 조회공시에 국한된 현상인지의 여부는 종합적으로 향후의 연구에서 다루어야 할 것으로 보인다. 따라서 본 연구는 기업의 다른 중요사항에 관한 조회공시에서도 본 연구와 비슷한 결과가 도출된다면 조회공시의 효율성을 높이기 위하여 제도 전반에 대해서 재검토가 이루어져야 한다는 정책적 함의를 제시하고 있다.

참 고 문 헌

- 김규영, 조현상, “한국에서의 기업합병에 관한 실증적 연구,” 증권 학회지, 제19집, 1996, 1-26.
- 김민조, 정형찬, “특허출원의 공시와 주식가치,” 재무관리연구, 제20권 제2호, 1995, 12, 121-142.
- 김찬웅, 김경원, “사건연구에서의 주식성과 측정,” 증권 학회지, 제20집, 1997, 301-327. 「상장법인공시총람」, 한국증권거래소, 1994-96.
- 송영균, 주상룡, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구,” 증권 학회지, 제20집, 1997, 71-99.
- 임용기, “우리나라 주식시장의 효율성에 관한 소고:과거 국내 논문을 중심으로,” 산업 과 경영, 제20권 제1호, 1983, (Yonsei Business Review 20-1, March 1983), 55-71.
- 정형찬, “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안,” 재무관리연구, 제14권, 2 호, 1997년 10월, 273-312.
- Brown, S.J., and Warner, J.B., “Measuring Security Price Performance,” Journal of Financial Economics 8, 1980, pp. 205-258.
- _____, “Using Daily Stock Returns,” Journal of Financial Economics 14, 1985, pp. 3-31.
- Jensen, Michael C. and Richard S. Ruback, “The Market For Corporate Control: The Scientific Evidence,” Journal of Financial Economics 11, (April 1983), 5-50.
- Fama, E., “Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work,” Journal of Finance, 1970, pp.383-417.
- Keown, A.J. and J.M. Pinkerton, “Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation,” Journal of Finance 36, 1981, 855-867.
- Meulbroek, L.K., “An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading,” Journal of Finance 47, 1992, 1661-1700.
- Scholes, M. and J. Williams, “Estimating Betas from Nonsynchronous Data,” Journal of Financial Economics 5, December 1977, pp.309-327.