

# 증권거래법 개정과 합병공시효과

장봉규\* · 정두식\*\*

## 〈요 약〉

본 연구는 합병제의 기업의 합병공시에 대한 반응과 증권거래법 개정이 합병공시효과에 미치는 영향을 검증하고자 연구대상기간을 법개정 전·후로 나누어 그 성과차이를 분석하였다. 이를 분석하기 위해서 자본자유화가 본격적으로 허용된 1992년 1월부터 개정된 증권거래법이 시행되기 이전인 1998년 4월 1일까지를 법개정 이전, 1998년 4월 1일부터 2002년 12월 31일까지를 법개정 이후 기간으로 나누어 합병공시효과에 유의적인 차이가 있는지를 분석하였다. 연구방법은 한국의 주가가 업종중심으로 움직이는 특성을 감안하여 업종조정모형과 종합지수와 차이를 분석하기 위해 시장조정모형을 동시에 사용하였다.

연구결과를 요약하면 합병제의기업은 합병공시로 인하여 초과수익률을 얻는 것으로 나타났으며, 합병형태별 분석에서도 각 항목별로 유의적인 초과수익률을 얻는 것으로 분석되었다. 또한 증권거래법 개정이 합병공시에 어떤 영향을 미칠 것인가를 분석한 결과는 합병기업 전체표본의 분석 결과와 마찬가지로 세분화 시킨 항목별 분석에서도 법개정 이전 보다 법개정 이후가 유의적(1% 유의수준)인 초과수익률(3~4%)이 나타났고, 합병공시에 영향을 미치는 요인분석을 위한 회귀분석에서도 법개정이 가장 큰 영향요인으로 나타나 본 연구에서 제기하였던 증권거래법 개정이 합병공시에 영향을 미쳤다는 사실을 확인할 수 있었다.

주제어 : M&A(인수·합병), 증권거래법, 합병공시효과, 정보·신호효과, 누적초과수익률

## I. 서 론

한국경제가 글로벌화 되면서 금융의 국제화(1992년 금융시장개방 : 자본자유화 1단계)등 금융환경변화에 따라 증권발행유통제도 및 기업매수합병제도를 선진화하여 기업들의 국제경쟁력을 확보하기 위해 1998년 4월 1일부터 기업합병과 인수(mergers and acquisitions : 이하 M&A라 칭함)에 대한 제한규정인 증권거래법 제21조 제2항의 의무

논문접수일 : 2003년 3월 9일

논문게재확정일 : 2004년 6월 15일

\* 경상대학교 경영대학 교수

\*\* 진주산업대학교 외래교수

\*\*\* 본 연구는 2004년도 경상대학교 경영경제연구센터 세미나에서 발표한 논문임. 이 발표 및 심사과정에서 유익한 조언을 주신 분들께 감사드립니다.

공개매수제도와 증권거래법 제200조의 상장주식대량소유제한제도를 폐지하였다. 이로 인하여 일반인뿐만 아니라 외국인들까지도 포항제철·한국전력·한국가스공사·한국통신 등 공공법인의 성격을 지닌 기업들을 제외하고는 한국의 우량기업주식을 50%이상 매입할 수 있게 되었고, 적대적 M&A도 전면적으로 허용되면서 M&A 시장에 큰 변화가 발생하였다.

1997년 IMF 외환위기 이전까지 우리나라의 M&A 시장은 정부에 의해 이루어지면서 타율적이고 비공개적으로 진행된 경우가 많았다. 이와 같은 정부가 주도한 거래형태는 시장원리에 따라 거래가 성사되는 외국의 M&A 시장과는 크게 달랐다. 그러나 개정된 증권거래법이 발효되면서 1998년 4월 1일 이후의 M&A 활동은 개방적이고 경쟁적인 시장에서 이루어지게 되었으며, M&A 시장의 자율성과 국제화가 진행되는 등의 변화가 일어나고 있어 증권거래법 개정이 국내 자본시장의 활성화에 크게 기여할 것으로 판단된다.

따라서 본 연구는 합병제외기업의 주가가 M&A 공시에 어떤 반응을 보이는지 합병공시일 효과와 증권거래법 개정 전·후의 성과차이에 대해 실증분석을 해보고자 한다. 이를 분석하기 위해서 그동안 많은 연구가 이루어져 왔던 1980년대는 제외하고, 분석 가능한 사례가 충분한 1990년대를 중심으로 자본자유화가 본격적으로 허용된 1992년부터 개정된 증권거래법 제200조가 시행되기 이전인 1998년 4월 1일까지를 법개정 이전, 1998년 4월 1일부터 2002년 12월 31일까지를 법개정 이후 기간으로 나누어 합병공시효과에 유의적인 차이가 있는지를 분석하고자 한다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 증권거래법 개정이 합병공시에 어떤 영향을 미칠 것인가를 분석한 결과는 세분화한 항목별 분석 결과도 법개정 이전보다 법개정 이후가 유의적(1% 유의수준)인 초과수익률(3~4%)이 나타나고 있고, 회귀분석에서도 증권거래법 개정이 가장 큰 영향요인으로 나타나 본 연구에서 제기하였던 증권거래법 개정이 합병공시에 영향을 미칠 것이라는 주장을 뒷받침 해주고 있다.

본 논문은 총 5장으로 구성되어 있다. II장에서는 M&A 및 그 공시효과에 대한 이론적인 배경과 선행연구들을 살펴보고, III장에서는 분석에 사용된 자료와 연구방법을 설명하고 IV장에서는 실증분석과 연구결과를 검토한다. 마지막 V장은 본 연구를 요약하며 결론을 제시한다.

## Ⅱ. 이론적 배경과 기존의 연구사례

### 1. 이론적 배경

기업합병에 관련된 이론은 크게 규모극대화이론과 가치극대화이론으로 나눌 수 있다. 우선 규모극대화 이론을 살펴보면 기업규모의 확대가 자기의 보수, 승진 등과 연결되어 있어 사업을 가능한 확장하려는 성향을 소유하고 있음에 따라 기업합병이 발생하게 된다는 이론으로 관련 주요이론을 살펴보면, Reid(1968)와 Mueller(1969)의 경영자주의 이론(managerialism theory), Jensen and Meckling(1976)의 대리인 이론(agency theory), 잉여현금흐름이론(free cash flow theory), Roll(1986)의 자존심 가설(hubris hypothesis) 등이 있다.<sup>1)</sup>

한편 가치극대화이론에 의하면 기업합병으로 인하여 전체적으로 정(+의 경제적 이득을 얻을 수 있을 것으로 기대하며, 기업합병으로 인한 경제적 이득은 합병시장의 경쟁정도에 따라 합병기업, 또는 피합병기업 주주들에게 배분되는 것으로 기대한다.<sup>2)</sup>

가치극대화이론의 주요 이론들 중에서 합병의 공시효과에 관련된 이론들을 요약해보면 차별적 효율성이론으로 효율적 경영을 하는 회사가 이보다 효율성의 정도가 낮은 기업을 합병 및 인수하여 대상기업의 잠재력을 최대한 끌어 올려줌으로서 효율성을 높일 수 있다는 것이다. 이 효율성이론을 경영시너지가설(managerial synergy hypothesis)이라 부르기도 한다. 또한 합병에 의해 기업규모가 대형화되거나 기업자원 사용의 집중력이 커지면 시장에서의 지배력 증가, 신시장 참여시간의 단축, 기존 참가기업에 의한 진입장벽 마찰의 경감 등을 가져올 수 있기 때문에 주가의 상승효과를 가져올 수 있다는 시장지배력 이론으로(Copeland and Weston, 1988: 688-689) 규모의 경제 및 수직적 합병을 설명해 줄 수 있다.

그리고 합병공시효과를 가장 잘 설명해주는 이론으로 정보효과 및 신호이론(in-

1) 경영자주의 이론은 소유와 경영이 분리된 기업의 경영자들이 자신이 경영하는 기업 규모의 극대화를 추구하기 위하여 기업합병이 발생한다는 것이며, 대리인 이론은 대리문제를 해결하기 위한 하나의 수단으로서 기업합병이 이용된다는 이론이고, 잉여현금흐름이론은 잉여현금을 처분하는 수단으로서 기업합병을 선택하게 된다는 이론이다. 이 밖에 자존심 가설은 경영자들의 지나친 자존심 즉 Hubris 때문에 합병기회를 포착하는데 있어 지나치게 낙관적으로 보는 실수를 범한다는 가설이다.

2) 시너지효과를 강조한 이 이론에 의하면 합병의 동기에는 경제적 동기와 재무적 동기로 나눌 수 있는데, 경제적 동기는 영업상의 통합효과에서 비롯되는 판매시너지 효과, 생산시너지 효과, 투자시너지 효과, 관리시너지 효과 등이고, 재무적 동기는 재무적 통합에서 야기되는 위험분산효과, 공동보험효과, 회계적 이익효과, 세제효과, 재무구조개선효과 등이다.

formation hypothesis and signaling theory)을 들 수 있는데 정보효과이론은 합병협상, 공개매수과정 또는 합병투자 계획기간에서 생성되는 새로운 정보 때문에 기업가치에 대한 재평가가 이루어진다는 이론이다(Dodd and Ruback, 1977). 이 이론의 중요한 변형은 신호이론으로 이 신호이론에 따르면 합병제의기업이 다른 기업의 보통주를 사들일 때 이것은 인수대상기업이나 기타 기업들에게 그 기업이 조만간 인수될 것이며 따라서 주가가 상승할 것이라는 하나의 신호로 받아들여 질 수 있게 된다는 것이다. 이 밖에 기업이 합병을 통하여 경영의 다각화가 달성되면 공동보험효과를 갖게 된다는 것이 공동보험효과 이론(co-insurance effect theory)이며, 세금을 절감할 목적으로 타 기업을 인수한다는 세금효과이론(tax considerations) 등이 있다.

한편 합병공시효과에 대한 연구방법은 크게 주가자료에 의한 분석 방법과 회계자료에 의한 분석 방법의 두 가지로 나누어진다. 주가자료에 의한 분석방법에 의하면 합병기업의 합병공시효과에 관한 시장성과는 합병공시일을 기점으로 합병기업들의 초과수익률에 의해 측정된다. 사건연구 방법론에서 단기의 초과수익률을 산정하는 방식에는 단위기간 초과수익률(일별 혹은 월별초과수익률)의 누적 여부와 벤치마크 포트폴리오의 유형에 따라 여러 가지 접근방법이 있다. 우선 초과수익률을 계산할 때에 어떤 벤치마크 포트폴리오를 사용할 것인지에 따라 3가지 접근 방식이 있다.<sup>3)</sup>

회계자료를 이용하여 기업합병 및 인수의 효과를 분석하기 위해서 인수기업집단과 통제기업집단의 연도별 평균재무비율을 계산한 후, 기업합병 및 인수 전후로 구분하여 각 재무비율의 변화에 의해 경영성적을 분석하는 방법도 있다.

## 2. 합병공시 효과에 관한 사례연구

우리나라의 합병사례를 대상으로 합병공시효과를 연구한 결과, 정(+의 초과수익률을 보고한 최근의 사례로는 표본을 재벌기업과 비재벌기업으로 분류한 강준구 외(2001), 합병공시에 따른 주주부의 변화를 설명해 주는 요인을 실증적으로 분석한 김희석(2002), 금융기관의 합병사례를 연구한 이원복(2002), M&A 효과를 검정하기 위해 잉여현금흐름분석 방법을 사용한 송영균 외(1997) 등을 들 수 있으며, 부(-의 초과수익률을 제시한 연구사례로는 윤평구 외(1995)와 증권시장개방효과를 검정한 김위생 외(2000) 등이 있다. 이와 같은 선행연구들은 위 <표 1>에 요약 정리하였다.

3) 참고 포트폴리오 접근법(reference portfolio approach), 통제기업 접근법(control firm approach), 파머와 프렌치의 3요인 모형(three-factor model) 등이 그것이다.

<표 1> 합병공시효과에 관한 주요 선행연구의 결과

연구자	연구대상기간	누적기간(일)	공시효과	비고
장영광(1985)	'79. 1 ~ '83. 12	(-30, 0)	정(+)	
이석규(1989)	'80. 1 ~ '88. 7	(-8주, 0)	정(+)	
나영호(1994)	'80. 1 ~ '93. 12	(-9, 0)	정(+)	
윤평구 외(1995)	'83. 1 ~ '93. 12	(-52, 0)	부(-)	
송영균 외(1997)	'81. 1 ~ '90. 12	(-1, +1)	정(+)	cashflow 분석 방법사용
김위생 외(2000)	'80. 1 ~ '97. 12	(-30, +10)	부(-)	증권시장개방효과 분석
강준구 외(2001)	'81. 1 ~ '97. 12	(-10, +10)	정(+)	계열합병과 비계열합병 분석
김희석(2002)	'81. 1 ~ '00. 12	(-10, +1)	정(+)	합병공시의 영향요인 분석
이원복(2002)	'98. 1 ~ '01. 12	(-249, +10)	정(+)	금융기관 실증분석

한편 합병공시효과에 관한 미국의 선행 연구결과를 살펴보면 한국과는 달리 합병공시효과가 그다지 크지 않은 것으로 나타나고 있다. 연구결과 정(+)의 초과수익률이 발생하더라도 비유의적인 낮은 초과수익률을 보이고 있다. 합병공시효과를 연구한 대표적인 사례로는 일별 주가수익률과 시장모형을 이용하여 합병공시일 전·후의 합병공시효과를 분석한 Dodd(1980), 합병기업과 피합병기업의 초과수익률 발생여부를 검증하기 위하여 1962년부터 1976년까지의 합병기업을 대상으로 일별주가수익률을 이용하여 잔차분석을 실시한 Asquith(1983), 합병공시일 전·후 뿐만 아니라 독점규제가 공고되었을 때 경쟁기업의 주가를 분석하였던 Eckbo(1983), Asquith, Bruner and Mullins(1983) 등이 있다.

Servaes(1991)는 공개매수 뿐만 아니라 Tobin's Q와 주주의 부와의 관계가 합병의 경우에도 성립함을 보였고, Tobin's Q가 주주의 부를 유효하게 설명해 줄 수 있는 경영성과의 대응변수임을 증명하였다. 한편 Maksimovic et al.(2001)은 최근 들어 미국에서 M&A 활동이 증가되고 있는 추세이며, M&A가 매매 당사자들의 효율적인 의사결정에 따라 이루어지고 있어 자원의 효율적 재분배와 이익극대화를 통한 기업가치 극대화라는 기업경영의 기본목표를 성공적으로 달성하고 있음을 보여주고 있다.

### Ⅲ. 연구모형

#### 1. 가설 설정

##### 1) 일반적인 합병공시효과 분석을 위한 가설

앞서 살펴보았던 이론들을 종합해보면 합병공시효과를 가장 잘 설명해주는 이론으로

효율성 이론(efficiency theory)과 정보효과 및 신호이론(information hypothesis and signaling theory)을 들 수 있는데, 이중에서도 정보효과이론은 합병협상, 공개매수과정 또는 합병투자 계획기간에서 생성되는 새로운 정보 때문에 기업가치에 대한 재평가가 이루어지게 되어 주가가 상승하게 된다는 이론이다. 그리고 신호이론에 따르면 인수제 의기업이 다른 기업의 보통주를 사들일 때 이것은 인수대상기업이나 기타 기업들에게 그 기업이 조만간 인수될 것이며 따라서 주가가 상승할 것이라는 하나의 신호로 받아들여짐으로서 합병공시에 영향을 미치게 된다는 것이다. 따라서 본 연구는 자본자유화가 최초로 시작된 시점(1992)부터 M&A 시장의 자율화 후에는 합병공시효과가 어떤 결과를 나타내는가를 검정해보고자 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1 : 합병기업은 합병공시로 인하여 초과수익을 올릴 수 없다.

기존의 연구결과에 의하면 합병기업은 합병의 형태에 따라 관련합병과 비관련합병으로 구분되는데, 어느 쪽이 주주부에 더 기여할 것인가에 대해 이론적으로나 실증적으로 상반된 주장이 제시되고 있다.<sup>4)</sup> 우리나라의 경우는 한계기업들이 신사업에 진출하기 위하여 합병을 하는 경우가 많았던 점을 감안하면 비관련합병의 합병효과가 더 클 것으로 예상된다. 이를 검정하기 위해 가설 2를 설정하였다.

또 김희석(1990), 강준구(1998) 등의 연구결과에 의하면 우리나라에서는 합병당사기업들의 계열·비계열의 여부가 기업이나 합병대상 기업의 주주부의 변화차이를 잘 설명해주는 변수가 된다는 사실을 실증분석을 통하여 발견하였다.<sup>5)</sup> 본 연구에서는 동일기업 계열내의 합병은 계열기업합병으로, 그 외의 합병은 비계열간의 합병으로 분류하여 이를 검정하고자 가설 3을 설정하였다.

대기업이 소기업을 합병하게 되면 합병기업의 주가에는 큰 변동이 없으며, 소기업이 대기업을 합병하거나 소기업끼리 합병하는 경우에 합병제외기업 주주에게 정(+)<sup>6)</sup>의 효과(강준구, 1998 ; 김위생 외, 2000)가 있는 것으로 알려져 있다. 우리나라의 기업들이

4) Larcker(1983)와 Morck, Shleifer and Vishny(1990) 등은 합병제의 기업의 경영자가 자신의 통제아래에 있는 자산을 확대하거나 자신의 위험분산을 위해 비관련합병을 추구하게 되므로 관련합병이 주주부에 정(+)<sup>6)</sup>의 효과를 가져다주는 것으로 실증분석결과를 제시하고 있으며, Stoughton(1988), Aron(1988) 등은 비관련합병이 주주부에 정(+)<sup>6)</sup>의 효과를 준다는 연구결과를 제시하였다.

5) Slovin and Sushka(1998)는 모회사와 자회사간의 합병일 경우 두 회사 모두에서 정(+)<sup>6)</sup>의 초과수익률이 발생한다고 제시하였다. 이들에 의하면 계열기업간 혹은 모회사와 자회사간의 합병을 통하여 재무적인 어려움에 처해 있는 계열기업을 구제하거나 쉽게 지원을 할 수 있고, 절차면에서 간단하며, 불확실성을 줄일 수 있고, 큰 저항 없이 합병이 가능할 뿐만 아니라 기업의 내용을 누구보다도 잘 알고 있으므로 시너지효과가 극대화될 수 있어 계열기업간의 합병으로 초과수익이 발생한다고 주장하고 있다.

기업규모확대전략의 일환으로 M&A를 추구해왔기 때문에 규모가 작은 기업이 규모가 큰 기업을 인수할 경우에 합병효과가 클 것으로 판단된다. 이를 검정하고자 가설 4를 설정하였다.

일반적으로 합병공시시점의 주식시장이 강세장이면 투자자들의 미래예측이 보다 낙관적임으로 호황시의 합병공시는 하나의 재료로 인식되어 합병공시에 반응을 할 것으로 예상되어 이를 검정하고자 가설 5를 설정하였다.

가설 2 : 관련합병과 비관련합병은 수익률에서 차이가 없을 것이다.

가설 3 : 계열기업의 합병과 비계열기업의 합병은 수익률에서 차이가 없을 것이다.

가설 4 : 대형주와 소형주간의 차이는 수익률에 영향을 미치지 않을 것이다.

가설 5 : 호황과 불황의 시장상황은 수익률에 영향을 미치지 못할 것이다.

## 2) 증권거래법의 개정이 합병공시에 미치는 효과 가설

정부는 1997년 1월 13일 “금융의 국제화 등 금융환경변화에 따라 증권발행·유통제도 및 기업매수·합병제도를 선진화하여 증권시장의 시장기능을 활성화하고 증권업무 집행과정의 객관성을 높이며, 기업의 투명성을 높이기 위해”<sup>6)</sup> 증권거래법의 일부를 개정하였다. 이어서 1998년 2월 24일 “대주주중심의 기업지배구조를 개선하고 자율적인 기업간 인수·합병의 필요성이 증대함에 따라 소수주주권을 강화하고 의무공개매수제도를 폐지(법 제21조 제2항)함으로써 기업경영의 투명성을 제고하고 기업의 구조조정을 지원”<sup>7)</sup>하려는 취지에서 또다시 증권거래법의 일부를 개정하였다. 법개정 내용 중에서 가장 중요한 것은 증권거래법 제200조에 규정된 일반 상장법인의 주식소유한도의 폐지인데, 내국인 뿐만아니라 외국인에게도 종목당 주식투자한도를 50% 이상으로 확대하며, 외국기업의 부실 대기업에 대한 적대적 M&A를 원칙적으로 허용하여 강제공개매수의무조건(발행주식 25% 이상을 취득할 때 전체의 “50%+1주”매입)을 완화하여 부실상장기업 등을 인수할 경우(33% 이상을 취득할 때) “35%+1주”만 매입하면 되도록 하는 등의 M&A 활성화조치를 발표했다. 이 법은 원래 상장 당시부터 10% 이상을 보유하고 있던 대주주를 제외한 타인이 10% 이상의 주식을 비밀리에 매집하는 것을 방지하던 제도이었다. 또한 기업의 경영권방어 수단을 확충하기 위하여 상장기업이 자기주식을 취득할 수 있는 한도를 발행주식 총수의 100분의 10에서 3분의 1로 확대

6) 증권거래법 일부개정 법률 제5254호

7) 증권거래법 일부개정 법률 제5521호

(법 제189조의 2)하는 개정법이 시행됨으로써 M&A 시장은 엄청난 변화의 소용돌이에 휘말리게 된 것이다.

사실 이 법이 개정되기 전까지 우리나라의 M&A 시장은 정부주도로 부실기업을 정리하기 위한 수단정도로 여겨져 왔었고, 증권거래법 개정 이전인 1997년까지 우리나라의 M&A 시장은 정부에 의해 이루어지면서 타율적이고 비공개적으로 진행된 경우가 많았다. 하지만 자본자유화 등의 여러 가지 여건들이 변화되면서 M&A 시장을 활성화시켜 국내외의 자본가들이 손쉽게 국내기업에 투자할 수 있도록 유도하기 위한 정책방향의 전환이 필요하게 되었던 것이다.

이와 같은 개정법이 1998년 4월 1일부터 시행됨에 따라 이후의 M&A 활동은 개방적이고 경쟁적인 시장에서 이루어지게 되었으므로 한국 M&A 시장의 자율성과 국제화가 진행되어 국내 자본시장의 활성화에 크게 기여할 것으로 판단된다. 이에 따라 증권거래법 개정은 시장에서 자유로운 주식취득으로 경영권을 확보하려는 세력들과 경영권을 보호하려는 지배주주들간의 지분경쟁 격화, 정부의 강제적인 기업합병이 아닌 기업 경영진의 합리적인 판단에 의해 합병을 할 수 있게 됨으로서 우량기업을 M&A 하게 될 것이라는 기대감이 작용하여 합병공시에 큰 영향을 미칠 것으로 판단하였다.

다시 말해, 증권거래법 개정 이후의 M&A는 지분경쟁이거나 우량기업의 인수라고 볼 수 있으므로 이것의 공시효과는 상당히 클 것으로 예상된다. 따라서 법개정을 하나의 사건으로 보고, 이것이 합병공시에 어떤 영향을 미치는가를 분석하기 위해 법개정 이전과 이후를 구분하여 합병기업의 공시효과를 분석하고 그 성과차이를 검정하기 위하여 아래 가설 6을 설정하였다. 또 합병형태와 관련한 공시효과가 증권거래법 개정으로 영향을 받게 되었는지를 검정하기 위하여 가설 7에서 가설 10을 설정하였다.

가설 6 : 증권거래법 개정은 합병공시에 영향을 주지 않을 것이며, 법개정 이전과 이후의 성과차이가 없을 것이다.

가설 7 : 관련합병 공시효과는 증권거래법 개정으로 영향을 받지 않을 것이다.

가설 8 : 계열합병 공시효과는 증권거래법 개정으로 영향을 받지 않을 것이다.

가설 9 : 대형주의 공시효과는 증권거래법 개정으로 영향을 받지 않을 것이다.

가설 10 : 호황합병 공시효과는 증권거래법 개정으로 영향을 받지 않을 것이다.

## 2. 연구방법

앞서 살펴 본 것처럼 주식의 합병공시효과의 시장성과를 측정하는 방법은 다양하지



만 본 연구에서는 합병기업의 단기적인 초과수익률을 측정하기 위해 특정한 사건의 공표일을 중심으로 그 주위의 비정상수익률을 측정하는 가장 일반적인 방법인 FFJR의 잔차분석<sup>8)</sup>을 활용한 주가자료에 의한 분석 방법 중에서 업종조정모형과 시장조정모형을 사용하기로 한다. 공시일의 효과를 검정하기 위하여 사건연구를 이용하여 해당기업 주식의 초과수익률을 이용한다. 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 측정하기 위하여 시장조정모형과 우리나라의 주식시장이 업종별로 움직이는 특성을 고려하여 업종조정모형의 2가지 모형을 사용하였다.

### 1) 초과수익률

합병기업의 초과수익률은 주가자료를 통하여 구할 수 있는데 그 방법은 다음과 같다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

여기서  $AR_{it}$ 는 표본기업  $i$ 의  $t$ 일 초과수익률이며,  $R_{it}$ 는 표본기업  $i$ 의  $t$ 일 수익률을 의미한다.  $R_{mt}$ 는 비교대상기업  $m$ 의  $t$ 일 수익률이다.  $R_{mt}$ 는  $i$ 기업이 속한 업종의 수익률을 이용하여 초과수익률을 계산하는 모형을 업종조정모형이라 하고, 종합주가지수로 계산한 수익률을 이용하는 모형을 시장조정모형이라 한다. 업종조정모형은 우리나라 증권시장의 특성으로서 개별주가가 업종을 중심으로 움직이는 성향을 감안한 것이다. 우리나라 사건연구방법론의 적합성 여부에 관하여 김정원 외(1997), 정형찬(1997) 등이 연구한 결과를 보면 시장조정모형과 시장모형이 모두 우수하고 검정력도 유사한 것으로 나타났고, 특히 김정원 외(1997)의 연구결과 시장조정모형과 산업지수조정모형이 우수한 것으로 보고 되었기 때문에 여기서는 시장조정모형과 업종조정모형으로 분석하였다.

### 2) 평균초과수익률과 누적평균초과수익률

$N$ 개 표본기업의 일별 평균초과수익률(AAR : average abnormal return)과  $t_1$ 시점부터  $t_2$ 시점까지의 누적평균초과수익률(CAAR : cumulative average abnormal return)은 위의 식 (1)에 따라 계산된 개별기업의 초과수익률을 이용하여 아래의 식 (2), 식 (3)으로 계산하였다.<sup>9)</sup>

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (2)$$

8) Fama, Fisher, Jensen and Roll(1969).

9) 잔차분석(residual analysis), 사건연구(event study)에 관하여는 박정식 “현대재무관리” pp.340 참조.

$$CAAR_{(t1, t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AAR_t \quad (3)$$

한편 평균초과수익률( $AAR_t$ )과 누적평균초과수익률( $CAAR_{(t1, t2)}$ )에 대한 통계적 유의성 검증에는 아래와 같이 계산하는 t값을 사용하였다.

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S_t/\sqrt{N}} \quad (4)$$

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_{(t1, t2)}}{S_{(t1, t2)}/\sqrt{N_{(t1, t2)}}} \quad (5)$$

여기서  $S_t$ 는  $AAR_t$ 의 표준편차이며,  $S_{(t1, t2)}$ 는  $CAAR_{(t1, t2)}$ 의 표준편차이다.  $N_{(t1, t2)}$ 는 t1에서 t2시점의 공시일 수(=t2-t1+1)이다.

### 3) 누적평균초과 수익률의 차이검정을 위한 t 값

표본사례 중 특정 집단간의 누적평균초과수익률의 차이가 있는지를 검정하기 위해서 t 값을 사용한다. A집단의 누적평균초과수익률을  $CAAR^A$ , B집단의 누적평균초과수익률을  $CAAR^B$ 이라 하고, 그 표준편차를 각각  $S^A$ 와  $S^B$ 라 할 때 통계적 유의성 검증을 위한 t값은 다음 식과 같다.<sup>10)</sup>

$$t = \frac{CAAR_{(t1, t2)}^A - CAAR_{(t1, t2)}^B}{\sqrt{\frac{(S_{(t1, t2)}^A)^2}{N_{(t1, t2)}^A} + \frac{(S_{(t1, t2)}^B)^2}{N_{(t1, t2)}^B}}} \quad (6)$$

### 4) 합병공시효과에 영향을 미치는 요인 분석

합병공시효과에 영향을 미치는 요인을 알아보기 위하여 합병기업 i의 누적초과수익률( $CAR_{i(t1, t2)}$ )을 종속변수로 두고, 합병형태, 계열여부, 상장여부, 합병비율, 규모 차이, 관련여부, 법개정여부 등을 독립변수로 하여 다중회귀분석을 시행하였다. 회귀분석에 종속변수로 이용한 누적초과수익률은 다음 식 (7)을 사용하여 산출하며, 회귀분석은 식 (8)을 사용한다.

10) CAAR에 대한 검정은 김위생 외(2000)을 참조하라.

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AR \tag{7}$$

$$CAR_{i(t1,t2)} = \beta_0 + \sum_{j=1}^6 \beta_j X_{ji} + U_i \tag{8}$$

여기서  $X_1$ 은 합병형태를 나타내는 더미변수(1 : 관련합병, 0 : 비관련합병),  $X_2$ 는 계열 여부를 나타내는 더미변수(1 : 계열기업간 합병, 0 : 비계열기업간 합병),  $X_3$ 는 상장여부 더미변수(1 : 피합병기업이 상장기업, 0 : 피합병기업이 비상장기업),  $X_4$ 는 규모 더미변수(1 : 대기업, 0 : 중소기업),<sup>11)</sup>  $X_5$ 는 합병비율이며,  $X_6$ 는 법개정여부 더미변수(1 : 법개정 이후, 0 : 법개정 이전)이다.  $U_i$ 는 오차항이다.

### 3. 연구표본 선정

본 연구의 표본(인수기업이라 칭함)으로 사용할 합병사례는 1992년부터 2002년 말까지 이루어진 합병공시된 한국증권거래소의 상장기업들로 구성된다. 사건기간을 이렇게 정한 이유는 우리나라의 자본자유화가 1992년 1월 3일부터 시작됐기 때문에 이때부터 주식시장의 문호가 실질적으로 개방되기 시작했다고 볼 수 있고, 1998년 4월 1일부터 개정된 증권거래법이 시행됨으로서 내국인과 외국인을 막론하고 합병대상기업의 주식을 제한 없이 소유할 수 있게 되었고, 적대적 M&A도 가능해져 이 시점이 M&A 역사에 의미가 있다고 판단했기 때문이다.

합병기업과 합병일에 관한 자료는 한국증권거래소의 전자공시시스템을 비롯한 증권시장지 등의 자료로부터 수집하였다. 합병공시일(announcement date)은 합병당사 기업의 이사회에서 통과한 합병 결의사항을 공시한 날짜이며 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)<sup>12)</sup>에 따라 합병 사실이 시장가격에 영향을 주기 시작하는 날짜이다.

본 연구에서 사용된 표본인 합병기업은 전체합병사례 중에서 아래의 조건을 충족시켜주는 경우에만 최종표본에 포함시켰다.

1. 합병공시 정보가 공개되어 자료수집이 가능해야 하며 합병제외기업만 대상으로 한다.
2. 금융기관은 제외하고 2002년 말 현재 계속 상장기업으로서 결산일이 12월말이며 연말 증가 자료가 있는 기업이어야 한다.

11) 대기업 중소기업의 구분은 한국증권거래소 분류방식에 의한 것으로 이에 따라 해당주식은 대형주와 소형주로 분류되고 있다.

12) 효율적 시장가설에 대한 자세한 내용은 박정식, 1998, pp.340-346 참조.

3. 인수기업의 추가정보와 재무정보가 한국증권거래소 및 한국신용평가(주)에 수록되어 있어야 한다.
4. 조사기간 중 2번 이상 합병을 경험한 기업, 액면분할, 자사주 매입, 관리종목, 법정관리, 화의진행 중인 기업 등 주가에 영향을 미칠 수 사건이 있는 기업은 제외하였다.

<표 2> 표본에 포함된 합병기업의 업종별 현황

구분	업종	합병기업수	구성비율(%)	비고
제조업	음식료품	4	6.7	한국증권거래소의 업종분류 방식에 의해 분류
	섬유·의복	2	3.3	
	화학	14	23.0	
	비금속광물	3	5.0	
	철강·금속	2	3.3	
	종이·목재	1	1.7	
	전기·전자	5	8.3	
소계	31	51.7		
운수장비업	운수장비	8	13.3	
	운수창고	3	5.0	
	건설설	13	21.7	
	유통	5	8.3	
합계	60	100		

이상의 표본추출 조건에 충족된 60개의 합병 사례를 인수기업으로 구성하였다. 표본 집단의 현황은 <표 2>와 같다. 이 표에 따르면 전체 합병기업 60개 중에서 제조업이 31개로 약 52%를 차지하고 있는데 제조업 중에서는 화학업종이 14개(23%)로 합병을 가장 활발히 추진하였고, 전기·전자와 음식료품, 비금속광물 등의 순으로 나타났다. 그리고 나머지 기업들을 살펴보면 건설업이 13개 기업으로 약 22%를 차지하고 있으며, 운수장비 업종이 8개 기업으로 13%를, 유통업 5개 기업(8%), 운수창고 순으로 그 뒤를 따르고 있음을 알 수 있다.

한편 <표 3>은 합병기업들의 집단별 현황을 나타낸 표이다. 연구대상기간별로 살펴보면 증권거래법 개정 이전기간이 26개, 이후기간이 34개 기업이었다. 영향요인별로 구분해 보면 관련합병이 40개(66.7%), 비관련합병 20개(33.3%) 그리고 계열간합병 49개(81.7%), 비계열간합병 11개(19.3%)로 나타났다.<sup>13)</sup>

13) 계열합병의 분석에서 피합병기업의 상장여부에 따른 분석이 합병동기를 찾는 데 의의를 가질 수 있겠지만 본 사례에서 피합병기업이 상장기업인 사례가 적어 분석하지 않았다. 한편 김위생외(2000)에 의하면 피합병기업이 상장기업인 경우 합병기업의 누적초과수익율은 -4.04%(유의적이지 않음), 비상장기업의 경우 7.94%(유의적)로 보고하고 있다.

<표 3> 합병기업의 집단별 현황

구 분		합병기업의 표본수(60)			구성비율(%)		
		전체기간	법개정 이전기간	법개정 이후기간	전체기간	법개정 이전기간	법개정 이후기간
합병형태	관 련	40	16	24	66.7	40	60
	비관련	20	10	10	33.3	50	50
계열여부	계 열	49	22	27	81.7	44.9	55.1
	비계열	11	4	7	19.3	36.4	63.6
합병비율	1이상	13	4	9	21.7	30.8	69.2
	1미만	47	22	25	78.3	46.8	53.2
자 본 금	대	43	21	22	71.7	48.8	51.2
	소	17	5	12	29.3	29.4	70.6
시 황	호 황	26	9	17	43.3	23.0	76.4
	불 황	34	17	17	56.7	50.0	50.0

합병형태의 분류는 합병기업이 동종업종이나 유사업종에 진출하면 관련합병으로 이 종업종에 진출하면 비관련합병으로 분류하였으며, 자본금 대·소의 구분은 한국증권거래소의 구분방식에 따라 1998년 이전에는 150억을 이후에는 750억을 기준으로 하였다. 시황의 활황과 불황의 구분은 분석기간 중 종합지수가 장기간 상승하면 활황으로 그 외의 기간은 불황으로 구분하였다. 즉, 1992년 7월에서 1994년 10월, 1998년 7월에서 1999년 11월, 2001년 10월에서 2002년 3월의 기간 동안 합병을 공시한 경우 활황으로 간주하였다.

한편 분석대상기간은 합병공시전 (-7)일부터 합병공시후 (+1)일까지로 정하였다. 공시효과는 엄밀한 정의로 공시시점(이사회 결의시점) 전·후 기간(-1~+1) 동안 그 효과를 분석하는 것이 타당한 것으로 보이나 대상기간을 이렇게 잡은 이유는 우리나라 공시의 비효율성(2~3차례 검토 중 공시)과 합병공시를 의결하기 위한 이사회 소집의 소요시간(2~3)을 감안하여 정보의 유출이 발생할 소지가 있는 기간을 공시전 10일전(영업일 7일)으로 보아 (-7일)에서 (+1일)까지를 분석기간으로 정하였다. 또한 증권거래법 제200조의 2 제1항 전단, 동 시행령 제86조의 3, 동 시행규칙 제37조의 “본인과 특별관계자가 보유하는 주권상장법인의 주식 등의 수의 합계가 그 총수의 5% 이상인 경우 그 본인은 그날부터 공휴일을 제외한 5일 이내에 그 보유상황을 금융감독위원회와 증권거래소에 보고하여야 한다”는 법적인 사항을 고려하여 정하였다.

## IV. 실증분석 결과

### 1. 합병기업의 공시일 효과 분석

기업합병공시로 인한 합병기업의 공시일 효과를 확인하기 위하여 업종주가지수를 이용한 업종조정모형과 종합주가지수를 이용한 시장조정모형으로 나누어 성과여부를 측정하였다. <표 4>에는 합병기업의 일별평균초과수익률과 누적초과수익률을 제시하였다.

<표 4> 평균초과수익률, 누적평균초과수익률(%), (N = 60)

일	업종조정모형		시장조정모형	
	AAR	CAAR	AAR	CAAR
D-07	0.50( 1.10)	0.50	0.46( 1.05)	0.46
D-06	-0.45(-1.18)	0.05( 0.10)	-0.62(-1.75)*	-0.16(-0.29)
D-05	0.52( 1.39)	0.56( 1.76)**	0.28( 0.73)	0.12( 0.36)
D-04	0.80( 1.81)	1.37( 4.98)**	0.26( 0.53)	0.38( 1.56)*
D-03	0.35( 0.82)	1.72( 8.09)***	0.62( 1.56)*	1.00( 4.65)***
D-02	0.73( 1.45)	2.44(13.23)***	0.41( 0.90)	1.42( 7.90)***
D-01	0.58( 1.62)	3.02(19.13)***	0.60( 1.33)	2.01(12.57)***
D-00	-0.19(-0.49)	2.83(17.98)***	-0.22(-0.51)	1.80(11.79)***
D+01	-0.45(-1.11)	2.38(14.42)***	-0.62(-1.21)	1.18( 7.18)***

주) 1. \*는 10%, \*\*는 5%, \*\*\*는 1% 이하에서 유의함.

2. 괄호안은 t값임.

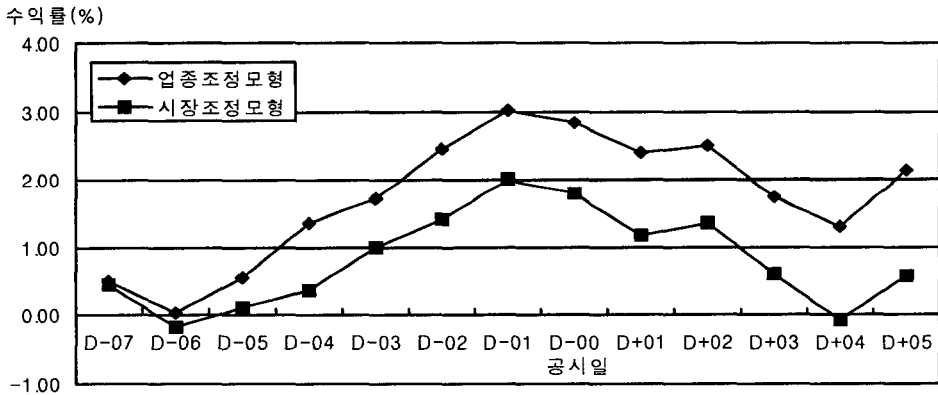
이 표에 의하면 업종조정모형과 시장조정모형 모두 대체로 공시일 하루 전까지는 정(+ )의 평균초과수익률을, 공시일 이후에는 부(-)의 평균초과수익률을 보이고 있다. 위의 표에 제시하지는 않았지만 이후(+4일) 다시 정(+ )의 평균초과수익률을 나타내고 있다.

공시일 이전에 평균초과수익률이 발생하고 있다는 것은 효율적인 자본시장 아래에서는 합병공시 이전에 합병공시에 대한 정보가 시장에 유포되어 주가에 영향을 미치게 된다고 볼 수 있다. 이것은 정보효과로 해석할 수 있으며, 공시당일까지 주가가 상승하다가 익일부터 하락하게 되는 것은 신호가설이 성립됨을 설명해준다. 이와 같은 결과는 가치극대화이론 중의 정보효과 및 신호가설(information hypothesis and signaling theory)이 입증된다고 볼 수 있다.

한편 누적평균초과수익률을 살펴보면 업종조정모형을 이용할 경우 공시시점까지 합병기업집단의 누적평균초과수익률은 2.83%, 시장조정모형의 경우는 1.80%가 발생한

것으로 나타나고 있는데 통계적으로 1%수준에서 유의적이었다. 연구기간 전체(-7에서 +1일)를 살펴보면 공시일이전과 공시일 이후 약 2%에서 4% 정도의 정(+)의 누적초과 수익률이 나타나고 있는데 이것은 우리나라의 선행연구 즉 장영광(1985), 이석규(1989), 김희석(1990), 송영균, 주상용(1997), 강준구(1998) 등과 일치되는 결과를 보이고 있으며, 합병공시가 인수기업의 시장가치를 증가시키는 것으로 알려진 일본의 경우와도 일치한다(김위생 외, 2000).

[그림 1] 업종조정모형과 시장조정모형의 누적평균초과수익률 그래프(N = 60)



그러나 본 연구의 이와 같은 결과는 합병발표시점에서 인수기업의 가치에 큰 변화가 없는 것으로 알려져 있는 미국과는 차이가 있다(강준구, 2001). [그림 1]은 이와 같은 결과를 그림으로 표현한 것이다. [그림 1]에서 나타난 것처럼 우리나라의 합병기업이 합병공시효과를 얻게 되는 원천은 합병비용측면과 피합병기업의 가치측면에서 합병공시효과를 얻는 것으로 분석할 수 있다.

합병비용 측면에서 우리나라의 M&A 시장은 합병기업(구매자)이 중심이 되는 시장(buyer's market)이었기 때문에 합병기업은 피합병기업의 본질적인 가치보다 낮게 합병하게 되어 그 차액만큼 합병비용이 적게 발생하는 효과를 얻게 된다. 또한 피합병기업의 가치측면을 살펴보면 우리나라의 M&A 시장의 특성중의 하나인 정부주도하의 타율적인 합병이 영향을 미쳤을 것으로 볼 수 있으며, 과거 정부주도하에 타율적으로 합병이 이루어질 경우 합병기업은 합병으로 인하여 얻는 피합병기업의 가치 이외에 금융과 세제상의 특혜를 받는 경우가 대부분이었다. 이러한 금융과 세제상의 특혜는 간접금융시장에서 자금을 조달하는 비중이 높은 우리나라의 기업 환경에서 합병기업의 공시효과에 간접적으로 영향을 미치는 요인 중의 하나로 판단할 수 있다. 한편 위의 그림

에서 보는 것처럼 공시시점부터 주가가 조정에 들어가는 것은 공시시점에 합병에 대한 정확한 정보가 주어지기 때문에 루머에 의해 과도하게 올랐던 주가가 조정되는 과정이며, (+4)일째부터 주가가 재상승하는 것은 확인된 정보에 의한 미래의 기대가 반영된 것으로 볼 수 있다. 이와 같은 결과들을 종합적으로 판단할 때, 합병기업은 합병공시로 인해 초과수익률을 얻는다고 판단할 수 있다.

## 2. 합병기업의 합병거래 형태별 성과차이 분석

### 1) 관련여부에 의한 성과차이 분석

합병기업의 제품관련정도에 따라 합병유형은 수평적 합병 및 수직적 합병, 다각적 합병으로 구분할 수 있다. 본 연구에서는 수평 및 수직적 합병은 관련기업합병으로 다각적 합병은 비관련기업합병으로 나누어 분석하였는데, 이를 분석한 결과를 <표 5>에 나타내었다.

사건기간 전체적으로 관련기업과 비관련기업집단의 공시효과에 대한 일별 누적평균 초과수익률을 살펴보면, 업종조정모형과 시장조정모형 모두에서 유의적(1%)인 0.9~2.5%의 정(+)의 초과수익률을 보이고 있다. 그러나 <표 5>에서 나타난 것처럼 이들 두 집단간의 차이여부에 대한 검정을 살펴보면 업종조정모형은 정(+)의 성과차이가 나타났으나 유의성은 없었으며, 시장조정모형의 경우에는 약하게나마 부(-)의 성과차이(유의수준 10%)를 보이고 있다.

<표 5> 관련, 비관련합병구분에 따른 성과차이(%), (관련합병 = 40, 비관련합병 = 20)

기 간	업종조정모형			시장조정모형		
	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	2.48	2.18	0.50(0.3)	0.92	1.70	-0.78(-1.53*)

주) 1. \*는 10%, \*\*는 5%, \*\*\*는 1% 이하에서 유의적임, 괄호안은 t - 값임.

2. CAAR<sup>A</sup>는 관련합병의 수치이며, CAAR<sup>B</sup>는 비관련합병의 수치임.

본 연구의 결과에 따르면 비관련합병의 누적초과수익률이 공시일을 전·후하여 3% 이상의 급격한 상승을 보였다가 급격한 하락을 보인 것은 신사업진출에 대한 기대감이 작용하였다가 공시로 인하여 확실한 정보가 알려지면서 신사업진출의 불확실성에 대한 우려가 작용한 것으로 보이며, 관련합병의 시너지효과보다 신사업에 대한 기대가 더 크게 작용한 것으로 해석된다. 따라서 관련합병과 비관련합병은 수익률에 차이가 없을 것이라는 가설 2는 기각하기 어려웠다.



### 2) 계열여부에 따른 성과차이 분석

시장에서 합병이 성사될 때 계열여부에 따라 합병기업집단의 성과차이가 어떻게 발생하는지 살펴보기 위해 계열기업과 비계열집단으로 나누어 측정한 결과를 <표 6>에 나타내었다.

<표 6> 계열합병과 비계열합병간의 성과차이(n = 60, 계열 = 49, 비계열 = 11)

기 간	업종조정모형			시장조정모형		
	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	3.21	1.40	1.82(2.37 <sup>***</sup> )	2.15	3.14	-0.99(-1.52 <sup>**</sup> )

- 주) 1. \*\*는 5%, \*\*\*는 1%에서 유의적임, 괄호안은 t 값임.
- 2. CAAR<sup>A</sup>는 계열합병의 경우이며, CAAR<sup>B</sup>는 비계열합병의 수치임.

<표 6>에서 제시된 대로 업종조정모형과 시장조정모형(모두 유의수준 1%)에서 1.4% 내지 3.2%의 누적평균초과수익을 내고 있음을 볼 수 있다. 하지만 두 집단간의 성과차이를 분석한 결과는 업종조정모형은 뚜렷한 성과차이를 나타내 주는 반면에 시장조정모형은 비유의적인 부(-)의 성과차이를 보여주고 있다. 이렇게 비계열합병의 성과가 오히려 높게 나타난 것은 단일 기업으로서 다른 기업을 합병하여 규모가 커짐으로서 좀더 안정적인 경영활동이 가능할 것이라는 점과, 이중업종 진출에 대한 기대감, 시장지배력의 증대 등의 복합적인 요인이 작용한 것으로 해석된다.

업종조정모형의 경우에 계열합병의 성과차이가 유의적(약 1.8%)으로 나타난 것은 동일 업종 내에서 계열간 합병의 시너지효과(synergy effects)를 반영한 것으로 보이고, 이 결과는 강준구 등(1998)과 김희석(2002)의 연구결과와도 일치된 결과를 나타내고 있어 대리인문제의 하나로 지적되고 있는 Jensen and Meckling(1976)의 잉여현금흐름 가설과 강준구(1998)가 제기한 재벌기업의 구제합병가설이 적용된다고 볼 수 있다.

그러나 시장조정모형에서는 비계열기업의 합병의 성과가 더 높은 것으로 나타나고 있다. 따라서 계열간의 합병과 비계열기업간의 합병은 수익률 차가 없을 것이라는 가설 3에 대한 판단은 유보적이다.

### 3) 자본금 규모에 의한 성과차이 분석

규모여부에 따라 성과차이가 어떻게 나타나는가를 분석하기 위하여 합병공시전 (-7)일에서 (+1)일까지 대규모기업과 소규모기업의 누적평균초과수익률과 그 성과차이 측정결과를 <표 7>에 나타내었다.

&lt;표 7&gt; 자본금 규모차이에 의한 성과차이(n = 60, 규모대 = 43, 규모소 = 17)

기 간	업종조정모형			시장조정모형		
	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	0.91	6.09	-5.18(-5.78 <sup>***</sup> )	-0.53	5.49	-6.02(-7.03 <sup>***</sup> )

주) 1. \*\*는 5%, \*\*\*는 1% 이하에서 유의적임, 괄호안은 t 값임.

2. CAAR<sup>A</sup>는 대규모기업의 수치이며, CAAR<sup>B</sup>는 소규모기업의 수치임.

위의 표에서 제시된 대로 두 모형 모두에서 모두 1%의 유의수준에서 0.9내지 6.1%의 누적평균초과수익률을 보이는 것은 합병공시로 인한 공시효과가 충분히 반영되고 있으며, Reid와 Mueller가 주장한 소유와 경영이 분리된 기업의 경영자들이 자신이 경영하는 기업규모의 극대화를 추구하기 위해 기업합병이 발생한다는 경영자이론(managerialism theory)의 타당성을 뒷받침하는 것으로 보인다. 한편, 규모별 성과차이에서 소규모 합병기업집단의 성과가 매우 큰 것으로 나타났는데 이는 합병기업의 규모가 큰 기업은 합병으로 인한 혜택이 크지 않고, 상대적으로 규모가 작은 기업은 합병으로 인한 시장지배력, 경영효율성, 시너지 효과 등에서 혜택을 더욱 크게 본 것으로 해석할 수 있다.

#### 4) 시 황

합병공시시점에 주식시장 상황이 강세시장이나 약세시장이나에 따라 어떤 결과를 보이는지 알아보기 위해 종합주가지수의 월말종가가 지속적으로 상승하면 강세장으로 분류하고, 월말종가가 계속해서 하락하면 약세장으로 평가해 이를 검정하였다. 이에 대한 결과를 <표 8>에 제시하였다.

&lt;표 8&gt; 주식시장의 호황과 불황의 성과차이(n = 60, 호황 = 21, 불황 = 39)

기 간	업종조정모형			시장조정모형		
	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	7.63	-0.16	7.79(11.17 <sup>***</sup> )	2.05	2.36	-0.31(-0.83)

주) 1. \*\*는 5%, \*\*\*는 1% 이하에서 유의적임, 괄호안은 t 값임.

2. CAAR<sup>A</sup>는 호황 합병의 경우이며, CAAR<sup>B</sup>는 불황시 합병의 경우임.

이들의 성과차이를 살펴보면 업종조정모형에서는 호황일 경우에 성과차이가 매우 큰 것으로 나타나고 있고, 시장조정모형의 경우에는 성과차이가 크지 않은 것으로 제시되었지만 이런 결과는 김희석의 연구결과와도 일치하는 것이며 대체적으로 주식시장이 강세시장일 때 높은 수익을 올릴 것이라는 일반적인 기대에 부응하는 결과로 볼 수 있다.

### 5) 합병비율

피합병기업의 가치를 높게 평가하면 할수록 합병기업의 성과는 떨어질 것으로 예상할 수 있다. 기업규모 극대화가설에 의하면 잉여자금의 사용이나 세금회피를 목적으로 합병을 시도한다고 한다. 이 경우 특히 계열기업일수록 피합병기업의 가치를 높게 책정할 가능성이 높고, 그럴수록 합병기업의 성과는 떨어질 것으로 생각된다. <표 9>에 의하면 업종조정모형이든 시장조정모형이든 합병비율이 1보다 큰 경우 합병기업의 성과는 떨어지는 것으로 나타나 기업규모 극대화가설을 지지하는 것으로 보인다.

<표 9> 합병비율에 따른 성과차이(N=60, 합병비율이 1 이상 = 47, 1 미만 = 13)

기 간	업종조정모형			시장조정모형		
	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	3.07	-0.09	3.16(5.59 <sup>***</sup> )	1.85	-1.64	3.49(7.96 <sup>***</sup> )

주) 1. \*\*는 5%, \*\*\*는 1% 이하에서 유의적임, 괄호안은 t 값임.

2. CAAR<sup>A</sup>는 합병비율이 1보다 작은 경우이며, CAAR<sup>B</sup>는 합병비율이 1보다 큰 경우임.

### 3. 증권거래법 개정 전·후의 합병공시효과 성과차이 분석

1992년 자본자유화가 진행되면서 여러 가지 법제도상의 문제점들이 노출되어 1997년 1월 이후로 증권거래법이 5회에 걸쳐 개정되면서 많은 규정들이 개정 또는 폐지되었다. 그 중에서 가장 중요한 것은 증권거래법 제200조에 규정된 일반 상장법인의 주식소유한도의 폐지로, 이 법은 원래 상장 당시부터 10% 이상을 보유하고 있던 대주주를 제외한 타인이 10% 이상의 주식을 비밀리에 매집하는 것을 방지하던 제도이다. 사실상 법개정 이전의 우리나라의 M&A 사례를 살펴보면 M&A 시장은 정부에 의해 이루어지면서 타율적이고 비공개적으로 진행된 경우가 많았다. 이와 같이 정부주도 아래의 거래형태는 시장원리에 따라 거래가 성사되는 외국의 M&A 시장과는 크게 달랐다.

그러나 증권거래법 제21조 제2항과 200조 2의 개정법이 발효되는 1998년 4월 1일 이후의 M&A 활동은 개방적이고 경쟁적인 시장에서 이루어지게 되었으므로 한국 M&A 시장의 자율성과 국제화가 진행되어 국내 자본시장의 활성화에 크게 기여할 것으로 판단된다. 합병기업이 시장원리에 따라 M&A를 할 수 있게 된 것이다.

따라서 본 연구는 이와 같은 증권거래법 개정을 하나의 사건으로 보고, 이것이 합병공시에 어떤 영향을 미치는가를 분석하기 위해 합병기업집단을 법개정 이전과 이후로 구분하여 합병기업의 누적평균초과수익률의 성과차이를 비교하는 실증분석을 행하였

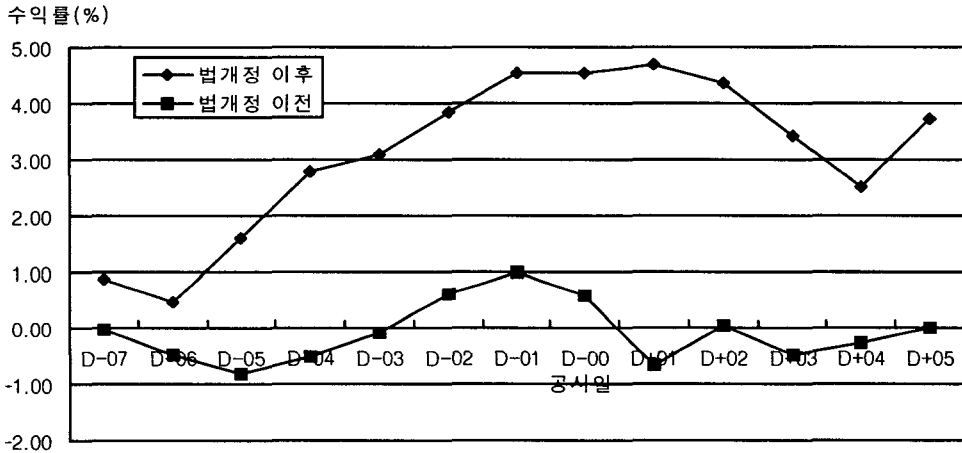
다. <표 10>는 분석결과를 수치로 제시한 것이며, 그림으로 나타낸 것이 [그림 2]이다.

<표 10> 증권거래법 개정 전·후의 성과차이 분석(법개정 이후 : 34, 법개정 이전 : 26)

기 간	업종조정모형			시장조정모형		
	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	4.71	-0.67	5.37 (9.18 <sup>***</sup> )	1.77	0.39	1.38 (3.73 <sup>***</sup> )

주) 1. \*\*는 5% 유의수준, \*\*\*는 1% 유의수준을 나타냄 : ( )은 성과차이의 t값.  
 2. CAAR<sup>A</sup>는 법개정 이후, CAAR<sup>B</sup>는 법개정 이전을 나타냄.

[그림 2] 합병기업의 법개정 이전과 이후의 누적초과수익률 그래프



증권거래법 개정 전·후 합병기업의 누적평균초과수익률에 대한 성과차이를 검정한 결과를 살펴보면, 법개정 이후기간에 공시일을 전후하여 1.8%에서 4.7%에 달하는 정(+)의 유의적인 초과수익률이 있는 것으로 나타나고 있어 증권거래법 개정이 합병공시에 영향을 미친 것으로 볼 수 있다. 이와 같은 결과는 법개정 이전의 M&A 시장 상황이 타율적인 정부주도로 반강제적으로 이루어짐에 따라 기업의 실제 가치를 제대로 파악할 수 없었기 때문에 합병의 공시효과도 그만큼 작게 나타난 것으로 해석되어 진다. 따라서 증권거래법 개정은 합병공시효과 분명한 영향을 미친 것으로 보인다.

### 1) 관련합병의 경우 법개정 전·후의 성과차이

증권거래법 개정이 관련합병과 비관련합병에 어떤 영향을 미쳤는지 알아보기 위해 관련합병을 다시 법개정 전·후로 나누어 업종조정모형(이하 업종조정모형만 사용)을 이용하여 검정해보았다. 아래 <표 11>에서 제시된 대로 법개정 이전과 이후의 누적초

과수익률은 유의적인 큰 차이를 보이고 있는데, 법개정 이전의 누적초과수익률이 유의적인 부(-)의 값을 보이는 이유는 법개정 이전의 시장상황이 정부주도의 타율적 합병이 대부분이었고, 반강제적으로 부실기업을 인수하였기 때문에 나타난 결과로 볼 수 있다. 한편 법개정 전·후의 성과차이를 살펴보면 법개정 이후에 약 3.7%의 유의적인 초과수익률을 보이고 있어 관련합병에서 법개정 이전과 이후의 성과차이가 있는 것으로 해석할 수 있다.<sup>14)</sup>

<표 11> 관련합병의 법개정 전후 성과차이(N = 40, 법개정 이후 = 24, 법개정 이전 = 16)

기 간	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	3.65	-1.40	5.05 (21.89 <sup>***</sup> )

주) 1. \*\*는 5% 유의수준, \*\*\*는 1% 유의수준을 나타냄 : ( )은 성과차이의 t값.  
 2. CAAR<sup>A</sup>는 법개정 이후, CAAR<sup>B</sup>는 법개정 이전을 나타냄.

<표 12> 계열합병의 법개정 전후 성과차이(N = 49, 법개정 이후 = 27, 법개정 이전 = 12)

기 간	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	3.21	1.40	1.82 (2.37 <sup>***</sup> )

주) 1. \*\*는 5% 유의수준, \*\*\*는 1% 유의수준을 나타냄 : ( )은 성과차이의 t값.  
 2. CAAR<sup>A</sup>는 법개정 이후, CAAR<sup>B</sup>는 법개정 이전을 나타냄.

## 2) 계열합병의 성과차이 분석

계열합병의 경우 증권거래법 개정으로 영향을 받았는지에 대한 여부를 알아보기 위해 개정 전후의 성과차이를 분석한 결과를 <표 12>에 제시하였다.<sup>15)</sup>

<표 12>에서 법개정 전·후의 누적평균초과수익률을 살펴보면 1.40~3.21%의 유의한 초과수익률을 보이고 있어 법개정 이후나 이전의 합병공시효과는 분명하게 나타나고 있음을 보여준다. 또한 법개정 전·후의 두 집단간의 성과차이는 유의적인 정(+)의 성과차이를 보이고 있으므로 증권거래법의 개정효과가 있다고 말할 수 있다.

## 3) 대형주의 경우 법개정 전·후의 성과차이

대형주의 경우 법개정 전·후로 나누어서 법개정이 합병공시에 어떤 영향을 주었는가를 알아보았다. 검정결과에 의하면 대형주의 경우 오히려 법개정이전의 성과가 훨씬 높은 것으로 나타났다. 이것은 법개정 이전의 경우 부실기업에 대한 정부주도의 인수

14) 여기에 제시하지 않았지만 비관련합병의 경우에도 그 결과는 관련합병의 경우와 유사한 것으로 나타났다.  
 15) 비계열합병의 경우 사례가 11개에 불과하여 증권거래법 개정의 영향에 대한 분석은 시도하지 않았다.

가 보편적이었고, 이 인수는 정부로부터의 자금지원과 조세혜택을 받을 수 있었다는 사실을 반영하는 것이라 생각된다. <표 13>은 검정결과를 요약하여 제시한 것이다.

<표 13> 대형주의 경우 법개정 전후 성과차이(N=43, 법개정 후=22, 법개정 전=21)

기 간	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	3.76	9.66	-5.90 (-4.00 <sup>***</sup> )

주) 1. \*\*는 5% 유의수준, \*\*\*는 1% 유의수준을 나타냄 : ( )은 성과차이의 t값.

2. CAAR<sup>A</sup>는 법개정 이후, CAAR<sup>B</sup>는 법개정 이전을 나타냄(시장조정모형).

<표 14> 호황의 경우 법개정 전·후의 성과차이(N=26, 법개정 후=17, 법개정 전=9)

기 간	CAAR <sup>A</sup>	CAAR <sup>B</sup>	성과차이
D-07 ~ D+01	5.30	-1.41	6.70 (12.76 <sup>***</sup> )

주) 1. \*\*는 5% 유의수준, \*\*\*는 1% 유의수준을 나타냄 : ( )은 성과차이의 t값.

2. CAAR<sup>A</sup>는 법개정 이후, CAAR<sup>B</sup>는 법개정 이전을 나타냄(시장조정모형).

#### 4) 호황 합병의 경우 법개정 전·후의 성과차이 분석

증권시장의 시황이 합병공시에 어떤 영향을 미치는가를 알아보기 위해 호황의 시장 상황에서 이루어진 기업합병의 성과를 법개정 전·후로 나누어 분석해 보았다. <표 14>는 검정 결과를 간단하게 정리한 것이다.

<표 14>에 따르면 호황의 경우에 법개정 전·후의 성과차이가 1% 유의수준에서 약 6.7%의 초과수익률을 나타내고 있어 법개정이 합병공시에 영향을 미친 것으로 볼 수 있다. 이것은 법개정 이전의 경우 증권거래법 자체가 기존 대주주들의 경영권을 보장해주는 역할을 하고 있어 일반투자자들의 주식대량취득이 사실상 금지되어 있거나 다름없었다. 하지만 증권거래법 제21조 제2항과 200조 2의 개정으로 자유로운 주식 취득이 가능하게 됨으로서 합병공시가 투자자들의 관심을 끌게 된 결과로 해석된다.

#### 4. 합병공시효과에 영향을 주는 요인 분석

합병공시효과에 영향을 미치는 요인이 무엇인지를 알아보기 위하여 업종조정모형의 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로, 관련여부, 계열여부, 상장여부, 규모차이, 합병비율, 법개정여부 등을 독립변수로 하여 다중회귀분석을 시행하였다. 회귀분석의 결과는 다음 <표 15>와 같다.

업종조정모형의 누적초과수익률(CAR)에 대한 회귀분석 결과를 보면, 합병공시효과에 영향을 미치는 영향요인은 상장여부, 규모차이, 합병비율, 법개정여부로 나타났다.

또 규모차이와 합병비율은 10% 유의수준에서 부(-)의 영향을, 상장여부는 10% 유의수준에서 정(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이 논문에서 관심이 되는 법개정여부는 5% 유의수준에서 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 15> 업종조정모형의 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과

누적기간	구 분	전체기간(1992. 1. 1 ~ 2002. 12. 31)	
		$\beta$	t - 값
-7 ~ +1	$\beta_0$	2.3827	0.5862
	관 련 여 부	0.0479	0.0185
	계 열 여 부	-0.0328	-0.0103
	상 장 여 부	5.3763	1.5863*
	규 모 차 이	-4.6345	-1.5959*
	합 병 비 율	-0.2688	-1.3387*
	법 개 정 여 부	4.7181	1.8401**
	$R^2$	0.1764	

주) \*는 10% 유의수준, \*\*는 5% 유의수준을 나타냄.

이와 같이 회귀모형의 분석결과 법개정여부가 가장 큰 영향요인으로 나타난 것은 본 연구의 핵심 주장인 법개정이 합병공시에 미친 영향이 매우 큰 것임을 다시 한번 입증한 것으로 판단된다.

## V. 결 론

본 연구는 합병기업들의 공시일 효과를 검정해보고 증권거래법 제21조 제2항 의무공개매수제도와 제200조의 2 주식대량취득제한 조항의 개정(폐지)이 합병공시에 어떤 영향을 미쳤는가를 알아보기 위해 연구대상기간과 연구대상기업을 다음과 같이 구분하여 합병공시효과를 분석하였다.

본 연구에서 연구대상기간은 증권거래법 개정이 M&A 시장의 기능을 정부주도하의 타율적 시장에서 시장참가자들의 자율적인 시장으로 전환되는 분기점으로 보고, 외국인에게 증권시장을 부분적으로 개방하기 시작한 1992년 1월 3일부터 개정된 법이 효력을 발휘하는 1998년 4월 1일까지를 법개정 이전기간으로 1998년 4월 1일 이후부터 2002년 12월 31일까지를 법개정 이후기간으로 구분하였다.

연구대상기업은 연구대상기간 중 한국증권거래소에 합병공시를 신고한 134개 상장기업 중에서 엄격한 심사기준에 부합되는 60개 합병기업을 정하였다. 또한 가설설정예

대한 구체적인 이유를 제시하였으며, 1998년 이후 합병공시로 인한 초과이익률의 발생 원인을 IMF사태라는 증권시장 외적인 특수한 상황에서 비롯된 것인지, 증권거래법 개정이라는 증권시장내적인 요인이 그 원인인지를 밝혀보고자 하였다.

사실 IMF사태가 일어났던 시기와 증권거래법 개정의 시기가 엇비슷해 어느 사건이 그 원인이라고 단정 짓기에는 다소 무리가 있겠으나 합병공시에 영향을 크게 미친 것은 역시 시장내적 원인인 증권거래법 개정으로 볼 수 있는 결과들이 많이 나타났다. 또한 본 연구는 분석결과의 검정력을 높이기 위하여 업종조정모형과 시장조정모형의 두 가지 모델을 이용하였는데 두 가지 모형 모두 약간의 오차는 있으나 유사한 결과를 나타내었다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 합병은 기업합병으로 인하여 초과이익률을 얻을 수 있는 것으로 나타났으며, 합병형태별 분석에서도 세분화된 항목별로 유의적인 초과이익률을 얻는 것으로 분석되었다. 특히 자본금이 큰 집단과 작은 집단의 비교에서 자본금이 작은 기업의 초과이익률이 월등하게 높게 나타나 소형주의 수익률이 높다는 증권시장의 속설을 그대로 입증하였다.

또한 증권거래법 개정 전·후의 성과차이를 실증분석한 결과를 정리하여 보면 합병기업 전체표본의 분석 결과와 마찬가지로 세분화 한 분석 결과도 법개정 이전 보다 법개정 이후가 유의적(1% 유의수준)인 초과이익률(3, 4%)이 나타나고 있어 본 연구에서 제기하였던 증권거래법 개정이 합병공시에 영향을 미칠 것이라는 주장을 뒷받침 해주고 있다.

따라서 본 연구의 시사점과 의의를 요약 정리해 보면 다음과 같다. 첫째, 합병공시는 피합병기업보다 합병기업에게 더 큰 초과이익률을 발생시킨다는 기존의 연구결과들을 다시 한번 확인하게 된 것이다. 둘째, 합병형태별 항목별 분석결과를 살펴보면 계열과 비계열간의 성과차이가 유의적인 차이가 없었다는 것 이외에는 기존연구들의 연구결과들과 유사하였다는 점이다. 셋째, 다른 연구들과 달리 분석의 오차를 줄이기 위해 두 가지 모형을 사용하여 분석한 결과 약간의 차이는 있었지만 업종조정모형(industry adjusted model)과 시장조정모형(market adjusted model)중의 어느 모형을 사용하더라도 분석결과에는 별다른 차이가 없다는 점을 발견한 점이다. 그리고 넷째, 합병공시기업 집단을 증권거래법 개정 전·후 시기로 나누어 합병공시효과를 분석한 결과 유의한 성과차이가 나타남으로서, 다른 연구에서 제기하였던 IMF사태 이후에 주주부의 증가의 원인이 IMF사태라는 시장외적인 요인보다 시장내적 요인인 증권거래법 개정이 합병공시에 더 큰 영향을 주었음을 밝힌 점은 본 연구의 큰 성과라고 할 수 있겠다.



그러나 본 연구는 표본의 선정과정에서 오염원을 제거하기 위하여 액면분할기업, 관리대상기업, 화의기업, 액면가 5,000원 이외의 기업들을 제외하였기 때문에 본 연구의 결과가 전체기업들의 일치된 결과라고 단정 짓기에는 다소 무리가 있으며, 기업의 내재가치는 주가로 나타내어진다는 사실을 중시하여 주가분석에만 치중한 것은 이 논문의 한계이다. 향후 재무적 분석과 합병공시의 영향요인을 보완하는 연구가 필요할 것으로 생각한다.

## 참 고 문 헌

- 강준구, “기업합병과 인수의 경제적 동기와 기업가치 증대요인”, 한국금융연구원, 1998.
- 강준구, 김진모, 배기홍, “기업집단과 대리인문제 : 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구”, 재무연구, 2001, 49-88.
- 김경원, 김찬웅, “사건연구에서의 주식성과 측정”, 증권학회지, 1997, 301-327.
- 김위생, 서점식, “증권시장 개방과 M&A 공시효과”, 재무연구, 2000, 245-273.
- 김희석, “기업합병 및 인수가 주주부에 미치는 영향”, 서울대학교 대학원 박사학위논문, 1990.
- 김희석, “합병관련기업 주주부 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권 제2호, 2002, 104-105.
- 나영호, “기업합병의 시너지효과와 부의 이전효과에 관한 실증적 연구”, 홍익대학교 박사학위논문, 1994.
- 박정식, 현대재무관리, 1998.
- 서점식, “자본자유화가 M&A 시장에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 경남대학교 박사학위논문, 1997.
- 송영균, 주상용, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구 : Cashflow를 중심으로”, 증권학회지, 제20권, 1997, 71-103.
- 윤평구의, “기업합병이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 산업경영연구, 한남대학교, 1995.
- 이석규, “한국 기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구”, 연세대학교 대학원 박사학위논문, 1989.
- 장영광, “기업합병이득의 원천에 관한 실증적 연구”, 증권학회지, 1987.
- 장영광, “기업합병과 주식취득이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 고려대학교 대학원 박사학위논문, 1985.
- 정형찬, “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안”, 재무관리연구, 1997, 273-312.
- 주상용, “국내 합병·피합병기업 특성비교”, 재무관리연구, 1997, 269-299.
- Aron, D. J., “Ability, Moral Hazard, Firm Size, and Diversification,” *Rand Journal of Economics*, 19, (1988), 72-87.
- Asquith, P., “Merger Bid, Uncertainty and Stockholder Return,” *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 51-83.

- Asquith, P., R. F. Brunner and Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Merger," *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 121-139.
- Copeland and J. F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, 3rd. ed., Addison-Wesley, 1988.
- Dodd, P., "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, (1980), 105-137.
- Dodd, P. and R. S. Ruback, "Tender Offers and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics*, 5, (1977), 351-373
- Eckob, E. B., "Horizontal Mergers, Collusion and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, (1983), 241-273.
- Fama, I. Fisher, M. C. Jensen and R. Roll, "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review*, (Feb. 1969).
- Jensen and W. H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, (1976), 305-360.
- Larcker, D., "Managerial Incentives Mergers and Their Effects on Shareholder Wealth," *Midland Corporate Finance Journal*, 1, (1983), 29-35.
- Maksimovic, Vojislav and Gordon Phillips, "The Market for Corporate Assets : Who Engage in Mergers and Asset Sales and are there Efficiency Gains?," *The Journal of Finance*, LVI, (2001), 2019-2065.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny, "Do Managerial Objectives Drive Bad Acquisitions," *Journal of Finance*, 45, (1990), 31-48.
- Mueller, D. C., "Theory of Conglomerate Mergers," *Quarterly Journal of Economics*, 73, (1969), 643-659.
- Reid, Mergers, *Managers and the Economy*, New York, 1968.
- Roll, R., "The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers," *Journal of Business*, (1986), 197-216.
- Servaes, H., "Tobin's Q and the Gains from Takeovers," *Journal of Finance*, (1991), 407-419.
- Slovin, M. B. and Marie E. Sushka, "The Economics of Parent-subsidary Mergers : an Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 49, (1998), 255-279.
- Stoughton, N. M., "The Information Content of Corporate Mergers and Acquisition Offers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 23, (1988), 175-197.

# The Amendments of 'Securities and Exchange Act' and the Announcement Effects of M&A

Bong-Gyu Chiang\* · Doo-Sig Jung\*\*

〈abstract〉

This study analyzed the effects of M&A announcement before and after the 1998 amendments of 'Securities and Exchange Act' through the event study. The M&A firms turned out to gain the abnormal returns during the entire periods. The cumulative average abnormal returns of M&A firms was 1.38%(market adjusted model) or 5.37%(industry-adjusted model) higher after the 1998 amendments than before. The differences of performance of M&A were significant also in case of the related M&A, vertical or horizontal M&A, M&A in booms. In regression analysis, the 1998 amendments of Act was the significant factor to explain the cumulative abnormal returns.

Keywords : M&A, Securities and Exchange Act, Announcement Effects, CAR, Signaling Theory

---

\* Professor, College of Business Administration, Gyeongsang National University

\*\* Lecturer, Jinju National University