

코스닥시장에서 기업지배구조와 인수합병공시효과

Effects of Corporate Governances on M&A Announcement Returns in KOSDAQ*

이 관 영**

〈목 차〉

| | |
|-------------------------|---------------------------------|
| I. 서론 | IV. 분석결과 |
| II. 국내외 선행연구 및 연구가설 | 4.1 전체 표본기업의 누적초과수익률 (CAR) |
| 2.1 인수합병공시에 관한 연구 | 4.2 지배구조점수 및 변수의 기술통계 |
| 2.2 기업지배구조와 인수합병에 관한 연구 | 4.3 인수기업 지배구조와 규모 사이의 관계 |
| 2.3 규모에 관한 연구 | 4.4 인수기업의 재무성과와 규모간의 관계 |
| 2.4 연구가설 | 4.5 소규모기업집단과 대규모기업집단의 다항회귀분석 |
| III. 자료 및 연구방법 | V. 결 론 |
| 3.1 표본 | 참고문헌 |
| 3.2 연구방법 | Abstract |

국문 요약: 본 연구는 2004년부터 2011년까지 219개의 코스닥시장 인수기업을 대상으로 기업지배구조가 인수합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다. 합병 이외 영업양수와 주식취득으로 인한 경영권인수도 표본에 포함하여 표본의 대표성을 확보하고 한국기업지배구조원(KCGS)에서 매년 발표하는 지배구조점수를 사용하였으며, 증권거래법상 의무화한 이사회와 감사기구의 역할을 정확히 파악하기 위하여 규정상 기준이 되는 규모를 분류하여 법규가 미치는 그룹 법규가 미치지 않는 그룹으로 나누어 연구를 진행하였다.

코스닥시장에서 기업의 규모는 지배구조를 결정하는 중요한 요인인 것으로 나타났으므로 증권거래법에 따라 1천억 자산을 기준으로 소규모와 대규모기업집단을 구분하여 분석하였으나, 소규모기업집단에서 기업간의 전체 지배구조점수 차이가 작고 세부적인 항목이 너무 포괄적이어서 통계적으로 유의한 지배구조의 영향을 확인하지 못하였다. 반면, 지배구조의 세부영역으로 분석한 결과는 주주의 권리보호는 통계적으로 유의적인 음(-)의 관계를 가지고 감사기구는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 소유주와 경영자가 분리되어 있지 않는 소규모기업에서 주주보호 관련 제도를 도입

* 이 논문은 2015년도 중앙대학교 연구년 결과물로 제출됨.

** 중앙대학교 경영학부 부교수, 서울시 동작구 흑석로 84, 중앙대학교 경영경제대학 경영학부. TEL: 02-820-5892; Email: klee@cau.ac.kr.

하기 위하여 과도한 비용이 지출되기 때문에 발생하는 것으로 예상된다. 감사기구는 자율적으로 개선을 할수록 인수합병공시효과가 큰 것으로 나타났고 이사회는 유의하지 않는 것으로 보아 소규모기업에서의 역할이 제대로 이루어 지지 않은 것으로 판단된다. 대규모기업집단에서 총 지배구조 점수는 인수합병공시효과와 부(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 세부영역 중 주주권리보호 영역의 유의적인 부(-)의 관계가 지배적으로 나타난 것으로 보이며 과도한 제도의 도입 때문으로 판단된다. 대규모집단에 서 이사회와 감사기구는 인수합병공시효과에 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 이는 법률로 인해 어느 정도 개선이 되어있어 더 이상 인수합병 시 투자지표로 활용되지 않는 것으로 판단된다.

키워드 : 인수합병, 공시효과, 지배구조, 누적초과수익률, 코스닥, 지배구조 세부영역

I. 서론

1990년대 이전에는 부실기업구제 및 재무구조 개선을 목적으로 인수합병(M&A)이 이루어졌다면 1990년대 중반 이후에는 외환위기를 겪으면서 환경의 변화에 따라 인수합병(M&A)이 국내에서도 크게 증가하였다.¹⁾ 특히 구조조정이 완료된 2000년 초부터는 기업의 경제적 동기로 인한 자발적이 인수합병(M&A)이 주를 이루기 시작하였다. 비슷한 시기에 미국을 떠들썩하게 했던 엔론(Enron), 월드컴(WorldCom), 아델피아(Adelphia) 등 대기업들의 회계 스캔들과 국내의 대우그룹 사태 등은 인수합병과 같은 대규모 투자활동에서도 기업의 투명성이 중요한 요인이라고 인식하는 계기가 되었다.

기업지배구조는 기업의 경영을 통제하는 시스템이라고 할 수 있다. 광의로는 기업경영과 관련된 의사결정에 영향을 미치는 요소로 이해할 수 있으며 기업내부의 시스템은 물론 시장에 대한 규제, 금융 감독체계 등이 망라된다. 좁은 의미의 기업지배구조는 기업경영자로부터 이해관계자, 특히 주주의 이익을 보호하기 위한 감시 및 통제 체계를 의미하며 소유와 경영의 분리, 사외이사제도 도입, 감사의 독립성 제고, 주주권리의 강화 등이 포함된다. 이러한 기업지배구조의 개선은 기업의 이해집단 간에 존재하는 정보비대칭성을 해소하고 이해상충 관계를 원만히 조정함으로써 기업의 투명성을 높여주고 기업의 가치를 극대화한다(Shleifer and Vishny, 1997). 이에 따라 미국은 2002년 사베인스-옥슬리 법(Sarbanes-Oxley Act)을 제정하여 기업의 투명성을 강조하였고,

국내에서는 외환위기 이후 정부의 주도하에 사외이사제도 및 감사위원회제도 등 기업의 지배구조와 관련한 다양한 제도가 도입되었다.

이러한 추세에 따라 기업지배구조와 인수합병(M&A)에 관한 많은 연구들이 이루어져 왔다(Shleifer and Vishney, 1997; Gompers 등, 2003; Masulis 등, 2007). Shleifer and Vishney(1997)는 대주주의 지분율이 클수록 경영진에 대한 감시가 효율적으로 이루어져 인수합병 시에 과도한 프리미엄을 지불하지 않게 되고 기업의 가치 또한 높게 평가된다고 하였고 Masulis 등 (2007)은 경영권 방어조항이 상대적으로 적은 기업일수록 대리인 문제의 발생가능성이 감소하여 합병공시의 효과가 유의하게 높다는 결과를 제시하였다. 국내에서는 강준구 등(2001)이 30대 재벌과 30대 재벌에 속하지 않은 비재벌을 분류하여 인수합병의 공시효과를 분석하였다. 비재벌의 인수합병공시는 기업의 가치를 상승시키는 반면 30대 재벌의 인수합병공시는 기업가치를 크게 하락시키는 것으로 나타났고 이를 30대 재벌기업의 심각한 대리인 문제에서 기인한다고 해석하였다. 박순홍·신현한(2010)은 유가증권시장을 대상으로 기업지배구조원에서 발표하는 지배구조점수와 인수합병공시에 대한 시장의 반응을 분석하여 유의한 정(+)의 상관관계를 보고하였다. 특히, 지배구조의 5대 세부영역 중에서는 이사회와 감사기구가 유의한 양(+)의 값을 나타내 이사회와 감사기구의 역할이 인수합병공시에 대한 시장의 긍정적인 반응을 유도하는데 매우 중요한 것으로 나타났다.

이러한 연구들은 주로 소유와 경영이 분리되고 시장의 효율성이 어느 정도 보장되는 시장환경에서 진행되었다. 국내에서도 대부분 유가증권시장을 대상으로 연구되었으나 지배구조 개선이 더욱 시급한 코스닥시장을 대상으로 한 연구는 미비한 실정이므로 본 연구는 코스닥시장을 표본

1) 인수합병(M&A) 관련 규제 완화, 외국자본의 유치 노력, 산업구조조정 등을 주된 요인으로 설명하면서 외환위기 이전과 이후의 인수합병을 비경제적 동기로 인한 인수합병과 경제적 동기로 인한 인수합병으로 구분하였다(김철중, 2013).

으로 하여 분석을 시도하였다. 코스닥시장의 규모가 비교적 작고 대주주 1인이 경영자인 경우가 대부분이라는 특성(최국현·한상윤, 2009)을 감안하여 유가증권시장과는 다소 다른 결론을 보일 것으로 예상되고 연구결과가 인수합병 시장을 이해하는데 기여할 것으로 판단된다.

특히, 2001년부터 자산총액 1천억 이상의 코스닥상장법인에게는 사외이사 및 상근감사 선임의무를 부과함²⁾에 따라 기업의 규모는 법규를 달리 적용하는 기준이 되므로 규모의 효과를 분석해야 할 필요성이 있다고 판단된다. 따라서, 본 연구에서는 자산규모 1천억 이상의 코스닥상장인수기업을 대규모기업으로 분류하고 1천억 이하의 기업을 소규모기업으로 분류하여 각각 기업집단에서 지배구조가 인수합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다.

2004년부터 2011년까지 코스닥시장에 상장되어 있는 인수기업을 대상으로 지배구조와 인수합병공시효과의 관계를 분석하기 위하여 한국지배구조원에서 매년 실시하는 기업지배구조 평가점수를 사용하였다. 기존의 연구들과 차이점은 자산총액 1천억을 기준으로 소규모기업과 대규모기업으로 나누어 분석한 것이다. 대규모기업의 경우 지배구조 개선이 어느 정도 법률에 의한 강제성을 띠는 것으로 보이기 때문에 의무적으로 구성된 이사회와 감사기구는 실질적 영향력이 크지 않을 것으로 판단된다. 반면, 소규모기업에서는 지배구조의 개선이 규제외의 개입이 없이 자발적으로 실시되기 때문에 이사회와 감사기구의 역할 및 영향력이 중요할 것으로 예상된다. 본 연구는 선행연구들과 마찬가지로 대리인 이론을 바탕으

로 기업지배구조와 인수합병공시효과의 관계에 대하여 검증을 시도하였다.³⁾

연구의 결과로 코스닥 소규모기업집단에서 기업간의 전체 지배구조점수 차이가 작고 세부적인 항목이 너무 포괄적이어서 총 지배구조 점수는 통계적으로 유의한 영향을 확인하지 못하였으나 대규모기업집단에서는 인수합병공시효과와 부(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 반면, 지배구조 세부영역으로 분석한 결과, 주주의 권리 보호는 소규모 및 대규모기업집단에서 통계적으로 유의적인 음(-)의 관계를 가지고 감사기구는 소규모기업집단에서만 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 소주주와 경영자가 분리되어 있지 않는 소규모기업에서 주주보호 관련 제도를 도입하기 위하여 과도한 비용이 지출되기 때문에 발생하는 것으로 예상된다. 이사회는 두 기업집단에서 모두 유의하지 않았으나 감사기구는 소규모기업집단의 경우 예상한 바와 같이 자율적으로 개선을 할수록 인수합병 공시효과가 큰 것으로 보인다.

본 연구는 모두 5개의 장으로 구성된다. 제2장에서는 선행연구와 연구가설에 대해 논의하고, 제3장에서는 자료 및 연구방법을 제시한다. 제4장은 실증분석의 결과를 제시하고 해석을 시도하며 제5장에서는 결과를 요약하고 연구를 마감한다.

II. 국내외 선행연구 및 연구가설

인수합병공시가 인수기업 및 피인수기업의 주가 등에 미치는 영향을 분석한 연구는 국내외에서 지속적으로 이루어져 왔고, 기업지배구조가 주주의 부에 미치는 연구 역시 상당히 진행되었다. 그러므로 본 연구에서는 관련된 선행연구를

2) 자산총액 1천억 이상 규모의 코스닥상장 기업은 증권거래법 제191조의 16(사외이사의 선임) 1항에 의해 주권 상장법인은 사외이사를 이사 총수의 1/4 이상이 되도록 선임해야 한다. 자산총액 1천억원 이상의 상장회사는 일정한 결격요건에 해당하지 않는 상근감사를 선임해야 한다(상법 제542조의10).

3) 대리인 이론에 의하면 지배구조가 좋은 기업일수록 대리인 문제가 발생할 가능성이 줄어들어 인수합병 공시효과는 증가 할 것으로 예상된다.

크게 세 가지로 분류하였다. 첫째, 인수합병 시 인수합병공시효과에 관한 선행연구들을 살펴보고, 둘째, 인수합병 시 기업지배구조와 인수기업 누적초과이익률간의 연구를 알아본다. 마지막으로 본 연구에서 중요한 변수로 채택되는 기업규모에 관한 연구들을 살펴봄으로써 기업규모를 고려해야 하는 근거를 제시한다.

2.1 인수합병공시에 관한 연구

인수합병 공시일 전후로 인수기업과 피인수기업의 주주가 초과이익률을 얻는 지에 대하여 많은 연구가 이루어져 왔다. 피인수기업의 초과이익률은 인수기업으로부터의 인수대금의 과다지출 등과 같은 부의 이동 때문이라고 해석되었으며 대체적으로 양(+)의 초과이익률을 얻는다는 결과가 보고되었다. Dodd(1980)는 미국시장을 대상으로 연구한 결과 공시일 전후 5일만에 피인수기업은 13%의 누적초과이익률을 실현한다고 보고하였다.⁴⁾ 이수진 등(2013)은 국내 유가시장에서 진행된 총 142개 기업의 210회 인수합병건에 대해 분석한 결과 국내에서도 피인수기업의 초과이익률이 양(+)의 값을 나타낸다는 결과를 얻었다. 또한 인수기업의 지배구조가 높을수록 인수합병 공시 시점에서 피인수기업의 누적초과이익률이 낮음을 확인하였는데 이는 엄격한 기업 지배구조를 채택한 인수기업일수록 과도한 합병 프리미엄 지불을 막을 수 있기 때문이라고 주장하였다. 이에 따라 피인수기업이 양(+)의 누적초과이익률을 얻는 데는 국내외 별다른 의견 차이가 없는 것으로 보인다.

하지만, 인수기업의 주주의 부에 미치는 영향은 연구대상, 연구방식, 연구기간에 따라 상이한

결과를 보여주고 있다. Bruner(2004)는 54개의 선행연구를 검토한 결과 23개의 연구들은 유의적으로 정(+)의 누적초과이익률을 얻었고 14개는 유의적으로 부(-)의 누적초과이익률을 얻었으며, 나머지 연구는 누적초과이익률이 0과 통계적으로 다르지 않다고 제기하였다. 해외의 연구 중에서 Frank 등(1991)은 인수기업의 초과이익률이 공시일 전후 5일에서 -1.45%로 나타난다고 보고하였고 Kaplan and Weisbach(1992), Houston 등(2001) 연구에서도 인수기업의 주가는 부(-)의 초과이익률을 얻거나 유의한 결과가 나타나지 않는다고 주장하였다. 반면, 국내의 많은 연구들에서는 반대로 양(+)의 초과이익률을 보고하고 있다. 조정식 외 3인(2003)의 연구에서 코스닥시장에서 합병을 공시한 인수기업은 양(+)의 초과이익률을 얻는다고 하여 해외 선행연구와 다른 결과를 보이고 있다.

2.2 기업지배구조와 인수합병에 관한 연구

최근에는 인수합병공시효과보다 그 발생 원인에 더 많은 관심을 가지면서 여러 가지 이론들 [시너지 효과(synergy effect), 대리인 이론(agency theory), 피인수기업의 저평가 이론(undervalue theory), 휴브리스 가설(hubris theory) 등]이 제기되었다. 그 중에서도 대리인 이론을 기반으로 하는 지배구조에 관련하여 많은 연구들이 진행되고 있다.

Gompers and Metrick(2003)과 Masulis 등(2007)은 미국 내 상장기업의 주주의 권리 및 경영권방어조항(ATP)을 기업지배구조의 대용변수로 사용하여 인수합병성과간의 관계를 분석하였다. 주주의 권리가 상대적으로 낮고 경영권방어조항(ATP)이 상대적으로 많은 기업일수록 피인수기업에게 과도한 프리미엄을 지불하는 충동적인 기업 인수 의사결정을 내릴 수 있기 때문에 합병공시 주변에 누적초과이익률이 낮다고 주장하였다. Shleifer

4) Bradley 등 (1988), Dennis and McConnell (1986), Lang 등 (1989), Servaes (1991), Schwert (1996), Loughran and Vijh (1997), Maqueira 등 (1998), and Houston 등 (2001) 참조.

and Vishny(1997)는 대주주 지분율이 상승할수록 경영자에 대한 효율적 감시가 이루어져 기업 가치가 높게 되고 인수합병 시 과다 프리미엄을 지급하지 않게 된다고 주장하였다. 즉, 대주주에 의한 경영자 통제와 감시활동이 가능해지고 경영자의 대리인 문제가 감소된다. Stulz(1988)와 Sudarsanam 등(1996)은 비선형적인 결과이지만 경영자의 지분율이 어느 수준 이상으로 클 경우 참호효과(entrenchment)로 인하여 합병기업과 피합병기업의 주주는 모두 부가 감소되는 현상을 겪게 된다는 결과를 제시하였다.

미국의 성숙된 시장과 달리 국내에서는 주주의 권리보호 면에서 보다 소유구조 면에서 많은 연구들이 진행되고 있다. 박순홍·신현한(2010)은 국내연구들에서 합병공시 효과에 대하여 상이한 초과수익률을 보이는데 이는 대리인 문제 발생가능성을 정확하게 반영하는 대응변수의 부재 때문이라고 주장하면서 한국기업지배구조센터의 지배구조 총점과 이사회 및 감사기구의 세부영역 점수를 이용하여 합병 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과 지배구조 총점뿐만 아니라 이사회 영역과 감사기구 영역 모두 합병 성과에 유의한 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 기존의 연구와 일관된 결론을 얻었다.

2.3 규모에 관한 연구

강준구 등(2001)은 30대 재벌과 30대 재벌에 속하지 않는 비재벌 합병기업의 합병공시효과를 비교 분석하였다. 비재벌 합병기업의 경우 합병은 기업가치를 증가시키는 사건인 반면에 재벌기업의 합병은 기업가치를 증가시키지 못하였으며 특히 대리인 문제가 심각하리라고 예상되는 합병의 경우에는 합병기업의 가치가 크게 하락하는 결과가 제시되었다.

Moeller 등(2004)은 합병기업이 평균적으로 1.1%의 초과수익률을 얻었지만 기업규모에 따라 주주

의 부에 미치는 영향이 다르다는 것을 보여주면서 기업규모에 따라 초과수익률에서 차이가 나는 규모효과를 발견하였다. 장봉규·정두식(2004)은 의무공개매수제도와 주식대량취득제한 조항의 개정(폐지)가 합병공시에 어떤 영향을 미치는지 알아보기 위한 연구에서 인수기업의 자본금 규모 차이에 따라서 누적초과수익률의 차이가 존재하고 이로 인하여 상대적으로 작은 규모의 기업이 합병으로 인하여 더 큰 혜택을 볼 것이라고 해석하였다.

변진호·안소림(2006)은 1998년부터 2005년까지 264개의 표본에서 기업의 특성변수로 관련사업, 과거 경영성과, 잉여현금흐름, 성장성 등을 선택하여 인수기업의 규모와의 관계 그리고 초과수익률에 미치는 영향을 분석한 결과 규모효과가 국내에도 여전히 존재하고 있다는 결과는 확인하였으나 그 원인에 대하여는 설명을 못하고 있다.

2.4 연구가설

본 연구는 기존의 연구들과 달리 기업규모라는 변수에 주안점을 두어 코스닥 기업을 중심으로 인수합병 기간 동안의 누적초과수익률과 기업 지배구조의 관계를 분석하고자 한다. 기업규모는 변진호·안소림(2006)이 주장한 규모효과 외에도 증권법개정에 의해 기업지배구조에도 영향을 준다. 그러므로 먼저 규모차이가 지배구조의 차이를 가져오는 지에 대하여 살펴본다. 차이가 존재한다면 법률에 적용되는 자산규모 1천억을 기준으로 소규모와 대규모기업으로 나누었을 때 지배구조가 인수합병 시기의 누적초과수익률에 어떤 영향을 미치는 지를 분석한다. 법률의 특성을 고려하면 지배구조 세부영역 중 특히 이사회와 감사기구가 미치는 영향이 기업규모에 따라 다르게 나타날 것으로 예상된다. 대규모기업일 경우 법률에 의하여 비자발적으로 이사회와 감사기구가 이루어 질 가능성이 높기 때문에 그 영향은 크지

Table 1. Distributions of mergers and acquisitions in KOSDAQ by announcement year

This table shows the numbers and distributions of acquisitions of business, acquisitions of stocks, mergers, and backdoor listings in KOSDAQ by announcement year between 2004 and 2011. () represents M&A proportion excluding backdoor listings.

| Year | Acquisitions of Business | Acquisitions of Stocks | Mergers | Backdoor Listings |
|-------|--------------------------|------------------------|--------------|-------------------|
| 2004 | 0 | 6 | 11 | 6 |
| 2005 | 4 | 12 | 15 | 11 |
| 2006 | 2 | 12 | 22 | 20 |
| 2007 | 3 | 14 | 23 | 38 |
| 2008 | 1 | 15 | 15 | 34 |
| 2009 | 1 | 13 | 11 | 28 |
| 2010 | 1 | 14 | 11 | 22 |
| 2011 | 2 | 6 | 5 | 7 |
| Total | 14 (6.39%) | 92 (42.01%) | 113 (51.60%) | 166 |
| | | 219 (100%) | | |

않을 것으로 예상되고 소규모기업은 대부분 자발적 노력에 의하여 이사회와 감사기구 점수가 높아짐에 따라 인수합병 성과에 미치는 영향이 클 것으로 기대한다. 이에 따라 아래와 같은 가설을 제기하고자 한다.

가설 1. 기업의 규모에 따라 전반적인 지배구조가 인수합병공시효과에 미치는 영향에 차이가 있을 것이다.

가설 2. 소규모기업의 이사회와 감사기구는 인수합병 공시 주변의 누적초과수익률과 정(+)의 관계를 나타낼 것이다.

가설 3. 대규모기업의 이사회와 감사기구는 인수합병 공시 주변의 누적초과수익률에 크게 영향을 미치지 않을 것이다.

III. 자료 및 연구방법

3.1 표본

본 연구는 2004년 1월부터 2011년 12월까지 8

년간 코스닥시장에서 인수합병을 완료한 인수기업을 대상으로 분석하였다. 연구자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)의 공시서류 상세검색을 통해 수집하였고 강효석·서재웅(2010)이 제시한 경제적 효과의 공정성 및 표본의 대표성 문제를 고려하여 주식취득, 영업양수, 합병(소규모 합병 제외) 방식을 모두 포함하여 연구를 진행하였다. 코스닥 인수기업이 표본기간 내에 인수합병을 실시한 사실은 있으나 현재 상장폐지로 전자공시시스템(DART)에서 수집할 수 없는 경우 한국거래소의 상장공시시스템(KIND)의 공시자료로 보완하여 표본의 완전성을 높이고자 노력하였다. 표본으로 사용된 인수합병은 다음과 같은 기준에 의하여 선정하였다.

- 인수기업(합병기업, 양수기업, 주식취득기업)이 코스닥 상장기업.
- 금융업에 종사하는 인수기업 제외.
- 자산양수도는 주식취득 경우에만 포함하고 50% 이상 인수로 경영권을 확보한 경우만 포함.

Table 2. Distributions of mergers and acquisitions in KOSDAQ by industries

This table shows the numbers and distributions of mergers and acquisitions in KOSDAQ by industries. The numbers include only completed deals between 2004 and 2011.

| No. | Industries | M&A in KOSDAQ |
|-------|---|---------------|
| 1 | IT H/W | 44 |
| 2 | IT S/W & SVC | 34 |
| 3 | Food and Beverages/Tobacco | 1 |
| 4 | Textiles/Apparel | 5 |
| 5 | Paper and Wood products | 3 |
| 6 | Chemical products | 13 |
| 7 | Pharmaceuticals | 8 |
| 8 | Non-metallic Minerals | 5 |
| 9 | Metals | 7 |
| 10 | Machines and Equipment | 10 |
| 11 | Electronic Components | 8 |
| 12 | Medical Appliances and Instruments | 3 |
| 13 | Constructions | 6 |
| 14 | Logistics | 20 |
| 15 | Transportation | 2 |
| 16 | Recreation/Cultural services | 4 |
| 17 | Furniture | 5 |
| 18 | Transport Equipment | 5 |
| 19 | Printing and Reproduction of Recorded Media | 2 |
| 20 | Broadcasting services | 11 |
| 21 | Others | 23 |
| Total | | 219 |

- 합병 전에 인수대상기업의 지분율을 50%미만으로 소유한 경우만 포함.
- 주식취득은 인수 전 지분율이 50%미만에서 인수 후 지분율이 50% 이상인 경우만 포함.

추출된 1차 표본 중에서 우회상장⁵⁾인 경우,

5) 2006년 7월 이후부터는 공시자료에 우회상장 여부를 반드시 보고하도록 되어있어 확인이 가능하나 2006년 7월 이전은 직접적인 확인이 불가능하여 당시 관련 경제기사를 통하여 우회상장 여부를 판별하였다.

Fn-guide상 사건일 전후 추가수익률 자료가 없는 경우, 피인수기업의 재무자료가 불충분한 경우, 인수기업의 지배구조점수가 없는 경우 등을 제외한 후에 분석 가능한 표본 수는 총 219건으로 확인되었다. 인수합병 표본의 연도별, 종류별, 업종별 분포는 <Table 1>과 <Table 2>에 보고하였다.

Table 3. Changes in KCGS rating process

Korea Corporate Governance Services has changed and revised the rating process since 2004. KCGS has revised the total score, evaluation process, and survey questions in 2005, 2006, and 2011.

| 2004 | 2005 | 2006 | 2011 |
|--|--|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> • KCGS evaluates the companies initially • Individual companies can access to evaluation reports and provide the feedback(questionnaires or survey) • Evaluation and Feedback coverage (6:4) • (Total scores 300) | <ul style="list-style-type: none"> • KCGS evaluates the companies initially • Individual companies can access to evaluation reports and provide the feedback(questionnaires or survey) • Evaluation and Feedback coverage (8:2) • (Total scores 300) • Penalty score introduced | <ul style="list-style-type: none"> • Based on the public information, KCGS evaluates companies • 2nd evaluation introduced • After KCGS initial evaluation, only Top ranked companies are evaluated again to choose the best practice(Feedback survey) | <ul style="list-style-type: none"> • Based on the public information, KCGS evaluates companies • Discontinued 2nd evaluation |

3.2 연구방법

3.2.1 기업의 지배구조 측정

기업지배구조는 기업의 경영을 통제하는 시스템으로 투명경영의 지표이기도 하다. 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service)은 2003년부터 국내 코스닥시장, 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 공시자료 및 설문을 이용하여 지배구조를 평가하고 점수화하고 있다. 지배구조 점수는 총 5개의 세부영역(주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영의 배분과실)으로 구성되며 지배구조총점은 300점으로 통합된다. 지배구조는 점수는 기업지배구조의 건전성 여부 및 투자의 척도로 사용되며 기업지배구조점수가 높은 기업일수록 기업지배구조가 좋다고 할 수 있다. <Table 3>에서 설명한 바와 같이 2003년부터 현재까지 지배구조 평가방식과 평가절차는 개선되고 있다. 점수체계에 있어서도 지배구조의 총점은 변함이 없으나 세부항목은 총 4차례의 수정과 보완을 거쳐 왔다.

본 연구는 한국기업지배구조원(KCGS)에서 매년 발표하는 코스닥 상장기업의 지배구조점수를 사

용하여 인수기업의 지배구조가 인수합병공시효과에 미치는 영향에 대하여 분석하고자 한다. 기존의 많은 연구들에서는 기업지배구조점수에 총점을 나누어 얻은 비율화된 점수로 사용하고 있으나 본 연구에서는 기존의 방식과 달리 인수합병에 중요한 항목만 선택하여 새로운 지배구조 점수체계를 구성하여 사용하고자 한다. 이는 표본기간 동안 변경된 설문항목을 표준화하여 서로 다른 연도에서 기업들간의 비교를 정확히 하고자 한다. 이에 따라 본 연구는 아래와 같은 과정을 새로운 지배구조체계를 구성하였으며 이를 총점으로 나누어 비율화된 점수를 산출하였다.

1. 전체 지배구조 항목 중 인수합병과 크게 상관없는 항목은 제외한다.
2. 기업지배구조 총점에서 5개 세부영역이 차지하는 비율은 최대한 유지한다.
3. 전체적인 세부항목은 최근 설문지(2011년 개정판)를 기준으로 작성하며 세부항목의 점수도(서로 다른 연도에 같은 설문사항에 대해 다른 점수를 부여할 경우) 2011년을 기준으로 점수를 부여한다.

위 과정을 거쳐 2004년부터 2011년까지의 표본기간동안 비교 가능한 지배구조설문지를 구성하였다. 이는 총 57개의 항목으로 구성되었으며 주주의 권리보호 60점, 이사회 60점, 공시 40점, 감사기구 30점 경영의 과실배분 10점으로 총점은 200점으로 합산된다.

3.2.2 누적초과수익률

본 연구에서는 기업지배구조가 인수합병의 공시효과에 미치는 영향을 분석하기 위하여 이사회 결의일을 기준으로 하여 사건연구(event study)를 실시하였다. 인수기업의 누적초과수익률(CAR)은 시장모형(market model)의 방법으로 측정하고, 사건 전 250일에서 21일까지를 모수추정의 기간으로 활용하였다. 시장수익률로는 코스닥시장의 일별수익률을 사용하였다. 사건일 전후의 초과수익률을 구하는 식은 아래와 같다.

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

여기서, $AR_{i,t}$ = i기업의 t기의 초과수익률

$R_{i,t}$ = i기업의 t기의 수익률

$R_{m,t}$ = t기의 시장수익률

각 인수기업들의 초과수익률(AR)을 구한 후 누적초과수익률은 식 (2)와 같이 사건기간 동안 초과수익률을 더하여 계산하였다.

$$CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^t AR_{i,t} \quad (2)$$

여기서, $CAR_{i,t}$ = i기업 t기간의 누적초과수익률

AR_t = t기의 수익률

3.2.3 연구모형 설정

인수기업의 지배구조가 인수합병의 공시효과에 미치는 영향을 분석하는 것이 본 연구의 목적이다. 인수합병의 공시효과는 사건기간 동안 누

적초과수익률로 측정되고 이를 종속변수로 사용하여 분석한다. 인수기업의 지배구조를 독립변수로 고려하고 기타 인수기업 특성 변수를 통제변수로 활용하여 다음과 같은 회귀분석 모형을 사용한다.

$$\begin{aligned} CAR = & \beta_0 + \beta_1 CG + \beta_2 Size + \beta_3 ROE \\ & + \beta_4 \frac{Debt}{Equity} + \beta_5 Tobin Q + \beta_6 \frac{Profit}{Sales} \\ & + \beta_7 Sales Growth + \beta_8 List \\ & + \beta_9 Diversification + \beta_{10} Hightech \\ & + \beta_{11} Biz + \beta_{12} Merge + \beta_{13} + \varepsilon \quad (3) \end{aligned}$$

인수기업의 규모(Size)는 총자산을 기준으로 하고 인수합병공시를 발표하기 직전 년도 기말의 재무제표를 기준으로 측정하였다. 또한 자산규모 1천억 이상을 대규모 기업으로 정하고 1천억 이하를 소규모 기업으로 정하여 전체 표본을 규모에 따라 분류한 후 각각 회귀분석을 시도하였다.

기업의 수익성을 측정하기 위하여 ROE와 매출액수익률(Profit/Sales)을 사용하였다. ROE는 직전 회계연도 당기순이익에 평균자기자본을 나누어 계산하였고 매출액수익률은 직전 회계연도 당기순이익을 매출액으로 나누어 계산하였다. 부채비율(Debt/Equity)은 기업의 재무구조를 대표하는 변수이고 직전 회계연도 재무제표를 기준으로 측정하였다. TobinQ는 총자산의 시장가치를 기업의 대체비용으로 나눈 값이다. TobinQ가 1보다 크면 기업의 경영성과가 좋다고 할 수 있고 1보다 작은 경우 성과가 좋지 못하다고 할 수 있으며 이 또한 직전 회계연도 기준으로 구하였다.

피인수기업과 관련된 통제변수는 다음과 같다. List는 피인수기업이 국내 거래소에 상장되어 있으면 1을 취하고 그렇지 않으면 0을 취하였고, Diversification은 인수기업과 피인수기업이 동종

Table 4. Abnormal returns(AR) and Cumulative abnormal returns(CAR) for acquiring firms

Abnormal returns around mergers and acquisition announcements are measured by the market model prediction error. I estimate the market model parameters of each stock using daily returns from day -250 through day -21 before the announcements. $AR_{i,t} = R_{i,t} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{m,t})$, where $AR_{i,t}$ = abnormal returns for i firms at time t, $R_{i,t}$ = returns for i firms at time t, $R_{m,t}$ = returns for market at time t. For each of the companies in the sample, cumulative abnormal returns are also measured by summation of daily abnormal returns during the days around the announcements. $CAR_{i,t} = \sum_{t=1}^t AR_{i,t}$, where $CAR_{i,t}$ = cumulative abnormal returns for i firms at time t, AR_t = abnormal returns for i firms at time t.

| days | AR (N=219) | | p-value |
|--------------|------------|---------|---------|
| | mean | Median | |
| -10 | 0.4008 | -0.1965 | 0.1755 |
| -9 | 0.1900 | -0.5097 | 0.5165 |
| -8 | 0.0593 | -0.4707 | 0.8579 |
| -7 | 0.2017 | -0.1717 | 0.5357 |
| -6 | -0.1552 | -0.3609 | 0.6222 |
| -5 | 0.4305 | 0.1520 | 0.1519 |
| -4 | 0.2300 | 0.0786 | 0.4484 |
| -3 | 0.8291 | -0.0869 | 0.0225 |
| -2 | 1.0980 | 0.2399 | 0.0013 |
| -1 | 1.5774 | 0.3813 | <.0001 |
| 0 | 2.3465 | 1.3559 | <.0001 |
| 1 | 0.5523 | -0.1562 | 0.2597 |
| 2 | -0.7654 | -0.8414 | 0.0590 |
| 3 | -0.8363 | -1.0487 | 0.0195 |
| 4 | -0.3813 | -0.5161 | 0.2672 |
| 5 | -0.3228 | -0.9331 | 0.2895 |
| 6 | -0.0964 | -0.4477 | 0.7544 |
| 7 | 0.6012 | -0.0122 | 0.0782 |
| 8 | -0.2272 | -0.5876 | 0.4585 |
| 9 | -0.1145 | -0.3717 | 0.6860 |
| 10 | -0.2790 | -0.2602 | 0.3388 |
| CAR(-2, 1) | 5.5742 | 4.0737 | <.0001 |
| CAR(-2, 2) | 4.8088 | 2.6245 | <.0001 |
| CAR(-5, 1) | 7.0638 | 5.4518 | <.0001 |
| CAR(-5, 2) | 6.2984 | 4.2399 | <.0001 |
| CAR(-5, 5) | 4.7580 | 2.4886 | <.0001 |
| CAR(-10, 2) | 6.9950 | 4.2079 | <.0001 |
| CAR(-10, 10) | 5.3387 | 2.4723 | 0.0009 |

산업에 속하지 않을 경우 1, 동종산업에 속할 경우 0을 부여하였으며, Hightech은 인수기업이

Loughran and Ritter(2004)가 정의한 고기술업종에 포함되면 1, 그렇지 않으면 0을 취하는 더

Table 5. Summary statistics

The sample consists of 219 completed KOSDAQ mergers and acquisitions between 2004 and 2011. CAR is cumulative abnormal returns, CG is overall score of the corporate governance, CG1 is governance score 1 related to shareholder's right, CG2 is governance score 2 related to board of directors, CG3 is governance score 1 related to disclosure, CG4 is governance score 1 related to audit, and CG5 is governance score 1 related to profit distribution. Biz, Merge, Stock, Sub, Cash are dummy variables.

| Variables | N | Mean | Std | Min | Max |
|---------------------|-----|---------|---------|----------|----------|
| CAR[-2, 1] (%) | 219 | 5.5742 | 12.2017 | -43.9499 | 57.7892 |
| CAR[-2, 2] (%) | 219 | 4.8088 | 13.9731 | -58.5637 | 60.0442 |
| CAR[-5, 1] (%) | 219 | 7.0638 | 13.8208 | -39.8053 | 74.3818 |
| CAR[-5, 2] (%) | 219 | 6.2984 | 15.0986 | -49.2790 | 76.6368 |
| CAR[-5, 5] (%) | 219 | 4.7580 | 17.4563 | -54.0941 | 81.1644 |
| CAR[-10, 2] (%) | 219 | 6.9950 | 19.5463 | -70.1738 | 76.8182 |
| CAR[-10, 10] (%) | 219 | 5.3387 | 23.3696 | -60.4453 | 90.5706 |
| CG_overall (%) | 219 | 29.3836 | 6.1287 | 14.5000 | 51.5000 |
| CG1_rights(%) | 219 | 15.4041 | 3.1915 | 7.0000 | 21.5000 |
| CG2_board (%) | 219 | 4.7945 | 2.0724 | 0.5000 | 10.5000 |
| CG3_disclosure(%) | 219 | 5.0091 | 2.3893 | 0.0000 | 13.0000 |
| CG4_audit(%) | 219 | 3.6187 | 2.0368 | 0.0000 | 10.5000 |
| CG5_distribution(%) | 219 | 0.5571 | 0.9932 | 0.0000 | 4.0000 |
| Ln(assets) | 219 | 24.5981 | 1.1180 | 21.0433 | 28.7895 |
| Ln(equity) | 219 | 22.8431 | 7.0244 | -23.2727 | 28.1916 |
| Ln(debt) | 219 | 23.6039 | 1.4707 | 19.7166 | 27.9911 |
| ROE | 219 | 0.0294 | 4.1848 | -8.2073 | 55.9425 |
| TobinQ | 219 | 1.5185 | 1.1797 | 0.3055 | 9.7109 |
| Debt/equity | 219 | 2.2275 | 14.7752 | -55.4301 | 200.9165 |
| Profit/sales | 219 | -0.3359 | 0.8626 | -4.7805 | 1.6018 |
| Sales_growth | 219 | 1.4921 | 2.0603 | 0.4657 | 27.9484 |
| Target_ln(assets) | 219 | 23.3447 | 1.3821 | 19.3377 | 28.7201 |
| Target_ln(equity) | 219 | 19.0835 | 11.6285 | -25.1214 | 27.2963 |
| Target_ln(debt) | 219 | 22.7011 | 1.6327 | 17.3222 | 28.4447 |
| Target_ROE | 219 | 0.2137 | 3.2632 | -14.0225 | 40.9617 |
| Target_debt/equity | 219 | 2.9653 | 13.5924 | -48.9681 | 171.2275 |
| Target_profit/sales | 218 | -0.1625 | 1.0071 | -9.0488 | 1.0613 |
| List | 219 | 0.0411 | 0.1990 | | |
| Diversification | 219 | 0.4018 | 0.4914 | | |
| HighTech | 218 | 0.3440 | 0.4761 | | |
| Biz | 219 | 0.0639 | 0.2452 | | |
| Merge | 219 | 0.5160 | 0.5009 | | |
| Stock | 219 | 0.4201 | 0.4947 | | |
| Sub | 219 | 0.0639 | 0.2452 | | |
| Cash | 219 | 0.4932 | 0.5011 | | |

미변수이다. 인수합병 수단에 따라서 영업양수와 합병방식을 각각 Biz와 Merge로 더미변수화 하

였고 계열사관계를 나타내는 Sub는 인수기업과 피인수기업이 계열사관계일 경우 1, 계열사관계가 아닐 경우 0을 부여하였다.

IV. 분석결과

4.1 전체 표본기업의 누적초과수익률 (CAR)

〈Table 4〉는 인수합병 공시일을 기준으로 측정한 인수기업의 일별 초과수익률(AR)과 누적 초과수익률(CAR)을 보여주고 있다. 인수합병공시 3일전, 1일전, 공시일의 평균초과수익률은 각각 0.8291%(5%수준에서 유의), 1.5774%(1%수준에서 유의), 2.3465%(1%수준에서 유의)이며 인수합병공시 후 1일은 0.5523%로 나타났으나 유의하지 않았다. 공시 후 평균초과수익률은 2일, 3일에서 각각 -0.7654%(10%수준에서 유의), -0.8363%(5%수준에서 유의)로 나타나 누적초과수익률이 다소 낮아진 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 이사회결의일이 인수합병공시일로 적절하게 사용되었으며, 코스닥시장이 정보공시효과를 잘 반영하고 있다는 것을 의미한다고 사료된다.

4.2 지배구조점수 및 변수의 기술통계

〈Table 5〉는 본 연구에서 사용되는 변수들에 대한 기술 통계량이다. 시장모형을 이용한 누적 초과수익률은 ± 2 일, ± 5 일, ± 10 일에서 각각 4.8088%, 6.2787%, 7.5944%의 값을 가져 기존 국내 연구들의 결과와 동일하게 양(+)의 누적 초과수익률을 발생시키는 것으로 나타났다. 기업지배구조점수는 총점으로 나눈 비율을 나타내며 코스닥 인수기업들의 지배구조점수는 총점의 절반에도 미치지 못하고 있어 개선의 여지가 남아 있음을 보여준다. 특히 5개 세부영역(주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영의 과실배분) 중에서 이사회 세부영역이 지배구조총점에서는 주

주의 권리보호 세부영역과 같은 비중을 차지함에도 불구하고 훨씬 낮은 수치를 보이고 있다. 그 원인으로는 이사회구성과 이사회 운영 및 평가 등에서 높은 점수를 얻지 못한 것으로 보인다. 표본의 재무구조를 보여주는 부채비율에 의하면 인수기업들이 부채에 대한 의존도가 높은 것으로 보이며 인수기업의 재무성과인 당기순이익률, ROE가 비교적 저조하게 나타나고 있다. 한편 인수기업의 시장가치를 나타내는 TobinQ의 평균은 1.5185로 시장에서 가치가 비교적 높게 평가되고 있음을 알 수 있다.

표본들의 인수합병수단으로는 합병과 주식취득이 각각 51.60%, 42.01%로 대부분의 비중을 차지하고 비계열회사에 대한 인수합병이 대부분인 것으로 나타났다. 인수기업의 34.40%는 하이텍 산업에 속하고 인수합병의 40.18%가 다각화 인수인 것으로 나타났다. 피인수기업이 상장회사인 경우는 약 4.11%로 나타났다.

4.3 인수기업 지배구조와 규모 사이의 관계

〈Table 6〉에서는 증권거래법에서 적용되는 자산규모를 기준으로 코스닥시장에 상장되어 있는 인수기업을 자산규모 1천억 이상인 기업집단(이하 대규모)과 1천억 이하인 기업집단(이하 소규모)으로 나누어 t-test를 실시하였다. 지배구조총점은 소규모 기업집단이 평균 28.6254%, 대규모 기업집단이 평균 31.9063%로 1% 유의수준에서 대규모 기업의 지배구조점수가 소규모 기업의 지배구조점수보다 높은 것으로 나타났다. 지배구조의 세부영역을 비교한 경우 주주의 권리보호 영역이 통계적인 차이가 없는 것으로 나타났으나 이사회, 공시(경영투명성), 감사기구, 경영의 과실배분에서 모두 1% 유의수준에서 통계적 차이가 있는 것으로 나타났다. 그 중에서 이사회와 감사기구는 증권거래법 제도의 개정(2001년, 3월)으로 인한 결과로 보인다.

Table 6. Differences in governance between small and large size companies

CG is overall score of the corporate governance. CG1 is governance score 1 related to shareholder's right, CG2 is governance score 2 related to board of directors, CG3 is governance score 1 related to disclosure, CG4 is governance score 1 related to audit, and CG5 is governance score 1 related to profit distribution. Company whose assets size is greater than 100 billion Korean Won belongs to large cap group and otherwise small cap group.

| | | Small cap group (S) N=171 | Large cap group (L) N=48 | (S)-(L) | p-value |
|-----|---------|------------------------------|-----------------------------|---------|---------|
| CG | Mean | 28.6754 | 31.9063 | -3.2308 | 0.0053 |
| | Std Dev | 5.6333 | 7.1494 | 5.9943 | |
| CG1 | Mean | 15.5468 | 14.8958 | 0.6510 | 0.2125 |
| | Std Dev | 3.1503 | 3.3182 | 3.1874 | |
| CG2 | Mean | 4.5468 | 5.6771 | -1.1303 | 0.0007 |
| | Std Dev | 2.0943 | 1.7427 | 2.0233 | |
| CG3 | Mean | 4.8275 | 5.6563 | -0.8288 | 0.0334 |
| | Std Dev | 2.3088 | 2.5789 | 2.3699 | |
| CG4 | Mean | 3.2778 | 4.8333 | -1.5556 | 0.0002 |
| | Std Dev | 1.7406 | 2.5208 | 1.9365 | |
| CG5 | Mean | 0.4766 | 0.8438 | -0.3671 | 0.0233 |
| | Std Dev | 0.9953 | 0.9406 | 0.9837 | |

Table 7. Differences in financial characteristics between small and large size companies

Company whose assets size is greater than 100 billion Korean Won belongs to large cap group and otherwise small cap group. Those two groups have different financial characteristics as follows.

| | | Small cap group (S) N=171 | Large cap group (L) N=48 | (S)-(L) | p-value |
|--------------|---------|------------------------------|-----------------------------|---------|---------|
| CAR[-2,2] | Mean | 5.4082 | 2.6734 | 2.7349 | 0.0007 |
| | Std Dev | 15.2555 | 7.6062 | 13.959 | |
| CAR[-5,5] | Mean | 6.0867 | 0.0247 | 23.274 | 0.002 |
| | Std Dev | 19.0022 | 8.834 | 6.0620 | |
| CAR[-10,10] | Mean | 6.7316 | 0.3766 | 6.3549 | 0.0172 |
| | Std Dev | 25.4812 | 12.3473 | 23.274 | |
| ROE | Mean | 0.0745 | -0.1312 | 0.2057 | 0.5796 |
| | Std Dev | 4.7287 | 0.5637 | 4.1936 | |
| Debt/equity | Mean | 2.4573 | 1.4087 | 1.0486 | 0.5032 |
| | Std Dev | 16.3727 | 6.4883 | 14.8028 | |
| Tobin_q | Mean | 1.6232 | 1.1458 | 0.4774 | <.0001 |
| | Std Dev | 1.2937 | 0.4677 | 1.1656 | |
| Profit_Sales | Mean | -0.4168 | -0.0478 | -0.3690 | <.0001 |
| | Std Dev | 0.9410 | 0.3733 | 0.8508 | |

4.4 인수기업의 재무성과와 규모간의 관계

〈Table 7〉에 보고된 바와 같이 인수기업의 규모의 차이는 지배구조 이외 재무성과에도 영향을 미치는 것으로 보인다. 인수기업의 공시효과 역시 규모의 영향을 받는 것으로 나타나며 자산규모가 작은 인수기업집단의 누적초과수익률이 자산규모가 큰 인수기업집단의 누적초과수익률보다 큰 것으로 보아 변진호·안소림(2007)이 제기한 규모효과도 어느 정도 나타난다고 예상할 수 있다.

인수기업의 재무성과를 표시하는 ROE는 비록 소규모 기업과 대규모 기업에서 각각 양(+)의 값과 음(-)의 값을 가지고 있지만 그 차이는 통계적으로 유의하게 나타나지 않고 있다. Profit/Sales는 대규모집단이 1% 유의수준에서 통계적으로 높게 나타났고 기업의 가치를 평가하는 TobinQ는 소규모집단이 1% 유의수준에서 통계적으로 더 크게 나타났다.

두 집단 간의 이러한 차이는 지배구조와 인수합병공시효과의 관계 분석 시 규모는 반드시 고려되어야 할 변수임을 보여준다. 또한 법률적 규제가 규모에 따라 지배구조에 영향을 주는 관계로 본 연구에서는 대규모와 소규모 집단을 나누어 각각 회귀분석을 실시하였다.

4.5 소규모기업집단과 대규모기업집단의 다항회귀분석

소규모기업집단에서 지배구조가 인수합병 공시기간의 누적초과수익률에 미치는 영향을 분석한 결과는 〈Table 8〉의 Panel A에 보고하였다. 기업지배구조 총점은 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났는데 코스닥 상장기업 중에서도 규모가 작은 기업들은 기업지배구조가 열악하고 기업별로 차이가 크지 않기 때문인 것으로 해석된다. 기업지배구조 총점은 포함 항목

이 광범위하고 세부영역을 포함한 총점수로서 점수 그 자체로는 정확한 지배구조 원인규명이 불가능하다. 이에 따라 기업지배구조 하위구조인 주주의 권리, 이사회, 공시(경영투명성), 감사기구 그리고 경영의 과실배분 총 5개 세부영역을 함께 분석하였다. Model 2는 주주의 권리와 누적초과수익률의 관계를 분석하는 모형이다. 주주의 권리보호가 누적초과수익률과 통계적으로 유의한 부(-)의 관계를 가진다는 것은 인수기업이 주주들의 권리보호 제도를 많이 도입할 경우 관련비용의 증가로 기업의 가치가 하락하고 경영권방어조항(ATP)이 많을수록 시장에서의 긍정적인 초과수익률을 얻는 것으로 해석된다. 이는 미국과 같이 경쟁적이고 시장감독이 효율적인 환경을 대상으로 진행한 Gompers 등(2003)과 Masulis 등(2007)의 연구와는 반대된 결론이다.

Model 3은 이사회를 독립변수로 회귀분석을 진행하였다. 소규모기업인 경우 이사회에 대한 법률적인 제도가 존재하지 않고 기업 내부에서 자율적인 지배구조 개선이 진행이 되기 때문에 이사회 점수가 높을수록 인수합병 공시기간 누적초과수익률이 커져야 하나, 결과적으로 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 국내의 사외이사의 전문성과 독자성이 미흡하고 사외이사의 67.2%가 지배주주 및 경영진에 의해 추천되고 있는 점⁶⁾을 고려할 때 이사회가 경영진에 대한 감독 역할을 제대로 하지 못한 것으로 해석된다. 한편 이사회와 같이 회귀계수 값이 유의한 양(+)의 부호를 가질 것으로 기대했던 감사기구는 인수합병공시효과를 높여주는 중요한 변수로 나타났다. Model 5의 결과는 감사기구가 경영자를 효율적으로 감시할수록 인수합병공시효과가 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타났다.

Model 6는 경영의 과실배분을 독립변수로 회

6) 윤진수(2008) 참조

Table 8. Regression analysis CAR

The dependent variable of the regression analysis is the CAR[-2, 2]. There are 5 categories in governance. CG is overall score of the corporate governance, CG1 is governance score 1 related to shareholder's right, CG2 is governance score 2 related to board of directors, CG3 is governance score 1 related to disclosure, CG4 is governance score 1 related to audit, and CG5 is governance score 1 related to profit distribution. Panel A reports the results of regression for small cap group and Panel B reports the results of regression for large cap group. *, **, *** indicate coefficients statistically different from 0 at the 10%, 5%, and 1% confidence level, respectively.

Panel A: regression analysis of small cap group

| Variable | Dependent variable: CAR[-2, 2] | | | | | |
|-----------------|--------------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | Model1 | Model2 | Model3 | Model4 | Model5 | Model6 |
| Intercept | 28.798 | 31.237 | 29.774 | 29.507 | 27.212 | 26.559 |
| CG | -0.063 | | | | | |
| CG1 | | -0.781** | | | | |
| CG2 | | | 0.019 | | | |
| CG3 | | | | -0.011 | | |
| CG4 | | | | | 1.309* | |
| CG5 | | | | | | 1.343 |
| Size | -0.973 | -0.630 | -1.092 | -1.076 | -1.156 | -1.010 |
| ROE | -0.121 | -0.197 | -0.115 | -0.114 | -0.089 | -0.112 |
| Debt_equity | 0.009 | 0.007 | 0.009 | 0.009 | -0.005 | 0.012 |
| Tobin_q | -0.889 | -0.849 | -0.910 | -0.905 | -0.926 | -0.722 |
| Profit_sales | -3.271** | -2.661* | -3.356** | -3.354** | -3.415** | -3.624** |
| List | 4.869 | 3.935 | 4.867 | 4.873 | 3.785 | 5.149 |
| Diversification | -0.390 | -0.676 | -0.402 | -0.394 | -0.612 | -0.120 |
| Hightech | -1.100 | -1.032 | -1.076 | -1.085 | -1.402 | -0.845 |
| Biz | -4.291 | -4.031 | -4.355 | -4.339 | -3.475 | -4.38 |
| Merge | 5.080* | 4.931* | 5.108* | 5.106* | 5.164** | 5.160* |
| Sub | 0.203 | 0.222 | 0.312 | 0.305 | 1.526 | 0.239 |
| R-Square | 0.085 | 0.107 | 0.084 | 0.084 | 0.105 | 0.091 |
| Adj R-Sq | 0.015 | 0.038 | 0.014 | 0.014 | 0.037 | 0.022 |

Panel B: regression analysis of small cap group

| Variable | Dependent variable: CAR[-2, 2] | | | | | |
|-----------|--------------------------------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| | Model1 | Model2 | Model3 | Model4 | Model5 | Model6 |
| Intercept | 2.427 | 43.062 | 23.576 | 17.370 | 47.090 | 19.230 |
| CG | -0.479** | | | | | |
| CG1 | | -1.154*** | | | | |
| CG2 | | | -0.038 | | | |

| Variable | Dependent variable: CAR[-2, 2] | | | | | |
|-----------------|--------------------------------|-----------|---------|----------|----------|----------|
| | Model1 | Model2 | Model3 | Model4 | Model5 | Model6 |
| CG3 | | | | -0.807 | | |
| CG4 | | | | | 0.644 | |
| CG5 | | | | | | -0.875 |
| Size | 0.713 | -0.762 | -0.698 | -0.273 | -1.718 | -0.504 |
| ROE | 4.096* | 2.764 | 2.146 | 2.787 | 1.158 | 2.681 |
| Debt_equity | -0.101 | -0.031 | -0.146 | -0.130 | -0.130 | -0.122 |
| TobinQ | -9.913 | -19.407 | -24.872 | -15.290 | -31.066* | -22.591 |
| Profit_sale | -1.241 | -0.737 | -0.349 | -0.776 | -0.002 | -0.356 |
| List | -1.565 | 1.284 | -0.168 | -1.058 | 1.234 | -0.380 |
| Diversification | -5.236* | -8.360*** | -6.469* | -6.114** | -7.616** | -6.475** |
| Hightech | 4.26943 | 1.091 | 1.726 | 2.654 | -0.084 | 1.492 |
| Biz | 4.992 | 4.168 | 5.244 | 4.895 | 4.566 | 4.634 |
| Merge | 0.406 | 1.759 | 1.307 | 0.32822 | 1.341 | 1.112 |
| Sub | 0.081 | -0.452 | -1.053 | 0.570 | -0.929 | -1.153 |
| R-Square | 0.358 | 0.473 | 0.257 | 0.300 | 0.282 | 0.264 |
| Adj R-Sq | 0.138 | 0.292 | 0.003 | 0.060 | 0.035 | 0.012 |

귀분석을 진행한 결과이다. 회귀분석 계수는 양(+)의 부호를 가지므로 배분을 많이 받는 기업일수록 인수합병공시효과가 큰 것으로 나타났으나 통계적으로는 유의하지 않는다.

인수합병의 과거의 경영성과를 나타내는 Profit_sales의 계수는 통계적으로 유의한 음(-)으로 나타났는데 이는 인수기업이 낮은 매출액수익률을 보일수록 코스닥시장에서 긍정적으로 반응한다는 것을 뜻하며 과거 나쁜 성과를 가진 기업이 좋은 성과를 가진 기업에 비해 높은 초과수익률을 보인다는 것을 의미한다. 잉여현금흐름이 많을수록 또는 TobinQ가 낮을수록 인수기업은 큰 초과수익률을 보이나 통계적으로 유의하지는 않는 것으로 나타났다. 소규모 기업은 인수합병 수단에 따라 초과수익률의 차이를 보이며 합병일 경우 시장에서 긍정적으로 반응하는 것으로 나타났다.

전체 모델의 R-square가 상당히 작은 수치를 나타내고 있는데 이는 코스닥기업의 대부분 대주주 1인이 경영자인 경우가 많아 소유와 경영이 분리될 때 발생하는 대리인 문제가 크지 않기 때문에 지배구조가 초과수익률에 미치는 영향이 미비한 것으로 보인다.

〈Table 8〉의 Panel B에서는 대규모기업집단에 대한 결과를 보고하였다. Model 1에서 총지배구조의 회귀계수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타나 박순홍·신현한(2010)의 연구와 상반된 결과를 보였다. 소규모기업집단에서의 분석과 마찬가지로 원인 규명을 위해 지배구조의 세부항목을 포함하여 추가 분석을 시도하였다. Model 2에서 주주의 권리보호는 초과수익률과 부(-)의 관계를 가지고 있는 것으로 나타나 대규모기업집단에서도 경영자의 권리를 보호해 줄수록 시장에서 긍정적인 반응이 나타난 것을

의미한다. 기존의 경영자들의 재무성과가 우수한 경우 과도한 주주권리 보호를 도입할수록 비용이 더 많이 들고 시장에서는 부정적으로 반응한 것으로 해석할 수 있다.

Model 3과 Model 5에서 이사회와 감사기구는 모두 인수기업 공시효과에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 대규모 기업에서는 이사회와 감사기구에 대해 법률적 규제를 하고 있기 때문에 전체적으로 비교적 좋은 지배구조를 가지고 있어 기업들간의 이사회, 감사기구의 지배구조 차이가 인수합병공시효과 차이를 가져오지 못하는 것으로 이해된다.

대규모기업의 경영성과를 나타내는 ROE는 전체 모델에서 양(+)의 회귀계수 값을 가져 대규모기업의 경영성과가 대체로 좋고 경영자의 실적이 양호한 것으로 나타났지만 Model 1을 제외한 기타 모델에서는 통계적으로 유의한 값을 가지지 않는다. 잉여현금흐름의 회귀계수 값은 음(-)으로 나타나 인수합병이 인수기업의 경영 방만성에 기인하지 않은 것으로 예측된다. 인수기업과 피인수기업이 관련된 사업을 하느냐에 따라 분류한 다각화의 회귀계수가 음(-)이고 통계적으로 유의한 것으로 보아 인수기업과 피인수기업이 서로 관련사업일 경우 인수합병 공시효과가 더 크다는 것을 알 수 있다. 이는 관련 사업 인수로 물적자원과 인적자원의 효율적 배치로 인한 비용 절감에서 비롯된 것으로 생각된다. 대규모기업집단 모형에서의 설명계수 R-square는 소규모기업집단과 비교했을 때 훨씬 큰 값을 가진 것 볼 수 있다. 이는 대규모기업집단의 경영과 소유가 분리될 가능성이 크므로 기업지배구조가 대규모기업집단에서 초과수익률에 훨씬 큰 설명력을 부여하는 것으로 보여진다.

V. 결 론

기업지배구조가 경영의 투명성 지표로 떠오르면서 국내외 많은 연구들이 기업지배구조를 중심으로 이루어지고 있다. 특히 인수합병과 같이 대규모 투자활동에 있어서 기업지배구조의 역할은 그 어떤 것보다도 중요하다고 할 수 있겠다. 그러므로 국내외의 기존 연구는 지배구조가 인수합병 공시효과의 원인 중 하나라고 주장하였고 Shleifer and Vishney(1997), Gompers 등(2003), Masulis 등(2007)의 연구들이 대표적이다.

국내에서도 지배구조에 관한 연구들이 상당히 진행되어 왔다. 하지만 대부분 국내 연구들은 유가증권시장을 대상으로 합병만 분석하였고 코스닥시장과 합병 이외의 인수방식에 관해서는 연구가 미비한 실정이다. 본 연구는 2004년부터 2011년까지 219개의 코스닥시장 인수기업을 대상으로 지배구조가 인수합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였고 기존의 연구들과는 다음과 같은 점에서 차별화 하였다. 첫째, 기존의 연구들과 달리 코스닥시장을 대상으로 연구를 진행하였다. 둘째, 합병 이외 영업양수와 주식취득으로 인한 경영권 인수도 표본에 포함하여 표본의 대표성을 확보하였다. 셋째, 한국기업지배구조원에서 매년 발표하는 지배구조점수를 사용하되 중요한 설문사항만 추출하여 표준화된 설문지를 구성하였다. 또한 설문지항목 수정으로 인한 오차를 최대한 줄여 매년 같은 점수체계를 갖도록 하였다. 넷째, 증권거래법상 의무화한 이사회와 감사기구의 역할을 정확히 파악하기 위하여 규정상 기준이 되는 규모를 분류하여 법규가 미치는 그룹 법규가 미치지 않는 그룹으로 나누어 연구를 진행하였다.

코스닥시장에서 기업의 규모는 지배구조를 결정하는 중요한 요인인 것으로 나타났으므로 증권거래법에 따라 1천억 자산을 기준으로 소규모와 대규모기업집단을 구분하여 분석하였다. 소규모

기업집단에서 기업간의 전체 지배구조점수 차이가 작고 세부적인 항목이 너무 포괄적이어서 통계적으로 유의한 영향을 확인하지 못하였다. 반면, 지배구조 세부영역으로 분석한 결과는 주주의 권리보호는 통계적으로 유의적인 음(-)의 관계를 가지고 감사기구는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 소유주와 경영자가 분리되어 있지 않는 소규모기업에서 주주보호 관련 제도를 도입하기 위하여 과도한 비용이 지출되기 때문에 발생하는 것으로 예상된다. 감사기구는 예상한 바와 같이 자율적으로 개선을 할수록 인수합병 공시효과가 큰 것으로 보인다. 이사회는 유의하지 않는 것으로 보아 소규모기업에서의 역할이 제대로 이루어 지지 않은 것으로 예측이 된다.

대규모기업집단에서 총 지배구조 점수는 인수합병공시효과와 부(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 세부영역 중 주주권리보호 영역의 유의적인 부(-)의 관계가 지배적으로 나타난 것으로 보이며 과도한 제도의 도입 때문으로 판단된다. 대규모집단에서 이사회와 감사기구는 인수합병공시효과에 영향을 미치지 않는 것으로 나타나 이는 법률로 인해 어느 정도 개선이 되어있어 더 이상 인수합병 시 투자지표로 활용되지 않는 것으로 사료된다.

참고문헌(References)

- 강준구·김진모·배기홍(2001), “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구,” 재무연구(한국재무학회), 14(2), 49-88.
- 강효석·서재웅(2010), “코스닥기업의 인수합병이 인수기업의 경영성과에 미치는 영향,” 증권학회지(한국증권학회), 39(2), 191-223.
(Translated in English) Kang, H-S. and J-W Suh (2010), “The Effects of Mergers and Acquisitions on Acquiring Firms’ Performance in KOSDAQ Market,” The Korean Journal of Financial Studies (Korean Securities Association), 39(2), 191-223.
- 김철중(2013), “우리나라 M&A 현황 및 활성화 방안,” 과학기술정책, 23(2), 53-69.
- 박순홍·신현환(2010), “기업지배구조와 인수합병(M&A) 공시효과,” 경영학연구(한국경영학회), 39(3), 519-540.
(Translated in English) Park, S-H. and H-H Shin (2010), “Corporate Governance and M&A Announcement Effect,” Korean Management Review (Korean Academic Society of Business Administration), 39(3), 519-540.
- 변진호·안소림(2007), “합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구,” 재무연구(한국재무학회), 20(2), 37-68.
(Translated in English) Byun, J. and S-L Ahn (2007), “Acquirer’s Firm Size and Stock Market Response to M&A Announcement,” Asian Review of Financial Research (Korean Finance Association), 20(2), 37-68.
- 송영균·주상룡(1997), “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구: Cashflow 를 중심으로,” 증권학회지(한국증권학회), 20, 71-103.
(Translated in English) Song, Y-K and S-L Joo (1997), “A study on the performance of the merger in Korea? Cashflow analysis,” The Korean Journal of Financial Studies (Korean Securities Association), 20, 71-103.
- 윤진수(2008), “국내 사외이사 제도의 현황과 개선방안,”

- 기업지배구조리뷰, 41, 73-84.
- 이수진·최정화·최문섭(2013), “국내 인수기업의 지배구조와 피인수기업의 주주가치,” 기업경영연구(한국기업경영학회), 49, 73-91.
(Translated in English) Yi, S. J., J. H. Choi, and M. S. Choi(2013), “Corporate Governance and Target Shareholder Values: A Korean Case,” Korean Corporation Management Review (Korean Corporation Management Association), 49, 73-91.
- 장봉규·정두식(2004), “증권거래법 개정과 합병공시효과,” 재무관리연구(한국재무관리학회) 21(1), 59-86.
(Translated in English) Chiang, B-G and D-S Jung(2004), “The amendments of ‘Securities and Exchange Act’ and the announcement effects of M&A,” Korean Journal of Financial Management (Korean Financial Management Association), 21(1), 59-86.
- 조경식·박준철·김희석·이장형(2003), “코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과,” 경영학연구(한국경영학회), 32(3), 707-732.
(Translated in English) Joh, K-S, J-C Park, H-S Kim, and J-H Lee(2003), “The Effects of Merger Announcements on Stockholders Wealth in KOSDAQ,” Korean Management Review (Korean Academic Society of Business Administration), 32(3), 707-732.
- 조지호·전상경(2004), “기업지배구조가 인수합병에 미치는 영향,” 재무관리연구(한국재무관리학회), 21(2), 1-25.
(Translated in English) Cho, J. and S-G Jun (2004), “The effect of corporate governance on performance of mergers and acquisitions,” Journal of Financial Management (Korean Financial Management Association), 21(2), 1-25.
- 최국현·한상윤(2009), “소유지배구조가 기업의 투자활동에 미치는 영향,” 대한경영학회 학술연구발표대회 2009, 255-290.
- Bradley, M., A. Desai, and E. H. Kim(1988), “Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms,” Journal of Financial Economics, 21, 3?40.
- Bruner, R. F.(2004), “Applied mergers and acquisitions,” Vol. 173. John Wiley & Sons.
- Dennis, D. and J. McConnell(1986), “Corporate Mergers and Security Returns,” Journal of Financial Economics, 16, 143?87.
- Dodd, P.(1980), “Merger proposals, management dis-cretion and stockholder wealth,” Journal of Financial Economics, 8(2), 105-137.
- Franks, J. and C. Mayer(1990), “Takeovers: Capital markets and corporate control: A study of France, Germany, and the UK, Economic Policy,” A European Forum, 10, 189-231.
- Gompers, P. A., J. L. Ishii, and A. Metrick(2003), “Corporate Governance and Equity Prices,” The Quarterly Journal of Economics, 118, 107-155.
- Houston, J. F., C. M. James, and M. D. Ryngaert (2001), “Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders,” Journal of financial economics, 60(2), 285-331.
- Kaplan, S. N., and M. S. Weisbach(1992), “The success of acquisitions: Evidence from divestitures,” Journal of Finance, 47(1), 107-138.
- Lang, L., R. Stulz and R. Walkling(1989), “Managerial Performance, Tobin’s Q, and the Gains from Successful Tender Offers,” Journal of Financial Economics, 24, 137?54.
- Loughran, T. and A. Vijh(1997), “Do Long-Term Shareholders Benefit from Corporate Acquisitions?,” Journal of Finance, 52, 1765?90.
- Maquieria, C., W. Megginson and L. Nail(1998), “Wealth Creation versus Wealth Redistributions in Pure Stock-for-Stock Mergers,” Journal of Financial Economics, 48, 3?33.
- Masulis, R. W., C. Wang, and F. Xie(2007), “Corporate governance and acquirer returns,” Journal of Finance, 62(4), 1851-1889.

- Moeller, S. B., F. P. Schlingemann, and R. M. Stulz (2004), "Firm size and the gains from acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 73(2), 201-228.
- Schwert, G. W.(1996), "Markup Pricing in Mergers and Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 41, 153-192.
- Servaes, H.(1991), "Tobin's Q and the Gains from Takeovers," *Journal of Finance*, 46, 409-19.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny(1997), "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Stulz, R. M.(1988), "Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control," *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Sudarsanam, S., P. Holl, and A. Salami(1996), "Shareholder wealth gains in mergers: effect of synergy and ownership structure," *Journal of Business Finance & Accounting*, 23(5/6), 673-698.

The Journal of Eurasian Studies·Vol. 13, No. 4·December 2016

Effects of Corporate Governances on M&A Announcement Returns in KOSDAQ*

Kaun Y. Lee**

Associate Professor, Chung-Ang University

Abstract

Using the samples of 219 acquiring companies in KOSDAQ, the paper analyze the effects of governance on the performance of acquiring companies around the announcement. Unlike previous studies, this study includes acquisitions of business and acquisitions of stocks in the analysis. To measure the governance, I use the governance scores reported by the Korean Corporate Governance Services(KCGS) and scores of sub-category. To examine whether the effects of CG2(board) and CG4(audit) results from regulatory aspects, I divide the sample into two, small cap group and large cap group. Large cap group whose assets size is greater than 100 billion Korean Won should be obliged to have outside directors and auditors.

Due to the small variation in overall governance scores among the small cap companies, I could not find a statistically significant results from the regression analysis for small cap group. However, after break-down the governance scores into 5 categories, CG1(Shareholder right) has a significantly negative effects on CAR and CG4(audit) has a significantly positive effects on CAR. One of possible explanation is no separation of management from the ownership. Managements as owners will not pay much for the target firms and may save the cost for adopt the anti-takeover provisions (ATP). Because small cap company has small board of directors, it has not many outside directors. As a result, its CG2(board) are not much different from other small cap companies and CG2(Board) may have no significant effects on CAR.

Regression results for large cap group indicate that CG(overall) has a significant and negative effects on CAR. This results comes from the dominant negative effects of CG1(Shareholder right). Because regulation forces the large cap companies to have outside directors and auditors, no large cap company seems to improve CG2(board) and CG4(audit) voluntarily further than its requirement.

Key Words : Mergers and Acquisitions, Announcement returns, Governance, Cumulative Abnormal Returns(CAR), KOSDAQ, 5 Categories of governance

* This research was supported by the Chung-Ang University research grant in 2015.

** Chung-Ang University, College of Business and Economics, 84 Heuksuck-ro, Dongjak-gu, Seoul (156-756), Korea, Email: klee@cau.ac.kr.