

## 코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과

조경식

대구대학교 경제경영연구소 전임연구원  
(ksjoh@hanmail.net)

박준철

대구사이버대학교 e경영학과 조교수  
(jcking@dcu.ac.kr)

김희석

대구대학교 경영회계보험금융학부 교수  
(heeskim@daegu.ac.kr)

이장형

대구대학교 경영회계보험금융학부 조교수  
(goodjih@webmail.daegu.ac.kr)

.....

본 연구는 2000년 1월부터 2002년 12월까지 우리나라 코스닥시장에서 합병을 공시한 45개 합병기업들을 대상으로 합병공시가 주요 이해관계자인 주주부를 증가시켰는지를 합병공시 전후 주가자료를 중심으로 t-검정을 통하여 분석하고, 추가적으로 합병기업을 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 두 집단 간 초과수익률의 평균차이를 t-test를 통하여 분석하였다. 분석의 결과 우리나라 코스닥시장에서는 합병 공시 전 (-1)일과 공시일(0) 그리고 공시 전후 누적기간 (-1, +1)과 (-10, +1)에서 평균적으로 주주부가 증가하는 것으로 나타났고 통계적 유의성이 발견되었다. 이것은 우리나라 코스닥시장에서의 합병활동도 기업가치 극대화 혹은 주주부 극대화를 위한 기업활동으로 본 Manne(1965)의 주장과 일치하고, 증권거래소 상장기업들을 대상으로 분석한 국내 대부분의 실증연구의 결과와도 일치한다고 할 수 있다. 그리고 코스닥시장에서 합병공시 전후 일반기업보다는 벤처기업 주주들이 평균적으로 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났고, 특히 합병공시일(0)과 공시후 (+)1일 그리고 누적기간 (-1, +1)과 (-10, +1)에서 통계적 유의성이 발견되었다. 이것은 부분적으로 정부가 코스닥시장 활황과 한국 벤처산업 활성화는 불가분의 관계로 인식하고 벤처산업의 건전한 지속적인 성장을 위하여 벤처산업의 제도적인 지원 발표 효과와 90%가 넘는 일반투자자들이 신경계를 구성하는 업종(벤처기업)에 속하는 여부에 따라 투자를 결정하는 투자인식과 투자행태의 차이점 등의 요인에 기인한 것으로 보인다.

.....

### 1. 서 론

1996년 7월 1일 우리나라에 협회중개시장(이하 코스닥시장, KOSDAQ)이 최초로 개설되었다. 그동안 업력과 담보력 부족으로 자금조달이 어려웠던 중소·벤처기업은 코스닥시장으로 많은 자금을 조달하여 경제회복과 일자리 창출에 크게 기여하였다. 그러나 개인투자자 비중이 높은 코스닥시장은

뇌동매매에 대한 거품논쟁과 폭락사태, 나스닥주가에 대한 과도한 동조현상, 그리고 전산용량 부족에 따른 체결 지연사태 등을 또한 경험하였다. 최근에는 코스닥시장에 대한 신뢰도가 하락하고, 첨단기술주(IT)에 대한 거품 논쟁이 일어나고, 그리고 수급불균형이 심화되어 투자심리를 자극할 만한 새로운 자료가 부각되지 못하여 코스닥시장이 침체를 벗어나지 못하고 있다. 코스닥시장의 침체가 과도하게 오랫동안 진행되면 건전한 벤처기업까지 영향

을 받게 되고, 코스닥시장에 투자한 투자자본 확보가 곤란하고, 그리고 무엇보다도 자금조달에 치명적인 타격을 받게 된다. 그래서 정부는 한국경제의 핵심 성장동력인 벤처기업이 위기에 내몰리고 있다고 판단하고, 단기적으로 투자자 신뢰를 회복하고 코스닥 투자자금을 유인하기 위한 조치들을 내놓았고, 장기적으로 코스닥시장을 명실상부한 유망 벤처기업 중심시장으로 육성하고 벤처기업의 합병 활성화를 유도하기 위한 방안들도 제시한 바 있다. 이러한 코스닥시장의 위기탈출을 위한 강력한 대안으로 기업합병이 떠오르고 있고, 실제로 국외시장에서 특히 미국 나스닥시장에서는 퇴출기업 절반 가량이 합병되고 있어, 결국 합병을 통한 한계기업의 구조조정 활성화는 세계적인 추세인 것은 분명한 것 같다. 따라서 향후 우리나라 코스닥시장에서도 다른 대안 부재로 인하여 합병이 상당히 활발할 것으로 보인다.

지금까지 합병에 관하여 국내외에서 이론적 연구와 실증적 분석들이 많이 행하여져 왔다. 그 중 합병 공시에 따른 초과수익률(abnormal return; 이하 AR)의 검정을 통하여 주주부 변화유무에 관한 연구와 횡단면 회귀분석을 통하여 주주부 변화차이 원인을 규명하려는 연구가 많았다. 먼저 합병 공시에 따른 주주부 변화유무에 대하여 증권거래소에 상장된 일반제조업을 대상으로 분석한 국외 실증연구 결과들은 다음과 같이 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 합병공시 전후 피합병기업 주주들은 유의적인 정(+ )의 평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났으나, 합병기업 주주들은 일치된 결과를 보여주고 있지 못하다. 둘째, 공개매수측 기업 주주들은 평균초과수익률이 작거나 거의 얻지 못하는 것으로 나타났다. 그리고 국내 선행연구에서는 국외 선행연구들과는 달리 합병기업에서는 정(+ )의

평균초과수익률을 얻는 것으로 나타나고 있으나, 피합병기업에서는 서로 다른 결과들을 보여 주고 있다. 이러한 차이는 합병시장의 환경이나 제도상의 차이 외에도 국내외 선행연구자들이 연구한 실증분석 기간, 모수추정 모형과 추정기간, 사용한 주가자료 등의 차이 때문이라고 여겨진다. 그리고 주주부 변화차이 원인에 대한 국외 선행연구에서는 많은 요인들이 주주부에 영향을 미치고 있음을 보고하고 있다. 많은 요인 중 도입한 가정과 분석 목적에 따라 몇 개의 변수들을 조합하여 분석을 행하였다. 국외 선행연구에서 도입한 변수들은 인수방법, 지급수단, 방어전략(또는 저항유무), 소유구조, 경영자보상, 참여기업 수, 경영성과, 규모차이, 인수유형 그리고 조세관련 등이다. 그런데 국내의 선행연구들에서는 우리나라 합병시장의 특성을 고려하여 국외 선행연구에서 도입한 변수 중 제한적으로 변수를 도입하여 실증분석을 행하였다. 도입한 변수들로는 경영성과, 상대적 규모, 합병비율, 인수유형, 시황, 계열유무, 그리고 합병대상기업 상장유무 등이다. 국내 선행연구에서는 주로 증권거래소에 상장된 일반제조기업을 대상으로 합병 공시 때 주주부 변화유무와 주주부 변화차이 원인을 분석하였다. 그러나 코스닥시장에 등록된 기업을 대상으로 합병공시에 따른 주주부 변화유무와 주주부 변화차이 원인에 관한 연구는 드물었다.

따라서 본 연구의 목적을 크게 두 가지로 나타내면 다음과 같다. 첫째, 그 동안 국내 선행연구에서 드물었던 코스닥시장에 등록된 기업을 대상으로 합병공시 전후 주요 이해관계자인 주주의 부를 증가시키는지를 t-검정을 통하여 분석하였다. 둘째, 코스닥시장에서 합병을 공시한 기업을 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 합병공시 전후 초과수익률의 평균차이와 그 원인을 분석하였다.

## II. 선행연구검토와 가설 설정

### 2.1 이론적 배경

#### 2.1.1 가치극대화 이론

Manne(1965)는 기업 합병활동을 경영자들이 주주부를 극대화하기 위하여 행동한다는 즉, 가치를 증가시키는 활동으로 보았다. 자원의 효율적 이용, 비용절감, 증가된 독점력 행사, 그리고 비효율적인 경영자 교체 등으로 인하여 가치가 증가될 수 있다는 것이다.

#### 2.1.2 비가치극대화 이론

(성장·규모극대화 이론)

Mueller(1969)는 경영자주의 이론을 주장하면서 경영자들이 그들 자신의 부를 증가시킬 목적으로 합병 활동을 행하는 것으로 보았다. 즉, 기업규모와 경영자 자신에 대한 보상과는 정(+ )의 함수 관계이기 때문에 경영자는 비록 투자수익률이 낮더라도 기업규모를 확대하기 위하여 합병을 한다는 것이다.

### 2.2 실증연구

지금까지 코스닥 등록기업을 대상으로 합병공시 전후 주주부 변화유무에 관한 실증 선행연구들이 거의 없었기 때문에, 증권거래소에 상장된 일반제조기업을 대상으로 합병공시 전후 주주부 변화유무를 분석한 국내외 선행연구들을 살펴보고자 한다.

#### 2.2.1 국외 선행연구

Dodd(1980)는 1971년부터 1977년까지 일별 주가수익률을 사용하여 합병공시 전 (-)300일~(-)100일 동안 모수를 추정하였고, 시장모형을 이용하여 주주부 변화유무를 실증 분석하였다. 그 결과, 합병대상기업의 주주들은 합병 공시일에 커다란 정(+ )의 초과수익률을 얻었으며, 합병제의기업은 부(-)의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

Firth(1980)는 영국기업들을 대상으로 1969년부터 1975년까지 월별주가수익률을 사용하여 주주부 변화유무를 분석하였다. 그 결과 합병대상기업 주주와 합병제의기업 경영자들은 이익을 얻었으나 (+), 합병제의기업 주주들은 손실을 보았음을 발견하였다(-).

Asquith(1983)는 1962년 7월부터 1976년 12월까지 일별 주가수익률을 사용하여 공시일 이전기간, 공시일, 공시일에서 합병 확정일까지, 합병확정일, 그리고 합병확정일 이후까지 분석기간을 연장하여 합병제의기업과 대상기업 그리고 합병이 성공한 경우와 실패한 경우를 구분하여 실증·분석하였다. 공시일에는 합병 성공·실패와 관계없이 두 기업 주주들 모두 정(+ )의 수익률을 얻는 것으로 나타났다.

Asquith et al.(1983)은 1963년부터 1979년까지 합병제의기업 170개를 대상으로 일별 주가수익률을 사용하였으며, 시장모형을 통하여 합병제의 수를 첫 번째 제의부터 네 번째 제의까지 각각 구분하여 합병제의기업의 초과수익률을 분석하였다. 분석의 결과 합병제의 수 각각의 경우(1, 2, 3, 4)와 누적합병 수(1~4, 2~4)의 모든 경우에서 정(+ )의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

Bradley et al.(1983)은 1963년부터 1980년

까지 공개매수가 성공하지 못한 기업 중 제의기업 94개, 대상기업 112개를 표본으로 하여 공개매수 시 주주부 변화 유무를 월별주가수익률을 사용하여 실증 분석하였다. 모형은 시장모형을 사용하였고, 공시일 이전 (-)72월~(-)13월 동안 모수를 추정하였는데, 공개매수 대상기업에서는 유의적인 정(+ )의 누적초과수익률을 얻었으나, 공개매수 제의기업에서는 부(-)의 누적초과수익률이 나타남을 발견하였다.

Dodd와 Warner(1983)는 1962년부터 1978년까지 백지위임장투쟁이 일어난 96개의 표본을 대상으로 월별 주가수익률을 사용하여 실증연구를 하였다. 시장모형을 사용하였으며 모수추정 기간은 백지위임장투쟁 전 (-)84월~(-)61월로 하였다. 백지위임장투쟁이 일어난 주주들에게 정(+ )의 초과수익률이 나타남을 발견하였다.

Eckbo(1983)는 1963년부터 1978년까지 제의기업 102개와 대상기업 57개를 표본으로 하여, 수평적합병은 경쟁업체들 간에 서로 미리 결탁할(collusive) 가능성을 증가시키기 때문에, 수평적합병이 합병제기업과 대상기업 주주들에게 정(+ )의 초과수익률이 발생하는지를 분석하였는데, 기대한 대로 제의기업과 대상기업 모두에게서 정(+ )의 초과수익률을 얻음을 발견하였다.

Eger(1983)는 1958년부터 1980년동안 제의기업 33개, 대상기업 6개의 표본을 추출하였고, 공시일 전 (-)240일~(-)180일의 60일 동안 평균조정수익률 모형을 통하여 모수를 추정하였다. 순수교환 합병(pure exchange mergers)의 공시효과를 채권수익률과 주가수익률로 나누어 분석하였는데, 주가수익률의 결과만을 살펴보면, 합병제기업은 공시일에 거의 누적초과수익률을 얻지 못하였으며(0.000393), 합병대상기업은 (+)12.6%의 누

적초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

Malatesta(1983)은 1969년 1월부터 1974년 12월까지 합병을 공시한 합병제기업 256개, 대상기업 85개를 표본으로 월별수익률을 기초로 공시일 전 (-)60월~(-)13월까지 모수추정을 하여 초과이익금액과 초과수익률로 나누어 합병효과를 분석하였다. 초과수익률의 결과만을 살펴보면, 합병 공시일 전 (-)60월 전과 공시일(0)에 합병제기업은 (+)4.3%, (+)0.9%의 평균초과수익률을 얻었으나, 공시 후 (+)12월까지의 부(-)의 평균 초과수익률을 보임을 발견하였다. 합병대상기업은 공시일 전 (-)60월부터 공시일(0)까지 누적초과수익률이 (+)26.6%(Z통계량=5.01), 공시일(0)에는 (+)16.8%(Z통계량=17.57)의 평균초과수익률을 얻음을 발견하였다.

Wansley et al.(1983)은 1970년 1월부터 1978년 12월까지 피합병기업 203개를 표본으로 추출하였고, 시장모형을 사용하여 합병공시일 (-)200일 ~(-)150일 동안 모수추정을 하여 주주부 변화 유무를 분석하였다. 분석결과 누적평균초과수익률은 (-)5일부터 공시일(0)까지 (+)1%의 유의적인 정(+ )의 수익률을 보임을 발견하였다.

Amihud et al.(1986)은 1967년부터 1974년까지 제의기업 197개, 대상기업 39개의 다각적 합병을 한 합병제기업의 초과수익률을 경영자지배기업(manage-controlled firm)과 소유주지배기업(owner-controlled firm)으로 나누어 분석하였다. 분석의 결과, 평균적으로 각각 0.2%, 0.8%의 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

Dennis와 McConnell(1986)은 제의기업 94개와 대상기업 81개를 표본으로 1962년부터 1980년도까지 일별수익률을 사용하여 시장조정수익률모형(market-adjusted market model)과 평균조

〈표 2.1〉 국외 선행연구 요약

| 연구자<br>(연도)                  | 인수방법      | 표본<br>기간 | 표본수            | 추정<br>모형 | 사건일        | 추가<br>자료 | 모수<br>추정      | 결과    |     |
|------------------------------|-----------|----------|----------------|----------|------------|----------|---------------|-------|-----|
|                              |           |          |                |          |            |          |               | 제의    | 대상  |
| Dodd<br>(1980)               | 합병        | 1971-77  | B: 60<br>T: 71 | 시장       | 공시일        | 일별       | -300~<br>-100 | (-)   | (+) |
| Firth<br>(1980)              | 합병        | 1969-75  | B:563<br>T:407 | 시장       | 공시월        | 월별       | -48월~<br>-1월  | (-)   | (+) |
| Asquith<br>(1983)            | 합병        | 1962-76  | B:196<br>T:211 | 평균<br>조정 | 공시일<br>완료일 | 일별       |               | (+)   | (+) |
| Asquith<br>et al.(1983)      | 합병        | 1963-79  | B:170          | 시장       | 공시일        | 일별       | -130~<br>-31  | (+)   |     |
| Bradley<br>et al.(1983)      | 공개<br>매수  | 1963-80  | B: 94<br>T:112 | 시장       | 공시월        | 월별       | -72월~<br>-13월 | (-)   | (+) |
| Dodd & Warner<br>(1983)      | 백지<br>위임장 | 1962-78  | B: 96          | 시장       | 공시월        | 월별       | -84월~<br>-61월 | (+)   |     |
| Eckbo<br>(1983)              | 수평<br>합병  | 1963-78  | B:102<br>T: 57 | 시장       | 공시일        | 일별       | -400~<br>-50  | (+)   | (+) |
| Eger<br>(1983)               | 순수<br>합병  | 1958-80  | B: 33<br>T: 6  | 평균<br>조정 | 공시일        | 일별       | -240~<br>-180 | (0)   | (+) |
| Malatesta<br>(1983)          | 합병        | 1969-74  | B:256<br>T: 85 | 시장       | 공시월        | 월별       | -60월~<br>-13월 | (+)   | (+) |
| Wansley<br>et al.(1983)      | 합병        | 1970-78  | T:203          | 시장       | 공시일        | 일별       | -200~<br>-150 |       | (+) |
| Amihud<br>et al.(1986)       | 다각적<br>합병 | 1967-74  | B:197<br>T: 39 | 시장       | 공시일        | 일별       | -300~<br>0    | (+)   |     |
| Dennis & McConnell<br>(1986) | 합병        | 1962-80  | B: 94<br>T: 81 | C        | 공시일        | 일별       |               | (+)   | (+) |
| Huang & Walking<br>(1987)    | 합병        | 1977-82  | T:204          | 시장       | 공시일        | 일별       | -300~<br>-51  |       | (+) |
| Chang<br>(1998)              | 합병        | 1981-92  | B:281<br>B:255 | 시장       | 공시일        | 일별       | -210~<br>-11  | (+,-) |     |
| Ghosh & Jain<br>(2000)       | 합병        | 1978-87  | B:239<br>T:239 | 시장<br>조정 | 공시일        | 일별       | -120~<br>-7   | (-)   | (+) |
| Leeth & Borg<br>(2000)       | 합병        | 1919-30  | B:466<br>T: 72 | D        | 공시월        | 월별       | -114월<br>~60월 | (0)   | (+) |

주) 1) 표본수: B-합병(제의), T-피합병(대상)

2) C: 평균조정+시장조정, D: 시장조정+시장

정수익률모형을 통하여 분석하였다. 이들은 보통주 뿐만 아니라 전환우선주, 전환사채, 비전환우선주, 비전환사채로 구분하여 공시효과를 확장하여 분석하였는데, 대상기업의 보통주, 전환우선주 그리고 비전환우선주, 전환사채권자들은 합병에서 이득이 생김을 발견하였고, 제의기업의 전환우선주 주주들도 이득이 생김을 발견하였다. 그러나 대상기업의 비전환사채권자, 제의기업의 전환사채권자, 비전환사채권자, 그리고 비전환우선주주들은 이득도 손해도 없음을 발견하였고, 합병제외기업 보통주주들이 손실을 본 증거를 발견하지 못하였다.

Huang과 Walking(1987)은 1977년부터 1982년까지 합병공시가 이루어진 피합병기업 204개를 표본으로 하여 주주부 변화유무를 분석하였다. 분석의 결과, 공시일에 9%의 평균초과수익률을 보였으며, (-)50일부터 (+)50일까지 약 31%의 누적평균초과수익률을 보이는 것으로 나타났다.

Chang(1998)은 1981년부터 1992년까지 피합병기업이 비상장기업일 경우의 281개의 표본과 1981년부터 1988년까지 피합병기업이 상장기업일 경우 255개의 표본을 추출하여 지급방법과 새로운 대량보유자(blockholder)의 존재유무에 따라 초과수익률의 발생여부를 분석하였다. (-)210일~(-)11일 동안 모수추정을 한 후 공시일전 (-)1일과 공시일(0)의 초과수익률을 분석하였다. 분석의 결과 먼저 지급방법에서, 피합병기업이 비상장기업인 경우 현금지급이든 주식지급이든 모두 정(+)의 초과수익률을 보였으나, 피합병기업이 상장기업인 경우 지급방법 모두에서 부(-)의 초과수익률을 보였는데 각각 주식지급시에만 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다.

Ghosh와 Jain(2000)은 1978년부터 1987년까지 합병기업과 피합병기업 각각 239개의 표본을

추출하여 주주부 변화유무를 분석하였는데, 모수추정은 시장조정수익률모형을 사용하였다. (-)10일~(+)5일간의 누적평균초과수익률에 의한 주주부 효과를 분석한 결과, 피합병기업은 24.8%의 유의적인 누적평균초과수익률을 얻었고, 합병기업은 (-)0.7%의 비유의적인 누적평균초과수익률을 얻었으며, 가중평균초과수익률은 5.3%이었고 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다( $t$ : 6.06).

Leeth와 Borg(2000)는 합병시장 환경이 다른 1919년부터 1930년까지 제의기업 466개와 대상기업 72개를 표본으로 선정하여 월별 주가수익률을 기초로 시장조정모형과 시장모형을 통한 모수추정(공시전 (-)114일~(-)60일)을 하여 주주부 변화유무를 분석하였다. 그 결과 합병기업은 거의 0%의 초과수익률을, 피합병기업은 (+)15.57%의 초과수익률을 얻음을 발견하였다.

〈표 2.1〉은 지금까지 이루어진 국외 선행연구들을 요약한 표이다. 피합병기업에서는 거의 대부분이 정(+)의 초과수익률을 보임을 알 수 있다. 아마도 이것은 미국을 위시한 선진국들의 합병시장은 시장경제원리가 지배하는 경쟁시장이고, 매도자 위주의 시장 특성을 갖기 때문에 피합병기업에서 정(+)의 초과수익률을 얻는 것으로 보인다. 그러나 합병기업에서는 일치된 결과를 보여 주고 있지 못함을 알 수 있다(정(+): 7건, 부(-) 혹은 0: 7건). 〈표 2.1〉에서 알 수 있듯이 분석방법에 있어서는 모수추정모형은 시장모형을 가장 많이 사용한 것을 알 수 있다(16건 중 11건). 사건일(0)은 거의 대부분이 공시일(월)을 가장 많이 사용하였고, 주가자료는 일별주가수익률 자료를 가장 많이 사용하였으며(16건의 연구 중 11건), 월별 주가수익률을 사용한 경우는 16건의 연구 중 5건이다.

## 2.2.2 국내 선행연구

장영광(1985)은 1979년 1월부터 1983년 12월 까지 합병기업 34개, 피합병기업 6개, 주식취득기업 31개를 표본으로 월별주가수익률을 사용하여 주주부 변화 유무를 분석하였다. 분석의 결과, 합병기업에서는 공시일에 초과수익률이 4.21%( $t=2.52$ ), 공시 전(-)11월부터 공시일(0)까지 누적 초과수익률이 17.20%, 피합병기업은 공시일에 9.70% ( $t=3.51$ ), 공시 전까지 누적평균초과수익률이 36.03%를 얻는 것으로 나타났다.

김희석(1990)은 1975년 11월부터 1988년 10월 까지 합병제외기업 84개와 합병대상기업 17개를 표본으로 선정하여 일별주가수익률을 기초로 합병 공시 전 (-)30일에서 공시 후 (+)10일까지의 초과수익률 분석기간 동안 시장모형과 업종조정수익률모형을 도입하여 주주부 변화유무를 분석하였다. 그 결과, 제외기업의 경우 합병 공시일(0)에 모형 1(시장모형)에서 26.06%( $t=0.61$ ), 모형2(업종조정수익률모형)에서 32.65%( $t=0.81$ )의 초과수익률을 얻었고, 대상기업의 경우 모형1(시장모형)에서 79.12%( $t=0.43$ ), 모형2(업종조정수익률모형)에서 35.31%( $t=0.18$ )의 누적초과수익률을 얻었다. 공시 전 (-)30일에서 공시일(0)까지 합병제외기업은 2.75%(업종조정수익률모형: 4.95%), 합병대상(피합병)기업은 5.15%(업종조정수익률모형: 9.04%)의 누적초과수익률을 얻었다.

김광남(1992)은 1980년 1월부터 1990년 1월 까지 합병기업 71개를 표본으로 하여 주주부 변화유무를 분석하였다. 그 결과, 합병기업은 합병 공시일에 모형1(시장모형)에서 -2.9%( $t=-0.09$ )의 수익률을 보였고, 모형2(업종조정수익률모형)에서 -7.1% ( $t=-0.24$ )의 수익률을 얻었고, 공시

전 (-)41일에서 공시일(0)까지 3.81%( $t=1.75$ ) (시장모형), 3.74%( $t=1.99$ )(업종조정수익률모형)의 누적평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

나영호(1994)는 1980년 1월부터 1993년 12월 까지 합병기업 61개, 피합병기업 17개를 표본으로 하여 누적초과수익률 기간을 공시 전 (-)9일에서 공시 후 (+)9일까지 시장모형(모형1)과 시장조정모형(모형2)을 동시에 사용하여 분석하였다. 그 결과, 공시일에 합병기업은 4.3%( $t=1.17$ )(시장모형), 4.6%( $t=1.27$ )(시장조정모형), 피합병기업은 4.0%( $t=0.71$ )(시장모형), 5.4%( $t=1.00$ )(시장조정모형)의 평균초과수익률을 얻었고, 공시 전 (-)9일에서 공시일(0)까지 합병기업은 1.9%(시장모형), 2.0%(시장조정모형), 피합병기업은 -3.8% (시장모형), -8.7% (시장조정모형)의 누적평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

임종욱(1994)은 분석 대상 년도를 1981년 1월부터 1993년 12월까지 합병기업 73개와 피합병기업 16개를 대상으로 분석하였다. 그 결과 합병기업초과수익률은 공시일에 0.64%( $t=2.06$ ), 공시 전 (-)7일에서 공시일(0)까지 1.38%의 누적평균 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

황인태(1994)는 1983년 1월부터 1993년 12월 까지 합병기업 55개, 피합병기업 16개, 해외인수기업 30개를 표본으로 하여 주별 추가수익률을 사용하여 주주부 변화유무를 분석하였다. 사건기간을 공시 전 (-)52주~공시 후 (+)52주로 하였으며, 모형은 시장모형(모형1)과 업종조정수익률모형(모형2)을 사용하였다. 모수 추정기간은 (-)156주~(-)52주 기간동안 분석하였다. 분석의 결과, 공시일에 시장모형에서 합병기업은 2.26%, 피합병기업은 -7.28%(성과차이 9.54%( $t=2.75$ )), 업종조정수익률모형에서 합병기업은 2.54%, 피합병기

업은 -6.68%(성과차이 9.23%( $t=2.81$ ))의 수익률을 보였다. 그리고 공시 전 (-)52주에서 공시주(0)까지 누적초과수익률을 보면 시장모형에서 합병기업에서는 -4.25%, 피합병기업에서는 -26.67%(성과차이 22.41%), 업종조정수익률모형에서 합병기업은 2.98%, 피합병기업에서는 -20.65%(성과차이 23.61%)의 누적평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

김규영, 조현상(1996)은 1981년 1월 1일부터 1991년 12월 30일 기간동안 합병기업 39개와 피합병기업 11개를 대상으로 합병효과를 분석하였다. 이들은 기존의 선행연구와는 달리 합병이외의 다른 사건들을 통제한 비교기업을 선정하고, 사건연구의 방법에 기초하여 주가자료와 회계자료를 이용하여 합병관련기업과 비교기업간의 차이분석을 실시하였다. 주가자료는 주별수익률을 사용하였고, 모수추정기간은 공시전 (-)150주~(-)51주로 하여 시장모형을 이용하여 합병효과를 분석하였다. 분석의 결과, 합병기업의 CAR이 통제기업보다 낮게 나타났고, 재무비율에 의한 분석에서는 합병기업은 통제기업과 비교하여 유동성과 성장성에 관련된 비율들만 유의적인 차이를 보였으나, 다른 비율들은 통계적으로 유의적인 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다.

강준구(1998)는 합병기업 101개를 대상으로 1981년 1월부터 1996년 12월까지 일별 주가수익률을 사용하여 분석하였다. 모수 추정모형은 시장모형과 산업조정수익률모형을 사용하였으며, 모수 추정기간은 (-)220일부터 (-)21일까지 하였다. 분석의 결과, 공시일(0)에 0.61%( $t=0.13$ )의 평균초과수익률을 얻었고, 공시 전 (-)1일부터 공시일(0)까지 1.33%( $t=0.01$ )의 누적평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

김혜진(1998)은 합병기업과 67개와 피합병기업(상장기업: 21개, 비상장기업: 46개)을 표본으로 선정하여 1984년 1월부터 1996년 12월까지 일별 주가수익률을 사용하여 주주부 변화유무를 분석하였다. 평균초과수익률은 공시 전 (-)30일부터 공시 후 (+)10일까지 시장모형과 산업조정수익률모형을 사용하여 분석하였다. 모수 추정기간은 (-)250일~(-)50일이고, 분석의 결과 공시일(0)에 시장모형에서 0.4%( $t=1.19$ ), 업종조정수익률모형에서 5.0%( $t=1.38$ )의 초과수익률을 보였고, 공시 전 (-)30일에서 공시일(0)까지 시장모형에서는 4.1%( $t=0.46$ ), 업종조정수익률모형에서는 3.5%( $t=0.48$ )의 누적평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

김위생, 서점식(2000)은 1980년 1월부터 1997년 6월 사이에 1992년 1월 3일을 전후하여 증시 개방 기간을 구분하여 피합병기업 상장여부에 따라 합병기업1(피합병기업의 상장여부를 구분하지 않는 경우: 144개), 합병기업2(피합병기업이 상장기업인 경우: 34개), 피합병기업(34개)으로 구분하여 시장조정모형을 통하여 주주부 변화유무를 분석하였다. 분석의 결과, 합병기업1에서의 공시효과는 우리나라의 선행연구와 일치하는 정(+ )의 누적초과수익률을 얻었으나, 합병기업2에서의 공시효과는 발생하지 않는 것으로 나타났다. 피합병기업의 공시효과는 부(-)의 누적초과수익률이 발생하였으나 통계적 유의성은 발견되지 않았다.

〈표 2.2〉는 합병공시 전후 주주부 변화유무에 관한 국내 선행연구들을 요약한 표이다. 국외 선행연구와는 달리 합병기업에서는 거의 대부분이 정(+ )의 초과수익률을 보이는 것으로 나타났다. 아마도 이것은 우리나라의 합병시장이 타율적이고, 구매자 중심시장이고, 비경쟁적으로 합병이 이루어지는 특

〈표 2.2〉 국내 선행연구 요약

| 연구자<br>(연도)        | 인수방법            | 표본기간    | 표본<br>수                 | 추정<br>모형 | 사건일 | 수익률 | 모수<br>추정       | 결과  |     |
|--------------------|-----------------|---------|-------------------------|----------|-----|-----|----------------|-----|-----|
|                    |                 |         |                         |          |     |     |                | 제의  | 대상  |
| 장영광(1985)          | 합병,<br>주식<br>취득 | 1979-83 | B: 34<br>T: 6<br>S: 31  | M        | 공시월 | 월별  | -48월~<br>-12월  | (+) | (+) |
| 김희석(1990)          | 합병              | 1975-88 | B: 84<br>T: 17          | M,<br>S  | 공시일 | 일별  | -249~<br>-50   | (+) | (+) |
| 김광남(1992)          | 합병              | 1980-90 | B: 71                   | M,<br>S  | 공시일 | 일별  | -250~<br>-50   | (-) |     |
| 나영호(1994)          | 합병              | 1980-93 | B: 61<br>T: 17          | M,<br>A  | 공시일 | 월별  | -59월~<br>-12월  | (+) | (+) |
| 임종욱(1994)          | 합병              | 1981-93 | B: 73<br>T: 16          | M        | 공시일 | 일별  | -120~<br>-60   | (+) |     |
| 황인태(1994)          | 합병,<br>해외<br>인수 | 1983-93 | B: 55<br>T: 16<br>F: 30 | M,<br>S  | 공시일 | 주별  | -156주~<br>-52주 | (+) | (-) |
| 김규영, 조현상<br>(1996) | 합병              | 1981-91 | B: 39<br>T: 11          | M        | 공시일 | 주별  | -150주~<br>-51주 | (-) | (-) |
| 강준구(1998)          | 합병              | 1981-96 | B:101                   | M,<br>S  | 발표일 | 일별  | -220~<br>-21   | (+) |     |
| 김혜진(1998)          | 합병              | 1984-96 | B: 67                   | M,<br>S  | 공시일 | 일별  | -250~<br>-50   | (+) |     |
| 김위생, 서점식<br>(2000) | 합병              | 1980-97 | B:144<br>T: 34          | A        | 공시일 | 일별  |                | (+) | (-) |

주) 1) 표본수: B-합병, T-피합병, S-주식취득, F-해외연수  
 2) 추정모형: M-시장모형, S-산업지수모형, A-시장조정모형

성 때문이라고 사료된다. 더욱이 합병기업이 합병을 통해 얻을 수 있는 이점을 상대적으로 더 잘 알고 합병이 이루어지는 상황인 동일계열사간 합병이 많았는데, 이러한 점에 대해 시장이 반응한 결과로도 해석된다. 피합병기업에서는 연구 초기에서는 정(+)의 수익률을 보였으나, 최근 연구에서는 부

(-)의 초과수익률을 보이고 있음을 알 수 있다. 초과수익률 계산시 시장모형과 산업지수모형(업종조정수익률 모형)을 같이 분석한 경우가 많았다는 점이 특징이다. 사건일(0)은 공시일을 기준으로 한 경우가 거의 대부분이고, 추가자료는 일별 추가수익률을 사용한 경우가 많았다(총 10건 중 6건).

## 2.3 가설설정

II장에서 살펴보았듯이 합병활동은 궁극적으로 기업가치 극대화 혹은 주주부 극대화를 위한 기업 재무의 중요한 의사결정이고(Manne, 1965), 증권거래소에 상장한 기업들을 대상으로 분석한 거의 대부분의 국내 선행연구에서 우리나라 합병시장은 구매자 중심시장과 비경쟁적으로 합병이 이루어지는 특성을 갖기 때문에 합병공시 전후 합병기업들은 정(+의 초과수익률)을 얻는 것으로 나타났다. 또한 우리나라 코스닥시장에서도 합병을 통하여 경영효율성 제고와 경영다각화를 통한 위험감소 등 여러 가지 시너지(synergy)효과로 주주부가 증가할 것으로 기대되고, 특히 최근 코스닥 등록기업에게는 합병을 통하여 설비자금 및 초기 운영자금의 회수와 유망기업과 부실기업의 구조조정 기회 제공, 그리고 일반투자자에게는 그동안 무작위로 뿌려진 탐색비용을 회수할 가능성을 제공한다고 할 수 있다(강원, 2000). 결국 앞에서 살펴본 이론적 배경과 실증연구 결과, 그리고 여러 가지 효과로 인하여 우리나라 코스닥시장에서도 합병공시 전후 합병기업의 주주부가 증가할 것으로 추정된다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1: 우리나라 코스닥시장에서 합병 공시 전후 합병기업 주주는 정(+의 초과수익률)을 얻을 것이다.

정부는 얼마 전 코스닥시장 활황과 한국 벤처산업 활성화는 불가분의 관계로 인식하고 벤처산업의 건전하고 지속적인 성장을 위하여 벤처산업의 제도적인 지원을 발표한 바 있다. 즉, 개인주주가 소유주식을 다른 벤처기업에 현물출자해 주식 교환하는

합병에 대해 양도소득세를 현재의 절반으로 줄이고, 또한 사모펀드의 의결권 제한제도를 폐지해 이펀드가 주식을 대량 매입, 경영권을 행사할 수 있도록 하였고, 재정에서 250억원을 5~10개 조합에 출자해 1,000억원 이상의 합병 관련 투자재원을 조성하고, 그리고 상설 또는 주기적인 합병 중개시장을 개설하기로 하였다(내외경제신문, 2000. 9. 1). 또한 강원(2000)은 코스닥시장에서 벤처기업과 일반기업에 대한 투자자의 인식과 투자행태가 확연히 차이가 생김을 실증분석하였다. 독립변수로 수익성(구경제 논리), 성장성(구경제+신경제 논리), 그리고 업종브랜드력(신경제 논리) 등 3가지 변수를 도입하였고, 종속변수로 일정기간의 주가 추세를 사용하여 회귀분석을 행하였다. 분석의 결과 벤처기업의 경우 업종브랜드 변수만 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 이것을 투자자들이 수익성, 성장성보다는 단지 벤처기업이 신경제를 구성하는 업종에 속하는가에 따라 투자를 결정하는 것으로 보았다. 결국 이러한 벤처기업에 대한 정부지원과 코스닥시장의 투자자 중 약 90%가 넘는 개인투자자들의 투자 인식과 투자행태(noisy trader, 감염이론) 등으로 인하여 일반기업보다는 벤처기업 주주부가 합병공시 전후 더 증가할 것으로 추정된다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2: 합병공시 전후 벤처기업이 일반기업보다 평균적으로 더 높은 초과수익률을 얻을 것이다.

### III. 연구설계와 실증방법

#### 3.1 표본선정 및 자료수집

##### 3.1.1 표본선정

2000년 1월부터 2002년 12월까지 우리나라 코스닥시장에서 합병을 공시한 기업은 약 56건이었다. 이 기간을 분석기간으로 삼은 이유는 1999년도 이전에는 코스닥시장에서 합병사태가 거의 없었기 때문이다.

1차로 구한 약 56개 중 전체대비 약 80.4%에 해당하는 45개의 기업이 최종표본으로 선정되었다. 최종표본에서 제외된 주요한 이유들을 살펴보면, 모수추정 기간(-)150일~(-)50일)동안 수익률이 비유의( $\alpha=10\%$ )하거나( $n=3$ ), 합병공시를 2번 이상 실시한 기업( $n=3$ ), 최근에 코스닥시장에 상장하여 모수추정이 불가능한 기업( $n=3$ ), 일별 주가수익률 자료를 입수하지 못한 기업( $n=2$ ) 등은 최종 표본에서 제외하였다. <표 3.1>은 벤처

와 일반기업을 연도별로 분류하여 표본들을 나타내었다. 전체 표본 45개 중 벤처기업과 일반기업이 거의 비슷한 분포를 보이고 있는데, 벤처기업이 22개(48.9%), 일반기업은 23개(51.1%)가 선정되었다.

<표 3.2>는 코스닥 합병기업을 업종별로 구분하여 나타내었다. 정보처리, 전자부품, 그리고 기타 기계가 각각 10개, 6개, 그리고 5개로 가장 많았다. 전반적으로 추출된 표본들의 업종 종류가 21개로 분포가 다양함을 알 수 있다.

##### 3.1.2 자료수집

본 연구는 일별 주가수익률을 중심으로 분석하였는데, 주가수익률 자료 중 2000년 1월부터 2001년 12월까지의 한국신용평가(주)에서 계산한 코스닥기업 주가수익률 자료(KIS-SMAT)를 사용하였고, 2002년 1월부터 2002년 12월까지의 주가수익률 자료는 입수가 불가능하여 현대증권으로부터 일별 종가를 구입하여 다음과 같이 수익률을 계산하였다.

<표 3.1> 연도별 표본 현황

| 구분    | 벤처기업          | 일반기업          | 계              |
|-------|---------------|---------------|----------------|
| 2000년 | 10<br>(22.2%) | 6<br>(13.3%)  | 16<br>(35.5%)  |
| 2001년 | 8<br>(17.8%)  | 10<br>(22.2%) | 18<br>(40.0%)  |
| 2002년 | 4<br>(8.9%)   | 7<br>(15.6%)  | 11<br>(24.5%)  |
| 계     | 22<br>(48.9%) | 23<br>(51.1%) | 45<br>(100.0%) |

주) ( )는 백분율

〈표 3.2〉 업종별 표본 현황

| 번호 | 업종          | 2000 | 2001 | 2002 | 계  |
|----|-------------|------|------|------|----|
| 1  | 정보처리        | 5    | 3    | 2    | 10 |
| 2  | 전자부품        | 3    | 3    |      | 6  |
| 3  | 기타기계        | 3    | 1    | 1    | 5  |
| 4  | 기타투자        | 1    |      | 2    | 3  |
| 5  | 봉제의복        | 1    | 1    |      | 2  |
| 6  | 조립금속        | 1    | 1    |      | 2  |
| 7  | 전기통신        |      | 1    | 1    | 2  |
| 8  | 가구 및 기타     |      | 1    | 1    | 2  |
| 9  | 화합물화학       | 1    |      |      | 1  |
| 10 | 육상운송        | 1    |      |      | 1  |
| 11 | 가죽가방        |      | 1    |      | 1  |
| 12 | 소프트웨어       |      | 1    |      | 1  |
| 13 | 컴퓨터 및 사무용기계 |      | 1    |      | 1  |
| 14 | 비금속광물       |      | 1    |      | 1  |
| 15 | 통신방송장비      |      | 1    |      | 1  |
| 16 | 의료정밀화학      |      | 1    |      | 1  |
| 17 | 기타목적용 기계    |      | 1    |      | 1  |
| 18 | 금융리스        |      |      | 1    | 1  |
| 19 | 전문서비스       |      |      | 1    | 1  |
| 20 | 소매업         |      |      | 1    | 1  |
| 21 | 기타전기기계      |      |      | 1    | 1  |
|    | 계           | 16   | 18   | 11   | 45 |

$$R_{k,t} = \frac{P_{k,t} - P_{k,t-1}}{P_{k,t-1}}$$

$R_{k,t}$  : 기업k의 t시점에서의 실현수익률

$P_{k,t}$  : t일의 개별주식의 가격

$P_{k,t-1}$  : t-1일의 개별주식의 가격

$$R_{m,t} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$$

$R_{m,t}$  : 시장포트폴리오의 t시점에서의 실현 수익률

$I_t$  : t일의 코스닥지수

$I_{t-1}$  : t-1일의 코스닥지수

2002년 기간동안 합병기업을 공시한 기업 중 한국창업투자는 2001년 11월과 12월, 가오너스는 2002년 2월에 각각 유·무상증자를 실시한 것으로 확인되었고, 나머지 기업들은 배당·액면분할 사건은 없는 것으로 확인한 바, 수익률 계산시 다른 사건의 오염정도는 미미한 것으로 사료되어 그대로 사용하였다.

### 3.2 초과수익률 등 측정

본 연구는 사건연구(event-study)를 통하여 주가의 일별 증가수익률을 기준으로 초과수익률(잔차)을 추정 한 후 t-검정을 통하여 초과수익률의 유의성을 검증한다. 아래의 식은 시장모형(market model)을 이용한 초과수익률의 계산방식을 나타냈다.

$$AR_{k,t} = R_{k,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i \cdot R_{m,t})$$

$AR_{k,t}$  : 초과수익률(잔차)

$R_{k,t}$  : t시점의 기업 k의 실현수익률

$R_{m,t}$  : t시점의 시장지수의 실현수익률

$\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$  : 추정창에서 OLS에 의해 추정된 회귀계수들

사건일(0)은 합병기업이 코스닥시장에 합병결의를 공시한 날을 사건일로 하였다. 초과수익률의 측정 및 관찰기간은 합병공시일 기준으로 공시전(-)30일~공시후(+)10일 즉, 41일간으로 하였다. 정상수익률의 모수추정을 위하여 합병공시일 기준으로 합병공시전(-)150일~(-)50일 즉, 101일간 일별 증가수익률과 코스닥지수 수익률 자료를 사용하였다. 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAR)을 구한 후 t-값을 통하여 유의성을 검증하였는데, 아래의 방법으로 계산하였다.

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{k,t}$$

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

$AAR_t$  : t시점의 n개 기업의 평균초과수익률

n : 표본기업의 수

$CAR(t_1, t_2)$  :  $(t_1, t_2)$  기간동안의 누적평균 초과수익률

평균초과수익률( $AAR_t$ )과 누적평균초과수익률( $CAR(t_1, t_2)$ )의 통계적 유의성 검증은 아래와 같이 각각 계산하였다.

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{\hat{S}(AAR_t)}$$

$$t_{CAR} = \frac{CAR(t_1, t_2)}{\hat{S}(CAR)} = \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t}{\sqrt{N(t_1, t_2)} \hat{S}(AAR)}$$

$$\hat{S}(AAR_t) = \sqrt{\sum_{t=t_1}^{t_2} \frac{(AAR_t - \overline{AAR})^2}{N(t_1, t_2) - 1}}$$

$AAR_t$  : t시점에서의 평균초과수익률

$\overline{AAR}$  : 표본들의  $AAR_t$ 의 추정기간 동안의 평균

$N(t_1, t_2)$  :  $t_1$ 에서  $t_2$ 시점까지의 일수  
( $= t_2 - t_1 + 1$ )

벤처기업과 일반기업의 집단간 초과수익률의 평균차이는 t-test를 통하여 분석하였다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 합병기업 전체

<표 4.1>은 합병기업의 공시일을 전후한 (-)30일부터 (+)10일까지의 표본 전체 평균초과수익률

〈표 4.1〉 표본전체(n=45) 초과수익률

| 거래일 | 평균초과수익률(%) | t-값     | 누적평균초과수익률(%) |
|-----|------------|---------|--------------|
| -30 | -0.69      | -1.13   | -0.69        |
| -29 | -0.61      | -0.74   | -1.30        |
| -28 | 0.03       | 0.04    | -1.27        |
| -27 | -0.25      | -0.41   | -1.51        |
| -26 | -0.22      | -0.33   | -1.74        |
| -25 | 0.24       | 0.31    | -1.49        |
| -24 | -0.89      | -1.29   | -2.39        |
| -23 | 0.89       | 1.14    | -1.50        |
| -22 | -0.53      | -0.91   | -2.04        |
| -21 | 0.24       | 0.32    | -1.79        |
| -20 | 1.25       | 1.62    | -0.54        |
| -19 | 1.82       | 2.34**  | 1.27         |
| -18 | 0.73       | 0.92    | 2.01         |
| -17 | -0.21      | -0.32   | 1.80         |
| -16 | 0.80       | 0.99    | 2.59         |
| -15 | 0.80       | 0.95    | 3.39         |
| -14 | 0.33       | 0.44    | 3.72         |
| -13 | -0.86      | -1.62   | 2.86         |
| -12 | 0.11       | 0.15    | 2.98         |
| -11 | -0.55      | -0.95   | 2.43         |
| -10 | -0.21      | -0.33   | 2.21         |
| -9  | -0.68      | -0.92   | 1.53         |
| -8  | 1.13       | 1.66    | 2.66         |
| -7  | -0.94      | -1.47   | 1.72         |
| -6  | 0.47       | 0.65    | 2.19         |
| -5  | 0.25       | 0.41    | 2.44         |
| -4  | 1.16       | 1.73*   | 3.60         |
| -3  | -0.23      | -0.35   | 3.38         |
| -2  | 0.59       | 0.88    | 3.97         |
| -1  | 1.45       | 1.71*   | 5.42         |
| 0   | 2.08       | 2.35**  | 7.49         |
| +1  | -0.62      | -0.67   | 6.87         |
| +2  | -1.79      | -2.71** | 5.08         |
| +3  | -1.01      | -1.59   | 4.07         |
| +4  | -0.51      | -0.81   | 3.56         |
| +5  | -0.61      | -0.94   | 2.95         |
| +6  | -0.68      | -1.33   | 2.27         |
| +7  | -0.62      | -0.97   | 1.65         |
| +8  | -0.35      | -0.55   | 1.29         |
| +9  | 0.45       | 0.78    | 1.74         |
| +10 | -0.05      | -0.07   | 1.69         |

주) \*, \*\*는 각각 10%, 5% 유의수준에서 유의적임.

(AAR), t-값, 그리고 누적평균초과수익률(CAR)을 나타내었고, <표 4.2>는 <표 4.1>의 결과들을 요약한 표이다.

평균초과수익률에서 살펴보면, 시장모형을 이용하여 구한 초과수익률에서 공시직전일 (-1)에는 (+)1.45%의 초과수익률을 보였고,  $\alpha = 10\%$  유의수준에서 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 공시일(0)에는 평균초과수익률이 (+)2.08%로 나타났고,  $\alpha = 5\%$  유의수준에서 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다(가설 1: 채택). 이것은 일반제조업을 대상으로 분석한 국의 선행연구들과 비교하면 우리나라 코스닥시장에서의 초과수익률은 상대적으로 비슷한 수준이나, 국내 선행연구들과 비교하면 우리나라 코스닥시장의 합병 공시 전후 초과수익률은 낮은 수준이라 할 수 있다. 공시전 (-1)일부터 공시후 (+)1일까지의 누적평균초과수익률이 2.90%로 나타났고,  $\alpha = 10\%$  유의수준에서 통계적 유의성이 발견되었고(t-값=1.77), 공시전 (-)10일부터 공시후 (+)1일까지 누적평균초과수익률이 4.44%로 나타났고, 마찬가지로  $\alpha = 10\%$ (t-값=1.79) 유의수준에서 통계적 유의성이 있는 것으로

나타났다(가설 1: 채택). 이것은 비록 초과수익률은 미미하지만, 이것은 우리나라 코스닥시장에서도 합병공시 전후 기업가치극대화 혹은 주주부극대화를 위한 기업활동으로 본 Manne (1965)의 주장과 일치하는 것이고, 증권거래소 상장기업들을 대상으로 분석한 국내 대부분의 실증연구의 결과와도 일치한다고 할 수 있다. 또한 합병을 통하여 여러 가지 시너지효과가 생기리라는 기대와 최근에는 합병을 통하여 설비자금 및 초기 운영자금을 회수할 수 있을 것이라는 기대, 유망기업과 부실기업의 구조조정 기회 제공, 그리고 일반투자자에게는 무작위로 뿌려진 탐색비용을 회수할 가능성 등이 코스닥시장에 반영된 때문으로 보인다.

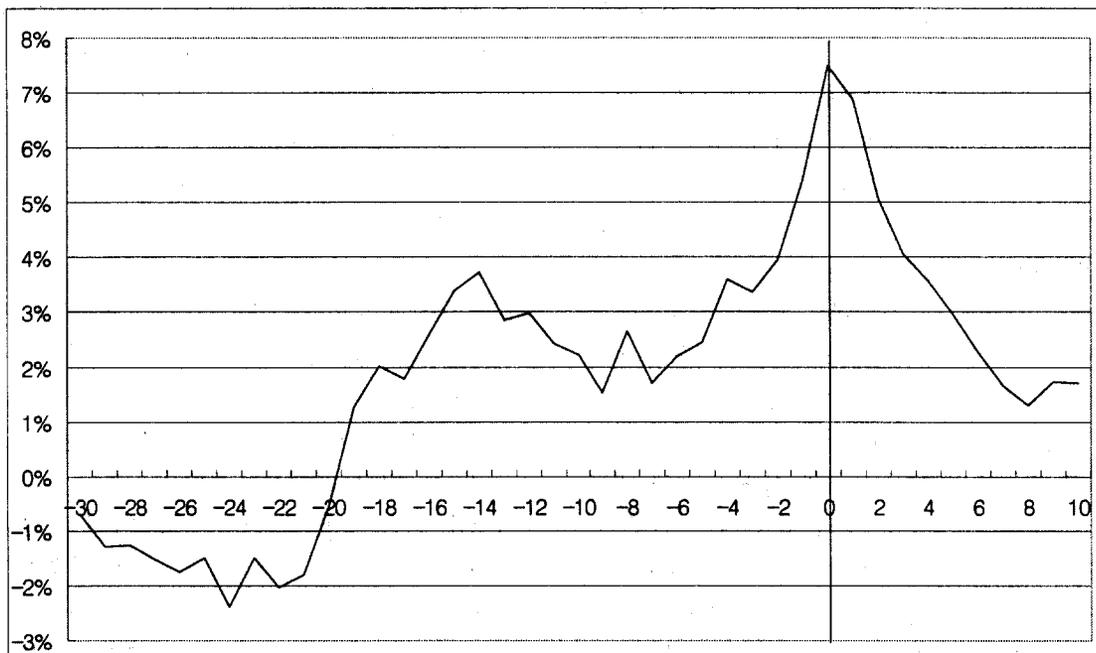
<그림 1>은 합병 공시전 (-)30일부터 공시후 (+)10일까지 표본 전체의 누적평균초과수익률(CAR)의 추이를 보여 주고 있다. 합병공시전 (-)20일부터 (-)14일까지 누적평균초과수익률이 상승한 것은 합병에 대한 정보가 사전에 유출되고 있음을 알 수 있다. 합병공시일에 평균적으로 가장 높은 초과수익률을 보이는 것으로 나타났으나, 합병 공시후에는 누적평균초과수익률이 급격히 하락하였

<표 4.2> 표본전체(n=45) 초과수익률 요약

| 분석기간          | 수익률 (%) | t-값    | 수익률 > 0 n(%) |
|---------------|---------|--------|--------------|
| AAR(-1)       | 1.45    | 1.71*  | 23(51.1)     |
| AAR(0)        | 2.08    | 2.35** | 29(64.4)     |
| AAR(+1)       | -0.62   | -0.67  | 14(31.1)     |
| CAR(-1, +1)   | 2.90    | 1.77*  | 24(53.3)     |
| CAR(-10, +1)  | 4.44    | 1.79*  | 27(60.0)     |
| CAR(-30, 0)   | 7.49    | 1.36   | 29(64.4)     |
| CAR(-30, +10) | 1.69    | 0.27   | 26(57.8)     |

주) \*, \*\*는 각각  $\alpha = 10\%$ ,  $5\%$  유의수준에서 유의함.

〈그림 1〉 표본 전체 누적평균초과수익률 추이



주) 0 : 합병공시일

다. 이 같은 현상은 증권거래소에 상장한 기업을 대상으로 합병공시 전후 주주부 변화 유무를 분석한 대부분의 국내 선행연구와는 다른 추이를 보여 주는데, 아마도 이것은 합병이라는 사건으로 일시적으로 상승하였지만 단기상승에 따른 강한 매도우세가 형성되었고, 특히 코스닥 등록기업 중 일반기업의 하락폭이 컸음에 기인한 것으로 보인다.

#### 4.2 벤처기업과 일반기업 구분

추가적으로 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 초과수익률의 평균차이 여부와 그 유의성을 분석하였다.

〈표 4.3〉과 〈표 4.4〉는 벤처기업과 일반기업 각

각 합병공시일을 전후한 (-)30일부터 (+)10일까지의 평균초과수익률(AAR), t-값, 그리고 누적평균초과수익률(CAR)을 나타내었다.

먼저 벤처기업의 평균초과수익률에서, 시장모형을 이용하여 구한 초과수익률의 공시 직전 (-)1일에는 (+)1.59%의 평균초과수익률을 보였으나, 통계적 유의성은 발견되지 않았다( $t$ -값=1.46). 합병 공시일(0)에는 평균초과수익률이 (+)3.73%의 수익률을 보였고  $\alpha = 1\%$ 유의수준에서 통계적 유의성이 발견되었다( $t$ -값=3.12). 합병 공시후 (+)1일에는 (+)1.99%의 수익률을 얻었으나, 통계적 유의성은 발견되지 않았다( $t$ -값=1.42). 누적평균초과수익률에서 살펴보면, 공시전 (-)1일부터 공시후 (+)1일까지는 7.31%( $t$ -값=2.83), 공시전

〈표 4.3〉 벤처기업(n=22) 초과수익률(%)

| 거래일 | 평균초과수익률(%) | t-값     | 누적평균초과수익률(%) |
|-----|------------|---------|--------------|
| -30 | -1.45      | -2.04** | -1.45        |
| -29 | 0.14       | 0.13    | -1.31        |
| -28 | -0.13      | -0.10   | -1.43        |
| -27 | -0.45      | -0.54   | -1.89        |
| -26 | 0.59       | 0.80    | -1.29        |
| -25 | 0.93       | 0.94    | -0.37        |
| -24 | -0.45      | -0.50   | -0.82        |
| -23 | 1.15       | 1.39    | 0.34         |
| -22 | 0.49       | 0.67    | 0.82         |
| -21 | 0.60       | 0.58    | 1.43         |
| -20 | 1.59       | 1.35    | 3.02         |
| -19 | 0.87       | 0.85    | 3.88         |
| -18 | 0.43       | 0.38    | 4.31         |
| -17 | -0.46      | -0.54   | 3.86         |
| -16 | -0.62      | -0.59   | 3.24         |
| -15 | 0.71       | 0.58    | 3.95         |
| -14 | 0.90       | 0.88    | 4.84         |
| -13 | 0.11       | 0.13    | 4.95         |
| -12 | -0.49      | -0.66   | 4.46         |
| -11 | -0.17      | -0.17   | 4.29         |
| -10 | -1.02      | -1.06   | 3.27         |
| -9  | -0.13      | -0.11   | 3.14         |
| -8  | 1.79       | 1.71    | 4.93         |
| -7  | -0.66      | -0.84   | 4.27         |
| -6  | 0.93       | 0.89    | 5.20         |
| -5  | 0.59       | 0.76    | 5.80         |
| -4  | 1.18       | 1.37    | 6.98         |
| -3  | -0.50      | -0.74   | 6.48         |
| -2  | 0.43       | 0.44    | 6.90         |
| -1  | 1.59       | 1.46    | 8.49         |
| 0   | 3.73       | 3.12*** | 12.22        |
| +1  | 1.99       | 1.42    | 14.21        |
| +2  | -1.89      | -1.93*  | 12.32        |
| +3  | -0.93      | -0.89   | 11.39        |
| +4  | -0.56      | -0.51   | 10.83        |
| +5  | -1.03      | -1.34   | 9.80         |
| +6  | -1.09      | -1.46   | 8.70         |
| +7  | 0.43       | 0.50    | 9.13         |
| +8  | -0.89      | -0.93   | 8.24         |
| +9  | 1.35       | 1.53    | 9.59         |
| +10 | -0.18      | -0.23   | 9.41         |

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각  $\alpha = 10\%$ ,  $5\%$ ,  $1\%$  유의수준에서 유의적임.

〈표 4.4〉 일반기업(n=23) 초과수익률(%)

| 거래일 | 평균초과수익률(%) | t-값      | 누적평균초과수익률(%) |
|-----|------------|----------|--------------|
| -30 | 0.04       | 0.04     | 0.04         |
| -29 | -1.33      | -1.07    | -1.29        |
| -28 | 0.18       | 0.25     | -1.11        |
| -27 | -0.05      | -0.05    | -1.16        |
| -26 | -1.01      | -0.88    | -2.16        |
| -25 | -0.41      | -0.34    | -2.57        |
| -24 | -1.32      | -1.24    | -3.89        |
| -23 | 0.63       | 0.48     | -3.26        |
| -22 | -1.51      | -1.73    | -4.77        |
| -21 | -0.11      | -0.10    | -4.88        |
| -20 | 0.93       | 0.91     | -3.94        |
| -19 | 2.72       | 2.36**   | -1.22        |
| -18 | 1.02       | 0.90     | -0.20        |
| -17 | 0.02       | 0.02     | -0.18        |
| -16 | 2.15       | 1.83*    | 1.98         |
| -15 | 0.89       | 0.75     | 2.86         |
| -14 | -0.22      | -0.20    | 2.64         |
| -13 | -1.78      | -2.72**  | 0.86         |
| -12 | 0.70       | 0.54     | 1.56         |
| -11 | -0.92      | -1.38    | 0.64         |
| -10 | 0.56       | 0.64     | 1.20         |
| -9  | -1.21      | -1.28    | -0.01        |
| -8  | 0.51       | 0.57     | 0.49         |
| -7  | -1.22      | -1.19    | -0.72        |
| -6  | 0.03       | 0.03     | -0.70        |
| -5  | -0.08      | -0.08    | -0.77        |
| -4  | 1.15       | 1.10     | 0.38         |
| -3  | 0.03       | 0.03     | 0.41         |
| -2  | 0.75       | 0.79     | 1.16         |
| -1  | 1.32       | 1.01     | 2.48         |
| 0   | 0.49       | 0.40     | 2.97         |
| +1  | -3.13      | -3.04*** | -0.15        |
| +2  | -1.69      | -1.86*   | -1.84        |
| +3  | -1.09      | -1.42    | -2.93        |
| +4  | -0.45      | -0.68    | -3.39        |
| +5  | -0.21      | -0.20    | -3.60        |
| +6  | -0.28      | -0.40    | -3.88        |
| +7  | -1.63      | -1.77*   | -5.51        |
| +8  | 0.15       | 0.17     | -5.36        |
| +9  | -0.42      | -0.59    | -5.77        |
| +10 | 0.08       | 0.08     | -5.69        |

주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각  $\alpha = 10\%$ ,  $5\%$ ,  $1\%$  유의수준에서 유의적임.

(-)10일부터 공시후 (+)1일까지는 9.92% (t-값 = 2.50)의 누적평균초과수익률을 보였고, 모두  $\alpha = 5\%$  유의수준에서 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 그리고 공시전 (-)30일부터 공시일(0)까지는 12.22%(t-값=1.70)로 나타났고, 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났으나, 공시전 (-)30일부터 공시후 (+)10일까지는 9.41% (t-값=1.24)로 나타났으나, 통계적 유의성은 발견되지 않았다.

일반기업 평균초과수익률에서 살펴보면, 공시일 (-)1일에는 (+)1.32%의 평균초과수익률을 보였고, 공시일(0)에는 (+)0.49%의 평균초과수익률을 보였으나 통계적으로 모두 유의성이 발견되지 않았다. 그러나 공시일 이후 (+)1일에는 평균적으로

로 (-)3.13%의 초과수익률을 보였고,  $\alpha = 1\%$  유의수준에서 통계적 유의성이 발견되었다(t-값=-3.04). 누적평균초과수익률에서 살펴보면, 공시전 (-)1일부터 공시후 (+)1일까지는 -1.31%(t-값=-0.78), 공시전 (-)10일부터 공시후 (+)1일까지는 -0.80% (t-값=-0.30), 그리고 공시전 (-) 30일부터 공시일(0)까지는 2.97%(t-값=0.35)로 나타났고, 공시전 (-)30일부터 공시후 (+)10일까지는 -5.69% (t-값=-0.57)로 나타났으나 모두 통계적 유의성은 발견되지 않았다.

<표 4.5>는 벤처기업과 일반기업의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률의 평균차이 결과를 나타내었다. 합병공시일(0)에 벤처기업과 일반기업의 평균초과수익률차이는 3.24%로 나타났고,  $\alpha = 10\%$

<표 4.5> 벤처기업과 일반기업의 초과수익률 평균차이 결과

| 분석기간          | 벤처기업(A)(n=22) |                 | 일반기업(B)(n=23) |                 | 차이(%)<br>(A-B) | t값<br>(Sig.)       |
|---------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|----------------|--------------------|
|               | 평균(%)         | 수익률 > 0<br>n(%) | 평균(%)         | 수익률 > 0<br>n(%) |                |                    |
| AAR(-1)       | 1.59          | 12(54.5)        | 1.32          | 11(47.8)        | 0.27           | 0.154<br>(0.87)    |
| AAR(0)        | 3.73          | 14(63.6)        | 0.49          | 15(65.2)        | 3.24           | 1.889*<br>(0.06)   |
| AAR(+1)       | 1.99          | 11(50.0)        | -3.13         | 3(13.0)         | 5.12           | 2.959***<br>(0.00) |
| CAR(-1, +1)   | 7.31          | 17(77.3)        | -1.31         | 7(30.4)         | 8.62           | 2.824***<br>(0.00) |
| CAR(-10, +1)  | 9.92          | 15(68.2)        | -0.80         | 12(52.2)        | 10.72          | 2.261**<br>(0.02)  |
| CAR(-30, 0)   | 12.22         | 14(63.6)        | 2.97          | 15(65.2)        | 9.25           | 0.833<br>(0.40)    |
| CAR(-30, +10) | 9.41          | 15(68.2)        | -5.69         | 11(47.8)        | 15.10          | 1.192<br>(0.24)    |

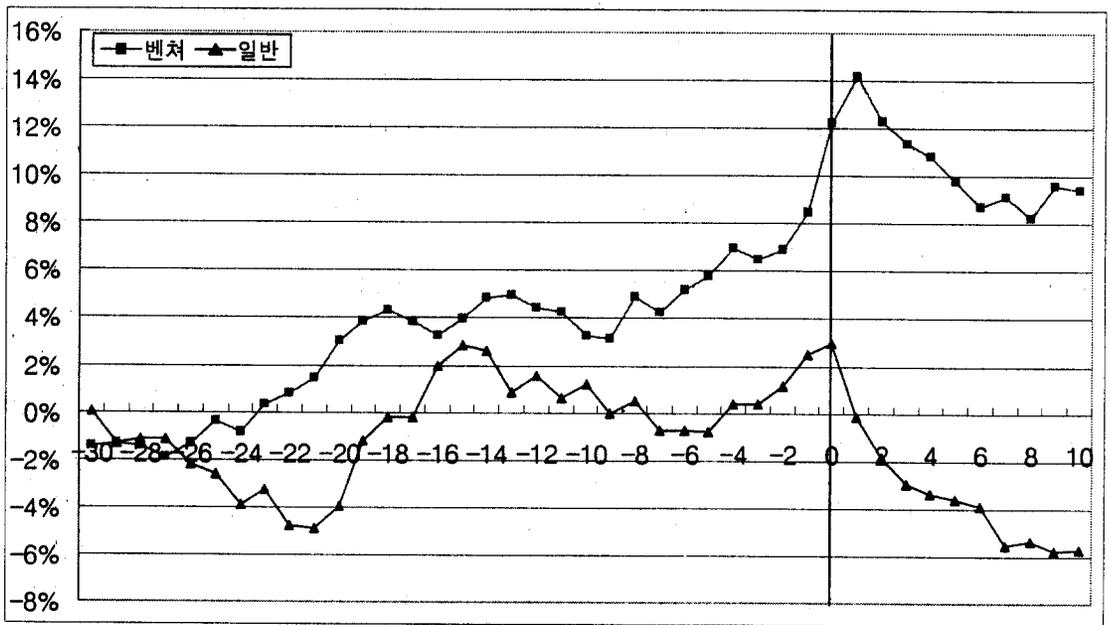
주) \*, \*\*, \*\*\*는 각각  $\alpha = 10\%$ , 5%, 1% 유의수준에서 유의함.

유의수준에서 통계적 유의성이 발견되었다(t-값: 1.889). 공시후 (+)1일에는 두 집단 간 평균초과수익률 차이가 5.12%이고,  $\alpha=1\%$  유의수준에서 통계적 유의성이 발견되었다. 즉 벤처기업이 일반기업보다 합병공시일(0)과 공시후 (+)1일에 평균적으로 유의적인 높은 초과수익률을 보이는 것으로 나타났다. 누적평균초과수익률에서는 공시전 (-)1일부터 (+)1일까지 두 집단간의 누적평균초과수익률 차이가 8.62%로 나타났고  $\alpha=1\%$  유의수준에서 통계적 유의성이 발견되었고(t-값: 2.824), 공시전 (-)10일부터(+1)일까지 두 집단간의 누적평균초과수익률 차이가 10.72%로 나타났고 통계적으로  $\alpha=5\%$  유의수준에서 유의하였다(t-값 =2.261). 위와 같은 평균초과수익률과 누적평균초과수익률의 결과에서 알 수 있듯이, 우리나라 코

스닥시장 등록기업에서 합병기업 중 벤처기업 주주들이 일반기업 주주들보다 평균적으로 더 높은 누적초과수익률을 얻는 것으로 나타났다(가설 2: 채택). 이것은 정부가 코스닥시장 활황과 한국 벤처산업 활성화는 불가분의 관계로 인식하고 벤처산업의 건전하고 지속적인 성장을 위하여 벤처산업의 제도적인 지원 발표 효과, 90%가 넘는 일반투자자들이 전통적인 수익성과 성장성보다는 신경제를 구성하는 업종(벤처기업)에 속하는 여부에 따라 투자를 결정하는 투자인식과 투자행태의 차이점으로 인하여 합병공시 전후 벤처기업에서 더 높은 초과수익률을 얻은 것으로 보인다.

<그림 2>는 벤처기업과 일반기업의 누적평균초과수익률의 추이를 보여 주고 있다.

<그림 2> 벤처기업과 일반기업 누적평균초과수익률 추이



주) 0: 합병공시일

## V. 결론

본 연구는 그동안 국내의 선행연구에서 드물었던 코스닥시장에 등록된 기업들을 대상으로 합병공시 전후 주주부 변화유무를 합병기업을 중심으로 분석하였고, 추가적으로 벤처기업과 일반기업으로 구분하여 두 집단 간 평균초과수익률과 누적평균초과수익률의 평균차이를 t-test를 통하여 분석하였다.

분석의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 우리나라 코스닥시장에서는 합병 공시일(0)에 2.08%의 평균초과수익률을 얻는 것으로 나타났고 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 합병공시 전 (-)1일부터 공시후 (+)1일 동안 2.90%, 공시전 (-)10일부터 공시후 (+)1일까지 4.44%의 누적평균초과수익률을 얻었고 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다. 이것은 우리나라 코스닥시장에서 합병공시 전후에 주주부가 증가한다는 주주부 극대화 가설이 지지됨을 의미한다. 둘째, 우리나라 코스닥 시장에서는 일반기업보다는 벤처기업의 주주들이 더 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 특히 합병 공시일(0)과 공시후 (+)1일과 누적기간 (-1, +1)과 (-10, +1)에서 두 집단의 초과수익률 평균차이가 통계적 유의성이 있는 것으로 나타났다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 의의가 있다. 첫째, 우리나라 코스닥시장에서 합병기업의 공시 전후에 주주부가 증가한 것을 발견한 점이다. 둘째, 우리나라 코스닥시장에서 합병 공시 전후 모든 누적기간에서 평균적으로 일반기업보다 벤처기업 주주부가 증가한 점을 발견한 점이다. 이 같은 사실은 향후 코스닥시장을 활성화하기 위한 다른 대안이 없는 시점에서 합병을 통한 한계기업의 구조조

정이 활발히 이루어질 것이기 때문에 관련있는 당사자들에게 시사하는 바가 크다고 여겨진다.

그러나 본 연구는 다음과 같은 한계점이 있으며 향후 연구방향을 제시하면 다음과 같다. 첫째, 본 연구의 실증분석에 사용된 표본은 최종 45개의 표본을 추출하여 분석하였는데, 이 정도의 표본으로 결과를 일반화하기에는 무리가 없지 않다. 향후 우리나라 코스닥시장에서 합병을 공시한 기업이 많아져 더 많은 표본으로 실증분석하는 것이 필요하다. 둘째, 가능한 한 엄격한 기준을 정하여 표본을 선정하였지만, 2002년도 수익률 계산시 다른 사건의 오염가능성이 약간 존재한다고 사료된다. 향후 배당, 유·무상 증자, 액면분할 등 다른 사건을 가능한 한 통제하여 분석하여야 할 것이다. 셋째, 본 연구에서는 벤처기업과 일반기업으로만 업종을 구분하여 주주부 변화차이 원인을 분석하였다. 향후 보다 다양한 변수(예를 들면, 대주주지분율, 순자산가치, 현금흐름, 주식매수청구권 등)를 도입하여 합병공시 전후 주주부 변화차이 원인을 분석하여야 할 것이다. 넷째, 표본수의 제한으로 코스닥시장에서 피합병기업의 주주부 변화유무를 분석하지는 못하였다. 향후 피합병기업의 합병공시 전후 주주부 변화유무를 분석하여야 할 것이다.

## 참고 문헌

- 강원(2000), "코스닥의 주가조정과 M&A의 역할," 삼성경제연구소 연구보고서.
- 김준구(1998), "기업합병과 인수의 경제적 동기와 기업가치 증대요인," 한국금융 연구원
- 김광남(1992), "기업합병성과 재무적 특성" 충남대 대학원 박사학위 논문.
- 김규영, 조현상(1996), "한국에서의 기업합병효과에 관한 실증적 연구," 증권학회지, 19, 1-26.
- 김위생, 서점식(2000), "증권시장개방과 M&A 공시효과," 재무연구, 13, 245-275.
- 김희석(1990), "기업합병 및 인수가 주주부에 미치는 영향," 서울대 대학원 박사 학위 논문.
- 김혜진(1998), "합병공시의 정보효과에 영향을 미치는 요인," 계명대 대학원 박사학위 논문.
- 나영호(1994), "기업합병의 시너지효과와 부의 이전효과에 관한 실증적 연구," 홍익대 대학원 박사학위 논문.
- 임종욱(1994), "합병동기에 의한 합병효과분석의 실증적 연구," 원광대 대학원 박사학위 논문.
- 장영광(1985), "기업합병과 주식취득이 주주 의 부에 미치는 영향에 관한 실증적 연구," 고려대 대학원 박사학위 논문.
- 황인태(1994), "기업합병 및 인수가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구," 한남대 대학원 박사학위 논문.
- Amihud, Y., P. Dodd, & M. Weinstein(1986), "Conglomerate Mergers, Managerial Motives and Stockholder Wealth," *Journal of Banking and Finance*, 10, 401-410.
- Asquith, Paul(1983), "Merger Bids, Uncertainty, and Stockholder Returns," *Journal of Financial Economics*, 11, 51-83.
- Asquith, Paul., R. F. Bruner, & D. W. Mullins Jr.(1983), "The Gains to Bidding Firms from Merger," *Journal of Financial Economics*, 11, 121-139.
- Bradley, Michael, Anand Desai, & E. Han Kim(1983), "The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?," *Journal of Financial Economics*, 11, 183-206.
- Chang, Saeyoung(1998), "Takeovers of Privately Held Targets, Methods of Payment, and Bidder Returns," *Journal of Finance*, LIII, 773-798.
- Dennis, D. K., & John J. McConnell(1986), "Corporate Mergers and Security Returns," *Journal of Financial Economics*, 16, 143-187.
- Dodd, Peter(1980), "Mergers Proposals, Management Discretion, and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 8, 105-138.
- Dodd, Peter & J. B. Warner(1983), "On Corporate Governance: A Study of Proxy Contests," *Journal of Financial Economics*, 11, 401-438.
- Eckbo, E.(1983), "Horizontal Mergers, Collusions, and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, 241-273.
- Eger, C. E.(1983), "An Empirical Test of the Redistribution Effect in Pure Exchange Mergers," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 18, 547-572.
- Firth, M.(1980), "Takeovers, Shareholder Returns, and the Theory of the Firm," *Quarterly Journal of Economics*, 235-260.
- Ghosh, Alok & Jain Prem C.(2000), "Financial Leverage Changes associated with Corporate Mergers," *Journal of Corporate Finance*, 6, 371-402.
- Huang, R., & R. Walking(1987), "Target Abnormal Returns Associate with Acquisitions Announcements: payment, Acquisitions Form and Managerial Resistance," *Journal of Financial Economics*, 19, 329-350.
- Leeth, J. D., & J. Rody Borg(2000), "The Impact of Takeovers on Shareholder Wealth during the

- 1920s Merger Wave," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 35, 217-238.
- Malatesta, P. H.(1983), "The Wealth Effect of Merger Activity and the Objective Functions of Merging Firms," *Journal of Financial Economics*, 11, 155-181.
- Manne, Henry G.(1965), "Mergers and the Market for Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 73, 110-120.
- Mueller, Dennis(1969), "A Theory of Conglomerate Mergers," *Quarterly Journal of Economics*, 83, 643-659.
- Wansley, J., W. Lane, & H. Yang(1983), "Abnormal Returns to Acquired Firms by Types of Acquisitions and Method of Payment," *Financial Management*, 38, 16-22.

최종표본

| 번호 | 합병공시일       | 합병기업    | 업종             | 등록<br>유무 | 벤처<br>유무 | 피합병기업          | 업종             | 등록<br>유무 | 벤처<br>유무 |
|----|-------------|---------|----------------|----------|----------|----------------|----------------|----------|----------|
| 1  | 2000.05.03. | 호성케멕스   | 화합물·화학         | 1        | 0        | 동성자원개발         | 부동산임대          | 0        | 0        |
| 2  | 2000.05.22. | 한빛기술금융  | 기타투자           | 1        | 0        | 이캐피탈           | 기타투자           | 0        | 0        |
| 3  | 2000.05.22. | 메다다스    | 정보처리           | 1        | 1        | 의학연구사          | 약국EDI<br>소프트웨어 | 0        | 0        |
| 4  | 2000.06.26. | 동특      | 육상운송           | 1        | 0        | 타이거오일          | 유류화학약품         | 0        | 0        |
| 5  | 2000.07.07. | 지이티     | 전자부품           | 1        | 0        | P&K시스템         | 전자부품           | 0        | 1        |
| 6  | 2000.08.21. | 주성엔지니어링 | 기타기계           | 1        | 1        | 아팩스            | 반도체제조          | 1        | 1        |
| 7  | 2000.80.23. | 유니슨산업   | 조립금속           | 1        | 1        | 유니슨정밀공업        | 정밀계측기기         | 0        | 0        |
| 8  | 2000.08.28. | 한글과컴퓨터  | 정보처리           | 1        | 1        | 하늘사랑           | 소프트웨어          | 0        | 0        |
| 9  | 2000.09.05. | 새롬기술    | 정보처리           | 1        | 1        | 새롬소프트          | 소프트웨어          | 0        | 1        |
| 10 | 2000.10.10. | 대양이앤씨   | 전자부품           | 1        | 1        | 진두네트웍          | 컴퓨터시스템         | 1        | 0        |
| 11 | 2000.10.11. | 텔슨정보통신  | 전자부품           | 1        | 1        | 텔슨통신기술         | 전자부품           | 0        | 1        |
| 12 | 2000.10.17. | 한성에코넷   | 기타기계           | 1        | 1        | 한전             | 농기계제작          | 0        | 0        |
| 13 | 2000.10.19. | 인성정보    | 정보처리           | 1        | 0        | 휴먼벨트닷컴         | 소프트웨어          | 0        | 0        |
| 14 | 2000.10.20. | 로커스     | 정보처리           | 1        | 1        | 휴코             | 무역업            | 0        | 0        |
| 15 | 2000.12.18. | 아이텍스필   | 봉제의복           | 1        | 0        | 크라이언소프트        | 소프트웨어<br>개발    | 0        | 0        |
| 16 | 2000.12.27. | 유일반도체   | 기타기계           | 1        | 1        | 슈퍼넷            | 인터넷서비스         | 0        | 1        |
| 17 | 2001.01.12. | KTF     | 전기통신           | 1        | 0        | 한국통신엠닷컴        | 전기통신           | 0        | 0        |
| 18 | 2001.01.16. | 씨니상사    | 가죽가방           | 1        | 0        | 와이엔케이          | 통신장비           | 0        | 0        |
| 19 | 2001.01.19. | 텔슨전자    | 전자부품           | 1        | 0        | 텔슨정보통신         | 통신방송장비         | 1        | 1        |
| 20 | 2001.03.20. | 유니씨엔티   | 정보처리           | 1        | 1        | 코리아인터넷<br>정보통신 | 통신판매           | 0        | 0        |
| 21 | 2001.05.14. | 이론테크놀러지 | 소프트웨어          | 1        | 1        | 큐애텔            | 통신판매           | 0        | 1        |
| 22 | 2001.05.17. | 넥스즈     | 조립금속           | 1        | 0        | 이지클럽           | 통신판매           | 0        | 1        |
| 23 | 2001.05.18. | 도원텔레콤   | 전자부품           | 1        | 1        | 에이씨엔테크         | 정보통신           | 0        | 1        |
| 24 | 2001.06.27. | 테라      | 컴퓨터 및<br>사무용기계 | 1        | 0        | 테라텍인터내셔널       | 디지털오디오<br>장비제조 | 0        | 0        |

주) 1. 등록유무 1) 등록기업, 0) 비등록기업

2. 벤처유무 1) 벤처기업, 0) 일반기업

코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과

최 종 표 본(계속)

| 번호 | 합병공시일       | 합병기업          | 업종            | 등록<br>유무 | 벤처<br>유무 | 피합병기업         | 업종                 | 등록<br>유무 | 벤처<br>유무 |
|----|-------------|---------------|---------------|----------|----------|---------------|--------------------|----------|----------|
| 25 | 2001.07.19. | 쓰리알           | 전자부품          | 1        | 1        | 브랜스테크놀러지      | 소프트웨어              | 0        | 1        |
| 26 | 2001.08.06. | 모헨즈           | 비금속광물         | 1        | 0        | 미디어플래닛 외1     | 소프트웨어              | 0        | 1        |
| 27 | 2001.08.16. | 로커스홀딩스        | 정보처리          | 1        | 0        | 손노리           | 소프트웨어              | 0        | 1        |
| 28 | 2001.08.20. | 삼일인포마인        | 정보처리          | 1        | 0        | 아이에스에이        | 회계학교육              | 0        | 0        |
| 29 | 2001.08.31. | 로토토           | 기타목적용기계       | 1        | 1        | 타이거볼스아이       | 인터넷서비스             | 0        | 0        |
| 30 | 2001.09.17. | 넷시큐어테크놀러지(경산) | 기타기계          | 1        | 1        | 넷시큐어테크놀러지(서울) | 기타기계               | 1        | 1        |
| 31 | 2001.10.18. | 아이엔티텔레콤       | 통신방송장비        | 1        | 1        | 세넥스테크놀러지      | 통신방송장비             | 1        | 1        |
| 32 | 2001.11.26. | 호스텍글로벌        | 가구 및 기타       | 1        | 0        | 인터넷제국         | 정보통신장비             | 0        | 1        |
| 33 | 2001.12.05. | 코닉스           | 의료정밀광학        | 1        | 1        | 알파텔레콤         | 컴퓨터통신              | 0        | 1        |
| 34 | 2001.12.07. | 타임            | 봉제의복          | 1        | 0        | 마인에스에이        | 의류구두 등             | 0        | 0        |
| 35 | 2002.02.25. | 한국창업투자        | 기타투자          | 1        | 0        | 밀레니엄벤처투자      | 기타투자               | 0        | 0        |
| 36 | 2002.03.08. | 한국캐피탈         | 금융리스          | 1        | 0        | 경남리스금융        | 금융리스               | 1        | 0        |
| 37 | 2002.03.11. | 가오닉스          | 전문서비스         | 1        | 0        | 스타맥스          | 비디오프로그래밍<br>램타이퍼판매 | 0        | 0        |
| 38 | 2002.05.20. | 에스아이테크        | 기타기계          | 1        | 1        | 큐엔에스          | 연예인알선등             | 0        | 1        |
| 39 | 2002.05.28. | 씨엔텔           | 소매업:자동차<br>제외 | 1        | 0        | 씨엔텔휘트니스       | 휘트니스유통             | 0        | 0        |
| 40 | 2002.06.24. | 더존디지털웨어       | 정보처리          | 1        | 1        | 뉴소프트기술        | 소프트웨어              | 1        | 1        |
| 41 | 2002.06.27. | 와이즈콘트롤        | 기타전기기계        | 1        | 1        | 건화이엔아이        | 기타전기기계             | 0        | 1        |
| 42 | 2002.07.16. | 무한투자          | 기타투자          | 1        | 0        | 세화기술투자        | 기타투자               | 1        | 0        |
| 43 | 2002.08.27. | 아이엠아이티        | 정보처리          | 1        | 1        | 넥솔아이티         | 정보처리               | 0        | 1        |
| 44 | 2002.09.17. | 호스텍글로벌        | 가구및기타         | 1        | 0        | 디지털시스         | 인터넷마케팅             | 0        | 1        |
| 45 | 2002.12.14. | KTF           | 전기통신          | 1        | 0        | 케이티아이컴        | 전기통신               | 0        | 0        |

주) 1. 등록유무 1) 등록기업, 0) 비등록기업  
 2. 벤처유무 1) 벤처기업, 0) 일반기업

## The Effects of Merger Announcements on Stockholders Wealth in KOSDAQ

Kyung-Sik Joh\* · Jun-Chul Park\*\* · Hee-Seog Kim\*\*\* · Jang-Hyung Lee\*\*\*\*

### Abstract

This study empirically examined the effects of Merger announcements on stockholders wealth in KOSDAQ. The abnormal return(AR) and cumulative abnormal return(CAR) surrounding the merger announcement date are used to assess whether M&A activities enhance the stockholders wealth of bidding firms.

The empirical results are as follows. First, bidding firm, on average, revealed statistically significant 2.08%(t-value: 2.35) of AAR on the announcement date and 4.44%(t-value: 1.79) of CAR(-10,+1) and 2.90%(t-value: 1.77) of CAR(-1,+1) by market model procedure. Second, venture firm, on average, gained higher shareholder wealth than general firm, especially revealed statistically significant AAR(0), AAR(+1), CAR(-1, +1), and CAR(-10, +1).

Key words: M&A in KOSDAQ, Shareholders Wealth, Venture Firm.

- 
- \* Researcher, The Economics & Business Administration Research Institute, Daegu University.
  - \*\* Assistant Professor, Dept. of e Business Administration, Daegu Cyber University.
  - \*\*\* Professor, Dept. of Business Administration, Daegu University.
  - \*\*\*\* Assistant Professor, Dept. of Accounting, Daegu University.