

기업지배구조와 인수합병(M & A) 공시효과

박순홍(제1저자)
건국대학교 경영학과
(0404@kku.ac.kr)
신현한(교신저자)
연세대학교 경영학과
(hanshin@yonsei.ac.kr)

본 연구는 유가증권시장에 상장된 기업들의 기업지배구조점수를 활용하여 인수합병공시에 대한 시장반응과 기업지배구조의 관계를 분석하였다. 특히, 본 연구에서는 전반적인 기업지배구조의 영향뿐만 아니라 개별기업의 내부지배구조인 이사회와 감사기구가 인수합병 공시효과에 미치는 영향도 함께 분석하였다. 분석결과, 첫째, 기업지배구조점수가 높은 기업일수록 인수합병공시에 대한 시장반응이 긍정적인 것으로 나타나 기업지배구조가 좋을수록 인수합병 의사결정의 효율성이 높아지는 것을 확인할 수 있었다. 뿐만 아니라 이사회 및 감사기구의 지배구조점수가 높은 경우 해당 기업의 합병공시효과가 유의적으로 높게 나타났다. 둘째, 내부거래 등으로 대리인 비용의 발생 가능성이 높은 재벌기업의 경우 인수합병의 공시효과가 부정적으로 나타났지만, 재벌그룹 내에서도 이사회 및 감사기구의 지배구조점수가 높은 경우 시장 반응은 유의적으로 높은 것으로 나타나, 내부지배구조의 영향을 재확인할 수 있었다. 셋째, 부채비율이 높을수록 인수합병공시효과는 높게 나타나 부채감시가설을 지지하는 반면, 합병 이전의 소유구조 및 계열사 간의 합병 여부 등은 인수합병공시효과에 유의적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

주제어: 인수합병, 대리인 문제, 기업지배구조, 이사회, 감사기구

1. 서론

최근 들어 인수합병과 관련된 연구는 공시효과 자체보다는 그 원인에 점차 관심을 두고 진행되고 있다. 특히, 기업지배구조가 좋을수록 해당기업의 대리인 비용(agency cost)이 감소하여 기업가치에도 긍정적인 영향을 미친다는 관련 선행연구들의 결과에 착안하여 지배구조적인 특성을 대리인 문제 발생가능성의 대용변수(proxy variable)로 사용함으로써 합병성과를 분석하려는 해외 연구가 점차 증가하고 있다. 대표적으로 Masulis, Wang, and Xie(2007)는 경영권방어기제가 상대적으로 적은

경우, 대리인 문제가 발생할 가능성이 낮아져 해당기업의 합병공시 효과가 유의적으로 높다고 주장하고 있다. 뿐만 아니라 이들은 자본시장을 통해 경영자를 효율적으로 감시할 수 있는 기업일수록 경영자가 자신의 사적이익(private benefit)을 위해 잉여현금흐름을 이용하여 인수합병할 가능성도 낮아진다고 주장하였다.

하지만 해외의 실증 연구결과와는 달리 국내의 기존 연구들은 합병공시효과에 있어서 대리인 이론의 주장을 일관되게 지지하는 결과를 제시하지 못하고 있다. 강준구, 김진모, 배기홍(2001)은 대리인 문제가 발생할 가능성이 높을 것으로 예상되는 재벌기업의 경우 공시일에 유의적인 음(-)의 초과

수익률이 발생하는 것을 발견하였다. 그런데 변진호, 안소림(2007)은 국내에서도 소규모 합병기업일 경우 높은 초과수익률이 나타난다는 이른바 규모효과(size effect)가 존재함을 보고하여, 대리인비용 발생가능성을 재벌기업을 중심으로 분류하여 살펴본 연구결과는 규모효과로 인해 야기될 수 있음을 보였다. 뿐만 아니라 최근 국내 연구들의 주장에서처럼 재벌기업은 이사회구성이나 감사기구 측면에서 많은 제약을 받기 때문에 오히려 대리인비용이 상대적으로 감소하여 기업가치가 높을 가능성도 제기되고 있어 단순하게 재벌기업이 대리인문제 발생가능성이 높다고 하기에는 한계가 있다.

또한 변진호, 우원석(2008)과 변진호, 안소림(2007)은 소유와 경영이 분리되어 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 기업이 많은 잉여현금흐름을 보유할 경우 비효율적인 투자를 수행할 가능성이 높다는 Jensen(1986)의 주장을 고려하여 합병공시효과를 분석하였지만 역시 상이한 결과를 제시하고 있다. 이는 Masulis et al.(2007)의 주장처럼 잉여현금흐름은 해당 기업의 영업성과나 경영자의 능력을 나타내는 변수도 될 수 있어 대리인 문제 발생가능성을 나타내는 적절한 대용변수로는 한계가 있기 때문에 야기된 결과로 판단된다.

결과적으로 해외 연구와는 달리 국내연구들이 일관된 결과를 제시하지 못하는 가장 큰 이유는 대리인 문제 발생가능성을 명확하게 반영한 대용변수의 부재라고 볼 수 있다. 즉, 다양한 원인으로 야기될 수 있는 대리인 문제를 소유구조나 잉여현금흐름 등의 제한된 변수들을 통해 살펴보기에는 한계가 있으며, 특히 소유구조는 대리인 문제와의 관계에 대해 여전히 논란의 소지가 많은 것이 사실이다. 그런데 국내의 경우 외환위기 이후 가장 뚜렷한 변화를 보인 지배구조의 특성은 이사회와 감사기구가

며, 기존 연구에서도 이사회가 감사기구가 제기능을 수행할 경우 경영자의 사적이익 추구 유인을 감소시킴으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다. 그럼에도 불구하고 대부분의 연구들은 소유구조에만 초점을 두어 합병공시효과를 분석하였을 뿐 실제적으로 인수합병과 같은 의사결정에 이사회 및 감사기구가 미치는 영향에 대한 연구가 많이 진행하지 않았다.

따라서 본 연구에서는 대리인 문제 발생가능성에 대한 대용변수상의 한계점 및 이사회와 감사기구의 역할을 동시에 살펴보기 위해 유가증권시장에 상장된 기업을 중심으로 인수합병공시에 대한 시장반응과 지배구조의 관계를 살펴보았다. 즉, 소유구조나 재벌여부 등을 이용하여 대리인비용의 발생가능성을 분석한 기존의 국내연구와는 달리, 본 연구에서는 유가증권시장 상장기업들의 지배구조를 다양한 측면에서 포괄적으로 평가한 한국기업지배구조센터(Korea Corporate Governance Service)의 지배구조점수를 이용하여 대리인 문제가 합병공시효과에 미치는 영향을 직접적으로 분석하였다. 국내외의 다양한 연구에서 기업지배구조점수가 좋을수록 대리인비용이 감소하여 자본조달비용이 유의적으로 낮을 뿐만 아니라 해당 기업의 가치도 높다는 결과들이 일관되게 제시되고 있기 때문에 본 연구에서 사용하는 개별기업들의 기업지배구조점수는 해당 기업의 대리인비용 발생가능성을 나타내는 대용변수로 적절하다고 할 수 있다(윤봉한, 오재영(2005), Byun(2007)).

한편, KCGS에서 매년 실시하는 지배구조평가는 주주권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 그리고 경영과실배분의 5개 세부영역으로 이루어져 있다. 그런데 외환위기 이후 국내에서는 사외이사 및 감사위원회 관련 제도를 보다 적극적으로 도입하였으며

기업들도 경영환경에 맞게 해당 제도를 차별적으로 도입하였기 때문에 사외이사 및 감사기구 측면에서 기업별로 차별성이 상당히 뚜렷해졌다고 할 수 있다. 더욱이 이사회와 감사기구의 주요 기능이 주주 이익 차원에서 경영자의 의사결정에 대한 감시이며 이들의 역할이 외환위기 이후 더욱 강조되었기 때문에 인수합병과 같이 대규모의 투자활동에 있어 해당 내부지배구조가 미치는 영향력은 더욱 커졌을 것으로 예상된다. 따라서 본 연구에서는 Masulis et al.(2007)과는 달리¹⁾ 국내 기업의 의사결정에서 이사회와 감사기구의 중요성을 고려하여 대리인 문제가 합병공시효과에 미치는 영향을 보다 구체적으로 살펴보았다.

분석 결과, 전반적으로 지배구조가 좋은 기업일수록 합병공시에 따른 시장반응은 유의적으로 높아 좋은 지배구조는 대리인 비용 발생가능성을 낮춘다는 기존의 연구결과와 일치함을 알 수 있었다. 추가적으로 이사회와 감사기구의 역할을 분석해 본 결과, 국내에서는 개별기업의 이사회 및 감사기구의 역할이 상대적으로 중요하다는 것을 확인할 수 있었다. 특히, 기존 연구에서와 동일하게 개별기업은 합병공시효과가 유의적으로 낮았음에도 불구하고 이사회와 감사기구의 독립성이 높아 경영자를 적절하게 감시할 경우 합병공시효과는 오히려 긍정적으로 나타났다. 따라서 본 연구에서는 합병공시효과에 있어 대리인 이론의 주장을 재확인할 수 있었을 뿐만 아니라 지배구조를 구성하는 세부요소 중 이사회와 감사기구가 효율적으로 작동할수록 의사결정의 효율성도 높아져 해당기업의 기업가치에 긍정적으로 영향을 미친다는 결과를 확인할 수 있었다.

II. 국내외 문헌연구

합병은 기업의 투자활동 중에서 규모가 크며 외부 주주들이 비교적 분명하게 확인할 수 있다. 이로 인해 대리인 문제가 기업의 투자 의사결정에 미치는 영향을 살펴본 기존 연구들이 최근 들어 합병 등의 투자형태를 통해 이를 재검증하려는 경향을 보이고 있다(Datta, Iskandar-Datta, and Raman (2001), Bliss and Rosen(2001)). 그런데 이들 연구들은 대리인 비용의 대응변수로 대부분 경영자 지분율이나 외부 기관투자자 지분율 등 소유구조 측면만을 고려하였는데, 최근에는 지배구조의 보다 다양한 특성을 고려하려는 연구들이 활발하게 진행되고 있다. 하지만 Masulis et al.(2007) 등 일부 연구를 제외하고는 아직까지는 합병 등을 지배구조의 다방면적인 측면에서 살펴본 연구는 실질적으로 많지 않은 실정이다. 이들은 1990년부터 2003년까지 Gompers, Ishii, and Metrick(2003)의 지배구조자료를 바탕으로 경영권 방어조항(anti-takeover provision) 도입 여부가 합병공시에 미치는 영향을 살펴보았는데 분석 결과, 경영권 보호장치를 많이 도입한 기업일수록 합병공시에 따른 시장 반응이 유의적으로 낮은 것을 확인할 수 있었다. 특히, 이사회 의장과 최고경영자가 분리되어 있어 지배구조가 비교적 투명한 기업일수록 합병공시효과가 더 높은 것으로 나타나 경영자의 의사결정에 대한 이사회와 감사기능이 인수합병 등의 대규모 기업투자 공시에 더욱 중요한 역할을 한다는 것을 재확인할 수 있었다. Masulis et al.(2007)은 이와 같은

1) Masulis et al.(2007)는 합병결의에 대한 경영권 방어기제(anti-takeover provision)를 중심으로 분석하였는데, 국내 기업들의 2008년 지배구조평가 결과를 살펴보면 총 685개 유가증권상장 기업 중 18개사인 약 2.63% 기업만이 관련 규정을 도입하고 있어 해당 제도의 영향력이 상당히 미미한 실정이다.

결과가 경영권을 안정적으로 보호받는 경영자일수록 개인의 사적이익을 추구함으로써 대리인 문제를 야기할 가능성이 높다는 것을 의미한다고 주장하고 있으며 지배구조가 좋지 않은 기업이 기업가치가 높지 않은 것은 투자효율성 등이 저조하기 때문이라고 설명하였다.

반면, 국내 연구인 강준구, 김진모, 배기홍(2001)은 재벌기업일수록 대리인 문제가 발생할 가능성이 높다는 점을 고려하여 합병기업을 재벌기업과 비재벌기업으로 분류하여 합병공시효과를 비교하였다. 그 결과, 인수기업이 비재벌기업인 경우 인수합병은 기업가치를 증가시키는 투자활동인 반면 재벌기업의 경우에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 특히 소유경영자의 지분율이 크거나 과거 경영성과가 우수한 재벌기업이 성과가 좋지 않은 계열기업을 합병하는 이른바 구제합병인 경우에는 합병공시효과가 더욱 부정적으로 나타났는데 이에 대해 이들은 재벌기업의 대리인 문제가 상대적으로 더욱 심각하다는 직접적인 증거라고 주장하였다.

하지만 김희석, 조경식(2002)은 합병기업의 부채비율이 높고 재벌기업내의 계열사 합병일 경우 합병공시효과가 오히려 유의적으로 높다는 반대의 결과를 제시하고 있으며 특히 피합병기업 역시 재벌기업에 소속된 경우가 더욱 높다는 결과를 제시하고 있어, 강준구, 김진모, 배기홍(2001)과는 일치되지 않는 결과를 보여주었다. 이와 유사하게 조지호, 전상경(2004)은 지배구조의 영향을 소유구조의 측면에서 분석하였는데 강준구, 김진모, 배기홍(2001)의 연구결과와는 달리 5%이상 대량보유자 지분이나 외부 투자자의 지분이 합병공시일의 시장반응에 더욱 유의적인 영향을 미친다는 결과를 확인할 수 있었다. 특히 외국인 투자자의 경우 외환위기 이전에는 유의적인 영향을 미치지 않았지만

외환위기 이후에는 외국인 지분이 높을수록 합병공시효과가 유의적으로 높은 것으로 나타나 외환위기를 전후하여 외국인 투자자의 역할이 변하고 있다고 보고하였다. 이와 달리 김희석, 조경식(2006)은 2000년부터 2003년까지 코스닥시장에 상장된 기업들을 분석해본 결과, 지배구조의 내부적 특성은 합병공시에 따른 시장반응에 부정적인 영향을 미치는 반면, 외부 투자자는 합병공시효과에 영향을 미치지 못한다는 결과를 제시함으로써 코스닥기업의 경우에는 상대적으로 경영자지분이나 소액주주가 더욱 중요한 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다.

한편, 변진호, 안소림(2007)은 Moeller, Schlingemann, and Stulz(2004)의 연구방법을 고려하여 국내에서도 합병기업의 기업규모에 따라 공시에 대한 시장반응이 달라지는 이른바 규모효과가 존재하는지 검증하였다. 분석결과, 국내에서도 소규모 합병기업이 대규모 합병기업에 비해 유의적으로 높은 공시효과가 나타나는 것을 확인할 수 있었으며 이런 차이는 규모의 경제(economies of scale), 경영자의 자만심(hubris), 대리인 문제의 가능성, 그리고 미래의 성장성 등으로 설명되지 않는 것으로 나타나 국내 시장에서도 퍼즐일 수 있다고 주장하고 있다. 하지만 이들 연구에서는 대리인 문제의 발생가능성으로 영업현금흐름 등을 사용하였는데 Masulis et al.(2007)이 언급한 바와 같이 영업현금흐름은 기업의 수익성을 나타내는 변수이기도 하므로 적절한 대응변수라고 하기에는 다소 한계가 있다.

종합적으로 살펴보면, 대리인 이론의 관점에서 진행된 국내의 기존연구들은 대부분 외환위기 이전 기간을 중심으로 연구가 이루어졌으며, 최근의 연구에서조차도 분석방법 및 표본에 따라 다소 상이한 결과를 제시하고 있다. 특히, 대리인 문제의 영

향을 분석하는 과정에서 소유구조나 잉여현금흐름 등 제한적인 일부 대용변수들을 사용하고 있어 각각으로 대리인 문제의 영향을 평가하지 않았다는 한계가 있다. 따라서 본 연구에서는 개별기업들의 대리인 비용을 나타내는 대용변수로 지배구조에 대한 다방면적인 평가 결과인 기업지배구조점수를 사용하여 국내 자본시장에서 대리인 비용이 합병기업의 공시효과에 미치는 영향을 이사회와 감사기구의 역할 측면에서 보다 구체적으로 분석하고자 한다.

III. 실증분석 모형 및 표본 선정

3.1 분석 모형

대리인 문제 발생가능성이 합병공시에 미치는 영향을 살펴보기 위해 본 연구에서는 합병공시일을 중심으로 사건연구방법론에 기초하여 아래의 식(1)과 같은 모형을 설정하였으며 주요 변수들에 대한 설명은 <표 1>에 정리하였다.

$$\begin{aligned}
 CAR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t-1} + \beta_2 \ln(Asset)_{i,t-1} \\
 & + \beta_3 Leverage_{i,t-1} + \beta_4 Q_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 Complete_{i,t} + \beta_6 Relate_{i,t} \\
 & + \beta_7 Subsidiary_{i,t} + \beta_8 Chaebol_{i,t} \\
 & + \beta_9 Relative Value_{i,t} + \beta_{10} Foreign_{i,t-1} \\
 & + \beta_{11} Listing_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)
 \end{aligned}$$

종속변수인 CAR 는 합병공시일을 기준으로 전후 (-3일 ~ +3일)까지의 누적초과수익률을 나타낸다.

이때 누적초과수익률(CAR)로는 공시전 (-20일 ~ -20일)까지의 자료로 시장모형을 이용한 누적초과수익률($Market_CAR$)과 단순히 시장지수를 차감한 누적초과수익률($Mean_CAR$)을 모두 사용하였다. 또한 Masulis et al.(2007)이 언급한 바와 같이 동기간의 독립변수와 종속변수를 사용할 경우 내생성 문제(endogenous problem)로 분석 결과가 왜곡될 수 있어 본 연구에서는 독립변수로 종속변수보다 1시차전의 자료를 사용하였다.²⁾ 지배구조점수는 기본적으로 총점(CG)을 사용하였으며 지배구조가 좋을수록 대리인 비용이 상대적으로 낮아져 합병공시효과가 유의적으로 높을 것이므로 종속변수와는 양(+의 관계가 성립할 것으로 예상된다. 특히 본 연구의 주요 관심부분인 이사회($CG2$)와 감사기구($CG4$)의 영향력을 확인하기 위해 식(1)에서 총점(CG) 대신 해당 변수를 순차적으로 고려한 분석도 실시하였다.

한편, 변진호, 안소림(2007)의 연구결과를 바탕으로 규모효과를 통제하기 위해 총자산에 자연로그 값을 취한 $\ln(Asset)$ 를 고려하였으며 부채의 레버리지 효과($Leverage$), 그리고 경영성능이 합병공시에 영향을 줄 수 있다는 변진호, 우원석(2008)의 연구를 고려하여 토빈 Q(Q)도 추가하였다. 이와 더불어 합병 이전에 합병 관련기업들 간의 관계를 통제하기 위해 합병제외기업이 피합병기업을 100% 소유할 경우 1의 값을 가지는 $Complete$, 표준산업분류의 중분류 기준에 따라 동일 산업 간의 합병일 경우 1의 값을 갖는 $Relate$, 피합병기업이 합병기업의 계열회사인 경우 1의 값을 부여한 $Subsidiary$ 변수와 함께 재벌기업에 속할 경우 1의 값을 부여한 $Chaebol$ 도 추가하였다. 특히, 김

2) 연립방정식모형을 사용할 수도 있으나, 연립방정식을 사용할 경우 적절한 도구변수(instrumental variable)를 찾아내기가 쉽지 않아 분석결과에 왜곡을 초래할 수 있어 본 연구에서는 이를 사용하지 않았다.

〈표 1〉 주요변수들의 정의

본 연구는 2003년 1월~2008년 7월까지 유가증권시장에 상장된 102개 표본(firm-year)을 이용하여 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다. 아래의 표에서는 주요변수들에 대한 설명을 정리하였다.

변수	변수 정의
CG	개별기업의 전체 지배구조 총점/ 지배구조 총점
CG(H)	CG가 중위값보다 높을 경우 1, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수
CG2	개별기업의 이사회 부문 총점/ 이사회 세부영역 총점
CG2(H)	CG2가 중위값보다 높을 경우 1, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수
CG4	개별기업의 감사기구 부문 총점/ 감사기구 세부영역 총점
CG4(H)	CG4가 중위값보다 높을 경우 1, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수
Market_CAR	공시전 -200일부터 -20일까지의 자료를 통해 시장모형을 추정한 후 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률
Mean_CAR	시장지수를 차감하여 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률
ln(Asset)	총자산의 자연로그 값
Leverage	총부채/ 총자산
Q	미래 성장성을 나타내는 변수인 토빈 Q비율
Complete	합병이전 합병기업이 피합병기업을 완전 소유한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Relate	관련합병이면 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Subsidiary	피합병기업이 합병기업의 계열사인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Chaebol	재벌기업인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미변수
Relative Value	피합병기업의 합병가액/ 합병기업의 합병가액
Foreign	외국인 지분을
Listing	피합병기업이 상장사인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미변수

희석, 조경석(2006)은 합병비율이 합병공시에 영향을 미친다고 주장하고 있어 이를 고려하기 위해 합병기업의 합병가액 대비 피합병기업의 합병가액 비율(*Relative Value*)을, 외부 기관투자자의 영향력의 중요성을 언급한 조지호, 전상경(2004)의 결과를 고려하여 외국인투자자지분율(*Foreign*), 그리고 피합병기업의 상장여부를 고려하기 위해 피합병기업이 상장기업일 때 1의 값을 갖는 *Listing*도 통제하였다.

이와 더불어 강준구, 김진모, 배기홍(2001)은 제한적이지만 합병기업이 재벌기업일 경우에 공시효과가 유의적으로 낮다는 결과를 제시하고 있다. 이에 따라 본 연구에서는 지배구조의 영향을 보다 구체적으로 확인하기 위해 식(2)와 같이 연도별 개별기업의 지배구조점수가 중위값 이상인 경우 1의 값을 갖는 *CG(H)*와 재벌더미변수 간의 교차항($CG(H) \times Chaebol$)을 추가하였다. 이때 지배구조점수는 식(1)에서와 동일하게 이사회와 감사기구

의 점수도 각각 고려하여 개별그룹 내에서도 이사회와 감사기구가 유의적인 영향을 미치는지 살펴보았다.

$$\begin{aligned}
 CAR_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CG_{i,t-1} + \beta_2 (CG(H) \times Chaebol) \\
 & + \beta_3 \ln(Asset)_{i,t-1} + \beta_4 Leverage_{i,t-1} \\
 & + \beta_5 Q_{i,t-1} + \beta_6 Complete_{i,t} + \beta_7 Relate_{i,t} \\
 & + \beta_8 Subsidiary_{i,t} + \beta_9 Chaebol_{i,t} \\
 & + \beta_{10} Relative\ Value_{i,t} + \beta_{11} Foreign_{i,t-1} \\
 & + \beta_{12} Listing_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)
 \end{aligned}$$

한편, 본 연구에서 2003년 1월부터 2008년 7월까지를 연구기간으로 설정하고 있기 때문에 관련 자료들이 횡단면적인 특성과 함께 시계열적인 특성을 모두 가진 패널자료의 형태를 이루고 있다. 따라서 앞의 식(1)과 식(2)를 단순회귀분석을 통해 분석함과 동시에 자료상의 특성을 고려하여 패널분석도 실시하였으며 Hausman 검정을 통해 고정효과모형(fixed-effect model)과 확률효과모형(random-effect model) 중 적합한 분석 방법을 선정하였다.

3.2 표본 선정

기업지배구조가 합병공시에 미치는 영향을 분석하기 위해서 본 연구에서는 2003년 1월부터 2008년 7월까지 유가증권시장에 공시된 합병자료를 이용하였다. 연구기간을 2003년부터 선정한 이유는 한국기업지배구조센터에서 제공하는 개별기업의 지배구조점수가 회계연도를 기준으로 2002년부터 이용가능하기 때문이다. 그런데 Masulis et al.(2007)이 언급한바와 같이 지배구조와 합병공시 사이에는 내생성 문제가 존재할 수 있기 때문에 이를 고려하기 위해서 본 연구에서는 지배구조점수와 합병공시

시점 간에 1시차를 두도록 자료를 정리하였다. 한편 본 연구에서 코스닥기업의 자료를 사용하지 않은 것은 변진호, 우원석(2008)이 제시한 바와 같이 코스닥시장의 경우 우회상장(back-door listing)이 활발하게 일어나는 등 합병의 특성에 있어서 차이를 보일 뿐만 아니라 KCGS에서 제공하는 코스닥시장 상장기업들의 지배구조점수의 신뢰성에 다소 한계가 있기 때문이다. 합병관련 자료는 금융감독원의 전자공시시스템을 통해 수집하였으며 비금융기업으로써 합병신고서와 합병종료보고서를 동시에 제출하여 합병이 실제적으로 이루어진 기업만 고려하였다. 또한, 합병비용 및 계열사 간의 합병 여부, 합병 이전 합병제외기업이 피합병기업을 100% 소유하고 있는지의 여부, 그리고 피합병기업의 상장여부 등은 합병신고서에 근거하여 수집하였으며, 관련 산업 간의 합병 여부 등은 표준산업분류의 중분류를 기준으로 구분하였다. 이 과정에서 국내의 경우 대부분의 피합병기업이 비상장기업이기 때문에 소속 산업은 한국신용평가정보의 Kisline을 이용하였다. 그 외 개별기업 추가자료 및 시장지수 자료, 개별기업의 재무제표 자료, 개별여부 자료, 그리고 외국인지분율 등은 KisValue III를 이용해 추출한 후 자료 사용에 제한이 있는 일부 기업들을 제외한 후 총 102개(firm-year)를 최종표본으로 선정하였다.

한편, 기업지배구조점수는 KCGS가 2003년부터 국내 상장기업들의 지배구조를 평가하여 매년 점수를 공개하고 있지만 매년 지속적으로 부분적인 문항 조정 등으로 인해 총점이 일부 연도에서는 상이하다. 따라서 본 연구에서 사용하는 개별기업의 지배구조점수는 해당 연도에 개별기업이 획득한 점수를 해당 연도의 총점으로 나눠 사용하였으며 이사회와 감사기구 항목에 대해서도 동일한 방법으로

〈표 2〉 산업별 표본기업 현황

본 연구는 2003년 1월~2008년 7월까지 유가증권시장에 상장된 102개 표본(firm-year)을 이용하여 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다. 아래의 표는 합병기업과 피합병기업을 표준산업분류의 중분류에 따라 분류하여 정리한 것이다.

중분류	합병기업	피합병기업
어업	2	0
석탄, 원유 및 천연가스 광업	1	0
비금속광물 광업	0	1
식품 제조업	7	9
음료 제조업	1	0
섬유제품 제조업	1	4
의복, 의복액세서리 및 모피제품 제조업	4	4
가죽, 가방 및 신발 제조업	1	1
목재 및 나무제품 제조업	1	1
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	1	1
코르크, 연탄 및 석유정제품 제조업	1	1
화학물질 및 화학제품 제조업	6	7
의료용 물질 및 의약품 제조업	4	7
비금속 광물제품 제조업	8	8
1차 금속 제조업	2	2
금속가공제품 제조업	2	3
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	8	8
의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	1	4
전기장비 제조업	2	4
기타 기계 및 장비 제조업	5	4
자동차 및 트레일러 제조업	5	6
기타 운송장비 제조업	1	2
전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업	0	1
폐기물 수집운반, 처리 및 원료재생업	0	1
종합 건설업	5	4
전문직별 공사업	0	2
도매 및 상품중개업	9	13
소매업	0	2
육상운송 및 파이프라인 운송업	2	0
수상 운송업	2	2
항공 운송업	1	0
창고 및 운송관련 서비스업	0	4
출판업	2	7
영상·오디오 기록물 제작 및 배급업	3	5
방송업	0	1
통신업	3	5
컴퓨터 프로그래밍, 시스템 통합 및 관리업	0	1
정보서비스업	1	4
금융업	0	1
부동산업	0	4
전문서비스업	7	1
건축기술, 엔지니어링 및 기타 과학기술 서비스업	1	0
기타 전문, 과학 및 기술 서비스업	1	2
스포츠 및 오락관련 서비스업	1	2

표준화하였다.

〈표 2〉는 표준산업분류에 따라 최종표본의 분포를 정리한 것이다. 합병기업과 피합병기업이 모든 산업에 고르게 분포되어 있으며, 특히 도매 및 상품중개업과 비금속 광물제품 제조업에 상대적으로 많은 기업이 속해 있는 것을 확인할 수 있다.

이와 함께 〈표 3〉은 전체 표본에 대한 주요변수

들의 기초통계량을 나타낸다. 먼저 기업지배구조 점수가 각 항목에 대한 연도별 총점으로 표준화한 값을 고려할 때 평균(CG)은 0.3461이고 최대 값이 0.5767에 불과하여 국내 기업들의 경우 지배구조의 측면에서 개선의 여지가 많이 남아 있음을 알 수 있다. 또한, 시장모형을 이용한 누적초과수익률(Market_CAR)과 시장조정 누적초과수익률

〈표 3〉 주요변수들의 기초통계량

본 연구는 2003년 1월~2008년 7월까지 유가증권시장에 상장된 102개 표본(firm-year)을 이용하여 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다. 아래의 표는 전체 표본의 기초통계량을 분석한 결과이다. Market_CAR는 공시전 -200일부터 -20일까지의 자료를 통해 시장모형을 추정한 후 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률, Mean_CAR는 단순히 시장지수를 차감하여 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률, CG, CG2, CG4는 각각 개별기업의 지배구조 총 점수, 이사회, 감사기구의 점수를 나타내며 모든 점수는 연도별 총점으로 표준화하여 산출하였다. ln(Asset)은 총자산의 자연로그 값, Leverage는 총자산 대비 총부채 비율, Q는 보통주의 시장가치와 우선주의 시장가치, 그리고 부채의 장부가치 합을 총자산으로 나눈 값, Complete는 합병공시 당시 합병기업이 피합병기업을 100%소유한 경우 1의 값을 갖는 더미변수, Relate는 동종산업간의 합병일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이며 Subsidiary와 Chaebol은 각각 계열사 간 합병일 경우와 재벌기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. Relative Value는 합병기업의 합병가액 대비 피합병기업의 합병가액 비율을 나타내며 Foreign 은 외국인 지분율을, Listing은 피합병기업이 상장기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다.

	표본수	평균	표준편차	최소	최대
CG	102	0.3461	0.0901	0.1000	0.5767
CG2	102	0.2357	0.1097	0.0333	0.5333
CG4	102	0.3775	0.2025	0.0667	0.9600
Market_CAR	102	0.0607	0.1681	-0.3056	0.6989
Mean_CAR	102	0.0614	0.1524	-0.2415	0.7061
ln(Asset)	102	25.8550	2.0553	22.3660	30.8486
Leverage	102	0.5444	0.1993	0.0491	1.1816
Q	102	1.4428	1.1234	0.4304	6.000
Complete	102	0.2941	0.4579	0	1
Relate	102	0.3824	0.4884	0	1
Subsidiary	102	0.5882	0.4946	0	1
Chaebol	102	0.4118	0.4946	0	1
Relative Value	102	5.8101	13.0354	0.0000	57.0606
Foreign	102	0.0786	0.1228	0	0.5125
Listing	102	0.0980	0.2988	0	1

〈표 4〉 지배구조 수준별 기초 통계량

본 연구는 2003년 1월~2008년 7월까지 유가증권시장에 상장된 102개 표본(firm-year)을 이용하여 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다. 아래의 표는 지배구조점수 총점, 이사회 및 감사기구 점수를 중위값에 따라 분류한 후 주요변수들의 기초통계량을 비교분석한 결과이다. Market_CAR는 공시전 -200일부터 -20일까지의 자료를 통해 시장모형을 추정한 후 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률, Mean_CAR는 단순히 시장지수를 차감하여 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률, CG, CG2, CG4는 각각 개별기업의 지배구조 총점, 이사회, 감사기구의 점수를 나타내며 모든 점수는 연도별 총점으로 표준화하여 산출하였다. ln(Asset)은 총자산의 자연로그 값, Leverage는 총자산 대비 총부채 비율, Q는 보통주의 시장가치와 우선주의 시장가치, 그리고 부채의 장부가치 합을 총자산으로 나눈 값, Complete는 합병공시 당시 합병기업이 피합병기업을 100%소유한 경우 1의 값을 갖는 더미변수, Relate는 동종산업간의 합병일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이며 Subsidiary와 Chaebol은 각각 계열사 간 합병일 경우와 재벌기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. Relative Value는 합병기업의 합병가액 대비 피합병기업의 합병가액 비율을 나타내며 Foreign은 외국인 지분율을, Listing은 피합병기업이 상장기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. ()는 t-통계량의 p-value이며 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 유의적임을 나타낸다.

변수	지배구조점수 총점						Pr> t		
	중위값 이하			중위값 이상					
	표본수	평균	표준편차	표본수	평균	표준편차			
CG	57	0.2846	0.0573	45	0.4240	0.0579	(0.000)	***	
CG2	57	0.1721	0.0734	45	0.3162	0.0943	(0.000)	***	
CG4	57	0.2685	0.1087	45	0.5157	0.2102	(0.000)	***	
Market_CAR	57	0.0214	0.0945	45	0.0859	0.1937	(0.030)	**	
Mean_CAR	57	0.0335	0.0897	45	0.0951	0.1911	(0.034)	**	
ln(Asset)	57	25.3313	1.6809	45	26.8397	1.8971	(0.000)	***	
Leverage	57	0.5356	0.2204	45	0.5556	0.1708	(0.607)		
Q	57	1.5287	1.3663	45	1.3341	0.7066	(0.355)		
Relate	57	0.3158	0.4690	45	0.4667	0.5045	(0.125)		
Relative Value	57	7.4702	14.4925	45	3.7072	10.7069	(0.135)		
Complete	57	0.2632	0.4443	45	0.3333	0.4767	(0.449)		
Subsidiary	57	0.5789	0.4981	45	0.6000	0.4954	(0.832)		
Chaebol	57	0.2982	0.4616	45	0.5556	0.5025	(0.009)	***	
Foreign	57	0.0342	0.0639	45	0.1348	0.1537	(0.000)	***	
Listing	57	0.0351	0.1856	45	0.1778	0.3866	(0.026)	**	
		이사회 점수							
변수	중위값 이하						Pr> t		
	중위값 이하			중위값 이상					
	표본수	평균	표준편차	표본수	평균	표준편차			
CG	59	0.2975	0.0687	43	0.4127	0.0718	(0.000)	***	
CG2	59	0.1620	0.0570	43	0.3368	0.0796	(0.000)	***	
CG4	59	0.2919	0.1258	43	0.4950	0.2288	(0.000)	***	
Market_CAR	59	0.0154	0.0933	43	0.0881	0.1903	(0.013)	**	
Mean_CAR	59	0.0262	0.0848	43	0.0983	0.1885	(0.011)	**	
ln(Asset)	59	25.3527	1.6888	43	26.8804	1.8919	(0.000)	***	
Leverage	59	0.5231	0.2272	43	0.5736	0.1509	(0.181)		
Q	59	1.4538	1.2506	43	1.4278	0.9353	(0.905)		
Relate	59	0.3559	0.4829	43	0.4186	0.4992	(0.527)		
Relative Value	59	7.3714	15.1102	43	3.6677	9.2303	(0.129)		
Complete	59	0.2881	0.4568	43	0.3023	0.4647	(0.878)		
Subsidiary	59	0.5763	0.4984	43	0.6047	0.4947	(0.776)		
Chaebol	59	0.2542	0.4392	43	0.6279	0.4891	(0.000)	***	
Foreign	59	0.0630	0.1066	43	0.0999	0.1405	(0.153)		
Listing	59	0.0508	0.2216	43	0.1628	0.3735	(0.084)	*	

〈표 4〉 지배구조 수준별 기초 통계량 (계속)

변수	감사기구 점수							
	표본수	중위값 이하			중위값 이상			Pr> t
평균		표준편차	표본수	평균	표준편차	표본수		
CG	56	0.2991	0.0721	46	0.4033	0.0761	(0.000)	***
CG2	56	0.1882	0.0842	46	0.2936	0.1100	(0.000)	***
CG4	56	0.2365	0.0902	46	0.5493	0.1650	(0.000)	***
Market_CAR	56	0.0250	0.0994	46	0.0840	0.1938	(0.051)	*
Mean_CAR	56	0.0380	0.0955	46	0.0924	0.1911	(0.066)	*
ln(Asset)	56	25.2783	1.4828	46	26.8714	2.0482	(0.000)	***
Leverage	56	0.5160	0.2185	46	0.5790	0.1690	(0.104)	
Q	56	1.4730	1.1651	46	1.4062	1.0821	(0.765)	
Relate	56	0.4107	0.4964	46	0.3478	0.4815	(0.519)	
Relative Value	56	7.1535	13.6674	46	4.1746	12.1692	(0.247)	
Complete	56	0.3214	0.4713	46	0.2609	0.4440	(0.507)	
Subsidiary	56	0.5714	0.4994	46	0.6087	0.4934	(0.707)	
Chaebol	56	0.3036	0.4640	46	0.5435	0.5036	(0.015)	**
Foreign	56	0.0408	0.0639	46	0.1245	0.1578	(0.001)	***
Listing	56	0.0357	0.1873	46	0.1739	0.3832	(0.029)	**

(Mean_CAR)이 각각 0.0607과 0.0614로 유사한 양(+)의 값을 가져 기존의 국내 연구의 결과와 동일하게 합병공시에 따른 양(+)의 초과수익률이 발생하는 것으로 나타났다. 특히, 합병공시 이전에 합병기업이 피합병기업을 100% 소유하고 있는 경우(Complete)가 약 0.2941이며, 계열사 간의 합병인 경우(Subsidiary)도 평균 0.5882로 나타나 국내기업 합병의 많은 부분이 계열사 간의 합병임을 재확인할 수 있다. 이와 더불어 중분류를 기준으로 약 38.24%가 관련 합병이었으며 합병기업이 재벌기업인 경우도 약 41.18%에 해당되었다. 또한 합병기업의 가치 대비 피합병기업의 가치를 나타내는 주당 합병비율(Relative Value)은 평균 5.8101, 피합병기업이 상장 회사인 경우(Listing)는 약 0.0980으로 나타났다. 추가적으로 〈표 4〉는 표본을 지배구조 총점(CG) 및 이사회(CG2), 그리고 감사기구(CG4) 점수의 중위값을 기준으로 분류한 후 주요변수들의 기초통계량을 재정리한

것이다. 특히 지배구조 수준이 높을수록 누적초과 수익률(Market_CAR, Mean_CAR)이 모두 유의적으로 높은 것으로 나타나 비록 단변량분석(univariate test)의 결과이지만 지배구조 및 이사회와 감사기구가 좋을수록 합병공시효과가 높은 것을 확인할 수 있다.

IV. 실증분석결과

구체적인 분석에 앞서 주요 변수들 간의 상관관계를 〈표 5〉에 정리하였다. 우선 기업지배구조의 총점(CG)과 기타변수 간의 관계를 살펴보면 시장 반응인 Market_CAR와 Mean_CAR와는 유의적인 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났으며, 세부항목인 이사회(CG2) 및 감사기구(CG4)의 점수와는 유의적인 양(+)의 상관관계를 가지는 것

을 확인할 수 있다. 이는 Masulis et al.(2007)의 결과와 일치하는 것으로 지배구조가 좋은 기업일수록 인수합병의 공시효과가 유의적으로 높으며 특히 이사회와 감사기구 등이 효율적으로 경영자의 의사결정을 감시할수록 공시효과가 높다는 대리인 이론의 주장을 지지하는 결과라고 할 수 있다. 또한 CG는 자산규모($\ln(Asset)$)와도 유의적인 양(+)의 상관관계를 가지고 있는데 이는 자산규모가 클수록 대리인 비용 발생가능성이 높을 수는 있지만 반드시 지배구조가 좋지 않다고는 볼 수 없음을 의미한다. 특히, 이사회(CG2)와 감사기구(CG4)가 자산규모와의 유의적인 상관관계를 가지는 것은 관련 규정들이 기업규모를 기본으로 하기 때문에 야기된 결과라고 추측된다. 같은 의미에서 CG, CG2, CG4는 재벌더미변수(*Chaebol*)와도 모두 유의적인 양(+)의 상관관계를 가졌는데 이는 재벌기업의 경우 오히려 사외이사 비율에 대한 규제 등 지배구조 관련 규제를 더욱 받음으로써 실제 지배구조는 좋을 수도 있다는 것을 의미하는 것으로, 최근 기업가치 관련 연구에서 재벌기업의 가치가 비재벌기업에 비해 유의적으로 높다는 결과와 같은 맥락이라고 볼 수 있다.

한편, 강준구, 김진모, 배기홍(2001)의 주장과 동일하게 재벌더미변수(*Chaebol*)는 *Market_CAR* 및 *Mean_CAR*와는 유의적인 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났는데 이는 재벌기업의 대리인 비용 발생가능성이 상대적으로 높을 경우 합병공시효과가 유의적으로 낮다는 것을 의미한다. 즉, <표 5>의 상관분석 결과에서는 재벌기업이 전체적인 지배구조점수와 이사회 및 감사기구의 점수도 높은 동시에 기존 연구의 주장에서와 같이 합병공시효과

도 부정적인 것으로 나타나고 있다. 따라서 이와 같은 결과는 제한적이지만 대리인 문제가 합병에 미치는 영향을 단순히 재벌여부 및 자산규모 등의 대용변수로 사용하여 분석할 경우 분석결과의 왜곡이 있을 수 있기 때문에 보다 구체적인 분석이 필요함을 보여준다. 한편 전체적으로 일부 독립변수들 간에 유의적인 상관관계가 존재하지만 상관계수 값이 크지 않아 다중공선성의 문제는 심각하지 않은 것으로 판단된다. <표 5>의 상관관계 분석을 바탕으로 지배구조가 해당기업의 합병공시에 미치는 영향을 보다 구체적으로 살펴보기 위해 <표 6>에는 식(1)과 식(2)의 모형을 바탕으로 일차적으로 개별기업의 지배구조점수 총점(CG)을 이용하여 단순회귀분석을 실시한 결과를, <표 7>에는 지배구조점수의 세부항목 중 이사회(CG2)와 감사기구(CG4) 점수를 이용하여 세부적으로 분석한 결과를 정리하였다.³⁾

우선, <표 6>의 (모형 1)과 (모형 2)는 기존 연구와의 비교를 위해 각각 재벌여부(*Chaebol*) 및 계열사간 합병여부(*Subsidiary*), 그리고 합병공시 이전에 합병기업이 피합병기업을 100% 소유하고 있는 경우(*Complete*)를 순차적으로 고려한 분석 결과를 나타내며, (모형 3)과 (모형 4)는 지배구조총점(CG)을 기준으로 전반적으로 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 그리고 (모형 5)와 (모형 6)은 재벌기업 내에서도 지배구조 수준에 따라 합병공시효과가 차이가 나는지를 교차항($CG(H) \times Chaebol$)을 통해 살펴본 결과를 나타낸다.

우선, (모형 3)을 제외하고는 모든 모형에서 재벌더미 변수(*Chaebol*)는 유의적인 음(-)의 값을

3) <표 4>~<표 6>까지는 시장모형을 이용해 계산한 누적초과수익률(*Market_CAR*)을 이용한 결과만을 정리하였다. 시장조정 누적초과 수익률(*Mean_CAR*)을 이용한 분석 역시 동일한 결과를 보여주었다.

〈표 5〉 주요변수들의 상관분석

본 연구는 2003년 1월~2008년 7월까지 유가증권시장에 상장된 102개 표본(firm-year)을 이용하여 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다. 아래의 표는 주요변수들의 상관관계를 분석한 결과이다. *Market_CAR*는 공시전 -200일부터 -20일까지의 자료를 통해 시장모형을 추정한 후 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률, *Mean_CAR*는 단순히 시장지수를 차감하여 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률, *CG*, *CG2*, *CG4*는 각각 개별기업의 지배구조 총점, 이사회, 감사기구의 점수를 나타내며 모든 점수는 연도별 총점으로 표준화하여 산출하였다. *ln(Asset)*은 총자산의 자연로그 값, *Leverage*는 총자산 대비 총부채 비율, *Q*는 보통주의 시장가치와 우선주의 시장가치, 그리고 부채의 장부가치 합을 총자산으로 나눈 값, *Complete*는 합병공시 당시 합병기업이 피합병기업을 100%소유한 경우 1의 값을 갖는 더미변수, *Relate*는 동종산업간의 합병일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이며 *Subsidiary*와 *Chaebol*은 각각 계열사 간 합병일 경우와 재벌기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. *Relative Value*는 합병기업의 합병가액 대비 피합병기업의 합병가액 비율을 나타내며 *Foreign*은 외국인 지분율을, *Listing*은 피합병기업이 상장기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. ()는 t-통계량의 p-value이며 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 유의적임을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	
CG	(1)	1														
CG2	(2)	0.850 (0.000)***	1													
CG4	(3)	0.693 (0.000)***	0.690 (0.000)***	1												
Market_CAR	(4)	0.264 (0.007)***	0.308 (0.002)***	0.241 (0.015)**	1											
Mean_CAR	(5)	0.255 (0.010)**	0.307 (0.002)***	0.232 (0.019)**	0.988 (0.000)***	1										
ln(Asset)	(6)	0.390 (0.000)***	0.300 (0.002)***	0.353 (0.000)***	-0.207 (0.038)**	-0.213 (0.033)**	1									
Leverage	(7)	0.100 (0.317)	0.056 (0.573)	0.197 (0.047)**	0.123 (0.218)	0.133 (0.183)	0.054 (0.592)	1								
Q	(8)	-0.018 (0.856)	0.111 (0.267)	0.063 (0.528)	0.078 (0.438)	0.067 (0.503)	-0.341 (0.001)***	-0.050 (0.616)	1							
Complete	(9)	0.059 (0.553)	0.003 (0.975)	-0.113 (0.260)	-0.243 (0.014)**	-0.216 (0.029)**	0.177 (0.077)*	-0.237 (0.016)**	-0.278 (0.005)***	1						
Relate	(10)	0.115 (0.251)	0.051 (0.608)	-0.003 (0.974)	0.061 (0.540)	0.049 (0.627)	-0.004 (0.967)	-0.082 (0.411)	-0.192 (0.053)*	0.112 (0.262)	1					
Subsidiary	(11)	0.141 (0.157)	0.065 (0.516)	-0.005 (0.957)	-0.142 (0.155)	-0.120 (0.229)	0.331 (0.001)***	0.041 (0.682)	-0.323 (0.001)***	0.321 (0.001)***	0.002 (0.981)	1				
Chaebol	(12)	0.265 (0.007)***	0.264 (0.007)***	0.271 (0.006)***	-0.206 (0.038)**	-0.187 (0.060)*	0.630 (0.000)***	0.094 (0.346)	0.001 (0.992)	0.028 (0.778)	-0.125 (0.209)	0.133 (0.182)	1			
Relative Value	(13)	-0.106 (0.289)	-0.078 (0.435)	0.007 (0.948)	0.267 (0.007)***	0.248 (0.012)**	-0.245 (0.014)**	-0.076 (0.448)	0.162 (0.104)	-0.289 (0.003)***	-0.040 (0.691)	-0.206 (0.038)**	-0.197 (0.047)**	1		
Foreign	(14)	0.331 (0.001)***	0.227 (0.022)**	0.293 (0.003)***	-0.133 (0.183)	-0.133 (0.181)	0.597 (0.000)***	-0.158 (0.114)	-0.072 (0.470)	0.156 (0.116)	0.169 (0.090)*	0.147 (0.141)	0.451 (0.000)***	-0.145 (0.147)	1	
Listing	(15)	0.266 (0.007)***	0.237 (0.017)**	0.245 (0.013)**	-0.055 (0.583)	-0.062 (0.536)	0.287 (0.004)***	0.057 (0.572)	0.042 (0.676)	-0.213 (0.032)**	0.080 (0.425)	0.075 (0.455)	0.193 (0.052)*	-0.135 (0.175)	0.173 (0.082)*	1

〈표 6〉 OLS 추정결과: 지배구조점수 총점 이용

본 연구는 2003년 1월~2008년 7월까지 유가증권시장에 상장된 102개 표본(firm-year)을 이용하여 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다. 아래의 표는 지배구조점수 총점을 이용하여 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 단순회귀분석한 결과이다. *Market CAR*는 공시전 -200일부터 -20일까지의 자료를 통해 시장모형을 추정 한 후 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률, *CG*는 개별기업의 지배구조 총점을 나타내며 모든 점수는 연도별 총점으로 표준화하여 산출하였다. *CG(H)*는 *CG*가 중위값보다 높은 경우 1, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이며 *ln(Asset)*은 총자산의 자연로그 값, *Leverage*는 총자산 대비 총부채 비율, *Q*는 보통주의 시장가치와 우선주의 시장가치, 그리고 부채의 장부가치 합을 총자산으로 나눈 값, *Complete*는 합병공시 당시 합병기업이 피합병기업을 100%소유한 경우 1의 값을 갖는 더미변수, *Relate*는 동종산업간의 합병일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이며 *Subsidiary*와 *Chaebol*은 각각 계열사 간 합병일 경우와 재벌기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. *Relative Value*는 합병기업의 합병가액 대비 피합병기업의 합병가액 비율을 나타내며 *Foreign*은 외국인 지분을, *Listing*은 피합병기업이 상장기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. ()는 t-통계량의 p-value이며 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 유의적임을 나타낸다.

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
CG			0.621 (0.059)*	0.622 (0.063)*	0.935 (0.007)***	0.885 (0.010)***
CG(H) × Chaebol					0.142 (0.020)**	0.142 (0.016)**
ln(Asset)	-0.024 (0.024)**	-0.021 (0.104)	-0.021 (0.065)*	-0.016 (0.231)	-0.020 (0.119)	-0.017 (0.170)
Leverage	0.185 (0.023)**	0.181 (0.029)**	0.193 (0.019)**	0.196 (0.019)**	0.201 (0.011)**	0.172 (0.033)**
Q	-0.026 (0.100)*	-0.025 (0.142)	-0.021 (0.181)	-0.019 (0.255)	-0.009 (0.568)	-0.014 (0.390)
Relate	0.025 (0.426)	0.024 (0.452)	0.034 (0.283)	0.031 (0.335)	0.046 (0.155)	0.047 (0.138)
Relative Value	0.000 (0.951)	0.000 (0.896)	0.000 (0.946)	0.000 (0.991)	0.001 (0.572)	0.000 (0.962)
Foreign	0.175 (0.275)	0.177 (0.277)	0.197 (0.220)	0.206 (0.206)	0.089 (0.587)	0.095 (0.562)
Listing	-0.022 (0.676)	-0.029 (0.597)	-0.011 (0.839)	-0.012 (0.824)	-0.002 (0.974)	-0.025 (0.638)
Chaebol	-0.065 (0.083)*	-0.065 (0.095)*	-0.060 (0.109)	-0.060 (0.025)**	-0.089 (0.064)*	-0.092 (0.053)*
Subsidiary		-0.007 (0.841)		-0.005 (0.885)		-0.007 (0.824)
Complete		-0.028 (0.487)		-0.030 (0.460)		-0.056 (0.135)
Constant	0.613 (0.027)**	0.537 (0.098)*	1.007 (0.003)***	0.892 (0.018)**	1.202 (0.002)***	1.152 (0.003)***
F-value	2.35**	1.76*	2.11**	1.80*	2.49***	2.55***
Adj.R ²	0.0976	0.0773	0.1089	0.0941	0.1412	0.1565

가지는 것으로 나타나 강준구, 김진모, 배기홍(2001)의 연구 결과와 동일하게 대리인 문제 발생 가능성이 높은 재벌기업일수록 합병공시효과가 유의적으로 낮다는 것을 확인할 수 있다. 또한 부채비율(*Leverage*) 역시 모든 모형에서 유의적인 양(+)¹의 값을 가져 부채가 경영자를 감시함으로써 주주와의 대리인 문제를 해소하는데 기여할 수 있다는 부채감시가설(*debt-monitoring hypothesis*)을 지지하고 있음을 알 수 있다. 이와 더불어 (모형 1)~(모형 3)에서는 제한적이지만 기업규모($\ln(\text{Asset})$) 변수도 유의적인 음(-)의 값을 가져 변진호, 안소림(2007)의 결과와 동일하게 규모효과가 일부 존재하는 것을 확인할 수 있었지만 지배구조를 고려한 (모형 4)~(모형 6)에서는 비록 음(-)의 값을 가졌지만 유의적이지는 않은 것으로 나타나 일관된 결과를 제시하지는 못하고 있다.

본 연구의 주요 관심인 지배구조의 영향을 분석한 (모형 3)~(모형 6)의 결과를 보면 모든 모형에서 지배구조점수(*CG*)가 유의적인 양(+)¹의 계수 값을 가져 지배구조가 좋을수록 합병에 따른 공시효과가 유의적으로 높다는 대리인 이론의 주장을 지지하고 있다. 뿐만 아니라 (모형 5)와 (모형 6)에서는 재벌더미 변수와의 교차항($CG \times \text{Chaebol}$) 또한 유의적인 양(+)¹의 값을 가져 대리인 문제 발생 가능성이 높은 재벌그룹에서 조차도 지배구조가 좋을 경우 상대적으로 합병공시효과가 유의적으로 높은 것으로 나타나 대리인 이론의 주장을 일관되게 지지하였다. 한편, 성장성을 나타내는 *Q*의 회귀계수 역시 변진호, 우원석(2008)의 결과와 동일하게 유의적이지 않았으며 합병기업의 주당가치 대비 피합병기업의 주당가치인 합병비율(*Relative Value*)도 비록 양(+)¹의 값을 가졌지만 유의적이지 않았다.

개별 기업의 지배구조 총점을 기준으로 분석한 <표 6>의 결과를 바탕으로 <표 7>에서는 이사회 및 감사기구의 역할을 분석한 결과를 제시하고 있다. <표 7>의 (모형 1)~(모형 4)에는 이사회 점수를 이용한 분석결과를, 그리고 (모형 5)~(모형 8)에는 개별기업의 감사기구를 평가한 점수를 활용한 분석결과를 제시하였다. 우선, 모든 모형에서 이사회(*CG2*) 및 감사기구(*CG4*)의 회귀계수 값이 유의적인 양(+)¹의 값을 가지는 것으로 나타나 이사회와 감사기구가 경영자를 효율적으로 감시할수록 합병공시효과가 유의적으로 높은 것으로 나타났다. 이는 대리인 이론의 주장을 역시 지지하는 결과로써 특히 이사회와 감사기구가 경영자 감시 기능을 효율적으로 수행할 경우 해당 기업의 대리인 문제 발생 가능성은 낮아진다는 주장을 직접적으로 보여주는 결과라고 할 수 있다. 뿐만 아니라 <표 6>에서의 결과와 동일하게 이사회와 재벌 더미변수와의 교차항($CG2 \times \text{Chaebol}$)을 고려한 (모형 3) 및 (모형 4), 그리고 감사기구와 재벌 더미변수와의 교차항($CG4 \times \text{Chaebol}$)을 고려한 (모형 7)과 (모형 8)에서 일관되게 교차항이 유의적인 양(+)¹의 값을 가져 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 재벌그룹 내에서도 이사회 및 감사기구가 제 기능을 수행할 경우 합병공시효과는 유의적으로 높았다. 한편, *Chaebol*변수와 *Leverage*변수는 모든 모형에서 각각 유의적인 음(-)의 값과 양(+)¹의 값을 가져 <표 6>과 동일하였으며 기타 변수들도 앞의 결과와 유사하게 나타났다.

따라서 지배구조 총점을 기준으로 분석한 <표 6>과 이사회 및 감사기구 점수를 활용한 <표 7>의 결과를 종합해 볼 때, 대리인 이론의 주장과 동일하게 지배구조가 좋은 기업일수록 합병 등의 대규모 투자의사결정에 대한 공시효과가 유의적으로 높

〈표 7〉 OLS 분석결과: 세부항목별 점수이용

본 연구는 2003년 1월~2008년 7월까지 유가증권시장에 상장된 102개 표본(firm-year)을 이용하여 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다. 아래의 표는 지배구조평가 항목 중 이사회와 감사기구가 합병공시효과에 미치는 영향을 단순회귀분석한 결과이다. *Market_CAR*는 공시전 -200일부터 -20일까지의 자료를 통해 시장모형을 추정 한 후 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률, *CG2*, *CG4*는 각각 이사회와 감사기구의 점수를 나타내며 모든 점수는 연도별 총점으로 표준화하여 산출하였다. *CG2(H)*, *CG4(H)*는 각각 *CG2*, *CG4*가 중위 값보다 높은 경우 1, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이며 *ln(Asset)*은 총자산의 자연로그 값, *Leverage*는 총자산 대비 총부채 비율, *Q*는 보통주의 시장가치와 우선주의 시장가치, 그리고 부채의 장부가치 합을 총자산으로 나눈 값, *Complete*는 합병공시 당시 합병기업이 피합병기업을 100%소유한 경우 1의 값을 갖는 더미변수, *Relate*는 동종산업 간의 합병일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이며 *Subsidiary*와 *Chaebol*은 각각 계열사 간 합병일 경우와 체별기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. *Relative Value*는 합병기업의 합병가액 대비 피합병기업의 합병가액 비율을 나타내며 *Foreign*은 외국인 지분율을, *Listing*은 피합병기업이 상장기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. ()는 t-통계량의 p-value이며 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 유의적임을 나타낸다.

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
CG2	0.371 (0.005)***	0.382 (0.004)***	0.540 (0.000)***	0.512 (0.000)***				
CG4					0.333 (0.003)***	0.319 (0.005)***	0.354 (0.002)***	0.384 (0.001)***
CG2(H) × Chaebol			0.180 (0.003)***	0.172 (0.003)***				
CG4(H) × Chaebol							0.080 (0.089)*	0.137 (0.014)**
ln(Asset)	-0.020 (0.072)*	-0.015 (0.247)	-0.019 (0.106)	-0.017 (0.167)	-0.020 (0.068)*	-0.013 (0.302)	-0.025 (0.026)**	-0.016 (0.181)
Leverage	0.188 (0.018)**	0.186 (0.021)**	0.182 (0.017)**	0.153 (0.047)**	0.223 (0.006)***	0.236 (0.004)***	0.212 (0.008)***	0.209 (0.009)***
Q	-0.014 (0.386)	-0.014 (0.405)	-0.001 (0.962)	-0.009 (0.587)	-0.020 (0.202)	-0.017 (0.296)	-0.020 (0.187)	-0.013 (0.394)
Relate	0.039 (0.210)	0.034 (0.276)	0.053 (0.089)*	0.053 (0.084)*	0.030 (0.330)	0.022 (0.467)	0.039 (0.212)	0.038 (0.211)
Relative Value	0.000 (0.960)	0.000 (0.927)	0.001 (0.657)	0.000 (0.888)	0.000 (0.809)	0.000 (0.820)	0.000 (0.754)	0.000 (0.824)
Foreign	0.158 (0.308)	0.175 (0.265)	0.008 (0.962)	0.021 (0.894)	0.229 (0.142)	0.247 (0.119)	0.157 (0.331)	0.131 (0.410)
Listing	-0.010 (0.851)	-0.016 (0.764)	-0.012 (0.803)	-0.032 (0.533)	-0.010 (0.843)	-0.001 (0.981)	-0.013 (0.798)	-0.024 (0.647)
Chaebol	-0.060 (0.099)*	-0.065 (0.092)*	-0.103 (0.029)**	-0.099 (0.031)**	-0.070 (0.052)*	-0.064 (0.084)*	-0.067 (0.059)*	-0.066 (0.069)*
Subsidiary		-0.001 (0.968)		-0.008 (0.785)		-0.016 (0.610)		-0.017 (0.579)
Complete		-0.027 (0.492)		-0.058 (0.103)		-0.025 (0.517)		-0.087 (0.057)*
Constant	0.714 (0.010)	0.595 (0.059)*	0.772 (0.013)	0.746 (0.014)**	0.681 (0.013)**	0.515 (0.095)*	0.842 (0.005)***	0.653 (0.033)**
F-value	2.73***	2.28**	3.13***	3.39***	3.00***	2.63***	3.22***	3.08***
Adj.R ²	0.1598	0.1425	0.2038	0.2230	0.1670	0.1520	0.1820	0.1994

〈표 8〉 패널 분석결과

본 연구는 2003년 1월~2008년 7월까지 유가증권시장에 상장된 102개 표본(firm-year)을 이용하여 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였다. 아래의 표는 지배구조 총점, 이사회, 그리고 감사기구가 합병공시효과에 미치는 영향을 확률효과모형(random-effect model)을 이용하여 패널 분석한 결과이다. *Market CAR*는 공시전 -200일부터 -20일까지의 자료를 통해 시장모형을 추정한 후 (-3일~+3일)간 초과수익률을 누적해서 산출한 누적초과수익률, *CG*, *CG2*, *CG4*는 각각 개별기업의 지배구조 총점, 이사회, 감사기구의 점수를 나타내며 모든 점수는 연도별 총점으로 표준화하여 산출하였다. *CG(H)*, *CG2(H)*, *CG4(H)*는 각각 *CG*, *CG2*, *CG4*가 중위값보다 높은 경우 1, 나머지는 0의 값을 갖는 더미변수이며 *ln(Asset)*은 총자산의 자연로그 값, *Leverage*는 총자산 대비 총부채 비율, *Q*는 보통주의 시장가치와 우선주의 시장가치, 그리고 부채의 장부가치 합을 총자산으로 나눈 값, *Complete*는 합병공시 당시 합병기업이 피합병기업을 100%소유한 경우 1의 값을 갖는 더미변수, *Relate*는 동종산업간의 합병일 경우 1의 값을 갖는 더미변수이며 *Subsidiary*와 *Chaebol*은 각각 계열사 간 합병일 경우와 재벌기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. *Relative Value*는 합병기업의 합병가액 대비 피합병기업의 합병가액 비율을 나타내며 *Foreign*은 외국인 지분율을, *Listing*은 피합병기업이 상장기업일 경우 1의 값을 갖는 더미변수를 나타낸다. ()는 t-통계량의 p-value이며 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 유의적임을 나타낸다.

	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
CG	0.994 (0.017)***	1.293 (0.002)***				
CG2			0.614 (0.000)***	0.708 (0.000)***		
CG4					0.390 (0.002)***	0.432 (0.000)***
CG(H) × Chaebol		0.163 (0.020)***				
CG2(H) × Chaebol				0.179 (0.006)***		
CG4(H) × Chaebol						0.140 (0.034)***
ln(Asset)	-0.016 (0.305)	-0.018 (0.219)	-0.011 (0.449)	-0.013 (0.346)	-0.014 (0.339)	-0.018 (0.213)
Leverage	0.252 (0.005)***	0.227 (0.009)***	0.220 (0.008)***	0.186 (0.019)***	0.261 (0.003)***	0.234 (0.006)***
Q	-0.019 (0.312)	-0.011 (0.556)	-0.012 (0.484)	-0.003 (0.862)	-0.017 (0.355)	-0.011 (0.539)
Relate	0.052 (0.149)	0.067 (0.057)*	0.054 (0.105)	0.069 (0.033)***	0.030 (0.375)	0.045 (0.185)
Relative Value	0.000 (0.821)	0.000 (0.873)	0.000 (0.828)	0.000 (0.822)	0.000 (0.838)	0.000 (0.822)
Foreign	0.307 (0.119)	0.190 (0.326)	0.236 (0.193)	0.087 (0.626)	0.343 (0.066)*	0.216 (0.255)
Listing	-0.051 (0.449)	-0.064 (0.317)	-0.048 (0.438)	-0.067 (0.259)	-0.041 (0.511)	-0.070 (0.264)
Chaebol	-0.060 (0.185)	-0.102 (0.062)*	-0.065 (0.122)	-0.108 (0.032)**	-0.080 (0.066)*	-0.081 (0.056)*
Subsidiary	-0.030 (0.464)	-0.025 (0.517)	-0.037 (0.322)	-0.035 (0.322)	-0.036 (0.351)	-0.027 (0.469)
Complete	-0.028 (0.540)	-0.054 (0.211)	-0.026 (0.542)	-0.060 (0.130)	-0.025 (0.570)	-0.090 (0.086)*
Constant	1.177 (0.009)***	1.476 (0.001)***	0.649 (0.061)*	0.766 (0.021)***	0.592 (0.094)*	0.716 (0.041)***
F-value	2.28***	3.08***	3.39***	4.58***	3.18***	3.47***
Adj.R ²	0.1980	0.2452	0.2367	0.3007	0.2359	0.2862

을 뿐만 아니라 이사회와 감사기구의 역할이 매우 중요한 것으로 나타났다. 이는 Masulis et al. (2007) 등의 실증 연구결과를 일관되게 지지하는 것으로 국내연구와는 독립적인 이사회와 감사기구의 역할이 상대적으로 중요하다는 것을 보여주는 결과라고 할 수 있다.

한편, 본 연구의 표본이 2003년 1월부터 2008년 7월까지 개별기업의 지배구조점수 등을 이용하였다는 자료상의 특성을 고려하여 패널자료분석도 실시하였으며 Hausman 검정을 통해 확률효과모형으로 추정된 결과를 <표 8>에 정리하였다. <표 8>에는 <표 6> 및 <표 7>과 동일하게 개별기업의 전체 지배구조점수를 기준으로 분석한 결과((모형 1)~(모형 2))와 함께 이사회((모형 3)~(모형 4))와 감사기구((모형 5)~(모형 6)) 평가항목을 구분하여 분석한 결과를 각각 정리하였다. 지배구조점수의 총점(CG)을 이용하여 분석한 (모형 1)과 (모형 2)의 결과를 보면 <표 6>의 결과와 동일하게 CG의 회귀계수가 유의적인 양(+)의 값을 가져 지배구조가 좋은 기업일수록 합병공시효과가 유의적으로 높다는 결과를 재확인할 수 있었다. 특히 $CG \times Chaebol$ 의 계수가 유의적인 양(+)의 값을 가져 대리인 비용 발생가능성이 높은 재벌 그룹 내에서도 상대적으로 지배구조가 좋을수록 합병공시효과는 유의적으로 높다는 앞의 결과를 재확인할 수 있다. 이와 더불어 세부적으로 이사회 및 감사기구의 영향을 분석한 결과에서는 모두 <표 7>의 결과와 동일하게 각각 CG2와 CG4 및 Chaebol 변수와의 교차항의 회귀계수가 유의적인 양(+)의 값을 가져 국내기업의 합병공시에 있어 이사회 및 감사기구가 중요한 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 한편, 전반적으로 부채비율(Leverage)이 높을수록 공시효과는 큰 것으로 나타났으며 기타 통제

변수들도 대체로 앞의 결과들과 일치하였다.

V. 결론

외환위기 이후 국내 자본시장에서 인수합병이 활발하게 진행되고 있으며 이에 따른 학계 및 재계의 관심 역시 지속적으로 증가하고 있다. 인수합병은 기업의 투자활동 중 가장 규모가 클 뿐만 아니라 향후 해당 기업에 미치게 될 영향 또한 지속적이기 때문에 국내외 학계에서는 합병공시효과 및 그 원인에 대해 기업특성을 중심으로 많은 연구가 진행되고 있다.

하지만 합병에 관한 국내의 연구는 해외에 비해 상당히 미미할 뿐만 아니라 대부분 합병공시효과 자체에 중점을 두고 이루어졌을 뿐 그 원인을 분석하려는 연구는 미미한 실정이다. 특히 최근 해외를 중심으로 활발하게 이루어지고 있는 지배구조적인 측면에서 그 영향을 분석하는 연구는 많지 않다. 그런데 외환위기 이후부터 이사회나 감사기구 관련 규정들의 체계적인 연구와 제도의 도입 등으로 인해 국내 기업들은 꾸준히 지배구조개선에 노력을 기울이기 시작하였고, 그 결과 최근 들어 기업별로 지배구조적인 특성이 뚜렷하게 차별화되고 있기 때문에 인수합병 등의 투자사결정에 있어 지배구조가 미치는 영향은 더욱 커졌을 것으로 예상된다.

이에 따라 본 연구에서는 2003년 1월부터 2008년 7월까지 최근의 합병공시자료를 이용하여, 지배구조가 합병공시효과에 미치는 영향을 분석하였는데 기존의 국내연구와는 차별적으로 개별기업들의 기업지배구조점수를 이용하였다. 이 과정에서 전체적인 지배구조의 역할 뿐만 아니라 세부적인 항목

중 가장 많은 제도적 변화가 있는 이사회와 감사기구를 중심으로 추가적인 분석을 실시함으로써 합병공시에 주주권리보호 정도가 중요한 영향을 미친다는 해외의 연구결과와의 비교분석도 실시하였다. 분석 결과, 국내에서도 지배구조가 좋은 기업일수록 해당 기업의 대리인 비용이 낮아져 대규모 투자인 합병공시효과가 유의적으로 높다는 결과를 확인할 수 있었으며 기존 연구에서와 동일하게 재벌기업의 경우 합병공시효과가 유의적으로 낮은 것으로 나타났다. 특히 이사회 및 감사기구가 제 기능을 수행할수록 합병공시효과는 유의적으로 높다는 것을 재확인할 수 있었는데 이와 같은 결과는 재벌그룹 내에서도 동일하게 나타나, 인수합병과 같이 기업가치에 영향을 많이 미치는 중요한 의사결정에 있어서 이사회와 감사기구의 역할이 중요하다는 직접적인 증거를 찾을 수 있었다.

참고문헌

- 김영숙, 이재춘(2000), "기업가치와 기업소유구조와의 관련성," **증권학회지**, 26, 173-197.
- 강준구, 김진모, 배기홍(2001), "기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구," **재무연구**, 14, 49-88.
- 김희석, 조경식(2002), "합병관련기업 주주부 변화의 결정 요인," **재무관리연구**, 19, 77-109.
- 박광우, 박래수, 황이석(2005), "기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구," **증권학회지**, 34, 149-188.
- 변진호, 안소림(2007), "합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구," **재무연구**, 20, 37-68.
- 변진호, 우원석(2008), "기업 인수합병 공시에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화에 관한 연구," **재무관리연구**, 25, 191-213.
- 윤봉한, 오재영(2005), "기업지배구조와 기업성과 및 기업 가치: 한국상장기업에 대한 실증연구," **증권학회지**, 34, 227-263.
- 조지호, 전상경(2004), "기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향," **재무관리연구**, 21, 1-25.
- Bliss, R. T. and R. J. Rosen(2001), "CEO Compensation and Bank Mergers," *Journal of Financial Economics*, 61, 107-138.
- Byun, H. Y.(2007), "The Costs of Debt Capital and Corporate Governance Practice," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36, 765-806.
- Datta, S., M. Iskandar-Datta, and K. Raman(2001), "Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions," *Journal of Finance*, 56, 2299-2336.
- Fee, C. and S. Thomas(2004), "Sources of Gains in Horizontal Mergers: Evidence from Customer, Supplier, and Rival Firms", *Journal of Financial Economics*, 74, 423-460.
- Gompers, P. A., J. Ishii, and A. Metrick(2003), "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 118, 107-155.
- Jensen, M. C.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economics Review*, 76, 323-329.
- Jovanovic, B. and S. Braguinsky(2002), "Bidder Discounts and Target Premia in Takeovers," Working paper.
- Lang, H. P., R. Stulz, and R. Walkling(1989), "Managerial Performance, Tobin's Q, and the Gains from Successful Tender Offers," *Journal of Financial Economics*, 24, 137-154.
- Masulis, R. W., C. Wang, and F. Xie(2007), "Cor-

- porate Governance and Acquirer Returns,” *Journal of Finance*, 62, 1851-1889.
- Moeller, S., F. Schlingemann, and R. Stulz(2004), “Firm Size and the Gains from Acquisitions,” *Journal of Financial Economics*, 73, 201-228.
- Moeller, S., F. Schlingemann, and R. Stulz(2005), “Wealth Destruction on a Massive Scale? A Study of Acquiring-firm Returns in the Recent Merger Wave,” *Journal of Finance*, 60, 757-782.
- McCandle, K. and S. Viswanathan(1994), “The Direct Entry versus Takeover Decision and Stock Price Performance Around Takeovers,” *Journal of Business*, 67, 1-43.
- Shleifer, A. and R. Vishny(2003), “Stock Market Driven Acquisitions”, *Journal of Financial Economics*, 70, 295-311.

Corporate Governance and M&A Announcement Effect

Soon-Hong Park* · Hyun-Han Shin**

Abstract

There have been a lot of researches especially on M&A announcement effects. However, what is more interest topic today is that why stock prices react significantly to the M&A announcement and a few studies argue that the agency theory is one of the main reasons.

Especially, as many researches argue that firms with a good corporate governance system tend to have less agency problems than others, recent papers focus on the effects of M&A announcement from the perspective of agency theories by using corporate governance data as proxy variables. Moreover, these studies consistently suggest that if firms have a good corporate governance system, M&A announcement effects in those firms are higher than counterparts significantly.

However, different from prior research, studies in Korea do not show that the level of governance system tends to have positive relation with market reactions to M&A announcements. The most important reason why there are not consistent results with respect to the effects of agency problems to M&A is that there are not so good proxy variables for the degree of agency costs. In other words, even though a firm's corporate governance system can be affected by many factors including ownership structures, prior researches in Korea usually use just ownership data such as manager's ownership ratios or institutional ratios as proxy variables.

Meanwhile, since the IMF economic crisis, Korean firms' corporate governance systems have been considered as the main reason for the so-called Korean Discount. So, there are many changes in regulations such as the board of directors and audit committee and so on. Additionally, the important roles of the board of directors and audit committee are to increase the efficiency of firm's investment activities including M&A. Therefore, after the

* First Author, Department of Business Administration, Konkuk University.

** Corresponding Author, Yonsei School of Business, Yonsei University.

IMF crisis, we can guess that in Korea the effects of corporate governance, especially board of directors and audit committee became more important.

Unlike the Masulis et al.(2007) paper which focuses on anti-takeover provisions, this paper investigates the effects of corporate governance on M&A announcements based on the agency theories by using the KSE listing firms over the period between 2003 and 2008. In particular, this paper uses individual corporate governance scores provided by the KCGS to test the effects of governance system on the market reactions. As prior studies argue, the KCGS's governance scores are likely to be good proxy variables for the level of a firm's agency problems because there are a few results that show the positive relations between corporate governance scores and firm value.

Considering all reasons mentioned above, we can find that generally firms with good corporate governance systems tend to have significantly positive abnormal returns than others, which means that corporate governance systems can mitigate agency problems by controlling manager's inefficient behaviors. In addition, in subsample tests, we also find that the board of directors and audit committee in Korean firms are the most important factors to affect the market reactions to M&A announcements. Finally, this paper shows that the effects of two above-mentioned systems can be work even in business groups, *Chaebols*, if *Chaboles* have good corporate governance systems, which means unlike the prior studies, the *Chaebol* variable is not a good proxy variable for the level of agency costs.

In conclusion, these results are consistent with the prior research results based on the agency theories. Moreover, especially in Korea, the board of directors and audit committee are more important factors to affect the M&A announcement events, resulting in increasing firm value significantly.

Key words: M&A, agency problem, corporate governance, board of director, audit committee