

최근 5개년간 인수 · 합병 공시 발표가

인수 기업의 주가에 미친 영향에 대한 실증적 연구

The public announcement of mergers and acquisitions over the past 5 years
An Empirical Study on the Impact on the Stock Price of Bidder Companies

김도경 (경제학과 201921882)

윤근석 (경제학과 202022472)

김동현 (경제학과 202128589)

< 목차 >

요약

I. 서론

1. 연구의 필요성 및 목적
2. 국내 선행 연구
3. 해외 선행 연구
4. 인수 · 합병 용어 및 공시 정의

II. 연구 설계

1. 가설 설정
2. 연구 표본의 선정
3. Event Study 연구 모형

III. 실증 분석 결과 및 결론

1. 인수 · 합병 공시의 주가 반응: AAR, CAAR
2. 연구 결과 논의
3. 결론 및 한계점

참고문헌

< 논문 요약 >

1997년 국내에서 대량 주식 소유제한 규정인 "증권거래법 200조"가 폐지가 되며, 국내 M&A 시장은 꽃을 피웠다. 그러나 기존에 진행된 연구는 2000년 초 중반에 진행된 연구로 현재 시점에 적용하기에는 한계를 지니고 있다. 따라서 본 연구는 최근 5개년간 국내 상장사 간의 인수 · 합병 공시 발표가 인수 기업의 주가에 미친 영향을 분석하였다. 해당 연구의 표본은 2019년부터 2024년까지의 기간 내에 공시한 48개 기업의 일별 종가를 사용했다. 인수 · 합병 공시 발표일 전후의 인수 기업을 대상으로 특정 사건으로 인한 변화를 분석하기 위해 사건연구방법(Event Study)를 사용하여 분석하였다. 공시 발표일로부터 30일 전후의 평균비정상수익률(AAR)과 누적평균비정상수익률(CAAR)을 이용하여 단기적 주가 변화를 분석 후, 유의성을 검증한 결과, 인수 · 합병 공시 발표가 인수 기업의 주가에 미치는 영향에 대해 발표 당일은 주가가 소폭 상승한 것으로 나타났으며, 사건일과 -1일을 제외하고 이외 기간에 대해서는 통계적 유의성을 입증하지 못했다. 더 나아가 공시 발표일로부터 30일, 15일, 7일 전후로 각 3가지 기간으로 구분하여 AAR과 CAAR을 분석한 결과, 추가적인 통계적 유의성을 영향을 입증하지 못했다.

I. 서론

1. 연구의 필요성 및 목적

현대 기업들은 경영활동을 통해 기업 가치의 극대화, 이윤 창출, 그리고 기업의 생존 확보를 목표로 하며, 이를 위해 다양한 전략을 채택하고 있다. 이 중에서도 기업의 생존을 위한 성장전략은 내적 성장전략과 외적 성장전략으로 구분된다. 내적 성장 전략은 주로 내부 자원의 확대 및 재생산을 통해 이루어지며, 외적 성장전략은 기업의 내부 자원에 의존하지 않고 외부 자원을 활용한다. 외적 성장전략의 대표적인 방법으로는 타 기업과의 라이선스 제휴, 신제품 또는 완제품의 인수, 그리고 타 기업 및 각 부문의 인수 및 합병이 있다. 특히, 인수 및 합병은 사업 착수까지의 기간을 단축하고, 기존 인력, 기술, 경험 등을 흡수하여 시너지 효과를 창출할 수 있는 장점이 있어 많은 기업들이 이를 선호하고 있다.

1990년대 초반부터 기업의 M&A 거래가 급증했으며, 이후 IT 버블의 붕괴 등으로 위축되었지만, 2003년 이후 다시 증가세를 보였다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기로 인해 다시 한번 침체기를 겪었으나, 이를 극복하기 위해 일부 국가에서는 구조조정을 목적으로 하는 M&A나 시장지배력 확보를 위한 국제적 M&A를 진행하였고 이는 기업 성장 전략의 큰 주축으로 발전했다. 2024년은 과거와 비교하여 더 많은 기술의 진보와 관련 정책의 생성되었다. 이에 더해 2008년 금융위기 이후 2022년에 0.25%의 금리를 5.5%까지 인상되며, M&A 시장은 이전과는 다른 새로운 국면에 직면했다. 삼일PWC의 "2024 Outlook - Silver Lining"에 따르면 고금리로 인한 금융 비용 인상과 지정학적 리스크로 인해 글로벌 M&A 시장은 '21년을 고점으로 2년 연속 침체를 지속했다. 다만, '23년 하반기에는 상반기 대비 거래 금액이 +1.5% 증가하며, 점진적 시장 회복 모습을 연출했다. 국내 M&A 시장은 '23년 거래 건수 및 거래 금액은 전년 대비 각각 -12%, -17% 감소하며, 글로벌 시장의 -6%, -25% 감소와 유사한 조정을 보였다. 2024년 M&A 시장 전망은 인플레이션 · 고금리 · 지정학적 긴장이 지속되나, 이에 대한 경제주체들의 적응력이 높아져 위험에 대한 민감도 저하 및 투자 심리 회복이 예상되므로 지난 2년간의 약세장이 마무리되고, 24년부터는 점진적 회복 전망된다. 주요 M&A 시장의 플레이어로 손꼽히는 사모펀드 역시 4조 달러에 달하는 사상 최대 Dry

Powder 보유한 것으로 확인됐으며, 이는 19년 이후 사모펀드 운용자산(AUM)이 2배 이상 급증한 규모이다. 따라서 PEF 평균 투자기간(4~5년)을 고려할 시, Exit 시점 도래에 따른 매물 증가가 예상된다. 기업의 측면에서도 경제 환경의 본질적 변화(디지털화, 기후변화 등)를 반영한 비즈니스 모델로의 전환 필요성이 대두됐으며, 글로벌 메가 트렌드(저성장 고착화, AI 확산)를 고려하여 비핵심사업의 매각 또는 규모의 경제 달성을 위한 추가적인 인수, 자동화를 통한 인건비 절감, 공급망 다변화 등 “기존사업의 수익성 강화”하는 전략 또는 기후대응과 첨단기술 확보하는 “미래산업으로의 전환”, 이 두가지 Two Track 전략이 활발하게 진행될 것으로 보인다.

그러나 국내외적으로 M&A 시장의 활성화가 분명함에도 인수·합병이 기업의 주가에 미치는 영향에 대한 연구는 1998년 IMF를 기점으로 금융 및 기업구조조정 측면에서 합병이 증가한 것에 초점이 맞추어져 대부분의 연구가 1990년~2000년대 초에 머무르고 있는 상황이다. 따라서 본 연구에서는 연구 데이터 수집에 용이한 인수·합병 공시를 기반으로 공시 발표 시 인수 기업의 주가에 어떠한 영향을 미치는지를 최근 5개년도로 한정하여 주가 반응을 분석해보고자 한다. 이를 위하여 먼저 인수·합병 공시가 기업의 주가 및 가치에 관한 선행연구를 고찰하고 이를 기초로 인수·합병기업의 공시 전후 주가 자료를 수집 및 분석을 통해 공시 발표 전후 기간별 성과 차이를 비교하고자 한다. 이 연구의 구성은 제1장의 서론에서 인수·합병공시에 따른 필요성과 목적을 소개하고 국내외 선행연구를 검토하였으며, 제2장인 연구 설계에서는 국내 인수·합병 공시를 발표 후 인수 기업의 주가에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대한 연구에 대해서 가설 설정 및 연구 표본 선정 방법을 기술하고 분석 방법으로는 Event Study 연구 모형을 소개하고 있다. 마지막으로 제3장 결론 및 한계점에서는 앞서 진행한 연구 결과를 도출하고 이에 대한 연구 논의와 본 연구의 결론 및 한계점을 다루고 있다.

2. 국내 선행 연구

기업 간 결합이 기업의 합리적인 의사결정 과정의 결과라면 이는 M&A으로 인하여 기업의 가치가 증대된다는 믿음이 기반하고 있기 때문일 것이다. 그동안 인수·합병이 인수 기업의 효율성을 증가시켜 주주 부의 창출 즉, 주가 상승시키는지 아니면 비효율적인 자본의 배치로 인해 주가를

하락시켰는지와 관련하여 활발한 논란이 계속되어 왔다. 90년대 대한민국의 점진적인 자본 시장 개방 정책 중 하나인 증권거래법 제200조가 97년 4월 1일에 폐지됨에 따라 누구든지 상장기업의 주식을 수량에 제한없이 취득할 수 있게 되며, 대한 민국 M&A 시장의 활성화가 진행되었다. 그러나 많은 국내외 연구가 인수 · 합병에 대한 공시가 인수 기업의 가치를 증가시키는지에 대해서는 일관된 결론을 얻지 못했으며, 대부분의 연구가 97년부터 2000년대 초에 이뤄졌기에 현재 주식 시장에 반영하기 어렵다는 한계를 지니고 있다.

변진호 · 우원석(2008)은 1999년부터 2006년까지 코스피 및 코스닥 시장의 M&A 공시에 따른 주주와 채권자의 부의 변화 및 그들의 상호관계를 조사했다. 이 연구에서는 인수 · 합병에 대한 부의 이전 가설을 재 검증했다. 주주 부의 변화는 공시에 따른 주가 반응을 누적비정상수익률로 측정하였고, 채권자 부의 변동은 공시 기업의 일반 회사채 수익률의 변화 및 신용등급의 변화로 평가했다. 분석 결과, 총 344개의 표본기업을 대상으로 하여 인수 · 합병을 공시한 기업의 누적비정상수익률은 3.59%로, 인수 · 합병 공시에 따른 주가 상승을 뒷받침하는 기존의 연구결과를 도출하였다. 강효석 · 김성표(2009)는 2000년부터 2008년까지 이루어진 396개의 인수 · 합병공시를 대상으로 분석한 결과, 인수 기업의 주가는 공시 발표 5일 전부터 발표일 다음날까지 누적비정상수익률 5.9%를 기록했다. 이 뿐만 아니라, 인수 · 합병의 유형별 분류와 인수 기업의 규모 등이 공시 발표에 따른 비정상수익률 결정에 일관되게 중요한 영향을 미친다라고 주장하였다. 즉, 합병과 주식취득보다는 영업양수가, 관련 인수 · 합병보다는 비 관련 인수합병이, 계열보다는 비 계열 인수합병에서, 그리고 인수기업이 소규모일수록 누적비정상수익률이 유의적으로 더 높았다. 신호영(2000)의 연구는 국내 기업들의 장기 재무성과와 주가가 인수 · 합병 이후에 어떻게 변화하는지를 조사했다. 인수 · 합병의 영향을 측정하기 위해, 이벤트 발생 전 5년간의 기업 영업현금흐름율과 인수 · 합병 공시 후 5년간의 영업현금 흐름율을 비교하여 인수 · 합병 이후의 기업 장기 성과 향상 여부를 검증했다. 결과적으로, 인수 · 합병 전의 산업 조정된 영업현금흐름율 평균이 14.98%로 합병 후 영업현금 흐름율이 향상되었음을 보여주었다. 또한, 자본금 증가율에 따라 인수 · 합병 기업의 누적비정상수익률에 차이가 있는지 조사한 결과, 인수 · 합병 공시 직전일에는 통계적으로 유의하지 않았지만 공시일에는 통계적으로 유의한 양의 비정상수익률이 나타났다. 합

병 공시 발표 5일 전부터 발표일까지의 누적초과수익률은 0.0125로, 공시일까지 주가가 상승했다는 것을 보여주었다. 김형창(2004)은 2000년부터 2003년까지 국내 코스닥 시장에서 인수·합병을 완료한 56개 기업을 대상으로 인수·합병 동기와 이에 대한 경영성과 개선 및 주가에 미치는 영향에 대하여 분석했다. 그 결과 신호가설이 성립하고 있으며, 인수·합병 공시는 인수 기업의 주가를 상승시키고, 시장은 이러한 정보에 대하여 비효율적 반응을 보이고 있다고 주장하였다. 김희석·조경식(2002)은 1981년부터 2000년까지 인수·합병을 공시한 300개 기업 중에서 세부 선정 과정을 거쳐 73개 인수 기업과 30개의 피인수 기업을 대상으로 분석을 진행했다. 이 연구에서는 공시 전 10일부터 공시 후 1일까지의 누적비정상수익률을 종속변수로 삼았으며, 합병 상대방의 경영성과, 상대적 규모, 합병유형, 해당기업과 상대방 기업의 부채의존도, 주식교환비율, 두 기업 간 기존관계, IMF 전후기간의 구분, 그리고 시황 등의 관계를 분석했다. 연구 결과, 인수 기업보다는 피인수 기업의 주가 변화를 더 잘 설명하는 요인들이 많았다. 특히, 인수 기업은 자신의 공시 전 부채의존도가 높을 경우, 30대 재벌 소속 내 기업 간 합병과 IMF 이후 기간에서 인수·합병 공시에 따라 주가가 더 상승한 것으로 나타났다. 이석규 등(1989)은 기업 간 결합이 주가에 미치는 영향과 인수 기업의 특성변수별로 시장반응에 차이가 있는지를 분석했다. 연구 결과, 인수·합병은 주로 사업 시너지를 얻기 위한 동기에서 추구되며, 인수 기업의 주주 부를 증대시킨다는 것을 발견했다. 또한, 결합 행위에 있어 인수 기업보다 피인수 기업의 주가가 더 크게 상승하는 경향을 확인하였으며, 다각적 합병보다 흡수합병의 비정상수익률이 더 높게 나타나는 것을 검증했다. 정군오·김동환(2002)의 연구에서는 합병의 유형을 적대적 합병과 우호적 합병으로 구분하여 합병효과를 검증하였다. 연구결과에 의하면 국내 주식시장에서 인수·합병 공시가 인수 기업과 피인수 기업의 주주들을 대상으로 기업가치 증대 및 주가 상승을 안겨줄 수 있는 유용한 정보로 반영되고 있음을 발견했다.

3. 국외 선행 연구

국외 선행 연구 사례는 다음과 같다. Halpern(1973)의 연구는 미국에서 인수·합병의 효과를 탐구한 첫 번째 연구 중 하나로, 시장모형을 활용하여 성과를 평가했다. 1950년부터 1965년까지 77

개의 인수 · 합병 사례를 대상으로 선정하였다. 연구 결과, 인수 · 합병 공시 효과는 공시 발표 전 23개월 동안의 데이터를 분석한 결과, 인수 · 합병의 기준일이 공시일 전 약 7개월 전에 존재했음을 확인했다. 더불어, 공시 전 6.26%의 비정상수익률을 실현했다는 결과를 확보하였고 이로 인해 인수 · 합병에 따른 이익이 인수 기업과 피인수 기업의 주주들에게 공평하게 분배되었다는 주장했다. Dodd(1980)은 1973년부터 1977년까지 뉴욕증권거래소의 상장사 중 인수 · 합병 공시를 발표한 151건을 연구 대상으로, 시장모형을 사용하여 기업간 지분거래, 합병 및 공개 매수에 대해서 연구를 진행하였다. 연구 결과에 따르면, 피인수 기업의 경우 공시 발표 전 1일에 +8.74%, 공시일에 +4.3%의 통계적으로 유의미한 비정상수익이 발생하는 것을 확인하였으며, 인수 기업은 공시 전 1일에 -0.54%, 공시일에 -0.62%로, 유의성은 적더라도 마이너스의 비정상수익이 발생하였다. 따라서 인수 · 합병으로 발생하는 이익이 인수 기업보다 피인수 기업에 나타난다는 연구 결과를 제시했다. Moeller 등(2004)은 피인수 기업의 공개여부와 인수기업의 규모가 소규모인 경우 자금조달 방식과는 무관하게, 인수 · 합병의 규모가 대규모인 경우를 비교해 대략 2.24% 포인트 높은 수익률이 발생한다는 사실을 발견했다. 해당 연구에서는 인수 기업의 규모에 따른 공시 발표를 전후로 한 유의미적인 비정상수익률의 차이를 규모 효과로 구분했으며, 해당 효과는 1980년대와 1990년대에도 유사하게 나타나셨다는 것을 확인했다. 또한, 결합 시기에 따라 규모 효과가 역전되는 증거도 발견되지 않았다. Asquith(1983)는 1962년부터 1976년까지 뉴욕증권거래소에 상장된 기업 중 196개의 인수 기업과 211개의 피인수 기업을 대상으로 기업 결합에 성공한 사례를 분석했다. 연구 결과에 따르면, 인수 · 합병에 성공한 기업은 합병일과 합병일 직전 3일 동안 양(+)의 누적비정상수익률을 나타내었으며, 반면 합병에 실패한 기업은 성공한 기업보다 낮은 양의 비정상수익률을 기록했다. Gersdorff · Bacon(2009)는 Event Study 방법을 활용하여 M&A 공시와 관련한 시장의 효율성을 조사했다. 그들의 연구 결과에 따르면, 합병 공시 발표일 주변에서는 주가에 분명한 영향이 있었지만, 이러한 영향이 합병에 기인한 것인지는 명확하지 않다고 주장했다. 또한, 인수 기업 표본에서 사건기간 동안 긍정적인 신호 효과를 동반한 준 강형 효율적 시장가설을 지지하는 결과를 발견했다 Mandelker(1974)는 기업의 인수 · 합병과 비정상수익률 간의 관계를 인수 기업과 피인수 기업으로 구분하여 분석했다. 그 결과, 인수 기업의 주주들도 비정상수익

를 얻는 것으로 나타났다. 그러나 합병 전에 이미 주가에 합병에 대한 정보가 반영되어 있어 합병 공시 발표 이후에는 비정상수익률을 얻지 못하는 것으로 분석되었다. Gleason 등(2002)의 연구는 뉴욕증권거래소에서 상장된 기업 중 비상장 기업이 상장 기업을 인수하는 역인수 합병이 발생한 사례에 대해 인수·합병 공시 발표 전후의 장단기 주가 성과를 분석했다. 연구 결과에 따르면, 상장기업의 경우 합병 공시 발표 이후에 양의 비정상수익률이 발생한다는 사실을 발견했다.

4. 인수·합병 용어 및 공시 정의

인수·합병은 M&A를 통해 진행된다. M&A란 "Merger & Acquisition"의 약자로 국내에서는 "인수 및 합병"이라는 단어로 통용된다. 인수란 한 기업이 다른 기업의 경영권을 확보하는 것을 의미한다. 인수 대상은 크게 주식, 영업, 자산으로 분류할 수 있다. 합병이란 복수의 기업이 합쳐져서 단일한 기업이 되는 것을 의미한다. M&A의 주요 방법은 합병과 인수로 구분할 수 있다.

구체적으로 합병은 존속기업이 소멸기업의 모든 권리의무 및 자산을 포괄적으로 승계하는 형식으로 진행된다. 합병은 대표적으로 "신설합병"과 "흡수합병"으로 구분할 수 있다. 우선 "신설 합병"이란 모든 회사가 소멸하고, 그 권리의무 및 자산이 새로이 설립된 회사로 모두 이전되는 것을 의미한다. "흡수 합병"이란 하나의 회사가 소멸하고, 그 권리의무 및 자산이 존속되는 회사로 이전되는 것을 의미한다. 다음으로 인수는 주식 인수 및 영업 및 자산 양수도로 나누어진다. 우선 "신주 인수"란 피인수기업에서 신주를 발행하고 이를 인수 기업이 인수하는 방식으로 진행된다. "구주매수" 방식은 피인수 기업의 기존 주주가 보유한 주식을 인수 기업이 매수하는 방식이다. 주식 인수와 유사하게 "자산 양수도" 역시 유가증권, 부동산 등 개별자산의 소유권이 피인수 기업에서 인수 기업으로 변경되는 거래를 의미한다. "영업 양수도"는 피인수 기업의 영업의 전부 또는 일부를 양수도 계약에 의하여 양수인인 인수 기업이 이전 받는 것을 의미한다.

이렇듯 인수·합병은 기업의 구조에 극적인 변화가 가해지는 만큼 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있다. 따라서 주권상장법인은 상장사 및 비상장사와의 인수·합병 계약을 맺었을 때 기업 내용공시제도에 의해서 금융감독원 전자공시 시스템인 "DART"에 의무적으로 공시해야만 한다. 세부 과정으로는 사업보고서 제출대상 법인 즉, 상장사는 합병과 분할 과정 또는 주식의 포괄적 교

환 및 이전에 관한 계약을 체결하거나 이와 관련된 이사회결의가 있을 경우 3일 이내에 DART에 “주요사항보고서”를 제출해야 하고 합병, 분할 및 주식 교환 계약 이후에는 “합병 등 종료보고서”를 제출하는 것으로 마무리된다.

II. 연구 설계

1. 가설 설정

귀무 가설: 합병 공시 발표는 인수 기업의 주가에 유의미한 영향이 있을 것이다.

대립 가설: 합병 공시 발표는 인수 기업의 주가에 유의미한 영향은 없을 것이다.

일반적으로 인수 · 합병 발생시 피인수 기업은 상대적으로 규모가 큰 인수 기업에 속하게 됨으로 주가가 상승하는 모습을 보이지만 인수 기업은 인수 · 합병 과정에서 대규모 현금 유출이 발생함으로 회계상 악영향을 보이기에 주가가 하락하는 경향을 보인다. 그러나 앞서 선행연구에서 살펴 보았듯이, 인수 · 합병이 인수 기업의 가치에 미치는 영향에 대한 학자들의 연구 결과는 상이한 것으로 도출되고 있으며 현재까지 일관된 결과를 도출할 수 없었다. 그러나 대상이 인수 기업인지 피인수 기업인지를 떠나서 M&A 공시 발표 후 주가 변동이 발생한다는 점에서는 동일한 결과가 나타나고 있다. 본 연구는 우선적으로 국내 상장사 간의 인수 · 합병에서 인수기업을 대상으로 사건연구법을 적용하여 인수 · 합병 공시 발표 전후 30일을 측정해 공시 발표가 주가에 어떠한 영향을 미치는지를 실증적으로 분석하고 실제로 인수 기업의 주가가 인수 · 합병으로 인해 발생한 재무적 부담 때문에 하락하는지를 확인하기 위해서 위와 같은 가설을 설정하고 분석하여 검증하고자 한다.

2. 연구 표본의 선정

본 연구에서는 인수 · 합병 공시에 따른 주가 반응을 확인하기 위해 한국거래소에 상장되어 있는 주권상장법인 중 최근 5개년간 상장사간의 인수 · 합병을 알리는 “증권신고서(합병)” 공시를 제출한 기업을 대상으로 48여개의 표본을 선정하였다. 연구에 사용된 표본을 선정하는 데 사용된 구체적인 기준은 다음과 같다.

- ① 금융감독원 전자공시시스템(DART)을 이용하여 “증권신고서(합병)”을 공시한 유가증권시장 및 코스닥 시장에 상장된 기업 추출. (2019년 1월 01일부터 ~ 2024년 4월 01일)
- ② 추출된 기업 중 분석기간에 실적발표, 유무상증자, 전환사채, 외부 금융기관의 주식매입공시 등 합병 외 주가에 영향을 미치는 공시가 발표된 기업은 표본에서 제외.
- ③ 기업 내부적 요인 외에 외부적 요인으로 질병, 전쟁 등 주가에 비 이상적인 변동을 야기하는 기간에 발표된 표본은 제외. (19년 3월 ~24년 3월 중 코스피 MoM 증가 기준 (-)의 수익률 구간 제외)

3. Event Study 연구 모형

Event Study는 배당, 유무상증자, 합병 및 인수, 실적공시 등과 같은 기업의 특정한 사건들(firm-specific events)이 해당 기업의 주가에 미치는 영향을 평가하는 연구방법론이다. Fama, Fisher, Jensen, and Roll(1969)이 뉴욕증권거래소에서 주식 분할 공시의 정보 효과에 대한 분석을 통해 효율적 시장가설을 증명하는데 사건연구방법을 사용한 이래로 현재 재무 및 회계학 분야의 실증연구에서 가장 많이 사용되고 있는 연구방법이다. 기업이 인수 · 합병을 공시한 시점에서 나타나는 주가에 미치는 영향을 측정하기 위해서는 분석기간 동안의 각 사건관련 전후 일에서 나타나는 주가 변동을 시장의 전반적인 요인에 의해 결정되는 가격결정요인으로 인한 주가 변동과 인수 · 합병공시에 의해 결정되는 주가 변동으로 분리시켜야 한다. 따라서 이를 각각 추정기간과 사건기간으로 구분한다.

우선 추정 기간(Estimation period)은 특정 정보가 주가에 영향을 미치지 않았다고 여겨지는 기간으로, 추정기간의 설정 이유는 이 기간 동안의 데이터를 활용하여 정상적 기대수익률을 추정 위해서이다. 사건 기간(Event Window)은 어떤 특정 정보가 주가에 영향을 미칠 수 있다고 판단되는 기간을 의미하며, 일반적으로 해당 사건의 공시일(Announcement date)을 중심으로 그 전후의 일정기간으로서 설정해야 한다. 본 연구에서는 금융감독원 전자공시 시스템에서 “증권신고서(합병)”을 처음으로 공시한 날을 사건일(Event day)로 선정하였다. 추정기간(Estimation period)은 공시일 발표 전 30일 제외한 30일로 설정하였으며, 공시일 기준 (-30, +30), (-15, +15), (-7, +7)을 사건 기

간(Event Window)으로 설정함으로 공시 발표 이벤트가 주가에 미치는 영향을 검증할 것이다.

아래의 모형은 시장모형이다. 해당 모형에서 $R_{i,t}$ 는 i기업의 t 시점의 수익률을 말하며, $R_{m,t}$ 는 시장의 t 시점의 수익률을 말하며, 해당 표본이 상장된 시장에 따라 KOSPI 지수와 KOSDAQ 지수로 나누어 대입하였다. 추정기간 즉, 기업이 주가에 영향을 준 특별한 이벤트가 없었던 정상적 수익률 발생하고 있던 기간 동안의 특정기업의 주식 수익률을 종속변수로 두고, 같은 시점의 시장수익률을 독립변수로 둔 후 회귀분석을 통해 α_i , β_i 을 추정하였다. 그리하면 아래 시장모형 보이는 것처럼 t시점에 기업 i의 주가수익률(stock return: $R_{i,t}$)과 시장수익률(market return: $R_{m,t}$) 간의 관계 성립을 확인할 수 있다.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \quad \text{①}$$

식 ①에서 추정된 α_i , β_i 들을 이용하여 해당 기업이 가질 정상수익률 $\widehat{R}_{i,t}$ 을 구할 수 있고, 이 값을 실제수익률 $R_{i,t}$ 에서 차감하여 일별 비정상수익률(abnormal return: $AR_{i,t}$)을 아래의 식 ②와 같이 도출할 수 있다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \widehat{R}_{i,t} = R_{i,t} - (\widehat{\alpha}_i + \widehat{\beta}_i R_{m,t}) \quad \text{②}$$

다음으로 N개 표본기업의 일별 평균비정상수익률 (Average Abnormal Return: AAR_t)과 t_1 시점부터 t_2 시점까지의 누적평균비정상수익률(Cumulative Average Abnormal: $CAAR_{t_1,t_2}$)은 위의 ②식에 따라 계산된 개별 기업의 비정상수익률을 이용하여 평균화 및 누적화를 통해 아래의 식 ③, ④으로 계산하였다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad \text{③}$$

$$CAAR_{(t_1,t_2)} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad \text{④}$$

Ⅲ. 실증분석 결과 및 결론

1. 인수 · 합병 공시의 주가 반응: AAR, CAAR

인수 · 합병 공시 발표로 인한 인수 기업의 가치 변화 즉, 주가 반응에 미치는 영향을 검증하기

위하여 금융감독원 "DART"에 공시된 48개의 기업을 표본으로 시장모형을 활용하여, M&A 공시 발표일을 사건일로 설정하고 사건일 중심으로 61일간(공시 전 30일부터 공시 후 30일까지)의 비정상수익률을 분석하였다. 아래 <자료 1>는 시장모형에 의한 단기적 성과의 결과로, 전체표본에 대한 61일(사전 발표 전 30, 사건 발표 후 30)간의 평균비정상수익률(AAR: Average Abnormal Return)과 그에 따른 t값, 누적평균비정상수익률(CAAR: Cumulative Average Abnormal Return)과 t값을 나타낸 것이다.

<자료 1> 공시일 전·후 30일간 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률 분석

Day	AAR	t-test (AAR)	P-value (AAR)	CAAR	t-test (CAAR)	P-value (CAAR)
-30	-0.15%	-0.34301	0.732792	-0.15%	-0.21307	0.831998
-29	-0.23%	-0.51361	0.609412	-0.38%	-0.5321	0.596619
-28	0.16%	0.352406	0.725769	-0.07%	-0.10013	0.920571
-27	-0.52%	-1.16156	0.250013	-0.36%	-0.50262	0.617069
-26	0.33%	0.727673	0.469644	-0.19%	-0.26952	0.788454
-25	0.04%	0.092631	0.926506	0.37%	0.509547	0.612238
-24	0.27%	0.600626	0.550351	0.31%	0.43063	0.668281
-23	0.25%	0.563844	0.574962	0.52%	0.723333	0.472286
-22	0.03%	0.069531	0.944798	0.28%	0.393433	0.695394
-21	0.23%	0.509437	0.612315	0.26%	0.359637	0.720381
-20	0.25%	0.556482	0.579951	0.48%	0.662116	0.510432
-19	-0.45%	-0.99561	0.323438	-0.20%	-0.27277	0.785964
-18	-0.01%	-0.01283	0.98981	-0.45%	-0.62641	0.533423
-17	0.04%	0.087752	0.930366	0.03%	0.046542	0.963033
-16	0.23%	0.51209	0.610468	0.27%	0.372603	0.710757
-15	0.38%	0.838849	0.404884	0.61%	0.839162	0.40471
-14	-0.15%	-0.33772	0.736749	0.22%	0.311283	0.756665
-13	0.02%	0.055465	0.955952	-0.13%	-0.17533	0.86141
-12	0.28%	0.617455	0.539271	0.30%	0.417997	0.677441
-11	-0.16%	-0.36585	0.715764	0.11%	0.15629	0.876329
-10	0.10%	0.21684	0.829069	-0.07%	-0.09256	0.926561
-9	-0.31%	-0.69155	0.491887	-0.21%	-0.29488	0.769107
-8	0.30%	0.670063	0.505388	-0.01%	-0.01335	0.989395
-7	0.53%	1.181639	0.242011	0.83%	1.150221	0.254617

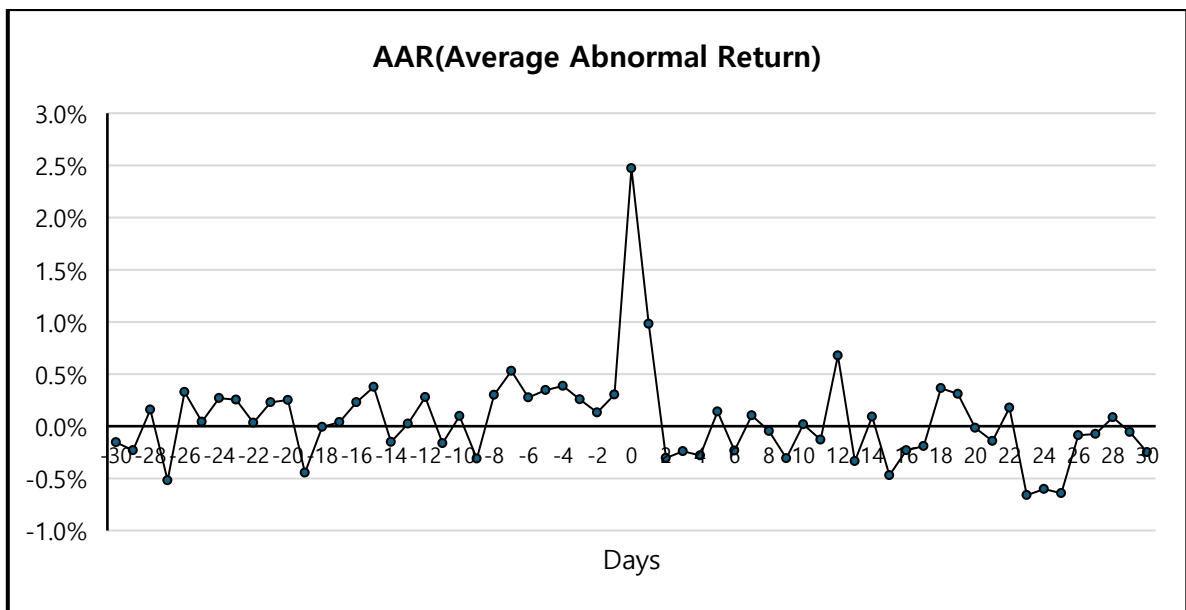
-6	0.27%	0.610822	0.543624	0.80%	1.113422	0.269968
-5	0.34%	0.769854	0.444407	0.62%	0.857634	0.394508
-4	0.39%	0.861483	0.392402	0.73%	1.013337	0.314968
-3	0.26%	0.570242	0.570643	0.64%	0.889344	0.37737
-2	0.13%	0.292017	0.771281	0.39%	0.535609	0.594209
-1	0.30%	0.672801*	0.503657	0.43%	0.599315*	0.551219
0	2.47%	5.518166*	0.000001	2.77%	3.845639*	0.000293
1	0.98%	2.191189	0.032332	3.45%	4.788815	0.378653
2	-0.30%	-0.67952	0.499424	0.68%	0.939005	0.351493
3	-0.24%	-0.53833	0.592343	-0.55%	-0.75649	0.452318
4	-0.28%	-0.62553	0.533993	-0.52%	-0.72295	0.472516
5	0.14%	0.310865	0.756981	-0.14%	-0.19546	0.845691
6	-0.23%	-0.52167	0.603819	-0.09%	-0.13095	0.896255
7	0.10%	0.228149	0.820306	-0.13%	-0.18233	0.85594
8	-0.05%	-0.10559	0.916261	0.05%	0.076131	0.939568
9	-0.31%	-0.68559	0.495611	-0.35%	-0.49146	0.624896
10	0.02%	0.040795	0.967595	-0.29%	-0.40053	0.69019
11	-0.13%	-0.28831	0.774104	-0.11%	-0.15375	0.878325
12	0.68%	1.510926	0.136056	0.55%	0.759452	0.450556
13	-0.34%	-0.748	0.457379	0.34%	0.473903	0.637289
14	0.09%	0.205256	0.838067	-0.24%	-0.33714	0.737189
15	-0.47%	-1.05158	0.297211	-0.38%	-0.52571	0.601028
16	-0.23%	-0.5139	0.609208	-0.70%	-0.97243	0.334742
17	-0.19%	-0.42945	0.669136	-0.42%	-0.58598	0.560087
18	0.36%	0.809579	0.421381	0.17%	0.236126	0.814139
19	0.31%	0.687726	0.494275	0.67%	0.93008	0.356057
20	-0.02%	-0.03405	0.972948	0.29%	0.406042	0.686156
21	-0.14%	-0.31936	0.750566	-0.16%	-0.21953	0.826985
22	0.18%	0.39724	0.6926	0.03%	0.048379	0.961575
23	-0.66%	-1.47734	0.144815	-0.48%	-0.67092	0.504844
24	-0.60%	-1.34537	0.183567	-1.26%	-1.75338	0.084644
25	-0.64%	-1.432	0.157333	-1.24%	-1.72522	0.089635
26	-0.09%	-0.19229	0.848166	-0.73%	-1.00896	0.317046
27	-0.08%	-0.17002	0.86557	-0.16%	-0.22505	0.822704
28	0.08%	0.186508	0.852676	0.01%	0.010244	0.99186
29	-0.06%	-0.12428	0.901507	0.03%	0.038653	0.969296

30	-0.25%	-0.55675	0.579766	-0.31%	-0.42304	0.673779
----	--------	----------	----------	--------	----------	----------

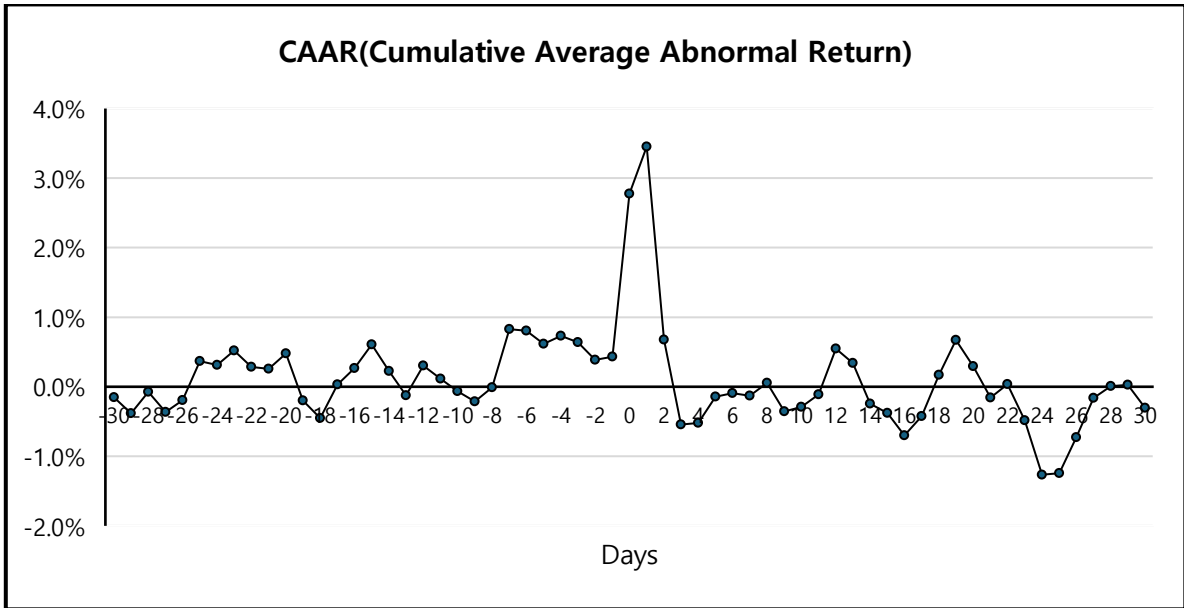
주 : 유의수준 5% 설정으로 "*"는 통계적 유의함을 의미한다.

이러한 M&A 공시 발표로 인한 영향은 <자료1>, <자료2> 그리고 <자료3>에서 살펴볼 수 있듯이 사건일로 지정한 M&A 공시 발표일 당일에 AAR은 2.47%로 양(+)의 값을 보였으며, 그 다음 날에도 양의 비정상수익률을 보이고 있었으나, 공시 발표일 2일 후 음(-)의 수익률로 반전되는 모습을 보였다. 한편 공시 발표일의 CAAR은 2.77%으로 양(+)의 수익률을 실현하고 있는 것으로 조사되었다. 분석기간 중 AAR은 사건일을 제외하고 사건 전후로 +1% 미만의 큰 변동이 없는 수준을 보여주었으며, CAAR을 살펴보면 공시일 -30일부터 사건일로 점차 가까워질 수록 양(+)의 수익률을 보이면서 지속적으로 상승하다 사건일 다음 1일에 3.45%로 분석 기간내 최고점을 기록하였다. 인수·합병 공시 발표 전에서부터 미미한 정도의 주가 변동폭을 보이다가 사건일을 기준으로 최고점을 기록 후 다시 미미한 주가 변동폭으로 회귀하는 모습을 보였다. 분석기간 중 최고 3.45%의 누적평균비정상수익률을 보이는 등으로 공시 발표로 인해 주가 변동이 발생한다는 사실을 확인하였다. 그러나 AAR과 CAAR의 값에 대해서 사건일과 -1일을 제외하고는 뚜렷한 통계적 유의성을 확인할 수 없었다.

<자료 2> 공시일 전·후 30일간 평균비정상수익률(AAR)그래프



<자료 3> 공시일 전·후 30일간 누적평균비정상수익률(CAAR) 그래프



추가적으로 국내 상장사 간 M&A 공시 발표에서 공시일을 기준으로 전후 기간에 인수 기업의 수익률 차이 및 통계적 유의성을 확인하기 위하여 공시 발표일을 기준으로 (-7, 7), (-15, 15), (-30, 30)으로 3개의 사건 기간을 구분 및 설정하여 평균 AAR과 평균 CAAR으로 나누어 분석하였다.

<자료 4> 공시 전·후 30일간 평균 AAR 및 평균 CAAR 분석

구분	평균 AAR	t 값	유의확률	평균 CAAR	t 값	유의확률
사건일 전	0.105%	0.233609	0.615919	-0.253%	0.27629	0.648179
사건일 후	0.004%	0.079832	0.57629	0.025%	0.074555	0.594423

사건일 전 (-30, -1)과 사건일 후(0, 30)의 평균 AAR과 평균 CAAR을 기반하여 분석한 결과, <자료 4>와 같이 사건일 전 기간의 평균 AAR은 0.105%이나 t값이 0.233609으로, 사건일 후 평균 AAR은 0.004%이나 t값이 0.079832로 통계적 유의성을 갖지는 못하였다. 한편 평균 CAAR은 -0.253%이나 t값이 0.27629으로, 사건일 후 평균 CAAR은 0.025%이나 t값이 0.074555으로 통계적 유의성을 갖지는 못하였다.

<자료 5> 공시 전·후 15일간 평균 AAR 및 평균 CAAR 분석

구분	평균 AAR	t 값	유의확률	평균 CAAR	t 값	유의확률
----	--------	-----	------	---------	-----	------

사건일 전	0.178%	0.397494	0.576466	0.351%	0.487167	0.601232
사건일 후	0.133%	0.297577	0.545093	0.315%	0.436636	0.589597

사건일 전 (-15, -1)과 사건일 후(0, 15)의 평균 AAR과 평균 CAAR을 기반으로 분석한 결과, <자료 5>와 같이 사건일 전 기간의 평균 AAR은 0.178%이나 t값이 0.397494로 통계적 유의성을 갖지는 못하였다. 또한 사건일 후 평균 AAR은 0.133%으로 t값이 0.297577으로 통계적 유의성을 갖지 못하는 것으로 확인되었다. 평균 CAAR은 0.351%이고 t값은 0.487167으로, 사건일 후 평균 CAAR은 0.315%으로 t값이 0.436636으로 통계적 유의성을 갖지는 못하였다.

<자료 6> 공시 전·후 7일간 평균 AAR 및 평균 CAAR 분석

구분	평균 AAR	t 값	유의확률	평균 CAAR	t 값	유의확률
사건일 전	0.317%	0.708408	0.495432	0.634%	0.87984	0.393837
사건일 후	0.329%	0.735415	0.4799	0.684%	0.94816	0.484315

사건일 전 (-7, -1)과 사건일 후(0, 7) 평균 AAR과 평균 CAAR을 기반으로 분석한 결과, <자료 6>와 같이 사건일 전 기간의 평균 AAR이 0.317%, 사건일 후 평균 AAR은 0.329%로 나타났으며, t값이 사건일 전 0.708408, 사건일 후 0.735415로 통계적 유의성을 갖지 못하였다. 사건일 전 기간의 평균 CAAR은 0.634%이고 사건일 후 평균 CAAR은 0.684%이다. t값이 사건일 전 0.87984, 사건일 후 0.94816로 이 역시 통계적 유의성을 갖지 못하였다.

2. 연구 결과 논의

본 연구에서는 국내 상장사 간 인수·합병 공시 발표가 인수 기업의 주가에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하기 위하여 인수·합병 공시를 발표한 인수 기업 48개를 표본으로 평균비정상수익률 그리고 누적평균비정상수익률의 변동 여부와 변동 기간에 대해서 살펴보았다. 해당 연구에서 공시 발표일 전후로는 미비한 주가 변동성을 보여주지만 사건일로 지정한 공시 발표일에서만큼은 가시적인 양(+)의 수익률과 통계적 유의성을 나타낸다는 결과를 확인하였다. 그러나 이러한 추이가 공시 발표 후 기간에 대해서는 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타나 실증 연구의 견고성은 보여주지 못하였다. 추가적인 분석을 위해 국내 상장사 간의 인수·합병 공시가 발표된 시점을 전후로 총 3가지 기간별 평균 AAR과 평균 CAAR에 대해서 t-검정을 실시하였으나, 분석

한 결과 사건일을 제외하고는 뚜렷한 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다. 주가 측면에서 CAAR 기준으로 공시 후 +1일에 3.45%의 비정상수익률이 시현되었으나, 이외 기간의 주가 변동 폭은 공시 전과 큰 차이가 없는 것으로 확인되었다. 해당 연구 결과는 오로지 공시 발표일만 기준으로 두고 비교해보았을 때 평균적으로 공시 발표일에 양(+)의 비정상수익률이 시현되는 것으로 밝힌 강효석·김성표(2009)의 연구결과와 유사하다고 판단된다. 그러나 강효석·김성표(2009)의 연구는 단지 2000년대 초 인수·합병에 대한 규제 완화로 기업 간의 M&A이 활발했던 상황 속 221건을 대상으로 분석한 결과이기에 이를 현재 상황에 적용하여 일반화하기에는 한계가 있는 것으로 판단된다. 국내 상장사 간의 M&A는 인수·합병 기업이 속한 산업 내 또는 타 산업으로의 시장지배력 확대, 해외 네트워크 구축, 규모의 경제효과를 통해 이윤 창출 및 비용절감 등의 효과를 얻기 위한 경영전략으로 사용되고 있다. 그러나 이러한 경영전략은 인수·합병 초기에 발생하는 대량의 현금유출로 인한 회계적 리스크로 인수 기업의 주가를 하락시킬 요인으로 작용될 수 있다. 본 연구에서 앞서 제시한 “국내 상장사 간의 인수·합병 공시 발표 시 인수 기업의 주가에 유의미한 영향이 있을 것이다”라는 연구 가설은 뚜렷한 주가 반응과 통계적 유의성이 확인되는 사건일을 제외하고 가설을 지지하는 증거는 찾지 못하여, 한정적으로 채택이 가능할 것으로 판단된다. 앞으로 더 많은 표본의 확보 및 연구기간을 연장하는 등의 방법을 통해 좀 더 면밀한 분석을 수행할 필요가 있을 것으로 판단된다.

3. 결론 및 한계점

본 연구에서는 국내 상장사 간 인수·합병 공시 발표가 인수 기업의 주가에 영향을 미치다는 주제를 바탕으로, 인수·합병 공시가 인수 기업의 주가에 유의미한 영향을 미칠 것이라는 가설을 설정하였다. 이를 위하여 국내 상장사 간 인수·합병 사례를 조사하고, 관련 주가자료를 바탕으로 공시 발표에 따른 주가 변동이 발생하였는지를 사건연구법에 널리 활용되는 시장모형을 이용하여 검증하였다. 실증적 분석을 위해 연구모형에 따라 공시 발표일을 사건일로 설정하고, M&A 공시 발표일 전후 30일간을 사건 기간으로 정하여 단기 성과를 분석하였다. 즉, 공시 후 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률을 조사하여 이전에 비교해 어떠한 변동이 발생했는지를 분석하

었다. 분석에 대한 세부 사항으로 국내 상장사 간 M&A가 이루어진 기업 중 최근 5개년간 M&A 공시를 발표한 48개의 기업을 표본으로 선정하여, 해당 기업의 주가 데이터를 기반으로 비정상 수익률을 분석하였다. 분석 기간(-30, +30)동안 평균비정상수익률(AAR)은 사건일에 2.47%를 기록 후 +1% 미만의 미미한 변동을 보였으며, 누적평균비정상수익률(CAAR)은 사건일에 2.77% 다음날에 3.45%를 최고점으로 기록한 후 이전과 같은 미미한 변동폭으로 회귀하였다. 사건일에 한정하여 통계적 유의성과 가시적인 주가 반응이 확인되었다. 하지만 공시 발표 후 실현된 비정상수익률 데이터를 분석 시, 통계적 유의성을 발견할 수 없었기에 인수·합병 공시 발표가 인수 기업의 주가 변동에 영향을 미쳤는지에 대한 실증적 증거로서는 한계가 있다고 판단된다. 추가적으로 공시 전·후 30일, 15일, 7일간을 각각 분석기간을 설정하여 분석하였다. 공시일 전 30일 동안의 평균 AAR과 공시일 후 30일 동안의 평균AAR의 차이가 있는지를 t-검정을 통해 분석하였다. 그러나 가시적인 변화는 찾을 수 없었고 해당 결과는 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 또한 공시일 전 15일, 7일의 경우도 평균AAR에 있어서의 차이가 있는지를 분석한 결과, 미미한 수익률 차이는 있으나 통계적 유의성을 찾지 못하였다. 전체적인 분석 결과를 고려 시 앞서 설정한 "합병 공시 발표가 인수 기업의 주가에 유의미한 영향을 미칠 것이다." 라는 가설은 통계적 유의성과 주가반응이 확인되는 사건일을 고려하여 한정적으로 채택할 수 있다고 판단된다. 해당 연구가 갖는 의의를 살펴보면, 기존의 연구대상이 2000년대 초반에 한정되었던 것과 달리 최근 5개년에 발생된 48개의 사례를 분석대상으로 설정하기에 기존의 진행되었던 연구에 비해 연구결과의 객관성을 높인 것으로 판단된다. 또한 본 연구에서 표본으로 삼고 있는 국내 상장사 간의 인수·합병은 단기적인 기업 가치의 극대화를 위함이 아닌 각각의 여러 산업 속에서 시장지배력을 높이고 해외 네트워크를 한층 더 강화하며, 규모와 범위의 경제효과를 통해 이윤창출 및 비용절감 등의 효과를 얻고자 하는 보다 장기적인 관점에서 이루어지는 성장전략으로 활용되고 있지만 단기적인 관점에서 대량의 현금유출에 대한 회계적 리스크가 상승할 것이라는 점 등으로 투자자들에게 부정적인 영향을 미쳐 인수·합병기업의 가치를 하락 시킬 요인이 되기도 한다. 그러나 해당 연구에 한정해서 회계적 리스크가 기사화된 공시일에 오히려 주가가 상승한 것을 확인할 수 있었다. 추가적으로 연구의 발전을 위해 특정 이벤트 발생에 대한 단순 주가 반응 분석이 아닌 이벤트로 인

해 영향을 받는 개별 주식 선물 옵션에 대한 흐름 분석 및 개별 기업의 재무적 성과 등에 대한 조사도 이루어져야 할 것으로 생각된다. 그러나 해당 연구는 국내 상장사 간의 인수·합병에 대한 인수 기업의 단기적 주가 반응에 대해서 진행하였으며, 주가 수익률에 영향을 주는 여러 요인에 대해서 단순히 표본 선정에 여러 기준을 제시했기에 보다 구체적인 통제가 이루어지지 못하였고 이를 해결하기 위해 다중회귀모형을 기반으로 진행할 필요가 있다고 판단된다. 더불어 인수·합병 사건이 해당 기업의 장기적 가치에 어떠한 영향을 주었는지 실증 분석이 실시되지 못한 한계점이 있다. 이러한 문제점들을 바탕으로 보완되어 추후 연구가 이루어진다면 시장에서 보다 의미 있는 연구가 될 것으로 판단된다.

참고 문헌

1. 강준구, "기업합병의 경제적 동기와 기업가치 증대요인", (한국금융연구원 연구보고서), 1998.
2. 강효석.김성표, "인수합병 공시가 인수기업의 주주에 미치는 영향", (재무연구), 제22권, 2009, 73-112.
3. 김희석.조경식, "합병관련기업 주주부 변화의 결정요인", (재무관리연구), 제19권, 2002, 77-109.
4. 박준우, "해외인수기업의 장단기성과", (경영연구), 제21권, 2006, 1-31.
5. 변진호.우원석, "기업 인수합병 공시에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화에 관한 연구", (재무관리연구), 제25권, 2008, 191-213.
6. 서병덕.신달순, "합병기업의 합병 후 장기성과에 관한 실증적 연구", (회계정보연구), 제21권, 2003, 101-133.
7. 송영균.주상룡, "한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연: Cashflow를 중심으로", (증권학회지), 제10권, 1997, 71-102.
8. 신호영, "합병의 장기성과에 관한 연구", (회계정보연구), 제14권, 2000, 175-187.
9. 김형창, "코스닥시장 등록 합병기업의 경영성과와 주주의 부에 대한 실증분석", (배재대학교 박사학위논문), 2005.
10. 이석규, "한국 기업합병의 동기와 성과에 관한 실증적 연구", (연세대학교 박사학위논문), 1989.
11. 장봉규.정두식, "증권거래법 개정과 합병공시효과", (재무관리연구), 제21권, 2004, 59-86.
12. 정재욱, "지배주주와 외부주주의 이해상충과 합병 후 장기성과", (회계학연구), 제32권, 2007, 123-154.
13. 정형찬, "한국증권시장에서의 장기성과 측정모형의 검정력과 통계적 오류", (증권학회지), 제36권, 2007, 237-280.
14. 정형찬, "장기성과 사건연구의 검정력 제고를 위한 통계적 검정방법", (증권학회지), 제37권, 2008, 765-811.
15. 정형찬.박경희, "합병기업 주가의 장기성과", (재무관리연구), 제16권, 1999, 83-114.
16. 조경식.박준철.김희석.이장형, "코스닥시장에서 합병공시가 주주부에 미치는 효과", (경영학연구), 제32권, 2003, 707-732.
17. 정균오, 김동환, "적대적M&A와 우호적M&A에 대한 실증연구", (대학경영학회지 제13호), 2002, 439-455.

18. 강효석, 김성표, "기업 인수합병의 장기성과", (2009년 한국금융연구원), 2009.
20. 한용환, 한문성, "자기주식 취득 공시가 주가 수익률에 미치는 영향에 관한 연구", (상업교육연구 제29권 제4호), 2015, 75-99.
21. 박상경, "합병공시에 따른 주주의 부와 이익의 질 변화 분석", (전문경영인연구 제11권 제1호), 2015, 139-162.
22. 정두식, 장봉규, "상장기업의 합병 효과에 관한 실증적 연구", (국제회계연구 제10집), 2004, 73-99.
23. 허익구, "M&A 이후의 주가 반응과 재무 효과에 관한 실증적 연구", (국제회계연구 제11집), 2004, 123-141.
24. 한만용, 이수옥, "합병기업의 공시 및 규모효과", (기술경영 제4권 제3호), 2019, 97-125.
25. 서성민, 김경현, "사건연구방법의 수평형 기업결합 효과 예측력 검증: 주식시장 자료와 회계 자료의 비교를 중심으로", (한국법경제학회, 법경제학연구 제18권 제3호), 2021, 231-259.
26. 강태수, 정태훈, "기업공시의 시점과 주식시장의 반응", (금융경제연구 제263호), 2006.
27. 박용린, "국내 M&A의 특징 분석과 시사점: 인수자 관점에서", (자본시장연구원 이슈보고서 23-16), 2023.
28. Moeller, S.B., F. P. Schlingemann, and R. Stulz, "Firm size and the gains from acquisitions", *Journal of Financial Economics*, 73, 2004, 201-228.
29. Asquith, P. Brunner, R.F. and Mullins, "The Gains to Bidding Firms from Meger", *Journal of Financial Economics*, 11, 1983, 121-139.
30. Dodd, p, "Merger Proposals, Management Discretion and Stockholder Wealth", *Journal of Financial Economics*, 1980, 105-137.
31. Halpern, P.J, "Corporate Acquisitions: A Theory of Special Cases? A Review of Event Studies Applied to Acquisitions", *The Journal of finance*, Vol.38. #2, 1983, 297-317.
32. von Gersdorff, N. and Bacon, F, U.S. Mergers and Acquisitions: A Test of Market Efficiency. *Journal of Finance and Accountancy*, 2009, 1-8.
33. Mandelker, G, Risk and Return: The Case of Merging Firms. *Journal of Financial Economics*, 1, 1974, 303-335.
34. Gleason, Kimberly C. & Rosenthal, Leonard & Wiggins III, Roy A., "Backing into being public: an exploratory analysis of reverse takeovers," *Journal of Corporate Finance*, Elsevier, vol. 12(1), 2005, 54-79.