기업가치에 관한 비대칭정보가 기업합병에 미치는 영향

윤정선 (국민대학교)
정무권 (국민대학교)

< 요 약 >

본 연구는 주식시장의 가치평가오류가 기업의 인수합병시장에 미치는 영향을 주주가치와 주가변동성의 변화 및 이 두 변수의 상호 연관성에 기초하여 고찰하였다. 합병 발표 전후 기간 동안 전체인수기업의 주가는 양의 비정상적 누적초과수익률을 시현하였지만 과대평가되었을 가능성이 높은 기업일수록 이와 같은 주가상승이 제한적인 것으로 확인되었다. 또한 합병 이후 주가변동성이 하락하는 기업일수록 누적초과수익률이 낮다는 것이 발견되었다. 이와 같은 결과는 과대평가된 기업이 주식교환을 통해 과대평가되지 않은 타기업을 인수함으로써 기업가치를 극대화하고자 한다는 가치평가오류가설과 부합되는 것이다.

핵심단어: 가치평가오류, 경영자 보상, 경영자 지분, 기업인수합병, 다각화, 스톡옵션, 주가변동성, 주식교환, 투자

1. 서론

기업합병과 관련된 최근 연구는 주식시장에서의 가치평가 오류가 기업인수에 영향을 미칠 수 있음을 시사하고 있다. 과대평가된 기업의 경영진이 자기업의 주식을 상대적으로 덜 과대평가된 기업의 주식으로 교환하기 위하여 인수합병을 추진할 수 있다는 것이다 [Shleifer and Vishny, (2003); Rhodes-Kropf et al., (2005); Dong et al., (2006)]. 또한, 과대평가된 기업의 경영진은 과대평가되지 않은 기업의 주식을 취득함으로써 기업가치를 높이려 할 것이기 때문에 다각화를 시도하게 된다. 이러한 다각화에 대한 유인은 경영진이 스톡옵션을 보유한 기업의 경우에도 존재하는 것으로 밝혀져 일반적으로 스톡옵션을 보유한 경영진은 다각화를 추구하지 않는다는 기존의 연구결과와는 상이한 것이다[Cai and Vijh, 2007; Agrawal and Mandelker, 1987].

본 논문은 기업가치평가오류가설 하에서 기업합병이 기업가치 및 주가 변동성에 미치는 영향을 분석하였다. 특히 경영진이 스톡옵션을 보유한 기업을 과대평가된 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하여 두 부류의 기업들간에 합병 이후 주가변동성의 변화를 고찰함으로써 기업가치가 과대평가된 기업일수록 기업가치를 극대화하기 위하여 다각화 전략을 추구하는지 분석하고자 한다.

일반적으로 스톡옵션을 보유한 경영진의 경우 기업의 다각화를 추구하지 않은 것으로 알려져 있으므로 경영진이 스톡옵션을 보유한 기업보다는 보유하지 않은 기업의 주가변동성의 하락이 더 클 것으로 기대된다. 그러나 스톡옵션을 보유하고 있다고 하더라도 기업가치가 과대평가된 기업의 경영진은 자회사의 주식을 상대적으로 과대평가되었을 가능성이 낮은 산업에 속한 기업의 주식과 교환할 것을 원하기 때문에 다각화에 따르는 주가변동성의 하락효과가 나타날 수 있을 것으로 여겨진다. 반면, 과대평가되지 않은 기업은 타기업 인수로 인한 불가피한 주가변동성의 변화 이외에는 주가의 변동성에 영향을 주지 않거나 오히려 증가할 것이다. 또한 과대평가되었을 가능성이 높은 기업의 인수제안은 향후 기업의 본질적 가치가 알려지게 되었을 경우에 대한 우려로 합병시너지에 대한 기대가 적고 주가상승도 위축되게 된다.

이와 같은 가설을 검증하기 위하여 본 논문은 2001년 1월부터 2007년 12월까지 기업합병을 공시한 334개 표본을 합병기업의 소속시장, (비)계열사 합병여부, 합병기업 경영자의 스톡옵션 보유유무에 따라 분류하여 합병공시에 다른 주가변동성 및 기업가치의 변화를 살펴본다. 특히 인수기업의 경영진이 보유한 스톡옵션의 가치를 기업가치의 과대평가여부를 판단할 수 있는 대리변수로 선택하였다. 이를 위하여

데이터를 경영진이 스톡옵션을 보유한 기업과 보유하지 않은 기업으로 나누고 특히 스톡옵션이 있는 기업들을 다시 스톡옵션이 내가격에 있는 기업은 과대평가되었을 가능성이 높은 기업, 외가격에 있는 기업은 과대평가되었을 가능성이 낮은 기업으로 분류하고, 인수합병 발표 전후 누적초과수익률과 주가변동성의 변화를 비교분석하였다.

우리는 가치평가오류가설이 성립한다면 외가격 기업이 내가격 기업보다 유의적으로 높은 누적초과수익률을 시현할 것으로 기대한다. 이것은 과대평가되었을 것으로 기대되는 기업일수록 주식교환을 통한 인수합병시도가 합병시너지보다는 가치평가오류를 이용한 기업가치극대화 전략일 것으로 여기는 반면 그렇지 않은 기업은 합병시너지에 대한 기대가 더 크게 작용하기 때문이다. 또한 과대평가된 기업일수록 과대평가되지 않은 타산업으로의 진출을 꾀할 가능성이 있을 것으로 기대한다. 이와 같은 기대는 합병 이후 주가변동성에 크게 두 가지 효과를 유발할 것으로 보인다. 첫째로는 합병 이후 내가격 기업의 주가변동성은 하락할 수 있는 반면 외가격 기업의 주가변동성은 상승하거나 적어도 내가격 기업의 주가변동성의 하락폭 보다는 작을 것으로 여겨진다. 둘째로는 합병 이후 주가변동성의 변화가 합병공시전후의 누적초과수익률과 역의 상관관계를 보일 것이다. 그 이유는 다각화 전략이 기업가치가 과대평가되었다는 신호효과를 유발함으로써 합병으로 인한 기업가치 상승에 대한 기대를 저해할 수 있기 때문이다.

이 분석에서 우리는 가치평가오류가설과 부합되는 여러 가지 결과를 발견하였다. 첫째로 인수합병 발표를 전후하여 전체적인 기업가치는 상승하지만 상승하는 정도는 외가격 기업이 내가격 기업에 비하여 유의적으로 높았다. 우리는 또한 회귀분석에 스톡옵션을 보유하지 않은 기업들을 포함하여도 외가격 기업의 누적초과수익률은 그렇지 않은 기업에 비하여 유의적으로 높은 것을 발견하였다. 이는 과대평가되었을 가능성이 상대적으로 낮은 기업의 인수제안이 그렇지 않은 기업의 경우보다는 합병시너지에 대한 기대가 더 클 것이라는 예측에 부합되는 결과이다. 둘째로 우리는 합병이 기업의 주가변동성에 미치는 영향을 과대평가된 기업과 그렇지 않은 기업간의 차이를 분석하였다. 합병이 다각화를 추구하는 것인지를 판단하기 위하여 우리는 인수합병 완료 이후 주가변동성이 과거에 비하여 하락하였는지를 분석하였다. 본 논문은 스톡옵션을 보유한 기업이 그렇지 않은 기업보다는 인수합병 이후 주가변동성의 하락폭이 더 작음을 발견하였다. 이는 스톡옵션을 보유한 기업의 다각화 추구가 그렇지 않은 기업보다는 덜 일반적이라는 가설과 부합된다. 또한 스톡옵션을 보유한 기업들 중에서는 내가격 기업의 경우 주가변동성이 하락하지만 통계적으로 유의하지는 않다. 이는 경영진이 스톡옵션을 보유하고 있는 경우에는 합병 또는 합병으로 뒤따르

는 투자활동이 자신이 보유한 옵션가치의 증가를 위해 주가변동성을 상대적으로 높이려는 경영활동으로 이어질 수 있으므로, 합병으로 인한 본래의 위험분산효과가 부분적으로 상쇄된 것으로 추론된다. 외가격 기업의 경우에는 주가변동성이 전혀 하락하지 않는다. 또한 우리는 기업의 주가변동성 하락이 기업가치의 증가에 미치는 영향을 분석하였다. 이 분석에서 합병 이후 주가변동성의 하락은 합병시너지를 기대한 기업가치 상승을 저해하는 요인으로 작용하고 있음을 발견하였다. 이와 관련하여 우리 연구는 가치평가오류가설 하에서는 기업가치가 과대평가되었을 때 다각화를 통한 타산업 진출이 주주가치 극대화에 도움이 되는 것으로 평가될 수 있음을 시사한다.

본 논문은 2장에서 선행연구를 비교분석하고 가설을 설정한다. 3장에서는 연구자료를 소개하고 기초통계량 등을 검토한다. 4장에서는 합병공시효과를 누적초과수익률과 주가변동성의 변화를 중심으로 분석한다. 5장에서는 회기분석결과를 제시하고 6장에서는 논문을 마무리 짓는다.

2. 선행연구 및 가설 설정

2.1 선행 연구

A. 가치평가오류가설과 기업 가치

가치평가오류를 이용하여 기업가치를 극대화하기 위한 기업인수합병은 기업인수대가의 지불방법의 선택과 깊은 연관이 있다. Shleifer and Vishny (2003)는 과대평가되지 않은 기업은 현금교부방법을 이용하여 기업을 인수함으로써 역선택의 문제를 제거하기 위하여 노력하는 반면, 과대평가된 기업은 주식교환을 선호하는 경향이 있음을 보였다. 이와 같은 이유 때문에 인수합병의 대가로 주식교환을 선택하는 것은 인수기업의 가치가 낮을 수 있다는 신호효과를 유발하고 합병시너지에 대한 기대를 낮추는 요인으로 작용하게 된다. Dong et al. (2006)은 특히 1990년대의 기업합병 자료에서 인수기업의 주당 장부가치 대비 주가가 높은 기업 (P/B)에 비하여 낮은 기업이 더 높은 누적초과수익률을 시현함을 발견하였다. 이 같은 결과는 P/B를 과대평가에 대한 지표로 인정할 경우 가치평가오류가설과 부합하는 실증적 근거라고 할 수 있다. 또한 Rodes-Kropf et al. (2005)는 단기적으로 과대평가된 기업은

본질적 가치가 높은 기업을 인수함으로써 기업가치에 대한 시장에서의 비대칭 정보를 이용하여 기업가치를 극대할 수 있다고 주장하였다.

B. 경영진의 보수체계와 주가변동성

가치평가오류가설은 합병 이후 인수기업의 주가변동성에도 시사점을 제공하고 있다. 스톡옵션이 경영진의 투자결정에 미치는 영향에 대한 기존의 연구결과는 일반적으로 경영진이 스톡옵션을 보유한 기업은 다각화를 추구하지 않는다는 것이다. 이것은 기업의 주가변동성의 확대가 스톡옵션의 가치를 증가시키는 경향이 있기 때문이다. Agrawal and Mandelker (1987)는 스톡옵션을 보유한 경영진의 경우 기업의 다각화를 추구하지 않는다는 실증분석결과를 제시하였다. Datta et al. (2001)도 경영진이 스톡옵션을 보유한 기업은 기업합병 이후 주가변동성이 증가한다는 실증분석결과를 제시하였다.

그러나 이와 같은 분석결과는 스톡옵션을 보유한 경영진이 다각화를 추진하지 않는 것이 일반적인 경향이라 하더라도 과대평가된 기업의 경우에는 이윤극대화를 추구하기 위한 노력이 기업다각화로 이어질 소지가 있다는 점을 간과하고 있다. 이것은 경영진이 과대평가된 기업의 주식이 본질적인 가치에 비해 비싼 값에 거래된다는 점을 이용하여 주식교환을 통해 기업인수에 나서고 이 경우 가장 좋은 인수대상은 고평가되었을 가능성이 상대적으로 적은 비관련산업에 속하는 기업일 것이기 때문이다. Cai and Vijh (2007)는 경영진이 스톡옵션을 보유한 기업은 기업합병 이후 주가변동성이 오히려 하락하는 경향이 있다는 결과를 제시하였다. 따라서 가치평가오류가설에 따르면 기업합병이 기업의 주가변동성에 미치는 영향이 분명하지 않다는 것을 암시한다.

C. 국내연구

국내의 기업합병에 관한 연구는 주로 합병이 기업가치에 미치는 영향에 관한 비교분석을 위주로 이루어져 왔다. 강준구 등(2001)과 김희석, 조경식(2002) 등은 지배구조가 불완전할 경우 기업인수합병은 합병시너지보다는 대리인 문제의 결과일 수 있으며 이로 인해 비재벌 인수기업은 합병공시 이후 주가가 상승하는 반면 재벌기업의 타기업 인수는 기업가치 하락으로 이어진다고 주장하였다. 반면, 조지호, 전상경(2004)은 대주주나 경영진 등 내부투자자의 지분보다는 5% 이상 외부투자자 및 기관투자자의 지분이 상대적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 것을

발견하였다. 국내 연구로 합병기업의 가치에 관련된 지불수단의 선택과 관련된 연구는 정광선 (1990)이 유일하다. 이 연구는 합병기업의 가치와 관련된 사적정보를 누가 보유하고 있느냐에 따라 지불수단을 현금과 주식교환 중 선택함으로써 역선택의 문제를 해결할 수 있음을 보였다.

스톡옵션 보유와 경영진의 위험성향에 대한 국내연구들은 주로 스톡옵션을 부여받은 경영진이 위험을 추구한다는 가설을 뒷받침하는 것들이다. 원재환(2001)과 이경태, 이상철, 박애영(2005)은 각각 국내은행과 비금융업체를 대상으로 스톡옵션이 경영진의 위험회피 성향을 약화시켜 주가수익률의 변동성을 증가시킨다고 하였다. 김창수(2000)는 스톡옵션 부여는 주주와 경영자 사이의 대리인문제를 완화할 수 있으나, 주주와 채권자사이의 대리인문제를 악화시킬 수 있다고 주장하였다.

2.2 가설 설정

우리 논문에서는 역선택의 문제에도 불구하고 과대평가되었을 가능성이 있는 기업이 주식교환을 통한 인수합병을 실행할 수 있는 이유는 인수기업과 피인수기업 주주들 간의 인수합병의 합병시너지와 관련된 비대칭 정보 때문이다.[1] 인수기업의 경영진은 합병의 시너지를 정확히 알고 있는 반면 피인수기업의 주주들은 인수제안이 인수기업이 과대평가되었기 때문인지 합병시너지를 얻기 위함인지 확신할 수 없다. 이와 같은 시너지에 대한 불확실성은 주식교환을 통한 기업인수제안이 인수기업의 과대평가로부터 비롯되었을 수 있다는 의혹을 유발하게 된다. 따라서 과대평가되었을 가능성이 높은 기업의 인수제안은 향후 기업의 본질적 가치가 알려지게 되었을 경우에 대한 우려로 합병시너지에 대한 기대가 적고 주가상승도 위축되게 된다. 반면 과대평가되었을 가능성이 적은 기업은 합병시너지에 대한 기대감으로 더 높은 주가상승을 시현할 것으로 기대할 수 있다.

우리는 인수기업의 경영진이 보유한 스톡옵션의 가치를 기업가치의 과대평가여부를 판단할 수 있는 대리변수로 선택하였다. 이를 위하여 데이터를 경영진이 스톡옵션을 보유한 기업과 보유하지 않은 기업으로 나누고 특히 스톡옵션이 있는 기업들을 다시 스톡옵션이 내가격인 기업은 과대평가되었을 가능성이 높은 기업, 외가격인 기업은 과대평가되었을 가능성이 낮은 기업으로 분류였다. 본 연구는 가치평가 오류가설이 성립한다면 외가격 기업이 내가격 기업보다 유의적으로 높은 누적초과

1) 기업인수대가의 지불방법을 인수기업이 선택할 수 있는 경우 합병시너지가 있는 기업은 현금교부를 원할 것이므로 이와 같은 불확실성은 지불방법을 통한 신호효과로 제거될 수 있다. 그러나 국내에서는 여러 가지 규제로 인하여 합병교부금의 전략적 선택이 사실상 거의 불가능한 실정이다.

수익률을 시현할 것으로 기대한다. 이것은 과대평가되었을 것으로 기대되는 기업일수록 주식교환을 통한 인수합병시도가 기업이 과대평가되었을 가능성에 더 무게를 두는 반면 그렇지 않은 기업은 합병시너지에 대한 기대가 더 크게 작용하기 때문이다.

본 논문은 또한 기업합병 전후 주가변동성의 변화를 비교분석함으로써 가치평가오류가설을 검증하고자 한다. 가치평가오류가설은 경영진이 기업인수를 통해 과대평가된 주식을 상대적으로 과대평가되었을 가능성이 낮은 산업에 속한 기업의 주식과 교환함으로써 기업가치를 극대화하고자 할 것임을 시사한다. 만약, 과대평가의 정도가 산업별로 다르다면 이와 같은 주주가치극대화의 노력은 타산업으로의 진출을 통한 다각화 전략으로 보일 수 있고 주가변동성 또한 하락하게 될 것이다. 따라서 우리는 다각화 전략이 기업가치가 과대평가되었다는 신호효과를 유발하고 합병시너지에 대한 기대를 저해함으로써 합병 이후 주가변동성이 하락하는 기업일수록 공시전후의 누적초과수익률이 더 낮을 것으로 기대한다. 또한 상대적으로 기업가치가 과대평가되었을 가능성이 높은 내가격 기업의 주가변동성이 하락할 것으로 기대된다. 반면에 외가격 기업은 타기업 인수로 인한 불가피한 주가변동성의 변화 이외에는 주가의 변동성에 영향을 주지 않거나 오히려 증가할 것이다. 따라서 외가격 기업은 합병 후 주가변동성의 하락폭이 내가격 기업보다 작을 것으로 기대된다.

3. 표본구성 및 연구방법

3.1 표본

기업합병 공시자료는 금융감독원 전자공시시스템을 이용하였다. 재무자료 및 주가수익률은 한국신용평가정보(주)의 자료를 사용하였다. 2001년 1월부터 2007년 12월까지 기업합병을 공시한 합병기업(acquiring company) 중에서 재무자료와 주가수익률이 존재하지 않는 기업 및 중복공시 등을 제외하여, 최종적으로 334개의 기업합병 표본이 본 연구의 대상이 된다. <표 1>은 연도별 합병공시 건수를 합병기업의 소속시장, (비)계열사 합병여부, 합병기업 경영자의 스톡옵션 보유유무에 따라 분류하여 보여준다.

총 334건의 표본 중에서 333건이 흡수합병이며, 1건만 신설합병이다. 합병공시 건수는 최근년도에 들면서 그 수가 점점 증가하고 있다는 것을 알 수 있으며, 2007년

에는 84건을 기록하여 인수합병에 대한 최근의 고조된 관심을 잘 반영하고 있는 것으로 보인다. 특히 합병기업의 소속이 코스닥시장인 경우의 공시 건수가 크게 증가하여 2007년에는 65건을 기록하였으며 거래소시장의 19건을 훨씬 상회한다. 합병기업과 대상기업(target company)이 같은 계열사인 경우의 합병이 총 195건이며 비계열사인 경우는 139건이다. 합병기업의 경영자가 보유중인 스톡옵션은 임원들이 보유한 스톡옵션만을 의미하며, 그 상세내역은 금융감독원 전자공시시스템에서 제공되는 분기보고서, 반기보고서 및 사업보고서를 직접 확인하여 수집하였다. 합병기업의 경영자가 스톡옵션을 보유한 경우는 94건으로 미보유 경우의 240건보다 훨씬 작다.

<표 1> 연도별 합병공시 표본

2000년 1월부터 2007년 12월까지 합병을 공시한 334개 표본을 공시년도, 합병기업의 소속시장, (비)계열사 합병여부, 합병기업 경영자의 스톡옵션 보유유무에 따라 분류하여 보여준다.

공시년도	표본수	합병기업 소속시장		계열여부		합병기업경영자스톡옵션	
		거래소	코스닥	계열사	비계열사	보유	미보유
2000	18	12	6	11	7	7	11
2001	20	12	8	11	9	4	16
2002	18	13	5	12	6	7	11
2003	25	14	11	13	12	5	20
2004	43	23	20	25	18	5	38
2005	49	21	28	35	14	8	41
2006	77	27	50	41	36	30	47
2007	84	19	65	47	37	28	56
계	334	141	193	195	139	94	240

3.2. 주가수익률의 측정

합병공시에 따른 합병기업의 주가변화는 공시일 전후 기간동안의 누적비정상수익률(CAR)로 측정하며, 비정상수익률( )은 Fama-French 3요인 모형을 이용하여 아래와 같이 구한다.[2)]

2) Fama and French(1993)는 시장지수 이외에 기업규모와 장부가/시장가 비율도 기업들간의 주가수익률의 차이를 설명하는 중요한 변수라고 한다. 이 모형이외에 시장모형 또는 시장조정모형을 이용하여 측정한 CAR도 본 논문의 실증분석에서 유사한 결과를 보인다.

는 합병을 공시한 합병기업 의 일의 주가수익률이며, 는 종합주가지수의 일의 수익률이다. SMB_t는 모든 상장기업을 기업규모 기준으로 하위 1/3에 속하는 기업의 평균수익률에서 상위 1/3에 속하는 기업의 평균수익률을 차감하여 계산한다. HML_t은 장부가/시장가 비율 기준으로 상위 1/3에 속하는 기업의 평균수익률에서 하위 1/3에 속하는 기업의 평균수익률을 차감하여 계산한다. Fama-French 3요인 모형의 모수 추정값, $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$, $\hat{s}_i$, $\hat{h}_i$는 합병공시 전 100일부터 11일까지의 기간 [-100,-11]을 사용하여 추정하였다.

합병기업 의 공시일 전 일부터 공시일 후 일 동안의 은 을 누적하여 아래와 같이 계산한다.

3.3 합병 및 합병기업관련 주요변수의 기초통계량

<표 2>는 합병 및 합병기업관련 주요 특성변수들의 기초통계량을 보여준다. 먼저, 합병비율은 대상기업 주식 1주에 대하여 교부되는 합병기업의 주식수이다. 평균은 10주인데 중앙값은 1주로, 합병기업이 대상기업에 교부하는 주식수가 아주 많은 소수의 기업들이 존재한다는 것을 의미한다. 실제로 대상기업 주식 1주에 대하여 교부되는 합병회사 주식수가 1,008주인 기업도 있었다.

경영자 보유 스톡옵션과 주식은 합병기업의 임원들이 합병직전에 보유하고 있는 스톡옵션과 주식의 가치로, 스톡옵션의 가치는 블랙-숄즈 옵션가격모형을 사용하여 추정하였다. 경영자 보유 스톡옵션과 주식의 가치의 평균은 각각 37.4억원과 346.4억원이다. 주가변동에 대한 경영자가 보유한 이들 스톡옵션과 주식의 가치의 민감도를 나타내는 델타의 값은 옵션델타와 주식델타의 합으로 계산하며, 그 평균은 3.6억원이다. 구체적으로, 옵션(주식)델타는 주가 1% 변동에 대한 옵션(주식) 1주의 가치 변동분에 보유 옵션(주식)수를 곱하여 금액기준으로 산정된다.[3)]

기업규모 합병공시 직전년도 말 보통주의 시가총액이며, 평균은 4,768.1억원이며 중앙값은 341.4억원으로 기업규모에 있어서 편차가 심하다는 것을 말해준다. 시장가/장부가

3) 본 논문에서는 블랙-숄즈 옵션가격모형에서 필요한 주가는 합병공시 전 100일부터 11일까지[-100,-11] 기간의 평균주가를 사용하였으며, 이는 향후 논의될 주가변동성 추정구간 및 비정상 주가수익률의 모수 추정구간과 동일기간이다. 무위험수익률은 통안채 364일물의 수익률을 사용한다. 한편 경영자 보유 스톡옵션과 주식의 베가의 값은 향후 실증분석에서 유의하지 않아 보고하지 않는다.

비율은 자기자본의 시장가치를 장부가치로 나누어 계산한다. 전체표본에 있어서 평균은 3.21로 아주 높으나 중앙값은 1.07이다. 잉여현금흐름/총자산은 세후영업이익에서 운전자본투자, 유형자산투자, 기타투자를 차감하여 계산한 잉여현금흐름을 총자산으로 나누어서 계산한다. 전체표본에 있어서 평균은 0.009%이며, 중앙값은 0.007%이다. 대주주지분율은 합병공시 직전 최대주주 1인 및 특수관계인 지분율의 합계이며, 평균은 34.72%로 중앙값 33.7%와 비슷하다.

<표 2> 합병 및 합병기업관련 주요변수의 기초통계량

합병비율은 대상기업 주식 1주에 대하여 교부되는 합병회사 주식수이다. 경영자 보유 스톡옵션과 주식은 합병기업의 경영자가 합병직전 보유하고 있는 스톡옵션과 주식의 가치로, 스톡옵션의 가치는 블랙-숄즈 옵션가격모형을 사용하여 추정하였다. 경영자 보유 스톡옵션과 주식의 델타는 주가에 대한 경영자 부의 민감도를 나타내며 옵션델타와 주식델타의 합으로 계산된다. 옵션(주식)델타는 주가 1% 변동에 대한 옵션(주식) 1주의 가치 변동분에 보유 옵션(주식)수를 곱하여 금액기준으로 산정된다. 기업규모, 시장가/장부가 비율, 잉여현금흐름/총자산, 대주주지분율은 각각 합병기업의 합병직전 보통주의 시장가격, 자기자본의 시장가와 장부가의 비율, 잉여현금흐름/총자산, 최대주주 1인 및 특수관계인 지분율의 합계를 나타낸다.

주요변수	표본수	평균	중앙값
합병비율(주)	334	10.44	1.00
경영자 보유 스톡옵션(억원)	94	37.4	7.4
경영자 보유 주식(억원)	334	346.4	39.0
경영자 보유 스톡옵션과 주식(억원)	334	356.9	44.9
경영자 보유 스톡옵션과 주식의 델타(억원)	334	3.60	0.46
기업규모(억원)	334	4,768.1	341.4
시장가/장부가 비율	334	3.21	1.07
잉여현금흐름/총자산(%)	334	0.009	0.007
대주주지분율(%)	334	34.72	33.70

4. 주가변동성 및 CAR 측정

4.1 주가변동성 측정

<표 3>은 합병공시 전 100일부터 11일까지 기간[-100,-11]과 합병종료 후 11일부터 100일까지 기간[11,100]동안 합병기업의 주가수익률의 변동성을 측정하여 보여준다. 합병공시일부터 합병종료일까지는 평균 82.6일이 걸리며, 최소는 14일이고 최대

는 510일이다. 주가변동성은 일별 주가수익률의 표준편차에 $\sqrt{240}$ 을 곱하여 연단위로 환산한 변동성이다. 합병기업의 경영자가 스톡옵션을 보유하고 있는 경우에 그 스톡옵션이 ITM(내가격) 또는 OTM(외가격)인지에 따라 추가로 분류하여 보여준다.[4)]

전체표본의 경우 합병공시전 주가변동성의 평균은 67.59%이며 합병종료후 주가변동성은 63.42%로, 합병기업의 주가변동성이 합병후에 4.17% 포인트(t-값: -3.02) 하락했다는 것을 알 수 있다. 이와 같은 합병 후 주가변동성의 하락은 합병시너지 또는 기타 유인이 충분히 크지 않는 한 합병기업의 주주의 부에 부정적인 영향을 줄 수 있다는 것을 암시한다.

비계열사간의 합병인 경우 계열사간의 합병보다는 주가변동성이 상대적으로 더 줄어들어 합병으로 인한 위험분산효과가 더 크다는 것을 보여준다. 이는 계열사간의 합병은 이미 합병회사가 대상회사의 지분을 전부 또는 많이 보유하고 있기 때문에 합병회사의 주가에 이들 계열회사의 영업성과가 합병 이전부터 반영되어 있기 때문인 것으로 사료된다.

경영진이 스톡옵션을 보유하고 있는 경우는 합병 후 위험분산효과가 크지 않지만, 스톡옵션을 보유하고 있는 경우에는 변동성이 5.17% 포인트(t-값: -3.05) 하락함을 알 수 있다. 이와 같은 결과는 일반적으로 스톡옵션을 보유한 경영진이 그렇지 않은 경영진에 비하여 주가변동성을 더 선호한다는 기존의 결과와 일치하는 것이다. 스톡옵션을 보유한 기업들 중에서는 스톡옵션이 ITM인 경우 변동성 3.09% 포인트 하락하며, OTM의 경우는 심지어 0.14% 포인트 증가하는 것으로 나타났으나 모두 유의하지는 않다. 이것은 기업가치오류가설에 따르면 ITM의 경영진이 다각화에 대한 유인을 일부 가지고 있다고 하더라도 합병 또는 합병으로 뒤따르는 투자활동이 자신이 보유한 옵션가치의 증가를 위해 주가변동성을 상대적으로 높이려는 경영활동으로 이어질 수 있으므로, 합병으로 인한 본래의 위험분산효과가 부분적으로 상쇄된 것으로 추론된다. 또한 옵션이 ITM인 경우에 비하여 OTM인 경우에는 경영자들의 위험추구 성향이 더 크기 때문에 위험분산효과가 상대적으로 작은 것으로 보인다.

<표 3> 합병기업의 합병전후 주가변동성의 변화

주가변동성의 변화는 합병기업의 합병종료 후 11일부터 100일까지 기간[11,100]의 주가수익률의 변동성에서 합병공시 전 100일부터 공시 전 11일까지 기간[-100,-11]의 주가수익률의 변동성을 차감

4) 합병기업의 경영자들이 보유한 스톡옵션의 행사가격이 상이한 경우는 ITM 또는 OTM의 구분을 위해 경영자별 보유 스톡옵션의 수로 가중평균한 행사가격을 사용하였다.

하여 계산한다. 특히, 합병공시 시점과 합병종료 시점이 다르다는 데 주목할 필요가 있다. 합병기업의 경영자가 스톡옵션을 보유하고 있는 경우에 그 스톡옵션이 ITM 또는 OTM인지에 따라 추가로 분류하여 보여준다.

주가변동성(%)	전체표본	계열여부		합병기업 경영자스톡옵션			
		계열사	비계열사	보유			미보유
				계	ITM	OTM	
합병공시전[-100,-11]	67.59	63.69	73.06	63.00	65.53	59.99	69.39
합병종료후[11,100]	63.42	60.13	68.04	61.39	62.44	60.13	64.22
변화(% point)	-4.17***	-3.56**	-5.02**	-1.61	-3.09	0.14	-5.17***
(*t*-값)	(-3.02)	(-1.99)	(-2.31)	(-0.70)	(-0.96)	(0.04)	(-3.05)

4.2. CAR 측정

<표 4>는 합병공시 전후 및 합병종료 후 기간에 대하여 Fama-French 모형을 사용하여 추정한 CAR을 보여준다. 먼저 FF_CAR[-1,1]과 FF_CAR[-10,10]은 각각 공시 전후 3일간과 21일간 동안의 누적비정상수익률이며, 전체표본에서 5.23%(*t*-값:7.91)과 8.83%(*t*-값:5.29)로 모두 1% 수준에서 유의하다. 이는 합병공시가 시장투자자들에게 긍정적으로 받아들여져서 공시전후 합병기업의 가치를 증가시킨다는 것을 보여준다. 비계열사의 경우에 FF_CAR[-1,1]과 FF_CAR[-10,10]은 각각 8.00%와 6.51%로 계열사의 경우 3.25%와 4.74%보다 2배 이상 크므로 비계열사간의 합병이 더 긍정적 반응을 불러온다는 것을 알 수 있다. 이는 비계열사일수록 정보의 비대칭성이 크기 때문에 합병기업 가치가 과대평가되었을 것이라는 부정적인 면에 대해서 상대적으로 덜 민감하기 때문인 것으로 추론된다.

경영자 스톡옵션 보유유무에 관계없이 CAR은 모두 유의적으로 증가하였으며, 그 차이는 유의하지 않아 보인다. 그러나 경영자가 보유한 스톡옵션이 OTM인 경우에는 각각 7.29%와 16.16%로 주가반응이 훨씬 긍정적이다. 이는 한편으로 OTM의 경우는 ITM 비하여 합병기업의 주가가 과대평가되어 있지 않을 확률이 크기 때문에 합병시너지의 긍정적인 효과가 상대적으로 부각된 것으로 보인다. 다른 한편으로는, 역시 경영자의 위험추구 성향으로 인하여 합병으로 인한 위험분산효과가 작을 것으로 예상되어 주가반응이 더욱 긍정적인 것으로 나타났다고 볼 수도 있으며, <표 3>에서 OTM의 경우 합병종료 후 주가변동성이 떨어지지 않는다는 점과 일관성이 있는 것으로 사료된다.

한편, FF_CAR[11,100]은 합병종료 후 90일 동안의 누적비정상수익률이며, 전체표본에서 -17.10%(*t*-값:-4.82)로 1% 수준에서 유의하다. 이와 같은 합병기업 주가의 유의적인 하락은 IPO, 주식발행, 전환사채발행 등 기업재무의 다른 재무의사결정에

서도 많이 발견된다. 즉 합병공시 당시에 합병기업의 가치가 과대평가되어 있는 것으로 추론해 볼 수 있다.

계열사의 경우 -9.59%에 비하여 비계열사의 경우 -27.62%로 CAR의 하락이 훨씬 심하다는 것을 알 수 있다. 이는 합병기업이 큰 지분을 보유한 계열회사인 대상기업을 합병하기로 결정하는 경우에는 과대평가된 합병기업의 가치를 이용할 유인이 상대적으로 작기 때문인 것으로 사료된다. 경영자가 스톡옵션을 보유하지 않은 경우와 보유하더라도 그 옵션이 ITM인 상태에 있는 경우는 각각 -20.36%와 -21.27%로 크게 떨어지지만, 스톡옵션이 OTM인 경우에는 6.09% 상승한다는 것을 보여준다. 이는 스톡옵션이 ITM인 상태의 기업과는 달리 주가가 저평가되어 있지 않으며, 스톡옵션을 행사하기 까지 걸리는 시간도 ITM의 경우에서 보다 오래 걸리므로, 과대평가된 합병기업의 가치를 이용할 유인이 없을 수 있기 때문으로 추론된다.

전체적으로 볼 때, 합병공시 전후의 긍정적인 주가반응에도 불구하고, 합병종료 후의 주가하락은 합병기업이 과대평가된 가치를 부분적으로 이용하려한 것으로 보이나, 계열사간의 합병인지 그리고 경영자 스톡옵션이 ITM 또는 OTM 상태인지에 따라 합병기업 가치의 과대평가 정도가 시장에서 다소 다르게 비쳐질 수 있다는 것으로 해석할 수 있다.

<표 4> 합병공시 전후 및 합병종료 후 CAR

CAR은 Fama-French 3요인 모형을 사용하여 계산하였으며, 모형의 추정기간은 합병공시 전 100일부터 공시 전 11일까지 기간[-100,-11]이다. FF_CAR[-1,1]과 FF_CAR[-10,10]은 합병공시 전후, FF_CAR[11,100]은 합병종료 후의 CAR의 평균이다. 특히, 합병공시 시점과 합병종료 시점이 다르다는 데 주목할 필요가 있다. *, **, ***은 CAR의 값이 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

CAR(%)		전체표본	계열여부		합병기업 경영자스톡옵션			
			계열사	비계열사	보유			미보유
					계	ITM	OTM	
합병 공시전후	FF_CAR[-1,1]	5.23***	3.25***	8.00***	4.57***	2.28	7.29***	5.49***
	(*t*-값)	(7.91)	(4.74)	(6.51)	(3.79)	(1.45)	(4.07)	(6.94)
	FF_CAR[-10,10]	8.83***	5.27***	13.84***	8.75***	2.50	16.16***	8.87***
	(*t*-값)	(5.29)	(2.83)	(4.60)	(2.99)	(0.65)	(3.81)	(4.38)
합병 종료후	FF_CAR[11,100]	-17.10***	-9.59**	-27.62***	-8.76	-21.27***	6.09	-20.36***
	(*t*-값)	(-4.82)	(-2.28)	(-4.56)	(-1.54)	(-2.72)	(0.78)	(-4.63)

5. CAR의 횡단면 회귀분석 결과

<표 5>는 CAR의 횡단면 회귀분석을 위한 주요변수들의 상관계수를 보여준다. 독립변수로 사용될 주요변수들은 주가변동성의 변화, 경영자 보유 스톡옵션과 주식의 실제가치의 로그값, 기업규모의 로그값, 계열사 더미, 대주주지분율, OTM 더미이다.

계열사 더미는 합병기업과 대상기업이 서로 계열사인 경우에 1, 비계열사인 경우에 0인 더미변수이다. OTM 더미는 경영자가 보유한 스톡옵션이 OTM인 경우에 1, ITM인 경우에 0을 나타내는 더미변수이다. 기업규모와 경영자 보유 스톡옵션과 주식 및 계열사 더미변수와의 상관계수가 각각 0.301과 0.246으로 다소 크다. 이는 규모가 큰 기업일수록 계열사를 많이 가지고 있으며, 또한 경영자가 보유중인 스톡옵션과 주식의 가치가 크기 때문인 것으로 사료된다. 경영자 보유 스톡옵션과 주식의 가치 대신에 <표 2>에서 보여준 이들의 델타값을 사용하여도 변수들의 상관계수는 매우 유사하였다. 이는 경영자가 보유한 스톡옵션과 주식이 많을수록 주가변화에 대한 경영자의 이들 재산의 변동분도 절대금액 기준으로 크기 때문이다.

<표 5> 회귀분석에서 사용될 주요변수들간의 상관계수

경영자 보유 스톡옵션과 주식은 경영자 보유 스톡옵션과 주식의 실제가치의 로그값, 기업규모는 보통주 시장가치의 로그값을 사용한다. 계열사 더미는 합병기업과 대상기업이 계열사인 경우에 1, 비계열사인 경우에 0인 더미변수이다. OTM 더미는 경영자 보유 스톡옵션이 OTM인 경우에 1, ITM인 경우에 0을 나타내는 더미변수이다.

주요변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
주가변동성 변화 (1)	1.000							
경영자 보유 스톡옵션과 주식 (2)	-0.034	1.000						
기업규모 (3)	0.031	0.301	1.000					
계열사 더미 (4)	0.028	0.036	0.246	1.000				
시장가/장부가 비율 (5)	-0.065	0.007	0.117	-0.036	1.000			
대주주지분율 (6)	0.036	-0.030	0.084	0.127	-0.114	1.000		
OTM 더미 (7)	0.066	0.137	0.177	0.016	0.059	-0.005	1.000	
잉여현금흐름/총자산 (8)	0.102	-0.113	-0.075	-0.092	0.015	-0.004	0.025	1.000

<표 6>은 합병기업의 주요 특성변수들에 대한 CAR의 회귀분석 결과를 보여준다. 종속변수는 이전 장에서 계산한 합병공시 전후의 FF_CAR[-1,1]과 FF_CAR[-10,10] 그리고 합병종료후의 FF_CAR[-10,10]이다. 독립변수는 주가변동성의 변화, 경영자 보유 스톡옵션과 주식의 가치의 로그값, 이들 스톡옵션과 주식의 델타의 로그값, 기업규모의 로그값, 계열사 더미, 대주주지분율, OTM 더미이다. 모

형 1에서는 독립변수에 경영자 보유 스톡옵션과 주식의 가치의 로그값을 사용하며, 모형 2에서는 대신에 경영자 보유 스톡옵션과 주식가치의 델타값을 사용한다.

먼저, 주가변동성 변화의 회귀계수는 모두 양(+)수이며, 종속변수에 관계없이 모두 유의하다. 즉 합병종료 후 주가변동성의 하락폭이 작을수록 주가반응이 더 긍정적이라는 것을 의미한다. 이것은 첫째로는 합병으로 인한 위험감소가 주주의 부에 부정적인 영향을 미치므로 다각화 그 자체만으로는 합병의 좋은 이유가 되지 않는다는 가설을 지지한다. 그러나 또 한편으로는 다각화가 기업가치가 과대평가되었을 수 있다는 신호를 유발함으로써 합병시너지에 대한 기대가 감소한 것으로도 해석이 가능하다.

경영자 보유 스톡옵션과 주식의 회귀계수 모두 음(-)수이나, 합병공시 전후의 CAR에 대하여서만 유의하다. 즉 합병기업의 경영자가 합병공시 이전에 스톡옵션과 주식을 많이 보유하고 있을수록 합병으로 기대되는 효과가 시너지를 증가시키기 보다는, 과대평가 되어있는 자신의 부의 가치를 이용하려 한다는 측면을 보여주기 때문이라고 추론된다. 경영자 보유 스톡옵션과 주식의 델타도 모두 음(-)수로 유사하게 유의하다. 이들 두 변수의 회귀계수가 유사한 이유는 경영자가 보유한 스톡옵션과 주식의 가치가 주가변화에 대한 경영자의 이들 재산의 변동분과 밀접한 상관관계가 있기 때문으로 보인다.

기업규모의 회귀계수는 합병공시의 경우에는 모두 음(-)수로 유의하나, 합병종료후에는 모두 양(+)수로 유의하다. 즉 기업규모가 작을(클)수록 합병공시 무렵에는 더 많이(작게) 오르고 합병종료후에 더 많이(작게) 하락한다는 것을 의미한다. 이는 기업규모가 작을수록 정보의 비대칭성이 상대적으로 크기 때문에 과대평가에 대한 과잉반응이 크다는 것을 보여준다. 계열사 더미의 회귀계수도 부호와 유의성에 있어서 기업규모의 회귀계수의 경우와 유사하다. 이는 대규모 기업일수록 계열사간의 합병이 많기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

시장가/장부가 비율의 회귀계수는 합병공시 CAR의 경우에 모두 양(+)수로 5% 수준에서 유의하다. 이는 합병기업의 성장성이 높을수록 합병으로 인한 효과에 대해 시장에서 더 긍정적으로 반영하기 때문인 것으로 사료된다. 대주주지분율의 회귀계수는 합병종료후 CAR의 경우에 음(-)수로 10% 수준에서 유의하다. 이는 합병기업의 대주주지분율이 높을수록 과대평가 된 기업의 가치를 이용할 유인이 더욱 클 수 있기 때문에 합병종료후에는 CAR이 더 많이 하락한 것으로 보인다.

OTM더미는 합병공시무렵 및 합병종료후에 모두 양(+)수로 유의하다. 이는 마찬가지로 합병기업의 경영자가 보유한 옵션의 가치가 OTM인 경우에 기업가치가 덜 과대평가되어 있으므로 합병종료후에도 CAR이 거의 하락하지 않으며, <표 4>와

일관성을 보인다. 잉여현금흐름/총자산의 회귀계수는 유의하지 않다. 이는 국내에서의 합병은 지불수단이 모두 주식으로 이루어지므로 잉여현금흐름이 많을수록 공시효과가 크다는 가설과는 부합하지 않기 때문이다.

<표 6> CAR의 회귀분석 결과

종속변수는 합병공시 전후의 FF_CAR[-1,1]과 FF_CAR[-10,10]이며, 합병종료후의 FF_CAR[-10,10]이다. CAR은 Fama-French 모형을 사용하여 계산하였다. 주가변동성의 변화는 합병기업의 합병종료 후 11일부터 100일까지[11,100] 주가수익률의 변동성에서 합병공시 전 100일부터 공시 전 11일까지[-100,-11] 주가수익률의 변동성을 차감하여 계산한다. 경영자 보유 스톡옵션과 주식은 실제가치의 로그값이다. 스톡옵션과 주식의 델타는 주가에 대한 경영자 부의 민감도를 나타내며 옵션델타와 주식델타의 합의 로그값이다. 기업규모는 보통주 시장가치의 로그값이다. 계열사 더미는 합병기업과 대상기업이 계열사인 경우에 1, 비계열사인 경우에 0인 더미변수이다. 대주주지분율은 합병기업의 최대주주 1인 및 특수관계인 지분율을 포함한다. OTM 더미는 경영자 보유 스톡옵션이 OTM(외가격)인 경우에 1, ITM(내가격)인 경우에 0을 나타내는 더미변수이다. *, **, ***은 회귀계수의 값이 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 나타낸다.

변수	FF_CAR[-1,1]		FF_CAR[-10,10]		FF_CAR[11,100]	
	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2	모형 1	모형 2
절편	32.82***	31.870***	80.94***	79.294***	-110.1**	-111.2**
(*t*-값)	(3.45)	(3.33)	(3.38)	(3.29)	(-2.13)	(-2.14)
주가변동성 변화	0.044*	0.043*	0.246***	0.246***	0.435***	0.434***
(*t*-값)	(1.72)	(1.71)	(3.86)	(3.86)	(3.16)	(3.15)
경영자 보유 스톡옵션과 주식	-0.224**		-0.372*		-0.248	
(*t*-값)	(-2.51)		(-1.65)		(-0.51)	
스톡옵션과 주식의 델타		-0.272**		-0.458*		-0.308
(*t*-값)		(-2.45)		(-1.64)		(-0.51)
기업규모	-0.857**	-0.824**	-2.538**	-2.477**	4.135*	4.178*
(*t*-값)	(-2.09)	(-1.99)	(-2.46)	(-2.38)	(1.86)	(1.86)
계열사 더미	-3.651***	-3.658***	-6.031*	-6.046*	16.176**	16.165**
(*t*-값)	(-2.73)	(-2.74)	(-1.79)	(-1.80)	(2.23)	(2.23)
시장가/장부가 비율	0.180**	0.179**	0.440**	0.439**	-0.168	-0.168
(*t*-값)	(2.33)	(2.32)	(2.26)	(2.26)	(-0.40)	(-0.40)
대주주지분율	-0.025	-0.025	-0.019	-0.019	-0.410*	-0.410*
(*t*-값)	(-0.64)	(-0.64)	(-0.20)	(-0.19)	(-1.93)	(-1.93)
OTM 더미	3.369*	3.356*	9.995**	9.984**	20.946**	20.942**
(*t*-값)	(1.75)	(1.74)	(2.06)	(2.06)	(2.00)	(2.00)
잉여현금흐름/총자산	1.013	0.010	2.275	0.023	6.025	0.060
(*t*-값)	(1.09)	(1.10)	(0.97)	(0.98)	(1.19)	(1.20)
Adj-R^2	0.091	0.090	0.096	0.096	0.068	0.068
표본수	334	334	334	334	334	334

6. 결론

본 연구는 주식시장의 가치평가오류가 기업의 인수합병시장에 미치는 영향을 주주가치와 주가변동성의 변화와 이 두 변수의 상호 연관성에 기초하여 고찰하였다. 경영진의 스톡옵션이 외가격인 기업은 내가격인 기업에 비하여 현저히 높은 비정상누적초과수익률을 시현하였다. 그리고 외가격 기업은 합병 이후 주가변동성에 변함이 없는 반면 내가격 기업은 주가변동성이 현저히 하락하는 현상을 보였다. 또한 이러한 주가변동성의 하락은 합병으로 인한 기업가치 상승에 부정적인 영향을 미치는 것으로 드러났다.

이와 같은 분석 결과는 과대평가된 기업이 주식교환을 통해 과대평가되지 않은 타기업을 인수함으로써 기업가치를 극대화하고자 한다는 가치평가오류가설과 부합되는 것이다. 또한 과대평가된 산업에 속한 기업일수록 그렇지 않은 산업으로의 진출을 모색하는 것이 기업가치를 극대화하는 전략이 될 수 있다. 따라서 인수기업의 주가변동성이 하락할수록 합병시너지에 대한 기대보다는 인수기업의 과대평가에 대한 우려가 증가하게 되고 주가변동성의 하락은 기업가치에 대한 부정적인 시장의 반응을 동반하게 된다. 이것은 주가변동성의 하락이 주로 경영진과 주주가치의 이해상충으로부터 초래되며 경영진에게는 보험의 효과를 제공하며 따라서 기업가치의 극대화에 역행하는 것으로 이해되었던 기존의 연구와는 달리 기업의 가치를 극대화하기 위한 노력으로 해석될 수 있다는 것을 보여 준다.

<참 고 문 헌>

강준구, 김진모, 배기홍, “기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구”, 재무연구(2001), 제14권 제2호, pp. 49-88.

김위생, 서점식, “증권시장개방과 M&A 공시효과”, 재무연구(2000), 제13권 제2호, pp. 245-275.

김창수, “스톡옵션제도 도입 기업의 특성”, 재무연구, 제13권 제2호(2000), pp. 135-179.

김희석, 조경식, “합병관련기업 주주부 변화의 결정요인”, 재무관리연구, 제19권 제2

호(2002). pp. 77-109.

변진호, 안소림, “합병 인수기업의 규모효과에 관한 연구”, 재무연구, 제20권 제2호 (2007). pp. 37-67.

송영균, 주상룡, “한국에서의 기업합병의 성과에 관한 연구 - Cashflow 분석을 중심으로 -”, 증권학회지 제20집(1997), pp. 71-103.

원재환, “스톡옵션제도의 공시효과와 위험에 관한 연구: 일반은행을 중심으로”, 증권학회지, 제28호(2001), pp. 579-623.

이경태, 이상철, 박애영, “경영자에 대한 스톡옵션 보상이 주가변동성에 미치는 영향”, 경영학연구, 제34권 1호(2005), pp. 55-84.

장봉규, 정두식, “증권거래법 개정과 합병공시효과”, 재무관리연구(2004), 제 21권 제 1호, pp. 59-86.

정광선, “기업합병·공개매수와 게임이론 : 매수가격과 지불수단의 결정에 관한 이론연구의 서베이”, 재무연구(1990), 제3호, pp. 1-43.

정진호, 하종배, “공개매수가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 재무관리연구 (2006), 제23권 제1호, pp. 1-47.

조지호, 전상경, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향”, 재무관리연구 (2004) 제21권 제2호, pp. 1-25.

Agrawal, Anup and Gershon N. Mandelker, “Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions”, *Journal of Finance* Vol. 42(1987), pp. 823-837.

Cai, Jie and Anand M. Vijh, “Incentive Effects of Stock and Option Holdings of Target and Acquirer CEOs”, *Journal of Finance* Vol. 62(2007), pp. 1891-1933.

Datta, Supid, Mai Iskandra-Datta, and Kartic Raman, “Executive Compensation and Corporate Acquisition Decisions”, *Journal of Finance* Vol. 56(2001), pp. 2299-2336.

Defusco, R., R. Johnson, and T. Zorn, “The effect of executive stock option plans on stockholders and bondholders”, *Journal of Finance* Vol. 45(1990), pp. 617-627.

Dong, Ming, David Hershleifer, Scott Richardson, and Siew Hong Teoh, “Does Investor Misvaluation Drive the Takeover Market?”, *Journal of Finance*

Vol. 61(2006), pp. 725-762.

Hansen, Robert G., "A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquistions", *Journal of Business* Vol. 60(1987), pp. 75-95.

Heaton J. B., "Managerial Optimism and Corporate Finance", *Financial Management* Vol. 31(2002), pp. 33-45.

Hietala, Pekka, Steven N. Kaplan and David T. Robinson, "What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies", *Financial Management* Vol. 32(2003), pp. 5-31.

John, K. and T. John, "Top-management compensation and capital structure, *Journal of Finance* Vol. 48(1993), pp. 949-974.

Martin, Kenneth J., "The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities, and Management Ownership", *Journal of Finance* Vol. 51(1996), pp. 1227-1246.

Rodes-Kropf, Matthew and David T. Robinson and S. Viswanathan, "Valatution Waves and Merger Activitiy: The Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics* Vol. 77(2005), pp. 561-603.

Rodes-Kropf, Matthew and S. Viswanathan, "Market Valuation and Merger Waves", *Journal of Finance* Vol. 59(2004), pp. 2685-2718.

Schlingermann, Frederick P., "Financing Decisions and Bidder Gains", *Journal of Corporate Finance* Vol. 10(2004), pp. 683-701.

Shleifer, Andrei and Robert W. Vishny, "Stock Market Driven Acquisitions", *Journal of Financial Economics* Vol. 70(2003), pp. 295-311.