

The Corporate Governance Role of Media: Evidence from Business Groups (Chaebol) in Korea

미디어의 거버넌스 역할: 한국의 재벌기업 중심으로

Jinhee Kim¹

김진희¹

¹ Assistant Professor, College of Business Administration, Hongik University, Republic of Korea,
jh_kim@hongik.ac.kr

Abstract: This paper investigates the relationship between news coverage and investment decisions of firms belonging to Korean business groups (chaebols). For the empirical analyses, the paper focuses on acquisition attempts made by firms affiliated with the top 30 chaebols. In particular, this paper examines whether pre-acquisition media attention on acquirers, their parents, and their ultimate parents can be related to a manager's decision to complete or abandon proposed acquisitions. To test the media's monitoring role on business groups, this research further divides acquisition attempts into two types: those proposed by affiliated firms and those proposed by non-affiliated firms. To differentiate affiliated and non-affiliated firms for the empirical analysis, this paper constructs Top 30 dummy using the list of chaebols designated by the Korean Fair Trade Commission (KFTC). This research presents the evidence that an increase in the pre-acquisition news coverage of firms affiliated with the top 30 largest chaebols is associated with a higher abandonment probability if the proposed deals have negative stock market returns at their announcement. This result suggests that the media can function as an effective governance mechanism for business groups where agency costs are expected to be high due to a concentrated ownership structure. In other words, the media can play an external monitoring role for Korean business groups.

Keywords: Governance, Ownership Structure, Mergers & Acquisition, Media

요약: 이 연구는 뉴스 보도와 한국 재벌그룹에 속한 기업들의 투자 의사 결정의 관계에 대해 연구했다. 실증분석을 위해 한국의 30대 재벌그룹의 계열사들이 시도한 인수합병 케이스를 조사했다. 인수합병 시도 이전에 다루어진 인수자, 인수자의 모회사(parents)·최종 모회사(ultimate parents)에 관련된 뉴스 보도가 인수자의 인수합병 완료 의사결정에 영향을 미치는지 살펴보았다. 미디어의 모니터링 역할을 분석하기 위해 인수합병 시도를 30대 재벌 계열사가 시도한 인수합병과 30대 재벌 비계열사가 시도한 인수합병 두 가지로 나눠 살펴보았다. 30대 재벌 계열사와 비계열사를 분류하기 위해 Top 30 더미변수를 활용하였고, 더미변수 설정을 위해 공정거래위원회(KFTC)가 발표한 대기업집단 지정결과 리스트를 활용하였다. 실증분석 결과 인수합병 공시 시점 주가가 하락한 인수합병 시도의 경우 인수합병 시도 이전 30 재벌 계열사들에 관한 뉴스 보도 증가는 인수합병 시도 포기확률 증가로 이어졌다. 이러한 결과는 대리인 비용이 높은 재벌 그룹에 대해 미디어가 효과적인 거버넌스 역할을 수행할 수 있음을 암시한다. 즉, 한국 재벌 그룹에 대한 미디어의 외부

Received: April 03, 2023; 1st Review Result: May 11, 2023; 2nd Review Result: June 16, 2023
Accepted: July 25, 2023

모니터링 역할을 기대할 수 있다.

핵심어: 거버넌스, 지배구조, 인수합병, 미디어

1. 서론

최근 재무 분야 문헌들에서 미디어의 거버넌스 역할에 대해 주목하고 있다. 미디어가 효과적인 외부 거버넌스 메커니즘으로서 경영진과 주주들 간의 이해관계를 일치시키는 데 일조할 수 있다고 주장하고 있다. 따라서, 대리인 비용이 높을 것으로 기대되는 상황에서의 미디어의 거버넌스 역할을 연구하는 것은 흥미로운 주제가 될 것이다. 비즈니스 그룹의 지배구조가 기업가치를 하락시킨다는 기존 문헌들을 참고했을 때 비즈니스 그룹은 대리인 비용이 높은 상황에서의 미디어의 거버넌스 역할을 연구하기 좋은 케이스이다. 그러므로 이 연구는 비즈니스 그룹의 미디어 노출이 그들의 투자 의사 결정에 어떠한 영향을 미치는지 조사했다. 실증분석을 위해, 기업의 투자 의사 결정 중 인수합병 시도를 살펴보고, 그중에서도 인수합병 시도 공시 시 주가가 하락한 경우에 집중하였다. 인수합병 시도 발표에 주식시장이 부정적으로 반응했다는 것은 주주와 경영진 간의 이해 상충 상황을 보여주고 있기 때문이다. 이와 더불어 뉴스 보도의 경우 인수합병을 시도한 기업뿐만 아니라 기업의 모회사 및 최종 모회사에 대한 뉴스 보도도 함께 고려했다. 왜냐하면, 모회사와 최종 모회사 모두 기업의 최종적인 투자 의사 결정에 영향을 미치기 때문이다.

미디어의 거버넌스 역할에 대한 재무 연구는 미디어가 전파한 정보가 경영진에 대한 평판에 영향을 미칠 수 있고, 이는 곧 경영진의 미래 커리어에 영향을 미칠 수 있다는 사실에 기반한다. Dyck et al.(2008)은 미디어와 매니저의 평판 비용에 관한 모델을 제시했다[1]. 미디어가 기업 의사결정에 영향을 미친다는 기존 문헌 결과를 참고하여[1-3], 이 연구는 미디어가 대리인 비용이 높은 비즈니스 그룹에 대해서도 거버넌스 역할을 효과적으로 수행할 수 있는지 살펴보았다. 비즈니스 그룹은 서로 독립적인 기업들로 구성되어 있으며, 서로 다른 산업의 비즈니스를 운영하고 있지만 공동 소유구조로 묶여있다[4]. 외부 거버넌스 메커니즘이 적절하게 작동한다면 비즈니스 그룹의 집중된 소유구조는 효과적인 모니터링 역할을 수행할 수 있다. 그러나 외부 거버넌스 메커니즘이 약한 환경에서는 가족경영으로 이루어진 비즈니스 그룹의 경우 주주들과의 이해 상충 문제가 발생하기 쉽다[5]. 따라서 본 연구는 비즈니스 그룹에 대한 약한 법적·제도적 거버넌스 메커니즘을 미디어가 보완할 수 있는지 조사했다.

비즈니스 그룹에 대한 미디어의 거버넌스 역할을 연구하기 위해 한국 데이터를 활용했다. Almedia et al.(2011)에서 언급했듯이 한국 데이터를 활용하면 한국 재벌의 소유구조에 대한 상세한 정보를 얻을 수 있다는 이점이 있다[6]. 게다가 2013년 기준 10대 한국 재벌들은 한국 GDP의 84%를 차지했다. 그러므로 한국 재벌 데이터를 활용한 연구 결과는 중요한 경제적 효과를 함축하고 있다는 데 의의가 있다. 마지막으로 한국의 거버넌스 환경이 미디어의 거버넌스 역할을 테스트하는 데 좋은 조건을 제공하고 있다는 것이다. 한국의 경우 재벌이 행한 경제범죄에 대한 처벌이 미약하고, 너그럽게 봐준다는 오명을 안고 있다. 월스트리트저널의 기사는 다음과 같이 표현했다: “한국은 범죄를 저지른 재벌 총수에 대해 가벼운 처벌만을 내리거나, 나중에 사면을 해주거나, 또는 형을 낮춰주는 오랜 역사를 가지고 있다. 정치인들은 재벌 총수의 경제적 역할을 강조하며

그들의 범죄를 가볍게 처벌했다.”[7] 또한, 아시아 거버넌스 협회에 따르면 한국의 거버넌스 시스템이 가장 약한 집행력을 가지고 있다고 평가했다[8]. 위와 같이 법적 제도가 적절한 거버넌스 역할을 수행하지 못하는 상황을 고려할 때 한국 데이터는 미디어가 재벌에 대해 외부 거버넌스 메커니즘 역할을 대신할 수 있는지 연구하기에 적합하다.

2001년부터 2013년 동안 일어난 307건의 인수합병 시도를 활용해, 인수합병 시도 이전에 인수자, 인수자의 모회사·최종 모회사에 대한 뉴스 보도가 인수합병 완료 여부 의사결정에 영향을 미치는지 살펴보았다. 실증분석을 위해 인수합병 시도를 다음 두 가지 케이스로 나눠서 보았다. 인수합병 시도 발표 시 주식 시장이 긍정적으로 또는 부정적으로 반응했는지 더미변수를 활용해 뉴스 보도와의 연관성을 조사했다. 주식 시장이 부정적으로 반응한 경우가 주주와 경영진 간의 이해 상충 상황을 대표하기에, 미디어가 거버넌스 역할을 효과적으로 수행한다면 이 경우에 뉴스 보도가 경영진의 인수합병 완료 의사결정에 영향을 미칠 것으로 예상했다.

더불어 재벌에 대한 미디어의 모니터링 역할을 조사하기 위해, 재벌그룹 계열사가 행한 인수합병 시도와 재벌그룹 비계열사가 행한 인수합병 시도로 나눠서 실증분석을 행했다. 계열사 여부를 분류하기 위해 공정거래위원회가 발표한 재벌기업 리스트를 이용해 30대 재벌 더미변수를 생성했다. 실증분석 결과, 인수합병 시도 발표 시 주가가 하락한 경우, 인수합병 시도 이전 재벌그룹에 대한 뉴스 보도가 더 많은 경우 회사가 인수합병 시도를 포기하는 확률을 높이는 것으로 나타났다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 데이터와 변수를 설명하고, 3장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 4장에서는 본 연구의 결론을 요약한다.

2. 데이터와 변수

본 연구에 활용한 한국 기업들의 인수합병 시도에 대한 데이터는 Thomson OneBanker와 S&P Capital IQ 데이터베이스를 이용했다. 샘플 구성을 위해 2001년 1월 1일부터 2013년 12월 31일 사이에 한국기업에 의해 행해진 거래들 중 “merger”, “acquisition”, of “acquisition of a majority interest”로 분류된 거래들을 추출했다. 이후 잠재적 인수자가 사기업이거나 이미 표적기업 지분의 50% 이상을 소유하고 있는 경우는 제외했다. 또한 표적기업이 해외 기업이거나 인수자가 표적기업 지분의 100%를 소유하지 않는 경우 역시 제외했다. 마지막으로 주가, 인수회사 CEO의 주식지분, 인수자의 이사회 구조에 대한 정보가 없는 경우를 제외했다. 따라서 최종 샘플은 2001년에서 2013년 사이에 발표한 307건의 인수 시도로 이루어져 있다.

2.1 독립변수

실증분석은 다음 네 가지 주요 독립변수에 기반하고 있다: 음의 CAR(Cumulative Abnormal Returns, 누적초과수익률)을 가지는 인수합병 시도 더미변수(Negative MA dummy), 30대 재벌 계열사 더미변수(Top30 dummy), 인수합병 시도 공시일 3개월 이전 기준 과거 12개월 동안의 잠재적 인수자·잠재적 인수자의 모회사·최종 모회사에 대한 뉴스 보도(Log pre-acq media), 잠재적 인수회사의 CEO 주식지분 시장가치 변화량(ΔCEO ownership). 각 변수의 자세한 정의는 다음과 같다.

*Negative MA dummy*는 인수합병 시도 공시 시 잠재적 인수회사의 CAR이 음의 값을 가

지는 경우 1의 값을 가진다. CAR 계산은 인수합병 시도 공시일 기준 전후 1일씩의 초과 수익률을 계산하여 더했다. 초과수익률은 잠재적 인수자의 주식수익률과 KOSPI 가치 가 중지수의 차이로 계산했다. Datastream 데이터베이스에서 한국기업의 주가와 KOSPI 지수 값을 얻었다.

*Top 30 dummy*는 30대 재벌 계열사인 경우 1의 값을 가지고, 비계열사인 경우 0의 값을 가진다. 한국의 30대 재벌 리스트에 대한 정보는 공정거래위원회 웹사이트에서 얻을 수 있다. 매년 공정거래위원회는 일정 기준에 근거하여 대기업집단 리스트를 발표한다. 1987년부터 2011년까지 공정거래위원회는 30대 대기업집단을 재벌로 지칭했다. 2002년부터 공정거래위원회는 새로운 기준을 적용하였는데 총자산이 5조 원이 넘는 그룹을 대기업집단으로 포함했다. 일정한 기준을 적용하기 위해 본 연구에서는 30대 재벌만을 비즈니스 그룹을 대표하는 샘플로 포함했다.

ACEO ownership 은 CEO 소유지분의 원화가치(백만원 단위)를 뜻한다. Liu and McConnell(2013)의 방법론을 따라, CEO 소유지분의 원화가치는 다음과 같이 측정했다[3]. 인수합병 시도 공시 43 거래일 이전 잠재적 인수회사 주가와 CEO의 회사 소유지분을 곱한 값이다. CEO 소유지분 데이터를 얻기 위해 상장공시시스템(Korea Investor's Network for Disclosure System, KIND) 웹사이트를 이용했다. KIND 시스템에서 인수합병 시도 공시 이전 가장 최근에 발표한 잠재적 인수자의 사업보고서를 활용했다.

*Log pre-acq media*는 실증분석의 주요 관심 변수이다. 변수값 측정을 위해 Factiva 데이터베이스에서 잠재적 인수자, 잠재적 인수자의 모회사, 최종 모회사에 대한 뉴스를 검색했다. Dyck et al.(2008)와 Liu and McConnell(2013)의 방법론을 활용해 영미 신문 기사로는 월스트리트저널, 뉴욕타임스, 다우존스, 파이낸셜 타임스를 참고했다[1][3]. 이와 더불어 한국 신문으로는 매일경제, 조선일보, 동아일보, 중앙일보 기사를 참고했다. 매일경제는 한국에서 경제신문 중 구독률이 가장 높은 신문이며, 조선일보·동아일보·중앙일보는 한국 전역에 유포되는 3대 신문이다.

인수합병 이전 뉴스 보도 양을 측정하기 위해 Liu and McConnell(2013)이 제시한 기준과 비슷한 기준에 근거해 잠재적 인수자, 잠재적 인수자의 모회사, 최종 모회사에 대한 뉴스를 검색했다[3]. 검색 기준은 다음 세 가지이다. 첫째, 뉴스 기사는 최소 50단어로 이루어져 있어야 한다. 둘째, 잠재적 인수자의 법인명 또는 모회사나 최종 모회사의 통칭되는 이름을 적어도 첫 25 단어 안에 포함하고 있어야 한다. 마지막으로 잠재적 인수자, 모회사 또는 최종 모회사의 통칭되는 이름이 뉴스 기사에 적어도 2번은 언급되어야 한다. *Log pre-acq media* 변수 측정을 위해 인수합병 공시일 3개월 이전 기준 과거 12개월 동안의 잠재적 인수자, 잠재적 인수자의 모회사, 최종 모회사에 대한 뉴스 개수를 세었다. 또한, *Log pre-acq media* 변수 측정 시 잠재적 인수자의 모회사나 최종 모회사에 변했는지 확인할 필요가 있었다. 인수합병 공시일 이전의 뉴스 보도를 참고하기에 인수합병을 시도한 해와 보도된 뉴스 개수 측정 기간 동안의 모회사/최종 모회사가 다를 가능성이 있었다. 이를 확인하기 위해 OneSource 데이터베이스의 기업지배구조를 참고하였다. 실증 분석 시 30대 재벌로 분류된 기업들의 모회사/최종 모회사가 공시일과 *Log pre-acq media* 변수 측정 기간동안 동일하게 유지되는지 확인했다.

2.2 통제변수

실증분석 시 6개의 통제변수를 포함했다: *Board independence* (사외이사 비율), *Relative*

transaction value (상대적 거맣값), *Acquirer pre-ownership* (인수 전 표적기업 지분율), *Stock dummy* (보통주지급 인수), *Target public dummy* (공기업 더미), *Log acq size* (인수자 시가총액 로그값). 통제변수는 Liu and McConnell(2013)의 모델을 참고했다[3]. Liu and McConnell(2013)의 모델과 다른 점은 표적기업의 주가관련 변수 대신 표적기업 *Target public dummy*를 포함했다[3]. 왜냐하면 본 연구의 샘플의 표적기업은 공기업과 사기업을 모두 포함하며 사기업이 압도적으로 더 많기 때문이다. 또한 거래의 특성을 대변하는 더미 변수들도 *Stock dummy* 하나만 포함시켰다. 왜냐하면 샘플에 포함된 307건의 인수합병 시도는 Thomson OneBanker와 S&P Capital IQ에 보고된 바에 따르면 같은 거래 특성을 보이고 있기 때문이다. 실증분석에 활용한 6개의 통제변수는 다음과 같이 정의한다.

*Board independence*는 잠재적 인수회사의 이사회 멤버들 중 사외이사의 비율을 뜻한다. 잠재적 인수회사의 이사회에 대한 정보는 KIND 시스템에서 인수회사의 공시 정보를 검색해 얻을 수 있었다.

*Relative transaction value*는 인수자 시가총액 대비 거래총액 비율이다. 거래총액은 Thomson OneBanker와 S&P Capital IQ에 보고된 미 달러로 기재된 표적기업에 제안한 인수가를 달러-원화 환율을 이용해 원화 가치로 변환했다. 인수자의 시가총액은 인수합병 공시일 43 거래일 이전의 시가총액을 이용했다. 시가총액 및 달러-원화 환율은 Datastream 데이터베이스에서 추출했다.

Thomson OneBanker와 S&P Capital IQ의 보고서에 기반해 *Acquirer pre-ownership*, *Stock dummy*, *Target public dummy* 변수들을 다음과 같이 정의했다. *Acquirer pre-ownership*는 인수합병 시도 이전에 이미 보유하고 있던 표적기업 지분율을 의미한다. *Stock dummy*는 인수합병 가액 지급방법이 보통주를 포함하고 있으면 1과 같다. *Target public dummy*는 표적기업이 공기업일 경우 1, 그렇지 않을 경우 0의 값을 지닌다.

마지막으로 *Log acq size*는 인수자 시가총액의 로그값이다. *Log acq size*는 *Top 30 dummy*와 높은 상관관계를 가지지만 *Log acq size*를 통제변수로 포함시킨 이유는 *Log acq size*를 회귀분석 시 제외한다고 해서 다른 변수들의 통계적 유의성에 중대한 영향을 미치지 않기 때문이다. 그럼에도 불구하고, 강건성 테스트로 *Log acq size*를 제외한 회귀분석 결과 역시 다음 장에 제시했다.

3. 실증분석

이번 장에서는 재벌의 인수합병 관련 투자이사 결정에 대한 미디어의 모니터링 역할을 조사한 실증분석 결과를 살펴보고자 한다. 먼저 회귀분석에서 사용되는 주요 변수들에 대한 기술 통계치를 확인하고, 이후 회귀분석 결과를 제시하고자 한다.

3.1 기술통계치

[표 1]은 실증분석에 사용된 변수에 대한 기술 통계치를 보여주고 있다. [표 1]의 패널 A는 *Abandon dummy*를 기준으로 인수합병을 완료한 경우와 인수합병을 포기한 경우로 나누었다. 인수합병을 포기한 서브 샘플과 비교해 인수합병을 완료한 서브 샘플에는 30대 재벌 계열사가 제안한 인수합병 시도가 더 많이 포함되어 있다. 또한, 인수합병 시도를 완료한 기업은 인수합병 시도를 포기한 기업보다 인수합병 시도 이전에 표적기업의 주식을 상당히 많이 소유한 것으로 보인다. [표 1]의 패널 B는 30대 재벌 계열사와 비계열사를 비교한 것이다. 비계열사들은 평균적으로 인수합병 시도를 포기할 가능성이 더 높다. 또

한 (+) CAR의 주가 반응을 보이는 인수합병 시도를 더 많이 하는 것으로 나타났다. 더불어 비계열사들에 비해 30대 재벌 계열사들은 시가총액이 훨씬 더 크며 미디어 노출이 더 많았다.

[표 1] 기술통계치

[Table 1] Summary Statistics

Panel A. Summary Statistics by Abandon Dummy				
Variable	Mean			Difference
	Full sample (N =307)	Completed (N= 256)	Abandoned (N = 51)	
Negative MA dummy	0.4039	0.3906	0.4706	0.0800
Log pre-acq media	1.3425	1.4859	0.6231	0.8628***
Top 30	0.2476	0.2695	0.1373	0.1323**
CEO ownership (KRW million)	32052.7	32309.6	30763.5	1546.1
Δ CEO ownership	118.9012	214.3	-359.8	574.0
Board independence	0.6754	0.6846	0.6292	0.0554
Relative transaction value	0.3334	0.3577	0.2117	0.1459
Acquirer pre-ownership (%)	15.5123	16.6310	9.8967	6.7343**
Stock dummy	0.2899	0.2930	0.2745	0.0185
Target public dummy	0.0554	0.0586	0.0392	0.0194
Log acq size	26.4308	26.5516	25.8247	0.7269***
CAR (%)	0.8777	0.9681	0.4240	0.5441

Panel B. Summary Statistics by Top 30 Dummy			
Variables	Mean		Difference
	Non-affiliated (N=231)	Affiliated (N=76)	
Abandon dummy	0.1905	0.0921	0.0984**
Negative MA dummy	0.3680	0.5132	-0.1452**
Log pre-acq media	0.3667	4.3085	-3.9418***
CEO ownership (KRW million)	28405.0	43139.9	-14734.9
Δ CEO ownership	269.3	-338.4	607.7*
Board independence	0.6316	0.8085	-0.1768***
Relative transaction value	0.3776	0.1990	0.1786
Acquirer pre-ownership (%)	14.5937	18.3043	-3.7107
Stock dummy	0.2857	0.3026	-0.0169
Target public dummy	0.0260	0.1447	-0.1188***
Log acq size	25.6438	28.8228	-3.1790***
CAR (%)	1.1506	0.0483	1.1023***

3.2 실증분석 결과

본 연구는 재벌기업들의 투자 의사 결정에 대한 미디어의 모니터링 역할을 살펴보기 위해 다음 회귀분석을 실시했다. 구체적으로, 2001년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 307건의 인수합병 시도 샘플을 사용하여 기업들이 시도한 인수합병을 완료하거나 포기하기로 결정하는 데 미디어가 거버넌스 역할을 하는지 실증적 분석을 실시하였다. 회귀분석에 대한 구체적인 결과는 [표 2]에서 확인할 수 있다. [표 2]의 칼럼1은 *Log acq size* 통제

변수를 포함한 회귀분석 결과이며, [표 2]의 칼럼 2는 *Log acq size* 통제 변수를 제외한 회귀분석 결과이다

[표 2]의 모든 회귀분석의 결과에서 볼 수 있듯이 인수자·모회사·최종 모회사에 대한 뉴스 보도 정도와 (-) CAR 값을 가지는 인수합병 시도를 포기할 확률은 통계적으로 유의한 관계를 가진다. *Negative MA dummy*Log pre-acq media*Top30 dummy* 상호작용 항의 계수는 양의 값을 가지며 통계적으로 유의하다 (칼럼1: $p = 0.05$, 칼럼2: $p = 0.06$). 즉, 30대 재벌 계열사의 경우 인수합병 시도 이전 미디어 노출이 적은 회사에 비해 미디어 노출이 높은 회사일수록 (-)CAR의 추가 반응을 보이는 인수합병 시도를 포기할 확률이 높다. 또한, [표 2]는 평균적으로 30대 재벌 계열사들이 (-) CAR의 시장 반응을 보이는 인수합병을 포기할 가능성이 적다는 것을 보여준다. [표 2]의 회귀분석 결과에서 볼 수 있듯이 *Negative MA dummy*Top30 dummy*의 계수는 음수이며 통계적으로 유의하다 (칼럼1: $p = 0.05$, 칼럼2: $p = 0.06$). 또한 *Acquirer pre-ownership* 역시 인수합병을 포기할 확률과 유의한 관계를 가지는 것으로 보인다. 인수합병 제안 이전에 이미 보유한 표적기업 지분율이 높을수록 인수합병 제안을 철회할 확률이 낮아진다.

추가적으로, 인수합병 제안 공시일에 부정적인 시장 반응을 보인 샘플에 대해 서브 샘플 분석을 실시하였다. 회귀분석 결과는 [표 3]에 제시하였다. 이 서브 샘플은 2001년부터 2013년까지 발표된 124건의 인수합병 시도를 포함한다. 기존 회귀분석과 달리 부정적인 시장 반응에 대한 더미변수가 아닌 연속변수인 CAR을 독립변수로 포함했다. 회귀분석 결과 이 서브 샘플에서는 인수합병 시도 이전의 미디어 노출 정도는 재벌 계열사들의 인수합병 완료/포기 여부 의사결정과 통계적으로 무의미한 관계를 가지는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 30대 재벌 계열사들의 인수합병 의사결정에 대한 미디어의 거버넌스 역할이 부정적인 시장 반응의 정도에 따라 거버넌스 역할의 강도가 달라지지 않음을 암시하고 있다. 즉, 부정적 또는 긍정적 시장 반응 여부만 중요할 뿐 부정적 시장 반응이 강하다고 해서 미디어의 거버넌스 역할이 더 효과적으로 작용하지 않음을 보여주고 있다.

[표 2] 재벌 계열사들의 인수합병 시도에 대한 미디어의 거버넌스 역할 (Negative MA dummy 변수 활용)

[Table 2] Media's Governance Role on Acquisition Attempts by Chaebol-affiliated firms with Negative MA dummy

Independent Variables	(1)	(2)
Negative MA dummy * Log pre-acq media	-0.3222 (0.62)	-0.3039 (0.63)
Negative MA dummy* Log pre-acq media* Top30 dummy	1.5762* (0.08)	1.5373* (0.09)
Negative MA dummy	0.2919 (0.26)	0.2833 (0.27)
Log pre-acq media	-0.5417 (0.17)	-0.6406* (0.09)
Top30 dummy	1.6347 (0.20)	1.4945 (0.23)
ΔCEO ownership	0.0000 (0.78)	0.0000 (0.86)
Board Independence	0.0237	-0.0637

Independent Variables	(1)	(2)
	(0.95)	(0.86)
Relative transaction value	-0.2584 (0.33)	-0.2059 (0.41)
Acquirer pre-ownership	-0.0214*** (0.00)	-0.0212*** (0.00)
Stock dummy	-0.2134 (0.43)	-0.2026 (0.45)
Target public dummy	0.5058 (0.39)	0.5277 (0.36)
Log acq size	-0.0911 (0.40)	
Negative MA dummy * Top30 dummy	-7.1920** (0.05)	-7.1138* (0.06)
ΔCEO ownership * Top30 dummy	0.0000 (0.93)	0.0000 (0.90)
Log pre-acq media * Top30 dummy	0.1122 (0.82)	0.1794 (0.72)
Negative MA dummy * ΔCEO ownership	-0.0004 (0.41)	-0.0003 (0.52)
Negative MA dummy * ΔCEO ownership * Top30 dummy	0.0000 (0.99)	-0.0001 (0.89)
Pseudo R-square= 23.06%		

[표 3] 재벌 계열사들의 인수합병 시도에 대한 미디어의 거버넌스 역할 (CAR 변수 활용)

[Table 3] Media's Governance Role on Acquisition Attempts by Chaebol-affiliated firms with CAR

Independent Variables	(1)	(2)
CAR	-0.6108** (0.03)	-0.6315** (0.02)
ΔCEO ownership	-0.0006 (0.46)	-0.0007 (0.30)
Log pre-acq media	-5.5474 (0.35)	-5.2246 (0.47)
CAR * Log pre-acq media	-1.5195 (0.69)	-1.8599 (0.69)
CAR * Top30	1.3278 (0.17)	1.2603 (0.22)
ΔCEO ownership * Top30	0.0004 (0.58)	0.0005 (0.59)
Log pre-acq media * Top30	5.1922 (0.38)	5.0730 (0.49)
CAR * Log pre-acq media * Top30	1.1540 (0.77)	1.5308 (0.74)
Board Independence	-3.2736** (0.02)	-2.1705* (0.06)

Independent Variables	(1)	(2)
Relative transaction value	0.0403 (0.96)	-0.3226 (0.71)
Acquirer pre-ownership	-0.0141 (0.40)	-0.0179 (0.17)
Stock dummy	0.0604 (0.93)	0.0937 (0.89)
Target public dummy	1.2463 (0.49)	0.7905 (0.68)
Log acq size	0.3684 (0.19)	
Pseudo R-square= 43.31%		

4. 결론

본 연구는 재벌그룹의 인수합병 의사결정에 대한 미디어의 거버넌스 역할에 대해 살펴보았다. 실증분석을 위해 인수합병 공시 시 부정적인 주가 반응을 보인 인수합병에 대해 미디어가 외부 거버넌스 역할을 효과적으로 수행하는지 연구했다. 공시 시 부정적인 주가 반응을 가지는 인수합병에 초점을 맞춘 이유는 그러한 인수합병을 포기하지 않고 그대로 진행하는 것은 주주의 부 극대화라는 기업 목표와 상충하는 의사결정이기 때문이다.

실증분석 결과 인수합병 시도 이전 재벌그룹 계열사들에 대한 뉴스 보도가 많을수록 부정적인 주가 반응을 보인 인수합병 시도를 포기할 확률이 높아짐을 알 수 있었다. 이러한 결과는 미디어가 외부 거버넌스 메커니즘으로서 재벌그룹의 대리인 비용 문제를 완화하는 데 일조할 수 있음을 암시하고 있다.

이사회가 모니터링 역할을 효과적으로 수행한다면 미디어의 외부 거버넌스 역할의 중요성은 떨어질 것이다. 그러나 한국 기업의 거버넌스 환경을 살펴보면 사외이사 독립성과 관련한 법·제도 개정에도 불구하고 이사회의 효과적인 역할 수행이 아직 부족한 실정이다. 삼일PwC의 2022 이사회 트렌드 리포트에 따르면 2조 원 이상의 상장 기업 중 사외이사 비율은 55%인데 이는 미국 S&P 500 기업 이사회의 사외이사 비율 86%에 비해 훨씬 못 미치는 수준이다[9]. '한국 재벌지배구조의 미래'를 주제로 주최한 '2020 THE NEXT 컨퍼런스'에서 당시 한국기업지배구조원 원장 신진영 교수도 코리아 디스카운트의 한 요소로 매우 느린 기업지배구조 개선 노력, 즉 거버넌스 환경의 취약함을 꼽았다[10]. 위와 같은 이사회의 효과적인 모니터링 역할이 부족한 한국 기업 환경을 고려해 볼 때 본 연구는 미디어의 효과적인 거버넌스 역할 가능성을 보여줌으로써 미디어가 이사회의 기능을 보조할 수 있음을 시사하고 있다.

본 연구는 2001년과 2013년 사이의 데이터를 사용했다는 한계점이 있다. 2000년 이후 많은 법 개정에도 불구하고, 미약한 기업의 거버넌스 환경 개선을 고려한다면 본 연구 결과를 현재에도 적용할 수 있는 가능성을 보여주고 있다. Kim et al. (2022)에 따르면 한국 기업의 외부 거버넌스 메커니즘 효과성에 대한 연구는 주로 인수합병, 상품시장에서의 경쟁, 주주소송을 다루고 있다[11]. 본 연구는 미디어의 효과적인 외부 거버넌스 역할 가능성을 제시함으로써 기존 연구들을 보완하고 있다. 그럼에도 불구하고 본 연구의 결과는 제한된 과거의 데이터 사용에 기반한 결과임을 인지하고 있다. 개선된 미디어

환경과 최근 뉴스 기사들에 대한 검색 및 수집이 이루어진다면 좀 더 유의미한 추가 분석이 가능할 것이다.

References

- [1] A. Dyck, N. Volchkova, L. Zingales, The Corporate Governance Role of the Media: Evidence from Russia, *Journal of Finance*, (2008), Vol.63, No.3, pp.1093-1135.
DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01353.x>
- [2] J. Joe, H. Louis, D. Robinson, Managers' and Investors' Responses to Media Exposure of Board Ineffectiveness. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (2009), Vol.44, No.3, pp.579-605.
DOI: <https://doi.org/10.1017/S0022109009990044>
- [3] B. Liu, J. J. McConnell, The Role of the Media in Corporate Governance: Do the Media Influence Managers' Capital Allocation Decisions?, *Journal of Financial Economics*, (2013), Vol.110, pp.1-17.
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.06.003>
- [4] T. Khanna, Y. Yafeh, Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites? *Journal of Economic Literature*, (2007), Vol.45, pp.331-372.
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.06.003>
- [5] R. Morck, D. Wolfenzon, B. Yeung, Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth, *Journal of Economic Literature*, (2005), Vol.43, No.3, pp.655-720.
Available from: <https://www.jstor.org/stable/4129473>
- [6] H. Almeida, S.Y. Park, M.G. Subrahmanyam, D. Wolfenzon, The Structure and Formation of Business Groups: Evidence from Korean Chaebols, *Journal of Financial Economics*, (2011), Vol.99, pp.447-475.
DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.08.017>
- [7] In-Soo Nam, Former Korean Air Executive Faces Judgment Over 'Nut Rage' Incident, *Wall Street Journal*, (2015)
Available from: <https://www.wsj.com/articles/former-korean-air-executive-faces-judgment-over-nut-rage-incident-1423690201>
- [8] A. Gill, J. Allen, S. Powell, *CG Watch 2010: Corporate Governance in Asia*, (2010)
- [9] Samil PwC, 2022 Report on the trend of Board of Directors, Samil PwC Governance Center, (2022)
Available from: <https://www.pwc.com/kr/ko/services/governance-center/directorate-tr-2022.html>
- [10] <https://www.thebell.co.kr/free/content/ArticleView.asp?key=202009251531522320109447&lcode=00>, Sept 25 (2020)
- [11] W. Kim, W. Kim, K. S. Park, A Survey of Research on the Corporate Governance of Korean Firms, *Asian Review of Financial Research*, (2022), Vol.25, pp.151-213.
DOI: <https://www.doi.org/10.37197/ARFR.2022.35.1.5>