

## KOSDAQ 시장은 효율적인가?: 상호변경을 중심으로\*

박정미

원광대학교 경영학부

Received 05 March 2019; Revised 29 March 2019; Accepted 30 March 2019

### 요 약

본 연구는 상호변경을 중심으로 코스닥시장의 효율성에 대하여 분석하였다. 연구 방법은 전체 기간(2000. 1. 1~2016. 12. 31)동안, 상장폐지기업들을 포함하여 508건의 순수상호변경 건을 표본으로 일별자료를 사용하여 사건연구를 시행하였다. 분석결과를 요약하면, 먼저 코스닥시장에서 상호변경은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 둘째, 상호변경 후 상장유지기업과 상장폐지기업들을 중심으로 상호변경에 대한 코스닥시장의 효율성을 분석한 결과, 상호변경에 대하여 코스닥 시장은 효율적이게 반응하였다. 셋째, 상장유지기업과 상장폐지기업들을 중심으로 재무적 특성을 분석한 결과 상호변경 직전년도와 직후년도 모두 상장유지기업의 재무수치가 상대적으로 높았다. 상호변경 직후년도에 상장유지기업은 당기순이익을 제외한 모든 재무수치가 개선되는 반면, 상장폐지기업은 직전년도에 비하여 더 열악해지는 것으로 나타났다. 넷째, 회귀분석결과 상호변경에 따른 누적초과수익률은 상장이 유지된 기업이 상호변경 후 특정 기간 내 상장폐지된 기업에 비하여 매우 유의하게 높게 나타났다. 마지막으로 재무적 특성에 따른 누적초과수익률의 차이를 분석해본 결과, 상호변경 전 기업의 규모가 작을수록, 부채가 상대적으로 많을수록, 투자수익률이 높을수록, 시장가치가 과소평가되어있을수록 높은 것으로 나타났다.

본 연구의 시사점은 기업의 상호변경에 따른 시장반응을 상호변경 후 특정기간 내 상장폐지 여부를 기준으로 투자기간을 나누어 분석함으로써, 투자자와 기업의 관리자의 관점에서 다음과 같이 기여할 것으로 본다. 첫째 본 연구는 선행연구에서 주 분석대상이었던 현재 상장기업만이 아니라 초점을 전환하여 상호변경 후 상장폐지된 기업들을 추가하여 분석대상을 차별화함으로써 코스닥시장에서의 상호변경 전략에 대한 성과를 보다 구체적으로 입증하였다. 둘째 본 연구는 상호변경이라는 사건을 연구하는데 있어서 상호변경 공시 건으로 인수합병 등의 이벤트들과 함께 동반한 사례를 제외하여 순수상호변경만을 중심으로 상호변경의 효과를 분석하여 상호변경 효과를 구체적으로 입증하였다. 또한 그에 따라 줄어든 표본의 한계를 최소화하기 위해 비모수 통계기법도 함께 다루어 그 결과를 더 의미있게 하였다. 셋째, 상호변경 기업에 대한 주식 시장의 반응에 큰 영향을 미치는 관리 가능한 기업 특유의 요인을 조명함으로써, 본 연구는 상호변경을 고려하는 기업 및 투자자에게 중요한 지침을 제공하였다.

**핵심주제어** : 상호변경, 사건연구, 재무적 특성, 코스닥

\* 본 논문은 한국연구재단과 아태경상저널에서 정한 윤리규정을 준수함.

# Is the KOSDAQ Market Efficient?: Focusing on Corporate Name Changes\*

Jungmi Park

Division of Business Administration, Wonkwang University

Received 05 March 2019; Revised 29 March 2019; Accepted 30 March 2019

## Abstract

The purpose of this study is to analyze the efficiency of the KOSDAQ market with an emphasis on corporate name changes. The research method conducts case studies using daily data of 508 cases of pure name corporate changes during the entire period (2000. 1. 1 to 2016. 12. 31). To summarize the analysis results, it is shown that corporate name changes in the KOSDAQ market are positively responsive to stock prices. Second, after analyzing the efficiency of the KOSDAQ market for corporate name changes based on listed companies and delisted companies, the KOSDAQ market responds efficiently to the corporate name changes. Third, as a result of analyzing the financial characteristics of listed companies and delisted companies after corporate name changes, the financial figures of listed companies are relatively higher in both the previous year and the following year. In the next year after corporate name changes, listed companies show improvement in all financial figures except for net income, while delisted companies with delisted companies are worse than the previous year. Fourth, according to the regression analysis, the cumulative abnormal returns of listed companies are significantly higher than those of delisted companies. In the year before corporate name changes, it is shown that the smaller the size of the company, the more debt, the higher the return on investment or the more underestimated the market value, the higher the cumulative abnormal return.

The implications of this study are to compare and analyze the market responses of corporate name changes based on whether to close the listing or not, thus contributing from the perspective of investors and the company's managers as follows:

First, this study differentiates analysis targets by adding listed companies, which are mainly subject to analysis in the preceding study, as well as those that are delisted after corporate name changes.

---

\* All papers comply with the ethical code set by the National Research Foundation and the Asia-Pacific Journal of Business and Commerce.

Second, this study compares and analyzes the effects of corporate name changes, focusing on pure name changes, except for cases involving events such as mergers and acquisitions. Also, it is meaningful that nonparametric statistics are also addressed to minimize the limitations of reduced samples.

Third, by illuminating the controllable enterprise-specific factors which greatly affect the response of the stock market to corporate name changes, this study provide important guidance for enterprises and investors considering corporate name changes.

**Keyword** : Corporate Name Changes, event study, financial characteristics, KOSDAQ

## 1. 서론

4차 산업혁명시기에 접어들어 기업의 경영환경은 불확실성이 더욱 커지고 있으며, 변화의 속도는 점점 빨라지고 있다. 이러한 환경의 변화 속에서 기업이 살아남기 위해서는 부단히 성장하지 않으면 안 된다. 상호변경은 기업 성장에 있어서 주요 관심사는 아니었지만 1981년대 이후 미국을 중심으로 지속적으로 전 세계적인 관심의 대상이 되어 오고 있다. 매년 세계의 수천 개의 기업들이 그들의 상호를 변경하고 있다. 상호는 조직 개성의 필수적인 요소이며, 시장에 가치를 전달한다(Delattre, 2002). 또한 상호변경은 광고의 특정한 형태로 최소한의 품질을 보장한다는 약속으로서 기업의 제품에 대한 수요를 증가시킨다(Klein et al., 1981). 따라서 기업의 상호는 기업의 대표 브랜드로서 기업의 정체성을 나타내는 핵심 요소이기 때문에 상호변경에 대한 의사결정은 기업의 여러 영역에서 전략적 효과를 가지고 있다고 볼 수 있다. AK플라자, CJ오쇼핑, GS샵의 공통점은 무엇일까? 정답은 상호를 변경한 후 실적상승을 이어 간 기업들이다. 브랜드의 이미지를 통합하기 위하여 상호를 변경한 후 매출 상승, 고객층 확대에 성공한 기업들이 늘고 있다. 애경그룹은 2009년 3월 삼성플라자, 삼성몰, 애경백화점 등 유통부문을 AK로 통합하고 삼성몰을 AK몰로 애경백화점과 삼성플라자를 AK플라자로 상호를 변경하였다. 상호를 변경한 지 100일 만에 AK플라자의 매출실적은 전년 동기 대비 15.6% 증가해 같은 기간 백화점 평균 매출 상승률을 2배 이상 상회하였다. CJ오쇼핑, GS샵 역시 상호를 변경한 후 매출익이 증가한 케이스다. 2000년 자바커피라는 브랜드로 커피전문점 시장에 뛰어든 엔제리너스는 2006년 12월 전격적으로 상호를 변경하고 가맹사업을 전개한 결과 2년 9개월에 200호점 돌파에 성공하였다. 스타벅스가 7년 만, 할리스가 10년에 이룬 200호점을 브랜드명 변경 2년 9개월 만에 달성한 것이다. 2018년 12월 현재 엔제리너스는 555개 이상의 가맹점을 운영하고 있다.<sup>1)</sup>

그러나 기존의 상호를 바꾼다는 것은 결코 쉬운 일이 아니다. 전문적인 업체를 통하여 상호를 변경할 때 엄청난 비용이 들고, 바뀐 상호에 맞추어 서식과 로고 등을 바꾸고, 소비자에게 광고하는데 엄청난 비용이 든다. 상호변경 작업에는 기업의 규모에 따라 적게는 수백억원에서 많게는 수조원에 이르는 막대한 금액이 필요하다.<sup>2)</sup> 이렇듯 거액의 비용을 부담하면서 상호를 변경하고, 이미 구축되어진 기존 상호의 인지도까지 포기하면서 상호변경을 하는 것은 과연 바람직한 일일까? 최근 미국의 ‘던킨도너츠’가 상호를 변경하였다. 1950년 창사 이후 약 70년 만에 상호를 ‘던킨도너츠’에서 ‘던킨’으로 변경한 이유는 최근 소비가 줄고 있는 도너츠 전문점이라는 이미지보다는 지속적으

1) <http://www.fnnews.com/news/200912222225311652>, ‘간판’ 바꾼 유통기업 매출 쑥쑥, 파이낸셜뉴스, 2009.12.22

2) 최근 오렌지라이프생명보험으로 이름을 바꾼 한국 ING생명보험은 상호변경비용에 간판과 시스템 교체, 광고 등을 포함하여 총 250억원을 책정한 바 있다.

로 소비가 늘고 있는 커피전문점으로서의 입지를 더욱 다지기 위해서라고 한다. 상호변경과 함께 브랜드의 CI와 매장 인테리어 등을 모두 바꾸어야하기 때문에 글로벌 기업인 던킨도너츠의 상호변경은 진출해 있는 각 나라마다 뜨거운 감자로 대두되고 있다. 미국 본사의 상호변경 전략에도 불구하고, 국내에 진출한 던킨도너츠의 경우에는 이러한 막대한 비용에 대한 문제로 상호변경에 대한 의사결정을 전면적으로 실행하지 못하고 있는 실정이다. 그러나 때로는 기업이 그렇게 큰 비용을 지불하면서 실패에 따른 위험을 감수하고서라도 기업의 상호를 변경해야 할 때가 있다. 기업, 제품, 혹은 최고경영자의 이미지가 돌이킬 수 없을 정도로 악화되었을 때 이를 계속 방치할 경우에 기업의 위기로 번질 수 있어서 조속히 상호변경을 착수해야 한다. 옥시레킷벤키저의 경우 가습기 살균제 사고<sup>3)</sup>로 2011년 옥시의 브랜드가 훼손될 지경에 이르자 ‘RP코리아’로 상호변경을 변경하여 부정적인 이미지를 제거하고자 하였다. 건강에 눈을 뜬 미국시장에서 1991년 KFC로 상호를 변경한 켄터키프라이드는 튀긴 음식이라는 이미지의 ‘프라이드(fried)’라는 단어를 제거하였다. 국내기업 한타의 경우 회장의 가족이 ‘공기총 청부살인사건’에 연루되어 여론의 못매를 맞았다. 이에 옛 상호인 영남제분을 한타으로 변경한 바 있다. 반면에 상호변경을 하고 있는 다른 기업의 사례들을 보면 상호변경이 그렇게 고민스러운 일로 느껴지지 않을 만큼 쉽게 이루어지는 기업들도 많이 있다. 국내의 경우 2000년부터 2016년 말까지 여섯 번 이상 상호변경을 한 건이 무려 11개 기업에 달한다.<sup>3)</sup> 이 중 4개 기업은 2018년 12월 현재 상장폐지된 상태이다. 무엇이 기업들에게 상호변경을 빈번히 하도록 만들었을까? 시장이 비효율적이기 때문에 기업들은 이렇듯 무분별하게 상호를 변경하고 있는 것인가? 이렇듯 빈번하게 상호변경들이 이루어지고 있는데 어떤 기업은 성과가 나빠 상장폐지가 되고, 또 어떤 기업은 성과가 좋아 계속해서 상장이 유지되고 있는 것인가? 투자자들은 상호변경을 하는 기업들을 긍정적으로 보아야 하는 것일까? 상호변경이 시장에서 긍정적으로 반응한다면 어떤 특성을 지닌 기업들을 투자의 대상에서 제외해야 하는 것일까? 등 많은 의문을 가지게 만들었다.

상호변경에 대한 연구들은 국내외 기업들이 빈번히 다루고 있지는 않지만 지속적으로 이루어지고 있다. 그러나 선행연구들은 이러한 궁금증을 해결시켜주기에는 다소 부족한 점이 있다. 대부분의 연구들은 현재 상장되어 있는 기업들을 중심으로 상호변경에 대한 주식시장의 반응, 재무성과 차이 등을 다루고 있다. 그러나 그러한 결과는 계속 상장이 유지된 기업들을 중심으로 이루어졌기 때문에 진정한 의미에서 상호변경에 대한 시장의 효율성 및 상호변경기업들의 특성을 찾아내었다고 볼 수는 없다. 또한 상호변경이라는 이슈에서 다른 이벤트들을 동반한 경우 순수하게 상호변경이라는 이벤트의

3) 모라리소스, 위너지스, 판타지오, 에코퍼트로시스템, 스톱이엔에프, KD건설, 이그잭스, 퍼시픽바이오는 6회, 바른손이엔에이, 에이치엘파워, 와이오엠은 7회 정도 상호변경을 했으며, 모라리소스, 위너지스, 에코퍼트로시스템, 스톱이엔에프는 2018년 12월 현재 상장폐지된 상태이다.

효과를 평가했다고 볼 수 없다.

이에 본 연구는 상호변경이 빈번하게 이루어지고 있는 코스닥 시장(KOSDAQ, Korea Securities Dealers Automated Quotation)을 중심으로 다른 사건이 없이 순수하게 상호변경을 한 기업들을 중심으로 상호변경이 기업가치에 영향을 미치는 지 분석하고자 한다. 또한 상호변경 후 상장폐지된 기업과 상장을 계속해서 유지하는 기업들이 상호변경시 다른 성과를 창출하는 지 파악하여 코스닥 시장의 효율성을 분석하고자 한다. 따라서 본 연구에서 얻게 되는 결과는 상호를 변경하려는 기업의 경영자들에게 코스닥 시장의 효율성을 인지시키고, 재무성과가 열악한 가운데 무분별하게 상호변경을 하기 보다는 다른 전략을 통하여 기업이 도약하기를 기대해본다. 또한 투자자에게도 상호변경에 대한 코스닥 시장의 효율성을 인지시키고, 진정한 의미에서 전략적으로 상호변경을 시도하는 기업들을 찾아 합리적으로 투자할 수 있도록 안내하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 선행연구를 검토하였고, 제3장에서는 연구설계를 제시하였다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하였으며, 마지막으로 제5장에서는 본 연구의 결론을 기술하였다.

## 2. 선행연구의 검토

### 2.1. 상호변경에 대한 주식시장의 반응에 대한 선행연구

기업은 기업 이미지를 개선, 업종변경, 구조변화, 법적 지위의 변화 등으로 상호변경을 한다(Delattre, 2002). 그러나 기업의 구조적 변화없이 순수하게 상호변경의 영향을 조사하려면 순수한 상호 변경이 있는 기업, 즉 다른 이벤트를 동반하지 않는 상호변경 사례들을 분석해야 한다. 상호 변경에 대한 시장 반응을 조사한 초기 연구는 순수한 상호 변경이 있는 기업만을 고려하였다. Horský and Swyngedouw(1987)는 Fama(1970)의 시장 효율성을 가정하여 주가에 즉각적인 시장 반응을 사용하여 상호변경의 가치 효과를 연구하였다. 연구결과에 따르면 상호변경은 평균적으로 긍정적인 시장 반응과 관련이 있음이 밝혔다. 또한 과거 실적이 좋지 않은 기업이 자신의 상호변경에 대한 긍정적인 시장 반응을 경험하였음을 관찰하였다. Lee(2001)는 '.com.'을 포함하는 상호변경에 대한 시장 반응을 연구하였다. Lee(2001)는 공시일 전후로 주가가 크게 올랐다는 사실을 발견하였다. 그는 상호가 바뀐 후 정보 기술과 사업 제휴에 긍정적인 반응을 발견하였으며, 당시 신흥 IT 업계에서 상호변경에 대한 확고한 기업의 신호를 전달하였다. 유사하게, Cooper et al.(2001)도 닷컴 효과를 연구하였다. 논문의 결과는 Lee(2001)의 결과와 일치하였다. 그들은 공시 직후에 높은 초과수익률을 보인다고 하였다. Mase(2009)는 영국 기업의 상호 변경 발표의 단기성과에서 기존 상호에 단

어를 추가한 경우만 긍정적인 시장 반응을 감지하였다. Karim(2011)은 프랑스 기업의 상호변경 공시에 긍정적인 시장 반응을 찾아냈다. Rani and Asija(2017)는 인도 기업의 상호변경 공시에 긍정적인 시장 반응을 찾아냈다. 공시 전 며칠 동안 누적평균초과수익의 증가를 찾아내어 상호변경이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 파악하였다. 이러한 연구들은 기업의 상호변경에 대한 의사결정이 시장에서 긍정적인 영향을 받는다는 것을 보여준다.

그러나 선행연구들 중 일부는 상반되는 결과를 보였다(Bosch and Hirschey, 1989; Karpoff and Rankine, 1994; Mase, 2009). Bosch and Hirschey(1989)는 1979-1986년 동안 미국 기업의 상호변경에 대한 시장 반응을 연구하였다. 그들은 미국 기업의 상호변경 공시에 대한 시장 반응에 대한 증거를 찾지 못하였다. Karpoff and Rankine(1994)은 Bosch and Hirschey(1989)의 발견을 뒷받침하고 기업명 변경이 다른 긍정적인 효과를 가져 올 수 있음을 확인했지만 기업 평가에 무시할 만한 영향을 미친다고 보았다. Josev et al.(2004)는 호주 기업의 상호변경 효과를 분석하고 상호변경 공시 후 부정적 반응을 나타냈다. Mase(2009)는 또한 투자자들이 상호변경에 대하여 부정적으로 평가한다는 사실에 주목하였다.

## 2.2. 기업특성에 따른 성과차이에 대한 선행연구

사건연구(event study)을 구현한 초기 연구 (Asquith and Mullins, 1986; Payne and Thomas, 2003; Auerbach and Hassett, 2005)는 다양한 기업 수준 속성에 대하여 초과수익률을 회귀시킴으로써 횡단면 변화를 분석하였다. Horsky and Swyngedouw(1987)는 상호변경 발표의 시장 반응에 대한 기업 특성의 영향을 분석하였다. 그들은 상호변경 공시 전에 실적이 저조한 기업에 대해 긍정적인 시장 반응을 찾아냈다. Cooper et al.(2001)은 상호변경에 대한 시장 반응은 상호변경에 대한 시장의 반응이 변화의 성격에 따라 달라져야 한다고 제안하였다. 그들은 상호변경 후 인터넷과 관련된 회사에 대해 긍정적인 시장 반응을 찾아냈다. Mase(2009)는 급진적인 상호변경과 다변화를 제안하는 상호변경이 시장에 부정적으로 인식됨을 발견하였다. Rani and Asija(2017)는 이벤트 당일 초과수익의 징후의 중요한 예측 변수로서 시장리스크와 기업의 역사적 수익성이라는 것을 발견하였다. 그들은 공시 당일 높은 초과수익률과 기업의 수익성과의 긍정적인 관계는 인도에서 상호변경을 통해 과거와 단절할 수 없다는 것을 보여 주었다.

이렇듯 상호변경의 효과에 대한 선행연구는 추가적인 연구가 필요한 혼재된 결과를 보여준다. 상호변경에 대한 시장의 반응 및 재무성과에 대한 국내 연구(송영균, 1991; 정혜영과 윤성용 2000; 오희장과 현영하, 2003; 오희장, 2004; 정기만, 2011; 오희장, 2016 등)들도 있으나 이들의 연구 역시 상호변경의 효과를 분석할 때 여러 이벤트를

동반한 사례들과 함께 분석하고 있으며, 현재 상장기업을 중심으로 분석하고 있어 진정한 의미의 상호변경의 효과라고 보기에는 다소 어려운 점이 있다. 이상으로 상호변경의 효과에 대한 영향에 대한 선행연구들을 검토해 보면 그 결과가 상반되게 나타나고 있다. 이러한 결과는 선행연구들의 연구 시기, 표본선정의 기준, 표본의 수의 한계, 연구 방법론의 차이 등에 기인한 것으로 판단된다. 또한 시장의 효율성 및 상호변경에 대한 국내연구가 부족하였고, 그 연구의 중심은 상장유지기업들의 상호변경에 대한 성과 및 기업특성에 국한 되어 있었다.

상장폐지 여부를 중심으로 상호변경의 효과를 검증한 연구는 국내외를 통틀어 찾아보기 힘들었다. 최근 실질적으로 상호변경 후 상장폐지된 기업의 재무적 특성을 분석한 연구는 없으며, 순수상호변경에 대한 성과를 다루는 선행연구도 불과 몇 편에 불과하였다. 국내 연구에서도 순수상호변경 성과에 대한 철저한 연구는 없었다. 이에 본 연구는 그러한 차이점들의 통제를 통하여 상호변경이 빈번히 이루어지고 있는 코스닥시장을 대상으로 먼저, 순수상호변경 사건에 대한 시장의 효율성 및 효과를 분석하고자 한다. 코스닥시장이 효율적이라고 한다면 부실기업이 합당한 이유 없이 상호변경만으로 기업의 주가를 상승시키려는 행위는 당연히 부정적인 반응을 일으켜야 한다. 그러나 기존 연구에서는 상장폐지된 기업을 제외하고 분석하여, 실질적으로 부실기업의 상호변경에 대한 시장의 반응을 찾아내기 못하였다. 이에 상호변경 후 특정기간 내에 상장폐지 여부에 따라 기업가치에 미치는 영향의 차이를 분석해 보는 것이 의미 있는 일이라 여겨진다. 또한 상호변경 후 특정기간 내 상장폐지된 기업의 재무적 특성을 파악하는 것도 기업의 경영자나 투자자의 입장에서 의미 있는 일이 될 것이다. 많은 기업들이 상호변경 후 상장폐지 되고 있으며, 관련 이슈로 많은 투자자들이 금전적 손해를 보고 있기 때문이다. 따라서 본 연구는 코스닥시장에서 순수상호변경 건에 대하여 상장유지기업과 상장폐지기업의 상호변경공시효과에 대한 차이가 존재하는지를 분석하는 최초의 연구가 될 것이다.

### 3. 연구설계

#### 3.1. 가설설정

상호 변경에 대한 시장 반응을 조사한 초기 연구 (Horsky and Swyngedouw, 1987; Bosch and Hirschey, 1989; Karpoff and Rankine, 1994)는 순수한 상호 변경이 있는 기업만을 고려하였다. 기업의 상호라는 것은 그 기업의 얼굴이며, 그 기업을 대표하는 이미지라고 볼 수 있다. 이에 기업은 이해관계자들에게 기업내외의 여러 변화에 대처하고 있음을 알리는 수단으로 상호변경을 사용하고 있다. 따라서 기업의 상호변경에

대한 결정은 제품과 서비스의 판매량에 영향을 미칠 것이고, 기업의 재무적 변화와 장래성과에 대하여 일반투자자들의 기대와 지각에 영향을 미치게 하거나 이러한 것들을 변화시키기 위한 기업 경영진의 신호로 볼 수 있다. 그러나 이에 관련한 선행연구들은 이렇다 할 결과를 제시하고 있지 못하다. 상호변경이 기업가치를 상승시킨다(송영균, 1991; 정혜영과 윤성용, 2000; 오희장과 현영하, 2003; 오희장, 2004; 박정미와 김진병, 2012; Cornell et al., 1987; Cornet et al., 1987; Cooper et al., 2001; Delattre, 2002; Kot, 2010; Agnihotri & Bhattacharya 2017; Rani and Asija, 2017)는 연구와, 기업가치를 하락시킨다는 연구(Karpoff and Rankine, 1994; Josev et al. 2004), 상호변경과 기업가치는 관련이 없다는 연구(Howe 1982; Karpoff and Rankine, 1994; Karbhari et al., 2004; Andrikopoulos et al., 2007) 또는 두 가지가 혼재된 연구(Bosch and Hirschey, 1989; Karpoff and Rankine, 1994; Mase, 2009)로 상호변경에 효과에 대하여 서로 다른 결과들을 보여 왔다. 그러나 이러한 결과는 대부분 기업의 순수한 상호변경전략을 대상으로 분석을 하였다기보다는 인수합병이나 기업분할 등과 같은 다른 이벤트를 동반한 사례들을 포함한 결과들이다.<sup>4)</sup> 따라서 순수하게 상호변경이라는 경영전략이 기업가치에 영향을 미치는 지 알아보고자 다음과 같은 가설을 설정하였다.

#### 가설 1: 기업의 순수 상호변경이라는 의사결정이 기업가치에 영향을 미칠 것이다.

상호변경에 대한 국내 선행연구가 있었지만, 상호변경에 대한 시장의 효율성에 대해 언급한 연구는 거의 없었다. 상호변경공시에 대한 투자자들의 지체된 반응(Horsky and Swyngedouw, 1987; 송영균, 1991)에 대한 연구는 시장의 효율성문제를 제시하였다. 오희장, 현영하(2003)의 연구에서는 -10일부터 10까지의 비정상수익률을 분석한 결과 -4일에서부터 상호변경후 4일까지 상호변경의 정보효과가 집중적으로 반영되는 것으로 보고하고 있으나 그 값의 유의성을 나타내지 못하고 있으며, -10일에서 10일까지의 누적비정상수익률에서도 주가에 어떠한 영향을 미치는지 나타내지 못하였다. 국외 연구로는 Harawa(1992)의 연구에서는 상호변경 소식이 Wall Street Journal에 보고되기 적어도 4일 전에 앞으로 알려질 소식에 반응하기 시작하며, 공시되기 전날에 그 반응은 아주 명백하였으며, 또한 공시기간 3일에 걸쳐 유의한 반응을 나타내고 있는 것을 발견하였다. 그러나 공시후인 0, +1일 날은 Wall Street Journal에서 상호변경소식이 공식적으로 공시된 날에는 어떠한 유의적인 반응도 관찰되지 못하였다. 그는 -1일이나 혹

4) 기업은 기업 이미지를 개선, 업종변경, 구조변화, 법적 지위의 변화 등으로 상호변경을 변경한다(Delattre, 2002). 국내 시장의 경우 상호변경의 목적을 살펴보면 합병으로 상호를 변경하는 경우, 사업을 다각화시키는 경우, 해외진출을 목적으로 하는 경우, 기업의 이미지개선의 일환으로 그룹 이미지 통일을 위한 경우, 기타 최대주주변경, 경영자 변경, 뚜렷이 밝혀지지 않은 경우 혹은 특정 목적을 갖지 않는 단순 상호변경의 경우 등을 들 수 있다.

은 3일간의 공시기간에 걸친 매입 보유전략이 위험이 조정된 초과수익을 초래하지 않는다고 언급하여 시장의 효율성을 검증한 바 있다. 상호변경에 대한 주식시장의 반응이 효율적일 때 각 특성에 대한 영향에 대한 분석이 의미 있는 일일 것이다. 따라서 상호변경에 대하여 코스닥시장이 효율적인지를 먼저 알아보아야 할 것이다. 상호변경에 관련하여 새로운 상호에 대한 공모를 직원, 고객 혹은 불특정 다수를 대상으로 하거나 전문기관에 의뢰하게 되고 이를 주주총회에서 결정하는 절차가 있기 때문에 단시일 내에 결정되는 것이 아니라 장시간이 걸리는 일이다. 따라서 본 연구는 이러한 문제점을 보완하고자 매입보유기간을 -60에서 +60으로 하였다. 효율적인 시장이라면 공시 전 열악한 재무상태의 기업과 그렇지 않은 기업에 대하여 시장은 다른 반응을 보일 것으로 판단된다. 상호변경 후 특정기간 내에 상장폐지여부에 따라 상장유지기업과 상장폐지기업으로 나누고, 이들에 대한 시장의 반응이 차이가 있는 지를 파악하여 시장의 효율성을 알아보고자 다음과 같은 가설을 설정하였다.

## 가설2: 코스닥 시장은 기업의 상호변경공시에 대해 효율적인 시장인가?

가설 2-1: 상호변경 전후 상장폐지 여부에 따른 상호변경시 누적초과수익률에는 차이가 있을 것이다.

만약 상호변경경공시가 일반투자자들에게 의미 있는 신호로써 받아들여져 기업 가치에 영향을 준다면 투자자들은 상호변경 전 재무적 특성의 차이에 따라 다른 반응을 보일 것이다. 따라서 상호변경 전 기업의 주요 재무수치에 따라 의미 있는 차이가 있는지 살펴볼 필요가 있다. 기업이 어떠한 재무 상태로 상호를 변경했느냐에 따라 다른 반응을 보일 수 있기 때문이다. 선행연구에서 재무적 특성 차이에 따라 상호변경이 주가에 영향을 미치는 지에 대하여 분석한 사례는 있으나, 순수하게 상호변경을 한 사례를 중심으로 이를 분석한 경우는 없었으며, 상호변경 후 상장폐지된 기업의 특성까지 파악하여 진정한 의미에서 재무적 특성에 따른 상호변경의 효과를 분석한 경우는 없었다. 따라서 상호변경 후 특정기간 내에 상장폐지여부에 따라 상호변경 시 전·후 재무적 차이가 있는 지, 이러한 재무적 차이를 투자자들은 인지하고 투자하고 있는 지 알아 보고자 다음 가설을 설정하였다.

가설 2-2 : 상호변경 후 상장폐지 여부에 따라 상호변경 전·후 기업의 재무적 특성이 다를 것이다.

가설1과 가설2가 채택된다면 코스닥시장에서 투자자들은 상호변경이라는 사건을 긍정적인 정보로 받아들이는 것으로 해석할 수 있으며, 시장은 효율적이라고 볼 수 있다.

### 3.2. 연구모형

본 연구에서 코스닥 시장을 중심으로 순수한 상호변경만을 대상<sup>5)</sup>으로 2000. 1.~2016. 12. 기간 동안 상장폐지된 기업을 포함하여 508개의 상호변경 건을 표본으로 일별자료를 사용하여 사건연구를 시행하였다. 상호변경 건을 2000년 이후로부터 한 이유는 2000년 이전에 코스닥시장에서 상호변경이 드물게 일어났으며, 상호변경에 대한 정확한 자료를 획득하는 것이 거의 불가능했기 때문이다. 코스닥시장의 효율성을 파악하기 위하여 사건기간을 전체기간(-60,+60), 공시전(-60,0), 공시후(+1,+60)뿐만 아니라 시장 반응효과가 어느 시점에 가장 높은 지 파악하기 위하여 같은 방법으로 (-30,+30), (-10,+10), (-5,+5)기간도 함께, 총 4개 기간별 상호변경에 따른 누적초과수익률의 평균값과 중앙값을 이용한 정량분석을 실시하였다. 추가적으로 상호변경 후 특정 기간 내에 상장폐지된 기업의 특성을 파악하기 위하여 상호변경 전·후 년도의 주요 재무수치의 차이검증도 함께 행해졌다. 또한 상호변경기업에 영향을 미치는 변수들은 물론이고 산업별, 연도별 고정효과를 통제한 회귀분석 모형을 설정하여 함께 분석하였다.

본 연구에 적용된 방법론은 실증분석하기 위하여 시장조정수익률모형(Market Adjusted Return Model)<sup>6)</sup>을 통한 사건연구방법론을 사용하였다. 사건연구(Event Study)는 어떤 사건이 증권시장에 공개된 시기전후의 초과수익률을 추정하여 이것이 새로운 사건 또는 정보에 의한 것인지를 평가하는 실증분석기법으로 Fama et al.(1969)이 뉴욕증권거래소에서 주식분할 공시의 정보효과에 대한 분석을 통해 효율적 시장가설을 증명하는데 사건연구방법을 사용한 이래로 현재 재무 및 회계학 분야의 실증연구에서 가장 많이 사용되고 있는 연구방법이다. 사건연구는 특정 사건에 기인한 기업가치의 변화량을 파악하는데 실증적으로 검증된 방법론이다(Brown and Warner, 1985). 또한 사건연구는 주식시장 전체의 변동에 대해서 각 기업의 특정한 사건으로 인한 효과를 분리해 내는데 매우 적합한 방법이라 할 수 있다(Hendricks and Singhal, 1997). 시장조정수익률모형(Market Adjusted Return Model)은 초과수익률(Abnormal Return: AR)을 산출하기 위해 시장지수 자체를 예상주가수익률의 대용치로 사용하여 개별기업의 주가수익률에서 시장지수 수익률을 차감하는 방법이다. 그 외의 다양한 초과수익률을 산출하기 위한 모형이 있지만 본 연구는 Cooper et al.(2001, 2005) 등이 상호변경에 효과분석에 적용한 바 있는 시장조정수익률모형을 이용하여 초과수익률을 계

5) 상호변경은 지분의 변경, 소속의 변경, 인수 합병(M&A) 또는 기타 요인 등 여러 가지 이유로 인해 발생한다. 이것은 단순한 상호 변경보다 효과적인 신호일 수 있다. 그래서 본 연구에서는 순수하게 상호변경에만 국한하며, 이러한 요소들을 통제한다.

6) 초과수익률을 산출하기 위한 모형은 미조정수익률 모형, 시장조정수익률 모형, 업종조정수익률 모형, 시장 모형 총 네 가지가 있지만, 미조정수익률 모형을 제외한 세 개의 모형은 결과 차이가 없어, 어떤 모형을 사용해도 상관없다(김철교, 2000). 김찬웅, 김경원(1997)의 연구에서도 시장모형이 시장조정수익률모형 및 업종조정수익률모형 보다 검증력이 떨어지는 것으로 밝혀졌다.

산하여 적용하였다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

$AR_{jt}$ : 표본기업 주식 j의 t일의 초과수익률,  $R_{jt}$ : 표본기업 주식 j의 t일의 수익률,  $R_{mt}$ : t일의 코스닥 지수 수익률

표본기업의 일별 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)은 위의 식에 따라 계산된 개별기업의 초과주가수익률을 이용하여 아래의 식으로 계산하였고, 검증기간인  $t_1$ 에서  $t_2$ 까지의 평균누적초과수익률(average cumulative abnormal return : ACAR)은 검증기간의  $AR_{j,t}$ 를 기간에 따라 누적하여 표본 수로 나누어 ACAR를 구하였다.

$$CAR_{j,t_1,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{j,t} \tag{1}$$

$CAR_{j,t_1,t_2}$  :  $t_1 \sim t_2$ 일의 누적초과수익률,  $AR_{j,t}$  : 표본기업 주식j의 t일의 초과 수익률

$$ACAR_{t_1,t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} CAR_{j,t} / N \tag{2}$$

검증기간동안의  $ACAR_{t_1,t_2}$ 에 대한 t-통계량<sup>7)</sup>은

$$t\text{-통계량} = \frac{ACAR_{t_1,t_2}}{S(CAR_{t_1,t_2}) / \sqrt{N}} \tag{3}$$

이때,  $S(CAR_{t_1,t_2}) = \sqrt{\text{var}(CAR_{t_1,t_2})}$  이다.

본 연구는 상호변경을 한 전체 표본을 그룹간 비교를 통하여 상호변경의 어떠한 형태가 기업가치에 영향을 미치는 지 알아보고자 그룹간 짝표본 검증 방법(Paired Samples *t*-test Method)을 이용하여 성과차이를 분석한다. 또한 상장폐지기업의 경우 표본의 수가 충분하지 않아 발생할 수 있는 판단오류를 방지하기 위하여 차이검증 시 중앙값에 대한 Wilcoxon 검증방법을 함께 사용한다. 더불어 상호변경은 기업이 가지고 있는 특성에 따라 주식시장에서 다른 영향을 나타낼 것으로 판단되어 기업특성을 나타내는 대표 재무수치(총자산, 부채, 자기자본, 매출액, 영업이익, 당기순이익 등)를 중심으로 *t*-test 및 Wilcoxon 검정을 실시하였다.<sup>8)</sup>

7) 기업별로 도출한 누적초과수익률이 0인지를 검증하기 위한 t-검정통계량을 사용하여 유의성을 측정할 수 있다(Brown and Warner, 1985)

8) 이때 재무수치 변수는 모든 기업에 대해 3% 수준으로 윈저화(Winsorized)된다. 회계 비율에 내재된 왜곡 때문에 중앙값에서 결론을 도출하는 것이 최선이다.

$$ACAR(t_1, t_2) = \beta_0 + \beta_1 D.LIST\_D + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 LEV_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 TQ_{t-1} \\ + \beta_6 MSC\_E + \beta_7 CR_{t-1} + \beta_8 D.COST_{t-1} + YD + ID + \varepsilon_t \quad (4)$$

여기에서,

ACAR( $t_1, t_2$ ) = 상호변경기간  $t_1$ 일부터  $t_2$ 일까지 ACAR

DList\_D = 상호변경 후 상장폐지된 기업인 경우 1 아니면 0인 더미변수

SIZE $_{t-1}$  = 상호변경 직전년도 기업규모로 총자산에 대한 로그값

LEV $_{t-1}$  = 상호변경 직전년도 레버리지 비율로 총부채/ 자기자본 장부가액

ROA $_{t-1}$  = 상호변경 직전년도 수익률로 영업이익/총자산

TQ $_{t-1}$  = 상호변경 직전년도 TOBIN'S Q비율로 (시가총액+부채총계)/ 총자산

MSC\_E = 경영자의 기대심리효과로 (영업이익 $_{t+1}$  - 영업이익 $_t$ )/총자산 $_t$

CR $_{t-1}$  = 상호변경 직전년도의 유동비율로 유동자산/유동부채

D.COST $_{t-1}$  = 상호변경 직전년도의 고정비용으로 감가상각비에 대한 로그값

YD $_t$  = 연도별 고정효과(fixed effect)를 통제하기 위한 더미변수

ID $_t$  = 산업별 고정효과(fixed effect)를 통제하기 위한 더미변수

또한 본 연구는 사건 연구 외에도 상호변경 공시에 대한 상장유지기업과 상장폐지기업의 시장 반응의 차이에 대한 강건성 분석차원에서 ACAR에 영향을 미치는 변수를 통제한 회귀모형(식(4))을 다음과 같이 설정한다. 회귀분석에서는 연도 및 산업의 고정효과를 통제하여 분석하고자 한다. 이 분석은 상호변경 공시에 대한 긍정적인 시장 반응을 이끌어 내는 구체적인 기업 속성을 결정하기 위해 수행된다. 상호를 변경한 기업의 특성을 기업규모, 수익성, 안전성 측면에서 조사하였다. 상호변경 공시 직전년도의 재무 관련 자료를 이용하였다.

상장폐지기업과 상장유지기업의 상호변경전 재무적 특성에 의하여 평균누적수익률이 다를 것이라는 가정 하에 식(4)를 이용하여 재무자료의 대표적인 변수들을 통제한 후 분석하기로 한다. SIZE는 기업규모의 대용치로서 상호변경 직전년도 총자산에 로그값을 적용하여 사용한다. 기업의 규모가 커지면 정보의 비대칭성이 낮아지는 경향이 있다. 따라서 기업규모가 작은 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 상호변경에 따른 시장 반응 클 것으로 기대된다. LEV는 상호변경 직전년도의 레버리지 비율로 부채를 총자산으로 나눈 값이다. 부채구성비율이 높을수록 상호변경 기업에 대한 금융기관의 대출 심사 등으로 낮은 기업에 비하여 상대적으로 정보비대칭이 줄어드는 효과를 기대할 수 있다. ROA는 상호변경 직전년도의 총자본수익률로 영업이익을 총자산으로 나눈 값으로 기업의 수익성을 통제하기 위하여 사용한다. TQ는 Tobin의 Q비율로 기업의 시장 가치(시가총액+부채총계) 실물자본의 총대체원가(총자산)의 관계를 나타내는 것으로 상호변경 직전년도에 Q비율이 높은 기업에 대하여 정보비대칭이 줄어드는 효과를 기대할 수 있다. MSC\_E는 상호변경을 앞둔 기업의 내부정보에 대한 대용치로 기업영업이

익에 대한 경영자의 기대심리효과를 통제하기 위하여 사용한다.<sup>9)</sup> CR는 상호변경으로 직전년도의 유동비율로 기업의 단기 지급능력에 해당하는 현금 동원력을 가늠하는 지표로 재무구조 안정성을 측정하는 비율이다. 만일 기업이 채무를 지불할 단기재력을 갖고 있지 않다면 장기채무를 지불하는 데 어려움을 가질 것이다. D.COST는 상호변경 직전년도의 고정자산 투자에 대한 고정비용의 대응치로 감가상각비에 대한 로그한 값을 사용한다. YD와 ID는 상호변경을 시행한 연도별효과와 소속 산업별 효과를 통제하기 위하여 더미변수를 모형에 포함시킨다.

### 3.3. 표본의 선정

코스닥 시장에서는 매년 많은 상장기업들이 그들의 상호를 바꾸고 있다. 특히 2000년 이후 증권시장에서 상호를 변경시키는 회사는 매년 증가하고 있다. <표 1>에서와 같이 한국예탁결제원이 발표한 자료에 따르면, 2016년 상장사 중 99개사가 상호를 변경하였고, 그 중 80개사가 코스닥 소속 기업들이다. 코스닥의 경우 2003년 대비 2008년의 상호변경기업의 증가율은 300%에 달한다. 이렇듯 해마다 코스닥 소속 기업들의 상호변경이 압도적으로 많으나, 그러한 시도들에 대하여 코스닥 시장이 효율적으로 받아들이고 있는지에 대한 뚜렷한 연구결과는 나타나 있지 않았다. 대부분 코스피 시장과 비교 대상으로 분석을 하고 있다.

상호변경 사례와 공시일에 관한 자료는 금융감독원 Dart 전자공시시스템, 한국거래소의 공시검색시스템을 비롯하여 한국상장회사 협의회 발행 월간 상장지, 증권시장지 등의 자료원으로 부터 수집하였다. 본 연구의 공시일은 상호변경이 완전히 확정되는 것은 기업의 주주총회의 의결일이지만, 그 전에 주주총회 소집공고 및 이사회결의 등이 선행되어지므로 본 연구는 자료원에서 상호변경의 의도를 공시한 날이 최초 일을 사건일로 하였다.<sup>10)</sup> 시장 및 개별기업의 수익률과 재무자료는 Fn\_DATAGuide를 통해 자료를 추출하였다.

9) 김권중·김문철·전중열(2004)와 송치승(2018)은 다음 년도의 이익에 대한 경영자의 기대심리효과를 통제하기 위하여 이익에 관한 경영자의 내부정보 대응치로 해당변수를 사용한 바 있다.

10) 선행연구에서 사건일은 오희장과 현영하(2003), 장경천과 김연권(2007)의 경우 상호변경이 실질적으로 일어난 변경상장일을 사건일로 하였으나, 송영균(1991)은 상호변경의 공시일을 사건일로, 이태희, 박찬수(2000)의 경우에는 최초 보도일, 최초공시일, 주주총회일 중 가장 빠른 날짜를 사건일로 한 바 있다. Horsky and Swyngedouw(1987)도 Dow Jones News Service가 최초로 보도한 일자를 사건일로 채택하였다.

〈표 1〉 최근 상호변경 현황

(단위:사)

연도	유가증권시장법인	코스닥시장법인	합 계
2000	32	99	131
2001	30	40	120
2002	45	54	99
2003	24	43	67
2004	33	78	111
2005	30	84	114
2006	44	97	141
2007	33	122	155
2008	53	130	183
2009	32	99	131
2010	40	83	123
2011	27	55	82
2012	20	49	69
2013	22	45	67
2014	29	39	68
2015	22	76	98
2016	19	80	99
합계	535	1,273	1,858

주1) 자료: 한국예탁결제원

구체적인 표본선정 절차는 아래의 <표 2>에 기술되어 있다. 2000년 1월부터 2016년 12월말까지 기간 동안 최초 표본은 1,273 건이며, 여기서 12월 결산법인이 아닌 기업과 금융 관련 기업을 먼저 제외하였다. 그리고 순수 상호변경만을 대상으로 분석하고자 합병, 분할 등의 이유로 상호변경을 시도한 경우는 제외하였으며, 사건기간 전후로 다른 이벤트가 있는 사례 역시 제외되었다. 최종적으로 508건의 상호변경 사례가 표본으로 가설검증에 사용되었다.

〈표 2〉 표본선정

표본선정기준	표본 수
2000년부터 2016년까지 코스닥 소속 상장기업 중 상호변경 건	1,273건
- 다수 변경되어 연구기간 내 기간이 겹치는 경우	405건
- 연구모형에 필요한 변수들에 대한 자료를 입수할 수 없는 표본	143건
- 12월 비결산법인	47건
- 금융업	51건
- 합병	119건
최종 표본	508건

<표 3>는 이렇게 하여 선정된 508개의 표본들로 상호변경 후 2년 이내에 상장폐지 여부와 2018년 12월 현재 상장폐지여부에 따라 다음과 같이 분류되었다. 상호변경의 효과가 지속된다고는 보기는 어렵지만 2년 이내일 것이라고 판단되어지며, 그 기간 안에 전략적 의지를 가지고 상호변경을 한 기업과 재무적으로 열악함에도 불구하고 단지 부정적 이미지만을 희석시키기 위하여 상호변경을 한 경우는 투자자들이 투자의사결정을 할 때 다른 의사결정을 할 것이라고 여겨져 상장유지기업과 상장폐지기업의 기준을 2년으로 두었다. 상호변경 후 2년 이내 상장폐지된 기업은 총 508건 중 24건<sup>11)</sup>이었고, 상호변경 후 현재까지 상장폐지된 기업은 154건이었다. 이는 총 상호변경 건에 30.3%에 해당하는 기업이 상호변경 후 코스닥 시장에서 상장폐지된 것으로 이러한 기업들의 상호변경 시도가 시장에서는 어떻게 반응하고 있는지 분석하는 것은 의미 있는 일이라고 여겨진다. 본 연구에서 분석하고자 한 상장폐지여부 기간은 상호변경으로 인하여 기회비용을 잃어 기업이 큰 위험에 빠질 수 있는 2년 이내의 기간을 중점적으로 다루도록 하며, 여러 조건으로 인하여 다소 적어진 샘플의 문제를 해소하고자 현재까지의 상장여부에 의한 기준을 첨부하여 분석토록 한다.

<표 3> 연도별 표본의 수

연도	전체	상호변경 후 2년 내 상장폐지 여부		상호변경 후 현재 상장폐지여부	
		상장유지	상장폐지	상장유지	상장폐지
2000	19	18	1	11	8
2001	21	21	0	13	8
2002	18	17	1	8	10
2003	17	16	1	11	6
2004	34	33	1	22	12
2005	49	49	0	23	26
2006	30	30	0	15	15
2007	46	42	4	24	22
2008	35	28	7	20	15
2009	38	36	2	27	11
2010	28	24	4	21	7
2011	21	19	2	16	5
2012	24	24	0	24	0
2013	30	30	0	26	4
2014	22	22	0	20	2
2015	41	40	1	38	3
2016	35	35	0	35	0
합계	508	484	24	354	154

주1) 상장폐지여부의 현재는 2018년 12월 현재를 기준함.

11) 상호변경을 한 후 많은 기업들이 상장폐지 되었지만, <표 2>의 선정기준에 의하여 순수상호변경만을 기준으로 하여 상호변경 후 2년 이내 상장폐지된 기업의 샘플수가 다소 적어졌다. 이러한 문제를 해결하기 위하여 비모수검정인 Wilcoxon 검정방법을 함께 제시하였다.

## 4. 실증분석결과

### 4.1. 코스닥시장에서 상호변경의 효과 분석

<표 4>는 코스닥 시장에서 상호변경을 한 전체 기업들의 기간별 평균누적초과수익률(ACAR)을 나타낸 것이다.<sup>12)</sup> 상호변경 효과에 대한 검정결과의 왜곡을 방지하기 위해 사건기간을 나누어 기간별로 상호변경에 대한 효과를 검증하는 것도 의미있는 일이라 여겨져 전체기간을 (-60,+60), (-30,30), (-10,+10), 그리고 (-5,+5)로 나누어 분석해보았다.

<표 4> 상호변경기업의 구간별 ACAR 분석 및 전후 차이

Buy-Hold Period	MEAN	STD.	T	MED.
(-60,+60)	0.143	0.605	5.311 ***	0.062
(-60,0)	0.169	0.498	7.654 ***	0.087
(+1,+60)	-0.026	0.333	-1.794 *	-0.042
DACAR	0.196	0.592	7.440 ***	[508]
Wilcoxon Z			6.992 ***	
(-30,+30)	0.041	0.399	2.315 **	0.002
(-30,0)	0.061	0.301	4.589 ***	0.024
(+1,+30)	-0.020	0.245	-1.856 *	-0.041
DACAR	0.081	0.376	4.879 ***	[508]
Wilcoxon Z			4.856 ***	
(-10,+10)	0.0093	0.210	1.003	-0.007
(-10,0)	0.0087	0.148	1.326	0.006
(+1,+10)	0.0006	0.142	0.096	-0.013
DACAR	0.008	0.202	0.909	[508]
Wilcoxon Z			.902	
(-5,+5)	0.007	0.147	1.125	-0.004
(-5,0)	0.008	0.114	1.631	0.000
(+1,+5)	-0.001	0.110	-0.190	-0.010
DACAR	0.009	0.169	1.224	[508]
Wilcoxon Z			1.883 *	

주1) [ ] 표본의 수, \* P<0.10, \*\* P<0.05, \*\*\* P<0.01 수준의 유의성(양측검정)을 나타냄.

2) Z는 윌콕슨 부호순위 검정(Wilcoxon signed rank test)임.

3) STD.는 표준편차, MED.는 중앙값임.

전체기간(-60,+60), 공시전(-60,0)과 공시후(+1,+60)의 ACAR을 보면 각각 0.143(T값=5.311), 0.169(T값=7.654), -0.026(T값=-1.794)로 나타났다. 결국 상호변경이라는 사건은 사건기간동안 통계적으로 매우 유의한 양의 값을 나타내고 있었으며, 상호변경공시

12) 관련 기술통계량은 부록 <표 2> 참조.

전에 16.9%<sup>13)</sup>로 긍정적인 반응이 집중적으로 나타났다. 상호변경 후에는 -2.6%로 다소 감소하는 것으로 나타났다. 공시전(-60,0)과 공시후(+1,+60)의 차이검증에서도 0.196(t값=7.440, Z값 6.992)의 초과수익률의 차이를 보이고 있으며 통계적으로 매우 유의하게 나타났다. 이는 상호변경이라는 사건을 코스닥 시장에서는 매우 긍정적으로 받아들이고 있는 것으로 보인다. 즉 상호변경에 대해 투자자들은 긍정적인 반응을 보이고 있는 것으로 보이며, 이는 상호변경에 대한 의사결정이 투자자들에게 높은 누적초과수익률을 얻게 하고 있다고 볼 수 있다. 따라서 상호변경이라는 기업적 전략이 코스닥시장에서 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것이다.

상호변경공시 이후 유의한 음의 값을 나타내고 있는 것은 상호변경에 대하여 과도하게 반응한 것에 대해 일부 감소하는 것으로 여겨진다. 즉 상호변경의 효과가 사전 정보누출로 공시 전에 주가에 반영되고, 공시 후에는 과잉반응에 의한 주가조정이 일어나는 것으로 보인다. 이러한 결과는 공시후 상호변경이라는 정보취득에 의하여 투자자들이 긍정적인 신호로 주식을 매수를 하였을 경우 양의 누적초과수익을 보지 못하는 것으로 나타났으며, 오히려 손해를 보고 있는 것으로 파악된다.

사건기간을 (-30,+30), (-10,+10), (-5,+5)로 나누어 분석하여 비교한 결과, 상호변경에 대한 긍정적 반응은 상호변경 공시전 60일 이전에 정보를 취득하여 매수 보유하고 있는 것이 가장 높은 초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 그러나 30일 전에 취득하여 매수 보유하는 경우는 4%, 나머지 기간에는 1%도 못미치는 수익률을 취득하는 것으로 나타났다. 이는 코스닥 시장에서 상호변경이라는 사건에 대해 취득한 정보가 다른 투자자들보다 늦어질 경우, 더불어 매입보유 기간을 길게 유지하는 투자자들은 많은 손해를 볼 수 있는 것으로 판단된다. 상호변경이 기업에 긍정적인 신호를 유발하는 사건이 맞다면, 전체 상호변경 건에 대하여 코스닥 시장은 상호변경에 대해 효율적으로 반응하고 있다고 볼 수 있다.

<표 5>와 <표 6>는 상호변경 후 상장폐지된 기업과 상장유지기업 간에 차이를 분석한 결과이다. 먼저 <표 5>는 상호변경 후 2년 이내<sup>14)</sup> 상장폐지된 기업과 상장유지된 기업 간에 차이를 나타내고 있다. 전체기간(-60, +60)을 볼 때 상장유지기업은 매우 유의하게 약 15.4%의 평균누적수익률(ACAR)을 얻는 것으로 나타났다. 같은 기간 상장폐지기업은 -9.6%의 손실을 입는 것으로 나타났지만, 유의한 값을 나타내지는 못하였다. 그러나 상장유지기업과 상장폐지기업의 차이는 매우 유의하게 나타났으며, 상장유지기업이 상장폐지기업에 비하여 약 25%이상의 누적초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 상호변경 공시전(-60,0)기간에서도 상장유지기업은 매우 유의한 누적초과수익률

13) 동 기간에 최대 290.59%까지의 수익에서 최소 -195.34%의 손실을 입고 있는 것으로 파악되었다.

14) 상장유지, 2년 이내 상장폐지, 3년 이내 상장폐지, 5년 이내 상장폐지 및 2018년 12월 현재 상장폐지로 나누어 One-way ANOVA분석 및 사후검정을 통하여 상장유지와 2년 이내 상장폐지의 경우 매우 유의하게 차이가 있음을 확인하였다.

(17.2%)을 얻는 것으로 나타났으며, 상장폐지기업 또한 11%의 누적초과수익률을 얻는 것으로 나타났지만 그 값은 유의하지 않았다. 상호변경공시전에는 상장유지기업과 상장폐지기업간에는 유의한 차이는 발견되지 않았다. 상호변경공시후(+1,+60)기간의 경우 상장유지기업이 -1.8%로 다소 떨어지는 것으로 보이나 그 값은 유의하지 않았다. 그러나 상장폐지기업의 경우 매우 유의하게 -20.6%의 평균누적초과손실을 나타냈다. 동기간에 상장유지기업의 경우 상장폐지기업에 비하여 유의하게 18.8%(T값=2.041)이상의 누적초과수익률을 얻는 것으로 나타났다.

상장유지기업은 전체기간에 매우 유의한 값을 나타냈으며, 상호변경공시후에도 다소 떨어지기는 했으나 그 정도가 유의하지는 않았다. 따라서 상호변경 후 상장을 계속 유지하는 기업의 경우에는 상호변경시 시장반응이 긍정적인 것으로 나타났다. 반면에 상장폐지기업의 경우는 상호변경이라는 사건의 전체기간에 유의한 값을 얻지 못하였다. 또한 상호변경전 유의하지는 못하지만 다소 높은 누적초과수익률은 상호변경공시후 매우 유의하게 큰 폭으로 떨어지는 것으로 나타났다. 결과적으로 코스닥 시장은 상호변경이라는 사건에 효율적으로 반응할 것인가? 라는 질문에 상호변경이 기업에 긍정적인 신호를 유발하는 사건이 맞다면, 코스닥 시장은 상호변경 후 상장유지되는 기업과 상장폐지되는 기업에 효율적이게 반응하는 것으로 나타났다.

<표 5> 상장유지기업과 상장폐지기업(2년 이내)의 상호변경에 따른 ACAR 차이 비교

Buy-Hold Period	LISTED COMPANY(2Y)[484]①			DELISTED COMPANY(2Y)[24]②				① VS. ②	
	MEAN	STD.	MED.	MEAN	STD.	MED.	DIFF.	T	Z
(-60,+60)	0.154 ***	0.601	0.071	-0.096	0.649	-0.251	0.25	1.985 **	2.265 **
(-60,0)	0.172 ***	0.503	0.087	0.11	0.373	0.09	0.062	0.596	0.068
(+1,+60)	-0.018	0.324	-0.039	-0.206 ***	0.446	-0.226	0.188	2.041 *	2.563 ***
(-30,+30)	0.047 ***	0.392	0.007	-0.074	0.524	-0.148	0.121	1.112	1.942 *
(-30,0)	0.064 ***	0.302	0.024	<u>0.0001</u>	0.277	0.016	0.064	1.02	0.873
(+1,+30)	-0.018	0.242	-0.039	-0.074	0.304	-0.129	0.056	0.895	1.536
(-10,10)	0.012	0.208	-0.006	-0.036	0.248	-0.018	0.047	1.074	1.006
(-10,0)	0.009	0.148	0.006	0.011	0.162	0.015	-0.003	-0.084	-0.004
(+1,+10)	0.003	0.139	-0.013	-0.047	0.197	-0.043	0.05	1.225	1.122
(-5,+5)	0.007	0.146	-0.003	0.009	0.165	-0.016	-0.002	-0.055	-0.177
(-5,0)	0.009	0.114	0.001	-0.011	0.119	-0.01	0.02	0.837	0.595
(+1,+5)	-0.002	0.108	-0.01	0.02	0.14	-0.012	-0.022	-0.744	-0.31

주1) [ ] 표본의 수, \* P<0.10, \*\* P<0.05, \*\*\* P<0.01 수준의 유의성(양측검정)을 나타냄.

2) Z는 윌콕슨 부호순위 검정(Wilcoxon signed rank test)임.

3) STD.는 표준편차, MED.는 중앙값, DIFF.는 차이값임.

즉, 상호변경후 상장이 계속 유지된 기업은 긍정적인 반응을 상장이 폐지된 기업에는 반응을 하지 않았으며, 정보의 비대칭에 의하여 다소 상승했던 값은 상호변경공시후

급격히 떨어지는 것으로 나타났다. 코스닥 시장은 이들 두 집단에 대하여 차별적으로 반응하고 있었다. 상장폐지기업이 올라가는 것이 유의적이지 못하니 비효율적이라고는 볼 수 없으나, 여전히 상호변경이라는 신호가 투자수요를 유발시킨다는 선행연구와도 일치한다고 볼 수 있다.

전체기간을 (-30,+30)으로 보았을 때도 유사한 결과를 보이고 있으나 누적초과수익률은 낮았으며, 전체기간을 (-10,10), (-5,+5)로 보았을 때는 상호변경으로 인하여 유의한 어떠한 값도 얻지 못하였다.

<표 6>은 상호변경 후 2018년 12월 현재를 기준으로 상장폐지된 기업과 상장유지된 기업 간에 차이를 나타내고 있다. 전체기간(-60, +60)을 볼 때 상장유지기업은 매우 유의하게 약 16.5%의 평균누적수익률(ACAR)을 얻는 것으로 나타났다. 동 기간에 상장폐지 기업도 9%의 수익률을 달성하는 것으로 보이나 유의하지는 않았다. 동 기간 상장유지기업과 상장폐지기업의 차이는 유의한 값을 나타내지 못하였다. 기간을 세분화하여 상호변경공시전(-60,0)과 상호변경공시후(+1,+60)로 나누어 보면, 상호변경공시전에는 상장유지기업의 경우 17%, 상장폐지기업은 16.8%로 누적초과수익률에는 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다. 그러나 상호변경공시후에는 상장유지기업은 다소떨어지기는 하나 그 값은 유의하지 않았으며, 상장폐지기업의 경우 매우 유의하게 -7.8%로 떨어지는 것으로 나타났다. 상호변경공시후 상장유지기업과 상장폐지기업의 누적초과수익률의 차이는 7.3%로 매우 유의한 차이를 나타내고 있다. 상장폐지가 나중에 이루어졌더라도 코스닥시장에서는 상호변경이라는 의사결정에 효율적으로 반응하고 있음을 알 수 있었다.

전체기간을 (-30,+30)으로 보았을 때도 유사한 결과를 보이고 있으나 누적초과수익률은 낮았으며, 전체기간을(-10,10), (-5,+5)로 보았을 때는 상호변경으로 인하여 유의한 어떠한 차이도 발견하지 못하였다.

그렇다면 상호변경후 계속해서 상장유지를 하는 기업과 상장폐지된 기업은 어떠한 차이가 있는지 재무적 관점에서 알아보는 것도 의미 있는 일일 것이다.

〈표 6〉 상장유지기업과 상장폐지기업(현재)의 상호변경에 따른 ACAR 차이 비교

Buy-Hold Period	LISTED			DELISTED			① VS. ②			
	COMPANY(now)[354]①			COMPANY(now)[154]②			DIFF.	T	Z	
	MEAN	STD.	MED.	MEAN	STD.	MED.				
(-60,+60)	0.165 ***	0.591	0.059	0.090	0.635	0.063	0.075	1.255	-1.345	
(-60,0)	0.170 ***	0.484	0.078	0.168 ***	0.530	0.096	0.002	0.040	-0.116	
(+1,+60)	-0.004	0.326	-0.034	-0.078 ***	0.343	-0.112	0.073	2.294 **	-2.24 **	
(-30,+30)	0.065 ***	0.400	0.013	-0.015	0.392	-0.055	0.080	2.085 **	-2.377 **	
(-30,0)	0.075 ***	0.300	0.025	0.029	0.300	0.023	0.046	1.580	-1.291	
(+1,+30)	-0.010	0.246	-0.035	-0.044 **	0.242	-0.065	0.034	1.452	-1.889	
(-10,10)	0.021 *	0.202	0.003	-0.017	0.224	-0.032	0.038	1.866	-1.71	
(-10,0)	0.011	0.140	0.006	0.002	0.166	0.005	0.009	0.587	-0.366	
(+1,+10)	0.009	0.138	-0.010	-0.019	0.152	-0.024	0.029	2.094 ***	-1.881 *	
(-5,+5)	0.009	0.145	-0.001	0.003	0.152	-0.006	0.006	0.408	-0.068 *	
(-5,0)	0.010	0.110	0.001	0.005	0.123	-0.002	0.005	0.412	-0.407	
(+1,+5)	-0.001	0.105	-0.011	-0.002	0.121	-0.006	0.001	0.111	-0.015 *	

주1) [ ] 표본의 수, \* P<0.10, \*\* P<0.05, \*\*\* P<0.01 수준의 유의성(양측검정)을 나타냄.

2) Z는 윌콕슨 부호순위 검정(Wilcoxon signed rank test)임.

3) STD.는 표준편차, MED.는 중앙값, DIFF.는 차이값임.

#### 4.2. 코스닥시장에서 상호변경 기업의 재무적 특성

상호변경기업의 상호변경 전후 주요 재무수치들에 대한 차이검증은 <표 7>에 제시하였다.<sup>15)</sup> 상호를 변경한 기업들의 상호변경직전년도와 직후년도의 주요 재무수치 증감률을 각각 살펴보면, 총자산은 공시후 24%, 부채총계는 28%, 자본총계는 24%, 매출액은 27%, 유동자산은 18%, 유동부채는 28% 감가상각비는 51%로 통계적으로 매우 유의하게 증가하였다. 시가총액 역시 9%로 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 다만 영업이익은 21%로 증가하기는 하나 그 값이 유의하지 못하였으며, 당기순이익의 경우 -192%로 매우 유의하게 큰 폭으로 감소하는 것으로 나타났다.

15) 관련 기술통계량은 부록 <표 2> 참조.

<표 7> 상호변경 전후의 재무적 특성 차이검증

(단위, 백만원)

[508]		MEAN	STD.	MED.	DIFF.	IN./DE. RATE	T	Z		
총자산	t-1	9118.1	12650.0	4669.6	2138.6	0.24	6.26	***	9.62	***
	t+1	11256.7	15844.0	5728.2						
부채총계	t-1	4452.5	6887.9	1858.7	1251.4	0.28	5.47	***	8.42	***
	t+1	5704.0	8747.9	2626.4						
자본총계	t-1	4488.4	5951.3	2581.2	1054.6	0.24	6.84	***	7.76	***
	t+1	5543.0	7960.8	2930.6						
유동자산	t-1	43190.6	54384.6	22622.6	7733.6	0.18	4.91	***	7.35	***
	t+1	50924.2	66526.3	28723.6						
유동부채	t-1	32361.0	48953.9	13531.7	8917.0	0.28	5.74	***	8.47	***
	t+1	41278.0	61170.3	19553.7						
매출액	t-1	7629.7	11376.4	3534.3	2071.4	0.27	5.80	***	7.78	***
	t+1	9701.1	15063.4	4194.5						
영업이익	t-1	175.1	943.1	38.2	36.7	0.21	0.90		0.71	
	t+1	211.8	1103.0	29.0						
당기순이익	t-1	-156.6	1138.0	-33.0	-300.3	1.92	-4.5	***	-3.5	***
	t+1	-456.9	1426.3	4046.0						
감가상각비	t-1	76.9	104.4	36.4	39.6	0.51	6.76	***	7.49	***
	t+1	116.5	164.4	51.3						
시가총액	t-1	7112.4	10888.2	3237.1	663.0	0.09	1.94	*	2.39	**
	t+1	7775.4	9926.5	4046.0						

주1) [] 표본의 수, \* P<0.10, \*\* P<0.05, \*\*\* P<0.01 수준의 유의성(양측검정)을 나타냄.

2) Z는 윌콕슨 부호순위 검정(Wilcoxon signed rank test)임.

3) STD.는 표준편차, MED.는 중앙값, DIFF.는 차이값, IN./DE.RATE는 증감률임.

이는 상호변경으로 인하여 기업의 자금사정이나 매출액이 늘어나는 것으로 보이나 순이익이 발생하기까지는 다소 짧은 시간으로 보여 진다. 또한 기업은 상호변경직후년도에 늘어난 총자산을 기업의 미래를 위하여 고정자산에 투자하고 있는 것으로 나타났으며, 이러한 투자가 바로 당기순이익을 창출할 만큼의 시간은 아닌 것으로 여겨진다. 고정자산에 대한 투자의 합리성을 찾기 위해서는 매출액증가율 대비 영업이익증가율이 상승하여야 하나, 상호변경 직후년도의 재무제표만을 다루었으므로, 이러한 결과가 반드시 나쁘다고 보기는 어렵다. 이러한 현상은 투자자의 입장에서는 상호변경이라는 의사결정이 보다 적극적인 기업의 의지로 비추어져 기업의 자본 및 부채조달이 원활해져서, 총자산이 늘었고, 시장의 기대도 상승한 것으로 보여 진다.

상호변경 후 상장폐지 여부에 따른 차이검증은 <표 8>과 <표 9>에 제시하였다. 먼저 상호변경 후 2년 이내에 상장폐지 여부에 따른 차이검증의 결과(<표 8>)를 보면, 상호변경공시 직전년도에는 상장유지기업의 경우 자본총계는 50%, 영업이익은 272%, 시가총액은 43%로 매우 유의하게 높았으며, 당기순이익의 경우에도 손실을 내고 있기

는 하나 상장유지기업이 상장폐지기업에 비하여 512%이상 매우 유의하게 높은 것으로 나타났다. 총자산은 30%, 부채총계는 16%, 유동자산은 22%, 유동부채는 12%로 상장유지기업이 상장폐지기업에 비하여 높기는 하나 그 값이 유의하지는 못하였다. 특이할만한 점은 감가상각비의 경우 상장유지기업에 비하여 상장폐지기업이 다소 높았으며, 그 값은 유의하지는 못하였다.

〈표 8〉 상장유지기업과 상장폐지기업(2년 이내)의 재무적 특성 차이검증

(단위, 백만원)

VARIABLES		LISTED COMPANY(2Y)[484]		DELISTED COMPANY(2Y)[24]		① VS. ②			
		①		②		(①-②)/①	T	Z	
		MEAN	STD.	MEAN	STD.				
총자산	t-1	9248.9	12788.7	6480.6	9232.3	0.30	1.05		1.43
	t+1	11623.3	16129.2	3864.2	3250.9	0.67	7.85	***	4.00 ***
부채총계	t-1	4418.5	6773.4	5139.1	9046.4	0.16	0.50		0.43
	t+1	5754.8	8752.6	4679.4	8775.0	0.19	0.59		1.32
자본총계	t-1	4596.2	6061.7	2313.8	1985.9	0.50	4.66	***	1.98 ***
	t+1	5761.3	8089.7	1140.1	1201.7	0.80	10.45	***	5.48 ***
유동자산	t-1	43653.7	54470.2	33851.6	52869.0	0.22	0.86		1.89 *
	t+1	52686.6	67598.2	15382.4	14683.0	0.71	8.69	***	4.54 ***
유동부채	t-1	32546.7	48870.6	28616.4	51540.4	0.12	0.38		1.10
	t+1	41991.2	62126.4	26894.3	34673.6	0.36	1.98	*	1.18
매출액	t-1	7749.0	11409.0	5224.6	10634.5	0.33	1.06		1.91 **
	t+1	9973.8	15125.8	4201.4	12809.7	0.58	2.14	***	4.85 ***
영업이익	t-1	201.0	954.7	-346.6	409.4	2.72	5.82	***	3.69 ***
	t+1	249.6	1111.5	-551.1	489.2	3.21	7.16	***	4.55 ***
당기순이익	t-1	-126.1	1146.6	-772.0	725.5	-5.12	2.73	***	3.67 ***
	t+1	-379.6	1381.4	-2014.7	1453.6	-4.31	5.65	***	5.17 ***
감가상각비	t-1	76.7	103.6	81.4	121.4	-0.58	-0.21		-0.62
	t+1	119.4	166.5	58.1	97.4	0.18	2.88	***	-3.73 ***
시가총액	t-1	7260.8	11097.7	4120.1	4145.7	0.43	3.19	***	1.26
	t+1	8077.7	10070.3	1678.6	1313.6	0.79	12.06	***	5.39 ***

주1) [] 표본의 수, \* P<0.10, \*\* P<0.05, \*\*\* P<0.01 수준의 유의성(양측검정)을 나타냄.

2) Z는 윌콕슨 부호순위 검정(Wilcoxon signed rank test)임.

3) STD.는 표준편차임.

상호변경공시 후 다음 년도의 상장유지기업과 상장폐지기업의 차이는 매출액(33%)을 제외한 총자산(67%), 부채총계(19%), 자본총계(80%), 유동자산(71%), 유동부채(36%) 감가상각비(18%), 영업이익(272%), 시가총액(79%), 모든 재무수치가 상장폐지기업에 비하여 월등히 상승하고 있으며, 그 값은 매우 유의적이었다. 당기순이익은 손실이 나고 있으나 431%로 상장유지기업이 상장폐지기업에 비하여 매우 유의적으로 높았다.

상장유지기업의 경우 상호변경공시 직전연도에 비하여 당기순이익을 제외하고 대부분의 값들이 증가하는 것으로 나타났다. 총자산의 상승은 부채총계의 상승보다는 자본총계의 상승비율이 커 자본조달적인 측면에서 보다 안정적인 자기자본분이 상승한 것으로 보인다. 또한 상호변경공시 직전연도에 비하여 감가상각비가 증가한 것은 늘어난 자금력으로 기업의 미래를 위해 고정자산에 투자하는 것으로 보인다. 영업활동으로 인한 자금유입이 보다 좋아지고 있으며, 고정자산 매입 등의 투자활동을 하고 있으며, 재무활동 역시 자금의 흐름이 보다 안정적인 것으로 보아 성장기업 패턴을 지니고 있다고 볼 수 있다.

〈표 9〉 상장유지기업과 상장폐지기업(NOW)의 재무적 특성 차이검증

(단위, 백만원)

VARIABLES		LISTED COMPANY (NOW)[354]		DELISTED COMPANY (NOW)[154]②		① VS. ②				
		①								
		MEAN	STD.	MEAN	STD.	(①-②)/①	T		Z	
총자산	t-1	10484.4	13463.9	5977.3	9888.2	0.43	4.21	***	6.41	***
	t+1	13338.7	17173.2	6470.7	10877.8	0.51	5.43	***	7.47	***
부채총계	t-1	4879.0	6971.5	3472.2	6610.0	0.29	2.17	***	4.34	***
	t+1	6419.1	9304.2	4060.1	7067.8	0.37	3.13	***	3.83	***
자본총계	t-1	5304.9	6393.7	2611.4	4238.2	0.51	5.59	***	7.09	***
	t+1	6717.0	8554.2	2844.2	5537.0	0.58	6.08	***	9.16	***
유동자산	t-1	49679.3	57368.6	28274.9	43431.3	0.43	4.61	***	6.71	***
	t+1	60069.8	71420.7	29901.0	47524.3	0.50	5.59	***	7.42	***
유동부채	t-1	36996.0	51355.4	21706.7	41138.9	0.41	3.56	***	5.31	***
	t+1	46946.1	65719.7	28248.7	46788.5	0.40	3.64	***	4.41	***
감가상각비	t-1	80.4	103.1	68.9	107.2	0.14	1.14		1.74	*
	t+1	119.5	163.5	109.8	166.6	0.08	0.61		1.79	*
매출액	t-1	9066.2	12256.9	4327.7	8155.3	0.52	5.12	***	7.42	***
	t+1	11712.8	16064.9	5076.7	11205.9	0.57	5.34	***	8.89	***
영업이익	t-1	325.1	1011.1	-169.5	646.2	1.52	6.61	***	7.04	***
	t+1	450.9	1157.7	-337.8	709.3	1.75	9.39	***	9.32	***
당기순이익	t-1	41.5	1113.7	-612.0	1063.1	15.75	6.16	***	7.00	***
	t+1	-72.3	1154.8	-1341.0	1592.2	-17.56	8.92	***	8.91	***
시가총액	t-1	7918.3	11255.7	5260.1	9777.4	0.34	2.69	***	5.49	***
	t+1	9224.2	10602.6	4445.1	7150.8	0.52	5.93	***	7.94	***

주1) [ ] 표본의 수, \* P<0.10, \*\* P<0.05, \*\*\* P<0.01 수준의 유의성(양측검정)을 나타냄.

2) Z는 윌콕슨 부호순위 검정(Wilcoxon signed rank test)임.

3) STD.는 표준편차임.

반면 상장폐지기업은 상호변경공시 직전연도에 비하여 모든 수치가 감소하는 것으로

나타났다. 총자산은 6,480.6백만 원에서 3,864.2백만 원으로 40%이상 감소하였다. 원인은 부채뿐만 아니라 자본의 감소도 함께 이루어지고 있는 것으로 보인다. 시가총액이 함께 떨어지고 있는 것으로 보아 기업의 보다 안전한 자금조달부분에도 문제가 발생하였다. 또한 유동자산이 줄어드는데 반하여 유동부채의 감소는 적어 기업의 유동성에도 문제가 발생하는 것으로 나타났다. 더불어 감가상각비도 줄었는데, 이는 고정자산을 처분한 것으로 보이며, 이는 기업의 미래를 위하여 투자하기 보다는 고정자산을 팔아 부채를 갚고 있는 것으로 보인다. 영업활동으로 인한 자금유입이 없고, 투자활동은 하지 않고 고정자산을 처분하고 있으며, 재무활동 역시 자금의 흐름이 좋지 않은 것으로 보아 지극히 도산직전의 기업패턴을 지니고 있다고 볼 수 있다.

상호변경후 2018년 12월 현재 상장폐지 여부에 따른 차이검증의 결과(<표 9>)를 보면, 상호변경공시 직전연도에는 상장유지기업의 경우 상장폐지기업에 비하여 당기순이익은 1,575%, 영업이익은 152%, 매출액은 52%, 자본총계는 51%, 자본총계는 43%, 유동자산은 43%, 유동부채는 41%, 시가총액이 34%, 부채총계는 29% 순으로 매우 유의하게 높은 것으로 나타났다. 감가상각비는 14%로 높기는 했으나 그 값이 유의하지는 않았다. 이러한 결과는 상호변경공시 후 다음연도에도 같은 결과를 나타냈으며, 당기순이익은 둘 모두 손실을 보고 있으나, 상장유지기업이 상장폐지기업에 비하여 1,756%나 높은 것으로 나타났다. 상장유지기업은 상장폐지기업에 비하여 대부분의 재무수치에 매우 유의적인 차이를 나타내고 있으며, 높았다. 감가상각비는 8%로 높기는 했으나 상호변경공시 직전년도와 마찬가지로 그 값이 유의하지는 않았다.

상장유지기업과 상장폐지기업은 상호변경공시 직후년도는 직전년도에 비하여 당기순이익과 시가총액을 제외하고 대부분의 수치가 증가하는 것으로 보이며, 매우 유의한 값을 보이고 있었다. 특이할만한 점은 시장가치를 나타내는 시가총액부분에서는 상장폐지기업의 경우 상호변경 직전연도보다 매우 유의적이게 떨어지고 있었다. 상장유지기업과의 차이에도 매우 유의하게 낮은 것으로 나타났다. 이는 상호변경이라는 전략이 기업의 자본조달적인 측면에서 보다 안정성을 나타내는 자기자본 조달이 어려운 것으로 판단된다.

### 4.3. 코스닥시장에서 상호변경 효과에 대한 강건성

코스닥시장에서 상호변경에 따른 시장반응은 전체기간에서 매우 유의한 양의 값을 나타냈다. 이러한 값이 전체기간과 상호변경공시후에 상장유지기업과 상장폐지기업간의 차이검증에서도 매우 유의한 차이를 나타내고 있었다. 그런데 흥미롭게도 상호변경공시 이전에는 상호변경에 따른 시장반응에 차이가 유의한 값을 나타내지 못하고 있다. 이하에서는 상호변경 성과에 영향을 미치는 제 요인을 통제한 회귀모형식 식(4)를 중심으로 상호변경 후 상장유지기업과 상장폐지기업의 상호변경시 코스닥 시장의 반응

에 대한 강건성을 검증하고자 한다.

<표 10>과 <표 11>는 상호변경이라는 의사결정에 투자자들이 어떠한 정보에 반응하는 지를 알아보기 위하여 알아보하고자 식(4)에 대한 회귀분석 결과를 나타내고 있다. 상호변경 후 상장폐지여부에 따른 결과로, 상장유지기업과 상장폐지기업 간에는 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 이는 상호변경에 따른 누적초과수익률에 영향을 미치는 제 변수를 통제 한 후에도 상호변경시 상호변경 후 상장폐지기업보다는 상장유지기업이 더 많은 누적초과수익률을 얻는 것으로 나타났다. 상호변경후 2년 이내에 상장폐지 여부(<표 10>)에 따른 결과에서는 전체기간(-60,+60)에 매우 유의한 값을 나타냈다. 상장유지기업의 경우 평균누적초과수익률이 긍정적으로 나타났으며, 상장폐지기업의 경우 음의 값을 나타내는 것으로 판단된다.

<표 10> 상호변경 후 상장폐지여부(2년내)에 따른 회귀분석결과

[508]	ACAR(-60,+60)		ACAR(-60,0)		ACAR(+1,+60)		VIF
	coef.	T	coef.	T	coef.	T	
Intercept	1.343	2.210 ***	1.556	3.016 ***	-0.213	-0.605	
D.LIST_2YD	-0.260	-2.089 ***	-0.094	-0.889	-0.166	-2.303 ***	1.152
SIZE <sub>t-1</sub>	-0.175	-2.365 ***	-0.209	-3.329 ***	0.034	0.795	1.702
LEV <sub>t-1</sub>	0.131	2.394 ***	0.062	1.343	0.068	2.164 ***	1.366
ROA <sub>t-1</sub>	0.029	2.293 ***	0.015	1.372	0.014	1.947 **	1.125
TQ <sub>t-1</sub>	-0.045	-2.320 ***	-0.021	-1.276	-0.024	-2.134 ***	1.569
MSC_E	0.000	0.024	-0.001	-0.984	0.001	1.484	1.045
CR <sub>t-1</sub>	0.016	1.623	0.008	1.006	0.008	1.327	1.237
D.COST <sub>t-1</sub>	-0.071	-1.280	-0.037	-0.780	-0.034	-1.066	1.346
YD	included		included		included		
ID	included		included		included		
F-value	3.797 ***		2.726 ***		2.028 ***		
Adj.R2	0.158		0.104		0.064		
Obs.	508		508		508		

주1) [ ] 표본의 수, \* P<0.10, \*\* P<0.05, \*\*\* P<0.01 수준의 유의성(양측검정)을 나타냄.

2) ACAR(t<sub>1</sub>,t<sub>2</sub>)는 상호변경기간 t<sub>1</sub>일부터 t<sub>2</sub>일까지 ACAR, D.List\_2YD는 2년내 상장폐지여부의 더미변수, SIZE<sub>t-1</sub>는 t-1기의 총자산에 대한 로그값, LEV<sub>t-1</sub>는 t-1기의 총부채/ 자기자본 장부가액, ROA<sub>t-1</sub>는 t-1기의 영업이익/총자산, TQ<sub>t-1</sub>는 t-1기의 TOBIN'S Q비율로 (시가총액+부채총계)/ 총자산, MSC\_E는 (영업이익<sub>t+1</sub> - 영업이익<sub>t</sub>)/총자산<sub>t</sub>, CR<sub>t-1</sub>는 t-1기의 유동자산/유동부채, D.COST<sub>t-1</sub>는 t-1기의 고정비용으로 감가상각비에 대한 로그값, YD<sub>t</sub> 연도별 더미변수, ID<sub>t</sub> 산업별 더미변수

또한 차이검증에서와 마찬가지로, 상호변경공시전에는 상장유지기업과 상장폐지기업의 차이는 없는 것으로 보이며, 상호변경공시후에는 상장폐지 여부에 따른 성과차이를 매우 유의하게 보이는 것으로 나타났다. 즉 상호변경 후 상장폐지가 된 기업이 상호변경시 매우 유의한 음의 값을, 상장유지가 된 기업은 매우 유의한 양의 값을 갖는 것으로 보인다. 이는 투자자들이 상호변경공시 전에 신호에 의해서만 투자를 하는 것이 아

나라, 기업의 기본적인 재무수치 및 시장상황을 파악하여 똑똑한 투자자로서 투자활동을 하고 있다고 볼 수 있다.

상호변경 후 현재까지 상장유지기업과 상장폐지기업의 경우(<표 11>)는 상호변경후 2년내에 상장폐지여부에 따른 분석과 동일한 음의 부호를 가지고 있지만, 그 값이 유의하지는 않았다.<sup>16)</sup>

이를 정리해보면, 상장폐지여부에 따른 더미변수를 분석해본 결과 전체기간과 상호변경전에 상호변경에 대한 정보를 미리 인식하고 있는 투자자들은 상호변경이라는 신호에 의해서만 단순하게 투자활동을 하는 것이 아니라 재무적 특성까지 파악하여 가치가 있을 법한 기업에 투자를 하고 있는 것으로 보인다.

[표 11] 상호변경 후 상장폐지여부(현재)에 따른 회귀분석결과

[508]	ACAR(-60,+60)		ACAR(-60,0)		ACAR(+1,+60)		VIF
	coef.	T	coef.	T	coef.	T	
Intercept	1.376	2.253 ***	1.579	3.052 ***	-0.203	-0.573	
D.LIST_NOWD	-0.093	-1.547	-0.046	-0.901	-0.047	-1.351	1.250
SIZE <sub>t-1</sub>	-0.179	-2.392 ***	-0.212	-3.361 ***	0.034	0.784	1.720
LEV <sub>t-1</sub>	0.114	2.121 ***	0.057	1.251	0.057	1.829 ***	1.320
ROA <sub>t-1</sub>	0.027	2.128 ***	0.014	1.295	0.013	1.778 **	1.124
TQ <sub>t-1</sub>	-0.042	-2.141 ***	-0.020	-1.183	-0.022	-1.962 ***	1.577
MSC_E	0.000	0.048	-0.001	-0.976	0.001	1.507	1.045
CR <sub>t-1</sub>	0.015	1.553	0.008	0.975	0.007	1.252	1.237
D.COST <sub>t-1</sub>	-0.071	-1.280	-0.037	-0.781	-0.034	-1.066	1.346
YD	included		included		included		
ID	included		included		included		
F-value	3.724 ***		2.727 ***		1.912 ***		
Adj.R2	0.154		0.104		0.058		
Obs.	508		508		508		

주1) [ ] 표본의 수, \* P<0.10, \*\* P<0.05, \*\*\* P<0.01 수준의 유의성(양측검정)을 나타냄.

2) ACAR(t<sub>1</sub>,t<sub>2</sub>)는 상호변경기간 t<sub>1</sub>일부터 t<sub>2</sub>일까지 ACAR, D.List\_2YD는 2년내 상장폐지여부의 더미변수, SIZE<sub>t-1</sub>는 t-1기의 총자산에 대한 로그값, LEV<sub>t-1</sub>는 t-1기의 총부채/ 자기자본 장부가액, ROA<sub>t-1</sub>는 t-1기의 영업이익/총자산, TQ<sub>t-1</sub>는 t-1기의 TOBIN'S Q비율로 (시가총액+부채총계)/ 총자산, MSC\_E는 (영업이익<sub>t+1</sub> - 영업이익<sub>t</sub>)/총자산, CR<sub>t-1</sub>는 t-1기의 유동자산/유동부채, D.COST<sub>t-1</sub>는 t-1기의 고정비용으로 감가상각비에 대한 로그값, YD<sub>t</sub> 연도별 더미변수, ID<sub>t</sub> 산업별 더미변수

상호변경에 따른 평균누적초과수익률에 영향을 미치는 제 변수들을 분석한 결과, 기업규모가 작을수록, 부채비율이 높을수록, 자산수익률이 높을수록, 시장가치가 과소평가되어 있을수록 높게 나타났으며 매우 유의하였다. 이는 상호변경 시 투자자들은 기업의 재무구조나 시장에서의 반응에 따라 다른 의사결정을 하고 있다는 것을 의미한

16) 상호변경 후 상장폐지되기까지 오랜 기간이 걸린 것이라 상호변경이라는 의사결정으로 인하여 기업이 상장폐지에 이르렀다고는 볼 수 없는 사례들이 많을 것으로 판단된다.

다. 즉 공시전에는 투자자들의 기업의 상호변경에 따른 의사결정에 시장반응이 클 수 있는 소규모의 기업에 우선적으로 투자하려는 경향을 보이고 있으나, 공시후에는 유의하지는 않지만 기업규모가 큰 기업일수록 평균누적초과수익률이 높은 것으로 나타났다. 반면, 부채비율의 경우 기대와는 다르게 매우 유의하게 양의 값을 나타내고 있는데, 이는 공시전보다는 공시후 부채비율의 크기를 기업규모가 큰 기업 즉 자본조달적 측면에서 상대적으로 부채비율이 적은 기업보다는 큰 기업일수록 평균누적수익률이 높게 나타났다. 이는 상호변경공시후 기업규모가 크면서 부채비율이 큰 기업을 선호하는 것으로 보인다. 자산수익률은 양의 값으로 공시전보다는 공시후 그 값이 매우 유의하게 나타났다. 상호변경시 직전년도의 수익률이 낮은 기업보다는 높은 기업을 더 선호하는 것으로 보인다. 직전년도의 시장의 반응을 나타내는 TQ값은 전체기간에 매우 유의하게 음의 값을 나타냈는데, 공시전 보다는 공시후에 시장에서 과대평가된 기업보다는 과소평가된 기업이 상호변경을 하였을 때 높은 누적평균수익률을 얻는 것으로 보인다. 경영자의 미래 수익에 대한 기대심리와 유동성비율은 양의 값을 감가상각비는 음의 값을 나타내고 있으나 이러한 값들이 시장 반응 방향에 대한 유의한 예측 변수는 아니었다. 이러한 결과는 상호변경 후 현재 상장폐지여부에 따른 회귀분석결과도 동일하였다.

## 5. 결 론

상호변경에 대한 주식시장의 반응을 분석하면서 투자분석기간 동안 상장이 유지된 기업만을 대상으로 분석이 이루어지고 있었으며, 상장폐지된 기업과 비교 분석한 기존 연구는 흔하지 않다. 또한 상호변경이라는 사건을 연구하는데 있어서 상호변경 공시건으로 인수합병 등의 이벤트를 함께 동반한 사례를 포함하고 있어 순수상호변경만을 중심으로 비교 분석한 기존연구 또한 흔하지 않다. 이러한 선행연구의 결과들을 상호변경의 실질적인 효과라고 판단하기 어려웠다. 이에 본 연구에서 순수상호변경만을 대상으로 2000. 1~2016. 12 기간동안 상장폐지된 기업을 포함하여 508개의 상호변경건을 표본으로 일별자료를 사용하여 사건연구를 시행하였다. 코스닥 지수를 벤치마크 포트폴리오로 사용하여 시장조정수익률모형을 중심으로 평균누적초과수익률을, 그리고 각각의 T값과 Wilcoxon의 Z값을 계산하여 정보공시에 대한 유의성 및 차이검증을 하였다. 코스닥시장의 효율성을 파악하기 위하여 사건기간을 전체기간(-60,+60), 상호변경공시전(-60,0), 상호변경공시후(+1,+60)뿐만 아니라 시장 반응효과가 어느 시점에 가장 높은 지 파악하기 위하여 같은 방법으로 (-30,+30), (-10,+10), (-5,+5)기간도 함께, 총 4개 기간별 상호변경에 따른 누적초과수익률의 평균값과 중앙값을 이용한 정량분석을 실시하였다. 추가적으로 상호변경 후 특정 기간 내에 상장폐지된 기업의 특성을 파악

하기 위하여 주요 재무비율의 차이검증도 함께 행해졌다. 또한 상호변경기업에 영향을 미치는 변수들은 물론이고 산업별, 연도별 고정효과를 통제한 회귀분석 모형을 설정하여 함께 분석하였으며, 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 코스닥 시장에서 기업의 상호변경이라는 의사결정은 투자자들에게 긍정적으로 받아들여졌으며, 기업의 상호변경에 대한 의사결정은 기업의 가치를 상승시키는 것으로 나타났다.

둘째, 상호변경 후 상장폐지 여부에 따른 결과로, 상장유지기업은 상호변경 전체기간에 유의한 양의 값을 나타내고 있었으나, 상장폐지 된 기업은 유의한 값을 얻지 못하고 있었으며, 상호변경 전 유의하지 못하였으나 양의 값을 나타내다가 상호변경 공시 후 그 값이 모두 상쇄되었다. 따라서 상호변경에 대하여 코스닥 시장은 효율적이게 반응하고 있었다.

셋째, 상호변경 직전년도는 물론이고 직후년도도 특정 기간 내 상장유지기업은 상장폐지기업에 비하여 주요 재무수치(총자산, 자기자본, 부채, 매출액, 영업이익, 당기순이익)들이 상대적으로 높았으며, 상호변경 직후년도에는 직전년도에 비하여 당기순이익을 제외하고 모두 증가하여 재무수치가 개선되는 것으로 나타났다. 상장유지기업의 경우는 상호변경 직전년도 보다 상호변경 이후 주요 재무수치들이 보다 개선되고 있었으나, 상장폐지기업은 상호변경 직전년도보다 모든 재무수치가 낮아져 상호변경으로 인하여 기업이 더 열악해지는 것으로 나타났다. 결과적으로 상장유지기업의 경우 시장에 단순히 상호변경이라는 신호만을 보내는 것이 아니라 상호변경이 기업의 전략적 의지임을 파악할 수 있었다. 그러나 이와는 다르게 상장폐지기업의 경우에는 코스닥시장에서 상호변경을 통해 과거와 단절할 수 없다는 것을 보여준다.

넷째, 회귀분석을 통하여 상호변경에 따른 누적초과수익률은 상장이 유지된 기업이 상호변경 후 특정 기간 내 상장폐지 된 기업에 비하여 상대적으로 높게 나타났으며, 상호변경 전 기업의 규모가 작을수록, 부채가 상대적으로 많을수록, 투자수익률이 높을수록, 시장가치가 과소평가되어 있을수록 높은 것으로 나타났다. 이는 투자자들이 투자 의사결정을 할 때 묻지마 투자식이 아닌 기업의 제반 정보 즉 재무정보나 시장정보 등을 통하여 합리적 의사결정을 하고 있다는 것을 의미한다.

결론적으로 경영자의 입장에서는 코스닥 시장에서 기업의 상호변경에 대한 의사결정은 분명히 낮아지는 시장경쟁력을 높이기 위한 전략이 될 수 있다는 것이다. 기업의 상호변경에 대하여 투자자들은 잘 하고 있는 기업이라면, 상호변경에 따른 비용적인 부분보다 더 한 가치를 부여하고 있는 것으로 보이므로, 기업은 좀 더 적극적인 자세로 상호를 변경하여도 될 것이다. 그러나 기업의 경영자들은 그들의 기업이 재무적으로 열악한 상황에서 기회비용을 포기하면서 까지 의미 없는 상호변경을 하는 것은 기업에 큰 위협이 될 수 있다는 것을 인지해야 한다. 상대적으로 재무수치가 좋지 않은

기업들은 비용이 수반됨에도 불구하고 상호변경을 하여 상장폐지에 이르는 경우들이 많이 있기 때문이다. 이에 선부른 상호변경은 단기적으로나 장기적으로 큰 손실이 예상된다. 상호변경 전 재무적으로 열악한 기업들을 상호변경을 할 때는 좀 더 고려가 필요할 것으로 보인다. 상호변경보다는 다른 전략을 사용하는데 힘쓰기를 권하는 바이다. 투자자의 입장에서는 코스닥 시장에서 상호변경이라는 것은 이전보다 개선되려는 기업의 의지로 보이므로 투자에 긍정적으로 다가서도 될 것으로 보인다. 그러나 정보의 비대칭문제가 존재하므로, 상호변경공시 후 투자를 결정하는 것은 좀 더 고려해볼 일이라고 여겨진다.

본 연구의 시사점은 기업의 상호변경에 따른 시장반응을 상호변경 후 특정기간 내 상장폐지여부를 기준으로 투자기간을 나누어 분석함으로써, 투자자와 기업의 관리자의 관점에서 다음과 같이 기여할 것으로 본다. 첫째 본 연구는 선행연구에서 주 분석대상이었던 현재 상장기업만이 아니라 초점을 전환하여 상호변경 후 상장폐지된 기업을 추가하여 분석대상을 차별화함으로써 코스닥시장에서의 상호변경 전략에 대한 성과를 보다 구체적으로 입증하였다. 둘째 본 연구는 상호변경이라는 사건을 연구하는데 있어서 상호변경 공시 건으로 인수합병 등의 이벤트들과 함께 동반한 사례를 제외하여 순수상호변경만을 중심으로 상호변경의 효과를 분석하여 상호변경효과를 구체적으로 입증하였다. 또한 그에 따라 줄어든 표본의 한계를 최소화하기 위해 비모수 통계기법도 함께 다루어 그 결과를 더 의미있게 하였다. 셋째, 상호변경 기업에 대한 주식 시장의 반응에 큰 영향을 미치는 관리 가능한 기업 특유의 요인을 조명함으로써, 본 연구는 상호변경을 고려하는 기업 및 투자자에게 중요한 지침을 제공하였다.

## 참고문헌

- 김권중·김문철·전중열(2004). 신규 상장기업의 이익조정동기, 회계학연구, 제29권 제4호, 87-116.
- 김찬웅·김경원(1997). 사건연구에서의 주식성과 측정, 증권학회지, 제20호, 301-327.
- 박정미·김진병(2012), KOSDAQ시장에서 상호변경이 기업가치에 미치는 영향, 산업경제 연구, 제25권 제1호, 567-589.
- 이태희·박찬수(2000), CIP(Corporate Identity Program)에 의한 상호변경이 기업의 이익 흐름에 미치는 영향에 관한 연구, ASIA MARKETING JOURNAL, 2(4), 68-78.
- 송영균(1991). 상호변경이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 연구, 증권학회지, 제13호, 67-101.
- 송치승(2018). 유가증권시장과 코스닥시장 간에 신규공모주 저가발행차이는 존재하는가?, 보험금융연구 제29권 제2호 통권 제92호, 103-134.
- 오희장·남병탁·박승동(2003). 기업의 상호변경과 기업성과, 경제학연구, 제51집 제2호, 63-97.
- 오희장·현영하(2003). 상호변경과 주가반응, 경영학연구, 제32권 제3호, 647-669.
- 오희장(2004). 코스닥기업의 상호변경과 주가반응, 경제연구, 제22권 제4호, 227-252.
- 오희장(2016). “열세의 재무성과가 브랜드 변경을 유발하는 요인인가”, 경제연구, 제34권 제4호, 79-102.
- 장경천·김영권(2007) 기업의 상호변경이 주가에 미치는 영향에 관한 실증 연구, 대한경영학회 춘계학술발표논문집, 599-631.
- 정기만(2011). 상호 변경 기업의 재무적 특성에 관한 연구, 기업경영연구, 제18권 제4호, 243-259.
- 정혜영·윤성용(2000), 기업의 상호변경이 기업가치에 미치는 영향, 경영연구, 7호, 201-229.
- Agnihotri, A., & Bhattacharya, S. (2017). Corporate name change and the market valuation of firms: Evidence from an emerging market. *International Journal of the Economics of Business*, 24(1), 73-90.
- Andrikopoulos, P., Daynes, A., & Paraskevas, P. (2007). The long-term market performance of UK companies following corporate name changes. Retrieved from [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.-cfm?abstract\\_id=1002188](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.-cfm?abstract_id=1002188).

- Asquith, P., & Mullins, D. W. (1986). Equity issues and offering dilution. *Journal of Financial Economics*, 15(1), 61 - 89.
- Auerbach, A. J., & Hassett, K. A. (2005). The 2003 dividend tax cuts and the value of the firm: An event study, NBER Working Paper(No. w11449). Massachusetts: National Bureau of Economic Research. (DOI) : 10.3386 / w11449
- Bosch, J., & M. Hirschey (1989), The valuation effects of corporate name changes, *Financial Management*, 18, 64-73.
- Brown, S. J., & J. B. Warner (1985), Using daily stock returns: the case of event studies, *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31.
- Cooper, M. J., A. Khorana, I. Osobov, A. Patel, & P.R. Rau (2005), Managerial actions in response to a Market downturn: valuation effects of name changes in the dot com decline, *Journal of Corporate Finance*, 11, 319-335.
- Cooper, M. J., O. Dimitrov, & P. R. Rau (2001), A rose.com by any other name, *The Journal of Finance*, 56(6), 2371-2388.
- Cornell, B., A. & A. Shapiro (1987), Corporate stakeholders and corporate finance, *Financial Management*, 16, 4-14.
- Delattre, E. (2002), Business name changes: the french experience, *Journal of Small Business Management*, 40(4), 360-367.
- Fama, E. F., Fisher, L., Jensen, M. C., & Roll, R. (1969). The adjustment of stock prices to new information. *International Economic Review*, 10(1), 1 - 21.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383 - 417.
- Harawa, R. D. (1992), Wall street journal announcements of news of corporate name change and the response of security price: an application of event, *Working Paper*, University of New York.
- Hendricks, K. B., & Singhal, V. R. (1997), Does implementing an effective TQM program actually improve operating performance? Empirical evidence from firms that have won quality awards, *Management Science*, 43(9), 1258-74.
- Horsky, D., & Swyngedouw, P. (1987), Does it pay to change your company's name?: a stock market perspective, *Marketing Science*, 6(4), 320-335
- Howe, J. S. (1982), A rose by any other name: a note on corporate name changes,

*Financial Review*, 17, 271-278.

- Josev, T., Chan, H., & Faff, R. (2004). What's in a name? Evidence on corporate name changes from the Australian capital market. *Pacific Accounting Review*, 16(1), 57 - 76.
- Karbhari, Y. Sori, Z. & M., Mohamad, S.(2004), Shareholder wealth effects and corporate name change: evidence from Malaysia, *Corporate Ownership & Control*, 2(1), ISSN 1727-9232, DOI 10.22495/cocv2i1p3
- Karim, B. (2011). Corporate name change and shareholder wealth effect: Empirical evidence in the French stock market. *Journal of Asset Management*, 12(3), 203 - 213.
- Karpoff, J. M., & Rankine, G. (1994). In search of a signaling effect: the wealth effects of corporate name changes, *The Journal of Banking & Finance*, 18(6), 1027-1045.
- Klein, B., K. & Leffler, B. (1981). The role of market forces in assuring contractual performance, *Journal of Political Economy*, 89, 615-641.
- Kot, H. W. (2011). Corporate name changes: Price reactions and long-run performance, *Pacific-Basin Finance Journal*, 19(2), 230 - 244.
- Lee, P. M. (2001). What's in a name.com? The effects of '.com' name changes on stock prices and trading activity. *Strategic Management Journal*, 22(8), 793 - 804.
- Mase, B. (2009). The impact of name changes on company value. *Managerial Finance*, 35(4), 316 - 324.
- Payne, J. L., & Thomas, W. B. (2003). The implications of using stock-split adjusted I/B/E/S data in empirical research. *The Accounting Review*, 78(4), 1049 - 1067.
- Rani, N., & Asija, A. (2017). Signaling Power of Corporate Name Change: A Case of Indian Firms, *Global Journal of Flexible Systems Management*, 18(3) 173 - 181.
- 파이낸셜뉴스(2009.12.22.). <http://www.fnnews.com/news/200912222225311652>, '간판' 바꾼 유통기업 매출 쑥쑥

부록

〈표 1〉 상호변경 전후 평균누적초과수익률(ACAR)의 기술통계량

Buy-Hold Period	MEAN	STD.	MEDIAN	MAX	MIN	SKEW	KURT
(-60,+60)	0.1426	0.6050	0.0623	2.9059	-1.9534	1.1376	3.5525
(-60,+1)	0.1690	0.4978	0.0867	3.2432	-1.7616	1.6918	6.8219
(0,+60)	-0.0265	0.3326	-0.0416	1.3103	-1.5154	0.2319	2.3063
(-30,+30)	0.0410	0.3994	0.0016	1.8319	-1.8416	0.6701	3.8876
(-30,0)	0.0612	0.3005	0.0237	1.3992	-1.4530	0.8882	4.9224
(+1,+30)	-0.0202	0.2451	-0.0411	1.2844	-1.0607	0.6387	3.2644
(-10,10)	0.0093	0.2098	-0.0067	0.8959	-0.7446	0.5152	1.9853
(-10,0)	0.0087	0.1485	0.0059	0.7493	-0.5653	0.6061	3.7077
(+1,+10)	0.0006	0.1425	-0.0131	0.6529	-0.4996	0.6777	2.2303
(-5,+5)	0.0073	0.1467	-0.0042	0.7836	-0.5700	0.8504	4.0079
(-5,0)	0.0082	0.1139	0.0002	0.6834	-0.5147	0.7812	6.2233
(+1,+5)	-0.0009	0.1097	-0.0104	0.6339	-0.3734	1.1663	4.2389
(-60,-11)	0.1603	0.4708	0.0658	2.6656	-1.6156	1.8226	6.1918
(+11,+60)	-0.0271	0.3001	-0.0355	1.1839	-1.2719	0.0835	2.0312

〈표 2〉 상호변경 전후 재무제표의 주요항목의 기술통계량

(단위, 백만원)

		MEAN	STD.	MEDIAN	MAX	MIN	SKEW	KURT
총자산	t-1	9118.1	12650.0	4669.6	61562.1	841.8	2.980	8.890
	t+1	11256.7	15844.0	5728.2	76077.3	1035.2	2.920	8.250
부채총계	t-1	4452.5	6887.9	1858.7	32706.6	153.5	2.880	8.160
	t+1	5704.0	8747.9	2626.4	42175.1	305.5	2.890	8.300
자본총계	t-1	4488.4	5951.3	2581.2	28855.5	54.0	2.810	8.030
	t+1	5543.0	7960.8	2930.6	38876.7	91.5	3.060	9.350
유동자산	t-1	43190.6	54384.6	22622.6	250037.3	3832.1	2.510	6.080
	t+1	50924.2	66526.3	28723.6	322925.1	3208.3	2.780	7.900
유동부채	t-1	32361.0	48953.9	13531.7	237107.0	980.1	2.860	8.250
	t+1	41278.0	61170.3	19553.7	298664.1	1561.5	2.920	8.680
매출액	t-1	7629.7	11376.4	3534.3	52813.2	367.4	2.780	7.590
	t+1	9701.1	15063.4	4194.5	68002.3	325.2	2.740	7.180
영업이익	t-1	175.1	943.1	38.2	3805.3	-1363.2	2.000	5.570
	t+1	211.8	1103.0	29.0	4238.8	-1585.6	1.790	4.250
당기순이익	t-1	-156.6	1138.0	-33.0	3236.6	-2996.4	0.270	2.090
	t+1	-456.9	1426.3	-174.5	2161.6	-4450.2	-0.940	1.080
감가상각비	t-1	76.9	104.4	36.4	494.8	3.8	2.570	6.720
	t+1	116.5	164.4	51.3	726.1	3.0	2.380	5.390
시가총액	t-1	7112.4	10888.2	3237.1	50339.7	398.6	2.870	7.770
	t+1	7775.4	9926.5	4046.0	43395.0	522.6	2.240	4.460