

상호변경에 대한 주가 및 투자자별 반응 연구

홍정훈* · 김인수**

<요 약>

본 연구에서는 국내 주식시장에서 상호변경이 주식가격에 어떠한 역할을 하는지 살펴보았다. 이를 위해 2000년부터 2018년까지 우리나라의 상장기업을 대상으로 상호변경에 따른 기업의 주가반응을 분석하였다. 사건연구를 실시한 결과 상호변경 공시 전부터 지속적인 주가상승을 보이며 이러한 현상은 공시 이후에도 10일까지 지속되는 것으로 나타났다. 변경정도별, 기업규모별로 분류하여 분석한 결과 상호를 전체변경이나 부분변경의 경우에는 차이점이 없었으나, 기업규모별로 살펴보면 중소기업의 반응은 공시이후에 감소하는 것으로 나타났다. 유동성분석 결과 사건일 후 유동성이 증가하는 것으로 나타났으며, 위험도 증가했다. 상호변경에 대한 투자자별 반응을 살펴본 결과 개인은 순매도를 외국인은 순매수를 하는 것으로 나타났다. 그러나 개인만이 통계적으로 유의하여, 개인은 상호변경에 대해서 오히려 부정적인 반응을 보이고 있다.

핵심단어 : 상호변경, 사건연구, 투자자별 반응, 거래량

* 국민대학교 교수 chhong@kookmin.ac.kr

** 국민대학교 겸임교수 insu@kookmin.ac.kr

I. 서론

기업의 상호는 중요할까? Glynn and Abzug (2002)는 회사의 이름이 이해 관계자의 관계를 하나로 묶는 조직의 핵심부분이라는 조직 정체성 이론을 주장하였다. 조직의 정체성 이론에 따르면, 기업의 정체성과 이미지 간에 불일치가 발생할 때마다 최고경영자는 상호를 변경하여 이러한 불일치를 해결한다고 한다.(Gioia, Schultz and Corley 2000). 그럼에도 불구하고, 상호 변경은 비싼 댓가를 지불해야 한다. 법률 비용, 광고 및 판촉 비용, 컨설턴트 비용, 새로운 문구 및 포장 인쇄, 새로운 직원 유니폼 등이 포함되며 (Karpoff and Rankine, 1994), 종종 브랜드 변경 노력 및 기타 다양한 관련 지출이 필요하다. 또한 일반적으로 축적된 영업권, 이름 인식, 회사 이미지 및 일상적인 구매 행위의 손실이 포함된다 (Horsky and Swyngedouw, 1987). 예상되는 혜택이 비용을 충당하지 않는 한 회사는 이름을 변경해서는 안된다. 따라서 상호변경 발표 후 주가는 긍정적 이어야 한다. 그러나 주식가격 변동이 순전히 상호변경이나 다른 동시대 뉴스 발표에 의한 것인지 여부는 불분명하다. 상호변경의 이유가 다른 가격 변경 패턴을 유발하는지 여부도 확실하지 않다.

그러나 상호 변경은 드문 일이 아니다. 미국 거래소에 상장 된 회사의 30 % 이상이 상호를 한 번 이상 변경했다고 한다.(Wu, 2010). 상호변경에 대한 학술 연구는 일반적으로 두 가지로 관점을 중심으로 분석된다. 첫 번째 불합리한 관점으로 투자자들이 시장 상황에 영향을 받아 상호변경에 대한 뉴스를 비합리적으로 반응한다고 주장한다. 대조적으로 합리성 관점은 회사명 변경이 회사의 미래 현금 흐름의 변화에 대한 정보 아니므로 투자자는 그러한 뉴스에 반응하지 않을 것이다. 즉 가격은 변하지 않을 것이다. 이전의 연구는 인터넷 버블 기간 동안을 제외하고 회사 이름 변경과 평가 사이의 관계에 대한 혼합 된 결과를 보여 주었습니다 (Cooper et al., 2005b). 일부는 회사명 변경이 영구적인 가치 창출을 초래한다고 주장한다 (Horsky and Swyngedouw, 1987). 다른 연구에서는 상호 변경 발표로 인해 주가가 반응한다는 증거가 거의 없다고 한다(Bosch and Hirschey, 1989; Karpoff and Rankine, 1994).

따라서 상호는 기업의 대표적인 브랜드로서 그 자체가 자산성을 띠게 된다. 브랜드가 소비자의 구매행동에 미치는 영향이 날로 커짐에 따라 상호를 중심으로 하는 브랜드파워가 기업의 실물자산 못지 않게 큰 영향력을 과시하고 있다.

매년 다수의 기업들이 새로운 경영환경에 맞추기 위하여 상호를 변경하고 있다. 외국의 경우 U.S Steel이 USX로 Datsun이 Nissan으로, 국내의 경우 한국담배인삼공사가 KT&G로, LG텔레콤이 LG유플러스(LG U+)로, 등이 있다. 상호는 기업의 이미지 또는 기업의 경영전략, 소속 산업 등에 대한 정보제공, 생산제품에 대한 표현수단으로 좋은 상호를 가진다는 것은 기업이 시장 경쟁력에서의 중요한 요인으로 된다.

상호변경은 기업주체의식의 확보와 새로운 이미지 새로운 변화를 위한 재탄생이라고 볼 수 있다. 이러한 원인으로 우리나라에는 상호변경을 하는 기업이 증가하고

있으며 신생기업뿐만 아니라 오랜 역사를 지닌 인지도가 높은 기업들도 포함되고 있다는 알 수 있다.

반면 기업의 입장에서 볼 때 상호변경에는 많은 시간과 비용 그리고 법적 절차가 수반된다. 새로운 상호를 알리기 위한 막대한 광고비가 소요되고 기존 상호가 가지고 있던 프리미엄을 포기해야 하는 위험도 감수해야 한다. 자문업자고용, logo 비용, 광고비, 서류 등과 같은 소모품의 변경에 따른 직접적인 비용과 정관 수정과 같은 간접비용 등이 있다. 미국의 경우 American Bell사가 AT&T information 으로 변경하는데 약 3천만불 소요되고 Navistar사의 경우 약 1천6백만불 소요되었다고 한다. 우리나라의 경우 중소기업이 CI전문업체에 상호변경을 의뢰할 경우 최소 5000만원 이 들고 대기업의 경우 용역비만 2억에서 5억원까지 소요된다. 이러한 비용을 지불함에도 불구하고 기업 마케팅력의 강화, 주주나 소비자들에게 해당기업의 업종이나 사업특성을 잘 표현해 가치를 높일 수 있다는 장점이 있다. 기업들이 상호를 변경하는 것은 긍정적이든 부정적이든 그 영향력이 상당한 것으로 보여진다.

기업의 상호변경 사유에는 사업다각화, 사업목적변경 등 기업의 실체가 변화됨에 따라 적합한 정체성을 확보하기 위해 하는 것과 기업의 실체에는 아무런 변화가 없으나 기존 이미지의 쇠퇴, 국제화 이미지, 벤처 이미지 등 기업의 이미지를 개선하기 위한 경우로 구분할 수 있다.

이러한 상호변경의 형태는 그 변경 정도에 따라 크게 전체변화와 부분변화, 변경사유에 따라 사업내용의 변화와 기업이미지의 변화, 주요제품의 특성에 따라 소비재와 산업재 등으로 나눈다. 부분변경은 기존상호의 약어를 사용 하거나 상호를 단순화 하는 (한국대동전자공업→대동전자, 웅진닷컴→웅진씽크빅)등 변경전의 상호로부터의 변화가 간단하고 단순한 것을 말한다. 전체변경은 변경 후의 상호로부터 기존 상호를 연상하기 어려운 정도로 완전히 새로운 형태로 변경하는 (한국담배인삼공사→KT&G, 동양제과→오리온) 경우를 말한다.

국내에서 그간 발표된 연구결과를 비교할 때 일관된 결과를 도출하지 못하였으며 목적별, 유형별로 상이한 결과를 나타내는 것으로 발견되었다. 또한 기존연구는 마케팅적 접근에만 국한되어 있어 실제 기업의 유동성, 리스크 등에 미치는 영향은 파악되지 않아 재무적 관점에서 접근할 필요가 있다. 따라서 본 논문은 기업의 상호변경이 단순히 이름 바꾸기에 불과한 것인지, 기업 가치의 변화가 수반되는 것인지에 대해 연구하고 더 나아가서 주가반응에 영향을 미치는 원인에 대하여 알아보려고 한다. 기업의 상호변경에 따른 주가반응과 상호변경이 기업의 유동성과 리스크에 미치는 영향 그리고 그에 따른 투자자들의 투자행태에 대하여 분석하고자 한다.

본 논문은 다음과 같이 구성되었다. 제1장 서론에서는 연구의 목적에 대해 기술하고 제2장에서는 국내외 선행연구 및 상호변경에 관한 이론적 배경에 대하여 설명하였다. 제3장에서 표본에 대한 설명을 마친 후 제4장에서 상호변경이 주가반응에 미치는 영향과 유동성과 위험 분석 및 투자자별 반응 결과를 보인다. 마지막으로 제6

장은 본 논문의 결론이다.

II. 이론적 배경

상호변경에 대한 주가의 변화에 대하여 실질현금흐름가설, 부손실가설, 비유의 현상가설 등의 이론적 배경이 있다. 실질현금흐름가설(Real Cash-flow Hypothesis)은 상호변경이 미래 기업의 현금흐름에 대한 투자자의 기대를 변화시켜 주주의 부에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. Klein 과 Leffler(1981)은 상호변경이 광고의 효과를 나타내어 기업의 제품과 서비스에 대한 수요를 증가시켜 주가에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. Cornell과 Shapiro(1987)도 상호변경이 기업에 긍정적인 신호(Signal) 작용하여 주가상승을 초래한다고 주장하였다. 부손실가설(Wealth loss hypothesis)은 상호변경에 수반되는 추가적비용과 경영성과가 좋진 않은 기업에서 이를 조정하기 위해 상호변경을 하는 경우 시장에서 부정적인 영향을 미친다는 것이다. 투자자들에게 해당기업의 상호변경이 악재(bad news)로 작용하여 기업의 가치가 하락하게 된다는 것이다.

Karpoff 와 Rankin(1988)의 비유의현상가설에(insignificant hypothesis)서는 상호변경은 다양한 투자자의 욕구에 상응해서 상호변경을 한 것이므로 어느 한계점에 가서는 상호변경이 주가에 미치는 영향이 없다고 주장하였다.

Howe(1982)는 1962년부터 1980년까지의 주 별 자료를 사용하여 시장모형에 의한 비정상수익률을 검증한 결과 상호변경은 주가변동에 영향을 미치지 않는것으로 나타났다. 반면에 Horsky와 Swyngedouw(1987)의 연구에서는 WallStreet Journal 에 실린 1981년부터 1985년까지 상호를 변경한 58개 기업의 일별 비정상수익률을 검증한 결과 공시 전후에는 안정적이지만 공시 이후 더 높은 수준의 누적초과수익률을 나타내어 정의 주가반응을 보이는 것으로 나타났다. 다른 기업들에 비해 산업재 기업과 변경 전 상대적으로 성과가 낮은 기업에서 가장 높은 개선이 발생한 것으로 나타났다.

Harawa(1992)는 1970년부터 1984년까지 160개의 기업을 시장모형과 딤슨모형에 의해 비정상수익률을 검증한 결과 공시직전 일부터 공시일3일까지 유의한정(+의 주가 반응을 보였다.

국내의 경우 송영균(1991)은 1980년부터 1990까지 상호변경이 공시된 거래소의 74개의 기업을 대상으로 하였다. 시장모형에 의해 산정된 일별 초과수익률을통하여 상호변경이 주가에 미치는 영향을 검증하였다. 상호변경이 사소한 정도로 이루어진 경우(부분변경)에는 초과수익률이 발생하지 않는 것으로 나타났고완전히 다른 상호로 변경한 경우(전체변경)에는 유의한 초과수익이 발생한 것으로 나타났다. 기업의 변경사유별로 초과수익률을 분석해 본 결과 인수 및 합병, 사업목적변경 및 추가에 따른 상호변경은 주가에 큰 영향을 미치지 않는데 비해 제품명 혹은 소속 그룹의 명칭으로 상호가 변경된 경우 통계적으로 유의한 수준에서 상대적으로 큰 초과

수익이 발생하였다.

백혜원(2001)의 연구에서는 1998년부터 2000년 7월 사이의 거래소 상장법인과 2011년 코스닥의 총 178개의 기업을 표본으로 추출하였다. 시장모형을 이용하여 공시일을 중심으로 -30일부터 +30일 사이의 비정상수익률을 분석한 결과 국제화 이미지, 벤처이미지, 사업목적의 경우 주가에 정(+)의 효과를 가지고 CIP와 M&A의 경우 부(-)의 효과를 나타내었다.

오희장,현영하(2002)는 1990년부터 1997년 9월까지 상호가 변경된 상장기업(금융기관 제외)을 대상으로 122개의 표본을 선정하여 산업별로 조정된 불변조정모형을 이용하여 각 기업의 주가반응을 연구하였다. 일별 초과수익률을 통해 검증한 결과 상호변경정보는 변경되기 전 4일부터 변경 후 4일까지 집중적으로 반영되어 상호변경이 주가에 긍정적으로 반영이 되었다. 상호변경사유에 따라 인수 및 합병, 사업목적의 변경 및 추가, CIP(기업이미지 통합)로 인한 상호변경의 경우에는 긍정적인 반응을 보인 반면 제품명 변경 또는 변경의 사유가 명확하지 않을 경우 부정적인 주가반응을 보였다. 상호의 언어적 유형에 따라 한글과 영어를 혼용하여 상호변경을 한 기업이 가장 높은 초과수익률을 나타냈고 한글을 사용 한 경우 가장 낮은 초과수익률을 나타냈다.

이완근(2004)의 연구에서는 1999년부터 2003년까지 증권거래소에 상장된 160개의 기업에 대하여 분석하였다. 공시 일을 중심으로 -20일부터 +20일 사이의 비정상수익률을 분석한 결과 상호변경은 기업의 실적향상과 재무지표개선에 긍정적인 영향을 미쳤다. 상호를 국제화 이미지로 변경했을 외국인지분의 경우 변동률을 분석한 결과 상호변경은 외국인의 투자유발에 긍정적인 반응을 보였다.

Ⅲ. 표본구성 및 연구방법

본 연구를 위하여 한국증권거래소의 상장회사 변경상장현황 중 유가증권시장상호변경에 관한 자료를 참고하여 전체 상장기업의 개수와 변경상장일, 변경전후의 상호명 등의 자료를 수집하였고 금융감독원 전자공시시스템에서 기업업종과 변경상장공시내용을 검색하여 사용하였다. 상호변경일을 중심으로 250의 일별주가 데이터 등은 dataguide 자료를 활용하였다.

연구의 분석기간을 2000년부터 2018년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 조사한 결과 총 401개의 기업이 상호를 변경한 것으로 나타났다. 본 연구에서는 액면분할, 주식합병 등 기업가치에 영향을 줄 수 있는 상호변경의 기업은 제외하였다.

<표 1> 각 연도별 표본기업의 수

| 구분 | 전체표본 | 변경정도 | | 대중소 | |
|------|------|------|------|-----|------|
| | | 전체변경 | 부분변경 | 대기업 | 중소기업 |
| 2000 | 16 | 11 | 5 | 9 | 7 |
| 2001 | 10 | 6 | 4 | 7 | 3 |
| 2002 | 9 | 5 | 4 | 8 | 1 |
| 2003 | 4 | 2 | 2 | 3 | 1 |
| 2004 | 15 | 9 | 6 | 12 | 3 |
| 2005 | 26 | 14 | 12 | 18 | 8 |
| 2006 | 35 | 15 | 20 | 26 | 9 |
| 2007 | 24 | 14 | 10 | 13 | 11 |
| 2008 | 45 | 23 | 22 | 34 | 11 |
| 2009 | 27 | 13 | 14 | 21 | 6 |
| 2010 | 29 | 14 | 15 | 23 | 6 |
| 2011 | 22 | 7 | 15 | 19 | 3 |
| 2012 | 17 | 6 | 11 | 15 | 2 |
| 2013 | 19 | 7 | 12 | 16 | 3 |
| 2014 | 15 | 7 | 8 | 11 | 4 |
| 2015 | 21 | 15 | 6 | 14 | 7 |
| 2016 | 17 | 7 | 10 | 16 | 1 |
| 2017 | 25 | 10 | 15 | 19 | 6 |
| 2018 | 25 | 13 | 12 | 15 | 10 |
| 합계 | 401 | 198 | 203 | 299 | 102 |

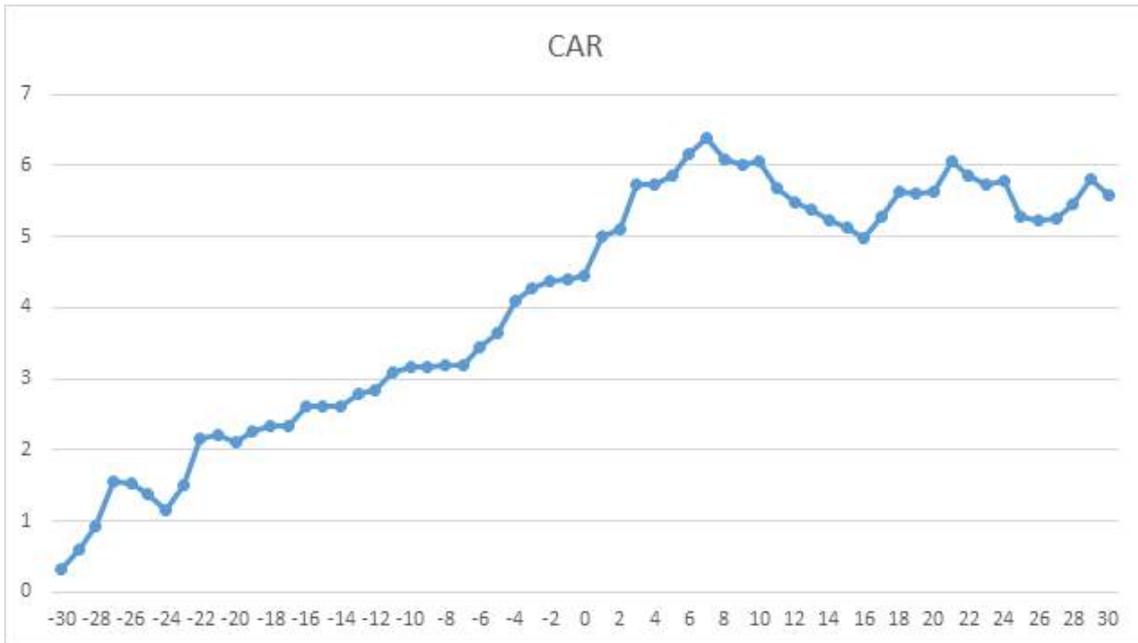
2000~2018 한국증권거래소 상장회사 변경상장현황 중 유가증권시장 상호변경에 관한 자료를 참고하였다. 본 연구에서는 상호변경일을 공시일로 하여 사건연구를 하였고 시장조정모형(market adjusted model)을 적용하여 상호 변경된 기업들의 누적 초과수익률을 추정하였다. 또한 유동성 분석과 투자자별 분석 등을 통한 추가 분석을 실시하였다.

IV. 실증분석

1. 누적초과수익률분석

상호변경에 따른 주가반응을 분석하기 위하여 시장조정모형을 이용한 사건연구(event study)를 실시하였다. 분석결과는 <그림1>에 나타나있다. 분석 결과그림에서 보는 바와 같이 공시 전 30일(day=-30)부터 상승한 후 공시 후 8일이 지나면 점차 하락하는 것으로 나타났다. 즉, 기업의 상호변경은 공시전 내부정보 유출 등의 요인으로 약 8%가량의 초과적인 주가상승을 보인다.

<그림 1> 상호변경에 따른 누적평균초과수익률



전체 표본을 대상으로 분석한 결과에 따르면, 상호변경 사건은 공시전 통계적으로 유의한 주가상승을 보이기는 하나 그 효과가 공시일까지는 미치지 못하는 것으로 나타났다. 또한 공시 이후에는 오히려 원래의 주가수준 이하로 회귀하는 모습을 보였다. 그러나 기업의 상호변경은 그 형태가 다를 뿐 아니라, 변경 목적도 다르다. 또한 해당 기업의 산업특성에 따라 그 효과가 달라질 수 있어 본 연구에서는 전체 표본을 대상으로 아래의 세 가지 구분 방법에 의하여 표본을 분류하였다.

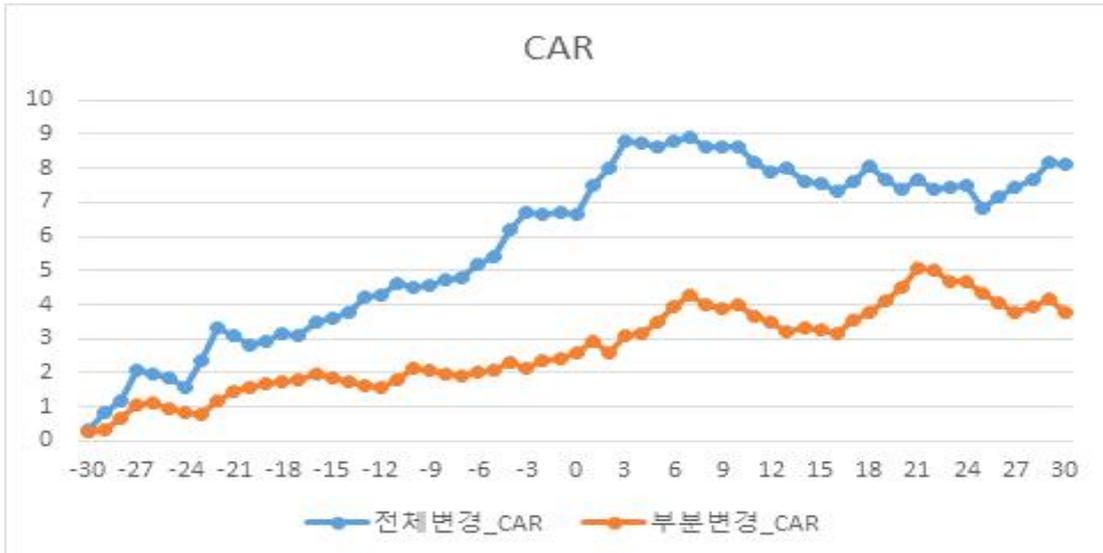
첫 째, 기업의 상호가 변경된다 하더라도, 그 정도에는 차이가 있다. 따라서 기업의 상호변경 정도에 따라 “부분변경”과 “전체변경”으로 구분하였다. 과거 상호와 비교하여 유사한 형태로 변경하는 경우 사실상 상호가 변경되었다고 인지하기 힘들 수도 있다. 하지만 과거와는 완전히 다른 형태의 상호로 변경하는 경우에는 기업 가치가 변하지 않더라도 투자자에게 인지되는 이미지 등의 변화가 있을 수 있으므로 상대적으로 높은 주가수익률을 발생시킬 것으로 예측된다.

둘 째, 기업특성에 따라 “대기업”과 “중소기업”로 분류하였다. 상대적으로 중소기업은 투자자나 소비자에게 인지되는 이미지가 굉장히 중요한 요소로 작용한다. 즉, 기업의 이미지가 중요한 요소로 작용될 수 있다는 것이다. 반면 대기업의 경우 기업의 이미지는 그리 중요하지 않다. 따라서 중소기업의 경우 상호변경 사건의 영향을 크게 받을 것으로 예측할 수 있다.

먼저, 변경 정도에 따라 “전체변경”과 “부분변경”으로 분류한 결과를 살펴보자. <그림2> 분석 결과 두 표본은 동일한 결과를 나타냈다. 부분변경이나 전체변경 모

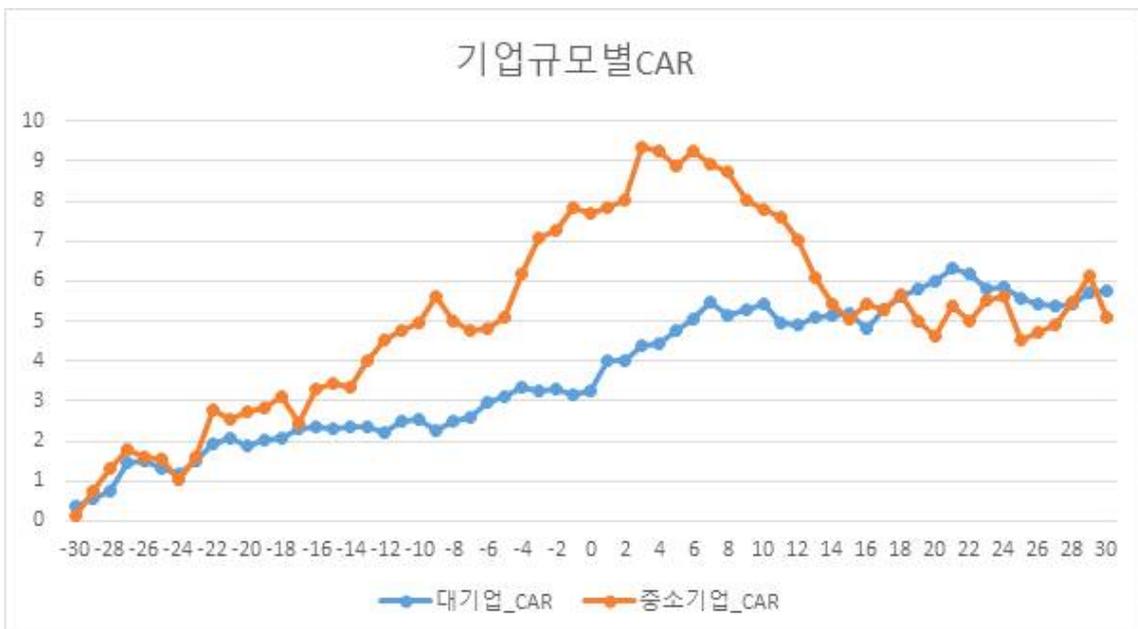
두 공시전까지 상승을 하는 것으로 나타났다. 그러나 전체변경의 사건효과가 3일정도, 부분변경의 경우 공시후 7일까지 상승하는 것으로 나타났다.

<그림 2> 변경정도별 누적평균초과이익률



기업규모에 따라 기업을 대기업과 중소기업으로 분류하여 누적평균초과이익률을 분석한 결과는 <그림 3>에 나타나 있다. 분석 결과 대기업의 경우 주가가 지속적으로 상승하지만, 중소기업의 경우 주가반응이 크게 상승한후 다시 하락하는 것으로 나타났다.

<그림 3> 기업규모별 누적평균초과이익률



2. 유동성과 위험분석

상호 변경이 정보비용에 영향을 미치는지를 검증하기 위하여 거래량과 위험 분석을 하였다. Chen et al.(2004)의 연구에 따르면 투자자들은 인지도가 높은 종목을 포트폴리오에 포함 시킬 것이고 따라서 정보의 생산이 증가하여 정보비용이 감소할 것이라고 주장하였다. 상호변경 공시로 인하여 기업의 인지도가 높아진다면 기업의 정보비용은 감소될 것이다. 먼저 상호변경이 거래량에 미치는 영향을 분석하기 위하여 거래량 변화율 및 비정상거래량을 측정하였다. 비정상거래량을 추정하기 위해서는 Harris and Gurel(1986)과 Hedge and McDermott(2003)가 제시한 과거거래강도 대비 사건기간의 상대적 거래강도를 나타내는 지표를 이용하였다.

① 초과거래량(Abnormal Volume :AV)

$$AV = \frac{V_m}{V_i} \times \frac{V}{V_{mt}}$$

V_i : 공시전 100일부터 공시전 10일까지의 i 주식의 평균거래량

V_m : 공시전 100일부터 공시전 21일까지의 KOSPI의 평균거래량

V : t일의 i 주식의 거래량

V_{mt} : t일의 KOSPI의 거래량

② 평균비정상거래량(Average AV: AAV)

$$AAV_t = \frac{1}{n} \sum AV$$

또한 위험의 변화가 있는지를 확인하기 위해서 공시전후의 위험을 측정하였다.

<표 2> 비교기간별 거래량과 위험

| AAV의 공시전후 비교 | | | | | | |
|---------------|--------|---------|---------|-----------|--------|----------------------|
| 구분 | Mean | Std Dev | Std Err | Min | Max | t값 |
| 공시전(-30일~-1일) | 2.0025 | 7.3108 | 0.0834 | 0 | 317.7 | -6.08 (0.0001)*** |
| 공시후(0일~+30일) | 5.9739 | 56.726 | 0.6489 | 0 | 1988.1 | |
| (위험의 공시전후 비교) | | | | | | |
| | 표준편차 | F값 | | p-값 | | |
| 공시전(-30일~-1일) | 3.4188 | 1.41 | | 0.0001*** | | |
| 공시후(0일~+30일) | 4.066 | | | | | |

*, **, *** : 각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함

위의 <표 2>은 상호변경 공시에 따른 거래량과 위험을 나타낸다. 거래량의 경우 장

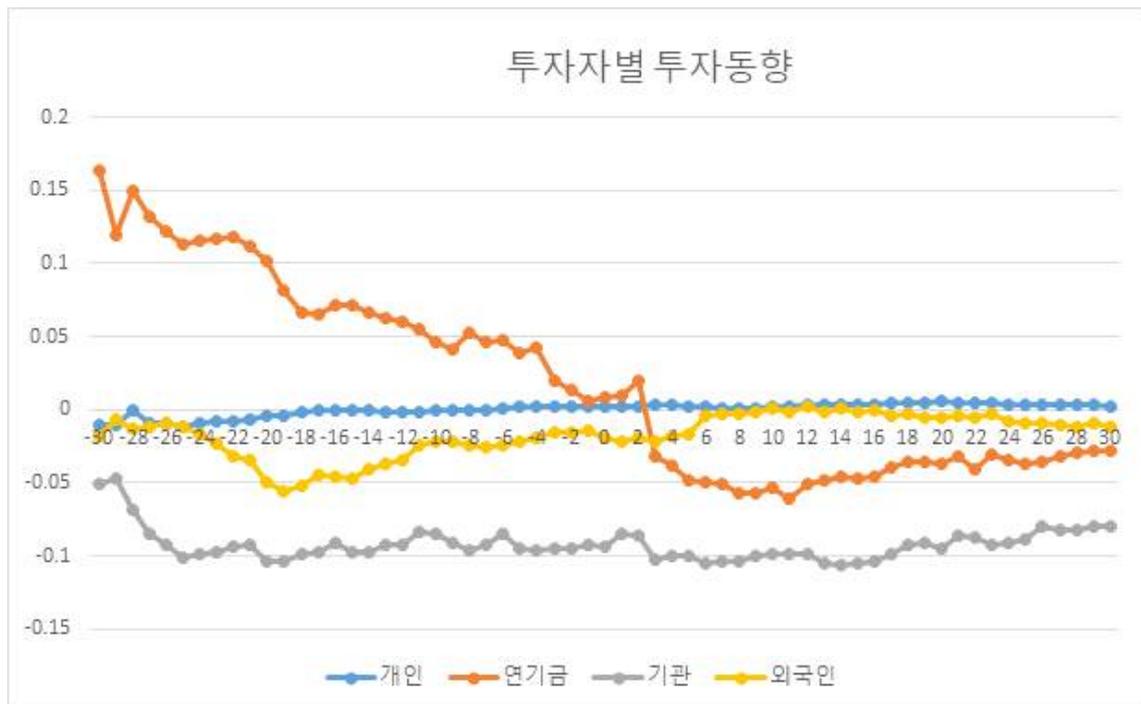
기적으로 증가하는 결과를 나타낸다. 변경일부터 30일간의 평균 초과 거래량은 과거와 비교하여 3.975 증가한 것으로 나타났다. 위험의 경우에도 유의한 증가효과를 발견하였다. 따라서 상호변경 공시가 기업의 유동성과 위험에 영향을 미친다고 할 수 있다.

3. 투자자별 투자행태분석

상호를 변경하는 기업의 주가상승, 거래량 증가 등 주의환기를 유발한다. 이에 투자자들이 상호변경에 어떠한 반응을 하는지 살펴보았다. 상호변경은 기업가치 변화와 무관한 비정보사건일 가능성이 높음에도 불구하고 일시적으로나마 시장의 반응이 나타나는 이유는 개인투자자의 영향을 고려해 볼 수 있다. 통상 개인투자자는 비정보거래자(noise trader)로 간주되고 있다. 따라서 이들 개인투자자는 기업가치와 관련없는 정보에도 반응하여 주가변동을 유발시킬수 있다. 여기서는 개인투자자들의 거래가 상호변경에 따라 주가에 어떠한 영향을 미치는지를 파악하기 위하여 거래동향을 조사하였다.

<표 6>의 분석결과를 요약하면, 전체표본에서 수익률은 악화된 반면 안정성은 개선된 것으로 나타났다. 한가지 특징을 꼽자면, 전체적으로 표본의 공시전수익성(공시전 ROE)가 대부분 음(-)의 값을 기록한다는 것이다. 기업의 상호변경의 목적은 여러 가지가 있을 수는 있으나, 대부분 저조한 수익성 때문에 상호변경을 시도한 것으로 유추해볼 수 있다.

<그림 4> 변경사유별 누적평균초과수익률



<그림4>를 살펴보면 공시전 30일부터 연기금은 순매도를 하고 있고, 외국인이 매수를 하고 있다. 또한 개인과 기관은 큰 변화가 없는 것으로 보인다.

<표 3> 상호변경에 투자자별의 기초통계

| 변수 | 평균 | 표준편차 | 최댓값 | 최솟값 |
|----------|----------|---------|----------|----------|
| 개인순매수비율 | 0.00251 | 0.07165 | 1.06369 | -0.31501 |
| 연금순매수비율 | -0.02926 | 0.55226 | -7.40258 | -1 |
| 기관순매수비율 | -0.07531 | 0.40188 | -31.9302 | -1 |
| 외국인순매수비율 | -0.01514 | 0.3163 | -6.27002 | -1 |

*비율은 (순매수/(매도량+매수량))

<표 3>은 상호변경에 따른 투자자별 반응에 대한 기초통계이다. 분석결과 개인은 순매수를 하는 것으로 나타났으며, 연금, 기관 및 외국인은 매도는 하는 것으로 나타났다.

<표 4> 투자자와 누적초과수익률(CAR)의 상관분석

| | car | 개인순매수비율 | 연금순매수비율 | 기관순매수비율 | 외국인순매수비율 |
|----------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------|
| car | 1 | | | | |
| 개인순매수비율 | -0.14656 0.003 | 1 0.0019 | | | |
| 연금순매수비율 | 0.00839 0.8969 | -0.1991 0.0019 | 1 | | |
| 기관순매수비율 | -0.11017 0.0261 | -0.36328 <.0001 | 0.27451 <.0001 | 1 0.0304 | |
| 외국인순매수비율 | 0.07035 0.1613 | -0.19018 0.0001 | -0.03449 0.5949 | -0.10826 0.0304 | 1 |

<표4>는 상호변경에 따른 투자자별 매수비율과 누적초과수익률(CAR)의 상관분석 결과이다. CAR와 투자자별순매수비율에서 개인과 기관이 유의적인 음의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 기초통계에서는 개인은 순매수를 하는 것으로 나타났으나 상관분석에서는 누적초과수익률과 음의 관계로 나타나고 있다. 이는 개인이 매도를 할수록 누적초과수익률이 높아지는 것으로 판단된다.

<표5>는 투자자와 누적초과수익률간의 회귀분석을 한 결과 이다. 분석결과 유의적인 변수는 개인순매수비율만 이었다. 누적초과수익률과 개인은 음의 관계를 나타내고 있어, 개인이 순매도를 할수록 누적초과수익률이 커지는 것으로 판단된다. 다른

변수의 경우 통계적 유의성은 없었으나 외국인만이 순매수를 하는 것으로 나타났고 있다.

<표 5> 투자자와 누적초과수익률(CAR)의 회귀분석

| Variable | Parameter Estimate | Standard Error | t Value | Pr> t | F-값 | R ² |
|-----------|--------------------|----------------|---------|-----------------------|---------------------------------|----------------|
| Intercept | 3.25289 | 1.63092 | 1.99 | 0.0473 | 4.65 (0.0013) ^{***} | 0.0733 |
| 개인순매수비율 | -84.60737 | 22.91284 | -3.69 | 0.0003 ^{***} | | |
| 연금순매수비율 | -0.97753 | 3.0403 | -0.32 | 0.7481 | | |
| 기타기관순매수비율 | -8.09268 | 6.3052 | -1.28 | 0.2006 | | |
| 외국인순매수비율 | 3.91718 | 6.10372 | 0.64 | 0.5216 | | |

*, **, *** : 각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 통계적으로 유의함

V. 결 론

본 연구는 2000년부터 2018년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 상호변경에 따른 기업의 주가반응을 분석하였다. 상호변경이 주가에 미치는 영향을 알아보기 위하여 전체기업 누적평균초과수익, 변경 정도별 누적평균초과수익, 기업규모별 누적평균초과수익 분석을 하였다. 또한 상호변경 공시일을 전후하여 유동성과 위험 분석을 하였으며, 투자자별 반응에 대한 분석을 실시하였다.

실증분석 결과 상호변경을 하는 기업의 누적초과수익률은 공시전 30일부터 상승하여, 공시일을 주변으로 유지된 후 이내 하락하는 것으로 나타났다. 그러나 이러한 결과는 공시전 30일까지는 통계적으로 유의한 양(+)의 초과수익률을 보였다. 변경목적과 변경정도별 표본에서는 비록 통계적 근거는 부족하나 상호를 “전체변경” 하는 경우와 “사업내용변경”의 이유로 변경하는 경우에는 공시전부터 상승한 주가가 장기적으로도 유지되는 것으로 나타났다.

투자자별 분석에서는 상호변경에 대해 개인은 순매도를 하는 것으로 나타났으며, 외국인은 순매수를 했다. 그러나 외국인의 경우는 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 상호변경에 대해서 개인은 부정적인 반응을 보이는 것으로 보인다.

아직까지 국내에서 상호변경이라는 사건에 대하여 깊게 연구된 사례가 거의 없으며 공통된 결론을 도출하지 못한 상태이다. 본 연구는 투자자별 반응을 고려하여 분석을 시도하였다는데 의의가 있다.

참 고 문 헌

- 백혜원(2001), “상호변경이 주가에 미치는 영향에 관한 실증연구” 연세대 학교 석사학위논문
- 송영균(1991), “상호변경이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 연구”, 증권학회지 제14집, pp. 87-101
- 오희장, 현영하(2002), “상호변경이 주가에 미치는 영향”, 증권학회지
- 이완근(2003), “상호변경이 기업가치의 변화에 미치는 영향에 관한 실증적 연구” 동국대학교 석사학위논문
- 한아름, 윤정선, 홍정훈(2010), “KOSPI 200 지수편입 효과와 개인투자자의 투자 행태” 재무관리연구 27권 제4호 207~234
- Bennett A., (1986) “Firms Grapple to Find New Names as Images and Industries Change“, The Wall Street Journal , Nov. 17, p. 35.
- Bosch, J. C. & M, Hirschey(1987), The Valuation Effects of Corporate Name Changes: What’s in a Name?, Working Paper, University of Colorado at Denver.
- Delano, F.(1980), Launching the New Company Name, Advertising Age, Vol.5 No.52, 53-54.
- Harawa, R. D.(1992), Wall Street Journal Announcements of News of Corporate Name Change and The Response of Security Prices : An Application of Event, University of New York.
- Howe, J. S.(1982), A Rose by Any Other Name? A Note on Corporate Name Changes, Financial Review No.17.
- Manning, Selvageand lee. (1985) A Nationwide Survey on Corporate Names, New York.
- Varela, Oscar and P.R. Chandy, (1987) “Market Reaction to Listings, Delistings and Name Changes in the Dow Jones portfolios“, Working Paper, University of New Orleans.
- Elliott W.B., Bonnie F., Van Ness, Mark D. Walker, and Richard S. Warr, “What Drives the S&P 500 Inclusion Effect? An analytical Survey,” Financial Management, 35, (2006), 31-48
- Horsky, D&P Swyngedouw(1978), Does It Pay to Change Your Company’s Name? A Market Perspective, Marketing Science No.6, 320-335.
- Erwin, E and Miller, K. D., “Correlation-based Development of Ocularly Matched Orientation and Ocular Dominance Maps: Determination of Required input Actives,” J Neurosci., 18, (1998), 9870-9895
- Harris, I. and E. Gurel, “Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List : New Evidence for the Existence of Price Pressure,” J ournal of

Finance , 41,(1986), 815-829