

상호변경과 주가반응

오희장

영남대학교 창업중소기업경영지원센터 연구교수
(ohj@yumail.ac.kr)

현영하

창원대학교 회계학과 교수
(yhhyon@sarim.changwon.ac.kr)

.....

본 연구는 상호가 기업의 대표적인 브랜드라는 점에서 상호변경에 따른 주가반응과 이에 영향을 미치는 요인을 분석하고자 하였다. 이를 위해 1990년부터 1997년 9월까지 상호가 변경된 비금융 상장기업을 대상으로 122건의 표본을 선정하였으며, 각 기업의 주가반응은 산업별 불변조정모형에 의해 측정된 일별 비정상수익률을 통해 검증되었다. 분석결과를 요약하면, 먼저 기업의 상호변경은 주가에 긍정적으로 반영되는 것으로 나타났다. 이때 상호변경정보는 상호가 변경되기 전 4일부터 변경 후 4일까지(-4~4) 집중적으로 반영되는 것으로 나타났다. 둘째, 상호의 변경동기에 따라 차별적인 주가반응을 보였다. 즉, 인수 및 합병, 사업목적의 변경 및 추가, 기업이미지 통합프로그램에 의한 상호의 변경은 주가에 긍정적으로 반영되는 반면, 제품명으로 변경 또는 변경의 동기가 분명하지 않은 경우 부정적인 주가반응을 보였다. 셋째, 변경된 상호의 언어적 유형에 따라 주가에 차별적으로 반영되는 것으로 나타났다. 즉, 한글과 영어를 혼용하는 상호를 사용하는 기업이 가장 높은 비정상수익률을 기록한 반면, 한글을 사용한 경우 가장 낮은 비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다. 마지막으로 상호변경은 기업이 종사하는 산업의 특성 및 기업의 규모에 따라 주가에 차별적으로 반영되는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 상호와 기업가치의 관련성에 관한 자료로 제시될 수 있으며, 또한 기업의 브랜드전략 혹은 투자사결정 자료로 활용될 수 있을 것이다.

.....

1. 서 론

상호는 기업의 경영목표 및 경영전략의 수립과 실행 등에 관한 기본적인 방향을 함축하고 있다는 점에서 구성원의 동기유발 및 결속력을 증대시키는 요인인 동시에 대외적으로는 기업의 영업활동 및 경쟁력확보의 중요한 원천이 될 뿐만 아니라, 상호 그 자체가 중요한 자산이 되기도 한다. 즉, 상호는 기업의 정체성(identity)을 구성하는 전형적인 요소라는 점에서 구성원의 경영목표 달성을 위한 동기유발의 원천이 되며, 더 나아가 동일한 기업집단에 소속된 기업들간의 원활한 업무협조, 상호지원

및 보완 등의 결속력을 가지게 하는 구심점이 된다. 또한 대외적으로는 기업의 목적과 주요 업무에 관한 정보를 전달하거나 인식시키기 위한 기본적인 매개체가 된다(Delano, 1980)는 점에서 기업의 경영전략을 수립하고, 그 목표를 달성하기 위한 원천이 된다고 할 수 있다. 한편 기업에 따라서는 상호 그 자체가 자산성을 가지게 되며, 실제로 세계적인 상호를 가진다는 것은 개별 기업뿐만 아니라 국가경제의 경쟁력에도 중요한 요인이 되고 있다.¹⁾ 이러한 이유에서 상호는 기업의 인지도 향상 및 주식의 지위를 개선시키기(Heidingsfield, 1968) 때문에 투자자의 태도나 속성을 설명하는 중요한 변수(Belkaoui & Cousineau, 1977)가 될 뿐만

논문 접수일 : 2002. 6 게재확정일 : 2002. 12

1) '인텔' 또는 'IBM'이 미국 컴퓨터산업, '벤츠' 및 'BMW'가 독일의 자동차산업, '소니' 혹은 '마쓰시다전기'가 일본 가전산업뿐만 아니라 해당국가의 제품을 일류로 인식되게 하는 것이 대표적인 사례라 할 수 있다.

아니라 해당기업의 이미지와 종사하는 산업 혹은 제품의 특성 등에 대한 정보를 제공하기 때문에 투자자에게는 정보비용을 절감하게 해준다(Karpoff & Rankine, 1988)는 점등에서 주가와 관련성을 가진다고 할 수 있다. 따라서 상호는 기업의 목표를 달성하기 위한 전략을 효과적으로 추구할 수 있는 원천이 되며, 또한 기업가치에 대한 중요한 척도(Chajet, 1987)가 될 수 있다. 이는 기업의 상호변경이 기업가치에 중요한 영향을 미칠 수 있다는 것을 의미한다고 할 수 있다.

이러한 관점에서 본다면, 최근 우리나라 기업의 활발한 상호변경과 함께 생소한 상호를 사용하는 기업이 증가하고 있다. 이는 새롭게 신설되는 기업 뿐만 아니라 오랜 역사를 통해 명성을 쌓아온 기업 등 나름대로 시장인지도를 가진 기업의 변경된 명칭이 상당부분 포함되어 있다는 점에서 흥미로운 관심의 대상이 아닐 수 없다. 이 가운데 특이한 현상중의 하나는 최근에 영어를 중심으로 하는 외국어(대부분이 영어이므로, 이후 영어로 표기) 또는 영어를 포함하는 상호의 비율이 증가하고 있다는 점이다.²⁾ 이는 우리나라 경제가 본격적인 개발을 시도한 이래 세계적인 경탄을 받고 있는 급속한 성장과 더불어 변화된 기업의 실체 및 정체성과 일치하는 이미지로 개선하기 위한 브랜드 전략의 일환이라 할 수 있다. 한편 영어를 포함하는 상호의 증가는 이미 포화상태에 도달한 국내시장을 벗어나 세계를 무대로 기업활동을 수행해야한다는 경제현실과 국내시장에서는 고객을 포함한 이해관계자에게 첨단업종에 종사하는 기업이라는 이미지를 인식시키기 위한 의도가 강하기 때문이라고 볼 수 있

다. 또한 기업활동에서 브랜드 가치의 중요성을 인식하고 있는 기업들의 대고객 전략차원에서 의도적인 이미지 변신을 위한 기업도 상당부분 포함되었을 것으로 추론할 수 있다. 한편 기업이 상호를 변경하는 이유는 다른 회사와의 인수 및 합병, 사업 목적의 변경 및 추가 등과 같이 기업의 실체가 변화됨에 따라 이에 적합한 정체성을 확보하기 위한 변경과 고객의 선호도가 높은 제품명을 통한 부정적인 이미지의 탈피 또는 시장에서의 기업 이미지 통합(corporate identity, CI) 등과 같이 기업의 실체는 아무런 변화가 없으나 상호변경을 통한 기업의 이미지를 개선하기 위한 경우로 구분할 수 있을 것이다. 그러나 기업이 상호를 변경하는 이유나 사용하는 상호의 유형에 관계없이 해당 기업의 경영활동을 촉진할 수 있고, 또한 기업가치에 긍정적인 효과를 기대할 수 있는 명칭으로 변경되었을 것으로 추론할 수 있다.

본 연구는 이러한 이유에서 상호변경이 기업가치와 어떠한 관련성을 가지며, 또한 어떠한 요인이 이에 영향을 미치는가를 분석하고자 하였다. 즉, 기업이 상호변경을 결정한 의도대로 시장에서 긍정적으로 인식하는가와 기업의 특성 중에서 어떠한 요인이 이에 영향을 미치는가를 분석하고자 하였다. 또한 상호변경의 동기 및 변경된 상호의 언어적유형에 따라서는 어떠한 현상을 보이는지를 분석하고자 하였다. 따라서 본 연구에서 얻어지는 결과는 상호변경에 따른 기업가치의 변화에 대한 근거로 제시됨으로서 상호를 통한 기업의 경쟁력을 확보할 수 있는 자료로 제공될 수 있을 것이다. 또한 시장측면에서는 보다 유용한 투자 의사결정모형을

2) 증권거래소에 상장되거나 코스닥시장에 등록된 기업 중에서 2001년에 상호가 변경된 기업은 78건이었다. 그러나 2002년에는 상반기에 이미 71건에 이르렀으며, 이중 51개 기업이 영어 또는 영어를 혼용하는 상호로 변경하였다.

개발하는데 추가적인 자료로 활용함으로써 자본시장의 안정적인 발전에 다소의 기여가 될 것으로 기대된다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

2.1 상호변경과 기업가치

기업 실체(reality)의 현상 또는 직면한 상황 즉, 기업이 다른 기업을 인수 혹은 합병, 기업전략의 수정, 과거와의 분리 필요성, 특정시점에서 시장지위의 정착, 생산라인 변화의 반영 등과 같은 이유로 기업의 실체 및 정체성의 변화가 초래될 수 있다. 또한 이미 성숙기에 접어든 대부분의 제품들은 시장에서 경쟁제품들간의 품질, 가격에서의 차이가 거의 없다는 점에서 경쟁사와의 차별화를 시도하기 위해 기업의 정체성을 자발적으로 바꾸어야 할 필요성이 있다. 기업의 정체성을 표현하는 매개체로는 상호, 상표, 제품명, 로고, 색상, 문화, CEO 등 다양한 요소가 활용되고 있으나 기본적인 요소는 상호와 로고라 할 수 있다. 이러한 이유에서 대부분의 회사들은 정해진 회사의 상호를 통해 고유한 이미지를 형성하고 있으며, 이미지와 괴리되는 상호를 사용하는 경우는 많지 않다(James, 1991). 따라서 기업의 정체성을 나타내는 핵심적인 요소인 상호의 변경은 기업 이미지의 차별화를 시도할 수 있는 좋은 기회가 된다는 점에서 효과적인 경영전략을 수립하고 시장경쟁력을 개선하는 기회가 될 수 있다. 또한 실제적으로 거의 대부분의 기업들은 상호를 중심으로 브랜드 파워(brand power)를 형성하는 전략을 시도하고 있다.

기업의 상호와 주가의 관련성에 대해서는 상호변경이 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 투자수요가설 및 실질현금흐름가설과 무관하거나 부정적인 영향을 미칠 것으로 보는 부손실가설, 비유의현상가설 등으로 설명되고 있다. 먼저, 투자자의 투자욕구가 상호변경현상에 영향을 받아 해당 주식의 수요가 증가하기 때문에 주가가 상승된다는 투자수요가설(investor demand hypothesis)을 뒷받침하는 근거로 상호는 기업이 생산하는 제품 및 소속된 산업 등에 관한 최신의 정보를 제공하므로 정보수집 및 거래비용을 절감하게 된다는 것이다. 또한 실질현금흐름가설(real cashflow hypothesis)은 투자자에 비해 우월한 정보 및 예측력을 가진 해당 기업의 중요한 의사결정이며(Bosch & Hirschey, 1987; Cornell & Shapiro, 1987), 상호변경은 광고의 효과를 가지는 동시에 최소한의 품질을 보장할 수 있다(Klein & Leffler, 1981)는 점에서 호재로 작용한다는 논리이다. 이에 비하여 부손실가설(wealth loss hypothesis)은 회계적 손실을 조정하기 위해 회계변경을 하는 것처럼 부정적인 성과를 오도하기 위해 상호를 변경하는 경우 시장에 악재로 작용할 수 있으며(Watts & Zimmerman, 1986), 상호변경에 수반되는 추가적인 비용으로 인해 주가에 부정적으로 반영된다는 것이다. 또한 비유의현상가설(insignificant phenomena hypothesis)은 상호변경은 다양한 이해관계자의 욕구에 따른 결과이며, 이와 관련하여 수반되는 비용은 중요하지 않으므로 기업의 가치에 영향을 미치지 않는다는 것이다. 따라서 상호변경과 기업가치의 관련성은 상반된 가설의 존재가 시사하는 바와 같이 아직 완전히 정리된 것은 아니라고 할 수 있으며, 한편 기업의 특성 및 시장의 문화 등에 따라 차별적인 현상을 보여줄 것으로 추론할 수 있다.

2.2 선행연구

원칙적으로 기업의 상호변경은 초기에 대규모의 추가적인 비용을 소요하게 되므로,³⁾ 기업의 단기적인 현금흐름에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 장기적인 관점에서 볼 때, 상호의 변경은 기업의 실체 및 정체성에 보다 밀접한 최근의 정보를 제공하는 계기가 될 수 있으므로 투자자에게는 기업가치에 대한 정보수집 및 분석 등과 관련된 비용을 절감시키고, 영업성과의 호전으로 인한 기업의 미래현금흐름에 대한 긍정적인 전망에 영향을 미칠 수 있다.

상호변경에 따른 추가반응에 관한 선행연구로, Howe(1982)는 1962년부터 1980년까지 상호가 변경된 기업을 대상으로 시장모형에 의해 산정된 주별 비정상수익률을 분석한 결과 추가에는 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이에 비해 Horsky & Swyngedouw(1987)는 1981년부터 1985년까지 상호를 변경한 58개 기업을 시장모형에 의해 산정된 일별 비정상수익률을 검증한 결과 상호변경 공시일(0)에 통계적으로 유의적인 정(+)의 추가반응을 보이는 것으로 나타났다. 또한 Harawa(1992)는 1970년부터 1984년까지 Wall Street Journal에 상호의 변경이 게재된 160개 기업을 시장모형과 딤슨모형에 의해 산정된 비정상수익률을 검증한 결과 공시직전일(-1)부터 공시후 3일(3)까지 정(+)의 추가반응을 보이는 것으로 나타났다.

한편 우리나라의 경우 송영균(1991)은 1980년부터 1990년 4월까지 상호변경이 공시된 74개 기업을 시장모형에 의해 산정된 일별 비정상수익률을 통해 검증하였다. 검증결과 완전히 다른 상호로 변경된 경우(27건) 통계적으로 유의한 수준에서 정(+)의 비정상수익률을 기록하였으나, 변경전과 차이가 명확하지 않은 상호로 변경된 경우(47건)에는 유의한 추가반응이 나타나지 않았다. 또한 제품의 명칭 및 기업집단의 명칭으로 상호가 변경된 경우 통계적으로 유의한 수준에서 정(+)의 추가반응을 보였으나, 인수 및 합병, 사업목적변경 및 추가에 따른 상호변경은 추가반응이 미미한 것으로 나타났다.

2.3 가설설정

상호는 기업의 정체성을 구성하는 전형적인 요소인 동시에 의사전달의 매개체라는 점에서 기업의 실체를 식별하고 경쟁사와의 차별성을 인식시킬 수 있는 원천이라 할 수 있다. 또한 상호는 기업 실체 및 정체성에 대한 이미지를 창출하는 대표적인 수단이라는 점에서 상호 그 자체가 가지는 자산성도 무시할 수 없다.⁴⁾ 이러한 이유에서 기업의 목적, 제품특성, 시장경쟁력에 대한 전망 등을 감안하여 결정되는 새로운 상호는 기업의 경영활동에 보다 유용한 수단이 될 것이므로, 기업가치에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 특히 우리나라의 경우 본격적인 경제개발이 시도된 이래 양적 및 질적인 측면에

3) '한빛은행'은 상호를 '우리은행'으로 교체하는데 260억원을 지출할 계획이며, 이는 점포의 간판교체비용 120억원과 새 상호를 고객에게 인식시키기 위한 광고비 140억원이라고 발표했다(박용근, 2002). 그러나 각종 문서 및 운용서식, 소프트웨어 변경 등의 직접비용과 이와 관련된 간접비용이 포함된다면 그 규모는 더 커질 것이다. 한편 제조기업의 상호변경은 금형등의 제조장비 및 포장장비 등의 변경으로 추가적 비용이 더 커질 것으로 추정할 수 있다.

4) 대표적인 예로, 1999년말 코카콜라의 장부가치는 95억불인데 비해 시장가치는 1,440억불로 평가되었다. 따라서 기업(시장)가치의 93.5%가 비장부가치이며, 이 중 상호의 가치는 725억불이라고 평가된 바 있다(Interbrand의 2000년 발표 자료).

서 급격한 성장을 이룩함으로써 초기에 사용하던 상호가 기업의 실체와 괴리되는 현상이 나타나고 있다. 또한 우리나라 기업에서 제조되는 제품으로 세계시장을 선도하는 제품은 드문 반면, 이미 세계 시장에서 성숙기에 접어든 제품을 도입하여 원가절감을 통한 저가격으로 경쟁력을 확보하는 제품이 대부분이라 할 수 있다. 따라서 경제개발초기의 우리나라 기업은 저품질 및 저가격으로 표현되는 이미지를 가질 수밖에 없었을 것이다. 이후 꾸준한 제품개선 및 신기술의 반영 등을 통해 질적인 측면에서도 경쟁력을 가지게 된 후, 기업의 이미지를 개선하기 위한 브랜드 전략 즉, 상호변경을 통한 세계시장의 경쟁전략을 모색할 필요성이 대두되었다고 할 수 있다. 즉, 최근에 활발하게 이루어지고 있는 기업의 상호변경은 우리나라 경제가 성장하는 과정에서 세계시장에서 효과적인 영업활동을 위한 기업의 인지도 및 이미지에 부합하는 상호로 변경하는 전략으로 볼 수 있다. 이러한 이유에서 기업의 상호변경은 투자자에게 호재로 인식될 가능성이 높아 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측되므로 아래와 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 상호변경은 주가에 긍정적으로 반영될 것이다.

기업이 상호를 변경하는 동기는 타 기업과의 인수 및 합병, 사업목적의 변경 및 추가 등과 같이 기업 실체의 변화에 따른 상호의 변경과 고객의 선호도가 높은 제품명을 통한 부정적인 이미지의 탈피 또는 시장에서의 기업 이미지 통합 등과 같이 실체의 변화없이 기업의 이미지를 쇄신하기 위한 동기로 구분할 수 있다. 전자의 경우 기업 실체의 변화에 따른 상호의 변경이므로 정체성의 부합이라

는 측면에서 시장의 정보비용을 감소시키므로 기업 가치의 변동이 클 것으로 예상되며, 후자는 시장경쟁력, 경영성과, 기업가치 등을 고려한 의도적인 의사결정이라는 점에서 이를 달성하기 위한 활동 및 추가적인 비용이 요구된다고 할 수 있다. 이러한 이유에서 기업의 상호변경동기가 기업실체의 변화에 따른 기업은 그렇지 않은 동기에서 변경된 경우와는 기업의 가치에 차별적인 영향을 미칠 것이다. 또한 세계시장에서 경쟁력을 가지기 위해서는 중소기업에 비해 대기업이 유리하다고 할 수 있으며, 특히 기업집단에 소속된 기업의 이미지 통합프로그램에 의한 상호변경은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측할 수 있다. 이러한 논리를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2-1: 기업인수 및 합병, 사업목적 변경 및 추가와 같이 실체의 변화에 따른 상호 변경은 주가에 긍정적으로 반영될 것이다.

가설 2-2: 기업실체에는 변화가 없더라도 적극적인 이미지 개선을 위한 이미지통합 프로그램에 의해 상호가 변경된 경우 주가에 긍정적으로 반영될 것이다.

우리나라에서 기업의 상호에 사용되는 언어는 크게 한글, 한글과 영어의 혼용, 영어로 구분할 수 있으며, 최근에는 영어 또는 한글과 영어를 혼용하는 상호가 증가하고 있다. 이는 기업이 세계시장에서 경쟁력을 확보하기 위한 전략의 일환으로 본다면, 이미 세계시장에 인지도가 높은 기업뿐만 아니라 그렇지 못한 기업은 세계시장에서 쉽게 적용할 수 있는 이미지 혹은 인지도를 높일 수 있는 상호를 선호할 것으로 판단된다. 또한 영어의 사용이

첨단업종에 종사하거나 이를 지향하는 기업이라는 이미지를 시장에 인식시키기 위한 전략일 수 있다. 따라서 이러한 상호가 기업의 가치에 긍정적으로 반영되는가를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 3: 변경된 상호에 영어가 포함되는 경우 더 높은 주가반응을 보일 것이다.

상호는 고객의 지각속에 존재하는 기업에 대한 이미지의 특성에 관한 인식이므로, 이는 기업이 소속된 산업과는 밀접한 관련성을 가진다고 할 수 있다. 즉, 상호는 기업의 실체를 기반으로 할 뿐만 아니라 시장에서 고객에게 의도적으로 인지되는 이미지라는 점과 현실적으로 상호의 구성하는 요소 중에는 소속된 업종 혹은 산업이 표기되고 것이 대부분이며, 비록 소속된 산업이 표시되지 않는다 하더라도 소속된 산업과 일치하는 상호는 기업의 정체성을 명확하게 하기 때문에 시장에서의 이미지 형성에 용이하다고 할 수 있다. 또한 전통적인 신뢰성을 증시하는 산업에 소속된 기업인가 혹은 최신키법의 조류 및 유행을 증시하는 산업인가에 따라 상호의 이미지는 다르게 형성될 것이다. 이러한 이유에서 상호의 변경은 기업이 소속된 산업의 특성에 따라 차별적으로 반영될 것이다. 즉, 최신키법 및 유행이 증시되는 산업에 소속된 기업은 이미지의 변화에 따른 기업가치의 개선이 용이하게 이루어질 수 있을 것이나, 전통적인 신뢰성 및 타당성이 증시되는 산업에 소속된 기업은 실체의 변화가 있을 때마다 가치변화가 이루어질 것이므로 상호변경과의 관련성이 그리 높지 않을 것이다. 이러한 논리에서 소속된 산업이 최신키법의 조류 및 유행에 민감한가 혹은 전통적인 산업으로 변화에

관심도가 상대적으로 낮은가에 따라 기업의 상호변경에 따른 주가반응은 차별적일 것이라는 논리에서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 4: 첨단산업 또는 유행에 민감한 사업이나 제품에 주력하는 기업의 상호변경은 그렇지 않은 기업에 비해 더 높은 주가반응을 보일 것이다.

동일한 논리에서 상호변경은 기업에서 주력하는 제품 및 사업의 재화적 속성에 따라 기업가치에 차별적으로 반영될 것이다. 즉, 상호는 기업의 실체 및 정체성에 기반으로 할 뿐만 아니라 시장에서 고객에게 의도적으로 인지되는 이미지라는 특성을 가진다. 또한 제품 또는 사업의 재화적 특성은 대상 고객 및 소비목적에서 큰 차별성을 가지게 된다. 이때 기계설비 및 중간재 등과 같은 산업재는 기업의 실체나 정체성에 기반된 타당성 및 신뢰성이 증시되며, 이러한 이유에서 제품에 대한 의사결정과정에서 고객은 감성보다는 이성적 소구에 따른다는 특성을 가진다고 할 수 있다. 이에 비해 패션이나 화장품 등과 같은 소비재는 소비자의 감성적 소구에 따르게 되므로, 기업의 이미지를 증시하는 경향이 강하다고 할 수 있다. 따라서 패션이나 화장품 등과 같이 감성에 소구하는 상품의 경우 상호의 이미지와 관련성이 높을 것이나 기계설비 및 중간재 등과 같은 이성에 소구하는 제품의 경우 상호가 기업의 이미지에 대한 관련성은 상대적으로 약할 것이다. 이러한 논리에서 주력으로 하는 제품 및 사업이 고객의 감성에 소구하는가 또는 이성에 소구하는가에 따라 상호변경에 대한 기업가치는 차별적으로 반영될 것으로 예측할 수 있으므로, 이를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 5: 상호가 변경된 기업이 주력하는 사업 또는 제품이 감성에 소구되는 경향이 강할 경우 이성에 소구하는 경향이 강할 경우 보다 높은 주가반응을 보일 것이다.

III. 연구모형과 자료수집

3.1 연구모형

위의 가설을 검증하기 위하여 사건연구(event study)를 수행하였다. 이때 사건일은 기업의 상호가 공식적으로 변경된 날로 하였으며,⁵⁾ 검증기간은 상호가 변경되기 전 10일(-10)부터 변경 후 10일(10)까지로 하였으며,⁶⁾ 종속변수는 동일한 산업에서 상호가 변경되지 않은 기업들의 평균주식수익률로 조정되는 산업별 불변조정모형(unchanged adjusted model)에 의해 측정된 일별 비정상수익률(daily abnormal return)을 사용하였다.⁷⁾ 또한 기업의 특성 및 시장의 환경을 통제한 상호변경에 따른 주가반응을 검증하기 위해 횡단면분석을 병행하였다.

3.1.1 비정상수익률 측정

본 연구에서는 각 기업의 일별 비정상수익률을 측정하기 위해 동일한 산업내에서 상호가 변경되지 않은 기업들의 평균수익률로 조정되는 산업별 불변조정모형을 사용하였다. 상호변경에 따른 주가반응을 분석하기 위해 선행연구에서는 시장모형을 사용하여 개별기업의 비정상수익률을 측정하였다. 즉, 상호변경이 주가의 변동에 미치는 영향을 분석하는 기준으로 시장수익률을 사용하고 있다. 그러나 본 연구에서는 표본의 동질성을 기하기 위해 금융업종을 제외한 기업으로 분석대상을 제한하고자 하였다. 따라서 이들의 주식수익률을 산정하기 위해 사용되는 분석기준에 있어서 금융업에 종사하는 기업까지 망라한 시장 전체의 평균비정상수익률을 사용하는 것보다 금융업을 제외한 기업의 평균비정상수익률을 사용하는 것이 목적적합성을 가진다. 또한 동일한 정보라도 산업에 따라 차별적으로 반영되는 점을 고려하여, 동일한 산업에서 상호가 변경되지 않은 기업의 평균비정상수익률을 분석기준으로 사용하고자 한다. 이는 상호변경에 따른 주가반응을 검증하는 모형으로서의 논리성을 확보하고, 그 결과를 보다 명확하게 분석할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다. 또한 주식시장에 존재하는 수많은 정보들은 상호가 변경된 기업과 변경되지 않은 기업의 주가에 다같이 반영될 것이기 때문에 동일한

- 5) 우리나라에서 꾸준히 상호변경이 공시된 매체는 「증권시장지」가 유일한 것으로 보인다. 그러나 「증권시장지」의 공시일은 대부분 증권거래소에 제출된 사업보고서에 기록된 변경일에 비해 2개월 이상 늦었으며, 심할 경우 11개월 후에 공시되는 경우도 있었다. 또한 사업보고서에는 변경된 것으로 기록되었으나, 「증권시장지」에는 공시되지 않은 기업도 상당수에 이르렀다. 이러한 이유에서 공식적으로 상호가 변경된 날을 사건일로 하였다.
- 6) 일반적으로 변경될 상호는 기업 내·외부에 공모하는 경우가 많고, 또한 우리나라 증권시장에서는 주가가격의 일일변동폭이 제한되어 있으므로 변경전후 기간의 주가변화를 살펴보고자 하였다. 참고로 1996년 11월 25일 이전 주가가격의 변동제한폭은 기준가격의 6%였으며, 이후부터 1998년 2월28일까지는 8%였다. 이러한 가격변동 제한폭은 이후 12%로 완화되었으며, 1998년 12월 7일 이후부터 현재까지는 15%로 규정되고 있다.
- 7) 불변조정모형에 대해서는 오희장의 연구(2001)를 참조하기 바람.

산업에서 상호가 변경되지 않은 기업들의 평균수익률을 제거함으로써 상호변경 이외의 정보를 상당부분 제거할 수 있어 보다 순수하게 상호변경에 따른 영향을 검증할 수 있을 것으로 기대된다. 마찬가지로 이유에서 시장장세의 영향⁸⁾ 및 산업의 차별성에 따른 오류를 제거하는 효과를 얻을 수 있을 것이다. 한편, 산업별로 조정되는 불변조정모형은 동일산업의 경쟁기업에 대한 분석이 이루어지는 효과를 얻을 수 있다는 장점을 가질 수 있을 것이다.

산업별로 상호가 변경되지 않은 기업들의 평균수익률로 조정된 일별 비정상수익률을 산정하는 산업별 불변조정모형은 식 (1)과 같이 나타낼 수 있다.

$$AR_{it} = R_{ikt} - Avg(R_{kt}^{nc}) \dots\dots\dots(1)$$

여기에서, AR_{it} : i기업 t일의 비정상수익률
 R_{ikt} : t일 k산업에 속한 i기업의 주식수익률
 $Avg(R_{kt}^{nc})$: t일 k산업에서 상호가 변경되지 않은 기업의 평균 주식수익률

식 (1)에 의해 측정된 비정상수익률의 검증일별 또는 검증기간별 평균비정상수익률은 식 (2)에 의

해 산정된다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \dots\dots\dots(2)$$

여기에서, N: 표본기업의 수

또한 검증일별 혹은 검증기간별 누적비정상수익률은 식 (3)에 의해 산정된다.

$$CAR_t = \sum_{i=-10}^{10} AAR_t \dots\dots\dots(3)$$

이러한 과정을 거쳐 계산된 비정상수익률은 단일표본 차이검증(one sample t-test), 분산분석(ANOVA)을 통해 검증될 것이며, 여기에 영향을 미치는 요인들과의 관련성은 회귀분석을 통해 검증된다.

3.1.2 회귀모형

상호의 변경은 기업의 실체 및 정체성의 변화에 영향을 미친다는 점에서 주력하는 사업 또는 제품에 대한 이미지의 변경을 동반하게 되므로 기업의 특성에 따라서 시장에 차별적으로 반영될 것이다.

8) 이에 대한 증명은 다음의 식을 통해 살펴보면 보다 명확할 것이다.

$$\begin{aligned} AR_{it} &= R_{it} - R_{mt} - AAR_t^{nc} \\ &= R_{it} - R_{mt} - \frac{1}{l} \sum_{j=1}^l (R_{jt}^{nc} - R_{mt}) \\ &= R_{it} - \frac{1}{l} \sum_{j=1}^l R_{jt}^{nc} \\ &= R_{it} - Avg(R_{jt}^{nc}) \end{aligned}$$

여기에서 AR_{it} 은 t시점 i기업의 비정상수익률, R_{it} 은 t시점 i기업의 주식수익률, R_{mt} 은 t시점의 시장수익률, R_{jt}^{nc} 는 t시점 사건이 일어나지 않은 j기업의 주식수익률, l은 t시점 사건이 일어나지 않은 불변기업의 수, AAR_t^{nc} 과 $Avg(R_{jt}^{nc})$ 은 t시점 사건이 일어나지 않은 불변집단의 평균수익률이다.

또한 주가는 경제환경 혹은 시장의 특성에 따라 영향을 받게 될 가능성이 크므로, 상호의 변경에 따른 주가반응에 기업 및 시장의 특성에 의한 영향이 내포되었을 가능성이 있다. 이러한 이유에서 기업 및 시장의 특성을 결합하여 상호변경에 따른 주가반응을 검증하고자 하였다. 이때 종속변수는 상호변경의 정보효과가 명확하게 나타나는 것으로 보이는 상호변경 전후 9일간(-4~4)의 평균비정상수익률로 하였다. 이를 위해 식 (4)의 회귀모형을 사용하였다.

$$AAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 IN_{it} + \beta_2 IC_{it} + \beta_3 MT_{it} + \beta_4 Lev_{it} + \beta_5 SI_{it} \quad \dots(4)$$

여기에서,

AAR_{it} : -4일부터 4일까지 i 기업의 평균비정상수익률

IN_{it} : 기업 i 의 t 기 산업특성(유통업=1)의 더미변수

IC_{it} : 기업 i 의 t 기 주력제품 특성(소비재=1)의 더미변수

MT_{it} : t 기의 경제 순환기(불황기=1)의 더미변수

Lev_{it} : 기업 i 의 t 기 부채비율

SI_{it} : 기업 i 의 t 기 기업의 규모(총자산의 자연대수)

여기에서 산업특성변수(IN)는 전통적인 신뢰성을 증시하는 사업인가 혹은 시장의 환경에 빠른 적응을 필요로 하는 신속성을 증시하는 사업인가에 따라 상호변경의 차별적인 시장반응을 검증하기 위한 변수이다. 즉, 최신 관리기법의 조류 및 유행

등의 시장환경에 빠른 적응을 증시하는 산업의 경우 기업의 이미지와 관련성이 높을 것이나 전통적인 제품으로 품질 및 신뢰성을 증시하는 사업의 경우 이미지와의 관련성은 그리 높지 않을 것이다. 예를 들어 시장의 환경에 빠르게 적응하여 신속한 용역을 제공하는 유통업은 계속적으로 새로운 상품으로의 개선이 가능하며, 이 경우 신뢰성보다는 신속함이라는 이미지가 중요하다고 할 수 있다. 이에 비해 일정 수준이상의 품질 또는 제품의 안정성이 요구되는 제조업 및 건설업은 신속성보다는 신뢰성이라는 이미지가 더 중요하다고 할 수 있다. 이러한 논리에서 상호가 변경된 기업이 유통업에 종사하는 경우 제조업 또는 건설업에 속하는 기업에 비해 더 높은 주가반응을 보일 것으로 예측되므로, β_i 은 정(+)의 부호가 기대된다.

또한 제품의 특성변수(IC)는 상호가 변경된 기업이 주력으로 하는 사업 혹은 제품이 이성애 소구하는 제품인가 혹은 감성에 소구하는 제품인가를 검증하기 위한 변수이다. 즉, 상호의 변경은 기업의 정체성 혹은 시장에서의 이미지를 변경하는 행위이므로 기업이 주력하는 사업이나 제품의 속성에 따라 이미지가 증대될 수도 있으나 한편으로는 훼손을 가져올 수도 있다. 따라서 상호변경에 따른 이미지는 기업의 특성에 따라 시장에서 차별적으로 반영될 수 있다. 즉, 패션이나 화장품 등과 같이 감성에 소구하는 제품의 경우 이미지와 관련성이 높을 것이나 기계설비 및 중간재 등과 같은 이성애 소구하는 제품의 경우 상호의 이미지와의 관련성은 상대적으로 약할 것이다. 따라서 감성에 소구하는 소비재는 이성애 소구하는 산업재에 비해 상호변경에 따른 시장의 인식이 높을 것으로 예측되므로 β_2 는 정(+)의 부호가 기대된다.

경기변수(MT)는 경기가 불황인 기간에 상호가

변경된 기업(MT=1)의 주가반응을 검증하기 위한 더미변수이다. 즉, 기업의 상호변경은 많은 비용을 수반한다는 점에서 경기는 상호변경에 대한 의사결정의 영향요인이 될 수 있으며, 또한 주가에 차별적으로 반영될 수 있다. 즉, 경기가 활황인 시기(1992년 하반기부터 1995년 상반기까지)에 상호변경에 따른 비용이 큰 부담이 된다고 보기 어려우나, 경기가 불황인 시기(1990년에서 1992년 상반기, 1995년 하반기에서 1997년 상반기까지)에는 상호변경에 관한 의사결정의 제약요인이 될 수 있으며 또한 주가에도 부정적인 영향을 미칠 가능성이 크다고 할 수 있을 것이다. 이러한 이유에서 경기가 불황인 시기에 상호가 변경되는 기업은 호황인 시기에 변경되는 기업에 비해 주가반응이 더 낮을 것으로 예측할 수 있으므로, β_3 의 값은 부(-)의 부호가 기대된다.

부채비율변수(Lev)는 상호가 변경된 기업의 부채비율에 따른 주가반응의 영향을 검증하기 위한 변수이다. 부채비율은 기업의 경영활동을 제약하고 기업의 이미지를 훼손하는 요인이 되기 때문에 기업의 가치에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 즉, 부채비율이 높은 기업일수록 채권자와의 부채계약을 위반할 가능성이 크기 때문에 기업의 경영전략의 대안선택을 제약하고, 또한 금융비용부담으로 직접적으로는 기업의 미래현금흐름에 부정적인 영향을 미치게 된다. 또한 이러한 현상은 기업의 투자자에 대한 이미지를 훼손하는 요인이 되므로 기업의 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이러한 이유에서 부채비율은 상호를 변경한 기업의 주가반응에 중요한 영향을 미치는 요인일 가능성이 높다고 할 수 있다. 따라서 상호가 변경된 기업의 부채비율이 높을 수록 주가반응에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예측되므로 β_4 의 값은 부(-)의 부호가 기대된다.

또한 기업의 규모(SI)가 작은 기업은 규모가 큰 기업에 비해 상대적으로 정보의 노출이 제한되어 있으므로, 특정 정보의 공표에 의해 상대적으로 큰 주가반응을 보이는 것으로 알려지고 있다. 따라서 기업의 규모효과를 통제하고도 상호변경에 대해 동일한 주가반응을 보일 것인가를 확인하기 위한 변수이다. 이때 기업의 규모변수로 총자산의 자연대수를 사용하였으며, β_5 의 값은 부(-)의 부호가 기대된다.

3.2 표본선정과 자료수집

본 연구를 위한 표본은 1990년부터 국내 경제가 IMF체제로 인한 기업의 급격한 구조조정에 따른 변화와 주식시장의 불안정성이 야기되기 전인 1997년 9월까지 상호가 변경된 상장기업 중에서 금융업을 제외한 기업을 대상으로 하였다. 또한 한국신용평가(주)에서 작성한 데이터베이스(KIS-DATA)에 주식수익률(SMAT) 자료가 수록되지 않은 기업은 제외하였다. 마지막으로 동일한 산업에서 비교대상 기업의 수가 극히 작은 경우(4개 미만) 표본에서 제외하였다.

금융업을 제외한 상장기업

중에서 상호가 변경 기업	139건
KIS-SMAT 미수록 기업	14
비교기업이 4개 미만인 기업	3 122건

이러한 과정을 거쳐 수집된 표본은 <표 1>에서 보는 바와 같다. 즉, 본 연구에서 사용되는 표본은 한국증권거래소의 중분류 기준으로 21개 산업에 소속되어 있으며, 각 산업에 소속된 표본은 1개에서 21개까지 분포되어 있다. 즉, 표본으로 선정된

〈표 1〉 산업별 표본의 구성과 비교기업

산업	표본기업		비교기업의 수
	수	구성비	
음식료품 제조업	10	8.2	37~47
섬유제품 제조업	13	10.7	41~49
의복 및 모피제품 제조업	9	7.4	14~18
펄프·종이 및 종이제품 제조업	3	2.5	20~26
화합물 및 화학제품 제조업	21	17.2	74~82
석유정제품 제조업	1	.8	7
고무 및 플라스틱제품 제조업	2	1.6	15~19
비금속광물제품 제조업	3	2.5	20~22
제1차 금속산업	9	7.4	36~42
조립금속제품 제조업	5	4.1	10~12
기계 및 장비 제조업	1	.8	20
사무·계산 및 회계용기계 제조업	1	.8	7
영상·음향 및 통신장비 제조업	13	10.7	41~58
전자기계 및 전기변환장치 제조업	4	3.3	17~20
자동차 및 트레일러 제조업	4	3.3	20~25
기타 운송장비 제조업	3	2.5	5
의료·정밀·광학기기 및 시계제조업	2	1.6	4~6
가구 및 기타제조업	1	.8	7
건설업	13	10.7	42~55
도매 및 상품중개업	3	2.5	31~33
숙박 및 운송업	1	.8	13
계	122	100	5,013

기업을 대상으로 살펴볼 때, 1990년부터 1997년 까지 업종별로 상호를 변경한 기업은 '화합물 및 화학제품 제조업'에 종사하는 기업이 21개로 가장 많았으며, '섬유제품 제조업'과 '영상·음향 및 통신 장비 제조업', '건설업'에 종사하는 기업이 13개였다. 이에 비해 '석유정제품 제조업', '기계 및 장비 제조업', '사무·계산 및 회계용기계 제조업', '가구

및 기타제조업', '숙박 및 운송업'에 종사하는 기업은 각각 1개씩 상호가 변경된 것으로 나타났다. 한편 표본 기업의 비정상수익률을 산정하기 위해 사용된 비교기업 즉, 동일한 산업내에서 상호가 변경되지 않은 기업 수는 각 표본별로 최하 4개에서 최고 82개로 총 5,013개(평균 41.11, 표준편차 23.00)였다.

IV. 실증분석결과

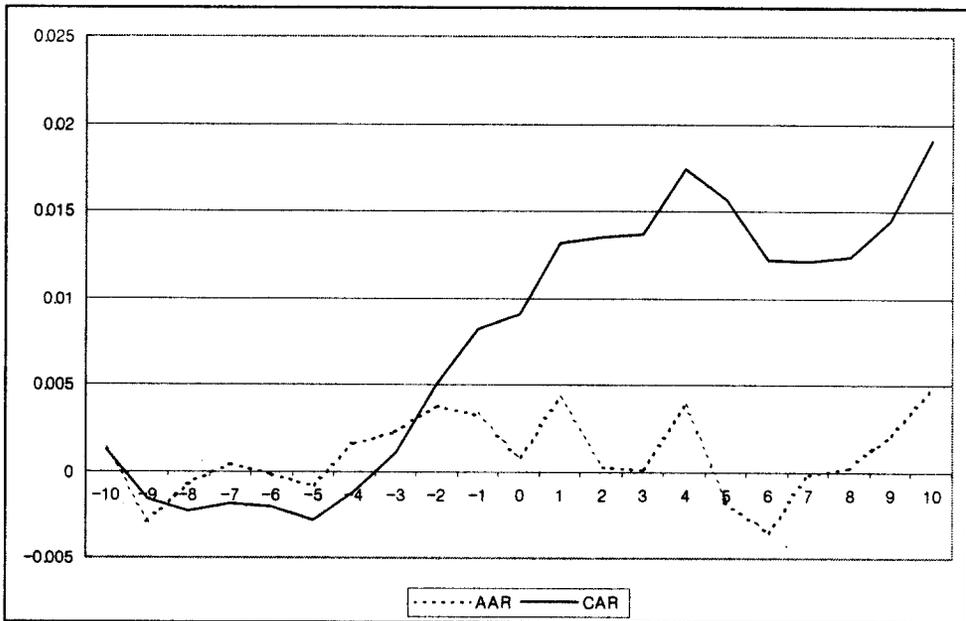
4.1 상호변경과 주가반응

상호변경에 따른 주가반응의 추세는 <그림 1>에서 보는 바와 같이 전체적으로 상승하는 추세이며, 특히 상호변경 전 4일(-4)부터 변경 후 4일(4)까지 급격하게 상승하는 주가반응을 보여주고 있다. 즉, 상호가 변경되기 전 10일(-10)에 정(+)¹의 비정상수익률에서 출발하여 곧 하락하고, 7일(-7)에 일시적으로 상승하나 6일(-6)과 5일(-5)까지 하락한 후 4일(-4)부터 급격히 상승하기 시작하여, 상호변경 후 4일(4)에는 .0174의 누적비정상수익률을 기록하는 추세를 보여주고 있다. 이후 7일(7)까지 하락한 후 8일(8)이후 다시 상승하고 있다.

상호변경에 따른 주가반응을 검증일별 평균비정상수익률을 통해 자세히 살펴보면, <표 2>에서 보는 바와 같다. 우선 전체 검증일 21일 중에서 14일은 상승하고 7일은 하락하여 전체검증기간의 평균비정상수익률은 .0009이었으며, 이는 통계적으로 5%수준에서 유의한 값이었다. 또한 상호가 변경되기 전 5일간(-5~-1)은 .0020의 평균비정상수익률을 기록하였으며, 이는 통계적으로 10%수준에서 유의한 값이었다. 특히 상호변경에 따른 정보효과가 명확하게 나타나는 것으로 보이는 기간 즉, 상호변경 전 4일(-4)부터 변경 후 4일(4)까지의 평균비정상수익률은 .0022($t=2.962$)이며, 이는 통계적으로 1%수준에서 유의한 값이었다. 그러나 이 기간 중에서 통계적으로 유의적인 비정상수익률을 기록한 날은 상호변경 후 1일(1)뿐이었다.

이러한 검증결과를 요약하면, 상호변경은 주가에

<그림 1> 기업의 상호변경과 비정상수익률



〈표 2〉 기업의 상호변경과 비정상수익률

검증일	평균비정상수익률			누적비정상수익률		
	평균	표준편차	t 값	평균	표준편차	t 값
-10	.0013	.025	.585	.0013	.025	.585
-9	-.0029	.029	-1.096	-.0016	.041	-.423
-8	-.0007	.028	-.298	-.0023	.053	-.483
-7	.0005	.029	.181	-.0019	.054	-.379
-6	-.0001	.027	-.039	-.0020	.057	-.375
-5	-.0008	.029	-.311	-.0028	.061	-.499
-4	.0016	.026	.668	-.0012	.067	-.198
-3	.0023	.028	.907	.0011	.071	.171
-2	.0038	.031	1.357	.0050	.080	.690
-1	.0033	.024	1.525	.0082	.084	1.085
0	.0008	.027	.335	.0091	.088	1.135
1	.0042	.028	1.655*	.0132	.090	1.631
2	.0003	.029	.108	.0135	.091	1.648
3	.0001	.025	.061	.0137	.090	1.681*
4	.0038	.030	1.383	.0174	.093	2.074**
5	-.0017	.024	-.786	.0157	.096	1.816*
6	-.0035	.030	-1.298	.0122	.098	1.380
7	-.0001	.027	-.042	.0121	.105	1.279
8	.0002	.027	.094	.0124	.103	1.325
9	.0021	.029	.800	.0145	.101	1.577
10	.0047	.030	1.742*	.0191	.105	2.013**
-10~10	.0009	.005	2.013**	.0075	.065	1.260
-10~-1	.0008	.008	1.085	.0004	.050	.086
-5~-1	.0020	.012	1.883*	.0021	.069	.329
0~5	.0012	.011	1.212	.0138	.086	1.758*
0~10	.0010	.007	1.528	.0139	.090	1.716*

주) *는 10%, **는 5%수준에서 유의한 것을 의미함.

긍정적으로 반영되는 것으로 나타났다. 즉, 상호변경 후 1일(1) 및 검증기간동안 통계적으로 유의한 수준에서 정(+)의 비정상수익률을 기록하였으며, 특히 상호가 변경되기 전 4일(-4)부터 변경 후 4일(4)까지 상호변경의 정보효과가 집중적으로 반

영되는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 상호변경에 대한 논의 및 의사결정 등에 관한 정보가 사전에 시장에 유출된다는 특성과 우리나라 증권거래소의 경우 가격변동폭이 제한되어 있다는 것과 관련성을 가진 것으로 보인다. 즉, 상호변경에 관한 기

업 내부의 논의와 의견수렴, 외부에서의 자문 혹은 공개적인 상호모집 등에 의해 상호변경에 관한 정보가 사전에 시장에 전달될 가능성이 높다고 할 수 있다. 또한 우리나라 증권시장은 일일 가격변동폭이 제한되어 있음으로 해서 특정정보에 대한 주가반응이 여러 날에 걸쳐 이연되거나 나누어지는 현상에 기인된 것으로 분석된다.

4.2 상호변경의 동기와 주가반응

기업의 상호변경 동기에 따른 주가반응의 검증결과는 <표 3>에서 보는 바와 같다. 즉, 상호변경의 정보효과가 반영되는 것으로 보이는 기간(-4~4)에 기업의 합병 및 인수로 인한 상호변경은 .0063의 평균비정상수익률을 기록하였으며, 사업목적의 변경 및 추가에 따라 변경된 경우 .0003, 제품명의 우호적인 이미지를 활용하기 위한 경우 -.0019, 기업의 이미지통합 목적에 의한 경우 .0044, 변경의 동기를 확인할 수 없는 경우(기타) .0000의 평균비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 통계적으로 5%수준에서 유의

한 값이었다. 또한 상호변경 후 1일(1)에는 합병 및 인수로 인해 상호가 변경된 경우 .0151의 높은 평균비정상수익률을 기록하였으며, 사업목적의 변경과 추가에 의한 경우 .0063, 제품명의 우호적인 이미지를 활용하기 위한 경우 -.0053, 기업의 이미지통합 프로그램에 의한 변경은 .0079, 기타는 -.0083의 평균비정상수익률을 획득한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 통계적으로 10% 수준에서 유의한 값이었다.

상호의 변경동기에 따른 주가반응을 요약하면, 기업의 인수 및 합병, 사업목적의 변경 및 추가 등으로 기업의 실체에 변화가 발생함에 따라 상호가 변경된 기업은 정(+의 주가반응을 기록하였다. 이때 기업실체의 변화에 따른 상호변경이라 하더라도 인수 및 합병과 같이 그 사실이 외부에 명확하게 알려지는 경우 주가에 반영되는 정도가 더 큰 것으로 나타났다. 또한 실체의 변화없이 이미지를 개선하기 위한 경우에는 기업에서 적극적으로 이미지를 개선하기 위한 이미지통합 프로그램에 의한 상호변경은 정(+의 주가반응을 보인 반면, 고객에게 우호적인 제품명으로 상호가 변경되거나 상호

<표 3> 상호변경의 동기와 비정상수익률

변경동기	표본기업		-4~4			1		
	수	구성비	평균	표준편차	F 값	평균	표준편차	F 값
M&A	18	14.8	.0063	.0104	3.317**	.0151	.0379	2.294*
사업목적	27	22.1	.0003	.0058		.0063	.0302	
제품명	8	6.6	-.0019	.0092		-.0053	.0209	
CI	38	31.1	.0044	.0088		.0079	.0280	
기타	31	25.4	.0000	.0070		-.0083	.0307	
계	122	100	.0022	.0084		.0042	.0249	

주) *는 10%, **는 5%수준에서 유의한 것을 의미함.

변경의 동기가 명확하지 않는 경우 부(-)의 주가반응을 보이는 것으로 나타났다. 이는 제품명 또는 기업집단의 명칭으로 상호를 변경한 경우에만 높은 정(+)의 주가반응 보인 것으로 나타난 송영균(1991)의 연구와는 다른 결과이다.

이러한 결과는 기업의 경쟁력 확보를 위해 다른 기업과의 인수 및 합병, 사업목적의 변경 및 추가, 이미지통합 프로그램에 따른 상호의 변경의 경우 기업실체가 변동되었거나 의도적인 이미지개선을 위한 적극적인 정책성의 개선이라는 점이 시장에 긍정적으로 반영된 것으로 분석할 수 있다. 이에 비해 우호적인 제품명으로 상호를 변경한 경우 부(-)의 주가반응을 보이는 것은 이러한 기업이 비교적 높지 않은 기업의 가치를 하나의 제품명에 의존하기 위해 동일한 명칭으로 상호를 변경한 것은 기업의 실체를 감추려는 의도가 내포되어 있는데 대한 불안감이 표현된 것으로 보인다. 한편 상호변경의 동기가 명확하지 않는 것으로 분류된 표본은 대부분이 '삼양식품공업'을 '삼양식품', '해태제과공업'을 '해태제과' 등과 같이 상호변경의 의미가 크지 않은 기업들로 구성되어 있다는 점에서 상호의 변경이라는 의미로 시장에 반영되지 않을 뿐만 아니라 상호변경에 따른 추가적 비용은 동일한 규모로 투입되어야 한다는 등의 이유에서 부(-)의 주가반

응을 보이는 것으로 분석된다.

4.3 상호의 언어적 유형과 주가반응

변경된 상호의 언어에 따른 주가반응은 <표 4>에서 보는 바와 같이 우선, 상호변경이 주가에 반영되는 것으로 보이는 기간(-4~4)에 변경된 상호가 한글인 표본의 비정상수익률은 .0000, 영어인 표본은 .0037, 한글과 영어를 혼용하는 표본은 .0059인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 통계적으로 .1%수준에서 유의한 값이었다. 또한 상호가 변경된 후 1일(1)의 경우에는 한글을 상호로 사용하는 표본은 .0009, 영어를 사용하는 표본은 .0007, 한글과 영어를 혼용하는 표본은 .0109의 비정상수익률을 기록한 것으로 나타났으나, 이는 통계적으로 유의한 수준이 아니었다.

이러한 결과를 요약하면, 변경된 상호의 언어적 유형에 따른 주가에 차별적으로 반영된 것으로 나타났다. 즉, 상호변경이 주가에 반영되는 것으로 나타난 상호가 변경되기 전 4일부터 변경 후 4일(-4~4)까지와 한글과 영어를 혼용하는 상호 및 영어를 사용하는 기업은 높은 주가반응을 보인 반면, 변경된 상호가 한글인 기업은 상호가 변경되지 않은 기업과 비슷한 주가반응을 보이는 것으로 나

<표 4> 변경된 상호의 언어적 유형과 비정상수익률

변경유형	표본기업		-4~4			1		
	수	구성비	평균	표준편차	F 값	평균	표준편차	F 값
한글	72	59.0	.0000	.0064	7.243****	.0009	.0218	1.738
영어	10	8.2	.0037	.0083		.0007	.0409	
혼용	40	32.8	.0059	.0102		.0109	.0331	
계	122	100	.0022	.0084		.0042	.0279	

주) ****는 .1%수준에서 유의한 것을 의미함.

타났다.⁹⁾ 이러한 현상을 보이는 이유는 우리나라 경제가 수출의존성이 높다는 특성 또는 국내 기업의 세계시장 선도력 및 기술수준 등과 관련이 있는 것으로 보인다. 즉, 기업활동의 세계화가 적극적으로 추진되어야 한다는 경제적 환경과 기업의 상호를 영문으로 함으로서 첨단업종에 종사하거나 이를 지향하는 기업 또는 첨단기술개발이라는 이미지의 형성이 시장에서 긍정적으로 반영되는 것으로 분석된다.

4.4 상호의 언어적 변경유형에 따른 주기반응

상호의 변경유형에 따른 주기반응은 <표 5>에서 보는 바와 같이 상호변경의 정보효과가 명확하게

나타나는 것으로 보이는 기간(-4~4)의 경우, '한글에서 한글로' 상호가 변경된 표본(67건)은 .0000, '한글에서 영어로' 변경된 표본(6건)은 .0044, '한글에서 한영(앞에는 한글, 뒤에는 영문으로 구성된 상호)으로' 상호가 변경된 표본(16건)은 .0064, '한글에서 영한(앞에는 영어, 뒤에 한글로 구성된 상호)으로' 변경된 표본(5건)은 .0011의 평균비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다. 또한 '영어에서 한글로' 변경된 표본(1건)은 -.0098, '영어에서 영어로' 변경된 표본(1건)은 .0126, '한영에서 한글로' 변경된 표본(4건)은 -.0019, '한영에서 영어로' 변경된 표본(2건)은 .0036의 평균비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다. '한영에서 한영으로' 상호가 변경된 표본(8

<표 5> 상호의 변경유형과 비정상수익률

변경유형	표본기업		-4~4			1			
	수	구성비	평균	표준편차	F 값	평균	표준편차	F 값	
한→한	67	54.9	.0000	.0060	3.233***	.0018	.0222	1.000	
한→영	6	4.9	.0044	.0050		.0111	.0483		
한→한영	16	13.1	.0064	.0098		.0152	.0370		
한→영한	5	4.1	.0011	.0135		-.0030	.0302		
영→한	1	.8	-.0098	-		-.0386	-		
영→영	1	.8	.0126	-		-.0153	-		
한영→한	4	3.3	-.0019	.0018		-.0123	.0118		
한영→영	2	1.6	.0036	.0152		-.0267	.0299		
한영→한영	8	6.6	-.0013	.0058		.0075	.0372		
영한→영한	12	9.8	.0103	.0101		.0117	.0265		
계	122	100	.0022	.0084			.0042		.0279

주) ***는 1%수준에서 유의한 것을 의미함.

9) 한편 변경된 상호의 언어적 유형에 따른 회계적 성과를 분석한 오회장 등(2002)의 연구에서는 이와는 다르게 나타났다. 즉, 변경된 상호가 한글인 기업이 매출액증가율 및 수출액비율이 가장 높았으며, 영어로 변경된 경우 가장 낮은 것으로 나타났다. 이는 시장의 기대치인 주가와 단기적인 실제 영업성파인 회계적 수치라는 속성에 따른 차별적 결과인 것으로 보인다.

건)은 -.0013, '영한에서 영한으로' 변경된 표본(12건)은 .0103의 평균비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 통계적으로 1%수준에서 유의한 값이었다.

또한 상호가 변경된 1일 후(1)의 경우, '한글에서 한글로' 상호가 변경된 표본은 .0018, '한글에서 영어로' 변경된 표본은 .0111, '한글에서 한영으로' 상호가 변경된 표본은 .0152, '한글에서 영한으로' 변경된 표본은 -.0030의 평균비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다. 또한 '영어에서 한글로' 변경된 표본은 -.0386, '영어에서 영어로' 변경된 표본은 -.0153, '한영에서 한글로' 변경된 표본은 -.0123, '한영에서 영어로' 변경된 표본은 -.0267의 평균비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다. '한영에서 한영으로' 상호가 변경된 표본은 .0075, '영한에서 영한으로' 변경된 표본은 .0117의 평균비정상수익률을 기록한 것으로 나타났으나, 이러한 결과는 통계적으로 유의한 수준은 아니었다.

4.5 회귀분석결과

기업의 상호변경에 따른 주가반응에 영향을 미칠 것으로 보이는 기업 및 시장의 특성변수를 결합하

여 회귀분석하였다. 이러한 변수들의 상관관계는 <표 6>에서 보는 바와 같이 산업특성변수(IN)와 부채비율(Lev), 기업규모(SI)는 평균비정상수익률과 정(+)의 관계를 보여주었으며, 이는 통계적으로 유의한 수준이었다. 이에 비해 제품특성변수(IC)와 경기변수(MT)는 부(-)의 기호였으나, 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 또한 산업특성변수는 제품특성변수 및 부채비율과 정(+)의 관계였으며, 제품특성변수와는 통계적으로 유의한 수준이었다. 이에 비해 경기 및 기업규모변수는 부(-)의 부호였으며, 이 중 규모변수는 통계적으로 유의한 수준이었다. 한편 제품특성변수는 경기, 부채비율, 규모변수와 부(-)의 관계였으며, 경기 및 규모변수와는 통계적으로 유의한 수준이었다. 경기변수는 규모변수와 정(+), 부채비율과는 부(-)의 관계이며, 이들은 통계적으로 유의한 수준이었다. 마지막으로 부채비율은 규모변수와 부(-)의 관계였으나, 통계적으로 유의한 수준은 아니었다.

회귀분석결과는 <표 7>에서 보는 바와 같이 상호를 변경한 기업 중에서 유통업에 종사하는 기업은 제조업 및 건설업에 종사하는 기업에 비해 높은 주가반응을 보인 것으로 나타났으며, 이는 통계적으로 5%수준에서 유의한 값이었다. 이에 비해 주력

<표 6> 변수들의 상관관계

변수명	AAR	IN	IC	MT	Lev	SI
AAR	1.000					
IN	.168**	1.000				
IC	-.068	.251***	1.000			
MT	-.112	-.099	-.125*	1.000		
Lev	.133*	.040	-.009	-.122*	1.000	
SI	.209**	-.136*	-.196**	.150**	-.021	1.000

주) *는 10%, **는 5%, ***는 1%수준에서 유의함을 의미함.

〈표 7〉 회귀분석결과

변수	상수	IN	IC	MT	Lev	SI	adj.r2	F 값
예측부호		+	+	-	-	-	.082	3.166***
계수	-.0258	.0069	-.0016	-.0023	.0032	.0014		
t값	-2.563**	2.272**	-.942	-1.393	1.303	2.684***		

주) *는 10%, **는 5%, ***는 1%수준에서 유의함을 의미함.

제품이 소비재인 기업은 산업재인 기업에 비해 낮은 주가반응을 보이나, 이는 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 또한 경기가 불황인 시기에 상호가 변경된 기업은 경기가 활황인 시기에 변경된 기업에 비해 낮은 비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다. 이러한 현상은 통계적으로 유의한 결과는 아니었다. 상호가 변경된 기업의 부채비율이 높을수록 높은 주가반응을 보였으나 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 마지막으로 기업의 규모가 클수록 높은 주가반응을 보인 것으로 나타났으며, 이는 통계적으로 1%수준에서 유의한 값이었다.

이러한 결과를 요약하면, 기업이 상호를 변경하는 경우 유통업에 종사하는 기업과 규모가 클수록 기업의 가치에 긍정적으로 인식하는 정도가 큰 것으로 시장에서 반응하고 있음을 의미한다. 즉, 기업의 제조업 및 건설업은 제품의 신뢰도 등 기업의 실체를 기반으로 하는 특성을 가진데 비해 유통업은 기업의 이미지를 어떻게 인식시키는가에 따라 시장에서 다르게 반영될 수 있다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 또한 기업의 규모가 클수록 높은 주가반응을 보이는 것은 주식시장에서 나타나는 정보전달환경에 따른 현상보다는 상호변경이 가지는 경제적 의미가 더 크게 나타난 것으로 보인다. 즉, 아직까지 세계적인 기업들과 동등한 규모라 할 수 없는 국내 기업들은 규모가 클수록 경쟁력을 가지는 것으로 인식하는 것으로 보인다. 특히 이러한

인식은 국내시장규모가 경제규모에 비해 상대적으로 협소한 특성을 가진 국내에서는 경쟁력을 갖춘 대규모 기업들의 세계화전략에 대한 성공가능성 기대가 반영된 것으로 보인다.

V. 요약 및 결론

상호는 기업의 정체성을 구성하는 대표적인 요소로서 기업의 가치에 중요한 영향을 미칠 수 있다는 점에서, 상호변경에 따른 시장의 반응을 분석하고자 하였다. 이를 위해 1990년부터 1997년 9월까지 상호가 변경된 122개 기업을 표본으로 상호가 공식적으로 변경된 시점을 전후하여 주가의 변화를 살펴보았다. 이때 종속변수는 동일한 산업에서 상호가 변경되지 않은 기업들의 평균수익률로 조정되는 산업별 불변조정모형에 의해 산정된 일별 비정상수익률을 사용하였다.

검증결과를 요약하면, 먼저 기업의 상호변경은 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 특히 상호가 변경되기 전 4일부터 변경 후 4일까지(-4~4) 주가에 집중적으로 반영되었다. 또한 상호변경의 동기가 다른 기업과 인수 및 합병에 의한 경우와 사업목적의 변경 및 추가, 기업의 이미지통합 전략 등인 경우 주가에 긍정적

인 영향을 미친 반면, 제품명과 동일한 상호로 변경하거나 변경의 이유가 명확하지 않은 경우 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 변경된 상호의 사용언어가 한글과 영어를 혼합하여 사용하는 경우 가장 높은 주가반응을 보였으며, 한글을 사용하는 경우 가장 낮은 주가반응을 보인 것으로 나타났다. 한편 유통업을 주력사업으로 하는 경우 제조업 혹은 건설업보다 높은 비정상수익률을 얻은 것으로 나타났으며, 기업의 규모가 클수록 높은 주가반응을 얻는 것으로 나타났다.

이러한 검증결과는 다음과 같은 의미를 가지는 것으로 분석된다. 먼저, 기업의 상호변경이 시장에 긍정적으로 반영되는 것은 이미 변경된 기업조직에 적합한 정체성의 확립 혹은 경제환경에 적합하도록 정체성의 변경이 필요하다는 인식과 관련이 있는 것으로 분석된다. 즉, 국내 경제가 본격적으로 개발된 이래 사업의 목적 및 범위, 조직문화가 크게 변화되었으며, 아울러 이러한 현상은 이미 국내시장의 포화상태에 따른 세계시장으로의 진출이 활발했던 것과 관련이 있는 것으로 보인다. 한편, 다른 기업과의 인수 및 합병을 통한 구조조정, 시장환경에 적합한 사업으로의 목적변경 및 추가, 기업의 이미지통합프로그램 등을 통한 기업실체 및 정체성의 변화에 부응하는 상호변경이 필요한 것으로 시장에서 인식하는 것으로 보인다. 이때 세계화 및 첨단업종의 이미지를 인식시킬 수 있을 것으로 보이는 영어와 한글을 혼용하는 명칭의 상호로 변경하는 것이 상대적으로 유리할 것으로 분석된다. 아울러 고객에 대한 기업 및 제품의 신뢰성이 요구되는 제조업보다는 변화에 대한 신속한 적응이 요구되는 유통업이 상대적으로 상호변경을 통한 정체성의 개선이 효과적이며, 기업의 규모는 클수록 기업의 가치증대에 효과적인 것으로 시장에 인식되는

것으로 분석된다.

따라서 본 연구의 결과는 다음과 같은 시사점을 가진다고 할 수 있다. 먼저, 기업 혹은 경제상황에 따라서는 기업의 실체변경에 따른 대고객 이미지 개선을 위한 적극적인 대처를 위한 방안을 모색할 필요성이 제기된다고 할 수 있다. 즉, 상호변경이 기업의 가치에 긍정적으로 작용한다는 것은 보다 기업의 실체에 적합하고, 이미지를 개선할 수 있는 상호에 대한 탐색의 필요성이 제기된다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 또한 비록 실체의 변화는 없다 하더라도 시장에서 상호 등을 통한 브랜드 파워를 형성하는 전략에 적극적인 방안의 모색이 필요하다는 것을 시사하며, 이는 기업의 정체성에 대한 관심을 기울이는 것이 기업의 가치증대에 긍정적인 전략이 될 수 있다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 둘째, 기업활동의 세계화라는 관점에서는 세계시장에서 경쟁력을 가질 수 있는 상호개발 등을 통한 브랜드 전략에 대한 방안을 모색할 필요성을 시사한다고 할 수 있다. 특히 세계시장을 선도할 수 있는 제품보다는 이미 성숙기에 접어든 제품을 도입하여 원가절감을 통한 가격경쟁의 우위를 주요 전략요인으로 하는 경제환경에서는 보다 세계시장에서 쉽게 적용할 수 있는 브랜드전략을 고려해야 할 것이다. 셋째, 영어를 포함하는 상호를 사용하는 경우 기업가치가 더 크게 증대될 것이라는 결과는 아직 우리나라 기업이 세계시장을 선도하는 제품이 많지 않다는 것을 시사한다고 할 수 있다. 즉, 일본의 '도요다' 혹은 '혼다', '마쓰시다전기' 등과 같이 세계시장에서 경쟁력을 가진 제품을 판매하는 기업이 많아질 경우 구태여 상호에 영어를 포함하지 않더라도 경쟁력을 가질 수 있다는 것을 의미하기 때문이다. 또한 이러한 사례는 세계시장을 선도할 수 있는 제품이 무엇보다 중요한 브랜드 전략이 될 수

있으며, 이 경우 세계시장에서 개별 기업뿐만 아니라 해당 국가에서 제조되는 제품 및 기업들을 일류로 인식되게 하는 효과를 가진다는 점에서 기업의 상호변경전략에 장기적인 시각에서 접근할 필요성이 제기된다고 할 수 있다. 마지막으로 동일한 논리에서 이미 세계시장에서 경쟁력을 가진 기업이 많아질 경우 상호변경에 따라 기업의 기업가치가 증대될 것이라는 시장의 인식정도는 상대적으로 낮아 질 수 있다는 것을 추론할 수 있다. 즉, 이미 시장에서 충분한 경쟁력을 가진 기업은 더 이상 상호를 변경할 유인이 없다고 할 수 있다. 그러나 본 연구에서 표본으로 사용된 기업 중에는 우리나라를 대표하는 기업도 다수 포함되어 있다는 점에서 하루 빨리 세계적인 브랜드를 가진 기업들이 계속적으로 나타나기를 기대하는 바이다.

본 연구를 통해 도출된 결과는 상호변경에 따른 기업가치의 변화에 대한 자료를 제시함으로써 상호 등의 기업 브랜드를 통한 경쟁력을 확보할 수 있는 근거 자료로 제시될 수 있을 것이며, 또한 이와 관련된 의사결정의 기초자료로 제공될 수 있다. 아울러 시장측면에서는 보다 유용한 투자 의사결정모형을 개발하는데 추가적인 자료로 활용함으로써 자본시장의 안정적인 발전에 다소의 기여가 될 것으로 기대된다. 한편, 모든 기업활동에 그러한 면이 있듯이 브랜드 전략 역시 기업의 특성 또는 환경 등과 깊은 관련성을 가진다는 점에서 보면, 상호변경에 따른 기업가치에 대한 장기적인 전망뿐만 아니라, 시장경쟁력 및 수익적 측면의 성과 등에 대한 분석의 필요성이 제기된다고 할 수 있다. 즉, 논리적으로 볼 때, 브랜드 전략 역시 기업의 실체 또는 정체성에 근거해야 지속적인 성과를 얻을 수 있을 것이다. 특히 국내에 기반을 둔 기업의 외국어로 된 상호, 기업실체의 변화와는 관련성이 낮은 브랜

드 전략 등에 대해서는 보다 다양한 관점에서의 분석 등은 미래연구로 제언하고자 한다.

참고 문헌

- 김기홍(2002), 일부 미국인들 “삼성전자는 대기업” 오해, *조선일보* 10월 17일자.
- 김승화(1999), 브랜드 이미지 전략의 출발점 - 브랜드, 제품, 기업과의 관계 매김, *주간경제* 제531호.
- 박용근(2002), ‘한빛은’ 3년도 안돼 ‘우리은’으로 이름 바꾸는데 260억 낭비, *조선일보* 2002년 6월 10일 41면.
- 송영균(1991), 상호변경이 주주의 부에 미치는 영향에 관한 연구, *증권학회지* 제14집, pp.87-101
- 오희장 · 남병탁 · 박승동(2002), 기업의 상호변경과 영업성과, *미간행논문*, pp.1-28.
- 오희장(2001), 사건연구를 위한 불변조정모형의 도출과 활용, *영상아카데미저널* 제1권 제1호, 영상아카데미, pp.75-91.
- Aaker, D. A.(1996), *Building Strong Brands*, Free Press New York.
- Belkaoui, A & A. Cousineau(1977), Accounting Information, Nonaccounting Information, and Common Stock Perception, *Journal of Business*, Vol.50 No.3, pp.334-342
- 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.
- Chajet, C.(1987), Corporate Identity in the Age of Restructuring, *Asset Based Financial Journal*, Vol.8 No.1,
- Cornell, B. & A. A. Shapiro(1987), Corporate Stakeholders and Corporate Finance, *Financial Management* Vol.16, pp.4-14.

- Delano, F.(1980), Launching the New Company Name, *Advertising Age*, Vol.5 No.52, pp.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.
- Heidingsfield, M.(1968), Changing Patterns in Marketing: A Study on Strategy & Bacan Inc. USA.
- Horsky, D & P. Swyngedouw(1987), Does It Pay to Change Your Company's Name?: A Market Perspective, *Marketing Science* No.6, pp.320-335.
- Howe, J. S.(1982), A Rose by Any Other Name? A Note on Corporate Name Changes, *Financial Review* No.17.
- James, R. G.(1991), Marketing Corporate Image - The Company as Your Number One Product, NTC Business Books, Lincolnwood, Illinois.
- Karhoff, J. M. & G. W. Rankine(1988), The Effects of Corporate Name Change on Stockholder Wealth, Unpublished Working Paper, University of Washington.
- Keller, K. L.(1993), Conceptualizing, Measuring, and Managing Customer Based Equity, *Journal of Marketing*, January, pp.1-22.
- Klein, B. & K. B. Leffler(1981), The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance, *Journal of Political Economy* 89 pp.615-641.
- Watts, R. & J. L. Zimmerman(1986), Positive Accounting Theory, Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

The Effect of Corporate Name Changes on the Stock Price

Hee Jang Oh* · Yong Ha Hyon**

Abstract

In the viewpoints that corporate name does related to the firms' value, this study is to analyze the information contents of corporate name changes and to determine the factors that explain. The sample of the study consists of 122 firms which changed their name during the period of eight years from January, 1990 to September 1997. The event study methodology is used. Noteworthy is that the abnormal stock returns in this study are generated by the unchanged adjusted model.

The study finds that several factors of corporate name changes are associated with respective firms' abnormal returns of the stock price. First, the corporate name changes by and large were positively associated with the abnormal stock returns at announced day one(1), and during test period of -4 to +4 days(-4~4). Second, the market responded differently to the motivation of the name changes. Name changes for the reasons of M&A and for a new direction of corporate business, or for a new identity creating strategies were responded positively by the market at significant levels. Third, the market responded differently to the different language mix in changes of firm's name, namely, Korean+English. While name changes to Korean showed lower abnormal returns, name changes to Korean+English showed higher abnormal returns. Fourth, the market also responded differently to the name changes depending on the firms characteristics, i.e., the kind of industry the firm belongs, and the size of the firm. The market responded more positively to the firms in the wholesale and retail business than the firms in manufacturing and

* Research Professor of Entrepreneurial Management Center, Yeungnam University.

** Professor of Accounting and Finance, School of Business, Changwon National University.
Associate Professor of Emeritus, Fox School of Business and Management, Temple University.

construction lines of business. The larger the size of the firm, the higher abnormal returns, for the firms that changed their name.

Corporate strategists as well as investors we hope find the findings of this study useful. The unchanged adjusted model for computing the abnormal returns in this study is new and may shed new light to computing the abnormal returns for this type of research in the future among research analysts.

Key words: brand, firms' value, corporate name changes, motivation of the name change, type of names' language, firms characteristics, unchanged adjusted model.