

## 상호변경이 내재자본비용에 미치는 영향

유순미\*

### 〈요 약〉

기업의 상호는 기업의 성공적인 수많은 요인 중에서도 타기업과 경쟁기업을 차별화시키는 무형의 자산으로 기업의 이미지와 강하게 관련되어 있다고 볼 수 있다(Akerlof, 1970). 지금까지 상호변경에 관한 연구는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구와 부정적인 영향을 미치거나 영향을 미치지 않는다는 연구로 대별된다. 긍정적인 영향을 미친다는 연구는 상호변경이 투자자의 투자욕구에 영향을 미치거나 미래현금흐름에 대한 투자자의 기대를 변하게 하는 신호로 작용하여 기업가치가 증가한다는 것이다. 상호변경 자체가 기업 내외의 이해 관계자들에게 긍정적인 신호로 작용하여 기업의 미래가치를 높일 수 있고 이러한 신호효과가 신뢰성이 높다면 투자자들의 정보비용을 절감시켜 정보비대칭이 감소함으로써 내재자본비용의 감소를 가져올 수 있다.

한편, 반대되는 연구결과로 부정적인 성과를 오도하기 위해 상호를 변경하는 경우 시장에 악재로 작용할 수 있으며 도리어 상호변경에 수반되는 추가적인 비용으로 인하여 주가에 부정적인 영향을 미친다는 연구와 시장균형하에서 상호변경은 기업가치에 어떠한 영향도 미치지 않는다는 연구이다. 상호변경이 기업이미지 개선, 합병 등 과거와의 단절 및 기업이미지 세탁을 위하여 이루어진다면 상호변경 자체에 대해 투자자들은 조심스럽게 받아들일 수밖에 없다. 즉 시장의 관점에서 보면 기업의 상호변경에 대하여 기업의 내재가치 및 이와 관련된 정보의 비대칭성이 크다는 특성을 가지며 새로운 상호로의 교체가 위험을 의미한다면 상대적으로 기업과 기업외부의 이해관계자들과의 정보비대칭이 증가함으로써 정보위험에 대한 대가로 기업의 내재자본비용은 증가할 수밖에 없다.

이렇듯 현재까지 상반된 연구결과가 존재하는 상황에서 본 연구는 2005년부터 2010년까지 국내 유가증권시장 상장기업을 대상으로 상호변경이 내재자본비용에 미치는 영향을 분석한다. 분석결과, 상호변경은 내재자본비용에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상호변경은 경영자와 외부투자자간의 정보비대칭을 증가시키고 이에 대해 시장에서는 정보위험에 대한 추가적인 위험프리미엄을 요구한다고 볼 수 있다. 결과적으로 상호가 기업에 대한 인지도 및 신뢰성의 척도로 작용하여 상호변경이 투자자들의 정보비용을 절감시키는 효과보다 상호변경을 미래에 대한 불확실성이라는 위험으로 인지하여 추가적인 프리미엄을 요구하고 있는 것으로 나타났다.

핵심주제어: 상호변경, 내재자본비용, 정보비대칭, 신호효과

## I. 서론

영국의 국제브랜드평가 전문회사 인터브랜드(Interbrand)사가 매년 발표하는 'Best Global Brands 2013'에 따르면 우리나라 기업인 삼성전자의 브랜드가치는 2013년 588억 달러(한화 약 647조 6,481억 원, 달러당 1,100원 기준)로 2012년 5위에서 세계 2위로 올라섰다. 실제 삼성전자의 2013년 영업이익은 18조 5,104억 원으로 브랜드가치가 영업이익의 35배에 달한다고 볼 수 있다. 이처럼 상호는 기업의 성공적인 수많은 요인 중에서도 타 기업과 경쟁기업을 차별화시키는 무형의 자산으로 기업의 상호는 기업의 이미지와 강하게 관련되어 있다고 볼 수 있다(Akerlof, 1970).

특히, 21세기 들어 치열한 경쟁환경에 직면한 기업들은 과거의 전략으로 라이벌 기업과 차별화를 시도하기가 어려워졌다. 이미 성숙기에 접어들어 많은 제품들은 규모의 경제성 및 경험효과에 의한 비용우위는 거의 기대할 수 없고 급속하게 진행된 공장자동화는 대부분의 기업의 품질을 거의 비슷하게 만들어 가고 있다. 이런 경영환경에서 타사와의 차별화는 매우 중요한 데, 그 대표적인 수단이 바로 브랜드파워이고 그 중에서 가장 강력한 효과를 가지는 것이 바로 상호변경이다.

기업들이 이미지의 차별화를 시도하기 위해 상호를 변경시키는 이유는 상호가 가장 강력한 도구가 되기 때문이다. 기업의 정체성을 표현하는 매개체는 상호, 로고, 제품명, 상표, 캐릭터, 슬로건, 디자인, 기업문화, CEO 이미지 등이 있다. 그러나 무엇보다도 기업을 대표하는 것은 이 중에서 상호와 이를 상징하는 로고이다. 특히 상호는 소비자들에게 기업의 제품이 나타내고자 하는 것을 각인시키는 가장 대표적인 매개체이다. 이에 따라 대부분의 기업들은 상호를 통해 자사의 고유한 이미지를 형성하게 된다. 상호의

변경은 기업의 이미지를 차별화시킬 수 있는 가장 좋은 기회가 되기도 한다.

기업이 상호를 바꾸는 이유는 무엇일까? 한경희·김종범(2012)에 의하면 상호변경이 기업의 미래이익을 높여 줄 수 있다고 보기 때문이라고 주장하고 있다. 이들의 연구에 의하면 첫째, 상호 자체가 고객에게 효용을 발생시키는 속성이라면, 체계적인 CIP(Corporate Identity Program)를 통하여 채택된 상호는 종전의 상호를 사용하는 경우보다 고객에게 더 큰 효용을 제공하게 될 것이므로, 자사 제품에 대한 수요함수를 바깥쪽으로 이동시켜서 종전보다 더 높은 가격을 받을 수 있게 하거나, 아니면 가격을 그대로 두는 경우에는 더 높은 판매량을 올릴 수 있게 해줄 것이다. 부수적으로 계열기업들의 상호를 하나로 통일시키는 경우 계열 기업별로 감행하던 기업 이미지 광고를 그룹 이미지 광고로 대체할 수 있으므로 비용 절감효과도 얻을 수 있다. 둘째, 상호 자체는 고객에게 아무런 효용을 발생시키지 않는다 하더라도, 단지 상호를 바꾼다는 것 자체가 기업 내외의 이해 관계자들에게 긍정적인 신호전달로서 작용하여 기업의 미래가치를 높일 수 있다. 즉, 상호의 변경은 그 기업이 과거와 단절하고, 곧바로 구조조정과 같은 바람직한 변화를 시행할 것이라는 암묵적인 약속을 사전에 하는 것이라고 볼 수 있다. 이러한 신호전달이 신뢰성이 높다면, 기업의 임직원들에게 동기 유발 효과를 가져올 수 있고, 투자자들에게도 호의적인 반응을 얻을 수 있을 것이다.

결국 상호가 기업에 대한 인지도 및 신뢰성의 척도로 작용하여 상호변경이 투자자들의 정보비용의 절감을 가져온다면 정보비대칭이 감소함으로서 내재자본비용의 감소를 가져올 수 있다.

하지만 상호변경이 기업이미지 개선, 합병 등 과거와의 단절 및 기업이미지 세탁을 위하여 이루어진다면 상호변경 자체에 대해 투자자들은

조심스럽게 받아들일 수 밖에 없다. 즉 시장의 관점에서 보면, 이해관계자(대주주, 벤처금융, 등 록주선인과 투자자 등)간에 상호변경에 대하여 기업의 내재가치 및 이와 관련된 정보의 비대칭성이 크다는 특성을 가진다. 결국 새로운 상호로의 교체, 즉 변화는 정보이용자의 입장에서는 위험을 의미할 수 있고 상대적으로 기업과 기업외부의 이해관계자들과의 정보비대칭이 증가함으로써 정보위험에 대한 대가로 기업의 내재자본비용은 증가할 수밖에 없다.

한편, 전형적인 CAPM의 자산가격결정모형에서 자산의 가치는 미래현금흐름과 자본비용에 의해 결정된다. 기업이 미래에 창출하는 미래현금흐름을 예측하는 것이 매우 중요하지만 적절한 할인율을 알지 못하면 정확한 미래현금흐름을 예측할 수 없다 하더라도 자산의 현재의 가치로 환산할 수 없다. 위험은 투자자가 직면한 미래수익률의 불확실성으로서, 미래수익의 확률분포의 분산(표준편차)로 측정할 수 있고 위험수준은 자본비용을 결정하는 유일한 요인이다. 그렇다면 상호변경은 미래에 긍정적인 결과를 가져올 수도 있고 불리한 결과를 가져올 수도 있는 위험을 내포하고 있으므로 이러한 위험은 투자자들이 요구하는 요구수익률에 반영될 수밖에 없다.

따라서 본 연구는 상호변경이 가져다주는 긍정적 요소와 부정적 요소가 혼재되어 있는 상황에서 국내 상장기업을 대상으로 상호변경이 기업의 내재자본비용간에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 탐색적 연구를 수행하고자 한다.

분석 결과, 상호변경은 내재자본비용에 유의적인 양(+의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상호변경은 경영자와 외부투자자간의 정보비대칭을 증가시키고 이에 대해 시장에서는 정보위험에 대한 추가적인 위험프리미엄을 요구한다고 볼 수 있다. 결과적으로 상호가 기업에 대한 인지도 및 신뢰성의 척도로 작용하여

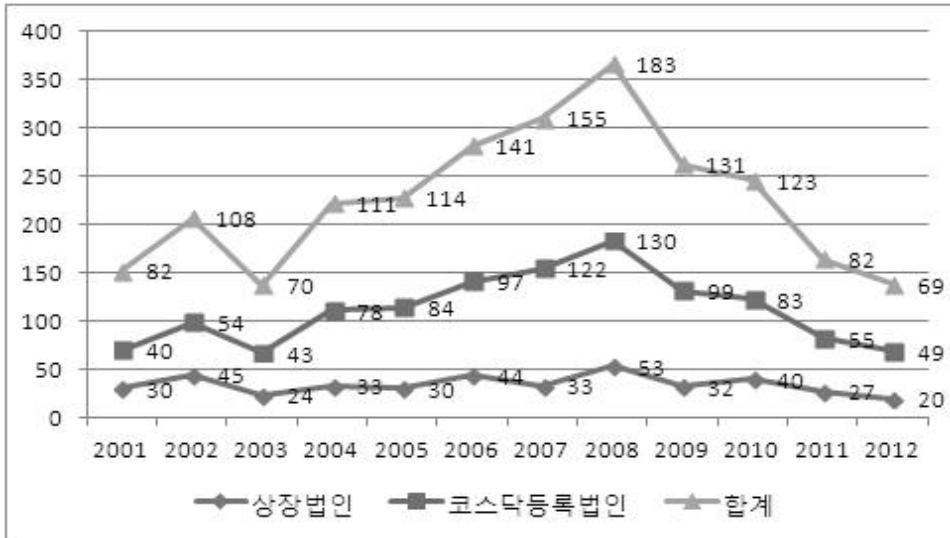
상호변경이 투자자들의 정보비용을 절감시키는 효과보다 상호변경을 미래에 대한 불확실성이라는 위험으로 인지하여 추가적인 프리미엄을 요구하고 있는 것으로 나타났다. 지금까지 상호변경이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구와 부정적인 영향을 미친다는 연구결과가 혼재하는 상황에서 국내연구는 장경천·김연권(2007)만 제외하고는 대부분이 상호변경이 기업가치(주식가치)에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보이고 있다. 본 연구는 상호변경이 기업가치에 미치는 영향을 자기자본비용을 이용하여 간접적으로 검증하였으며 분석결과 상호변경은 기업과 투자자의 정보비대칭을 증가시킴으로써 내재자본비용을 증가시켜 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 연구결과를 제시함으로써 상호변경이 기업가치에 미치는 부정적인 영향에 관한 연구를 확장시킨다는 점에서 의의가 있다.

또한 국내연구의 대부분이 상호변경이 활발하게 이루어졌던 2008년까지로 한정하고 있는데 비해 본 연구는 상호변경이 감소한 기간도 포함하여 연구기간을 확장하여 분석함으로써 포괄적인 연구결과를 제시하고 있다. 마지막으로, 본 연구는 사후적(ex post) 주식수익률 자료에 의존하지 않고 사전적(ex ante)관점에서 자기자본비용을 측정했다는 점에서 중요한 공헌을 하고 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 제 I 장 서론에 이어, 제 II 장에서는 선행연구의 검토 및 가설을 설정하고, 제 III 장에서는 본 논문의 연구설계를 제시하고, 제 IV 장에서는 실증분석결과를 보고하고, 마지막으로 제 V 장에서는 결론을 제시한다.

## II. 선행연구 및 가설설정

상호변경은 거래소기업에 비해 코스닥기업에서 더 빈번하게 이뤄지고 있고, 2008년까지는 상



<그림 1> 연도별 상호변경기업 현황

호변경 기업이 증가하는 추세를 보이다가 2009년부터 감소세를 보이고 있다. 상호변경 관련 공시는 2000년부터 시작하였고 2007년 이후부터 변경 사유를 명확히 공시하기 시작하였다.

<그림 1>의 연도별 상호변경기업 현황을 살펴보면 2008년까지는 상호변경기업이 꾸준히 증가하다 2009년부터 감소하는 모습을 볼 수 있다. 특히 지난 2007년 155개사, 2008년 183개사로 18.1%가 증가했지만 2009년부터 131개사로 줄어든 이후(28.4%감소) 2010년 123개사(6.1% 감소), 2011년 82개사(33.3% 감소), 2012년 69개사(15.9% 감소)로 계속 감소추세를 보이고 있다. 이러한 변화는 코스닥시장에서의 상호변경의 감소가 전체시장의 변화를 주도하고 있음을 볼 수 있다.

상호변경의 이유로는 2012년 기준 기업이미지 개선(52.1%)이 가장 많고, 기업이미지 통합(21.7%), 사업활성화(10.2%), 합병(10.2%) 및 회사분할(5.8%) 목적이 그 뒤를 이었다. 특히 가장 큰 비중을 차지하는 기업이미지 개선에는 매출

이 발생하지 않으면서도 사명에 신규 사업을 적극적으로 앞세우거나 과거 재무적 상태가 불안정했던 기업도 상호변경을 함으로서 불명예스러운 과거를 지우고 새 출발하기 위한 소위 ‘기업 이미지 세탁’을 위해 상호변경을 하는 기업도 있는 것으로 나타났다.<sup>1)</sup>

지금까지 선행연구는 국내의 연구 모두 상호변경과 기업 가치와의 관련성을 보는 연구가 대부분이다. 또한 그 연구결과는 상호변경이 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 투자수요가설 및 실질현금흐름가설과 주가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 보는 부손실가설, 주가에 영향을 미치지 않는다는 비유의 현상가설 등으로 설명되고 있다(오희장·현영하, 2003).

투자수요가설(investor demand hypothesis)란 투자자의 투자욕구가 상호변경 현상에 영향을 받아 해당 주식의 수요가 증가하기 때문에 주가가 상승된다는 것으로 상호는 기업이 생산하는 제품 및 소속된 산업 등에 관한 최신의 정보를 제공하므로 정보 수집 및 거래비용절감의 효과

1) 2013.1.21 한국예탁결제원 보도자료, ‘2012년 상호변경 15.9%줄어든 69사’

가 있다는 것이다.

또한 실질현금흐름가설(real cash-flow hypothesis)에 따르면 상호변경은 투자자에 비해 우월한 정보 및 예측력을 가진 해당 기업의 중요한 의사결정이며(Bosch & Hirschey, 1989) 광고의 효과를 가지는 동시에 최소한의 품질을 보장할 수 있다는 점에서 호재로 작용한다는 논리이다. 투자자들이 주식의 가치를 평가할 때 미래의 현금흐름을 고려하며, 미래의 현금흐름은 상호와 밀접한 관계가 있으므로, 상호변경은 기업의 미래 현금흐름에 대한 투자자의 기대를 변화시키는 신호로 작용하기 때문에 기업가치에 영향을 미친다는 것이다. 그래서 상호변경 형태는 시장에서 상호변경으로 인한 주가의 움직임을 예측가능하게 해준다. 구체적으로 경영활동의 변경이 없이 투자자들에게 인식하기 편하게 표면적으로 상호를 변경한다든지 또는 투자자의 포트폴리오 관리비용을 줄이는, 즉 기업의 경영활동이 잘 연상되게끔 상호를 변경하는 것은 투자자들로 하여금 투자대상에 대한 정보획득의 노력을 감소시켜주기 때문에 보다 많은 투자를 유발시킬 수 있으므로 시장가치를 증가시킨다는 것이다.

Cornell and Shapiro(1987)은 상호변경이 기업의 고객, 피고용자, 공급자들에게 호재의 신호가 되고, 이는 결국 기업의 거래에 긍정적 결과를 초래한다고 주장하였다. Klein and Leffler(1981)의 경우 상호변경은 광고의 특정한 형태로 최소한의 품질을 보장한다는 약속으로서, 기업의 제품에 대한 수요를 증가시킨다고 밝혔다. Harawa(1992)의 연구에서는 1970년부터 1984년까지 Wall Street Journal에 상호의 변경이 게재된 160개 기업을 시장 모형에 의해 산정된 비정상 수익률을 검증한 결과 공시직전일(-1)부터 공시 후 3일까지 양(+)의 주가반응을 보이는 것으로 나타났다.

반면 상호변경이 주가에 부정적인 영향을 미

칠 것이라는 부손실가설(wealth loss hypothesis)에 따르면 회계적 손실을 조정하기 위해 회계변경을 하는 것처럼 부정적인 성과를 오도하기 위해 상호를 변경하는 경우 시장에 악재로 작용할 수 있으며 도리어 상호변경에 수반되는 추가적인 비용으로 인하여 주가에 부정적인 영향을 미친다는 것이다. 뿐만 아니라 양호한 경영활동을 한 기업일지라도 상호변경으로 인한 기업가치의 창출보다는 이를 창출하기 위해 드는 비용과 구조조정에 따른 위험의 증가에 보다 더 무게를 두고 있는 측면이다. Horsky and Swyngedouw(1987)는 상호변경 필요성을 이사회와 주주들에게 확신시키고 경영자가 새로운 상호를 탐색하고 선택된 상호가 기업의 목표와 기업 내외부의 주요 투자자들의 지적과 일관성이 있는가를 확신시키기 위해 외부컨설턴트를 고용하는 등 일련의 상호변경 과정은 상당한 시간이 소요된다고 제시하였다. 이러한 상호변경에 따른 시간적, 금제적인 비용은 기업가치에 부정적인 영향을 초래한다는 것이다.

한편 비유의 현상가설(insignificant phenomena hypothesis)은 상호변경이 다양한 이해관계자의 요구에 따른 결과이므로 투자자들은 상호변경에 수반되는 비용을 중요하게 생각하지 않고 기업가치에 어떤 영향도 미치지 않는다는 것이다. 설사, 상호변경 때문에 투자자의 투자욕구에 영향을 준다 하더라도 시장균형 하에서는 기업은 투자자의 욕구에 상응한 상호제공 탓에 어느 한계점에서는 상호 변경으로 가치가 변하는 기업은 없게 될 것이기 때문이라는 것이다.

Kapoff and Rankin(1988)은 상호변경이 기업의 부를 낭비하고 기업 가치감소를 초래하는지 아니면 주주부에 전혀 영향을 미치지 않는 사소한 사건인지를 분석하였다. 연구결과, 상호변경은 기대하지 못한 비용의 발생으로 인해 주주의 부가 감소할 수 있으며 순수하게 들어가는 비용

은 적은 금액이기 때문에 상호 변경은 전혀 해가 없는 변화이며 따라서 만약 상호를 변경한다 하더라도 주주의 부에는 영향이 없다고 주장하였다.

이렇듯 상호변경과 관련된 국외 연구들은 투자 수요가설, 실질현금흐름가설, 비유의 현상가설, 부손실가설에 해당하는 다양한 연구결과가 제시되고 있으나 국내의 연구는 장경천·김연권(2007)만 제외하고는 상호변경을 공시한 후에 평균적으로 주주의 부가 증가한다는 일관된 결과들을 보여주고 있다. 또한 기업성과와의 관련성에서는 상호변경은 단기적인 기업성과와는 관련성이 없거나 부정적인 관련성을 보이거나(윤성용·최영문, 2007) 재무비율이 악화된다(정기만, 2011)는 것을 보이고 있다. 국외연구와 국내연구가 일관되지 않은 결과를 보이는 것은 상호변경과 기업가치의 관련성은 기업의 특성 및 시장의 문화 등에 따라 차별적으로 반응하기 때문이라고 해석할 수 있다.

오희장·현영하(2002)는 1990-1997년 9월까지의 상호가 변경된 비금융 상장기업을 대상으로 연구한 결과, 기업의 상호변경은 주가에 긍정적으로 반영되는 것으로 나타났다. 또한 상호의 변경 동기에 따라 인수 및 합병, 사업목적의 변경 및 추가, 기업의 이미지 통합프로그램에 의한 상호변경은 주가에 긍정적인 반면, 제품명으로 변경 또는 변경의 동기가 분명하지 않은 경우에는 부정적인 주가 반응을 보임을 발견하였다. 또한 한글과 영어를 혼용하는 상호를 사용하는 것이 가장 높은 비정상 수익률을 기록하고 한글을 사용하는 경우 가장 낮은 비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다.

오희장(2004)은 2000년~2002년까지 코스닥시장에 등록된 기업을 대상으로 연구한 결과 코스닥기업의 상호변경은 주가에 긍정적으로 나타났으며 상호의 변경동기 및 이미지개선의 방향 등에 따른 차별적 주가반응은 나타나지 않았다. 또

한 상호변경에 따른 주가 반응에 재화의 특성, 사업, 소속부, 정보통신 강세현상, 장세, 광고선전비, 부채비율, 규모 등에 따른 영향은 없는 것으로 나타났다.

윤성용·최영문(2007)은 1996년부터 2005년까지 10년 동안 증권거래소 상장기업 중 상호변경이 경영성과와 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석결과, 상호변경은 단기적인 기업성과의 개선은 보이지 않은 반면 시장의 투자자들은 상호변경 공시를 긍정적인 신호로 간주하여 양(+)의 효과를 발생시키고 있는 것으로 나타났다.

장경천·김연권(2007)유가증권시장과 코스닥시장에서 기업들의 상호변경이 주시가격에 미치는 영향을 검증하였다. 분석결과, 국문명에서 국문명으로 변경한 경우만을 제외하고는 모두 부(-)의 누적초과수익률을 보이고 있는 것으로 나타났다.

오희장(2009)은 2006년 유가증권시장 상장법인을 대상으로 우리나라 기업의 외국어 상호의 사용이 경영성과에 긍정적으로 작용하는가를 분석하였다. 분석결과 외국어 상호를 사용하는 기업의 경영성과가 한글 상호를 사용하는 기업보다 낮았으며 외국어 상호를 사용한 기간이 길수록 낮은 경영성과를 기록한 것으로 나타났다.

정기만(2011)은 2004부터 2009년까지 유가증권시장에 상장된 제조기업 중 상호를 변경한 기업에 어떤 재무적 특성이 있는지를 분석하였다. 분석 결과, 상호변경기업은 동종의 경쟁기업과 비교하여 다양한 재무비율군에서 상호변경 기간을 거치면서 악화된 것으로 나타났으며 특히 수익성과 유동성, 생산성 등에서 경쟁기업보다 양호하지 못한 것으로 나타났다. 또한 이들은 경제적 부가가치 창출 능력(EVA)이 불량한 것으로 나타난 것은 상호변경으로 인하여 지표가 악화되었다기보다는 그러한 징후를 파악하거나 인지하

고 이를 은폐나 회피 내지 극복하고자 하는 하나의 시도로서 상호변경을 한 것으로 볼 수 있다고 주장하였다.

윤순석·박민경(2009)은 2004년부터 2008년까지 상호를 변경한 코스닥기업을 대상으로 상호변경 동기를 살펴보고 상호변경이 이익조정에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 분석 결과, 상호변경기업은 재량적 발생액과 유의한 음(-)의 관계를 갖고 당기 손실로 인한 상호변경이 재량적 발생액에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 변경동기에 따른 재량적 발생액에 차이가 있는 것으로 나타났다.

박정미·김진병(2012)는 2002년부터 2007년까지 KOSDAQ기업을 대상으로 상호변경이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 상호변경은 주가에 긍정적으로 반응되는 것으로 나타났으며 외국어로 변경, 전상호 포함, 첨단 이미지를 부여한 경우가 보다 높게 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

한경희·김종범(2012)은 2005년부터 2009년까지 상호를 변경한 유가증권시장 기업을 대상으로 당기순이익의 시계열 이익지속성 계수를 추정하여 상호변경과의 설명관계를 규명하였다. 분석결과 상호변경기업의 이익 지속성이 더 높은 관련성을 보이는 것으로 나타났다.

이상의 선행연구를 바탕으로 본 연구는 상호변경이 가져다주는 긍정적 요소와 부정적 요소가 혼재되어 있는 상황에서 국내 상장기업을 대상으로 상호변경이 기업의 내재자본비용간에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 탐색적 연구를 수행하고자 한다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 귀무가설을 설정하여 상호변경이 내재자본비용에 미치는 영향을 분석하기로 한다.

**가설 : 상호변경은 내재자본비용과 관련성이 없다.**

### III. 연구설계

#### 1. 연구모형

먼저 상호변경이 내재자본비용을 증가시킨다는 가설을 검증하기 위한 모형으로 식 (1)을 이용한다.

$$COE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CHANGE_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 MB_{it} + \alpha_5 GROW_{it} + \alpha_6 BETA_{it} + \alpha_7 BIG4_{it} + \alpha_8 KOSDAQ_{it} + \sum IND_{it} + \sum YD_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

여기서,

- COE : 내재자본비용
- : 상호변경 더미변수.
- CHANGE : 상호를 변경한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0
- SIZE : 기업규모, 총자산에 상용로그를 취한 값
- LEV : 레버리지, 부채비율=부채총계/자산총계
- MB : 지분의 시장가치 대 장부가치비율
- GROW : 성장률, 당기매출액/전기매출액-1
- BETA : 체계적위험(베타), 대형회계법인 더미변수.
- BIG4 : 감사인이 Big4(삼일·삼정·한영·안진)면 1, 그렇지 않으면 0
- KOSDAQ : 코스닥시장상장법인이면 1, 그렇지 않으면 0
- IND : 산업더미
- YD : 연도더미

식(1)의 종속변수는 자본비용(Cost of Equity: COE)이며 주요 검증변수는 CHANGE이다. 상호가 기업에 대한 인지도 및 신뢰성의 척도로 작용하여 상호변경이 투자자들의 정보비용의 절감을 가져온다면 내재자본비용의 감소를 가져올 것이므로 CHANGE의 계수추정치( $\alpha_1$ )는 음(-)이

부호를 가질 것이다. 한편 경영자와 외부투자자 간의 정보비대칭성이 증가하여 외부투자자들은 추가적인 프리미엄을 요구할 것이므로 상대적으로 큰 값의 자본비용을 부과할 것이기 때문에 CHANGE의 계수추정치( $\alpha_1$ )는 양(+의 부호를 가질 것으로 기대한다.

또한 본 연구에서 제시된 모형에서는 선행연구에서 자본비용에 영향을 줄 것으로 기대한 다양한 통제변수가 사용된다. 대표적인 위험요인으로는 기업규모(SIZE), 체계적위험(BETA)과 시장가치 대 장부가치(MB) 비율, 레버리지(LEV)를 들 수 있다(Botosan and Plumlee, 2005).

기업규모가 클수록 시장위험이 낮아져 자본비용이 낮아질 것이기 때문에 기업 규모(SIZE)의 계수값( $\alpha_2$ )이 음(-)으로 나타날 것으로 예상된다. 레버리지(LEV)는 재무위험을 통제하는 변수로 부채비율이 높을수록 시장투자자들은 위험이 크다고 인지할 것이므로 자본비용이 증가할 것이다(Francis et al., 2005). 따라서 레버리지의 계수( $\alpha_3$ )는 양(+의 부호를 가질 것으로 예상된다. 또한 시장가치 대 장부가치 비율은 지분의 시장가치와 양의 관계가 있고 위험과는 음의 관계가 있기 때문에, 시장가치 대 장부가치 비율과 자본비용은 음(-)의 관계가 있다. 따라서 시장가치 대 장부가치(MB) 비율의 계수추정치( $\alpha_4$ )는 음(-)의 부호를 가질 것으로 예상된다.

CAPM모형에서는 베타가 기업의 체계적 위험을 포착하여 개별기업의 주식수익률과 선형관계에 있음을 설명하고 있다. 따라서 베타의 계수( $\alpha_6$ )는 양(+의 부호를 가질 것으로 예상된다. BETA는 각 연도 3월말까지 과거 60개월의 월별 주식수익율과 시장수익율을 이용하여 추정된 해당기업의 체계적위험이다.

한편, 코스닥시장상장방법인은 상대적으로 기업의 인지도가 낮으며 소규모이며 고위험과 고수익 특성을 가진 벤처기업이 포함되어 있어 시장의

관점에서 이해관계자간에 기업의 내재가치 및 이와 관련된 정보의 비대칭성이 크다는 특성이 있으므로(오희장, 2004) 코스닥시장상장기업이 유가증권시장상장법인에 비해 부정적인 영향을 가질 것으로 예상되므로 KOSDAQ( $\alpha_8$ )의 계수값은 양(+의 값을 가질 것으로 예상된다. 마지막으로 산업더미(IND)는 각 산업의 특성을 통제하기 위해 사용하였으며, 연도별 차이를 통제하기 위하여 연도더미(YD)도 추가하였다.

## 2. 변수의 정의

### 2.1 내재자본비용

#### 2.1.1 Gode and Mohanram(2003)에 의해

##### 측정된 자기자본비용( $r_{CM}$ )

선행연구에서는 다양한 가정을 기초로 보통주 평가모형에 반영된 사전적인 내재자본비용을 측정하는 방법을 제시하고 있다. 본 연구에서는 내재자본비용의 대리변수로 Gode and Mohanram(2003)의 모형을 이용하여 도출한 내재자본비용을 이용하였다. Gode and Mohanram(2003)은 재무분석가의 예측정보가 예측시점의 명목금액으로 제시된다는 점을 고려하여 인플레이션효과를 반영하여 장기성장률이 -3%로 동일하도록 설정하였다. 그들은 미래배당성향은 당기배당성향과 동일할 것이라고 가정하여 t+1기 주당배당금( $dps_{t+1}$ )은 직전연도 회계이익이 양(+))이라면 직전연도의 배당성향( $dps_0/eps_0$ )을 t+1기 주당순이익 예측치( $eps_{t+1}$ )에 직전연도의 배당성향을 곱하여 t+1기 예측주당배당금을 산출하였다( $dps_1 = eps_{t+1} \times (dps_0/eps_0)$ ). 그러나 직전연도 회계이익이 음(-)이라면 주당총자산( $aps_0$ )의 6%를 t+1기 예측주당배당금으로 하였다( $dps_1 = aps_0 \times 6%$ ).



$$P_0 = \frac{eps_1}{r_e} + \frac{(eps_2 - eps_1 - r_e(eps_1 - dps_1))}{r_e(r_e - g_p)}$$

$$r_e = A + \sqrt{A^2 + \frac{eps_1}{P_0}(g_2 - (r-1))}$$

$$A \equiv \frac{1}{2} \left( (r-1) + \frac{dps_1}{P_0} \right), \quad g_2 = \frac{eps_2 - eps_1}{eps_1} \quad (2)$$

여기서,

- $p_0$  : t시점의 주가
- $dps_1$  : t시점의 예측주당배당금
- $g_p (= \gamma - 1)$  : 장기성장률
- $eps_1, eps_2$  : 재무분석가의 1 기간 후와 2 기간 후에 대한 주당순이익 예측치<sup>2)</sup>
- $g_2$  : 단기성장률
- $r_e$  : 내재자본비용

본 연구에서는 재무분석가들의 예측치의 입수 가능성을 고려하여 2개년 예측치만을 이용하여 단기성장률을 산출하였으며( $g_2 = eps_2/eps_1$ ), 장기성장률은 5년 만기 국고채 수익률에서 3%<sup>3)</sup>를 차감하여 산출하였다. 또한 주당배당금 예측치( $dps_1$ )에 대해서도 Gebhardt *et al.*(2001)의 방법과 동일하게 산출하였다.<sup>4)</sup>

### 2.1.2 Easton(2004)의 MPEG모형을 이용한

#### 자기자본비용( $r_{MPEG}$ )

Easton(2004)에 의해 제시된 MPEG(modified price-earnings growth model)모형은 OJ모형(2005)에 근거하여 차기 비정상이익의 성장이 모

든 이후기간의 비정상이익의 성장의 불편추정치라는 가정( $\gamma-1=0$ )을 하고 있다. 즉 장기성장률은 0이 된다. 따라서 비정상이익의 성장이 0이라는 사실만 제외하고는, Gode and Mohanram(2003)에 의해 추정된 OJ 모형과 MPEG 모형간의 차이는 없다.

MPEG 모형은 자본비용 추정치를 얻기 위해 오직 관찰된 주가와 이익 및 배당금의 예측치를 이용한다. 또한 산술적 해를 산출하기 위하여 차기이익예측치의 변화는 양(+)-일 것이 요구된다.

$$P_0 = \frac{eps_2 + r_e * dps_1 - eps_1}{r_e^2} \quad (3)$$

$$r_e = \frac{dps_1 + \sqrt{dps_1^2 + 4P_0(eps_2 - eps_1)}}{2P_0}$$

단,  $eps_2 \geq eps_1 \geq 0$

### 2.1.3 Easton(2004)의 PEG모형을 이용한 자기자본비용( $r_{PEG}$ )

Easton(2004)은 MPEG모형에서 t+1기 주당배당금이 0( $dps_1 = 0$ )이라는 가정을 추가로 도입하여 t+1기와 t+2기의 주당순이익에 대한 예측치( $eps_1, eps_2$ )와 t기 주가( $P_0$ )만을 이용한 PEG(price-earnings growth)모형을 제시하였다.

$$P_0 = \frac{eps_2 \pm eps_1}{r_e^2}$$

$$r_e = \sqrt{(eps_2 - eps_1)/P_0}$$

단,  $eps_2 \geq eps_1 \geq 0$

- 2) 재무분석가의 주당순이익 예측치는 직전사업년도 영업실적 등 기업가치에 영향을 미치는 관련정보가 충분히 반영된 예측정보를 활용하기 위하여 FnGuide의 *DataGuide*에서 각 연도별 6월말을 기준으로 최근 3개월간의 재무분석가의 예측치의 평균을 이용하였다. 예를 들어, 2012년의 주당순이익 예측치는 2011년의 영업실적 등을 반영하여 예측된 2012년 3월에서 6월에 발표된 예측합의치를 이용하였다.
- 3) 3%는 Gode and Mohanram(2003)의 연구에서 인플레이션을 감안하기 위하여 조정된 수치이다. 우리나라의 경우 2000년~2008년까지 한국은행 발표 소비자물가상승률 평균은 3.15%로 3%와 큰 차이가 없으므로 3%를 그대로 적용하였다.
- 4) 내재자본비용의 측정방법으로 Easton(2004)에 의해 제시된 MPEG(modified price-earnings growth model)과 PEG(price-earnings growth)모형을 이용한 추정치를 이용하여 분석을 실시하였으나 Gode and Mohanram(2003)의 분석결과와 크게 다르지 않았다.

### 3. 자료수집 및 표본선정

본 연구의 분석대상기간은 자본비용의 추정에 이용되는 채무분석가의 이익예측치가 공표되는 2005년부터 2010년까지이다. 채무분석가의 이익예측치는 Fn-guide에서 입수하였고 기타 필요한

재무자료는 KIS-Value에서 수집하였다. 표본기업은 금융업과 지주회사를 제외하고 2010년 말 현재 거래소시장에 상장된 기업을 대상으로 하여 다음과 같은 표본 선정기준을 적용하여 선정하였으며, 그 결과는 <표 1>과 같다.

<표 1> 표본선정

Panel A: 표본선정과정							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	계
최초표본	1,569	1,569	1,569	1,569	1,569	1,569	9414
차감							
12월 결산법인이 아닌 기업	56	53	54	54	54	54	325
채무분석가의 이익예측치 입수불가능 기업	1,208	1,143	1,120	1,135	1,132	1,114	6,852
통제변수를 기준으로 상하 1% 극단치 제거	58	64	78	112	73	87	472
최종표본	247	309	317	268	310	314	1,765
(비율,%)	(14.00)	(17.51)	(17.96)	(15.18)	(17.56)	(17.79)	(100)
Panel B: 산업별 표본기업 분포							
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	계
에너지					2	3	5
소재	30	35	51	43	54	51	264
자본재	51	52	44	39	49	45	280
상업서비스	2	3	4	5	3	3	21
운송업	2	3	8	5	5	6	27
자동차	20	25	23	18	18	20	124
섬유의복	18	23	22	14	17	14	108
서비스	3	5	5	7	8	10	38
미디어	7	13	12	9	8	11	60
소매	10	8	8	7	10	13	52
음식료	14	11	10	12	14	10	71
생활용품	2	3	1	1	2	2	11
의료	1	3	2	5	4	8	3
계약	12	15	22	17	17	15	98
금융	1		1	1	1	1	5
소프트웨어	9	18	13	21	18	18	97
하드웨어	34	47	46	32	40	41	240
반도체	23	37	35	24	29	39	187
통신	4	3	3	3	3	2	18
유틸리티	4	5	7	5	8	2	31
최종표본	247	309	317	268	310	314	1,765
(비율)	(13.99)	(17.51)	(17.96)	(15.18)	(17.56)	(17.79)	(100)

- ① 12월 결산법인
- ② 내재자본비용 측정이 가능한 기업
- ③ 기타 재무자료가 입수가 가능한 기업

금융업은 표본의 동질성이 낮다고 판단되어 표본에서 제외하였고, 지주회사는 사업을 영위하는 지주회사와 사업을 영위하지 않는 지주회사가 혼재되어 있어 표본의 동질성을 위하여 제외하였다. 또한, 12월 결산법인만으로 표본을 한정하는 이유는 결산기가 다른 기업을 선정할 경우 전반적인 경제 환경의 차이가 개별기업의 재무자료에 상이한 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 한편 내재자본비용을 구하기 위한 재무분석가의 이익예측치가 발표되지 않는 기업과 분석에 필요한 기타 재무자료가 없는 기업들은 제외하였다. 이 결과 최종적으로 표본에 포함된 기업-연

도는 1,765개이다.

Panel B의 분석에 포함된 표본의 업종별 분포를 살펴보면 자본재, 소재산업, 하드웨어 산업의 순으로 가장 많이 포함되었으며 전반적인 업종에 걸쳐 고루 분포가 된 것을 볼 수 있다.

## IV. 실증분석 결과

### 1. 기술통계량

<표 2>는 본 연구에 포함된 표본기업의 내재자본비용, 상호변경 및 기업특성변수에 대한 기술통계량을 표시한다. 각 극단치의 영향을 완화하기 위하여 기업특성변수의 측정치를 각각 1%와 99% 수준에서 조정(winsorization)하였다.

<표 2> 기술통계량

	Mean	Min	25%	Median	75%	Max	Std.Dev.
$r_{GM}$	0.186	0.045	0.127	0.171	0.229	0.533	0.081
$r_{PEG}$	0.175	0.037	0.115	0.159	0.217	0.529	0.0801
$r_{MPEG}$	0.167	0.022	0.107	0.151	0.209	0.518	0.0811
CHANGE	0.047	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000	0.212
SIZE	8.491	7.296	7.974	8.336	8.882	10.426	0.668
LEV	0.404	0.017	0.262	0.407	0.539	0.869	0.179
MB	1.575	0.290	0.831	1.268	1.971	4.982	1.049
GROW	0.149	-0.963	0.004	0.103	0.232	3.635	0.314
BETA	1.068	0.172	0.767	1.044	1.350	2.295	0.422
BIG4	0.726	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	0.446
KOSDAQ	0.481	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000	0.499

(주) 변수 정의

- COE : 내재자본비용( $r_{GM}$ ,  $r_{PEG}$ ,  $r_{MPEG}$ )
- CHANGE : 상호변경 더미변수. 상호를 변경한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0
- SIZE : 기업규모 총자산에 상용로그를 취한 값
- LEV : 레버리지(부채비율=부채총계/자산총계)
- MB : 지분의 시장가치 대 장부가치 비율
- GROW : 성장률(당기매출액/전기매출액-1)
- BETA : 체계적위험(베타)
- BIG4 : 대형회계법인 더미변수.  
감사인이 Big4(삼일·삼정·한영·안진)면 1, 아니면 0
- KOSDAQ : 코스닥시장상장법인이면 1, 그렇지 않으면 0
- IND : 산업더미
- YD : 연도더미

내재자본비용의 대리변수인  $r_{GM}$  추정치의 평균(중위수)은 18.6%(17.1%)이고  $r_{PEG}$  및  $r_{MPEG}$ 의 평균도 17.5% 및 16.7%로 모든 추정치에서 유사한 모습을 보이고 있다. 주요 검증변수인 CHANGE의 평균은 0.047로 표본기업의 4.7%가 상호변경기업이다.<sup>5)</sup>

통제변수인 SIZE의 평균은 8.491(중위수: 8.336), LEV의 평균은 0.404(중위수: 0.407이며, MB의 평균은 1.575(중위수: 1.268)이고, GROW의 평균은 0.149(중위수: 0.103)이고, BETA의 평균은 1.068(중위수: 1.044)이다. BIG4의 평균은 0.726으로 표본기업의 72.6%가 대형회계법인에서 감사를 받고 있다. 따라서 MB를 제외한 다른 변수들은 대칭적인 분포를 이루고 있다.

## 2. 상관관계 분석

<표 3>은 변수들의 상관관계를 나타낸다.  $r_{GM}$ ,  $r_{PEG}$  및  $r_{MPEG}$ 인 모든 내재자본비용(COE) 추정치와 상호변경은 유의적인 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이는 상호변경은 내재자본비용을 증가시킨다는 것을 잠정적으로 확인할 수 있다. 통제변수 중 기업규모(SIZE), 시장가치 대 장부가치 비율(MV)은 내재자본비용과 유의한 음(-)의 상관성이 존재하고, 베타(BETA), 레버리지(LEV) 및 코스닥시장여부(KOSDAQ)는 내재자본비용과 유의한 양(+)의 상관성을 보이고 있다.

<표 3> 변수간 상관관계

	$r_{GM}$	$r_{PEG}$	$r_{MPEG}$	CHANGE	SIZE	LEV	MB	GROW	BETA	BIG4
$r_{PEG}$	0.995***	1.0000								
$r_{MPEG}$	0.983***	0.996***	1.000							
CHANGE	0.041**	0.045**	0.049***	1.000						
SIZE	-0.262***	-0.264***	-0.259***	-0.006	1.000					
LEV	0.183***	0.196***	0.207***	0.031	0.348***	1.000				
MB	-0.258***	-0.245***	-0.217***	0.065***	-0.007	0.036	1.000			
GROW	-0.007	-0.003	0.002	0.115***	-0.047**	0.084***	0.214***	1.000		
BETA	0.151***	0.177***	0.195***	0.019	0.021	0.203***	0.028	0.062***	1.000	
Big4	-0.136***	-0.140***	-0.137***	0.010	0.374***	0.063***	0.022	-0.065***	0.026	1.000
KO-SDAQ	0.236***	0.252***	0.262***	0.025**	-0.659***	-0.161***	0.119***	0.006	0.043*	-0.343***

주 1) 위에 표시된 상관관계는 pearson 상관관계를 나타냄.

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 유의함(양측검정)

주 2)변수 정의는 <표 2>를 참조

## 3. 평균차이 검정

<표 4>는 상호변경에 따라 내재자본비용 및 기업특성변수에서 차이가 있는지를 검증하기 위한 평균차이검정(t-test) 및 윌콕슨 부호순위검증

(wilcoxon's signed-ranks test, z-statistic)의 결과를 나타낸다.

먼저 종속변수인 내재자본비용에 대한 차이를 살펴보면 3가지 추정치 모두( $r_{GM}$ ,  $r_{PEG}$  및  $r_{MPEG}$ )에서 상호변경기업의 내재자본비용이 유의적으

5) 1년에 2회 이상 상호변경기업은 표본선정과정에서 제외되었고 2년 연도에 연속적으로 상호를 변경한 기업은 연도별로 각각 상호변경기업에 포함하여 분석하였다.

로 더 큰 것으로 나타났다. 또한 기업특성변수를 살펴보면 상호변경기업의 SIZE가 더 작고 LEV, MB 및 GROW 및 BETA가 유의적으로 더 크다. 상호변경기업의 기업규모가 더 작고 부채비율이 높으며 시장가치대장부가치 비율이 더 크고 성장률이 높으며 기업위험이 유의적으로 더

높고 BIG4에서 외부감사를 받는 경우가 더 많은 것을 의미한다. 이러한 결과는 상호변경기업이 상대적으로 더 성장성이 크지만 기업규모가 작고 부채비율이 높고 기업위험이 높은 것으로 나타났다.

<표 4> 상호변경에 따른 기업특성의 차이검정

구분	상호변경기업			비상호변경기업			차이검증	
	Mean	Median	Std.Dev	Mean	Median	Std.Dev	t-statistic (p-value)	z-statistic (p-value)
$r_{GM}$	0.201	0.179	0.099	0.185	0.171	0.079	4.434 (0.000)	29.707 (0.000)
$r_{PEG}$	0.191	0.168	0.099	0.174	0.159	0.079	4.558 (0.000)	29.706 (0.000)
$r_{MPEG}$	0.185	0.158	0.100	0.166	0.150	0.080	4.687 (0.000)	29.707 (0.000)
SIZE	8.473	8.307	0.678	8.492	8.336	0.667	-5.251 (0.000)	-36.389 (0.000)
LEV	0.429	0.480	0.194	0.402	0.402	0.178	4.316 (0.188)	31.498 (0.000)
MB	1.880	1.600	1.186	1.560	1.265	1.040	5.714 (0.000)	36.353 (0.000)
GROW	0.313	0.118	0.795	0.142	0.102	0.268	2.954 (0.004)	17.755 (0.000)
BETA	1.105	1.060	0.504	1.066	1.043	0.418	4.686 (0.009)	36.131 (0.000)
Big4	0.747	1.000	0.437	0.725	1.000	0.447	4.432 (0.006)	34.036 (0.000)

주 1) 변수 정의는 <표 2>를 참조

#### 4. 회귀분석 결과

<표 5>는 본 연구의 가설인 상호변경과 내재자본비용간의 회귀분석 결과를 표시한다. <표 5>의 회귀분석 결과를 살펴보면, CHANGE의 계수 값은  $r_{GM}$ ,  $r_{PEG}$ ,  $r_{MPEG}$ 에서 각각 0.017, 0.018과 0.020으로 모두 유의적인 양(+)의 값을 보이고 있다. 이것은 당초 상호가 기업에 대한 인지도 및 신뢰성의 척도로 작용하여 상호변경이 투자자들의 정보비용의 절감을 가져온다면 내재자본

비용의 감소를 가져올 것이므로 CHANGE의 계수추정치( $\alpha_1$ )는 음(-)의 부호를 가질 것이고 상호변경이 위험으로 인지된다면 경영자와 외부투자자간의 정보비대칭성이 증가하여 외부투자자들은 추가적인 프리미엄을 요구할 것이므로 상대적으로 큰 값의 자본비용을 부과할 것이기 때문에 CHANGE의 계수추정치( $\alpha_1$ )는 양(+)의 부호를 가질 것으로 기대하였다. 그러나 결과적으로 유의적인 양(+)의 값을 가짐으로서 기업의 상호변경에 대해 시장에서는 상호변경을 위험으로

인지하여 정보비대칭에 대한 프리미엄을 부과하고 있다고 해석 할 수 있다. 따라서 상호변경은 경영자와 외부투자자간의 정보비대칭을 증가시키고 외부투자자의 정보위험을 증가시켜 결국 시장은 기업의 주식가격결정과정에서 더 높은 프리미엄을 부과하여 결국 상호변경이 내재자본비용을 증가시키는 것으로 나타났다. 이것은 상호변경은 자금제공자인 주주의 요구수익률을 증가시켜 간접적인 비용을 증가시킴으로서 향후 기업가치 감소로 이어질 수 있다는 것을 의미한다.

한편 SIZE의 계수추정치는 모든 내재자본비용 측정치에서 -0.045로 자기자본비용과 유의적인 음(-)의 관련성을 가진다. 이는 기업의 규모가

클수록 자기자본비용이 낮아진다는 선행연구(Botosan and Plumlee, 2005)와도 일치한다. 또한 LEV는 모든 내재자본비용에서 0.157에서 0.169의 값을 가져 자기자본비용과 유의한 양(+)의 관련성을 보이고 있다. 이는 기업의 부채비율이 높을수록 자기자본비용이 높다는 것을 나타낸다. 또한 MB의 계수값은 -0.018에서 -0.022로 유의적인 음(-)의 값을 보여 시장가치대 장부가치가 높을 수록 내재자본비용이 감소함을 보였고 BETA의 계수값도 0.022~0.029로 유의적인 양(+)의 값을 보여 체계적 위험이 높을수록 자기자본비용이 증가함을 보였다.

<표 5> 회귀분석 결과

$$COE_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 CHANGE_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 MB_{it} + \alpha_5 GROW_{it} + \alpha_6 BETA + \alpha_7 BIG4_{it} + \alpha_8 KOSDAQ_{it} + \sum IND_{it} + \sum YD_{it} + \epsilon$$

Variable	Sign	내재자본비용(COE)		
		$r_{GM}$	$r_{PEG}$	$r_{MPEG}$
Intercept		0.362 (10.95)***	0.335 (10.27)***	0.309 (9.37)***
CHANGE	?	0.019 (1.75)*	0.017 (2.06)**	0.011 (2.14)**
SIZE	(-)	-0.029 (-7.54)***	-0.028 (-7.37)***	-0.027 (-6.99)***
LEV	(+)	0.180 (16.36)***	0.182 (16.84)***	0.187 (17.02)***
MB	(-)	-0.023 (-13.37)***	-0.020 (-11.68)***	-0.021 (-12.02)***
GROW	(-)	-0.009 (-1.25)	-0.007 (-1.56)	-0.007 (-1.48)
BETA	(+)	0.021 (4.88)***	0.025 (5.94)***	0.028 (6.56)***
Big4	(-)	-0.001 (-0.31)	-0.001 (-0.24)	-0.002 (-0.33)
KOSDAQ	(+)	0.036 (6.92)***	0.040 (7.70)***	0.043 (8.03)***
IND		포함	포함	포함
YD		포함	포함	포함
F-value		83.29***	90.25***	91.17***
Adj		0.246	0.261	0.263
obs.		1,765		

주 1) 변수 정의는 <표 2>를 참조

또한 KOSDAQ의 계수값은 0.036에서 0.043까지 모두 1%수준에서 유의적인 양(+)의 값을 보이고 있다. 이는 코스닥법인은 상대적으로 기업의 인지도가 낮으며 소규모이며 고위험과 고수익특성을 가진 벤처기업이 포함되어 있어 시장의 관점에서 이해관계자간에 기업의 내재가치 및 이와 관련된 정보의 비대칭성이 크다 선행연구를 지지하는 결과라 볼 수 있다. 한편 GROW와 BIG4에서는 통계적으로 유의한 값을 보이지 못하고 있다.<sup>6)</sup>

한편 설명변수들 간의 상관관계로 인하여 나타날 다중공선성문제의 심각성을 조사하기 위하여 각 변수의 분산팽창계수(VIF)를 조사한 결과 최소 1.03에서 최대 1.48로 나타나 다중공선성문제가 심각하지 않은 것으로 나타났다.

## V. 결 론

지금까지 상호변경에 관한 연구는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구와 부정적인 영향을 미치거나 영향을 미치지 않는다는 연구로 대별된다. 현재까지 상반된 연구결과가 존재하는 상황에서 본 연구는 2005년부터 2010년까지 국내 유가증권시장 상장기업을 대상으로 상호변경이 내재자본비용에 미치는 영향을 분석한다.

분석 결과, 상호변경은 내재자본비용에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상호변경은 경영자와 외부투자자간의 정보비대칭을 증가시키고 이에 대해 시장에서는 정보위험에 대한 추가적인 위험프리미엄

을 요구한다고 볼 수 있다. 또한 코스닥법인은 상대적으로 기업의 인지도가 낮으며 소규모이며 고위험과 고수익특성을 가진 벤처기업이 포함되어 있어 시장의 관점에서 이해관계자간에 기업의 내재가치 및 이와 관련된 정보의 비대칭성이 크다는 선행연구와 일치하는 결과를 보였다.

지금까지 상호변경이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구와 부정적인 영향을 미친다는 연구결과가 혼재하는 상황에서 국내연구는 장경천·김연권(2007)만 제외하고는 대부분이 상호변경이 기업가치(주식가치)에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 보이고 있다. 본 연구는 상호변경이 기업가치에 미치는 영향을 자기자본비용을 이용하여 간접적으로 검증하였으며 분석결과 상호변경은 기업과 투자자의 정보비대칭을 증가시킴으로써 내재자본비용을 증가시켜 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 연구결과를 제시함으로써 상호변경이 기업가치에 미치는 부정적인 영향에 관한 연구를 확장시켰다는 점에서 의의가 있다.

또한 국내연구의 대부분이 상호변경이 활발하게 이루어졌던 2008년까지로 한정하고 있는데 비해 본 연구는 상호변경이 감소한 기간도 포함하여 연구기간을 확장하여 분석함으로써 포괄적인 연구결과를 제시하고 있다. 마지막으로, 본 연구는 사후적(ex post) 주식수익률 자료에 의존하지 않고 사전적(ex ante)관점에서 자기자본비용을 측정했다는 점에서 중요한 공헌을 하고 있다.

그러나 본 연구는 우리나라 상장기업 중 재무분석가의 예측정보가 제공되고, 기타 재무변수의 측정을 위해 과거 5년간 재무자료가 존재하는 기업만을 대상으로 분석함으로써 인하여 자료수집의

6) 한편 비교적 상호변경이 활발하게 이루어졌던 2008년까지와 상호변경 기업이 감소한 2009년 이후의 기간을 구분하여 추가분석하였다. 왜냐하면 상호변경이 활발하게 이루어진 시기에는 상호변경을 신호효과로 해석하여 자본비용이 감소할 수도 있고 상호변경 기업이 감소한 기간에는 전반적으로 상호변경을 부정적인 기업이미지 섹터 등으로 해석하여 정보비대칭에 대한 위험프리미엄을 요구할 수 있기 때문이다. 따라서 2008년 이전과 이후의 기간을 구분하여 비교한 결과 전체기간을 대상으로 하였을 때와 상호변경이 내재자본비용을 증가시킨다는 결과와 유의적인 차이가 없었다.

제약에 따른 생존기업 편익이 존재할 수 있다. 따라서 본 연구에서 제시한 실증분석결과를 기업 전반으로 일반화시키는 데에는 무리가 있다.

둘째, 본 연구에서 추정한 자기자본비용은 자기자본비용에 영향을 미치는 모든 위험요소를 고려하지 못하였는바 누락변수에 의한 효과를 완전히 배제할 수 없다. 또한, 자기자본비용의 추정치는 가치평가모형의 구체적 실행모형을 어떻게 설계하는가에 따라 영향을 받을 수 있다는 한계점은 여전히 내포하고 있는 상황이며 예측 대상기간에 대해 적용되는 재무분석가 예측치의 잠재적 편익(bias)도 앞으로 연구되어야 할 문제이다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재 신청되지 않았음을 확인함”

## 참고문헌

1. 박정미·김진병(2012). KOSDAQ 시장에서 상호변경이 기업가치에 미치는 영향, 산업경제연구, 25(1), 567-589.
2. 오희장·현영하(2003). 상호변경과 주가반응, 경영학연구, 32(3), 647-669.
3. 오희장(2004). 코스닥 기업의 상호변경과 주가반응, 경제연구, 22(4), 227-252.
4. 오희장(2009). 외국어 상호가 기업의 경영성과에 기여하는가?, 대한경영학회지, 22(3), 1221-1244.
5. 윤성용·최영문(2007). 상장기업의 상호변경과 주가치와의 관련성, POSRI경영연구, 7(3), 108-129.
6. 윤순석·박민경(2009). 기업의 상호변경이 이익조정에 미치는 영향, 한국회계학회 2009년 학술발표대회발표논문집, 1-24.
7. 장경천·김연권(2007). 기업의 상호변경이 주가에 미치는 영향에 관한 실증연구, 대한경영학회 춘계학술발표대회 발표논문집, 599-631.
8. 정기만(2011). 상호변경기업의 재무적 특성에 관한 연구, 기업경영연구 18(4), 243-259.
9. 한경희·김종범(2012). 상호변경기업의 이익지속성에 관한 연구, 한국비즈니스리뷰, 5(2), 73-91.
10. Aaker, D. A.(1996), *Building Strong Brands*, New York: Free Press.
11. Bosch, J. C. and M. Hirschey(1989). The valuation effects of corporate name change. *Financial Management*, 18, 64-73.
12. Botosan, C. and M. Plumlee(2005). Assessing alternative proxies or the expected risk premium, *The Accounting Review*, 80, 21-53.
13. Cornell, B. and A. A. Shapiro(1987). Corporate stakeholders and corporate finance, *Financial Management* 16, 4-14.
14. Delano. F.(1980). Launching the New Company Name, *Advertising Age* 5(52), 53-54.
15. Easton, P.(2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital, *The Accounting Review*, 79(1), 73-95.
16. Gebhardt, W., C., Lee, and B. Swaminathan (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135-176.
17. Gode, D., and P. Mohanram(2003). Inferring the cost of capital using the Ohlson-Juettner model, *Review of Accounting Studies*, 8, 399-431.
18. Klein, B. and K. B. Leffler(1981). The role of market forces in assuring contractual



- performance, *Journal of Political Economy*, 89, 615-641.
19. Horschky, D. and P. Swyngedouw(1987). Does it pay to change your company's name? a stock market perspective, *Marketing Science*, 6, 320-335.
  20. 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.
  21. Karpoff. J. M. and G. W. Rankine(1988). The Effects of Corporate Name Change on Stockholder wealth, *Working paper*, University of Washington.
  22. Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Shipper(2005). The Market Pricing of Accruals Quality, *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
  23. Ohlson, J. and B. Juettner-Nauroth(2005). Expected EPS and EPS growth as determinants of value, *Review of Accounting Studies*, September, 349-365.

## Abstract

### The Impact of Corporate's Name Change on Cost of Capital

Yu, Soon-Mi\*

This study investigates whether and how a firm's cost of equity is influenced by the extent of a firm's name change. Even though corporate name change doesn't give any benefit to investors, it can be a signaling about firm's future valuation. And also, if that signaling has high credibility, it can be decrease information cost and the firm's cost of equity. on the contrary to this, if corporate name change is kind of break with the past and corporate image laundering, it is bad signaling to investors. So it can be increase information risk and the firm's cost of equity.

Using yearly cross-sectional regressions of the cost of equity on our proxies for corporate name change, size, beta, market-to-book ratio and other innate risk factor over the 2005-2010, we find that the cost of capital is positively associated with corporate name change after controlling for all other factors. This result implies that corporate name change increase information risk of the business, and thus increase information asymmetries between managers and outside investors with respect to a firm's true future value. This increases information risk, and creates an adverse selection problem, on the part of outside investors. Rational investors therefore demand a premium for bearing this corporate name change-related information risk, which in turn leads us to observe a positive relation between the intensity of corporate name change and the cost of equity.

Key Words: Corporate name change, Information asymmetry, Cost of equity, signaling effect

---

\* Assistant Professor(Fristr Author), Department of Accounting, College of Business Administration Gyeongsang National University, smyu@gnu.ac.kr