

# Strategic Effects of Corporate Name Changes in Korean IT Firms: Focusing on Whether There is a Delisting Crisis or Not

## 한국 IT기업의 상호변경의 전략적 효과: 상장폐지위기 여부를 중심으로

Jung-Mi Park(First Author)  
Business and Economic Research institute,  
Department of Business Administration,  
Wonkwang University  
([mafi2050@wku.ac.kr](mailto:mafi2050@wku.ac.kr))

.....

This study analyzes the impact of market reactions to corporate name change strategies on firm value and value sustainability. It also analyzes whether there are differences in the relationship between market reactions and firm value and value sustainability depending on whether the firm can remain listed after the name change.

This study first presents the empirical findings and implications of this study as follows: First, there is a positive relationship between market reactions to corporate name change strategies and firm value. And the effect (value persistence) persists over a while. Second, this effect is particularly valid for listed firms. For firms that can remain listed, the market reaction to a name change is significantly and positively related to firm value in the following year, and the effect is persistent over time. For firms in danger of delisting, the relationship is positive when analyzed on a three-year average. These findings suggest that the long-term effect of corporate name changes can positively affect firm value if the market reaction is positive, not only for firms that can continue to be listed but also for firms that are in danger of delisting, which implies that corporate name changes can have different effects on firm value depending on how they are strategically organized.

Key Words: Corporate Name Changes, Market Responses, Firm Value, Sustainability, IT firms

.....

---

Submission Date: 07. 14. 2023

Revised Date: (1st: 11. 28. 2023, 2nd: 01. 05. 2024, 3rd: 02. 02. 2024)

Accepted Date: 02. 16. 2024

Copyright 2024 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

## 1. 서론

최근 학계에서는 IT기업들의 상호변경에 대한 연구들이 매우 활발하게 진행되고 있다. 암호화폐, 핀테크, 블록체인, AI와 관련된 상호로 교체한 기업들의 기업의 가치 변화를 분석하는 연구들이 진행되고 있으며, 관련 용어로 상호를 변경한 경우에 유의한 양(+)의 시장반응이 나타났다(Chen et al., 2022; Wu and Chen, 2022; Sharma et al., 2020; Cahill et al., 2020; Akyildirim et al., 2020; Jain and Jain, 2019; Zhao et al., 2018).

상호변경은 기업들의 일반적인 행동이다(FINRA, 2017). 미국의 경우에는 상장 후에 상장기업의 30% 이상이 상호를 변경하고 있다(Wu, 2010). 한국증권시장에서 상호를 변경시키는 기업들은 매년 증가하고 있으며, 한국예탁결제원의 2023년 2월 보도 자료에 따르면 최근 5년 동안 평균 100 건 정도 상호를 변경하고 있는 것으로 나타났다. 2022년 말 현재에는 한 해 동안에 상장사 중 KOSPI 21개사, KOSDAQ 83개사 총 104개사가 상호를 변경하였다. 벤처기업 중심인 KOSDAQ시장에서의 상호변경이 KOSPI시장에 비하여 4배 이상 많다. 또한, 한국 상장 기업의 전체 상호변경 건 중 매년 40%~60% 이상을 IT기업들이 차지하였다(Park and Song, 2023; Park and Park, 2019b). 그러나 한국 KOSDAQ 소속 IT기업들의 지속적인 상호변경 현상에도 불구하고 선행연구들은 이들의 빈번한 상호변경에 대한 실질적인 동기에 대한 충분한 연구가 이루어지지 않았다.

지금까지 상호변경 관련 선행연구에서는 기업의 상

호변경 공시에 대한 공시일 주변의 주가(시장)반응(Agnihotri and Bhattacharya, 2017; Cooper et al., 2001; Cornell and Shapiro, 1987; Delattre, 2002; Feng, et al., 2022; Green and Jame, 2013; Horsky and Swyngedouw, 1987; Karim, 2011; Lee, 2001; Oh and Hyeon, 2003; Oh, 2004; Park and Park, 2019a; Park, 2019b; Park and Kim, 2012; Rani and Asija, 2017; Song, 1991)에 대한 연구가 주로 진행되었다. 일부 연구자들은 기업들이 의무적으로 상호변경을 공시할 때 제시하는 상호변경의 목적<sup>1)</sup>을 분류기준으로 하여 각각의 차이분석(Oh and Hyeon, 2003; Song, 1991)이 이루어져 왔으며, 최근에는 IT, 암호화폐, 블록체인, AI 등 특정 산업과 연계된 용어로의 변경과 주가(시장)반응(Akyildirim et al., 2020; Jain and Jain, 2019; Park and Kim, 2012; Park and Park, 2019b; Park et al., 2022b; Sharma et al., 2020; Wu and Chen, 2022)에 대해 연구들이 진행되고 있다. 재무적 성과 측면에서는 상호변경 공시 전후를 기준으로 기업의 개별 재무비율들의 변화를 통해 상호변경 전략이 기업가치에 유의미한 영향을 미치고 있는지(Kot, 2011; Oh et al., 2003; Park and Park, 2019a, 2019b; Park, 2019a; Park, 2022; Park, 2023)에 대한 연구가 이루어져 왔으나, 종합적 차원에서 상호변경 후 기업가치와 그 지속성과의 관계를 분석한 연구는 거의 찾아보기가 어려웠다. 또한, 효율적 시장 가설 측면에서 상호변경에 따른 주식시장의 반응은 미래 기업가치를 예측하고 있는지에 대한 연구도 진행되지 않았다. 만약 시장이 효율적이라고 한다면 상호변경 공시 혹은 상호변경 전후 시장반응은 기업의 미래 기업

1) 기업의 제시하고 있는 상호변경의 목적은 회사 이미지 제고, 사업다각화, 전략적 제고, 회사 합병/분할, 계열사 편입, 경영목적, 최대주주 변경 등이 있으며, 이 중 두 개 이상의 목적을 제시하고 상호변경을 하는 기업들도 있다(Park et al., 2022b).

가치를 반영한 것일 것이다. 따라서 본 연구에서는 급변하는 경영·경제환경에서 국내 코스닥 소속 IT 기업들이 지속적으로 기업의 상호를 변경하는 아직 밝혀지지 않은 유인을 찾기 위하여 기업의 전략적 차원에서의 상호변경 공시에 대한 장기 시장반응과 이후 기업가치 및 그 지속성과의 관계를 분석하고자 한다. 특히 상장폐지위기 기업들이 위기의 상황에서 거대 비용을 들여 그들의 상호를 변경하는 전략을 추진한다는 것이 옳은 일인지 함께 알아보고자 한다. 상장폐지위기의 기업들이 상호변경을 진행함으로써 긍정적인 시장반응을 유도할 수 있고, 그러한 시장반응이 이후 해당 기업들의 기업가치에 유의미한 영향을 미친다면, 상장폐지위기의 기업들은 많은 비용을 들여 전략적으로 상호변경을 시도하는 것이 합리적인 의사결정이고, 이들이 상호변경을 추진하는 이면의 목적이기 때문이다. 따라서 상호변경에 따른 시장반응이 상호변경 이후 기업가치 및 가치 지속성에 미치는 영향과, 상장유지(폐지) 가능 여부에 따라 이들 관계에 유의미한 차이가 있는지를 분석한 연구가 아직 국내외에서 이루어지지 않았다는 점에서 본 연구의 분석결과들이 학계 및 산업계에 기여하는 바가 존재할 것이라고 믿는다.

본 연구의 실증분석을 위해서 2000년부터 2019년까지 한국 코스닥 소속 IT기업들을 대상으로 상호변경 전략을 통한 시장반응이 기업의 가치 및 가치지속성에 미치는 영향을 분석하였다. 또한 상호변경 전 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 시장반응이 기업가치 및 가치지속성과의 관계에서 차이가 존재하는지를 함께 분석하였다.

본 연구의 실증분석결과들과 시사점들을 먼저 제시하면 다음과 같다. 첫째, 상호변경 전략에 따른 시장반응과 기업가치와는 양(+)의 관계가 존재하였으며, 그 효과(가치지속성)는 일정기간 지속되었다. 둘

째 이러한 효과는 상장유지가능 기업들에게 특히 유효하였다. 상장유지가능 기업들의 경우에는 상호변경 다음 해의 기업가치에 유의미한 양(+)의 관계를 보였으며, 그 효과는 일정기간 지속되었고, 상장폐지위기 기업들의 경우에는 상호변경 다음 해에는 양(+)의 관계를 보이기는 하였으나, 그 값이 유의미하지 않았고, 3년 평균으로 효과를 분석하였을 때 양(+)의 관계가 나타났다. 이는 상호변경에 따른 효과가 상장유지가능 기업들에 비하여 상대적으로 늦게 나타나는 것으로 판단된다. 즉 장기적인 상호변경의 효과로 상장지속 가능 기업뿐만 아니라 상장폐지위기 기업일지라도 시장반응이 긍정적이라면 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 것이고, 이는 상장폐지위기에 몰린 기업들이라고 하더라도 상호변경을 어떻게 전략적으로 짚느냐에 따라 기업가치에는 다른 영향을 줄 수 있다는 것이다.

본 연구는 기업의 상호변경 전략에 따른 시장반응과 기업가치(가치지속성)과의 관계를 최초로 분석하였으며, 이들의 관계를 상장유지(폐지) 여부로 나누어 이들의 관계가 달라지는지 분석하여 그 결과를 제시함으로써 관련 선행연구가 국내외적으로 진행되지 않았다는 점에서 다른 연구들과 차별성이 있으며, 본 연구의 결과들이 학계 및 재계를 통해 자본시장에 기여하는 바가 있을 것이다.

본 연구의 나머지 부분들은 다음과 같다. 먼저 제2장에서는 관련 선행연구들을 검토하고, 본 연구의 가설들을 도출한다. 그리고 제3장에서는 국내 IT기업들을 대상으로 표본을 선정하고 자료를 수집하며, 필요 변수들의 측정과정을 거쳐 가설에 적합한 연구모형들을 설계한다. 제4장에서는 가설 검증을 위하여 실증분석의 결과들을 제시하며, 끝으로 제5장에서는 본 연구의 결과들을 요약하고, 그 결과들의 시사점 및 본 연구의 한계점을 제시하고 이들을 바탕으로 향후

연구 방향을 제시하여 마무리하고자 한다.

## II. 선행연구 및 가설

### 2.1 선행연구 검토

상호변경에 대한 선행연구는 합리적 가격 가설, 투자자 마니아가설, 투자자주의(신호)이론,<sup>2)</sup> 현금흐름 가설<sup>3)</sup> 등 다양한 방향으로 진행되어왔다. 대표적인 이론으로는 ‘핫’한 시장에 몸담기를 갈망한다는 투자자 마니아가설과 전략적 차원에서 상호변경과 기업가치의 변화와의 관계를 설명하는 합리적 가격 가설에 따른 주식시장반응 연구로 나누어 볼 수 있다.

먼저 상호변경전략은 기업들이 특별한 상황에 있을 때 혹은 특정한 의도에서 수행되기도 한다. 이러한 현상을 학계에서는 투자자 마니아 가설로 정리되고 있다. 투자자 마니아 가설은 투자자들이 ‘핫(Hot)’한 산업에 집중한다는 것이다. 인간의 비이성 때문에 투자자들은 그 핫한 시장에 편승하기 위하여 극도의 불안감으로 이러한 새로운 “매력적” 산업에 속해 있는 기업들의 주식을 산다(Akyildirim et al., 2020; Cahill et al., 2020; Chen et al., 2022; Cooper et al., 2001; Cooper et al., 2005; Feng et al., 2022; Jain and Jain, 2019; Lee, 2001; Sharma et al., 2020; Wu and Chen, 2022; Zhao et al., 2018). 따라서 상호를 “유망한” 산업

에 있음을 암시하는 것으로 바꾸는 것은 단기적으로나 장기적으로 긍정적인 영향을 미친다(Cooper et al., 2001; Ofeck and Richardson, 2003)는 것이다. 2000년을 전후하여 미국 NASDAQ을 중심으로 인터넷 버블이 발생한 시기에 ‘.com’을 포함시킨 상호변경에 대한 주식시장의 반응을 분석한 Cooper et al.(2001)와 Lee(2001)는 그들의 연구에서 상호변경 공시일 전·후에 관련 기업들의 주가가 비교적 크게 상승한다고 보고하였다. 그러나 후행 연구에서는 IT기업의 상호변경 자체는 주가에 긍정적인 영향을 미치지만, 상호에서 관련 용어(net, dotcom, or internet)를 제거한 경우만 주가에 유의미하게 긍정적인 영향을 미친다고 보고하였다(Cooper et al., 2005). Cooper et al.(2005)의 연구결과, 상호변경 공시일 전·후의 60일 이내에 특히 높은 초과수익률이 집중되었고, 상호변경 공시 후에도 비교적 높은 초과수익률이 발생하였다고 보고하였다. 최근 IT 기업들의 상호변경에 대한 연구들이 진행되고 있는데 특히, 암호화폐, 핀테크, 블록체인, AI와 관련된 상호로 교체한 기업들의 기업의 가치 변화를 분석하는 연구들이 진행되었으며, 관련 용어로 상호를 변경한 경우에는 유의한 양(+)의 시장반응이 확인되었다(Chen et al., 2022; Wu and Chen, 2022; Sharma et al., 2020; Cahill et al., 2020; Akyildirim et al., 2020; Jain and Jain, 2019; Zhao et al., 2018). Jain and Jain(2019)의 연구에서는 ‘비트코인’ 혹은 ‘블록체인’ 등의 단어를 포함하여 상호를 변경하였을 때 기업들은 상호변경 공

2) 투자주의(신호)가설은 기업들의 상호변경에 대한 공시가 투자자들의 투자수요에 영향을 주게 되어, 상호변경 기업들에 대한 투자수요가 증가하게 되어 주가가 상승될 것이라는 가설이다(Oh and Hyeon, 2003; Park, 2019b).

3) 실질현금흐름가설은 상호변경이라는 것은 일반 투자자들에 비하여 높은 정보력과 예측력을 가진 기업들의 중요한 의사결정(Bosch and Hirschey, 1989; Cornell and Shapiro, 1987)이며, 상호변경의 공시는 기업에게 광고 효과를 나타내어 기업의 제품 및 서비스에 대한 최소한의 품질은 보장한다는 점(Klein and Leffler, 1981)에서 기업에 긍정적인 신호(signal)로 작용한다는 이론이다(Oh and Hyeon, 2003; Park, 2019b).

시 후 2개월 동안 상당한 양(+)의 초과수익을 얻는다고 보고하였다. 이러한 결과는 Chen et al. (2022)의 연구, Sharma et al. (2020)의 연구, Akyildirim et al. (2020)의 연구, 그리고 Cahill et al. (2020)의 연구에서도 동일한 결과를 보고하였다. Wu and Chen (2022)의 연구에서는 AI를 포함한 ETF의 구성주들은 상당한 양(+)의 초과수익률을 보여 관련 용어 사용에 따른 프리미엄을 생성할 수 있다고 보고하였다. Zhao et al. (2018)은 그들의 연구에서 암호화폐와는 전혀 관련이 없는 기업들이 암호화폐 관련 상호로의 변경 공시를 하였는데도 유의미한 긍정적인 초과수익을 나타낸다고 보고하였다. 이들 선행연구들은 대부분 상호변경 공시에 대한 단기 시장반응을 중심으로 연구가 진행 되어졌다. Park and Park (2019b)와 Park et al. (2022a)는 국내 IT기업을 대상으로 관련 연구를 진행하였으며, 이들은 IT기업들의 상호변경의 효과는 긍정적이나 2000년 이후 IT관련 상호로의 변경은 기업가치에 무의미함을 보고하였다.

상호변경에 관한 합리적 가격 가설은 전략적 차원에서의 상호변경과 기업가치 변화와의 관계를 연구한 것으로 이들의 관계가 무관하다고 주장하는 선행연구들과 음(-)의 관계를 주장하는 선행연구들, 그리고 양(+)의 관계를 주장하는 선행연구들로 분류해 볼 수 있다. 우선 상호변경전략은 기업의 가치와는 무관하다(Bosch and Hirschey, 1989; Howe, 1982; Karbhari et al., 2004; Karpoff and Rankine, 1994; Kot, 2011)를 주장<sup>4)</sup>하는 선행연구들을 살펴보면 다음과 같다. Howe(1982)는 미국을 대상으로 1962년부터 1980년 사이 상호변경 공시와 기업들의 증가들 사이에 유의미한 관련성을 발견하지

못했고, Karpoff and Rankine(1994)과 Bosch and Hirschey(1989) 역시 이들의 유의한 관계를 찾지 못하였다. 뒤이어 Karbhari et al. (2004)도 말레이시아 기업을 대상으로 관련 연구를 진행하였으나, 동일한 결론을 도출하였다. Kot(2011)는 홍콩 기업들을 대상으로 관련 연구를 진행한 결과, 장기적인 측면에서는 상호변경과 기업의 증가와 관계가 없다고 보고하였다. 그리고 상호변경전략과 기업가치와의 관계에서 음(-)의 관계를 주장하는 연구들(Andrikopoulos et al., 2007; Devos et al., 2021; Feng, et al., 2022; Josev et al. 2004; Mase, 2009)을 살펴보면 다음과 같다. Josev et al. (2004)은 상호변경이 호주 기업들의 증가하락을 가져오므로 상호변경 전략이 기업의 가치를 하락시킨다고 하였으며, 영국 기업을 대상으로 한 Andrikopoulos et al. (2007)과 Mase(2009)의 연구에서도 동일한 결과를 제시하였다. Mase(2009)는 역시 투자자들이 호주 기업들의 상호변경 공시에 부정적인 반응을 보인다고 하였으며, 미국 기업들을 대상으로 상호변경을 연구한 Devos et al. (2021)은 역시 투자자들이 상호변경에 대하여 부정적으로 평가한다고 밝혔다. 중국 기업들을 대상으로 상호변경의 효과를 연구한 Feng, et al. (2022)은 상호변경전략이 기업들의 장기주식수익률에 부정적인 영향을 미친다고 보고하였다. 마지막으로, 상호변경전략과 기업가치와의 관계에서 양(+)의 관계를 주장한 연구들(Agnihotri and Bhattacharya, 2017; Cooper et al., 2001; Cornell and Shapiro, 1987; Delattre, 2002; Göttner and Limbach, 2011; Green and Jame, 2013; Horsky and Swyngedouw, 1987; Karim, 2011; Oh and Hyeon, 2003; Oh, 2004; Park

4) 무변화현황가설 혹은 비유의현상가설은 상호변경은 다양한 투자자의 욕구에 상응해서 상호변경을 한 것이므로 어느 한계점에 가서는 상호변경이 증가에 미치는 영향이 없다(Karpoff and Rankin, 1994)는 이론이다(Oh and Hyeon, 2003; Park, 2019b).



and Kim, 2012b; Park and Park, 2019a, 2019b; Klein and Leffler, 1981; Park, 2019a; Park et al., 2022b; Rani and Asija, 2017; Song, 1991; Zhao et al., 2018)을 살펴보면 다음과 같다. Horsky and Swyngedouw(1987)은 상호변경이 상당한 시간과 비용이 들기 때문에 기업의 가치를 하락시킬 것으로 예측하였으나, 미국 기업을 대상으로 1981년부터 1985년까지 이루어진 상호변경 건을 분석한 결과 기업가치와 양(+)의 관계가 있음을 발견하였다. Cornell and Shapiro(1987)는 상호변경전략이 공급자들, 고객들, 피고용자들 등에게 호재의 신호가 되므로 결국 기업 거래에 있어서 유의미한 긍정적인 영향을 미쳐 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 보고하였다. Karim(2011)은 프랑스 기업들을 대상으로 상호변경의 공시와 시장 반응을 분석한 결과 긍정적인 시장 반응을 확인하였으며, 상호변경전략이 기업가치를 상승시킨다고 보고하였다. 독일 기업들을 대상으로 상호변경을 진행한 Göttner and Limbach(2011)와 봄베이 증권거래소 기업들을 중심으로 상호변경에 대한 시장 반응을 분석한 Rani and Asija(2017)와 Agnihotri and Bhattacharya(2017)는 상호변경과 기업가치와의 관계에서 긍정적인 반응을 발견하였다고 보고하였다. 이러한 결과는 Delattre(2002), Cooper et al. (2001), Cornell and Shapiro(1987), 그리고 Klein and Leffler(1981) 등의 연구에서도 동일한 결과를 제시하였다. 이에 관련된 국내 선행연구들을 살펴보면, 먼저 Song(1991)은 한국의 74개 기업을 대상으로 상호변경과 기업의 주가와 관계를 분석한 결과, 부분적으로 상호변경은 기업가치에 유의한 영향을 발견하지 못하였으나, 상호 전체를 변경한 경우에는 유의한 초과수익이 발생한다고 보고하였다. Oh and Hyeon(2003)는 1990년에서 1997년까

지 국내 122건의 상호변경 건에 대하여 상호변경 전·후 4일(총 9일)간의 주가반응을 분석한 결과, 상호변경으로 인하여 기업가치가 상승한다고 보고하였다. Park(2019a)은 한국의 KOSDAQ 기업들을 대상으로 시장의 효율성 분석과 함께 순수하게 상호만을 변경한 경우에도 기업가치가 상승한다고 보고하였다. 이외에도 Park and Park(2019a, 2019b), Park and Park(2012), Oh(2004) 등의 연구들에서도 동일한 결과를 제시하였다. 정리해보면, 비교적 최근 이루어진 연구들은 상호변경이 기업가치를 상승시킨다고 보고하고 있다(Agnihotri and Bhattacharya, 2017; Karim, 2011; Park et al., 2022a, 2022b; Park and Park, 2019a, 2019b; Park, 2019a; Rani and Asija, 2017).

이상의 선행연구들은 기업의 상호변경공시에 대하여 투자자들이 어떻게 생각하는지에 대한 단기적 시장 반응을 조사한 것이므로 상호변경전략으로 인한 기업들의 장기적인 가치 혹은 성과와의 관계를 살펴볼 필요가 있을 것이다. 상호변경과 관련된 성과분석에 대한 선행연구들은 상호변경 전후 단편적 재무비율 변화에 대한 분석들이 일부 존재한다(Kot, 2011; Oh et al., 2003; Park and Park, 2019a, 2019b; Park et al., 2022b; Park, 2019a; Park, 2022). Oh et al.(2003)과 Park(2022)은 상호변경 후 기업들의 매출액은 증가하였으나, 영업이익은 유의미한 상승효과가 나타나지 않았다고 보고하였다. Kot(2011) 또한 상호변경과 기업의 영업실적과는 상관이 없다고 보고하였다. Park(2019)은 상호변경으로 인하여 기업들은 매출액, 시가총액, 총자산, 자본총계, 부채총계, 유동부채는 상호변경 전보다 유의미하게 증가하였지만, 영업이익은 유의미한 변화가 없었고, 반대로 당기순이익은 유의미하게 감소하였다

고 보고하였다. Park and Park(2019a, 2019b)의 연구에서도 이러한 결과가 동일하게 보고되었다. 최근 Park et al.(2022b)의 연구에서는 상호변경 후 재무적 제약이 유의미하게 호전되었다고 보고하였다. 그러나 이들 연구들 또한 상호변경 전과 후 단기간의 재무비율들의 변화(차이)만을 분석하였다는 점에서 한계가 존재한다.

## 2.2 가설설정

현재 IT기업들은 4차 산업혁명을 맞이하여 급속한 산업의 발전과 불확실해진 경영환경으로 인하여 경영전략을 적기에 추진하지 못할 경우 그 지속성을 지켜나가기 어려울 것이다. 이런 환경변화 속에서 IT기업들은 생존하기 위하여 끊임없이 노력하고 있다. 한국 상장 기업의 전체 상호변경 건 중 매년 40%~60% 이상이 IT기업들이 차지한다(Park and Song, 2023; Park and Park, 2019b). 지속적인 한국 IT기업들의 상호변경 현상도 기업의 생존을 위한 전략 중 하나일 것이다. 상호는 기업의 이해관계자들에게 간결하면서도 명확하게 기업의 정체성을 전달할 수 있는 대표적인 수단이며(Park et al., 2022a), 상호변경 전략은 재무, 마케팅 등의 기업의 여러 분야에서 상당한 전략적 효과가 있다(Park and Kim, 2012). 급변하는 기술 변화에 IT기업들은 그들이 영위하는 사업의 영역이 다른 산업보다 변화가 빠르기 때문에 그러한 사업을 포괄할 수 있는 적절한 상호가 필요할 것이다. 따라서 다른 산업의 경우보다 상호변경전략을 상대적으로 많이 추진하게 될 수 있다. 선행연구에서는 상호변경 현상을 설명하기 위해 신호이론을 사용했다(Akyildirim et al., 2020; Green and Jame, 2013; Karpoff and Rankine, 1994; Kot, 2011; Tadelis, 1999; Wu, 2010).

상호를 변경함으로써, 기업들은 그들의 미래 경영활동에 대한 뉴스를 발표하거나 그들의 명성을 향상시키려고 노력한다(Feng et al., 2022). 신규 상호에는 기업의 새 정체성이 담긴다. 신사업으로의 전환, 사업 확장, 이미지 개선 등 경영 방향성을 새로 제시하기 위한 목적을 담고 있다. 따라서 상호변경에 대한 공시는 그러한 기업의 목적을 투자자들에게 알리는 신호로서의 역할을 하게 된다. 비교적 최근 이루어진 연구들은 상호변경이 기업가치를 상승시킨다고 보고하고 있다(Agnihotri and Bhattacharya, 2017; Karim, 2011; Park et al., 2022a, 2022b; Park and Park, 2019a, 2019b; Park, 2019a; Rani and Asija, 2017). 그러나 상호변경을 하는 모든 기업들에게 시장은 동일한 반응을 하지는 않을 것이다. 시장이 효율적이라고 한다면 투자자들은 시장에서 모든 이용가능한 정보들을 충분히 분석하여 합리적인 투자 의사결정을 하기 때문에 합리적 가격 가설에 의하여 상호변경을 시도하려는 기업의 의도를 투자자들이 잘 알고 있으며, 이로 인하여 이후 양(+)의 현금흐름을 창출할 수 있는 기업들인 경우와 그렇지 않은 경우를 구분할 것이다. 따라서 상호변경 후 기업가치(혹은 가치지속성)가 올라갈 기업과 그렇지 않은 기업을 구분하여 현재 투자자의사결정을 할 것이기 때문에 상호변경 공시에 따른 시장 반응에 따라 상호변경 이후 기업가치의 상승 혹은 하락을 예측할 수 있을 것이다. 그러나 이에 대한 연구는 국내외 선행연구에서 찾아보기 어려웠다. 이에 본 연구에서는 기업의 전략적 차원에서의 상호변경 공시에 대한 장기 시장반응과 이후 기업가치 및 그 지속성과의 관계를 분석하고자 다음과 같이 가설을 세우고 검증하고자 한다.

가설 1: 상호변경전략에 따른 시장반응과 기업가

치(가치지속성)에는 유의미한 관계가 있을 것이다.

상장폐지위기에 처한 기업들은 상호변경과 같은 투자자의사결정을 내리는데 그들의 재무적 제약 상태가 큰 제약 요인(Almeida and Campello 2007; Kaplan and Zingales, 2000)이 될 수 있으나, 좋은 투자안을 차후로 미룰 경우, 더욱 악화된 재무제약 상태에 직면하여 그 투자안을 시행하지 못하고 상장폐지에 이를 수도 있다. 기업의 상장폐지는 시장 품질의 하락과 기업 가치를 하락(Martinez and Serve, 2017)시킬 뿐만 아니라, 기업 투자를 더욱 감소(Bakke et al., 2012)시킬 수 있다. 따라서 이러한 기업들은 투자자의사결정 시점에 재무제약 상태임에도 불구하고, 기업의 지속성을 위하여 투자를 조기에 집행하고자 할 것이다(Boyle and Guthrie, 2003; Hirth and Viswanatha, 2011; Whited, 1992). 불확실성의 증가로 기업의 주가는 하락하고, 채권의 가치도 하락하게 되므로 향후 자금조달에 실패할 가능성이 더욱 높아지기 때문에 이러한 기업들은 상호변경 전략을 조기에 집행할 유인이 된다. 그러나 상호변경을 진행하는 과정에서 발생하는 높은 비용부담은 상호변경 후 상장폐지 위기 기업들의 재무 불안정성을 더욱 가중시킬 수도 있으며, 결국 상장폐지 혹은 폐업의 위기가 빨리 도달할 수도 있다. 최근 상장폐지여부에 따른 상호변경 효과 차이를 검증한 연구에서 상호변경 전 두 그룹 사이에 재무 비율들의 차이가 존재하였으며, 상호변경 공시에서도 투자자들은 두 그룹에 대하여 차별적 의사결정을 내리고 있음을 보고하였고, 투자자들은 상호변경공시 신호 하나만 보고 투자를 하는 것이 아니며, 기업들의 재무특성까지 인지하고 상호변경으로 인해 기업 가치 상승 가능 기업들을 대상으로 투자하고 있다고

주장한 바 있다(Park, 2019a). 이런 선행연구의 결과들을 볼 때 상장폐지위기 기업들은 상호변경 공시를 통해 투자자마니아가설을 겨냥한 신호효과를 기대하고 시장반응(주가)을 올리려고 하나, 기대와는 다르게 주가가 상승하지 않아 상호변경 후 기업의 자본조달 및 기업가치에 긍정적인 영향을 받지 못할 수 있을 것이다. 그러나 모든 상장폐지위기 기업들에게 시장이 동일하게 반응할지는 의문이다. 전 세계 국가에서 기업들의 자금조달에 대한 제약은 일반적이다(Mertzanis et al., 2019; Beck and Demircuk-Kunt, 2006; Beck et al., 2005). 즉, 언제든지 기업은 재무제약 상태에 있을 수 있으며, 이는 월등한 기술력을 보유한 기업들일지라도 충분히 발생 가능한 일이다. 비록 현재 재무제약 상태로 상장폐지위기 기업들일지라도 적절한 시기에 적절한 기업명 변경전략을 진행하여 시장의 긍정적인 반응을 얻을 수 있다면 상호변경 후 기업의 재무 불안정성을 해소할 수도 있을 것이다. 시장이 효율적이라고 한다면, 시장은 진정한 의미에서의 전략적 상호변경과 단순히 자금의 위기의 상황을 벗어나기 위한 코스메틱 효과를 바라는 상호변경을 구분할 것이다. 따라서 투자자들은 이들을 구분할 것이라고 예측되며, 상호변경전략에 따른 시장반응은 다를 것이라고 판단된다. 그렇다면 사전적 의미에서 미래의 청사진을 가지고 노력할 기업과 그렇지 않을 기업을 구분한다라는 가정을 해 보면, 상호변경공시로 인한 시장반응에 따라서 이후 기업의 가치(가치지속성)에 어떠한 영향을 미치며, 이들의 관계가 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 차이가 있는지를 알아보려 한다. 이에 본 연구에서는 다음과 같이 가설을 세우고 검증하고자 한다.

가설 2: 상호변경전략으로 인한 시장반응과 상호변경 후 기업가치(가치 지속성)의 관계는



상장유지(폐지) 여부에 따라 차이가 있을 것이다.

### III. 표본선정 및 연구설계

#### 3.1 표본선정

본 연구는 2000년부터 2019년까지 한국 코스닥 소속 IT기업들을 대상으로 상호변경 전략을 통한 시장반응이 기업의 가치 및 가치지속성에 미치는 영향을 분석한다. 또한 상호변경 전 상장유지(폐지)가능 여부, 그리고 상호변경 공시 전·후에 따라 시장반응이 기업가치 및 가치 지속성과의 관계에서 차이가 존재하는 지를 함께 분석한다. 이를 위하여 2000년부터 2019년까지 한국예탁결제원의 상호변경 공시에 보도 자료에서 코스닥 소속 IT기업들 중에서 기업의 구조적 변경이 있는 경우들(인수합병, 분할 등)과 분석기간 내에 상호변경 중복으로 효과분석에 문제가 있는 사례들은 제외하며, 12월 외 결산법인 및 관련 자료가 누락된 경우들도 표본에서 제외한다.

본 연구의 분석을 위하여 최소의 표본구성과 상호변경전략 효과의 한계를 고려하여 본 연구자의 판단으로 상호변경 후 5년 이내 상장폐지된 기업들을 상장폐지위기 그룹으로 분류하여 본 연구의 가설들을 분석한다. 즉, 상장폐지위기 여부에 따른 차이분석을 진행하기 위하여 상호변경 후 5년(2021년 12월 현재)까지 상장이 유지된 기업들(상장유지가능 기업, Delist=0)과 상호변경 후 4~5년 사이에 상장폐지된 기업들(상장폐지위기 기업, Delist=1)로 나누어 분석한다(Park and Song, 2023). 분석에 필요한 자료는 DataGuide 데이터베이스에서 추출한다. 본

연구에 필요한 자료는 상호변경 직전년도부터 상호변경 후 3년간의 재무적 자료이므로 1999년부터 2021년까지의 재무 자료가 본 연구에서 사용된다. 본 연구의 표본은 2000년부터 2019년까지 코스닥 소속 IT업종에 해당되며, 전체 표본의 수는 상장유지가능 기업들(Delist=0, 혹은 List)이 225개, 상장폐지위기 기업들(Delist=1, 혹은 Delist)이 44개로 총 269개이다.

#### 3.2 연구설계

##### 3.2.1 변수측정

###### (1) 종속변수 측정

기업의 가치는 다양한 변수들에 의해 측정이 가능하다. 본 연구의 종속변수는 기업의 가치의 측정치로 Tobin의 Q(1969)값을 적용하여 기업의 상호변경 전략에 따른 시장반응이 상호변경 후 기업의 가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. Tobin의 Q는 회계이익의 전략적인 조작에 상대적으로 덜 민감한 기업 전략에 따른 미래 이익에 대한 시장 기대를 나타내는 척도이다(Sharma et al., 2023). Tobin의 Q비율은 기업 주주 지분의 시장가치와 실물자본의 총대체원가의 관계 즉, 시가총액을 설비자금 및 조달 비용 등에 대한 대체비용으로 나타낸다(Tobins, 1969). 본 연구에서는 이 값을 보통주와 우선주의 시장가치와 부채의 장부가치를 합하여 총자산의 장부가치로 나누어 사용한다(Amit et al., 1989; Edmans et al., 2017; Jayaraman and Wu, 2019; Kim and Shin, 2016; Kim et al., 1996; Lee et al., 2017; Lehn et al., 1990; Oh, 2017; Sharma et al., 2023). 본 연구에서는 기업가치로 상호변경 다음 해의 Tobin의 Q값과 상호변경 후 3년 간의 평

균 Tobin의 Q값을 종속변수로 사용해 상호변경으로 인한 장기 시장반응과 이후 기업가치(Tobins $Q_{t+1}$ ) 및 가치지속성(Tobins $Q_{3A}$ )과 관련이 있는지를 함께 분석한다.

(2) 설명(관심)변수 측정

본 연구의 주된 설명(관심)변수는 상호변경에 따른 장기 시장반응을 나타내는 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)이다(Arena et al., 2001; Cooper et al., 2005; Kwak, 2015; Oh, 2004; Park and Park, 2019a, 2019b; Park et al., 2022a; Sim and Ahn, 2012).<sup>5)</sup> 상호변경에 대한 시장의 반응은 사건연구(Event Study)방법론<sup>6)</sup>을 통하여 효과를 측정할 수 있다. 상호변경 최초 공시일을 사건 당일(Event date)<sup>7)</sup>로 하여 기업들의 CAR를 계산한다. 이때 CAR를 계산하기 위하여 시

장조정수익률모형<sup>8)</sup>을 적용하여 개별기업의 초과수익률(abnormal return: AR)을 산출한다(Cooper et al., 2001; Cooper et al., 2005; Lee, 2001; Park and Song, 2023; Park and Shin, 2022; Park et al., 2022a; Shin and Park, 2022). 이를 누적시켜 CAR를 산출한다. 본 연구에서는 기업의 전략적 차원에서 사건기간( $\pm 240$ )동안 CAR를 산출하여 모든 모형의 관심변수인 CAR<sup>9)</sup>에 적용한다. 장기 누적초과수익률(CAR $_{\pm 240}$ )로는 기업의 전략적 차원에서의 상호변경으로 인한 시장반응과 이후 기업의 가치 및 그 지속성과의 관련성을 분석하고자 한다. 이를 분석하기 위해 상호변경 최초 공시일을 기준으로  $\pm 240$ 일(총 481일 간)의 누적초과수익률(CAR)로 측정하여 사용한다(Park et al., 2022a; Park and Shin, 2022; Shin and Park, 2022). 본 연구에서는 상호변경의 효과의 차이를 측정하

5) 장기시장반응을 측정하는데, BHARs(buy-and-hold abnormal returns)와 CAR(cumulative abnormal return)등 적용할 수 있는데 본 연구에서는 Amor and Kooli(2016), Park and Kim(2012), 그리고 Que and Zhang(2019) 등이 사건연구에 적용한 CAR를 적용하여 장기시장반응의 대응치로 사용한다.

6) Event Study는 미국 뉴욕증권거래소를 대상으로 Fama et al.(1969)의 연구에서 효율적 시장가설을 증명하기 위해 주식분할 공시에 대한 효과를 분석하는데 적용을 시작하여 현재까지 재무 및 회계 등의 분야를 비롯하여 경영연구 전반에서 가장 많이 적용되는 실증연구방법론 중 하나이다(Shin and Park, 2022). Event Study는 주식시장의 전체 변동에 대해서 각 기업들의 특정 이벤트로 인한 효과를 분리하기 위한 목적으로 사용되기에는 적합한 방법으로(Hendricks and Singhal, 1997), 특정한 사건에서 비롯된 기업 가치의 변화량을 찾아내는데 검증된 방법론이고 할 수 있다(Brown and Warner, 1985).

7) Event date(사건일)로 Horský and Swyngedouw(1987)의 연구에서는 최초 보도일을, Lee and Park(2001)의 연구, Park(2019)의 연구, 그리고 Park and Park(2019a, 2019b)의 연구, Shin and Park(2022)연구 등은 최초 보도일과 주주총회일, 그리고 최초 공시일 중 가장 빠른 날을, Oh and Hyeon(2003)의 연구에서는 변경상장일을, Song(1991)의 연구에서는 상호변경 공시일을 사용한 바 있다.

8) 사건연구에서 초과수익률을 추정하는 모형으로는 대표적으로 시장모형, 시장조정수익률모형, 파마-프렌치 3요인 모형, 평균조정수익률모형 등이 있다. 여기에서 업종조정수익률모형나 시장조정수익률모형이 시장모형보다도 검증력 면에서 우월성이 높다(Kim and Kim, 1997). 시장모형의 경우 개별수익률로  $\beta$ 계수를 추정할 경우 표본기업의 주가와 시장지수 사이에 거래시점의 차이(Nonsynchronous Trading)에 따른 측정오차의 문제가 있으며 이는 모형사용에 있어서 심각한 결점이 된다(Scholes and Williams, 1977). 더불어 시장모형을 적용할 때 개별 자료를 사용하는데 있어서 불연속적인 거래가 존재할 수 있기 때문에 베타추정상의 문제점 또한 발생한다(Koo, 2000, p180). 사건일을 정확히 포착할 수 있다면 시장모형 혹은 시장조정모형으로 사건연구에 대한 초과수익률을 측정하고, 횡단면 독립성을 가정한 검정법들이 가장 우수한 사건연구방법론이다(Jeong, 1997; Shin and Park, 2022). 본 연구는 상호변경건을 연구한 Cooper et al.(2001), Cooper et al.(2005), Lee(2001), Park et al.(2022a), Park and Song(2023), Park and Shin(2022), Shin and Park(2022) 등이 사건(상호변경) 공시 효과분석에 사용한 시장조정수익률모형로 초과수익률을 산출하여 연구모형에 적용한다. 시장모형의 경우에는 Estimation Window period나 Event Window period 등의 설정에 따라 상반된 결과들이 산출될 수 있기 때문에 본 연구에서는 적용하지 않는다. 즉, 시장모형의 경우 추정기간과 사건기간 설정에 따라 CAR값이 상이해질 수 있다(Shin and Park, 2022).

9) 장기수익률들을 추정할 경우에는 교란 사건들을 일일이 제거할 필요는 없다(Sorescu et al. 2017; Sorescu et al. 2007).

기 위하여 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부 변수를 사용한다(Park, 2019a; Park and Shin, 2022; Park and Song, 2023). 선행연구에서는 상호변경의 효과를 분석하는데 있어서 표본으로 주로 연구 기간 중 계속기업들만을 대상으로 하여 해당 이벤트에 대한 실제 시장의 효율성이나 기업의 전략의 효과들을 편향적으로 분석하고 있다. 본 연구에서는 상장폐지위기 기업들을 포함하여 상장폐지위기 여부가 기업의 상호변경 전략에 따른 기업의 가치(가치 지속성)에 의미있는 차이를 보이는지 분석하고자 관심 더미변수로 사용한다. 시장이 효율적이라면 기업의 부실여부를 가늠하여 상호변경이 단지 코스메틱 효과만을 위한 것이라고 판단되면 시장은 부정적으로 반응할 것이지만, 지속가능성을 위하여 기업의 전략적 차원에서 상호변경을 하는 것이라고 한다면, 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 시장반응이 유의미하게 다르지만은 않을 것이다. 이를 위해 본 연구에서는 이벤트 후 5년 안에 상장폐지된 기업들을 상호변경 전 상장폐지위기 그룹으로 묶고, 전략적 차원에서 이들의 상호변경이 시장반응을 잘 이끌어낸다면 그러한 결과가 상호변경 후 기업가치 및 그 지속성에 차별적으로 영향을 미치는 지(가설2)를 분석하고자 한다. 상장유지(폐지)가능 여부를 상호변경 후 5년 이내로 둔 것은 최대한 상호변경의 효과가 유지되는 범위에서 본 연구의 가설들을 분석을 위해서이며, 상장폐지위기 그룹의 최소한의 표본 수를 확보하기 위해서이다.

### (3) 통제변수 측정

본 연구의 가설들을 검증하기 위하여 본 연구에서는 종속변수인 기업가치(Tobin의 Q)의 대응치인 TobinsQ에 영향을 미칠 수 있는 여러 관련 변수들을 통제하여 분석한다. 기업특성과 관련 있는 수 많

은 변수들 중에서 본 연구의 통제변수로는 Size(기업규모), Liquidity(유동성), Leverage(레버리지), ROA(수익성), SalesGrowth(성장성), TobinsQ(기업의 시장가치), CEOForecast(CEO의 기대), Largest(최대주주 지분율), Foreigner(외국인 지분율), LossDummy(손실), lnAge(업력), Year(해당연도효과) 및 Industry(소속산업효과)를 사용한다(Choi, 2013; Kang and Min, 2010; Kwak, 2015; Park and Park, 2019a, 2019b; Park et al., 2022a; Park et al., 2022b; Park, 2019a; Qin and Yang, 2022; Shin and Park, 2022; Song, 2018; Wu, 2010). Size는 기업규모의 대응치로서 전기 자산총계를 자연로그한 값이다(Qin and Yang, 2022; Park et al., 2022a; Park et al., 2022b; Shin and Park, 2022; Wu, 2010). 기업규모가 작으면 상대적으로 정보 비대칭성이 높아질 수 있다. 따라서 이 값이 작은 기업일수록 Tobin의 Q비율이 상대적으로 낮을 것으로 기대된다. Liquidity는 기업의 단기 안정성에 대한 대응치로 유동부채로 유동자산을 나눈 값이다. 기업의 현금 동원력을 대표하는 지표로서 기업의 단기 재무구조 안정성을 측정하는 비율이다. 만일 기업들이 채무를 지불할 단기의 현금 동원력을 갖고 있지 않다면, 현재는 물론이고, 채무를 지불하는 데 어려움을 가질 것이다. 따라서 이 값이 낮을수록 Tobin의 Q비율이 낮아질 수 있다. Leverage는 부채비율로 기업 리스크의 대응치이며, 기업의 자산총계로 전기 말 부채총계를 나누어 계산한 값이다. 이 값이 높을수록 위험이 증가하기 때문(Park and Park, 2019a, 2019b; Shin and Park, 2022; Wu, 2010)에 상호변경에 따른 Tobin의 Q비율이 낮을 수 있다. ROA는 기업의 수익성 대응치로 영업이익을 자산총계로 나눈 값이다(Park and Park, 2019a, 2019b;

Park, 2019a). 이 값이 낮을수록 상호변경에 따른 Tobin의 Q비율이 낮을 수 있다. SalesGrowth는 전기 대비 당기의 매출액증감률로 성장성을 나타내며, 이 값이 낮을수록 상호변경에 따른 Tobin의 Q비율이 낮을 수 있다(Park et al., 2022b; Wu, 2010). Tobin's Q는 상호변경 전(t-1)의 기업의 시장가치를 측정하는 척도로, 기업의 장부가치 대비 시장의 기대치로 직전 년도의 Tobin's Q의 값이 높을수록 이후 Tobin's Q의 값이 높을 수 있다(Agnihotri and Bhattacharya 2017; Shin and Park, 2022).<sup>10)</sup> CEOForecast는 상호변경 전 기업의 내부정보의 대응치로 기업영업이익에 대한 CEO의 기대심리효과를 통제하기 위해 적용하며, 상호변경 직후년 말 영업이익에 상호변경 연도말 영업이익을 차감한 값을 상호변경 연도말의 총자산으로 나눈 값(Park, 2019a; Song, 2018)이다. 상호변경 전략으로 CEO의 영업성과에 대한 기대가 높다면, 상호변경 후 Tobin의 Q비율이 높을 것으로 보인다. Largest은 최대주주지분율의 대응치로 보통주 5% 이상의 지분을 보유한 주주들의 보유지분율의 총합이다(Park et al., 2022b). 이 값이 높을수록 기업경영에 대한 감시자로서의 역할을 수행할 것이므로 Tobin의 Q비율이 상대적으로 높을 수 있다. Foreigner는 보통주의 외국인 지분율로 사용한다. 외국인 주주는 기업의 경영에 대한 견제 및 감시자로서의 역할을 수행한다(Kang and Min, 2010; Choi, 2013; Park et al., 2022b). 따라서 이 값이 높을수록 Tobin의

Q비율이 높을 것으로 기대된다. 손실(Lossdummy)이 1인 경우 즉, 상호변경 전 손실이 발생한 기업일수록 상호변경에 따라 기업의 Tobin의 Q비율이 상대적으로 낮을 수 있다(Park et al., 2022a, 2022b; Shin and Park, 2022). InAge는 기업 업력으로, 기업의 소속산업에서의 경영의 숙련도를 통제하고 자하며(Qin and Yang, 2022; Park et al., 2022b; Park and Park, 2019b), 기업 설립연도에서 상호변경 전까지의 기간을 계산한 값에 자연로그를 취하여 사용한다. 이 값이 높을수록 불안정한 사건이 발생할 경우 기업의 유연한 대처 능력이 높을 것이므로 Tobin의 Q비율이 상대적으로 높을 것으로 기대된다(Park et al., 2022b). 더불어 상호변경 시기와 소속된 산업에 따라 상호변경에 따른 Tobin의 Q비율이 달라질 수 있으므로 연도(Year)와 산업(Industry)을 더미변수로 본 연구의 모형에 포함하여 이들의 효과도 함께 통제하고자 한다.

### 3.2.2 연구모형

본 연구는 IT기업의 상호변경 전략에 따른 시장반응(CAR)과 그 이후 기업의 가치(Tobin's Q)의 관계를 분석한다. 본 연구에서는 코스닥 소속 IT기업을 중심으로 상호변경 공시에 대한 시장반응의 정도에 따라 상호변경 후 기업가치(가치지속성)와의 관계에 차이가 있을 것이라는 가정 하에 본 연구의 가설들(가설1, 가설2)을 검증하기 위하여 [Model 1], [Model 2]를 이용하여 기업의 규모, 유동성, 레버

10) 본 연구에서는 심사과정을 통해 심사자들께서 제시해주신 의견을 반영하여 연구모형의 내생성 및 상호변경 시 시장반응과 종속변수인 Tobin의 Q값 간의 관계의 당연성 등을 고려하였으며, 선행연구들을 검토한 결과 상호변경 전 기간의 Tobin의 Q값을 연구모형에 추가하여 모형을 재설계하였다. 상호변경 시 시장반응과 종속변수인 Tobin의 Q값 간의 관계가 당연하다면, 추가된 상호변경 전 기간의 Tobin의 Q값과 CAR 간의 관계에는 독립변수간 다중공선성이 발견되어야 하나, 본 연구의 주요 분석결과인 <Table 4>, <Table 5>와 이들의 상관관계를 분석한 부록 <Table 1>에서는 이들 간의 다중공선성이 발견되지 않았다. 따라서 재설계한 모형들에서 상호변경 전 Tobin의 Q값을 통제하고도 상호변경에 따른 시장반응(CAR)과 이후 Tobin의 Q값과 유의미한 관계를 갖는다면, 본 연구의 결과들에 의미를 부여할 수 있을 것이다.

리지, 수익성, 성장성 등 대표적인 기업특성 변수들과 상호변경을 시행한 연도와 소속 산업의 효과들을 통제하여 OLS 회귀분석을 진행한다.<sup>11)</sup>

먼저 본 연구의 가설 1을 검증하기 위하여 [Model 1]을 적용하여 기업의 전략적 차원에서의 상호변경 변경에 따른 시장반응(CAR<sub>±240</sub>)이 그 후 기업가치와 기업가치(가치지속성)에 관련이 있는지를 분석한다. 다음 가설 2를 검증하기 위하여 [Model 2]을 적용하여 기업의 전략적 차원에서의 상호변경 변경에 따른 시장반응(CAR<sub>±240</sub>)이 그 후 기업가치의 관계가 상장유지(폐지)가능 여부(Delist)에 따라 차이가 있는지를 분석한다.

$$\begin{aligned}
 \text{[Model 1] Tobins}Q_{t+1(3A)} &= \beta_0 + \beta_1 \text{CAR}_{\pm 240} \\
 &+ \beta_2 \text{Delist} + \beta_3 \text{Size}_{t-1} + \beta_4 \text{Liquidity}_{t-1} \\
 &+ \beta_5 \text{Leverage}_{t-1} + \beta_6 \text{ROA}_{t-1} \\
 &+ \beta_7 \text{Tobins}Q_{t-1} + \beta_8 \text{CEOF} \text{Forecast}_{t-1} \\
 &+ \beta_9 \text{SalesGrowth}_{t-1} + \beta_{10} \text{Largest}_{t-1} \\
 &+ \beta_{11} \text{Foreigner}_{t-1} + \beta_{12} \ln \text{Age}_t \\
 &+ \beta_{13} \text{LossD}_{t-1} + \text{Year}_t + \text{Industry}_t + \varepsilon_t
 \end{aligned}
 \text{식(1)}$$

$$\begin{aligned}
 \text{[Model 2] Tobins}Q_{t+1(3A)} &= \beta_0 \\
 &+ \beta_1 \text{ListxCAR}_{\pm 240} + \beta_2 \text{DelistxCAR}_{\pm 240} \\
 &+ \beta_3 \text{Delist} + \Sigma \text{Controls} + \varepsilon_t
 \end{aligned}
 \text{식(2)}$$

여기에서,

TobinsQ<sub>t+1,3(A)</sub> : Tobin's의 Q 값, 기업가치 및 지속성 측정, TobinsQ는 (보통주와 우선주의 시장가치

+부채의 장부가치)/총자산의 장부가치, TobinsQ<sub>t+1</sub>는 상호변경 1년 후, TobinsQ<sub>3(A)</sub>는 상호변경 후 3년 간의 단순평균 Tobin's Q값

CAR<sub>All</sub>: CAR±240는 상호변경 공시 전·후 240일(총 481일간)의 누적초과수익률

Delist: 상장폐지위기 기업, 상호변경 후 5년 이내 상장폐지된 기업이면 1인 더미변수

ListxCAR<sub>All</sub>: List(Delist=0)와 CAR<sub>All</sub> 상호작용항으로, Delist 변수가 0인 경우 상장유지기업들 그룹의 CAR를 의미함

DelistxCAR<sub>All</sub>: Delist(Delist=1)와 CAR<sub>All</sub> 상호작용항으로, Delist 변수가 1인 경우 상장유지기업들 그룹의 CAR를 의미함

Size<sub>t-1</sub>: t-1기말 총자산에 자연로그한 값

Liquidity<sub>t-1</sub>: t-1기말 유동자산을 유동부채로 나눈 값

Leverage<sub>t-1</sub>: t-1기말 부채총계를 자산총계로 나눈 값

ROA<sub>t-1</sub>: t-1기말 영업이익을 t-1기 말 총자본으로 나눈 값

TobinsQ<sub>t-1</sub>: t-1기말 Tobin's Q값

CEOF<sub>Forecast</sub>: t기말 CEO 기댓값, t+1기의 영업이익에 대한 기대치

SalesGrowth<sub>t-1</sub>: t-1기말 매출액성장률로 (t-1기말 매출액-t-2기말 매출액)/t-1기말 매출액\*100

Largest<sub>t-1</sub>: t-1기말 5% 대주주 보통주 지분을

Foreigner<sub>t-1</sub>: t-1기말 외국인 보통주지분을

lnAge: t-1기말 기업 설립 경과 연수

LossDummy<sub>t-1</sub>: t-1기말 손실더미, 손실이면 1인 더미변수

Year & Industry: 연도더미와 산업더미

11) 잔차항의 이분성에 따른 내생성을 완전히 제거할 수는 없다. 가장 좋은 방법은 이분산성을 제대로 포착하는 모형이나 추정방법들을 적용하여 분석하는 것이지만, 현실적으로 이분산성의 형태를 제대로 파악하는 일은 쉽지 않으므로 본 연구에서는 OLS방법으로 추정하되 이분산성의 존재가능성을 고려하여 Robustness check을 통해 왜곡이 발생가능한 추정계수의 표준잔차에 수정(robust standard error)을 하여 보다 적절한 값을 갖도록하여 모든 모델을 분석한다. 관련 분석결과는 본 연구의 실증분석 부분의 4.3.2와 4.4.2에 각각 제시하였다.



## IV. 실증분석

### 4.1 기초통계량

〈Table 1〉에는 본 연구에서 사용되는 종속변수, 설명변수 그리고 통제변수들의 평균(Mean), 표준편차(S.D), 최솟값(Minimum), 1사분위(1Q), 중앙값(Median), 3사분위(3Q), 최댓값(Maximum), 왜도(Skewness)와 첨도(Kurtosis) 등의 기초통계

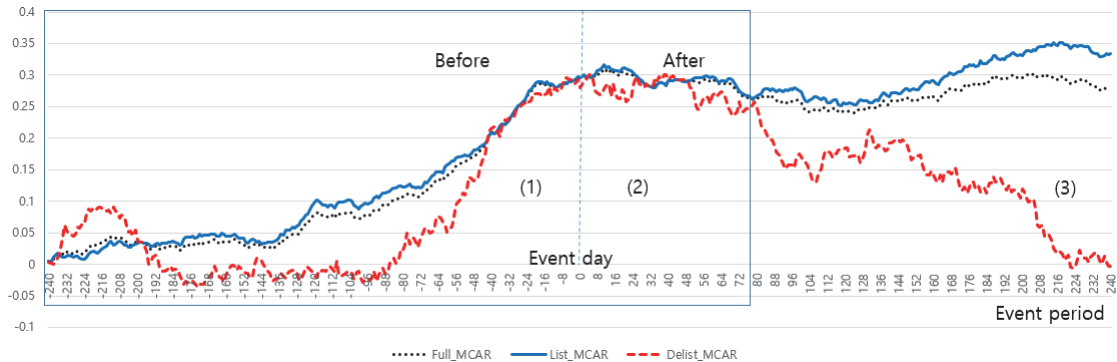
량을 제시하였으며, 모든 변수들의 일표본독립성검정을 하여 제시하였다. 먼저 본 연구의 종속변수인 기업의 가치 대용치인 Tobin의 Q값( $TobinsQ_{t+1}$ )과 기업가치의 지속가능성( $TobinsQ_{3A}$ )의 평균값, 중앙값, 그리고 표준편차는 각각 1.563, 1.262, 0.851이고, 1.570, 1.379, 0.756이다. 시장반응을 나타내는  $CAR_{\pm 240}$ 의 평균값, 중앙값, 그리고 표준편차는 0.275, 0.204, 0.996이다. 본 표본으로 선정된 IT 기업들의 상호변경으로 인한 시장반응은 약 27.5%로 양(+ )의 값을 나타내고 있다. 이러한 결과는 상호변

〈Table 1〉 기초통계량

Variables	Mean	t-stat.	Minmum	1Q	Median	3Q	Maximum	SD	Skewness	Kurtosis
$TobinsQ_{t+1}$	1.563	30.136***	0.600	0.973	1.262	1.887	4.680	0.851	1.733	3.256
$TobinsQ_{3A}$	1.570	32.968***	0.605	1.044	1.379	1.836	4.300	0.756	1.582	2.826
$CAR_{\pm 240}$	0.275	4.529***	-2.425	-0.345	0.204	0.915	2.620	0.996	0.084	0.368
Delist	0.164	7.239***						0.371		
$Size_{t-1}$	6.203	103.858***	4.372	5.550	6.112	6.814	8.638	0.979	0.450	-0.005
$Liquidity_{t-1}$	2.716	14.717***	0.320	1.003	1.780	2.919	14.501	3.027	2.509	6.058
$Leverage_{t-1}$	0.422	31.005***	0.056	0.247	0.420	0.560	0.935	0.223	0.352	-0.465
$ROA_{t-1}$	-0.038	-3.946***	-0.548	-0.103	0.005	0.061	0.186	0.157	-1.451	2.297
$TobinsQ_{t-1}$	1.609	26.583***	0.510	0.933	1.225	1.904	4.719	0.993	1.596	2.022
CEOForecast	0.022	1.716 <sup>+</sup>	-0.290	-0.047	0.004	0.066	0.531	0.152	0.937	2.708
$SalesGrowth_{t-1}$	0.094	2.610**	-0.787	-0.272	0.019	0.248	2.255	0.588	1.960	5.066
$Largest_{t-1}$	31.029	31.634***	6.038	18.205	30.320	43.050	66.853	16.088	0.395	-0.646
$Foreigner_{t-1}$	3.377	9.815***	0.000	0.107	0.779	3.612	22.465	5.643	2.115	3.542
$lnAge_{t-1}$	3.286	205.028***	2.708	3.135	3.258	3.401	3.892	0.263	0.493	0.180
$LossDummy_{t-1}$	0.517	16.928***						0.501		

주 1) 이 표에는 본 연구의 분석을 위한 변수들의 평균(Mean, 일표본독립성검정 포함), 최솟값(Minimum), 1사분위(1Q), 중앙값(Median), 3사분위(3Q), 최댓값(Maximum), 표준편차(S.D), 왜도(Skewness) 그리고 첨도(Kurtosis) 등의 기초통계량을 제시하였다. 종속변수는 기업가치( $TobinsQ_{t+1}$ )와 기업가치를 나타내는 기업가치의 지속성( $TobinsQ_{3A}$ ), 관심변수는 상호변경으로 인한 시장반응( $CAR_{\pm 240}$ ), 상장유지(폐지)가능 여부(Delist),  $CAR_{\pm 240}$ 은 -240일부터 +240일까지 누적초과수익률을 의미한다.

주 2) 본 연구의 통제변수로 Size는 직전 기말 총자산의 자연대수로 기업규모를, Liquidity는 직전 기말 유동자산/유동부채로 유동비율, Leverage는 직전 기말 총부채/총자산으로 부채비율, ROA는 직전 기말 영업이익/총자산으로 총자산영업이익률, TobinsQ는 (보통주와 우선주의 시장가치+부채의 장부가치)/총자산의 장부가치로 상호변경전 기업의 시장가치로, SalesGrowth는 직전 기말 영업이익 증감율, CEOForecast는 다음 연도에 영업이익에 대한 경영자의 기대치, (다음연도의 영업이익-당해연도의 영업이익)/당해년도 영업이익, Largest는 직전 기말 최대주주지분율, Foreigner는 직전 기말 보통주 외국인 지분율, LossDummy는 직전 기말 순손실 여부를 나타내는 더미변수이며, lnAge는 기업의 업력으로 설립연도 후 상호변경 전까지의 기간이다.



주 1) 이 그림은 기업의 전략적 차원에서의 상호변경에 따른 시장의 반응을 본 연구의 표본을 중심으로 시장조정수익률모형을 기준으로 이벤트 데이를 중심으로  $\pm 240$ 일 동안의 누적초과수익률을 추출하여 일별 평균누적초과수익률을 계산하여 작성된 그래프이다.

〈Figure 1〉 누적초과수익률CAR $\pm 240$ (-240~+240)

경의 주식시장 반응을 연구한 Park et al.(2022a)의 연구와 일치한다(Agnihotri and Bhattacharya 2017; Jain and Jain, 2019; Park and Park 2019a, 2019b; Park et al., 2022a; Sharma et al., 2020). 상장폐지위기 기업들의 비중은 전체 표본 중 16.4%이고, 나머지 83.6%가 상장유지가능 기업들이다. 본 연구에서는 이상치(outlier)들이 변수들의 특성에 영향을 미치는 것을 최대한 방지하기 위해 1%와 99%의 수준에서 모든 변수들을 윈저화(Winsorization)시켰다.<sup>12)</sup> 〈Table 1〉의 변수들의 일표본독립성검정결과들과 왜도(절댓값, 3 미만)와 첨도(절댓값 8 미만) 기준치에 적합함으로 정규분포를 가정할 수 있다.

〈Figure 1〉은 이벤트 기간을  $\pm 240$ 일로 하여 전체 표본과, 이를 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 상장폐지위기 기업들과 상장유지가능 기업들로 나누어 시

장조정수익률모형을 이용하여 계산한 AR을 누적시킨 CAR의 평균값(MCAR)을 그래프로 제시한 것이다. 〈Figure 1〉의 (1)의 영역, 즉 상호변경 공시 전(-240~-1, 240일)간의 흐름(상호변경에 대한 정보가 사전에 주가에 반영되는 영역)과 (2)의 영역, 즉 상호변경 공시 이후(0~+240, 241일)의 일정기간의 흐름은 상장유지(폐지)가능 여부별로 다소 차이는 있으나 유사한 평균누적초과수익률(MCAR)의 흐름을 보이다가 (3)의 영역에서는 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 상장폐지위기 기업들과 상장유지가능 기업들 간에 MCAR의 차이가 큰 것으로 나타났다. (1)~(2)와 같은 MCAR의 흐름은 5년 이내에 상장폐지위기가 발생할 것을 예측하지 못한 시장의 비효율성으로 판단할 수 있겠으나, 지속가능성을 위해 기업들이 전략적 차원에서의 노력의 일환으로 상호변경에 대한 시장의 긍정적으로 반응이라고도 볼 수 있

12) 부록 〈Table 1〉에 변수들 사이의 상관관계 분석 결과를 제시하였다. 부록 〈Table 1〉에서 보여 지는 바와 같이 대부분 독립변수들 간의 상관계수는 절사분계치(0.7 이하)보다 낮게 나타났다. 또한 부록 〈Table 1〉에는 제시하지 않았으나 본 연구의 모형별로 분산팽창요인(Variance inflation Factor: VIF)을 분석한 결과는 본문 〈Table 4〉와 〈Table 5〉에서 독립변수간 VIF들이 절사분계치(10 이하)보다 낮게 나타나 다중공선성문제는 존재하지 않는 것을 확인하였다.

〈Table 2〉 상호변경 공시 전·후 CAR 차이분석

Sample	CAR <sub>BF</sub> (①)		CAR <sub>AF</sub> (②)		t-test(①-②)		
	Mean	Standard Deviation	Mean	Standard Deviation	Mean Difference	t-stat. (two-tails)	
장기시장반응 CAR <sub>±240</sub>	CAR <sub>ALL</sub> [Obs. = 269]	0.293	0.765	-0.018	0.635	0.311	5.142***
	CAR <sub>List</sub> (③) [Obs. = 225]	0.294	0.759	0.036	0.613	0.257	3.969***
	CAR <sub>Delist</sub> (④) [Obs. = 44]	0.289	0.801	-0.295	0.682	0.585	3.682***

주 1) 이 표에는 본 연구의 주요 관심 변수인 누적초과수익률(CAR)을 대상으로 사건기간(±240)동안 상호변경 공시 전과 후의 기간 동안의 차이를 분석하여 제시하였다.

주 2) \*\*\*은 p값이 0.001(0.1%)에서 유의함을 나타낸다.

다. 이를 전체 표본과, 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 이벤트기간(±240)동안 상호변경 전과 후의 누적 초과수익률(CAR)의 차이를 분석한 결과들을 〈Table 2〉에 제시하였다. 전체 표본(Full Sample)을 대상으로 이벤트기간(±240)동안 공시 전·후 차이 검증한 결과, CAR의 평균차이 값이 0.311(t-stat. = 5.142,  $p < 0.001$ )로 0.1%의 유의수준에서 상호변경 공시 전의 CAR가 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상장유지가능 기업들에서도 CAR의 평균차이 값이 0.257(t-stat. = 3.969,  $p < 0.001$ )로 0.1%의 유의수준에서 동일하였다. IT기업들의 상호변경으로 인한 효과는 전체, 상장유지(폐지)가능 여부를 막론하고 상호변경 공시 전 기간에 대부분의 효과가 주가에 반영이 되고 있었으며, 상호변경 공시 후의 기간에는 과열된 주가가 다소 떨어졌다. 다만 〈Figure 1〉의 (3)에서 보여지는 것처럼 상장유지가능 기업은 상호변경 이후 일정기간이 지난 후 CAR가 지속적으로 상승하고, 상장폐지위기 기업들은 상호변경 이후 일정기간이 지난 후 CAR이 지속적으로 하락하는 것으로 나타났다. 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 CAR에 차이가 존재하는 지는 4.2.에서 다루도록 한다.

#### 4.2 상장유지(폐지)가능 여부와 주요 변수들의 차이 분석 결과

〈Table 3〉에는 본 연구의 종속변수(TobinsQ)와 관심변수들(CAR<sub>±240</sub>, Delist) 그리고 통제변수들을 상장유지(폐지)가능 여부를 기준으로 두 그룹간 차이를 분석한 결과들을 제시하였다. 우선 본 연구의 종속변수인 기업가치의 대용치인  $TobinsQ_{t+1}$ 를 살펴보면, 상장폐지위기 기업들과 상장유지가능 기업들의 평균값(중앙값)은 각각 1.517(1.249), 1.572(1.272)로 그 차가 -0.056(t-stat. = -0.397)으로 상장폐지위기 기업들에 비하여 상장유지가능 기업들이 약 5.6%정도 높은 것으로 나타났으나, 그 값이 통계적으로 유의하지는 않았다. 기업가치 지속성을 나타내는 Tobins -Q<sub>3A</sub>의 경우에도 상장폐지위기 기업들과 상장유지가능 기업들의 평균값(중앙값)은 각각 1.558(1.379), 1.572(1.370)로 그 차가 -0.015(t-stat. = -0.116)로 상장유지가능 기업이 약 1.5% 정도 높은 것으로 나타났으나, 그 차이 또한 유의하지 않았다. 즉 상호변경으로 인한 기업의 가치는 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 차이가 있다고 볼 수

(Table 3) 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 그룹 간 주요 변수들의 평균차이 분석

Variables	Delistable Firms①			Listing Firms②			Mean Difference(①-②) by t-test	
	Mean	S.D.	Median	Mean	S.D.	Median	Mean Difference	t-stat.
<i>TobinsQ<sub>t+1</sub></i>	1.517	0.711	1.249	1.572	0.877	1.272	-0.056	-0.397
<i>TobinsQ<sub>3A</sub></i>	1.558	0.757	1.379	1.572	0.758	1.370	-0.015	-0.116
<i>CAR<sub>+240</sub></i>	-0.006	1.051	0.124	0.330	0.978	0.208	-0.336	-2.058*
<i>Delist</i>	1.000	0.000	1.000					
<i>Size<sub>t-1</sub></i>	5.744	0.935	5.764	6.292	0.965	6.167	-0.548	-3.462***
<i>Liquidity<sub>t-1</sub></i>	2.781	3.128	1.825	2.703	3.013	1.769	0.078	0.157
<i>Leverage<sub>t-1</sub></i>	0.457	0.249	0.411	0.415	0.218	0.424	0.042	1.146
<i>ROA<sub>t-1</sub></i>	-0.124	0.200	-0.084	-0.021	0.142	0.012	-0.103	-3.265**
<i>TobinsQ<sub>t-1</sub></i>	1.593	1.048	1.272	1.613	0.984	1.225	-0.019	-0.118
<i>CEOForecast</i>	0.034	0.206	-0.006	0.019	0.140	0.006	0.015	0.450
<i>SalesGrowth<sub>t-1</sub></i>	0.065	0.638	-0.037	0.099	0.579	0.023	-0.034	-0.353
<i>Largest<sub>t-1</sub></i>	24.155	15.262	20.220	32.374	15.932	31.120	-8.219	-3.150**
<i>Foreigner<sub>t-1</sub></i>	2.962	4.821	0.665	3.458	5.796	0.817	-0.496	-0.533
<i>InAge<sub>t-1</sub></i>	3.337	0.236	3.296	3.276	0.267	3.219	0.061	1.404
<i>LossDummy<sub>t-1</sub></i>	0.727	0.451	1.000	0.476	0.501	0.000		
Observations	44			225				

주 1) 이 표에는 상장유지(폐지)가능 여부를 기준으로 주요 변수들의 평균(Mean), 표준편차(S.D), 중앙값(Median)을 제시하였고, 상장유지(폐지)가능 여부를 기준으로 변수들 간의 평균차이검증 결과를 제시하였다.

주 2) 종속변수는 기업가치(*TobinsQ<sub>t+1</sub>*)와 기업가치의 지속성(*TobinsQ<sub>3A</sub>*)이고, 관심변수는 상호변경으로 인한 시장반응(*CAR<sub>+240</sub>*), 상장유지(폐지)(*Delist*) 여부, 그리고 상호작용형인 상장유지가능 기업들의 시장반응(*ListxCAR*)과 상장폐지위기 기업들의 시장반응(*DelistxCAR*)이다.

주 3) *CAR<sub>+240</sub>*는 -240일부터 +240일까지 누적초과수익률을 의미한다. 모든 모형에 통제변수들이 포함되었다.

주 4) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.

없으며, 기업의 전략적 차원에서 봤을 때 상장폐지위기 기업들도 재무적 입장에서 상호변경이라는 이벤트를 통해 주가를 올릴 수 있고, 또한 일정기간 그 효과가 지속될 수 있다는 것이다. 이러한 효과로 인하여 기업은 지속가능성을 위해 주식발행 등을 통해 자금 조달이 원활해질 수 있어 재무적 제약에서 벗어날 수 있으며(Dong et al., 2021), 인수합병에 참여할 가능성이 많으며(Shleifer and Vishny, 2003), 인수합병을 진행할 때 높은 인수를 제시할 수도 있을 것이다(Beckkum et al, 2011). 따라서 상장유

지가능 기업뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들도 상호변경전략을 진행하려는 유인이 될 것이다.

#### 4.3 가설검증 결과

##### 4.3.1 장기시장반응(*CAR<sub>+240</sub>*)과 상호변경 후 기업가치(*TobinsQ*)와의 관계 분석

본 연구는 먼저 기업의 전략적 차원에서 상호변경 전략이 이후 기업의 가치에 미치는 영향을 분석한다.

따라서 상호변경에 따른 시장반응과 기업의 가치(가치지속성)와의 관계를 분석하고자 하며, 상장폐지위기업들의 전략적 의도가 이들의 관계에 있어서 유의미한 차이를 만들어내는 지도 함께 분석하여 그 결과를 제시하고자 한다. 본 절에서는 상호변경 전략에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부 그리고 상호변경 다음 연도 및 상호변경 후 3년 평균 기업가치 및 가치지속성(TobinsQ<sub>t+1</sub>, TobinsQ<sub>3A</sub>)과의 관계를 분석한 결과들을 제시한다. 본 연구의 종속변수는 상호변경 후 기업가치 및 가치지속성의 대용치인 TobinsQ<sub>t+1</sub>와 TobinsQ<sub>3A</sub>이고, 주요 관심변수는 상호변경 공시에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부이다.

〈Table 4〉의 (A)에는 [Model 1]을 중심으로 IT 기업들의 전략적 차원에서의 상호변경에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 상호변경 후 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)와의 유의미한 관계가 있는지(가설 1)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상호변경으로 인한 시장반응과 상호변경 후 기업가치와는 통계적으로 매우 유의미한 양(+)의 관련성이 확인되었다. 구체적으로 [Model 1]에서 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)의 관계값 β는 0.318 (t-stat.=5.203)로 유의수준 0.1%에서 양(+)의 관련성이 확인되었다.<sup>13)</sup> 따라서 본 연구의 결과는 상

호변경전략에 따른 시장반응과 기업가치에는 유의미한 관계가 있을 것(가설 1)이라는 증거로 해석할 수 있다.

〈Table 4〉의 (B)에는 [Model 1]을 중심으로 IT 기업들의 전략적 차원에서의 상호변경에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 상호변경 후 기업의 가치지속성(TobinsQ<sub>3A</sub>)과 유의미한 관계가 있는지(가설 1)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상호변경으로 인한 시장반응이 좋을수록 상호변경 후 기업의 가치지속성(TobinsQ<sub>3A</sub>)과 유의미한 양(+)의 관련성이 확인되었다. 구체적으로 [Model 1]에서 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 기업의 가치지속성(TobinsQ<sub>3A</sub>)의 관계값 β가 0.321(t-stat.=4.927)로 유의수준 0.1%에서 양(+)의 관련성이 확인되었다.<sup>14)</sup> 즉, 상호변경으로 인한 시장반응으로 기업의 이해관계자들은 상호변경 이후 기업가치 예측이 가능해진다. 따라서 본 연구의 이러한 결과는 상호변경 전략에 따른 시장반응과 기업가치(가치지속성)에 유의미한 관계가 있을 것(가설 1)이라는 강력한 증거로 해석될 수 있다. 기업들이 상호변경전략을 추진할 경우 기업가치가 상승한다는 최근의 선행연구의 결과들(Agnihotri and Bhattacharya 2017; Jain and Jain, 2019; Park and Park 2019a, 2019b; Sharma et al., 2020)을 기반으로 하면, 상호변경

13) 투자자의 입장에서 단기 및 중기 시장반응으로 상호변경 전·후 30일(총 61일, CAR<sub>t+30</sub>)과 전·후 120일(총 241일, CAR<sub>t+120</sub>)을 이벤트 기간으로 하여 동일한 모형으로 분석한 결과를 부록 〈Table 2〉 Panel A의 (A)에 제시하였다. 부록 〈Table 2〉 Panel A의 (A)를 살펴보면, 이들의 관계를 나타내는 단기 β값이 0.163(t-stat.=2.789, p<0.01) 및 중기 β값이 0.184(t-stat.=2.952, p<0.01)로 동일한 양(+)의 관계가 존재함을 확인하였다. 즉 상호변경 기업에 투자하는 투자자들의 입장에서 단기 및 중기 시장반응으로도 상호변경 이후 장기 기업가치를 예측할 수 있다고 볼 수 있다. 이러한 결과는 상호변경에 대한 단기 및 중기 주식시장의 효율성을 나타낸다고 볼 수 있다.

14) 투자자의 입장에서 단기 및 중기 시장반응으로 상호변경 전·후 30일(총 61일, CAR<sub>t+30</sub>)과 전·후 120일(총 241일, CAR<sub>t+120</sub>)을 이벤트 기간으로 하여 동일한 모형으로 분석한 결과를 부록 〈Table 2〉 Panel A의 (B)에 제시하였다. 부록 〈Table 2〉 Panel A의 (B)를 살펴보면, 이들의 관계를 나타내는 단기 β값이 0.203(t-stat.=3.299, p<0.001) 및 중기 β값이 0.252(t-stat.=3.876, p<0.001)로 동일한 양(+)의 관계가 존재함을 확인하였다. 즉 상호변경 기업에 투자하는 투자자들의 입장에서 단기 및 중기 시장반응으로도 상호변경 이후 장기 기업가치를 예측할 수 있다고 볼 수 있다. 이러한 결과는 상호변경에 대한 단기 및 중기 주식시장의 효율성을 나타낸다고 볼 수 있다.



<Table 4> TobinsQ를 이용한 가설1(Model 1) 분석결과

Dep. Variable=	TobinsQ <sub>t+1</sub> (A)		TobinsQ <sub>3A</sub> (B)		Max VIFs
	β	t-stat.	β	t-stat.	
CAR <sub>+240</sub>	0.318	5.203***	0.321	4.927***	1.720
Delist	0.026	0.474	0.021	0.354	1.426
Size <sub>t-1</sub>	-0.230	-3.340***	-0.191	-2.642**	2.122
Liquidity <sub>t-1</sub>	0.010	0.150	-0.029	-0.422	1.973
Leverage <sub>t-1</sub>	0.109	1.567	0.102	1.383	2.215
ROA <sub>t-1</sub>	0.080	1.019	-0.018	-0.213	2.866
TobinsQ <sub>t-1</sub>	0.279	4.381***	0.346	5.101***	1.859
CEFForecast	0.185	3.505***	0.114	2.019*	1.282
SalesGrowth <sub>t-1</sub>	0.078	1.389	-0.074	-1.243	1.429
Largest <sub>t-1</sub>	0.023	0.388	0.018	0.293	1.574
Foreigner <sub>t-1</sub>	0.080	1.393	0.034	0.559	1.508
InAge <sub>t-1</sub>	-0.082	-1.422	-0.106	-1.715 <sup>+</sup>	1.532
LossDummy <sub>t-1</sub>	0.042	0.606	-0.026	-0.344	2.253
Year	included		included		
Industry	included		included		
Intercept	2.687	3.608***	2.952	4.111***	
R <sup>2</sup> (Adj.R <sup>2</sup> )	0.532(0.412)		0.506(0.380)		
F-Value	4.411***		4.015***		
Durbin-Watson	1.964		2.059		
Observations	269		269		

주 1) 이 표에는 OLS 회귀분석 방법으로 추정한 국내 IT기업의 상호변경에 의한 시장반응(CAR<sub>+240</sub>)과 기업가치 및 가치지속성 (TobinsQ<sub>t+1</sub>, TobinsQ<sub>3A</sub>)과의 관계를 검증한 결과들을 제시하였다. 종속변수는 상호변경 다음 연도의 TobinsQ<sub>t+1</sub>, 상호변경 후 3년 단순평균 TobinsQ<sub>3A</sub>값이고, 관심변수는 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>+240</sub>)과, 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부이다. 이들의 관계를 분석하기 위해 모든 연구모형들에는 연도효과와 산업효과를 포함하여 통제변수들이 포함되었다.

주 2) 모형적합도(F-Value)는 모두 유의(p < 0.001)하였으며, 모형별로 다중공선성(VIFs ≤ 10)과 잔차항의 자기상관관계(Durbin-Watson = 2)는 존재하지 않았다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.

전략은 IT기업들의 시장가치를 상승시킬 것이고, 본 연구의 분석결과(가설1)에 따라 상호변경으로 인하여 IT기업의 시장반응이 좋다면, 이는 상호변경 이후에도 지속적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 예측해 볼 수 있다.

<Table 5>의 (A)에는 [Model 2]를 중심으로 상호변경전략에 따른 시장반응(CAR<sub>+240</sub>)과 기업가치

(TobinsQ<sub>t+1</sub>)와의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과 상호변경전략에 따른 시장반응(CAR<sub>+240</sub>)과 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)와의 관계는 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 존재하였다. 구체적으로 우선 상장유지가능 기업들(List)의 경우에는 시장반응

(Table 5) TobinsQ를 이용한 가설2(Model 2) 분석결과

Dep. Variable=	TobinsQ <sub>t+1</sub> (A)		TobinsQ <sub>3A</sub> (B)		Max VIFs
	β	t-stat.	β	t-stat.	
ListxCAR <sub>+240</sub>	0.327	5.459***	0.277	4.330***	1.653
DelistxCAR <sub>+240</sub>	0.058	1.099	0.163	2.879**	1.285
Delist	0.034	0.610	0.018	0.309	1.437
Controls	included		included		
Intercept	2.607	3.508***	2.970	4.123***	
R <sup>2</sup> (Adj.R <sup>2</sup> )	0.538(0.417)		0.507(0.378)		
F-Value	4.417***		3.928***		
Durbin-Watson	1.962		2.060		
Observations	269		269		

주 1) 이 표에는 OLS 회귀분석 방법으로 추정한 국내 IT기업의 상호변경에 의한 시장반응(CAR<sub>+240</sub>)과 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>, TobinsQ<sub>3A</sub>)와의 관계를 검증한 결과를 제시하였다. 종속변수는 상호변경 다음 연도의 TobinsQ<sub>t+1</sub>, 상호변경 후 3년 단순평균 TobinsQ<sub>3A</sub> 값이고, 관심변수는 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>+240</sub>)의 교호항인 ListxCAR<sub>+240</sub>와 DelistxCAR<sub>+240</sub>이다. 이들의 관계를 분석하기 위해 모든 연구모형들에는 연도효과와 산업효과를 포함하여 통제변수들이 포함되었다.

주 2) 모형적합도(F-Value)는 모두 유의(p < 0.001)하였으며, 모형별로 다중공선성(VIFs ≤ 10)과 잔차항의 자기상관관계(Durbin-Watson = 2)는 존재하지 않았다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.

(CAR<sub>+240</sub>)과 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)의 관계값 β가 0.327(t-stat. = 5.459)으로 유의수준 0.1%에서 양(+)의 관련성을 보였다. 반면, 상장폐지위기 기업들(Delist)의 경우에는 시장반응(CAR<sub>+240</sub>)과 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)의 관계값 β가 0.058(t-stat. = 1.099)으로 양(+)의 관련성을 보이나 유의하지는 않았다.<sup>15)</sup> 따라서 본 연구의 이러한 결과는 상호변경전략에 따른 시장반응(CAR<sub>+240</sub>)과 상호변경 후 다음 연도의 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)와의 관계는 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이

가 있는 것으로 해석할 수 있으며, 이는 본 연구의 가설 2를 지지한다고 해석할 수 있다.

(Table 5)의 (B)에는 [Model 2]를 중심으로 상호변경전략에 따른 시장반응(CAR<sub>+240</sub>)과 기업의 가치지속성(TobinsQ<sub>3A</sub>)와의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상장유지가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들의 경우에도 시장반응이 좋으면 장기적으로 기업가치(가치지속성)가 좋은 것으로 나타났다. 상장유지가

15) 투자자의 입장에서 단기 및 중기 시장반응으로 상호변경 전·후 30일(총 61일, CAR<sub>+30</sub>)과 전·후 120일(총 241일, CAR<sub>+120</sub>)을 이벤트 기간으로 하여 동일한 모형으로 분석한 결과를 부록 (Table 2) Panel B의 (A)에 제시하였다. 부록 (Table 2) Panel B의 (A)를 살펴보면, 단기적 및 중기적 측면에서 각각 상장유지가능 기업들의 경우 이들의 관계를 나타내는 β값들이 각각 0.158(t-stat = 2.706, p < 0.01), 0.207(t-stat = 3.300, p < 0.001)로 동일한 양(+)의 관계가 존재함을 확인하였다. 반면, 단기적 및 중기적 측면에서 각각 상장폐지가능 기업들의 경우 이들의 관계를 나타내는 β값들이 각각 0.048(t-stat = 0.911), 0.015(t-stat = 0.266)로 동일한 양(+)의 관계가 있는 것으로 보이나 그 값들은 통계적으로 유의하지 않았다. 이러한 결과는 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 상호변경에 대한 단기 및 중기 주식시장의 효율성을 나타낸다고 볼 수 있다.

능 기업들(List)의 경우에는 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업의 가치지속성(Tobins $Q_{3A}$ ) 관계값  $\beta$ 가 0.277 ( $t\text{-stat.}=4.330$ )로 유의수준 0.1%에서 양(+)의 관련성이 나타났다.<sup>16)</sup> 즉 상호변경으로 인한 시장반응으로도 투자자들은 이후 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 예측 가능할 것이다. 또한, 상장폐지위기 기업들(Delist)의 경우에도 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업의 가치지속성(Tobins $Q_{3A}$ ) 관계값  $\beta$ 가 0.163 ( $t\text{-stat.}=2.879$ )로 유의수준 1%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. 상장폐지위기 기업들의 경우에는 상호변경 다음 해에는 양(+)의 관계를 보이기는 하였으나, 그 값이 유의미하지 않았고, 3년 평균으로 효과를 분석하였을 때 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 이는 상호변경에 따른 효과가 상장유지가 가능 기업들에 비하여 상대적으로 늦게 나타나는 것으로 판단된다. 따라서 장기적인 측면에서 봤을 때 상호변경으로 인한 기업의 가치는 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 차이가 있다고 볼 수 없다. 상장폐지위기 기업들일지라도 시장반응이 긍정적이라면 장기적인 측면에서 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다는 것이고, 이는 상장폐지위기에 몰린 기업들이라고 하

더라도 상호변경 직후년도에는 그 효과가 미비하더라도, 상호변경 공시에 따른 시장반응에 따라서 즉 기업이 전략적 차원에서 어떤 의지로 상호변경 공시를 했느냐에 따라 장기적 측면에서 기업가치에는 다른 영향을 줄 수 있다는 것이다. 이러한 효과로 인하여 기업은 지속가능성을 위해 주식발행 등을 통해 자금 조달이 원활해질 수 있어 재무적 제약에서 벗어날 수 있으며(Dong et al., 2021), 이후 인수합병에 참여할 가능성이 많으며(Shleifer and Vishny, 2003), 인수합병을 진행할 때 높은 인수가를 제시할 수도 있을 것이다(Beckkum et al, 2011). 따라서 상장유지가 가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들도 상호변경전략을 진행하려는 유인이 될 것이다. 이러한 결과들을 정리해보면, 상호변경에 따른 시장반응은 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 기업가치(가치지속성)에 다르게 영향을 미친다고 볼 수 없다. 따라서 이러한 본 연구의 결과는 상호변경전략에 따른 시장반응과 기업의 가치지속성와의 관계가 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 유의미한 차이가 있을 것이라는 연구 가설 2를 기각한다.<sup>17)</sup>

추가적으로, 상호변경 전략으로 인하여 상장유지

16) 투자자의 입장에서 단기 및 중기 시장반응으로 상호변경 전·후 30일(총 61일,  $CAR_{+30}$ )과 전·후 120일(총 241일,  $CAR_{+120}$ )을 이벤트 기간으로 하여 동일한 모형으로 분석한 결과를 부록 <Table 2> Panel B의 (B)에 제시하였다. 부록 <Table 2> Panel B의 (A)를 살펴보면, 단기적 및 중기적 측면에서 각각 상장유지가 가능 기업들의 경우 이들의 관계를 나타내는  $\beta$ 값들이 각각 0.184( $t\text{-stat}=2.986$ ,  $p < 0.01$ ), 0.222( $t\text{-stat}=3.456$ ,  $p < 0.001$ )로 동일한 양(+)의 관계가 존재함을 확인하였다. 반면, 단기적 및 중기적 측면에서 각각 상장폐지가 가능 기업들의 경우 이들의 관계를 나타내는  $\beta$ 값들이 각각 0.087( $t\text{-stat}=1.569$ ), 0.089( $t\text{-stat}=1.553$ )로 동일한 양(+)의 관계가 있는 것으로 보이나 그 값들은 통계적으로 유의하지 않았다. 이러한 결과는 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 상호변경에 대한 단기 및 중기 주식시장의 효율성을 나타낸다고 볼 수 있다.

17) 본 연구의 심사과정을 통해 심사자께서 제시해주신 의견을 반영하여 연구모형의 상장유지(폐지)여부(Delist)에 대한 조절변수로서의 역할에 대한 분석들을 추가로 진행하였으며, 그 결과들을 본 연구의 부록 <Table 4>와 부록 <Table 5>에 제시하였다. 부록 <Table 4>는 위계적 회귀분석을 통해 조절효과와 존재 여부를 그리고 부록 <Table 5>에는 상장유지(폐지)가능여부(Delist)에 따라 그룹별로 각각 회귀분석을 진행하여 회귀계수에 대한 차이검증을 진행하였다. 부록 <Table 4> Panel A의 종속변수 Tobins $Q$ 에 대한 분석결과들을 보면, 상장폐지가 가능여부(Delist)는 독립변수로서의 역할만 할 뿐, 조절변수로서의 역할은 하지 못한다고 볼 수 있다. 이 결과는 상장폐지가 가능여부와 상호변경에 따른 시장반응간에 상호작용효과가 없다는 것을 의미한다. 즉, 상호변경에 대한 시장반응은 이후 기업가치 및 기업가치 지속성에 영향을 미치지만, 상장폐지가 가능여부는 이들의 관계에 영향을 미치지 않는다고 해석될 수 있다. 부록 <Table 5> Panel A의 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업의 기업가치(Tobins $Q_{t+1}$ )와 가치지속성(Tobins $Q_{3A}$ )의 관계를 나타내는 회귀계수( $\beta$ )에 대한 차이검증을 진행한 결과들( $Z\text{-stat}$ ,  $T\text{-stat}$ )을 보면, 유의수준 5%에서 모두 차이가 없는 것으로 나타났다. 즉 상호변경에 대한 시장반응과 기업가치 및 가치지속성의 관계에 있어서 상장폐지가 가능여부에 따른 차이가 존재한다고 보기 어렵다. 이러한 과정을 통해 본 연구의 강건성을 더욱 확보할 수 있었다. 관련하여 조언을 주신 심사자님께 감사의 드린다.

(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 상호변경 후 기업의 가치에 유의미한 차이가 존재하는지를 알아보기 위하여 분석결과를 <Table 4>와 <Table 5>에 제시하였다. 분석결과, 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 상호변경 후 기업가치에 유의미한 차이가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 구체적으로 <Table 4>의 A를 보면, 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와 기업가치( $TobinsQ_{t+1}$ )의 관계값  $\beta$ 가 0.026( $t$ -stat. = 0.474)으로 양(+ )의 관계를 나타냈으나 유의하지는 않았다. 이들의 관계는 <Table 4>의 B( $\beta=0.021$ ,  $t$ -stat. = 0.354), <Table 5>의 A( $\beta=0.034$ ,  $t$ -stat. = 0.610), B( $\beta=0.018$ ,  $t$ -stat. = 0.309)에서도 동일하였다. 다만 이러한 결과는 상호변경에 대한 시장의 비효율성으로 판단될 수도 있을 것이나, 국내 IT기업들의 전략적 차원에서 상호변경이라는 전략이 투자자들에게 혹은 주식시장에서는 이들 기업들이 지속가능하기 위한 필사적인 노력의 일환으로 받아들여지고 있는 것으로 해석할 수도 있다. 따라서 상호변경으로 인한 기업의 가치는 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 차이가 있다고 볼 수 없으며, 기업의 전략적 차원에서 봤을 때 상장폐지위기에 있는 기업들도 재무적 입장에서 상호변경이라는 이벤트를 통해 주가를 올릴 수 있고, 또한 일정기간동안 그 효과가 지속될 수 있다는 것이다. 이러한 효과를 기반으로 기업들은 지속가능성을 위하여 주식발행 등을 통해 자금조달이 원활해질 수 있어서 현재의 재무적 제약에서 벗어날 수 있으며(Dong et al., 2021), 인수합병에 참여할 가능성이 많고(Shleifer and Vishny, 2003), 이러한 조건에서 인수합병을 진행하게 되면 높은 인수를 제시할 수도 있을 것이다(Beckkum et al, 2011). 따라서 상장유지가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들도 상호변경전략을 진행하려는 유인이 될 것이다.

#### 4.3.2 장기시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업가치(TobinsQ)의 관계에 대한 강건성 분석

이상의 연구결과를 정리해보면 상호변경전략으로 인하여 시장반응이 좋다면, 이후 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 그 효과는 지속적인 것으로 나타났다. 그리고, 이러한 효과는 상장유지기업에만 해당하는 것이 아니며, 장기적으로 볼 때 상장폐지위기 기업에게도 동일하게 나타나고 있었다. 이러한 본 연구의 결과들을 강건히 하기 위하여 강건성 검사(Robustness check)를 진행하였다. <Table 6>에는 [Model 1]과 [Model 2]를 대상으로 강건성 분석을 한 결과를 제시하였다. 먼저 <Table 6>에는 [Model 1]을 중심으로 IT기업들의 전략적 차원에서의 상호변경에 따른 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 상호변경 후 기업가치 및 가치지속성( $TobinsQ_{t+1}$ ,  $TobinsQ_{3A}$ )과의 유의미한 관계가 있는지(가설 1)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상호변경으로 인한 시장반응과 상호변경 후 기업가치 및 가치지속성과는 통계적으로 매우 유의미한 양(+ )의 관련성이 확인되었다. 구체적으로 [Model 1]의 A를 살펴보면, 상호변경으로 인한 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업가치( $TobinsQ_{t+1}$ )의 관계값  $\beta$ 는 0.292( $t$ -stat. = 3.670)로 유의수준 0.1%에서 양(+ )의 관련성이 확인되었다. [Model 1]의 B를 살펴보면, 상호변경으로 인한 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업가치지속성( $TobinsQ_{3A}$ )의 관계값  $\beta$ 는 0.285( $t$ -stat. = 3.340)로 유의수준 0.1%에서 양(+ )의 관련성이 확인되었다. 즉, 강건성 분석결과에서도 IT기업들의 전략적 차원에서의 상호변경에 따른 시장반응과 상호변경 후 기업의 가치 및 가치지속성과 유의미한 관계가 있다(가설 1)는 것을 확인할 수 있었다. 따라서 본 연구의 결과들은 상호변경전략에 따른 시장반응과 기업가치(가치

지속성)에는 유의미한 관계가 있을 것(가설 1)이라는 것을 강력히 지지한다.

〈Table 6〉에는 [Model 2]를 중심으로 상호변경 전략에 따른 시장반응과 기업가치와의 관계가 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상장유지가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들의 경우에도 상호변경전략에 따른 시장반응이 좋으면 장기적으로 기업가치 및 가치 지속성이 좋은 것으로 나타났다.

〈Table 6〉의 A에는 [Model 2]를 중심으로 상호변경전략에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)와의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상호변경전략에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)

와의 관계는 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 존재하였다. 구체적으로 우선 상장유지가능 기업들(List)의 경우에는 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)의 관계값 β가 0.312(t-stat.=3.820)로 유의수준 0.1%에서 양(+)의 관련성을 보였다. 반면, 상장폐지위기 기업들(Delist)의 경우에는 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)의 관계값 β가 0.025(t-stat.=0.520)으로 양(+)의 관련성을 보이거나 유의하지는 않았다. 따라서 본 연구의 이러한 결과는 상호변경전략에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 상호변경 후 다음 연도의 기업가치(TobinsQ<sub>t+1</sub>)와의 관계는 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있는 것으로 해석할 수 있으며, 이는 본 연구의 가설 2를 강력히 지지한다고 볼 수 있다.

〈Table 6〉의 B에는 [Model 2]를 중심으로 상호

〈Table 6〉 TobinsQ를 이용한 가설1(Model 1)과 가설2(Model 2)의 강건성 분석

Robust Dep. Variable =	[Model 1]				[Model2]			
	TobinsQ <sub>t+1</sub> (A)		TobinsQ <sub>3A</sub> (B)		TobinsQ <sub>t+1</sub> (A)		TobinsQ <sub>3A</sub> (B)	
	β	t-stat.	β	t-stat.	β	t-stat.	β	t-stat.
CAR <sub>t+240</sub>	0.292	3.670***	0.285	3.340***	0.312	3.820***	0.256	2.950**
ListxCAR <sub>t+240</sub>					0.025	0.520	0.126	2.070*
DelistxCAR <sub>t+240</sub>					-0.032	-0.620	-0.045	-0.730
Delist	-0.040	-0.760	-0.045	-0.710				
Controls	included		included		included		included	
Intercept	3.562	4.920**	3.679	5.730***	3.450	4.770***	3.681	5.710***
R <sup>2</sup>	0.532		0.506		0.538		0.507	
F-Value	5.130***		5.730***		4.810***		5.400***	
Observations	269		269		269		269	

주 1) 이 표에는 본 연구의 가설들(Model 1 & Model 2)을 Robustness check를 한 결과를 제시하였다. 종속변수는 상호변경 다음 연도의 TobinsQ<sub>t+1</sub>, 상호변경 후 3년 단순평균 TobinsQ<sub>3A</sub> 값이고, 관심변수는 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>), 그리고 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)의 교호항인 ListxCAR<sub>t+240</sub>와 DelistxCAR<sub>t+240</sub>이다. 이들의 관계를 분석하기 위해 모든 연구모형들에는 연도효과와 산업효과를 포함하여 통제변수들이 포함되었다.

주 2) 모형적합도(F-Value)는 모두 유의(p < 0.001)하였으며, 모형별로 다중공선성(VIFs ≤ 10)과 잔차항의 자기상관관계(Durbin-Watson = 2)는 존재하지 않았다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.



변경전략에 따른 시장반응( $CAR_{t+240}$ )과 기업의 가치지속성( $TobinsQ_{3A}$ )와의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상장유지가 가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들의 경우에도 시장반응이 좋으면 장기적으로 기업가치(가치지속성)가 좋은 것으로 나타났다. 상장유지가능 기업들(List)의 경우에는 시장반응( $CAR_{t+240}$ )과 기업의 가치지속성( $TobinsQ_{3A}$ ) 관계값  $\beta$ 가 0.256( $t$ -stat. = 2.950)로 유의수준 0.1%에서 양(+ )의 관련성이 나타났다. 즉 상호변경으로 인한 시장반응으로도 투자자들은 이후 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 예측 가능할 것이다. 또한, 상장폐지위기 기업들(Delist)의 경우에도 시장반응( $CAR_{t+240}$ )과 기업의 가치지속성( $TobinsQ_{3A}$ ) 관계값  $\beta$ 가 0.126( $t$ -stat. = 2.070)로 유의수준 5%에서 양(+ )의 관련성이 나타났다. 즉, 강건성 분석결과에서도 상장폐지위기 기업들의 경우에는 상호변경 다음 해에는 양(+ )의 관계를 보이기는 하였으나, 그 값이 유의미하지 않았고, 3년 평균으로 효과를 분석하였을 때 양(+ )의 관계를 나타내고 있다. 이에본 연구의 결과는 상호변경 전략에 따른 시장반응과 기업의 가치지속성와의 관계가 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 유의미한 차이가 있을 것이라는 연구 가설 2를 기각한다.

추가적으로, 상호변경 전략으로 인해 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 상호변경 후 기업의 가치에 유의미한 차이가 존재하는지를 알아보기 위하여 분석결과를 <Table 6>에 제시하였다. 분석결과, 강건성 분석결과에서도 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 상호변경 후 기업가치에 유의미한 차이가 존재하지 않는 것으로 나타났다. <Table 6>의 [Model 1]

의 A를 보면, 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와 기업가치( $TobinsQ_{t+1}$ )의 관계값  $\beta$ 가 -0.040( $t$ -stat. = -0.076)으로 음(-)의 관계를 나타냈으나 유의하지는 않았다. 이들의 관계는 <Table 6>의 [Model 1]의  $B(\beta = -0.045, t\text{-stat.} = -0.070)$ , <Table 6>의 [Model 2]의  $A(\beta = -0.032, t\text{-stat.} = -0.620)$ ,  $B(\beta = -0.045, t\text{-stat.} = -0.073)$ 에서도 동일하였다.

#### 4.4 추가분석 결과

##### 4.4.1 장기시장반응( $CAR_{t+240}$ )과 상호변경 후 기업가치(ROA)와의 관계 분석

기업의 전략적 차원에서 상호변경전략이 재무적 측면에서의 기업가치에 미치는 영향을 추가하여 분석해볼 필요가 있다. 따라서 본 연구에서는 종속변수를 ROA로 정의하고 추가분석을 진행한다. 따라서 시장반응( $CAR_{t+240}$ )과 상호변경 후 재무적 측면에서의 기업가치 및 가치지속성( $ROA_{t+1}$ ,  $ROA_{3A}$ )의 변화와의 관계를 분석하고자 하며, 상장폐지의 위기에 있는 기업들의 전략적 의도가 이들의 관계에 있어서 유의미한 관계를 만들어내는 지도 함께 분석하여 그 결과를 제시하고자 한다. 본 절에서는 상호변경 전략에 따른 시장반응( $CAR_{t+240}$ )과 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부 그리고 재무적 측면에서 상호변경 다음 연도 및 상호변경 후 3년 평균 기업가치( $ROA_{t+1}$ ,  $ROA_{3A}$ )와의 관계를 분석한 결과들을 제시한다.<sup>18)</sup> 본 연구의 종속변수는 상호변경 후 기업가치 및 가치지속성의 대용치인  $ROA_{t+1}$ 와  $ROA_{3A}$ 이고, 주요 관심 변수는 상호변경 공시에 따른 시장반응( $CAR_{t+240}$ )과 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부이다.

18) 부록 <Table 3>에 변수들의 기술통계량 및 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 차이분석 결과를 제시하였다.

〈Table 7〉 ROA를 이용한 가설1(Model 1) 분석결과

Dep. Variable =	ROA <sub>t+1</sub> (A)		ROA <sub>3A</sub> (B)		Max VIFs
	$\beta$	t-stat.	$\beta$	t-stat.	
<i>CAR<sub>+240</sub></i>	0.211	3.844***	0.224	3.677***	1.720
<i>Delist</i>	-0.236	-4.761***	-0.231	-4.170***	1.426
Controls	included		included		
Intercept	-0.332	-2.971**	-0.270	-2.767**	
R <sup>2</sup> (Adj. R <sup>2</sup> )	0.625(0.528)		0.569(0.459)		
F-Value	6.446***		5.170***		
Durbin-Watson	1.958		2.016		
Observations	269		269		

주 1) 이 표에는 OLS 회귀분석 방법으로 추정된 국내 IT기업의 상호변경에 의한 시장반응(*CAR<sub>+240</sub>*)과 기업가치(*ROA<sub>t+1</sub>*)와의 관계를 검증한 결과를 제시하였다. 이때, ROA는 당기 영업이익을 당기 총자산으로 나눈 값이다. 종속변수는 상호변경 다음 연도의 *ROA<sub>t+1</sub>* 값이고, 관심변수는 상호변경으로 인한 시장반응(*CAR<sub>+240</sub>*)과, 상장유지(폐지)위기(*Delist*) 여부이다. 이들의 관계를 분석하기 위해 모든 모형에 통제변수들이 포함되었다.

주 2) 모형적합도(F-Value)는 모두 유의( $p < 0.001$ )하였으며, 모형별로 다중공선성( $VIFs \leq 10$ )과 잔차항의 자기상관관계(Durbin-Watson=2)는 존재하지 않았다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.

〈Table 7〉의 A에는 [Model 1]을 중심으로 IT기업들의 전략적 차원에서의 상호변경에 따른 시장반응(*CAR<sub>+240</sub>*)과 상호변경 후 재무적 측면에서의 기업가치(*ROA<sub>t+1</sub>*)와 유의미한 관계가 있는지(가설 1)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상호변경으로 인한 시장반응과 상호변경 후 기업가치와는 통계적으로 매우 유의미한 양(+)의 관련성이 확인되었다. 구체적으로 [Model 1]에서 상호변경으로 인한 시장반응(*CAR<sub>+240</sub>*)과 재무적 측면에서의 기업가치(*ROA<sub>t+1</sub>*)의 관계값  $\beta$ 는 0.211(t-stat. = 3.844)로 유의수준 0.1%에서 양(+)의 관련성이 확인되었다. 따라서 본 연구의 결과는 상호변경전략에 따른 시장반응과 재무적 측면에서의 기업가치에는 유의미한 관계가 있을 것(가설 1)이라는 증거로 해석할 수 있다.

〈Table 7〉의 B에는 [Model 1]을 중심으로 IT기업들의 전략적 차원에서의 상호변경에 따른 시장반

응(*CAR<sub>+240</sub>*)과 상호변경 후 재무적 측면에서의 기업의 가치지속성(*ROA<sub>3A</sub>*)과 유의미한 관계가 있는지(가설 1)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상호변경으로 인한 시장반응이 좋을수록 상호변경 후 기업의 재무적 측면에서의 가치지속성(*ROA<sub>3A</sub>*)과 유의미한 양(+)의 관련성이 확인되었다. 구체적으로 [Model 1]에서 상호변경으로 인한 시장반응(*CAR<sub>+240</sub>*)과 기업의 재무적 측면에서의 가치지속성(*ROA<sub>3A</sub>*)의 관계값  $\beta$ 가 0.224(t-stat. = 3.677)로 유의수준 0.1%에서 양(+)의 관련성이 확인되었다. 즉, 상호변경으로 인한 시장반응으로 기업의 이해관계자들은 상호변경 이후 기업가치 예측이 가능해진다. 따라서 본 연구의 이러한 결과는 상호변경 전략에 따른 시장반응과 기업가치(가치지속성)에 유의미한 관계가 있을 것(가설 1)이라는 강력한 증거로 해석될 수 있다. 기업들이 상호변경전략을 추진할 경우 기업가치가 상승한다는 최근의 선행연구의 결

과들(Agnihotri and Bhattacharya 2017; Jain and Jain, 2019; Park and Park 2019a, 2019b; Sharma et al., 2020)을 기반으로 하면, 상호변경 전략은 IT기업들의 시장가치를 상승시킬 것이고, 본 연구의 분석결과(가설1)에 따라 상호변경으로 인하여 IT기업의 시장반응이 좋다면, 이는 상호변경 이후에도 지속적으로 재무적 측면에서의 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 예측해 볼 수 있다.

〈Table 8〉에는 [Model 2]를 중심으로 상호변경 전략에 따른 시장반응과 재무적 측면에서의 기업가치 및 가치지속성과의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상장유지가 가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들의 경우에도 시장반응이 좋으면 재무적 측면에서의 기업가치 및 기업의 가치지속성이 좋은 것으로 나타났다.

먼저 〈Table 8〉의 (A)에는 [Model 2]를 중심으로 상호변경전략에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 재무적 측면에서의 기업가치(ROA<sub>t+1</sub>)와의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 재무적 측면에서의 기업가치(ROA<sub>t+1</sub>)와의 관계는 유의미한 차이가 존재하지 않았다. 구체적으로 우선 상장유지가 가능 기업들(List)의 경우에는 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 재무적 측면에서의 기업가치(ROA<sub>t+1</sub>)의 관계값 β가 0.191(t-stat. = 3.538)으로 유의수준 0.1%에서 양(+)의 관련성을 보였다. 상장폐지위기 기업들(Delist)의 경우에는 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 재무적 측면에서의 기업가치(ROA<sub>t+1</sub>)의 관계값 β가 0.089(t-stat. = 1.863)으로 유의수준 10%에서 양(+)의 관련성을 보였다.

〈Table 8〉 ROA를 이용한 가설2(Model 2) 분석결과

Dep. Variable =	ROA <sub>t+1</sub> (A)		ROA <sub>3A</sub> (B)		Max VIFs
	β	t-stat.	β	t-stat.	
ListxCAR <sub>t+240</sub>	0.191	3.538***	0.202	3.370***	1.653
DelistxCAR <sub>t+240</sub>	0.089	1.863 <sup>+</sup>	0.097	1.837 <sup>+</sup>	1.285
Delist	-0.236	-4.733***	-0.231	-4.144***	1.437
Controls	included		included		
Intercept	-0.333	-2.959**	-0.269	-2.756**	
R <sup>2</sup> (Adj. R <sup>2</sup> )	0.625(0.526)		0.569(0.456)		
F-Value	6.302***		5.045***		
Durbin-Watson	1.958		2.016		
Observations	269		269		

주 1) 이 표에는 OLS 회귀분석 방법으로 추정된 국내 IT기업의 상호변경에 의한 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 재무적 측면에서의 기업가치(ROA<sub>t+1</sub>, ROA<sub>3A</sub>)와의 관계를 검증한 결과를 제시하였다. 종속변수는 상호변경 다음 연도의 ROA<sub>t+1</sub>, 상호변경 후 3년 단 순평균 ROA<sub>3A</sub>값이고, 관심변수는 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)의 교호항인 ListxCAR<sub>t+240</sub>와 DelistxCAR<sub>t+240</sub>이다. 이들의 관계를 분석하기 위해 모든 연구모형들에는 연도효과와 산업효과를 포함하여 통제변수들이 포함되었다.

주 2) 모형적합도(F-Value)는 모두 유의(p < 0.001)하였으며, 모형별로 다중공선성(VIFs ≤ 10)과 잔차항의 자기상관관계(Durbin-Watson ≈ 2)는 존재하지 않았다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.

따라서 본 연구의 이러한 결과는 상호변경전략에 따른 시장반응과 재무적 측면에서의 기업가치와의 관계에서 유의미한 차이가 있는 것으로 해석할 수 없으며, 이는 본 연구의 가설 2를 기각한다.

〈Table 8〉의 (B)에는 [Model 2]를 중심으로 상호변경전략에 따른 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 재무적 측면에서의 기업의 가치지속성( $ROA_{3A}$ )와의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상장유지가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들의 경우에도 시장반응이 좋으면 장기적으로 재무적 측면에서의 가치지속성이 좋은 것으로 나타났다. 상장유지가능 기업들(List)의 경우에는 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업의 재무적 측면에서의 가치지속성( $ROA_{3A}$ ) 관계값  $\beta$ 가 0.202( $t$ -stat. = 3.370)로 유의수준 0.1%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. 즉 상호변경으로 인한 시장반응으로도 투자자들은 이후 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 예측 가능할 것이다. 또한, 상장폐지위기 기업들(Delist)의 경우에도 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업의 가치지속성( $ROA_{3A}$ ) 관계값  $\beta$ 가 0.097( $t$ -stat. = 1.837)로 유의수준 10%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. 따라서 이러한 본 연구의 결과는 상호변경전략에 따른 시장반응과 재무적 측면에서의 기업의 가치지속성과의 관계에서 유의미한 차이가 있는 것

으로 해석할 수 없으며, 이는 본 연구의 가설 2를 기각한다.<sup>19)</sup>

추가적으로, 상호변경 전략으로 인하여 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 상호변경 후 재무적 측면에서의 기업가치(ROA)에 유의미한 차이가 존재하는지를 알아보기 위하여 분석결과를 〈Table 7〉와 〈Table 8〉에 제시하였다. 분석결과, 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 상호변경 후 기업가치에 유의미한 음(-) 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 구체적으로 〈Table 7〉의 A를 보면, 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와 기업가치( $ROA_{t+1}$ )의 관계값  $\beta$ 가 -0.236( $t$ -stat. = -4.761,  $p < 0.001$ )으로 음(-)의 관계를 나타냈다. 이들의 관계는 〈Table 7〉의 B( $\beta = -0.231$ ,  $t$ -stat. = -4.170,  $p < 0.001$ ), 〈Table 8〉의 A( $\beta = -0.236$ ,  $t$ -stat. = -4.733,  $p < 0.001$ ), B( $\beta = -0.231$ ,  $t$ -stat. = -4.144,  $p < 0.001$ )에서도 동일하였다.

#### 4.4.2 장기시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업가치(ROA)의 관계에 대한 강건성 분석

이상의 연구결과를 정리해보면 상호변경전략으로 인하여 시장반응이 좋다면, 이후 재무적 측면에서의 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 그 효과는 지속적인 것으로 나타났다. 그리고, 이러한 효과는 상

19) 본 연구의 심사과정을 통해 심사자께서 제시해주신 의견을 반영하여 연구모형의 상장유지(폐지)여부(Delist)에 대한 조절변수로서의 역할에 대한 분석들을 추가로 진행하였으며, 그 결과들을 본 연구의 부록 〈Table 4〉와 부록 〈Table 5〉에 제시하였다. 부록 〈Table 4〉는 위계적 회귀분석을 통해 조절효과의 존재 여부를 그리고 부록 〈Table 5〉에는 상장유지(폐지)가능여부(Delist)에 따라 그룹별로 각각 회귀분석을 진행하여 회귀계수에 대한 차이검증을 진행하였다. 부록 〈Table 4〉 Panel B의 종속변수 ROA에 대한 분석결과들을 보면, 상장유지(폐지)가능여부(Delist)는 독립변수로서의 역할만 할 뿐 조절변수로서의 역할은 하지 못한다고 볼 수 있다. 이 결과는 상장유지(폐지)가능여부(Delist)와 상호변경에 따른 시장반응 간에 상호작용효과가 없다는 것을 의미한다. 즉, 상호변경에 대한 시장반응은 이후 기업의 재무적가치 및 그 지속성에 영향을 미치지만, 상장유지(폐지)가능여부(Delist)는 이들의 관계에 영향을 미치지 않는다고 해석될 수 있다. 부록 〈Table 5〉 Panel B의 시장반응( $CAR_{+240}$ )과 기업의 재무적 가치( $ROA_{t+1}$ )와 가치지속성( $ROA_{3A}$ )의 관계를 나타내는 회귀계수( $\beta$ )에 대한 차이검증을 진행한 결과들(Z-stat, T-stat.)을 보면, 유의수준 5%에서 모두 차이가 없는 것으로 나타났다. 즉 상호변경에 대한 시장반응과 기업의 재무적 가치 및 가치지속성의 관계에 있어서 상장유지(폐지)가능여부(Delist)에 따른 차이가 존재한다고 보기 어렵다.

장유지기업에만 해당하는 것이 아니며, 장기적으로 볼 때 상장폐지위기 기업에게도 동일하게 나타나고 있었다. 이러한 본 연구의 결과들을 강건히 하기 위하여 강건성 검사(Robustness check)를 진행하였다. <Table 9>에는 [Model 1]과 [Model 2]를 대상으로 강건성 분석을 한 결과를 제시하였다.

먼저 <Table 9>에는 [Model 1]을 중심으로 IT 기업들의 전략적 차원에서의 상호변경에 따른 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 상호변경 후 재무적 측면에서의 기업가치 및 가치지속성(ROA<sub>t+1</sub>, ROA<sub>3A</sub>)과의 유의미한 관계가 있는지(가설 1)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상호변경으로 인한 시장반응과 상호변경 후 기업가치 및 가치지속성과는 통계적으로 매우 유의미한 양(+)의 관련성이 확인되었다. 구체적으로 [Model 1]의 (A)를 살펴보면, 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 재무적 측면에서 기

업가치(ROA<sub>t+1</sub>)의 관계값 β는 0.136(t-stat. = 1.990)으로 유의수준 5%에서 양(+)의 관련성이 확인되었다. [Model 1]의 (B)를 살펴보면, 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)과 재무적 측면에서 기업가치지속성(ROA<sub>3A</sub>)의 관계값 β는 0.177(t-stat. = 2.640)로 유의수준 1%에서 양(+)의 관련성이 확인되었다. 즉 강건성 분석결과에서도 IT 기업들의 전략적 차원에서의 상호변경에 따른 시장반응과 상호변경 후 재무적 측면에서의 기업가치 및 가치지속성과 유의미한 관계가 있다(가설 1)는 것을 확인할 수 있었다. 따라서 본 연구의 결과들은 상호변경전략에 따른 시장반응과 재무적 측면에서 기업가치(가치지속성)에는 유의미한 관계가 있을 것(가설 1)이라는 것을 강력히 지지한다.

<Table 9>에는 [Model 2]를 중심으로 호변경전략에 따른 시장반응과 재무적 측면에서의 기업가치

<Table 9> ROA를 이용한 가설1(Model 1)과 가설2(Model 2)의 강건성 분석

Dep. Variable =	[Model 1]				[Model 2]			
	ROA <sub>t+1</sub> (A)		ROA <sub>3A</sub> (B)		ROA <sub>t+1</sub> (A)		ROA <sub>3A</sub> (B)	
	β	t-stat.	β	t-stat.	β	t-stat.	β	t-stat.
CAR <sub>t+240</sub>	0.136	1.990*	0.177	2.640**				
ListxCAR <sub>t+240</sub>					0.153	2.280*	0.161	2.370*
DelistxCAR <sub>t+240</sub>					0.067	1.320	0.089	1.850*
Delist	-0.219	-4.080***	-0.224	-3.880***	-0.220	-3.970***	-0.225	-3.810***
Controls	included		included		included		included	
Intercept	-0.194	-1.980*	-0.165	-2.000*	-0.192	-1.950	-0.164	-1.970
R <sup>2</sup>	0.625		0.569		0.625		0.569	
F-Value	9.540***		9.356***		9.537***		9.319***	
Observations	269		269		269		269	

주 1) 이 표에는 본 연구의 가설들(Model 1 & Model 2)을 Robustness check를 한 결과를 제시하였다. 종속변수는 상호변경 다음 연도의 ROA<sub>t+1</sub>, 상호변경 후 3년 단순평균 ROA<sub>3A</sub> 값이고, 관심변수는 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>), 그리고 시장반응(CAR<sub>t+240</sub>)의 교호항인 ListxCAR<sub>t+240</sub>와 DelistxCAR<sub>t+240</sub>이다. 이들의 관계를 분석하기 위해 모든 연구모형들에는 연도효과와 산업효과를 포함하여 통제변수들이 포함되었다.

주 2) 모형적합도(F-Value)는 모두 유의(p < 0.001)하였으며, 모형별로 다중공선성(VIFs ≤ 10)과 잔차항의 자기상관관계(Durbin-Watson = 2)는 존재하지 않았다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.



및 가치지속성과의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상장유지가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들의 경우에도 시장반응이 좋으면 재무적 측면에서 장기적으로는 기업가치 및 기업의 가치지속성이 좋은 것으로 나타났다.

〈Table 9〉의 [Model 2]의 (A)를 중심으로 상호변경전략에 따른 시장반응( $CAR_{\pm 240}$ )과 재무적 측면에서의 기업가치( $ROA_{t+1}$ )와의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상호변경전략에 따른 시장반응( $CAR_{\pm 240}$ )과 재무적 측면에서의 기업가치( $ROA_{t+1}$ )와의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 구체적으로 우선 상장유지가능 기업들(List)의 경우에는 시장반응( $CAR_{\pm 240}$ )과 재무적 측면에서의 기업가치( $ROA_{t+1}$ )의 관계값  $\beta$ 가 0.153(t-stat. = 2.280)으로 유의수준 5%에서 양(+)의 관련성을 보였다. 상장폐지위기 기업들(Delist)의 경우에는 시장반응( $CAR_{\pm 240}$ )과 재무적 측면에서의 기업가치( $ROA_{t+1}$ )의 관계값  $\beta$ 가 0.067(t-stat. = 1.320)으로 양(+)의 관련성을 보이나 유의하지는 않았다. 따라서 본 연구의 이러한 결과는 따라서 본 연구의 이러한 결과는 상호변경전략에 따른 시장반응과 재무적 측면에서의 기업가치와의 관계에서 유의미한 차이가 있는 것으로 해석할 수 있으며, 이는 본 연구의 가설 2를 강력히 지지한다고 해석할 수 있다.

〈Table 9〉의 [Model 2]의 (B)를 중심으로 상호변경전략에 따른 시장반응( $CAR_{\pm 240}$ )과 재무적 측면에서의 기업의 가치지속성( $ROA_{3A}$ )와의 관계가 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 유의미한 차이

가 있을지(가설 2)를 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 상장유지가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들의 경우에도 시장반응이 좋으면 재무적 측면에서 장기적으로 가치지속성이 좋은 것으로 나타났다. 상장유지가능 기업들(List)의 경우에는 시장반응( $CAR_{\pm 240}$ )과 재무적 측면에서의 기업의 가치지속성( $ROA_{3A}$ ) 관계값  $\beta$ 가 0.161(t-stat. = 2.370)로 유의수준 5%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. 즉 상호변경으로 인한 시장반응으로도 투자자들은 이후 재무적 측면에서의 기업의 가치지속성에 어떠한 영향을 미치는지 예측 가능할 것이다. 또한, 상장폐지위기 기업들(Delist)의 경우에도 시장반응( $CAR_{\pm 240}$ )과 재무적 측면에서의 기업의 가치지속성( $ROA_{3A}$ ) 관계값  $\beta$ 가 0.089(t-stat. = 1.850)로 유의수준 5%에서 양(+)의 관련성이 나타났다. 상장폐지위기 기업들의 경우에는 시장반응과 재무적 측면에서의 가치지속성의 관계값이 상호변경 후 다음 연도에는 양(+)의 관계를 보이기는 하였으나, 그 값이 유의미하지 않았고, 3년 평균으로 효과를 분석하였을 때 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 이는 상장폐지위기 기업의 경우, 상호변경에 따른 효과가 상장유지가능 기업들에 비하여 상대적으로 늦게 나타나는 것으로 판단된다. 따라서 이러한 본 연구의 결과는 상호변경전략에 따른 시장반응과 재무적 측면에서의 기업의 가치지속성과의 관계에서 유의미한 차이가 있는 것으로 해석할 수 없으며, 이는 본 연구의 가설 2를 기각한다.

추가적으로, 상호변경 전략으로 인하여 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부에 따라 상호변경 후 재무적 측면에서의 기업가치(ROA)에 유의미한 차이가 존재하는지를 알아보기 위하여 분석결과를 〈Table 9〉에 제시하였다. 분석결과, 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 상호변경 후 기업가치에 유의미한 음(-)

의 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 구체적으로 <Table 9>의 [Model 1]의 A를 보면, 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와 기업가치( $ROA_{t+1}$ )의 관계 값  $\beta$ 가  $-0.219$ ( $t$ -stat.  $=-4.080$ ,  $p < 0.001$ )으로 음(-)의 관계를 나타냈다. 이들의 관계는 <Table 9>의 [Model 1]의 B( $\beta=-0.224$ ,  $t$ -stat.  $=-3.880$ ,  $p < 0.001$ ), <Table 9>의 [Model 2]의 A( $\beta=-0.220$ ,  $t$ -stat.  $=-3.970$ ,  $p < 0.001$ ), [Model 2]의 B( $\beta=-0.225$ ,  $t$ -stat.  $=-3.810$ ,  $p < 0.001$ )에서도 동일하였다.

<Table 4> ~ <Table 9>에서 종속변수들(TobinQ, ROA)과 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와와의 관계를 살펴본 결과, 상호변경 전략에 의한 시장반응에 따라 이후 기업가치 Tobin의 경우와는 상장폐지위기 여부가 유의미한 차이를 보이지 않았으나, 상호변경 전략에 의한 시장반응에 따라 이후 기업가치 ROA의 경우에는 상장폐지위기 여부가 유의미한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 상호변경에 대한 시장반응에 따라 장기적으로 Tobin의 Q값과 ROA값은 양(+)의 관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 상장폐지위기 여부에 따른 상호변경 후 Tobin의 Q값과의 관계에서 유의미한 차이가 없다는 것은, 상호변경에 따른 효과가 상장폐지위기 여부와 상관없이 Tobin의 Q값에 동일한 영향을 미친다는 것이고, Tobin의 Q값이 상승한다면, 상장폐지 위기의 기업들은 기업의 존속을 위하여 상호변경을 하려는 유인이 생길 것이다. Tobin의 Q값이 상승한다면, 기업의 시장가치가 상승한다는 의미이고, 상호변경 후 기업의 시장가치가 상승한다면, 기업의 입장에서는 주식발행을 통한 자기자본조달이 상호변경 전보다 좋아진다는 의미가 될 수 있다. 상장폐지위기 여부에 따른 상호변경 후 ROA값은 상호변경 후 음(-)의 관계를 가지고 있으나, 이 또한 상호변경에 따른 시장

반응과 이후 ROA의 관계에서 유의미한 양(+)의 값을 갖는 것으로 보아서, 상호변경에 따른 시장반응이 좋은 경우에는 이후 기업의 재무적 측면에서도 긍정적인 효과를 기대할 수 있다는 것이다. 즉, 상호변경에 따른 시장반응이 좋다면, 이후 기업의 영업이익이 개선될 수 있다는 것이고, 이는 기업의 내부적 자본조달이 개선될 수 있다는 의미가 된다.

## V. 결론

본 연구는 한국 코스닥소속 IT기업을 중심으로 2000년부터 2019년까지 이루어진 269 건의 상호변경 건을 대상으로 기업의 지속가능성 차원에서 IT기업의 상호변경 전략에 따른 시장반응이 상호변경 후 기업가치 및 장기 기업가치(가치지속성)에 미치는 영향을 분석하였으며, 상장유지(폐지)가능 여부 따라 그 영향에 차이가 있는지를 분석하였다.

본 연구의 분석결과들과 시사점들은 다음과 같다. 첫째, 상호변경 전략에 따른 시장반응과 기업가치는 양(+)의 관계가 존재하였으며, 그 효과(가치지속성)는 일정기간 지속되었다. 둘째 이러한 효과는 상장유지가능 기업들에게 특히 유효하였다. 상장유지가능 기업들의 경우에는 상호변경 다음 해의 기업가치에 유의미한 양(+)의 관계를 보였으며, 그 효과는 일정기간 지속되었고, 상장폐지위기 기업들의 경우에는 상호변경 다음 해에는 양(+)의 관계를 보이기는 하였으나, 그 값이 유의미하지 않았고, 3년 평균으로 효과를 분석하였을 때 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 이는 상호변경에 따른 효과가 상장유지가능 기업들에 비하여 상대적으로 늦게 나타나는 것으로 판단된다. 즉 장기적인 상호변경의 효과로 상장유지가능

기업들뿐만 아니라 상장폐지위기 기업들일지라도 시장반응이 긍정적이라면 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있다는 것이고, 이는 상장폐지위기에 몰린 기업들이라고 하더라도 상호변경을 어떻게 전략적으로 짚느냐에 따라 기업가치에는 차별적으로 영향을 줄 수 있다는 것이다. 본 연구의 이러한 결과는 단기 시장반응에 의한 단기 기업가치만을 분석한 선행 연구들(Agnihotri and Bhattacharya, 2017; Akyildirim et al. 2020; Cahill et al., 2020; Chen et al., 2022; Felix and von Eije, 2019; Green and Jame, 2013; Jain and Jain, 2019; Oh and Hyeon, 2003; Oh, 2004; Park and Kim, 2012; Park and Park, 2019a, 2019b; Park et al., 2022a; Park, 2019a; Rani and Asija, 2017; Sharma et al., 2020; Wu and Chen, 2022; Zhao et al., 2018)과 차별화된다. 셋째, 상장폐지의 위기에 있는 기업의 입장에서 상호변경의 전략적 효과를 분석한 결과, 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 장기적인 측면에서는 상호변경에 따른 시장반응에 따른 시장(TobinsQ)와 재무(ROA)적 기업가치 및 가치지속성과의 관계에서 유의미한 차이가 존재하지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상호변경에 대한 시장의 비효율성으로 판단될 수도 있을 것이나, 국내 IT기업들의 전략적 차원에서 상호변경이라는 전략이 투자자들에게 혹은 주식시장에서는 이들 기업들이 지속가능하기 위한 필사적인 노력의 일환으로 받아들여지고 있는 것으로 해석할 수도 있다. 따라서 상호변경으로 인한 기업의 가치는 상장유지(폐지)가능 여부에 따라 차이가 있다고 볼 수 없으며, 기업의 전략적 차원에서 봤을 때 상장폐지위기에 있는 기업들도 재무적 입장에서 상호변경이라는 이벤트를 통해 주가를 올릴 수 있고, 또한 일정 기간동안 그 효과가 지속될 수 있다는 것

이다. 이러한 효과를 기반으로 기업들은 지속가능성을 위하여 주식발행 등을 통해 자금조달이 원활해질 수 있어 현재의 재무적 제약에서 벗어날 수 있으며(Dong et al., 2021), 인수합병에 참여할 가능성이 많고(Shleifer and Vishny, 2003), 이러한 조건에서 인수합병을 진행하게 되면 높은 인수가를 제시할 수도 있을 것이다(Beckkum et al, 2011). 따라서 상장유지가능 기업들뿐만 아니라 상장폐지의 위기에 처한 기업들도 상호변경전략을 진행하려는 유인이 될 것이다. 이러한 결과들 역시 선행연구에서는 다루지 않았던 영역으로 본 연구와 선행연구들과의 차별화된 부분이다.

본 연구의 결과들은 IT기업의 상호변경 전략이 기업가치 제고에 의한 기업의 지속가능성에 영향을 미칠 수 있음을 시사한다. 즉 한국 IT기업들은 상호변경에 따른 시장반응이 좋은 경우에는 상호변경 후 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 그 효과가 유지된다는 것이다. 이는 기업의 전략적 차원에서 보았을 때 상장유지가능 기업에만 적용되는 것은 아니며, 상장폐지위기 기업들인 경우에도 상호변경 전략을 어떻게 추진하느냐에 따라 시장반응이 달라질 수 있으며, 이러한 결과로 인해 상호변경 후 시장가치(TobinsQ)와 기업의 영업이익 측면에서 장기적으로 개선 및 유지되는 효과도 기대해 볼 수 있을 것이다. 이러한 본 연구의 결과들이 장기간 풀리지 않았던 한국 코스닥 시장의 IT기업들의 반복적인 상호변경의 유인이라고 볼 수 있을 것이다.

본 연구가 시사하는 점을 선행연구와 연계해서 보면, 기업의 상호변경은 최근 기업 시장가치에 긍정적인 영향을 미치고 있으며(Agnihotri and Bhattacharya, 2017; Akyildirim et al. 2020; Cahill et al., 2020; Chen et al., 2022; Felix and von Eije, 2019; Green and Jame, 2013; Jain and Jain,

2019; Park and Park, 2019a, 2019b; Park et al., 2022a; Park, 2019a; Rani and Asija, 2017; Sharma et al., 2020; Wu and Chen, 2022; Zhao et al., 2018), 상호변경을 통하여 재무적 제약이 개선되고 있고(Park and Shin, 2022; Park et al., 2022b) 이에 본 연구의 결과로 상호변경으로 인한 시장반응이 좋은 기업들의 경우 이후 장단기 기업가치에 긍정적인 효과를 도모해볼 수 있다는 것이다. 이는 기업의 전략적 차원에서 상호변경전략의 이러한 효과가 상장유지가능 기업에만 적용되는 것이 아니라 상장폐지위기에 있는 기업들일지라도 상호변경 전략을 어떻게 추진하느냐에 따라 시장반응을 달리 이끌어 낼 수 있으며, 긍정적인 반응을 이끌어 낼 수 있다면, 그 효과를 장기간 유지시킬 수 있다는 것이다. 또한 투자자의 입장에서 상호변경으로 인한 단기 시장반응만으로도 이후 기업의 가치 및 그 지속성을 예측할 수 있게 되므로, 상호변경에 따른 시장반응이 좋다면, 투자자 마니아 가설에서처럼 시장이 뜨거울 동안에만 단기적으로 매입매도전략으로 대응하기보다는 중장기매입보유전략을 선택하여 투자수익을 낼 수 있다는 의미가 된다.

본 연구의 기여도는 다음과 같다. 먼저 본 연구는 IT기업들의 상호변경 전략에 따른 시장반응에 따라 기업의 기업가치 및 가치지속성에 유의미한 차이가 있다는 것을 실증적으로 검증한 최초의 연구이다. 상호변경에 대한 선행연구들은 일반적으로 기업가치에 미치는 영향으로 상호변경 전후 단기 주식시장의 반응(Agnihotri and Bhattacharya 2017; Jain and Jain, 2019; Park and Park, 2019a, 2019b; Park et al., 2022a; Park, 2019a; Sharma et al., 2020)이나 단편적인 재무비율들의 변화(Kot, 2011; Oh et al., 2003; Park and Park, 2019a, 2019b; Park, 2019a)에 초점을 맞춰왔지만 종합

적으로 기업의 지속가능성 차원에서 장단기 기업가치와의 관계를 분석한 사례는 Park et al.(2022b)와 Park and Shin(2022)의 연구외에는 현재까지 거의 찾아볼 수 없다. 또한, 본 연구의 결과들로 한국 시장에서 무수히 이루어지고 있는 상호변경의 이면에 지속가능성 차원에서 상호변경이 유의미한 전략임을 실증분석을 통해 제시하여 이와 관련된 이해관계자들의 의사결정의 지침서로서의 역할을 할 수 있을 것이라고 기대한다.

그러나 이러한 기여에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점도 가지고 있다. 먼저 상호변경이 국내에서 KOSDAQ 시장에서 상당 수 이루어졌으나, 본 연구의 설계로 인한 제한 요소들 때문에 다소 표본이 줄어들었다. 또한 본 연구는 연구모형의 설계에 있어서 유의미할 수 있는 다른 통제변수들을 포함시키지 못했다는 점에서 주요 누락변수에 의한 내생성의 문제에서 온전히 자유로울 수는 없다. 그리고, 본 연구가설 2(상장폐지가능 여부에 따른 차이)를 검증하는데 있어서 여러 단계의 검증과정을 거쳐 결과를 제시하기는 하였으나, 상장폐지위기 기업의 표본이 충분하지 못하여 부록 <Table 5>의 연구결과에서 다소 약한 유의도가 산출된 바 본 연구의 가설 2가 강력하게 지지 된다고 보기는 어렵다는 한계점도 있다. 이러한 연구의 한계점들을 보완하고, 본 연구의 영역을 국내외적으로 확장하여 상호변경 후 영향을 받을 수 있는 기업의 다양한 효과들을 분석하여 기업들의 상호변경 전략의 유효성을 일반화시킬 수 있기를 기대해 본다. 더불어 후행 연구에서는 상호변경의 절차에 따른 시장반응에 대한 연구도 함께 이루어지길 기대한다.

## 참고문헌

- Agnihotri, A. and S. Bhattacharya(2017), "Corporate name change and the market valuation of firms: Evidence from an emerging market," *International Journal of the Economics of Business*, 24(1), pp.73-90.
- Akyildirim, E., S. Corbet, A. Sensoy, and L. Yarovaya (2020), "The impact of blockchain related name changes on corporate performance," *Journal of Corporate Finance*, 65, pp.1-27. 101759.
- Almeida, H., and M. Campello(2007), "Financial constraints, asset tangibility, and corporate investment," *The Review of Financial Studies*, 20(5), pp.1429-1460.
- Amit, R., J. Livnat, and P. Zarowin(1989), "The Mode of Corporate Diversification: Internal Ventures versus Acquisitions," *Managerial and Decision Economics*, 10(2), pp.89-100.
- Amora S. B., and M. Kooli(2016), "Do acquisitions affect IPO long-run performance? Evidence from single vs. multiple acquirers," *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 40, pp.63-79.
- Andrikopoulos, P., A. Daynes, and P. Paraskevas (2007), "The long-term market performance of UK companies following corporate name changes," *Working Paper*, 2007, University of Portsmouth, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1002188>
- Arena, M. P., S. P. Ferris, and E. Unlu(2011), "It takes two, The incidence and effectiveness of Co-CEOs," *The Financial Review*, 46(3), pp.385-412.
- Bakke, T., C. Jens, and T. Whited(2012), "The real effects of delisting: evidence from a regression discontinuity design," *Finance Research Letters*, 9, pp.183-193.
- Beck T., A. Demirguc-Kunt and R. Levine(2005), "SMEs, Growth, and Poverty: Cross-Country Evidence," *Journal of Economic Growth*, 10, pp.199-229.
- Beck T., and A. Demirguc-Kunt(2006), "Small and medium-size enterprises: Access to finance as a growth constraint," *Journal of Banking & Finance*, 30(11), pp.2931-2943.
- Beckum, S. V., H. Smit, E. Pennings(2011), "Buy Smart, Time Smart: Are Takeovers Driven by Growth Opportunities or Mispricing?," *Financial Management*, 40(4), pp.911-940.
- Bosch, J., and M. Hirschey(1989), "The valuation effects of corporate name changes," *Financial Management*, 18, pp.64-73.
- Boyle, G. W., and G. A. Guthrie(2003), "Investment, uncertainty, and liquidity," *Journal of Finance*, 58(5), pp.2143-2166.
- Brown, S. J., and J. B. Warner(1985), "Using daily stock returns: the case of event studies," *Journal of Financial Economics*, 14, pp.3-31.
- Cahill, D., D. G. Baur, Z. F. Liu, and J. W. Yang (2020), "I am a blockchain too: How does the market respond to companies' interest in blockchain?," *Journal of Banking & Finance*, 113, pp.1-16. 105740.
- Chen, K., T. L. Lai, Q. Liu, and C. Wang(2022), "Beyond the blockchain announcement: Signaling credibility and market reaction," *International Review of Financial Analysis*, 82, pp.1-11. 102209.
- Choi, H. M.(2013), "The Impact of Foreign Block Investors on the Relationship between Firm Value and CEO Turnover," *International*



- Business Review*, 17(2), pp.197-212.
- Cooper, M. J., A. Khorana, I. Osobov, A. Patel, and 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, pp.319-335.
- Cooper, M. J., O. Dimitrov, and P. R. Rau(2001), "A rose.com by any other name," *The Journal of Finance*, 56(6), pp.2371-2388.
- Cornell, B., and A. A. Shapiro(1987), "Corporate stakeholders and corporate finance," *Financial Management*, 16, pp.4-14.
- Delattre, E., "Business name changes: the french experience," *Journal of Small Business Management*, 40(4), (2002), pp.360-367.
- Devos, E., J. Huang, and F. Zhou(2021), "The effects of corporate name changes on firm information environment and earnings management," *International Review of Financial Analysis*, 77, pp.1-16. 101849.
- Dong, M., D. Hirshleifer, and S. Teoh(2021), "Misvaluation and Corporate Inventiveness," *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, 56(8), pp.2605-2633.
- Edmans, A., S. Jayaraman, and J. Schneemeier (2017), "The source of information in prices and investment-price sensitivity," *Journal of Financial Economics*, 126, pp.74-96.
- Fama, E. F., L. Fisher, M. C. Jensen and R. Roll (1969), "The adjustment of stock prices to new information," *International Economic Review*, 10(1), pp.1-21.
- Felix, T. H. and H. von Eije(2019), "Underpricing in the cryptocurrency world: evidence from initial coin offerings," *Managerial Finance*, 45(4), pp.563-578.
- Feng, Q., Q. Tao, Y. Sun, and M. Susai(2022), "Fresh look or false advertising: Modeling of investor attention based on corporate name changes," *Financial Research Letter*, 47, pp.1-8. 102526.
- FINRA. (December 28, 2017). Retrieved from <https://www.finra.org/investors/insights/corporate-actions-public-companies-what-you-should-know>.
- Göttner, P., and P. Limbach(2011), "Fine feathers make fine birds? Wealth effects and the choice between major and minor corporate name changes," *Working Paper*, Karlsruhe Institute of Technology, pp.1-33. 1763677.
- Green, T. C., and R. Jame(2013), "Company name fluency, investor recognition, and firm value," *Journal of Financial Economics*, 109(3), pp.813-834.
- Hendricks, K. B., and V. R. Singhal(1997), "Does implementing an effective TQM program actually improve operating performance? Empirical evidence from firms that have won quality awards," *Management Science*, 43(9), pp.1258-1274.
- Hirth, S., and M. Viswanatha(2011), "Financing constraints, cash-flow risk, and corporate investment," *Journal of Corporate Finance*, 17(5), pp.1496-1509.
- Horsky, D., and P. Swyngedouw(1987), "Does it pay to change your company's name?: a stock market perspective," *Marketing Science*, 6 (4), pp.320-335.
- Howe, J. S.(1982), "A rose by any other name: a note on corporate name changes," *Financial Review*, 17, pp.271-278.
- Jain, A., and C. Jain(2019), "Blockchain hysteria: adding "blockchain" to company's name,"

- Economics Letters*, 181, pp.178-181.
- Jayaraman, S., and J. S. Wu(2019), "Is silence golden? Real effects of mandatory disclosure," *Review of Financial Studies*, 32(6), pp. 2225-2259.
- Jeong, H. C.(1997), "A Study on the Event Study Methodology Appropriate to the Korean Stock Market," *The Korean Journal of Financial Management*, 14(2), pp.273-312.
- Josev, T., H. Chan, and R. Faff(2004), "What's in a name? Evidence on corporate name changes from the Australian capital market," *Pacific Accounting Review*, 16(1), pp.57-76.
- Kang, S. A., and S. K. Min(2010), "The Impact of Foreign Ownership on the Dividend and Investment Behaviors of Korean Firms," *Journal of International Area Studies*, 14 (2), pp.79-105.
- Kaplan, S. N., and L. Zingales(2000), "Investment-Cash flow sensitivities are not valid measures of financing constraints," *The Quarterly Journal of Economics*, 115(2), pp.707-712.
- Karbhari, Y., Z. M. Sori, and S. Mohamad(2004), "Shareholder wealth effects and corporate name change: evidence from Malaysia," *Corporate Ownership & Control*, 2(1), pp. 38-49.
- Karim, B.(2011), "Corporate name change and shareholder wealth effect: Empirical evidence in the French stock market," *Journal of Asset Management*, 12(3), pp.203-213.
- Karpoff, J. M., and G. Rankine, (1994), "In search of a signaling effect: the wealth effects of corporate name changes," *The Journal of Banking & Finance*, 18(6), pp.1027-1045.
- Kim, C., and K. W. Kim(1997), "Measuring Security Price Performance in Event Studies," *Korean Journal of Financial Studies*, 20, pp.301-327.
- Kim, J., and S. Shin(2016), "The Effect of Social Ties of Outside Board Directors and Their Independence on Firm Value," *Korean Journal of Financial Studies*, 45(4), pp.713-739.
- Kim., W. T., D. Jang, and S. Park(1996), "Relationship between Tobin's Q and Alternative Performance measures," *The Korean Journal of Financial Management*, 13, pp.185-202.
- Klein, B., and K. B. Leffler(1981), "The role of market forces in assuring contractual performance," *Journal of Political Economy*, 89, pp.615-641.
- Koo, B. Y.(2000), "A Study on the Event Study Methodology," *Review of Industry and Management*, 12(1), pp.159-183.
- Kot, H. W.(2011), "Corporate name changes: Price reactions and long-run performance," *Pacific-Basin Finance Journal*, 19, pp.230-244.
- Kwak, Y. M.(2015), A Study on the Market Reaction Associated with Type of CEO Turnover, *Korean Accounting Review*, 24(5), pp.317-355.
- Lee T H., and, C. S Park(2000), "Effects of Corporate Identity Program on the Profit Performance of the Firm," *Asia Marketing Journal*, 2(4), pp.68-78.
- 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), pp.793-804.
- Lee, Y., K. H. Yon, and H.Kim(2017), "The Effectiveness of 'No' Voting Right of Institutional Investors based on Improvement of Independence of the Board of Director," *Korean Journal of Financial Studies*, 46(1), pp.

- 62-96.
- Lehn, A. K., J. Netter, and A. Poulsen(1990), "Consolidating Corporate Control: Dual-class Recapitalizations versus Leveraged Buyouts," *Journal of Financial Economics*, 27(2), pp. 557-580.
- Martinez, I., and S. Serve(2017), "Reasons for delisting and consequences: a literature review and research agenda," *Journal of Economic Surveys*, 31(3), pp.733-770.
- Mase, B.(2009), "The impact of name changes on company value," *Managerial Finance*, 35(4), pp.316-324.
- Mertzanis, C., M. A. K. Basuony, and E. K. A. Mohamed(2019), "Social institutions, corporate governance and firm-performance in the MENA region," *Research in International Business and Finance*, 48, pp.75-96.
- Ofek, E., and M. Richardson(2003), "DotCom mania: the rise and fall of Internet stock prices," *Journal of Finance*, 58 (3), pp.1113-1137.
- Oh, H. B., T. Nam, and S. D. Park(2003), "The Effects of Corporate Name Changes on the Business Performance," *The Korean Economic Review*, 51(2), pp.63-97.
- Oh, H. J., and Y. H. Hyeon(2003), "The Effect of Corporate Name Changes on the Stock Price," *Korean Management Review*, 32(3), pp. 647-669.
- Oh, H. J.(2004), "The Effect of Corporate Name Changes on the Stock Price in the KOSDAQ," *Journal of Korean Economic Studies*, 22, pp.227-252.
- Oh, H.(2017), "Financial Incentive and Value Effect of the Brand Change Strategy: Focused on intangible market value indicator", *Journal of Economics Studies*, 35(4), pp.155-182.
- Park J.(2022), "Corporate Name Change and Business Performance", *The Journal Of Humanities and Social Sciences* 21, 13(6), pp.137-150
- Park, J. and J. Kim(2012), "The Effect of Corporate Name Changes on the Value of the Companies in the KOSDAQ Market?," *Journal of Industrial Economics and Business*, 25(1), pp.567-589.
- Park, J. and Y. Shin(2022), Corporate Sustainability and Market Response According to the Name Change Strategy: Focusing on Korean IT Industry Firms, *Sustainability*, 14, pp.1-15. 12168.
- Park, J. M., and C. S. Song(2023), "Analysis of Relationship between Long-Term Market Reaction and Financial Stability Resulting from Corporate Name Changes: Focusing on IT Firms," *Korean Journal of Financial Studies*, 52(4), pp.575-611.
- Park, J. M., and S. T. Park(2019a), "Are Effects of Corporate Name Changes All the Same in the KOSDAQ Market?," *Journal of Industrial Economics and Business*, 32(2), pp.851-876.
- Park, J. M., and S. T. Park(2019b), The Effects of ICT-related Name Changes on Stock Prices, *Korean Journal of Business Administration*, 32(6), pp.1019-1040.
- Park, J., J. Kim, and Y. Shin(2022a), "Analysis of Market Effects on Changes in Corporate Name: Focusing on the IT Industry," *Journal of Next-generation Convergence Technology Association*, 6(1), pp.121-129.
- Park, J., J. T. Park, and Y. Shin(2022b), "The Financial Synergy Effect of Corporate Name Changes: Does the Corporate Name Change Have the Effect of Easing Financial Constraints?," *Journal of Industrial Economics*

- and Business*, 35(3), pp.459-487.
- Park, J.(2019a), "Is the KOSDAQ Market Efficient? Focusing on Corporate Name Changes," *Asia-Pacific Journal of Business & Commerce*, 11, pp.109-142.
- Park, J.(2019b), "The Effects of Changes to Global-related Names on Stock Prices: Focusing on the KOSDAQ Market," *Journal of SME Finance*, 39(3), pp.1-29.
- Qin, B., and L. Yang(2022), "CSR contracting and performance-induced CEO turnover," *Journal of Corporate Finance*, 73, pp.1-24. 102173.
- Que, J and X. Zhang(2019), "Pre-IPO growth, venture capital, and the long-run performance of IPOs," *Economic Modelling*, 81, pp.205-216.
- Rani, N., and A. Asija(2017), "Signaling Power of Corporate Name Change: A Case of Indian Firms," *Global Journal of Flexible Systems Management*, 18(3), pp.173-181.
- Scholes, M., and J. Williams(1997), "Estimating Betas from Nonsynchronous Data," *Journal of Financial Economics*, 5, pp.309-327.
- Sharma, P., D. M., Shukla, and A., Raj(2023), "Blockchain adoption and firm performance: The contingent roles of intangible capital and environmental dynamism," *International Journal of Production Economics*, 256, pp. 1-15, 108727.
- Sharma, P., P. Samit, and S. Sharma(2020), "What's in a name? A lot if it has "blockchain"," *Economics Letters*, 186, pp.1-3. 108818.
- Shin, Y., and J-M. Park(2022), "The Relationship between Changes in CEO Structure and Corporate Value: Focusing on the Korean Stock Market," *Korean Management Review*, 51 (6), pp.1783-1512.
- Shleifer, A., and R. W. Vishny(2003), "Stock Market Driven Acquisitions," *Journal of Financial Economics*, 70(3), pp.295-311.
- Sim, D. S., and C. H. Ahn(2012), "CEO Turnover and Firm Value," *Korean Accounting Information Review*, 30(10), pp.315-335.
- Song C.(2018), "Is There the Difference of IPO Underpricing between KOSPI and KOSDAQ Market?," *Journal of Insurance and Finance*, 91, pp.103-134.
- Song, Y. K.(1991), "Study on the Impact of Company Name Changes on Shareholders' Wealth," *Korean Journal of Financial Studies*, 13, pp.67-101.
- Sorescu, A., N. L. Warren, and L. Ertekin(2017), "Event study methodology in the marketing literature: An overview," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 45(2), pp. 186-207.
- Sorescu, A., V. Shankar, and T. Kushwaha(2007), "New product preannouncements and shareholder value: Don't make promises you can't keep," *Journal of Marketing Research*, 44 (3), pp.468-489.
- Tadelis, S.(1999), "What's in a name? Reputation as a tradeable asset," *American Economic Review*, 89(3), pp.548-563.
- Tobin, J.(1969), "A general equilibrium approach to monetary theory," *Journal of Money, Credit and Banking*, 1(1), pp.15-29.
- Whited, T. M.(1992), "Debt, liquidity constraints, and corporate investment: Evidence from panel data," *Journal of Finance*, 47(4), pp. 1425-1460.
- Wu, C., and W. Chen(2022), "What's an AI name worth? The impact of AI ETFs on their underlying stocks," *Finance Research Letter*, 46(B), pp.1-7. 102474.

Wu, Y. (2010). "What's in a name? What leads a firm to change its name and what the new name foreshadows," *Journal of Banking and Finance*, 34(6), pp.1344-1359.

Wu, Y.(2010), "What's a name? What leads a firm to change its name and what the new name foreshadows," *Journal of Banking & Finance*,

34(6), pp.1344-1359.

Zhao, Y., R. J. Calantone, and C. M. Voorhees(2018), "Identity change vs. strategy change: the effects of rebranding announcements on stock returns," *Journal of the Academy of Marketing Science*, 46, pp.795-812.

- 
- The author Jung-Mi Park is currently a lecture professor in the Department of Business Administration, Wonkwang University. She received her master's and doctoral degrees from Wonkwang University, majoring in financial management. Her main areas of interest are Corporate Finance, Management Strategy, and Firm Value.



## 〈부 록〉

〈Table 1〉 변수들의 상관관계 분석 결과: 종속변수 TobinsQ를 중심으로

Panel A: 종속변수가 TobinsQ<sub>t+1</sub>이 경우

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) TobinsQ <sub>t+1</sub>	1.000						
(2) CAR <sub>t240</sub>	-0.125*	1.000					
(3) Delist	-0.112 <sup>+</sup>	-0.207***	1.000				
(4) Size <sub>t-1</sub>	0.040	0.010	-0.098	1.000			
(5) Liquidity <sub>t-1</sub>	-0.068	0.070	-0.092	-0.575***	1.000		
(6) Leverage <sub>t-1</sub>	0.239***	-0.243***	0.436***	0.051	-0.318***	1.000	
(7) ROA <sub>t-1</sub>	0.192**	-0.007	-0.098	0.095	-0.020	-0.050	1.000
(8) TobinsQ <sub>t-1</sub>	-0.002	0.094	0.046	0.047	0.002	0.013	-0.050
(9) CEOForecast	0.008	-0.022	0.015	-0.050	0.004	0.253***	0.013
(10) SalesGrowth <sub>t-1</sub>	0.141*	-0.189**	0.211***	0.008	-0.160**	0.328***	0.253***
(11) Largest <sub>t-1</sub>	-0.041	-0.033	0.284***	0.023	-0.008	0.150*	0.328***
(12) Foreigner <sub>t-1</sub>	0.009	0.086	-0.086	-0.164**	0.140*	-0.033	0.150*
(13) lnAge <sub>t-1</sub>	-0.161**	0.186**	-0.297***	-0.015	0.270***	-0.625***	-0.033
(14) LossDummy <sub>t-1</sub>	0.117 <sup>+</sup>	-0.161**	0.186**	-0.297***	-0.015	0.270***	-0.625***
Variables	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) TobinsQ <sub>t+1</sub>							
(2) CAR <sub>t240</sub>							
(3) Delist							
(4) Size <sub>t-1</sub>							
(5) Liquidity <sub>t-1</sub>							
(6) Leverage <sub>t-1</sub>							
(7) ROA <sub>t-1</sub>							
(8) TobinsQ <sub>t-1</sub>	1.000						
(9) CEOForecast	-0.056	1.000					
(10) SalesGrowth <sub>t-1</sub>	-0.002	-0.017	1.000				
(11) Largest <sub>t-1</sub>	-0.115 <sup>+</sup>	-0.089	0.028	1.000			
(12) Foreigner <sub>t-1</sub>	0.218***	0.108 <sup>+</sup>	0.036	-0.005	1.000		
(13) lnAge <sub>t-1</sub>	0.081	0.007	0.032	0.002	0.014	1.000	
(14) LossDummy <sub>t-1</sub>	0.025	0.030	-0.209***	-0.290***	-0.159**	0.037	1.000

〈Table 1〉 변수들의 상관관계 분석 결과: 종속변수 TobinsQ를 중심으로 (계속)

Panel B: 종속변수가 TobinsQ<sub>3A</sub>인 경우

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
(1) TobinsQ <sub>3A</sub>	1.000						
(2) CAR <sub>t,240</sub>	0.292***	1.000					
(3) Delist	-0.007	-0.125*	1.000				
(4) Size <sub>t-1</sub>	-0.179**	-0.112 <sup>+</sup>	-0.207***	1.000			
(5) Liquidity <sub>t-1</sub>	0.000	0.040	0.010	-0.098	1.000		
(6) Leverage <sub>t-1</sub>	0.082	-0.068	0.070	-0.092	-0.575***	1.000	
(7) ROA <sub>t-1</sub>	-0.142*	0.239***	-0.243***	0.436***	0.051	-0.318***	1.000
(8) TobinsQ <sub>t-1</sub>	0.283***	0.192**	-0.007	-0.098	0.095	-0.020	-0.050
(9) CEOForecast	0.107 <sup>+</sup>	-0.002	0.094	0.046	0.047	0.002	0.013
(10) SalesGrowth <sub>t-1</sub>	-0.129*	0.008	-0.022	0.015	-0.050	0.004	0.253***
(11) Largest <sub>t-1</sub>	-0.102	0.141*	-0.189**	0.211***	0.008	-0.160**	0.328***
(12) Foreigner <sub>t-1</sub>	0.064	-0.041	-0.033	0.284***	0.023	-0.008	0.150*
(13) lnAge <sub>t-1</sub>	-0.124*	0.009	0.086	-0.086	-0.164**	0.140*	-0.033
(14) LossDummy <sub>t-1</sub>	0.117 <sup>+</sup>	-0.161**	0.186**	-0.297***	-0.015	0.270***	-0.625***

Variables	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
(1) TobinsQ <sub>t+1</sub>							
(2) CAR <sub>t,240</sub>							
(3) Delist							
(4) Size <sub>t-1</sub>							
(5) Liquidity <sub>t-1</sub>							
(6) Leverage <sub>t-1</sub>							
(7) ROA <sub>t-1</sub>							
(8) TobinsQ <sub>t-1</sub>	1.000						
(9) CEOForecast	-0.056	1.000					
(10) SalesGrowth <sub>t-1</sub>	-0.002	-0.017	1.000				
(11) Largest <sub>t-1</sub>	-0.115 <sup>+</sup>	-0.089	0.028	1.000			
(12) Foreigner <sub>t-1</sub>	0.218***	0.108 <sup>+</sup>	0.036	-0.005	1.000		
(13) lnAge <sub>t-1</sub>	0.081	0.007	0.032	0.002	0.014	1.000	
(14) LossDummy <sub>t-1</sub>	0.025	0.030	-0.209***	-0.290***	-0.159**	0.037	1.000

주 1) 이 표는 주요 독립 변수들 간의 상관관계를 나타낸다. <sup>+</sup>, \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 그리고 0.1%에서 유의함(양측 검정)을 나타낸다.

주 2) 변수 정의는 III. 표본 선정 및 연구설계의 3.2.2 연구모형 및 본문 〈Table 1〉의 글머리 참조.

<Table 2> 단기 및 중기 시장반응과 기업가치 및 가치지속성의 관계 분석결과

Panel A: 가설1(Model 1) 분석 결과

Dep. Variable =	CAR = 단기시장반응(CAR <sub>±30</sub> )		중기시장반응(CAR <sub>±120</sub> )		Max VIFs
	TobinsQ <sub>t+1</sub> (A)	TobinsQ <sub>3A</sub> (B)	TobinsQ <sub>t+1</sub> (A)	TobinsQ <sub>3A</sub> (B)	
	β (t-stat.)	β (t-stat.)	β (t-stat.)	β (t-stat.)	
CAR <sub>All</sub>	0.163** (2.786)	0.203*** (3.299)	0.184** (2.952)	0.252*** (3.876)	1.720
Delist	-0.011 (-0.195)	-0.018 (-0.298)	-0.017 (-0.297)	-0.030 (-0.493)	1.426
Controls	included	included	included	included	
Intercept	2.963*** (3.816)	3.060*** (4.130)	2.897*** (3.727)	2.934*** (3.983)	
R <sup>2</sup> (Adj.R <sup>2</sup> )	0.492(0.360)		0.363(0.363)		0.353(0.353)
F-Value	3.745***		3.778***		3.688***
Durbin-Watson	1.942		1.961		2.105
Observations	269		269		269

Panel B: 가설2(Model 2) 분석 결과

Dep. Variable =	CAR = 단기시장반응(CAR <sub>±30</sub> )		중기시장반응(CAR <sub>±120</sub> )		Max VIFs
	TobinsQ <sub>t+1</sub> (A)	TobinsQ <sub>3A</sub> (B)	TobinsQ <sub>t+1</sub> (A)	TobinsQ <sub>3A</sub> (B)	
	β (t-stat.)	β (t-stat.)	β (t-stat.)	β (t-stat.)	
ListxCAR <sub>All</sub>	0.158** (2.706)	0.184** (2.986)	0.207*** (3.300)	0.222*** (3.456)	1.653
DelistxCAR <sub>All</sub>	0.048 (0.911)	0.087 (1.569)	0.015 (0.266)	0.089 (1.553)	1.285
Delist	-0.008 (-0.135)	-0.019 (-0.303)	0.003 (0.050)	-0.013 (-0.213)	1.437
Controls	included	included	included	included	
Intercept	0.024 (0.336)	3.062*** (4.118)	2.954*** (3.805)	2.559*** (3.730)	
R <sup>2</sup> (Adj.R <sup>2</sup> )	0.492(0.358)		0.499(0.366)		0.471(0.331)
F-Value	3.666***		3.768***		3.366***
Durbin-Watson	1.938		1.955		2.119
Observations	269		269		269

주 1) 이 표에는 OLS 회귀분석 방법으로 추정한 국내 IT기업의 상호변경에 의한 단기 및 중기 시장반응(CAR<sub>±30</sub>, CAR<sub>±120</sub>)과 기업가치 및 가치지속성(TobinsQ<sub>t+1</sub>, TobinsQ<sub>3A</sub>)과의 관계를 검증한 결과들을 제시하였다. 종속변수는 상호변경 다음 연도의 TobinsQ<sub>t+1</sub>, 상호변경 후 3년 단순평균 TobinsQ<sub>3A</sub> 값이고, Panel A의 관심변수는 상호변경으로 인한 단기 및 중기 시장반응(CAR<sub>±30</sub>, CAR<sub>±120</sub>)과, 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부이고, Panel B의 관심변수는 상장유지(폐지)가능(Delist) 여부와 상호변경으로 인한 시장반응(CAR<sub>±30</sub>, CAR<sub>±120</sub>)의 교호항인 ListxCAR<sub>±30</sub>와 DelistxCAR<sub>±30</sub>, ListxCAR<sub>±120</sub>와 DelistxCAR<sub>±120</sub>이다. 이들의 관계를 분석하기 위해 모든 연구모형들에는 연도효과와 산업효과를 포함하여 통제변수들이 포함되었다.

주 2) 모형적합도(F-Value)는 모두 유의(p < 0.001)하였으며, 모형별로 다중공선성(VIFs ≤ 10)과 잔차항의 자기상관관계(Durbin-Watson = 2)는 존재하지 않았다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p 값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.

〈Table 3〉 기술통계량과 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 그룹 간 ROA의 평균차이 분석

Variables	Full Sample			Delistable Firms①			Listing Firms②			Mean Difference(①-②) by t-test	
	Mean	S.D.	Median	Mean	S.D.	Median	Mean	S.D.	Median	Mean Difference	t-stat.
$ROA_{t+1}$	-0.030***	0.143	0.008	-0.152	0.730	-0.119	-0.0064	0.123	0.016	-0.146	-5.335***
$ROA_{3A}$	-0.027***	0.110	-0.005	-0.127	0.109	-0.111	-0.0063	0.098	0.007	-0.120	-6.689***
Obs.	269			44			225				

주 1) 이 표에는 상장유지(폐지)가능 여부를 기준으로 ROA의 평균(Mean, 일본독립성검정 포함), 표준편차(S.D), 중앙값(Median)을 제시하였고, 상장유지(폐지)가능 여부를 기준으로 변수들 간의 평균차이검증 결과를 제시하였다. 나머지 변수들에 대한 정의는 3.2 연구설계 3.2.2 연구모형과 〈Table 1〉의 표밀주 참조.

주 2) 종속변수는 재무적 측면에서의 기업가치( $ROA_{t+1}$ )와 기업가치의 지속성( $ROA_{3A}$ )이다.  $ROA_{t+1}$ 은 t+1기의 기말 영업이익/총자산으로 상호변경 후 총자산영업이익률,  $ROA_{3A}$ 는 상호변경 후 3년동안의 평균총자산영업이익률을 의미한다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.

〈Table 4〉 상호작용항의 조절효과 분석결과

Panel A: TobinsQ 분석결과

Dep. Variable =	[Step 1]		[Step 2]		[Step 3]		Max VIFs
	TobinsQ <sub>t+1</sub>	TobinsQ <sub>3A</sub>	TobinsQ <sub>t+1</sub>	TobinsQ <sub>3A</sub>	TobinsQ <sub>t+1</sub>	TobinsQ <sub>3A</sub>	
	$\beta$ (t-stat.)	$\beta$ (t-stat.)	$\beta$ (t-stat.)	$\beta$ (t-stat.)	$\beta$ (t-stat.)	$\beta$ (t-stat.)	
$CAR_{240}$	0.315*** (5.191)	0.319*** (4.930)	0.318*** (5.203)	0.321*** (4.927)	0.361*** (5.459)	0.307*** (4.330)	2.034
Delist			0.026 (0.474)	0.021 (0.354)	0.034 (0.610)	0.018 (0.309)	1.437
DelistxCAR <sub>240</sub>					0.040 (0.652)	0.030 (0.489)	1.498
Controls	included	included	included	included	included	included	
Intercept	2.706*** (3.645)	2.973*** (4.163)	2.687*** (3.608)	2.952*** (4.111)	2.607*** (3.508)	2.970*** (4.123)	
R <sup>2</sup>	0.532	0.506	0.532	0.506	0.538	0.507	
(Adj.R <sup>2</sup> )	(0.414)	(0.383)	(0.412)	(0.380)	(0.417)	(0.378)	
F-Value	4.505***	4.111***	4.411***	4.015***	4.417***	3.928***	
Durbin-Watson	1.952	2.035	1.964	2.056	1.999	2.038	
Observations	269	269	269	269	269	269	

<Table 4> 상호작용항의 조절효과 분석결과 (계속)

Panel B: ROA 분석결과

Dep. Variable=	[Step 1]		[Step 2]		[Step 3]		Max VIFs
	ROA <sub>t+1</sub>	ROA <sub>3A</sub>	ROA <sub>t+1</sub>	ROA <sub>3A</sub>	ROA <sub>t+1</sub>	ROA <sub>3A</sub>	
	β (t-stat.)	β (t-stat.)	β (t-stat.)	β (t-stat.)	β (t-stat.)	β (t-stat.)	
CAR <sub>+240</sub>	0.239*** (4.186)	0.253*** (4.023)	0.211*** (3.844)	0.224*** (3.677)	0.211*** (3.538)	0.224*** (3.370)	2.034
Delist			-0.236*** (-4.761)	-0.231*** (-4.170)	-0.236*** (-4.733)	-0.231*** (-4.144)	1.437
DelistxCAR <sub>+240</sub>					-0.0004 (-0.008)	0.0004 (0.007)	1.498
Controls	included	included	included	included	included	included	
Intercept	-0.361** (-3.081)	-0.303** (-2.998)	-0.332** (-2.971)	-0.270** (-2.767)	-0.333** (-2.959)	-0.269** (-2.756)	
R <sup>2</sup>	0.585	0.531	0.625	0.569	0.625	0.569	
(Adj.R <sup>2</sup> )	(0.480)	(0.415)	(0.528)	(0.459)	(0.526)	(0.456)	
F-Value	5.581***	4.554***	6.446***	5.170***	6.302***	5.045***	
Durbin-Watson	1.992	2.101	1.958	2.016	2.138	2.241	
Observations	269	269	269	269	269	269	

주 1) 이 표에는 본 연구모형들에서 상장폐지가능여부(Delist)에 대한 조절변수로서의 역할에 대한 분석을 추가로 진행하여 제시하였다. Panel A는 기업가치 및 가치지속성(TobinsQ<sub>t+1</sub>, TobinsQ<sub>3A</sub>)를 종속변수로, Panel B는 기업의 재무적가치 및 가치지속성(ROA<sub>t+1</sub>, ROA<sub>3A</sub>)을 종속변수로 하였으며, 각 모형별로 [Step 1] 상호변경에 따른 시장반응(CAR<sub>+240</sub>) 변수만을 [Step 2]는 상호변경에 따른 시장반응(CAR<sub>+240</sub>) 변수와 상장폐지가능여부(Delist) 변수를, [Step 3]는 상호변경에 따른 시장반응(CAR<sub>+240</sub>) 변수와 상장폐지가능여부(Delist) 변수 그리고 이들의 상호작용(DelistxCAR<sub>+240</sub>) 변수를 추가하여 아래와 같이 단계적으로 OLS회귀분석을 진행한 결과를 제시하였다. 이들의 관계를 분석하기 위해 모든 연구모형들에는 연도효과와 산업효과가 포함된 통제변수들이 포함되었다.

$$[\text{Step 1}] \text{TobinsQ}_{t+1(3A)} \text{ or } \text{ROA}_{t+1(3A)} = \beta_0 + \beta_1 \text{CAR}_{+240} + \Sigma \text{Controls} + \varepsilon_t$$

$$[\text{Step 2}] \text{TobinsQ}_{t+1(3A)} \text{ or } \text{ROA}_{t+1(3A)} = \beta_0 + \beta_1 \text{CAR}_{+240} + \beta_2 \text{Delist} + \Sigma \text{Controls} + \varepsilon_t$$

$$[\text{Step 3}] \text{TobinsQ}_{t+1(3A)} \text{ or } \text{ROA}_{t+1(3A)} = \beta_0 + \beta_1 \text{CAR}_{+240} + \beta_2 \text{Delist} + \beta_3 \text{DelistxCAR}_{+240} + \Sigma \text{Controls} + \varepsilon_t$$

주 2) 모형적합도(F-Value)는 모두 유의(p < 0.001)하였으며, 모형별로 다중공선성(VIFs ≤ 10)과 잔차항의 자기상관관계(Durbin-Watson = 2)는 존재하지 않았다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.



<Table 5> 상장유지(폐지)가능 여부에 따른 시장반응과 종속변수와의 관계 분석결과

Panel A: TobinsQ 분석결과

Dep. Variable= Delist	TobinsQ <sub>t+1</sub>		TobinsQ <sub>3A</sub>		Max VIFs
	Listing Firms β (t-stat.)	Delistable Firms β (t-stat.)	Listing Firms β (t-stat.)	Delistable Firms β (t-stat.)	
CAR <sub>±240</sub>	0.308*** (4.840)	0.059 (0.335)	0.248*** (3.765)	0.373* (2.152)	2.906
Controls	included	included	included	included	
Intercept	-0.199** (-1.992)	-0.395 (-1.459)	-0.107 (-1.108)	0.339 (1.065)	
R <sup>2</sup>	0.592	0.659	0.541	0.720	
(Adj.R <sup>2</sup> )	(0.462)	(0.186)	(0.396)	(0.332)	
F-Value	4.560***	1.823 <sup>+</sup>	5.654***	1.898 <sup>+</sup>	
Durbin-Watson	2.073	2.123	2.104	2.038	
Z-stat.		1.794		-0.605	
T-stat.		1.785		-0.464	
Observations	225	44	225	44	

Panel B: ROA 분석결과

Dep. Variable= Delist	ROA <sub>t+1</sub>		ROA <sub>3A</sub>		Max VIFs
	Listing Firms β (t-stat.)	Delistable Firms β (t-stat.)	Listing Firms β (t-stat.)	Delistable Firms β (t-stat.)	
CAR <sub>±240</sub>	0.151** (2.587)	0.186 <sup>+</sup> (1.770)	0.188** (3.113)	0.308+ (1.906)	2.906
Controls	included	included	included	included	
Intercept	0.167 (2.173)	-0.779* (-2.609)	0.238** (3.004)	-0.895** (-3.036)	
R <sup>2</sup>	0.636	0.663	0.526	0.663	
(Adj.R <sup>2</sup> )	(0.404)	(0.532)	(0.375)	(0.195)	
F-Value	5.267***	2.962**	4.471***	2.564*	
Durbin-Watson	2.114	1.999	2.094	2.216	
Z-stat.		-0.507		-0.763	
T-stat.		-0.398		-0.590	
Observations	224	44	225	44	

주 1) 이 표에는 상장폐지가가능여부(Delist)에 따라 상호변경에 대한 시장반응(CAR<sub>±240</sub>)이 기업가치 및 가치지속성(TobinsQ<sub>t+1</sub>, TobinsQ<sub>3A</sub>) 그리고 기업의 재무적가치 및 가치지속성(ROA<sub>t+1</sub>, ROA<sub>3A</sub>)에 미치는 영향에 대한 차이를 분석하기 위하여 그룹별 회귀분석을 진행하였으며, 시장반응(CAR<sub>±240</sub>)과 종속변수들의 관계를 나타내는 회귀계수(β)에 대한 차이검증을 진행한 결과들(Z-stat, T-stat.)을 제시하였다. 이들의 관계를 분석하기 위해 모형에는 연도효과와 산업효과가 포함된 통제변수들이 포함되었다.

[분석모형]  $TobinsQ_{t+1(3A)} \text{ or } ROA_{t+1(3A)} = \beta_0 + \beta_1 CAR_{\pm 240} + \Sigma Controls + \varepsilon_t$

주 2) 모형적합도(F-Value)는 모두 유의(p < 0.001)하였으며, 모형별로 다중공선성(VIFs ≤ 10)과 잔차항의 자기상관관계(Durbin-Watson ≈ 2)는 존재하지 않았다.

주 3) \*, \*\*, 그리고 \*\*\*은 각각 p값이 0.05, 0.01 그리고 0.001에서 유의함(유의확률: 양측검정)을 나타낸다.