

유상증자와 대주주 거래 연구

김수인 이화여자대학교 경영학과 박사과정
변진호* 이화여자대학교 경영학과 교수

요약 본 연구에서는 유상증자를 대주주의 지분율 증감 여부로 구분하여 유상증자 공시에 대한 시장 반응 및 유상증자 전 이익조정, 유상증자 후 장기 수익률에 대해 실증 분석하였다. 기존주주의 부를 보호하려는 경영자의 유인을 유상증자에 적용하여 유상증자를 유형에 따라서 구분하여 연구한 선행연구와 차별화 하였다. 본 연구의 실증 분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 유상증자 공시일 전후의 누적초과수익률(CAR)은 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자를 실시한 기업의 누적초과수익률보다 높게 나타났다. 둘째, 유상증자를 실시한 기업의 유상증자 실시 직전년도의 이익조정은 대주주 지분율의 증감과 유의한 음(-)의 관계로 나타났다. 마지막으로, 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 유상증자 후 3개월간의 매입보유초과수익률(BHAR)이 대주주 지분율의 증감과 유의한 양(+)의 관계로 나타났다. 이러한 결과는 경영자가 기존 주주의 부를 보호하기 위해 대주주의 참여가 낮을수록 신규주주를 대상으로 신주의 발행가격을 높이기 위해 이익조정을 더 많이 하고, 대주주 지분율 증감에 따라 유상증자 공시에 대한 시장반응 및 장기 수익률이 차별적으로 나타난다는 것을 보여준다. 따라서 국내 시장의 유상증자 공시에 대한 긍정적인 반응은 유상증자를 통해 평균적으로 대주주 지분율이 증가하기 때문이며 대주주 지분율이 감소하는 유상증자의 부정적인 시장반응과 장기 저성과를 제시함으로써 증자에 참여하는 투자자의 의사결정에 시사점을 던져준다.

주요단어 유상증자, 대주주 지분율, 이익조정, 누적초과수익률, 매입보유초과수익률

투고일 2015년 03월 27일

수정일 2015년 06월 15일

게재확정일 2015년 07월 29일

* 교신저자, 주소: 03760, 서대문구 이화여대길 52 이화여자대학교 경영대학; E-mail : jbyun@ewha.ac.kr ; 전화: 02-3277-3971.

Seasoned Equity Offerings and Trade of Largest Shareholders

Su In Kim
Jinho Byun*

Ph.D. Candidate, School of Business, Ewha Women's University
Professor, School of Business, Ewha Women's University

Received 27 Mar. 2015
Revised 15 Jun. 2015
Accepted 29 Jul. 2015

Abstract

This study investigates the capital market reactions to announcements of seasoned equity offerings (SEOs), earnings management activities during the year before an SEO, and the decline in post-SEO stock performance.

Although previous studies focus on the type of SEO and earnings management behavior, we classify SEO firms into two subsamples, those in which the largest shareholders increase their shareholding ratio and those in which they decrease their shareholding ratio, to examine management incentives that protect the wealth of existing shareholders.

The announcement of an SEO in which the largest shareholders participate is good news for the market. We first seek to examine whether the response of the capital market to an SEO in which the largest shareholder's shareholding ratio increases is more positive than its response to an SEO in which the largest shareholder's shareholding ratio decreases.

Because the cash flow of an SEO is dependent on the stock price, the management has an incentive to temporarily raise the stock price to maximize the existing shareholders' wealth in SEO cases where the largest shareholder's shareholding ratio decreases. Therefore, our second hypothesis is that there is greater earnings management, involving increased reported earnings, in the year before an SEO in which the largest shareholder's shareholding ratio increases than an SEO in which it

* Corresponding Author. Address: Ewha Womans University, 52 Ewhayeodae-gil, Seodaemun-gu, Seoul 03760, Korea; E-mail: jbyun@ewha.ac.kr; Tel: 82-2-3277-3971.

decreases.

The decline in post-SEO stock performance in cases where the largest shareholder's shareholding ratio decreases is more severe than in cases where it increases, because post-SEO performance is driven by accrual reversal. Therefore, our third hypothesis is that there is higher post-SEO stock performance in cases where the largest shareholder's shareholding ratio increases than in cases where it decreases.

The empirical results of this study are as follows.

First, the cumulative abnormal returns (CAR) around the announcement date of SEOs in which the largest shareholders' shareholding ratio increases is higher than the CAR around those in which the ratio decreases. This provides support for our first hypothesis that the capital market responds more positively to SEOs in which the largest shareholder's shareholding ratio increases than to SEOs in which the ratio decreases. Second, the relationship between discretionary accruals during the year before an SEO and the change in the largest shareholder's shareholding ratio is negative. This is consistent with our second hypothesis that there is more earnings management to increase reported earnings during the year before SEOs in which the largest shareholder's shareholding ratio decreases than SEOs in which the ratio increases. Third, the relationship between the three-month buy and hold abnormal returns of SEOs and the change in the largest shareholders' shareholding ratio is positive. This partially supports our third hypothesis that there is higher post-SEO stock performance in cases where the largest shareholder's shareholding ratio increases than in cases where the ratio decreases.

Overall, our findings show that the greater the change in the largest shareholder's shareholding ratio, the more positive the capital market reaction to the SEO announcement, the less the earnings management, and the higher the post-SEO stock performance. The results can be explained as the incentive of management to protect the wealth of existing shareholders.

We make several contributions to the literature. First, we investigate SEOs by classifying SEO firms into two subsamples, those in which the largest shareholders increase their shareholding ratio and those in which they decrease their ratio, to examine management incentives to protect the wealth of existing shareholders. Our study differs from others in the literature, which focus on the type of SEO and earnings management behavior or market responses to SEOs. Classifying firms by the change in the largest shareholder's shareholding ratio is a more feasible way to examine management incentives to protect the wealth of existing shareholders than classifying them by the type of SEO, because the type of SEO is associated with the participation of existing shareholders. For example, in the case of a general cash offer, the largest shareholder can either participate in an SEO or not, or stand by the rights offer because there are no mandatory regulations. The largest shareholders can increase their shareholding ratio through third party allocation in cases where the third party is the largest shareholder.

Our results showing that the largest shareholder's shareholding ratio increases through SEOs in the Korean capital market explains why the positive market response to the announcement of SEOs in Korea is different from the negative market response in other countries.

Keywords Seasoned Equity Offering, Equity Ownership held by Largest Shareholder, Earnings Management, Cumulative Abnormal Return (CAR), Buy and Hold Abnormal Return (BHAR)

I. 서론

유상증자 공시의 시장반응에 대한 해외의 선행연구에 의하면 유상증자 공시에 대한 시장 반응은 부정적이다. 유상증자는 시장가치가 고평가되었을 때 자금을 조달하기 때문에 이후에는 시장가치가 하락하게 된다는 이론이 유상증자의 부정적인 시장반응에 대한 근거로 제시되었다.

이런 연구결과는 국내의 선행연구 결과와는 상반된다. 국내의 선행연구에 의하면 유상증자 공시에 대해 시장은 일반적으로 양(+)의 반응을 보인다. 유상증자 공시에 대한 해외와 국내 시장의 상이한 반응에 대해서 유상증자 유형이 다르기 때문이라는 설명이 가능하다. 유상증자가 대부분 일반공모 방식을 통해 이루어지는 해외와는 달리 국내에서는 일반공모뿐만 아니라 구주배정 및 제3자 배정 유형의 유상증자도 많이 이루어지기 때문에 국내의 선행연구 결과가 해외의 선행연구 결과와 상이하게 나타나고 있다는 것이다. 다수의 연구에서 유상증자를 일반공모와 구주배정, 제3자 배정 유형으로 구분하여 유상증자 유형에 따라 차별적인 시장반응이 나타남을 실증적으로 검증하였다.

본 연구에서는 유상증자를 유형에 따라 구분하여 연구한 선행연구와는 달리 유상증자 이후 대주주의 지분을 증감 여부를 기준으로 구분하여 분석하였다. 시장에서 대주주가 참여하는 유상증자는 대주주가 참여하지 않는 유상증자에 비해 긍정적인 신호로 받아들일 것이며, 따라서 대주주 지분율이 증가하는 유상증자에 대한 시장반응이 대주주 지분율이 감소하는 유상증자의 시장반응보다 호의적일 것이라는 가설을 설정하였다. 또한 대주주가 참여하지 않는 유상증자의 경우 신규주주를 대상으로 경영자는 발행가액을 높임으로써 기존 주주의 부를 늘리려고 할 것이며 이를 위해 유상증자 이전 보고이익의 상향 조정이 일어날 가능성이 클 것이다. 따라서 대주주가 참여하지 않는 유상증자는 대주주가 참여하는 유상증자에 비해 보고이익의 상향조정이 많이 이루어질 것이며, 유상증자 이후에는 장기 수익률의 저성과가 강하게 나타날 것이라는 가설을 추가로 설정하였다.

본 연구에서의 대주주의 지분율이란 최대주주 및 그 특수관계자의 지분율의 합계를 의미한다. 대기업의 경우 실질적으로 기업을 통제하는 소위 오너 일가의 지분율이 상대적으로 낮기 때문에 대주주가 금융기관이나 연기금 등 경영권이 없는 투자자일 가능성이 있다. 그러나 대기업은 유상증자보다는 부채 발행을 통한 자금 조달을 선택하는 경우가 대부분이고, 본 연구의 표본에서도 대기업이 차지하는 비중이 미미하므로 본 연구에서의 대주주란 기업의

실제 경영권을 가진 주주라고 할 수 있을 것이다.

본 연구는 2001년부터 2013년까지의 유가증권시장(KOSPI) 상장기업 중 유상증자를 실시한 330개의 표본을 대상으로 분석을 수행하였으며, 주요 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 유상증자 공시일 전후의 누적초과수익률(cumulative abnormal return, CAR)은 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자를 실시한 기업의 누적초과수익률보다 높게 나타났다. 이는 대주주가 참여하는 유상증자에 대한 시장반응이 더 긍정적일 것이라는 가설과 일치하는 결과이다.

둘째, 유상증자 실시 직전년도에 이익조정과 대주주 지분율의 증감이 유의한 음(-)의 관계로 나타났다. 이는 대주주의 유상증자 참여가 낮을수록 경영자가 기존주주의 부를 보호하기 위해 신규주주를 대상으로 신주발행가액을 높이기 위해 이익조정을 더 많이 한 것이라고 볼 수 있다.

셋째, 유상증자 후 3개월간의 매입보유초과수익률(buy and hold abnormal return, BHAR)이 대주주 지분율의 증감과 유의한 양(+)의 관계로 나타나 대주주 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 장기 수익률이 대주주 지분율이 감소하는 유상증자를 실시한 기업의 장기 수익률보다 높을 것이라는 가설을 부분적으로 지지하였다.

본 연구는 유상증자에 대한 선행연구에 비교하여 다음과 같은 차별점이 있다.

우선 본 연구는 유상증자를 유형별로 구분한 선행연구와는 다르게 유상증자를 대주주 지분율의 증감으로 구분하여 실증 분석하였다. 일반공모, 구주주배정, 제3자 배정이 가지는 특징은 구주주의 참여여부와 관련이 되는 것이지 유상증자 유형 자체의 특징은 아닐 것이다. 예를 들어, 구주주배정 방식의 경우 대주주의 참여가 자율적이기 때문에 대주주의 지분율이 증가할 수도 감소할 수도 있을 것이고, 제3자 배정의 경우에도 제3자가 대주주인지 여부에 따라 유상증자 전후의 대주주의 지분율이 변화할 것이다. 따라서 대주주 지분율의 증감이라는 기준이 경영자의 유인을 구분하는 특징이 될 수 있으며, 모든 유형의 유상증자에 적용할 수 있는 객관적 특징이 된다고 볼 수 있다. 즉, 유상증자를 대주주 지분율 증감에 따라 구분하는 것이 유상증자를 유형별로 구분하는 것보다 경영자가 기존 주주의 부를 보호하려는 유인이 유상증자에 적용되는지를 연구하는데 더 적합할 것이다. 그러므로 유상증자를 유형별로 분석한 선행연구의 결과를 대주주 지분율의 증감이라는 기준으로 일관되게 설명할 수 있다. 특히 구주주배정의 경우 유상증자 전 이익조정에 대해 혼재된 연구 결과가 존재하는데(김윤태,

황성현, 2009; 김문철, 안성희, 황문호, 2015), 이는 대주주의 참여의 자율성으로 설명이 가능할 것이다. 구주주배정 유상증자는 대주주 참여가 자율적이기 때문에 대주주의 지분율이 증가할 수도 감소할 수도 있기 때문이다. 제3자 배정의 경우 유상증자 전의 보고이익의 하향조정(김문철 외, 2015)과 공시일의 긍정적인 시장반응(장지영, 이혜진, 황성현, 2010)도 제3자가 최대주주 및 특수관계자인 경우가 많다는 것으로 설명할 수 있을 것이다.

마지막으로 본 연구에서는 유상증자 전의 대주주 지분율에 비해 유상증자 후의 대주주 지분율이 증가하는 것으로 나타났는데, 이는 해외와는 다른 국내 시장의 유상증자 공시에 대한 긍정적인 반응이 유상증자를 통해 대주주의 지분율이 증가하기 때문임을 알 수 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 선행연구를 검토하고 제III장에서는 연구가설을 설정하고 연구방법을 설명한다. 제IV장에서는 실증분석결과를 제시하고 마지막으로 제V장에서는 결론을 맺는다.

II. 선행연구 검토

유상증자와 관련한 선행연구는 유상증자 공시에 대한 시장 반응에 대한 연구와 유상증자 후 장기 수익률에 관한 연구, 유상증자 전 이익조정에 관한 연구로 나누어 볼 수 있다.

유상증자 공시에 대한 시장 반응과 관련하여 대부분의 미국의 연구들은 유상증자 공시 후 주가가 하락한다는 실증 연구 결과를 제시하고 있다.

그 원인을 설명하기 위하여 Myers and Majluf(1984)는 시장에 존재하는 정보비대칭으로 인해 기업의 시장가치가 고평가된 경우에는 증자를 통해 자금을 조달하고 저평가된 경우에는 부채를 이용하여 자금을 조달한다는 정보가설에 따라 유상증자는 주가에 부정적인 영향을 미친다고 하였다. Chen, Dai, and Schatzberg(2010)는 기업이 저평가될수록 PIPE(Private investment in public equity)를 선호하고 그렇지 않은 기업은 유상증자를 선호한다고 하였다. 또한 Scholes(1972)는 유상증자는 기업의 주식 공급량을 증가시키므로 해당 기업의 주식의 가격이 하락한다는 가격압박가설을 제시하였다. 제3자 배정의 경우 유상증자에 대한 긍정적인 시장반응을 보여주는(Hertzel and Smith, 1993) 연구도 존재하지만, 대부분 일반공모 형태로 이루어지는 미국의 유상증자에 대한 시장반응은 부정적이라고 할 수 있다.

유럽에서도 비슷한 연구결과를 보여주고 있는데, Slovin, Sushka, and Lai(2000)은 런던 증권거래소에서의 유상증자 공시에 대한 부정적인 시장반응을 보고하였고, Gajewski and Ginglinger(2002)는 파리증권거래소에서의 유상증자의 부정적인 시장반응을 보고하였다.

그러나 미국의 경우 유상증자는 대부분 일반공모방식을 통해 이루어지기 때문에 일반공모 뿐만 아니라 구주배정 및 제3자 배정 형식의 유상증자도 많이 이루어지는 국내의 선행연구 결과는 상이하게 나타나고 있다.

신용균(1995)은 1985년부터 1993년까지 유상증자를 공시한 548개 기업을 대상으로 유상증자의 공시시점에서의 주가반응효과를 검증하면서 구주주이익가설을 통해 국내에서는 기존주주들이 부를 독점하기 때문에 유상증자 공시시점에서 양의 주가반응이 관찰되었음을 보여주었다. 윤영걸(1996)은 1993년부터 1997년까지 유상증자를 실시한 기업 대상의 연구에서 자기선택가설을 이용하여 유상증자 공시가 투자자들에게 긍정적으로 받아들여지기 때문에 유상증자공시일과 그 직후에 양의 주가반응이 나타남을 보여주었다. 장지영 외(2010)는 유상증자의 방식에 따른 차별적 주가반응에 대한 연구에서 구주배정 방식의 경우에는 유상공시일 기준 +1일에 유의적인 음(-)의 초과수익률이 나타났으며, 제3자 배정방식인 경우에는 유상증자 공시일에 큰 폭의 양(+)의 초과수익률이 나타남을 제시하여 구주배정 방식이 아닌 유상증자의 경우 유상증자 공시에 대한 시장 반응이 긍정적임을 보여주었다. 정현철, 정영우(2008)는 유상증자 공시에 대해 KOSPI 200 기업은 음(-)의 초과수익률을 나타내고, KOSPI 200이 아닌 기업은 양(+)의 초과수익률을 나타냈다는 연구 결과를 정보 효율성의 차이로 설명하였다.

유상증자 후 장기 수익률에 관한 연구는 대부분 부정적인 결과를 보여주었다. Loughran and Ritter(1997)는 유상증자 후 3년과 5년의 주가 수익률이 증자를 하지 않을 기업의 주가 수익률에 비해 낮게 나타남을 보여주었다. Spiess and Affleck-Graves(1995)는 유상증자 기업의 장기 저성과를 보여주면서 소규모 기업, 신생기업, 장부가/시가비율이 낮은 기업 및 NASDAQ 상장 기업의 저성과가 더욱 두드러진다고 하였다.

국내 선행연구 결과도 유상증자 기업의 장기 저성과를 보여주었다. 김병기, 공명재(2000)는 1987년부터 1997년까지 유상증자를 실시한 기업에 대한 장기성과를 조사한 연구에서 증자 기업이 비증자기업에 비해 주가수익률과 영업성과에 있어 모두 열등한 성과를 보였다고 하였다. 김석진, 변현수(1998)는 1980년~1996년 기간 동안의 유상증자 후 36개월간의 장기성과를

분석하였는데, 유상증자 실시기업이 장기적으로 저성과를 보였다.

유상증자 공시에 대한 시장반응에 대한 연구와 유상증자 후 장기 수익률에 관한 국내의 선행연구를 종합하면 유상증자 공시 시점에서는 주가가 상승하였다가 이후 장기간에 걸쳐 주가가 하락함을 알 수 있다. 유상증자 전 이익조정에 관한 연구가 이런 현상에 대해 설명이 될 수 있을 것이다. 선행연구들은 유상증자 시 경영자는 기존주주의 부를 보호하기 위해 신주 발행시 발행가액을 높이려는 유인이 있으므로 이익을 상향 조정한다고 하였다.

Teoh, Welch, and Wong(1998)은 경영자가 보다 유리한 조건으로 유상증자를 실행하기 위해 유상증자 전에 이익을 증가시키는 조정을 하고 시장에서 주가가 과대평가되어 신주 발행가액을 높이므로 기존주주의 부가 늘어나지만 유상증자 후에는 유상증자 전의 이익조정 영향으로 주가수익률이 하락한다고 하였다. Cohen and Zarowin(2010)은 유상증자 시 발생액을 이용한 이익조정 뿐만 아니라 실질활동을 통한 이익조정도 나타나고 있으며, SOX법 이후에는 발생액 이익조정보다 실질활동을 통한 이익조정이 증가되고 있다고 하였다.

최관, 백원선(1999)은 경영자는 유상증자 시 기존주주의 부를 보호하기 위해 발행가액을 높일 유인을 가지기 때문에 유상증자 시 이익을 상향조정한다고 하였다. 윤순석, 이근열(2001)은 1995년부터 1997년 사이에 유상증자를 실시한 기업을 대상으로 한 실증연구에서 유상증자 직전 회계연도에 이익을 증가시키는 현상이 있다고 하였다. 강선아, 전성빈(2010)은 실질활동을 이용한 이익조정방법을 기초로 유상증자전의 이익조정을 연구하여 기업이 유상증자 직전 회계연도에 실질활동 조정을 통해 이익을 상향시키고 이것의 영향으로 유상증자 후의 영업 성과가 감소하고 있음을 보고하였다.

국내에서는 일반공모가 대다수인 미국과는 다르게 유상증자의 유형에 따른 차별적 이익조정에 대한 연구도 이루어졌다. 김운태, 황성현(2009)은 유상증자를 주주배정과 제3자 배정으로 나누어 이익조정을 분석하였는데, 주주배정의 경우에는 유상증자 전에 보고이익을 증가시키지만 제3자 배정의 경우에는 유상증자 전에 보고이익을 감소시킨다는 것을 발견하였다. 제3자 배정의 경우는 경영권 승계나 계열사 지배를 위한 것이므로 신주 발행가액을 낮추려는 유인이 있기 때문이라고 설명하였다. 김문철 외(2015)는 유상증자를 주주배정, 일반공모, 제3자 배정으로 나누어 이익조정을 분석하면서 일반공모가 기존주주의 부를 침해할 가능성이 가장 높기 때문에 이를 방지하기 위해 보고이익의 상향조정이 가장 두드러지게 일어나며, 제3자 배정의 경우는 제3자가 내부자일 때 보고이익의 하향조정이 일어나고, 주주배정의

경우는 유의한 이익조정을 발견하지 못하였다고 하였다.

대주주가 사적 이익을 추구하기 유상증자 방식을 선택하여 발행가액에 영향을 미친다는 연구도 존재한다. 김석봉, 박경서, 정찬식(2014)은 대주주 지분율에 따라 선호되는 유상증자 방식을 연구하였는데, 연구 결과는 대주주 지분율이 높을수록 발행사는 주주배정 방식을 선택하고, 대주주 지분율이 낮을수록 일반공모 방식을 선택하는 것으로 나타났다. 주주배정 방식은 대주주의 신주인수비율이 높기 때문에, 대주주 지분율이 높은 경우 신주를 가능한 낮은 가격에 인수하여 인수비용을 최소화하기 위해 주주배정 방식을 선택한다. 반면 대주주 지분율이 낮은 경우 일반공모 방식을 통해 신주발행가액을 높여서 대주주 지분율의 희석화를 줄이려고 할 것이다. 이는 대주주 지분율에 따라 대주주의 경제적 유인이 달라져서 신주 발행가액에 미치는 영향이 다르게 나타나는지를 분석했다는 점에서 본 연구와 유사하다. 그러나 본 연구는 유상증자 방식이 아니라 유상증자를 통한 대주주 지분율의 증감에 따라 신주발행가액을 조정하기 위한 이익조정이 다르게 나타나는지를 분석했다는 점에서 차이가 있다.

Ⅲ. 연구가설의 설정 및 연구방법

1. 연구가설의 설정

유상증자를 주주배정, 일반공모 및 제3자 배정의 형태로 구분하여 실증 분석한 선행연구와는 달리 본 연구에서는 유상증자를 통해 대주주의 지분율이 증가하는지 여부에 따라 가설을 설정하고 검증하고자 한다. 구주주배정 및 제3자 배정 방식의 경우에도 대주주의 참여 여부에 따라 유상증자 전후의 대주주의 지분율이 변화할 것이다. 따라서 유상증자를 형태별로 구분하는 것보다는 대주주 지분율의 증감에 따라 구분하는 것이 경영자의 기존주주의 부를 보호하려는 유인이 유상증자에 적용되어 유상증자에 대한 시장반응이 차별적으로 나타나는지를 연구하는데 더 적합할 것이다.

유상증자가 대부분 일반공모의 형태로 이루어지는 미국과는 달리 국내는 일반공모보다는 구주주배정과 제3자 배정을 이용하여 유상증자를 실시하고 있다(김문철 외, 2015). 유상증자

공시에 대한 시장반응도 미국 자본시장을 대상으로 한 연구결과와는 달리 긍정적인 주가반응이 관찰된 것이 대부분인데 이는 유상증자에 기존주주가 참여하는 경우가 많기 때문에 시장에서 긍정적으로 반응하는 것일 수 있다. 미래 기업 가치에 대해 대주주가 긍정적으로 평가하기 때문에 유상증자에 대주주가 참여한다는 것으로 투자자들이 받아들이기 때문이다. 따라서 대주주 지분율이 증가하는 유상증자에 대한 시장반응이 대주주 지분율이 감소하는 유상증자의 시장반응보다 호의적일 것이라는 아래의 가설 1을 설정하였다.

가설 1: 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자는 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자에 비해 유상증자 공시 전후의 시장 반응이 긍정적일 것이다.

경영자는 기존주주의 부를 보호하려는 유인이 있다. 따라서 경영자는 신규주주를 대상으로는 주식의 발행가액을 높이고 기존주주를 대상으로는 주식의 발행가액을 낮춤으로써 기존주주의 부를 극대화 하려고 할 것이다. 이를 위해 경영자는 신규주주를 대상으로 유상증자를 하는 경우에는 신주 발행가액을 높이기 위해 유상증자 전 보고이익을 상향조정 할 것이다. 반대로 기존주주를 대상으로 한 유상증자의 경우에는 보고이익을 상향조정할 유인이 없을 것이다. 따라서 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자 전에는 이익조정을 적게 하고 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자 전에는 이익조정을 많이 하는 것이 기존주주의 부를 보호하는 것이기 때문에 아래의 가설 2을 설정한다.

가설 2: 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자는 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자에 비해 이익조정이 적을 것이다.

기존주주의 부를 보호하려는 경영자의 유인에 따라 신규주주를 대상으로 하는 유상증자 전에는 보고이익을 상향조정하는 이익조정에 발생할 것이고, 기존주주를 대상으로 하는 유상증자 전에는 보고이익을 상향조정하는 이익조정이 발생하지 않을 것이다. 또한 유상증자 후에는 유상증자 전의 이익조정의 영향이 반대로 나타나기 때문에 신규주주를 대상으로 한 유상증자 후의 이익은 기존주주를 대상으로 한 유상증자 후의 이익에 비해 낮을 것이다. 따라서 대주주의 참여가 적어 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자는 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자에 비해 장기적으로 저성고가 강하게 나타날 것으로 예상하여 아래의 가설 3을 설정한다.

가설 3: 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자는 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자에 비해 유상증자 후 장기 수익률이 높을 것이다.

2. 연구방법

가설 1을 검증하기 위하여 사건연구를 실시하였으며, 유상증자 공시일의 주가반응을 검증하기 위하여 공시일을 사건일로 하여 사건일 전후 5일의 누적초과수익률(cumulative abnormal return, CAR)을 이용하였다. 초과수익률(abnormal return, AR)은 실제수익률과 예상수익률의 차이로 계산하는데, 본 연구에서는 예상수익률을 분석일 이전의 기업 주가 수익률과 시장수익률(KOSPI 지수)의 관계를 회귀 분석하여 추정하였다. 본 연구에서 사용한 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)의 계산은 다음과 같다.

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$$

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}$$

AR_{it} = 기업 i 의 t 일의 초과수익률

R_{it} = 기업 i 의 t 일의 일별주가수익률

$$E(R_{it}) = \alpha_{it} + \beta_{it} \times R_{mt}$$

여기서, α 와 β 는 사건일 10일 전부터 245일 전까지의 기업 i 의 일별 주가수익률과 종합주가 수익률의 관계를 회귀분석 하여 추정하였다.

가설 2를 검증하기 위해 회귀분석을 실시하였으며, 유상증자 전기의 이익조정 수준을 종속변수로 하는 아래의 식 (1)을 연구모형으로 설정하였다. 설명변수는 대주주의 지분 증가를 나타내는 INCREASE이다. 유상증자를 통해 대주주의 지분이 증가하는 경우의 이익조정이 대주주의 지분이 감소하는 경우의 이익조정보다 낮을 것으로 예상하기 때문에 β_1 은 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상하였다.

$$DA_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 INCREASE_{it} + \beta_2 SIZE_{it-1} + \beta_3 LEV_{it-1} + \beta_4 OCF_{it-1} \quad (1)$$

$$+ \beta_5 LOSS_{it-1} + \beta_6 GW_{it-1} + \beta_7 BIGA_{it-1} + \beta_8 FOREIGN_{it-1}$$

$$+ \beta_9 LARGEST_{it-1} + \sum_{j=10}^{16} \beta_j INDUSTRY_{jt-1} + \sum_{j=17}^{29} \beta_j YEAR_{jt-1} + \epsilon_{it-1}$$

DA: Kothari 모형에 의한 재량적 발생액
INCREASE: 최대주주 및 특수관계자 지분율 증감의 백분율 순위
SIZE: 기말 자산 총액의 자연 로그 값
LEV: 부채비율(= 기말 부채 총액/기말 자산 총액)
OCF: 자산 대비 영업활동으로 인한 현금흐름(= 기말 영업현금흐름/기말 자산 총액)
LOSS: 당기순이익이 0보다 작으면 1, 아니면 0
GW: 매출액성장률(= (기말 매출액-기초 매출액)/기초 매출액)
BIG4: 감사인이 BIG4인 경우 1, 아니면 0
FOREIGN: 외국인 지분율
LARGEST: 최대주주 및 특수관계자 지분율
INDUSTRY: 산업별 더미변수
YEAR: 연도별 더미변수

재량적 발생액에 영향을 미칠 수 있는 통제변수는 다음과 같이 구성하였다. 기업규모(SIZE)는 기업의 규모가 클수록 이해관계자가 많아지므로 보고 이익에 대한 더 큰 압력이 존재하여(Pincus and Rajgopal, 2002) 경영자가 이익을 조정할 수 있기 때문에(Dechow and Dichev, 2002) 통제하였고, 부채비율(LEV)은 부채계약을 위반하지 않기 위해 경영자가 이익을 조정할 가능성이 있어(DeFond and Jiambalvo, 1994; Sweeney, 1994) 이를 통제하기 위해 포함하였다. 영업 현금흐름(OCF)은 발생액을 통제하기 위한 수단이므로(Subramanyam, 1996) 통제하였다. 매출액성장률(GROWTH)은 기업의 매출성장에 따라 경영자의 이익조정 동기가 영향을 받을 수 있고(Mizik and Jacobson, 2008), BIG4는 감사인에게 감사받은 경우 재량적 발생액이 낮다는 선행연구(니종길, 최관, 2003)에 따라 외부감사인이 회계품질에 미치는 영향을 통제하기 위해 통제변수에 포함하였다. 경영자가 보고이익을 조정할 가능성은 기업의 지배구조의 영향을 받으므로 최대주주 및 특수관계자 지분율(LARGEST), 외국인 지분율(FOREIGN)을 통제변수에 포함하였다(전영순, 노준화, 배길수, 2010; Peasnell, Pope, and Young, 2000). 마지막으로 손실보고기업의 이익조정 특성을 통제하기 위해 당기순손실(LOSS)을 포함하였다.

종속변수인 재량적 발생액은 Kothari, Leone, and Wasley(2005)에 따른 방법을 이용하여 측정하였다. Kothari et al.(2005)에서 제시한 모형은 발생액은 기업의 개별적 성과에 영향을 받을 수 있다는 이유로 수정된 Jones 모형에 경영성과(총자산수익률, ROA)를 반영한 모형이다.

재량적 발생액은 아래의 식 (2)를 연도별 산업별로 회귀분석하여 추정된 잔차로 계산하였다.

$$TA_{it} = b_0 + b_1(1/ASSET_{it-1}) + b_2(\Delta SALES_{it} - \Delta REC_{it}) + b_3PPE_{it} + b_4ROA_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

TA: 기말 총발생액/기말 자산 총액

ASSET: 기초 자산 총액

$\Delta SALES$: 매출액 증감액/기말 자산 총액

ΔREC : 매출채권 증감액/기말 자산 총액

PPE: (기말 유형자산-기말 토지-기말 건설중인자산)/기말 자산 총액

ROA: 기말 당기순이익/기말 자산 총액

ϵ : 잔차항

가설 3을 검증하기 위하여 매입보유초과수익률(buy and hold abnormal return, BHAR)을 이용하였다. 매입보유초과수익률은 Barber and Lyon(1997)의 방법에 따라서 산출하는데 기업의 월별 주가수익률에서 벤치마크포트폴리오의 수익률을 차감하여 계산한다.

$$BHAR_{it} = \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{it}] - \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{Bt}]$$

$BHAR_{it}$ = 기업 *i*의 분석기간 동안의 매입-보유 초과수익률

R_{it} = 기업 *i*의 *t*월의 주가수익률

R_{Bt} = 벤치마크포트폴리오의 *t*월의 주가수익률

τ = 분석기간(3, 6, 9, 12개월)

여기서, 벤치마크포트폴리오는 기업규모(연도 말 시가총액)와 시가장부가비율(market to book ratio)을 기준으로 각각 10분위로 그룹으로 구분하고, 개별 기업의 주식이 속하는 그룹의 평균 수익률을 벤치마크포트폴리오 수익률로 추정한다.

또한 가설 3을 검증하기 위해 회귀분석을 실시하였으며, BHAR을 종속변수로 하는 아래의 식 (3)을 연구모형으로 설정하였다. 관심변수는 대주주의 지분 증가를 나타내는 INCREASE이다. 유상증자를 통해 대주주의 지분이 증가하는 경우의 매입보유초과수익률이 대주주의 지분이 감소하는 경우의 매입보유초과수익률보다 높을 것으로 예상하기 때문에 β_1 은 유의한 양(+)

값을 가질 것으로 예상하였다.

$$\begin{aligned}
 BHAR_{it} = & \beta_0 + \beta_1 INCREASE_{it} + \beta_2 MB_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} \\
 & + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 LEV_{it-1} + \beta_6 LOSS_{it-1} + \beta_7 GW_{it-1} + \beta_8 BIG4_{it-1} \\
 & + \beta_9 FOREIGN_{it-1} + \beta_{10} LARGEST_{it-1} + \sum_{j=11}^{17} \beta_j INDUSTRY_{it-1} \\
 & + \sum_{j=18}^{30} \beta_j YEAR_{jt-1} + \epsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{3}$$

BHAR: 매입보유초과수익률

INCREASE: 최대주주 및 특수관계자 지분율 증감의 백분율 순위

MB: 시가/장부가 비율

SIZE: 기말 자산 총액의 자연 로그 값

ROA: 총자산수익률(= 당기순이익/기말 자산 총액)

LEV: 부채비율(= 기말 부채 총액/기말 자산 총액)

LOSS: 당기순이익이 0보다 작으면 1, 아니면 0

GW: 매출액성장률(= (기말 매출액-기초 매출액)/기초 매출액)

BIG4: 감사인이 BIG4인 경우 1, 아니면 0

FOREIGN: 외국인 지분율

LARGEST: 최대주주 및 특수관계자 지분율

INDUSTRY: 산업별 더미변수

YEAR: 연도별 더미변수

3. 표본의 선정

〈표 1〉 표본 구성

유상증자 공시 기업	3,061
추정기간의 주가 자료가 없는 기업	-1,628
코스닥 상장 기업	-932
자회사 증자 공시 및 우선주 증자 제외	-55
증자 실패 등	-11
대주주 교체	-62
거래정지 등	-11
금융업이거나 재무자료가 없는 기업	-32
최종 표본	330

본 연구의 표본기간은 2001년부터 2013년까지이나 연구모형을 분석하기 위해서 1년 전의 재무자료가 필요하므로 재무자료는 2000년부터의 것을 사용하였다. 주가 및 재무자료는 Kis-Value에서 제공하는 데이터를 사용하였고, 대주주 지분율은 한국거래소 공시자료 (최대주주 등 소유주식변동신고서)를 이용하였다. 코스닥상장기업의 경우 임원-주요주주소유 주식보고서를 통해 대주주 지분을 공시하고 있으나 대주주와 그 외 주요주주를 구분할 수 없기 때문에 표본에서 제외하였다. 따라서 본 연구의 최종표본은 위 표본기간 중에 유상증자를 실시한 유가증권상장기업에서 아래의 요건에 해당하지 않은 기업을 대상으로 하였다. 대주주 교체 기업의 경우 유상증자와 기업 인수 합병의 사건을 구분하기 어려우므로 표본에서 제외하였다. 최종표본은 <표 1>에서 보여주는 것과 같이 330개이다.

- ① 유상증자 공시일 10일전부터 245일까지의 주가 자료가 없는 기업
- ② 자회사 증자 및 우선주 증자 기업
- ③ 증자 공시 후 실제로 증자가 이루어지지 않은 기업
- ④ 유상증자로 대주주가 교체된 기업
- ⑤ 분석기간 중 거래가 정지된 기업
- ⑥ 금융업이거나 재무자료가 없는 기업

IV. 실증 분석 결과

1. 유상증자 현황

유상증자 전후의 발행주식총수 및 대주주 지분율을 전체 표본 및 대주주 지분율 증가 표본과 감소 표본으로 구분한 결과는 <표 2>에 나타나 있다.

<표 2>의 Panel A에 의하면 대주주 지분율은 유상증자 전 29.4%에서 유상증자 후 29.9%로 증가한 것으로 나타나 전체적으로 대주주가 유상증자를 지분 확대의 수단으로 사용하는 것으로 볼 수 있다. Panel B에 의하면 대주주 지분율이 증가한 표본의 경우 대주주 지분율은 34.2%에서 42.2%로 약 8% 증가하였고, Panel C에 의하면 대주주 지분율이 감소한 표본의 경우 대주주 지분율이 27.7%에서 25.5%로 약 2% 감소하였다.

〈표 2〉 대주주 지분율 증감에 따른 유상증자 현황

발행주식총수_전은 유상증자 전의 발행주식총수, 대주주 지분율_전은 유상증자 전의 최대주주와 특수관계자 지분율, 증자주식수는 유상증자 주식수, 대주주참여주식수는 유상증자로 증가한 최대주주와 특수관계자의 주식수, 발행주식총수_후는 유상증자 후의 발행주식총수, 대주주 지분율_후는 유상증자 후의 최대주주와 특수관계자 지분율이다.

Panel A: 전체 표본(N = 330)

구 분	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차
발행주식총수_전	71,600,000	26,800,000	1,140,000,000	317,592	124,000,000
대주주지분율_전	0.294	0.240	0.820	0.000	0.186
증자주식수	5,985,751	1,335,022	320,000,000	1,078	21,600,000
대주주참여주식수	2,085,123	0.000	262,000,000	0.000	14,800,000
발행주식총수_후	77,600,000	30,700,000	1,140,000,000	367,592	130,000,000
대주주지분율_후	0.299	0.246	0.909	0.008	0.193

Panel B: 대주주 지분율 증가(N = 86)

구 분	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차
발행주식총수_전	63,200,000	20,100,000	642,000,000	317,592	123,000,000
대주주지분율_전	0.342	0.339	0.810	0.000	0.197
증자주식수	9,906,232	3,109,995	320,000,000	22,446	34,900,000
대주주참여주식수	6,936,066	1,879,392	262,000,000	0.000	28,200,000
발행주식총수_후	73,100,000	27,800,000	642,000,000	367,592	134,000,000
대주주지분율_후	0.422	0.414	0.909	0.080	0.207

Panel C: 대주주 지분율 감소(N = 244)

구 분	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차
발행주식총수_전	74,500,000	28,800,000	1,140,000,000	353,391	125,000,000
대주주지분율_전	0.277	0.227	0.820	0.009	0.180
증자주식수	4,603,942	1,000,000	150,000,000	1,078	14,100,000
대주주참여주식수	375,365	0.000	29,200,000	0.000	2,248,179
발행주식총수_후	79,100,000	32,100,000	1,140,000,000	464,248	129,000,000
대주주지분율_후	0.255	0.214	0.816	0.008	0.168

2. 유상증자 공시 전후 누적초과수익률 분석 결과

유상증자 공시 전후의 누적초과수익률(CAR)을 유상증자 전후 ±5일부터 ±1일까지로 나누어 〈표 3〉에 제시하였다.

〈표 3〉 Panel A에 의하면 전체 표본을 대상으로 한 경우 CAR1~CAR2는 양(+)의 값을 가지고 CAR3~CAR5는 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타나 CAR1~CAR2에 한하여 국내의 유상증자에 대한 시장 반응이 양(+)으로 나타난다는 선행연구와 유사한 결과를 보였다.

대주주 지분율이 증가하는 표본을 대상으로 한 경우 CAR1~CAR5가 모두 양(+)의 값을

가지고(Panel B 참조), 대주주 지분율이 감소하는 표본을 대상으로 한 경우 CAR1~CAR5가 모두 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다(Panel C 참조).

〈표 3〉 유상증자 공시 전후 누적초과수익률

전체 표본, 최대주주와 특수관계자의 지분율이 증가한 표본, 최대주주와 특수관계자의 지분율이 감소한 표본으로 구분한 유상증자 공시일 전후의 누적초과수익률(CAR)의 기초통계량이다. CAR*은 유상증자 공시일 전후 *일간의 누적초과수익률이다.

Panel A: 전체 표본(N = 330)

구 분	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차
CAR1	0.003	-0.002	0.435	-0.450	0.112
CAR2	0.002	-0.009	0.636	-0.541	0.143
CAR3	-0.002	-0.022	0.915	-0.462	0.169
CAR4	-0.008	-0.027	1.073	-0.551	0.194
CAR5	-0.015	-0.032	1.216	-0.689	0.213

Panel B: 대주주 지분율 증가(N = 86)

구 분	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차
CAR1	0.028	0.019	0.435	-0.450	0.129
CAR2	0.029	0.021	0.419	-0.425	0.145
CAR3	0.028	0.006	0.534	-0.462	0.182
CAR4	0.023	-0.002	0.627	-0.528	0.193
CAR5	0.009	-0.012	0.815	-0.653	0.218

Panel C: 대주주 지분율 감소(N = 244)

구 분	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차
CAR1	-0.006	-0.011	0.432	-0.380	0.105
CAR2	-0.007	-0.012	0.636	-0.541	0.141
CAR3	-0.012	-0.031	0.915	-0.444	0.163
CAR4	-0.019	-0.035	1.073	-0.551	0.193
CAR5	-0.024	-0.043	1.216	-0.689	0.211

〈표 4〉에서는 유상증자 공시 전후의 누적초과수익률(CAR)을 대주주 지분율이 증가한 집단과 감소한 집단으로 나누어 평균 차이 검증한 결과를 제시하였다.

Panel A는 전체 표본 집단, 대주주 지분율이 증가한 집단 및 감소한 집단으로 구분하여 유상증자 공시 전후의 누적초과수익률 평균을 0과 비교한 결과이다. 전체 표본 집단의 경우 CAR1~CAR2은 양(+)의 값을 가지고 CAR3~CAR5는 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났으나 유의성은 없었다. 대주주 지분율이 증가한 집단의 경우 CAR1~CAR5가 모두 양(+)의 값을 가지고 특히 CAR1과 CAR2는 각각 5% 수준과 10% 수준에서 유의하였다. 대주주 지분율이

감소하는 표본을 대상으로 한 경우 CAR1~CAR5가 모두 음(-)의 값을 가지고 CAR5는 10% 수준에서 유의하였다.

Panel B에서는 대주주 지분율이 증가한 집단과 감소한 집단으로 구분하여 집단별 평균의 차이를 비교하였으며, 대주주 지분율이 증가한 집단의 CAR1~CAR4의 평균이 대주주 지분율이 감소한 집단의 평균보다 유의하게 높다는 결과가 나타났다.

〈표 4〉 유상증자 공시 전후 누적초과수익률 평균 차이 검증

Panel A는 전체 표본 집단, 최대주주와 특수관계자의 지분율이 증가한 집단 및 감소한 집단을 대상으로 유상증자 공시 전후의 누적초과수익률 평균을 0과 비교한 결과이다. Panel B는 최대주주와 특수관계자의 지분율이 증가한 집단과 감소한 집단으로 구분하여 집단별 평균의 차이를 비교한 결과이다. CAR*은 유상증자 공시일 전후 *일간의 누적초과수익률이며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

Panel A: 전체 표본 및 대주주 지분율 증가와 감소 구분 분석

구 분	전체		대주주 지분율 증가		대주주 지분율 감소	
	mean	t value	mean	t value	mean	t value
CAR1	0.003	0.47	0.028	2.01**	-0.006	-0.88
CAR2	0.002	0.28	0.029	1.86*	-0.007	-0.81
CAR3	-0.002	-0.17	0.028	1.44	-0.012	-1.16
CAR4	-0.008	-0.74	0.023	1.10	-0.019	-1.51
CAR5	-0.015	-1.29	0.009	0.40	-0.024	-1.77*

Panel B: 대주주 지분율 증가와 감소의 차이 분석

구 분	대주주 지분율 증가①	대주주 지분율 감소②	차이 ①-②	t value
CAR1	0.028	-0.006	0.034	2.42**
CAR2	0.029	-0.007	0.036	2.05**
CAR3	0.028	-0.012	0.040	1.91**
CAR4	0.023	-0.019	0.042	1.71*
CAR5	0.009	-0.024	0.033	1.25

〈표 3〉과 〈표 4〉의 결과를 종합하면 대주주 지분율이 증가한 집단의 CAR가 감소한 집단의 CAR보다 높게 나타나, 대주주의 지분율이 늘어나는 유상증자는 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자에 비해 유상증자 공시 전후의 시장 반응이 긍정적일 것이라는 가설 1을 지지하였다.

3. 대주주 지분율 증감이 재량적 발생액에 미치는 영향의 분석 결과

가설 2를 검증하기 위해 분석에 사용된 변수의 기초통계량과 상관관계를 살펴보고, 대주주 지분율의 증감과 재량적 발생액의 관계에 대해 회귀분석을 실시하였다.

〈표 5〉 표본의 기초통계량

DA는 Kothari 모형에 의한 재량적 발생액, INCREASE는 최대주주 및 특수관계자 지분을 증감의 백분율 순위, SIZE는 기말 자산 총액의 자연 로그 값, LEV는 부채비율(= 기말 부채 총액/기말 자산 총액), OCF는 자산 대비 영업활동으로 인한 현금흐름(= 기말 영업현금흐름/기말 자산 총액), GW는 매출액성장률(= (기말 매출액-기초 매출액)/기초 매출액), BIG4는 감사인이 BIG4인 경우 1이고 아니면 0인 더미변수, FOREIGN는 외국인 지분을, LARGEST는 최대주주 및 특수관계자 지분을, LOSS는 당기순이익이 0보다 작으면 1이고 아니면 0인 더미변수, INDUSTRY는 산업별 더미변수, YEAR는 연도별 더미변수이다.

Panel A: 전체 표본(N = 330)

변수	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차
DA	-0.031	-0.041	0.272	-0.198	0.052
INCREASE	0.500	0.500	1.000	-	0.290
SIZE	26.004	25.862	30.330	22.375	1.691
LEV	0.668	0.626	2.708	0.032	0.346
OCF	0.003	0.020	0.536	-0.540	0.128
LOSS	0.512	1.000	1.000	-	0.501
GW	0.074	-0.032	6.276	-0.843	0.779
BIG4	0.506	1.000	1.000	-	0.501
FOREIGN	0.037	0.003	0.524	-	0.089
LARGEST	0.275	0.221	0.810	-	0.183

Panel B: 대주주 지분을 증가(N = 86)

변수	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차
DA	-0.035	-0.039	0.078	-0.163	0.035
INCREASE	0.870	0.871	1.000	0.741	0.076
SIZE	25.757	25.537	30.330	23.180	1.607
LEV	0.595	0.561	1.743	0.032	0.286
OCF	-0.001	0.009	0.536	-0.304	0.118
LOSS	0.651	1.000	1.000	-	0.479
GW	0.046	-0.033	6.276	-0.843	0.767
BIG4	0.535	1.000	1.000	-	0.502
FOREIGN	0.039	0.002	0.524	-	0.091
LARGEST	0.323	0.336	0.810	-	0.203

Panel C: 대주주 지분을 감소(N = 244)

변수	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차
DA	-0.029	-0.041	0.272	-0.198	0.056
INCREASE	0.369	0.369	0.738	-	0.215
SIZE	26.092	25.991	30.330	22.375	1.715
LEV	0.694	0.658	2.708	0.032	0.361
OCF	0.005	0.025	0.536	-0.540	0.132
LOSS	0.463	-	1.000	-	0.500
GW	0.083	-0.032	6.276	-0.843	0.785
BIG4	0.496	-	1.000	-	0.501
FOREIGN	0.036	0.003	0.524	-	0.089
LARGEST	0.258	0.208	0.810	-	0.172

Panel D: 대주주 지분을 증가와 감소의 차이 분석(대주주 지분을 증가-대주주 지분을 감소)

변수	평균 차이	t value	중위수 차이	z value
DA	-0.006	-0.90***	0.002	0.490***
INCREASE	0.501	21.20***	0.502	13.791***
SIZE	-0.335	-1.58**	-0.455	-1.736**
LEV	-0.099	-2.31**	-0.096	-2.180**
OCF	-0.006	-0.37	-0.016	-1.463***
LOSS	0.188	3.03***	1.000	2.995***
GW	-0.037	-0.38***	-0.001	-0.592
BIG4	0.039	0.62	1.000	0.621
FOREIGN	0.003	0.29***	-0.000	0.381***
LARGEST	0.066	2.89***	0.128	2.714***

〈표 5〉에서는 변수의 기초통계량을 전체 표본 집단, 대주주 지분율이 증가한 집단, 대주주 지분율이 감소한 집단으로 구분하여 나타내었으며, DA(재량적발생액)는 전체 표본 집단 및 대주주 지분율이 증가한 집단, 감소한 집단 모두 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타나 선행연구와 유사하였다.

Panel B, Panel C와 Panel D에 의하면 대주주 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업은 대주주 지분율이 감소하는 유상증자를 실시한 기업에 비해 기업규모(SIZE)와 부채비율(LEV)은 높은 것으로 나타났으며, 특히 부채비율(LEV)의 평균값과 중위수는 대주주 지분율이 증가하는 기업이 감소하는 기업에 비해 통계적으로 유의하게 높았다. 대주주 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업과 대주주 지분율이 감소하는 유상증자를 실시한 기업의 영업현금흐름(OCF)과 당기순손실(LOSS), 매출액성장률(GW) 비교해 보면 대주주 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 당기순손실(LOSS)의 경우에는 평균값과 중위수가 통계적으로 유의하게 높게 나타났고, 영업현금흐름(OCF)과 매출액성장률(GW)도 통계적 유의성은 없지만 낮게 나타나 대주주 지분율이 증가하는 기업의 수익성과 성장성이 낮았음을 알 수 있다. 추가적으로 대주주 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 BIG4 감사인 비율과 외국인지분율이 상대적으로 높았으나 통계적 유의성을 찾아볼 수 없었으며, 대주주 지분율은 대주주 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업이 통계적으로 유의하게 높았음을 알 수 있다.

〈표 6〉에서는 분석에 사용된 변수간의 상관관계를 보여준다. 설명변수인 대주주 지분율의 증감(INCREASE)과 종속변수인 재량적발생액(DA)의 관계는 -0.119 이며, 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관계임을 알 수 있다. 부채비율(LEV)과 재량적발생액(DA)의 관계는 유의한 양(+)으로 나타났으며, 당기순손실(LOSS)과 재량적발생액(DA)의 관계는 유의한 양(+)으로 나타나 부채비율이 높거나, 손실이 발생한 기업의 이익조정 유인이 높을 수 있음을 보여주었다. 매출액성장률(GW)과 외국인지분율(FOREIGN)과 재량적발생액(DA)의 관계는 유의한 음(-)으로 나타나 성장률이 낮은 기업과 외국인지분율이 낮은 기업의 이익 조정 유인이 높을 수 있음을 알 수 있다.

〈표 7〉에서는 대주주 지분율의 증감과 재량적 발생액의 관계에 대한 회귀분석 결과를 보여주었다. 설명변수인 대주주 지분율증감(INCREASE)은 연중 반복된 유상증자를 통제하기 위해 세 가지 모형을 적용하였다. 모형 (1)의 경우 전체 표본을 대상으로 대주주 지분율 증감의

〈표 6〉 변수간 상관관계 분석

DA는 Kolhari 모형에 의한 재정적 발생액, INCREASE는 최대주주 및 특수관계자 지분을 증감의 백분율 순위, SIZE는 기말 자산 총액의 자연 로그 값, LEV는 부채비율(기말 부채 총액/기말 자산 총액), OCF는 자산 대비 영업활동으로 인한 현금흐름(=기말 현금흐름/기말 자산 총액), LOSS는 당기순이익이 0보다 작으면 1이고 아니면 0인 더미변수, GW는 매출성장률(=기말 매출액-기초 매출액)/기초 매출액), BIG4는 감사인이 BIG4인 경우 1이고 아니면 0인 더미변수, FOREIGN는 외국인 지분율, LARGEST는 최대주주 및 특수관계자 지분율이다. ()는 p-value이다.

변수	DA	INCREASE	SIZE	LEV	OCF	LOSS	GW	BIG4	FOREIGN	LARGEST
DA	1.000									
INCREASE	-0.119 (0.031)	1.000								
SIZE	-0.026 (0.632)	0.105 (0.057)	1.000							
LEV	0.207 (0.000)	0.036 (0.518)	0.196 (0.000)	1.000						
OCF	-0.066 (0.230)	0.061 (0.273)	0.283 (0.000)	0.032 (0.561)	1.000					
LOSS	0.123 (0.026)	0.087 (0.116)	-0.214 (0.000)	0.206 (0.000)	-0.340 (0.000)	1.000				
GW	-0.225 (0.000)	-0.053 (0.342)	0.034 (0.534)	-0.093 (0.093)	0.141 (0.010)	-0.125 (0.024)	1.000			
BIG4	0.034 (0.539)	0.005 (0.927)	0.364 (0.000)	-0.007 (0.902)	0.116 (0.036)	-0.031 (0.580)	0.013 (0.815)	1.000		
FOREIGN	-0.123 (0.026)	-0.001 (0.988)	0.321 (0.000)	-0.166 (0.003)	0.098 (0.076)	0.001 (0.993)	-0.004 (0.937)	0.215 (0.000)	1.000	
LARGEST	0.005 (0.928)	-0.039 (0.486)	0.037 (0.502)	-0.130 (0.018)	0.149 (0.007)	-0.061 (0.269)	0.032 (0.565)	0.254 (0.000)	0.181 (0.001)	1.000

백분율 순위를 구하였고, 모형 (2)는 연중 반복된 유상증자일 때 대주주 지분율의 증가와 감소가 혼재된 경우는 제외시키고, 혼재되지 않은 경우는 연중 반복된 유상증자가 한 번에 일어났다고 가정하여 대주주 지분율의 증감의 합계를 기준으로 하여 대주주 지분율 증감의 백분율 순위를 구하였고, 모형 (3)은 연중 반복된 유상증자는 모두 제외한 표본을 대상으로 하였다.

분석 결과 대주주 지분율의 증감(INCREASE)의 회귀계수가 모형 (1)~모형 (3)에서 모두 음(-)의 값을 나타냈고, 모형 (1)과 모형 (2)의 경우 각각 1%와 10%에서 유의한 음(-)의 값이 나타나 대주주 지분율이 증가하는 유상증자의 경우 감소하는 유상증자의 경우보다 이익조정이 적을 것이라는 가설 2를 지지하였다.

〈표 7〉 대주주의 지분율 증감과 재량적 발생액에 대한 회귀분석

$$DA_{it-1} = \beta_0 + \beta_1 INCREASE_{it} + \beta_2 SIZE_{it-1} + \beta_3 LEV_{it-1} + \beta_4 OCF_{it-1} + \beta_5 GW_{it-1} + \beta_6 BIG4_{it-1} + \beta_7 FOREIGN_{it-1} + \beta_8 LARGEST_{it-1} + \beta_9 LOSS_{it-1} + \sum_{j=10}^{16} \beta_j INDUSTRY_{jt-1} + \sum_{j=17}^{29} \beta_j YEARN_{jt-1} + \epsilon_{it-1}$$

유상증자 전후 대주주 지분율의 증감과 재량적 발생액의 관계를 회귀분석한 결과이다. DA는 Kothari 모형에 의한 재량적 발생액, INCREASE는 최대주주 및 특수관계자 지분율 증감의 백분율 순위, SIZE는 기말 자산 총액의 자연 로그 값, LEV는 부채비율(= 기말 부채 총액/기말 자산 총액), OCF는 자산 대비 영업활동으로 인한 현금흐름(= 기말 영업현금흐름/기말 자산 총액), LOSS는 당기순이익이 0보다 작으면 1이고 아니면 0인 더미변수, GW는 매출액 성장률(= (기말 매출액-기초 매출액)/기초 매출액), BIG4는 감사인이 BIG4인 경우 1이고 아니면 0인 더미변수, FOREIGN는 외국인 지분율, LARGEST는 최대주주 및 특수관계자 지분율이다. INCREASE(최대주주 및 특수관계자 지분율 증감의 백분율 순위)는 모형 (1)의 경우 전체 표본을 대상으로 하였고, 모형 (2)는 연중 반복된 유상증자일 때 최대주주와 특수관계자의 지분율이 증가와 감소가 혼재된 경우는 제외시키고, 혼재되지 않은 경우는 연중 반복된 유상증자가 한 번에 일어났다고 가정하여 최대주주와 특수관계자 지분율의 증감의 합계를 기준으로 하였고, 모형(3)은 연중 반복된 유상증자는 모두 제외한 표본을 대상으로 하였다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

변수	모형 (1)		모형 (2)		모형 (3)	
	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value
INTERCEPT	-0.055	-0.82	-0.109	-1.46	-0.133	-1.82*
INCREASE	-0.027	-2.73***	-0.023	-1.85*	-0.014	-1.18
SIZE	0.000	-0.19	0.003	1.29	0.005	1.82*
LEV	0.023	2.36**	0.010	0.75	0.001	0.09
OCF	-0.011	-0.45	-0.079	-2.60***	-0.093	-3.30***
LOSS	0.011	1.65	-0.001	-0.18	-0.002	-0.30
GW	-0.014	-3.89***	-0.010	-2.73***	-0.008	-2.36**
BIG4	0.010	1.63	0.000	-0.04	-0.007	-0.94
FOREIGN	-0.062	-1.74*	-0.042	-1.09	-0.024	-0.62
LARGEST	0.020	1.20	-0.006	-0.33	-0.010	-0.55
산업더미		포함		포함		포함
연도더미		포함		포함		포함
Adj. R ²		0.167		0.093		0.076
N		330		229		202

4. 대주주 지분율 증감이 장기수익률에 미치는 영향의 분석 결과

유상증자 공시 후의 매입보유초과수익률(BHAR)을 유상증자 후 3개월, 6개월, 9개월, 12개월로 나누어 <표 8>에 제시하였다.

<표 8> Panel A에 의하면 전체 표본을 대상으로 한 경우 BHAR의 평균이 모든 분석기간에 대해 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타나 국내의 유상증자 기업에 대한 장기 수익률이 음(-)으로 나타난다는 선행연구와 유사한 결과를 보였다.

대주주 지분율이 증가하는 표본을 대상으로 한 경우 BHAR3의 평균은 양(+)의 값을 가지나 BHAR 6~12의 평균은 음(-)으로 나타났으며(Panel B 참조), 대주주 지분율이 감소하는 표본을 대상으로 한 경우 BHAR의 평균이 모든 분석기간에 대해 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다(Panel C 참조).

<표 8> 유상증자 공시후 매입보유초과수익률

전체 표본, 최대주주와 특수관계자의 지분율이 증가한 표본, 최대주주와 특수관계자의 지분율이 감소한 표본으로 구분한 유상증자 공시일 후의 매입보유초과수익률의 기초통계량이다. BHAR*은 유상증자 공시일 후 *개월간의 매입보유초과수익률이다.

Panel A: 전체 표본

구 분	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차	표본수
BHAR3	-0.057	-0.082	3.521	-3.236	0.469	330
BHAR6	-0.097	-0.143	2.290	-3.368	0.552	330
BHAR9	-0.123	-0.227	10.485	-2.249	0.894	330
BHAR12	-0.156	-0.291	6.671	-4.013	1.034	324

Panel B: 대주주 지분율 증가

구 분	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차	표본수
BHAR3	0.002	-0.038	3.521	-1.354	0.502	86
BHAR6	-0.029	-0.050	2.130	-1.537	0.550	86
BHAR9	-0.124	-0.205	3.522	-2.249	0.795	86
BHAR12	-0.133	-0.221	3.774	-2.486	0.921	82

Panel C: 대주주 지분율 감소

구 분	평균	중위수	최대값	최소값	표준편차	표본수
BHAR3	-0.079	-0.093	1.583	-3.236	0.456	244
BHAR6	-0.121	-0.166	2.290	-3.368	0.552	244
BHAR9	-0.123	-0.242	10.485	-2.124	0.928	244
BHAR12	-0.163	-0.298	6.671	-4.013	1.071	242

〈표 9〉에서는 유상증자 공시 후의 매입보유초과수익률(BHAR)을 대주주 지분율이 증가한 집단과 감소한 집단으로 나누어 평균 차이 검증한 결과를 제시하였다.

Panel A는 전체 표본 집단, 대주주 지분율이 증가한 집단 및 감소한 집단으로 구분하여 유상증자 공시 후의 매입보유초과수익률 평균을 0과 비교한 결과이다. 전체 표본 집단의 경우 BHAR이 모든 분석기간에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 대주주 지분율이 증가한 집단의 경우 BHAR이 모든 분석기간에서 통계적 유의성을 찾을 수 없었고, 대주주 지분율이 감소하는 표본을 대상으로 한 경우 BHAR이 모든 분석기간에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. Panel B에서는 대주주 지분율이 증가한 집단과 감소한 집단으로 구분하여 집단별 평균의 차이를 비교하였으며, 대주주 지분율이 증가한 집단의 BHAR과 대주주 지분율이 감소한 집단의 BHAR의 차이는 모든 분석기간에서 통계적으로 유의하지 않았다.

〈표 9〉 유상증자 공시 후 매입보유초과수익률 평균 차이 검증

Panel A는 전체 표본 집단, 최대주주와 특수관계자의 지분율이 증가한 집단 및 감소한 집단을 대상으로 유상증자 공시 후의 매입보유초과수익률 평균을 0과 비교한 결과이다. Panel B는 최대주주와 특수관계자의 지분율이 증가한 집단과 감소한 집단으로 구분하여 집단별 평균의 차이를 비교한 결과이다. BHAR*은 유상증자 공시일 후 *개월간의 매입보유초과수익률이며, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

Panel A: 전체 표본 및 대주주 지분율 증가와 감소 구분 분석

구 분	전체		대주주 지분율 증가		대주주 지분율 감소	
	mean	t value	mean	t value	mean	t value
BHAR3	-0.057	-2.22***	0.002	0.04	-0.079	-2.69***
BHAR6	-0.097	-3.19***	-0.029	-0.50	-0.121	-3.42***
BHAR9	-0.123	-2.50**	-0.124	-1.44	-0.123	-2.06**
BHAR12	-0.156	-2.71***	-0.133	-1.31	-0.163	-2.37**

Panel B: 대주주 지분율 증가와 감소의 차이 분석

구 분	대주주 지분율 증가	대주주 지분율 감소	차이	t value
	①	②	①-②	
BHAR3	0.002	-0.079	0.081	1.3746
BHAR6	-0.029	-0.121	0.091	1.3225
BHAR9	-0.124	-0.123	-0.001	-0.0104
BHAR12	-0.133	-0.163	0.030	0.2247

〈표 8〉과 〈표 9〉의 결과를 종합하면 대주주 지분율이 증가한 집단의 BHAR은 0보다는

높고 감소한 집단의 BHAR은 0보다는 낮았으나 두 집단간의 차이는 발견할 수 없었으므로
 대주주의 지분율이 늘어나는 유상증자는 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자에 비해 유상증자
 후 장기 수익률이 높을 것이라는 가설 3을 부분적으로 지지하였으며, 통제변수를 고려한
 분석을 위해 <표 10>에 회귀분석 결과를 제시하였다.

<표 10> 대주주의 지분율 증감과 매입보유초과수익률에 대한 회귀분석

$$\begin{aligned}
 BHAR_{it} = & \beta_0 + \beta_1 INCREASE_{it} + \beta_2 MB_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it-1} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 LEV_{it-1} \\
 & + \beta_6 LOSS_{it-1} + \beta_7 GW_{it-1} + \beta_8 BIG4_{it-1} + \beta_9 FOREIGN_{it-1} + \beta_{10} LARGEST_{it-1} \\
 & + \sum_{j=11}^{17} \beta_j INDUSTRY_{jt-1} + \sum_{j=18}^{30} \beta_j YEARR_{jt-1} + \epsilon_{it}
 \end{aligned}$$

유상증자 전후 대주주 지분율의 증감과 매입보유초과수익률의 관계를 회귀분석한 결과이다. BHAR*는 유상증자
 후 *개월간의 매입보유초과수익률, INCREASE는 최대주주 및 특수관계자 지분율 증감의 백분율 순위, MB는
 시가/장부가 비율, SIZE는 기말 자산 총액의 자연 로그 값, ROA는 총자산수익률(= 당기순이익/기말 자산 총액),
 LEV는 부채비율(= 기말 부채 총액/기말 자산 총액), LOSS는 당기순이익이 0보다 작으면 1이고 아니면 0인
 더미변수, GW는 매출액성장률(=기말 매출액-기초 매출액)/기초 매출액), BIG4는 감사인이 BIG4인 경우 1이고
 아니면 0인 더미변수, FOREIGN는 외국인 지분율, LARGEST는 최대주주 및 특수관계자 지분율이다. INCREASE
 (대주주의 지분율의 증감의 백분율 순위)는 Panel A의 경우 전체 표본을 대상으로 하였고, Panel B의 경우 연중
 반복된 유상증자일 때 최대주주와 특수관계자의 지분율이 증가와 감소가 혼재된 경우는 제외시키고, 혼재되지
 않은 경우는 연중 반복된 유상증자가 한 번에 일어났다고 가정하여 최대주주와 특수관계자 지분율의 증감의
 합계를 기준으로 하였고, Panel C의 경우 연중 반복된 유상증자는 모두 제외한 표본을 대상으로 하였다. *, **,
 ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

Panel A: 전체 표본

구 분	BHAR3		BHAR6		BHAR9		BHAR12	
	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value
INTERCEPT	-0.579	-0.87	-0.138	-0.18	0.878	0.71	0.531	0.38
INCREASE	0.175	1.77*	0.030	0.26	-0.204	-1.11	-0.174	-0.84
MB	0.000	-0.46	0.000	-0.01	0.000	0.03	-0.003	-1.40
SIZE	0.011	0.48	0.006	0.22	-0.034	-0.79	-0.021	-0.44
ROA	0.050	0.51	0.087	0.76	0.114	0.63	0.212	1.04
LEV	-0.080	-0.80	-0.222	-1.92*	-0.327	-1.78*	-0.355	-1.73*
LOSS	0.027	0.40	0.039	0.49	0.022	0.17	0.113	0.80
GW	0.012	0.35	0.004	0.11	0.027	0.42	0.057	0.80
BIG4	0.090	1.43	0.117	1.60	0.153	1.32	0.103	0.80
FOREIGN	0.115	0.33	-0.163	-0.40	0.218	0.33	0.342	0.47
LARGEST	-0.258	-1.57	-0.209	-1.10	-0.228	-0.75	-0.332	-0.97
산업더미	포함		포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함		포함	
Adj. R ²	0.010		0.035		0.072		0.153	
N	330		330		330		324	

Panel B: 대주주 지분율 증감의 혼재 제외/혼재 아닌 중복은 경우 한 번으로

구 분	BHAR3		BHAR6		BHAR9		BHAR12	
	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value
INTERCEPT	0.729	-1.21	-0.304	-0.35	0.583	0.55	-0.015	-0.01
INCREASE	0.119	1.60	0.225	1.57	0.119	0.69	0.139	0.51
MB	0.001	-0.68	0.000	-0.30	-0.001	-0.43	-0.003	-1.15
SIZE	0.026	1.17	0.015	0.49	-0.021	-0.56	0.002	0.03
ROA	0.143	-0.46	-0.058	-0.34	-0.134	-0.65	0.287	0.87
LEV	0.136	-0.14	-0.014	-0.09	-0.040	-0.21	-0.149	-0.48
LOSS	0.083	-0.65	-0.160	-1.61	-0.204	-1.71*	-0.080	-0.43
GW	0.035	0.25	0.005	0.12	0.034	0.67	0.040	0.51
BIG4	0.072	-0.04	-0.017	-0.19	-0.052	-0.50	-0.060	-0.37
FOREIGN	0.374	0.76	0.089	0.20	0.468	0.87	0.301	0.36
LARGEST	-0.261	-1.40	-0.274	-1.22	-0.223	-0.83	-0.537	-1.26
산업더미	포함		포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함		포함	
Adj. R ²	0.005		0.013		0.040		0.120	
N	229		229		229		225	

Panel C: 대주주 지분율 증감의 혼재여부에 상관없이 중복은 모두 제외

구 분	BHAR3		BHAR6		BHAR9		BHAR12	
	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value
INTERCEPT	-1.150	-1.41	-0.525	-0.56	0.095	0.09	-0.983	-0.55
INCREASE	0.173	1.32	0.234	1.56	0.055	0.31	0.032	0.11
MB	-0.001	-0.54	0.000	-0.01	0.000	-0.18	-0.003	-1.03
SIZE	0.038	1.31	0.026	0.76	0.002	0.05	0.049	0.75
ROA	-0.028	-0.18	-0.034	-0.19	-0.128	-0.62	0.238	0.69
LEV	-0.067	-0.45	-0.040	-0.23	0.037	0.18	-0.176	-0.52
LOSS	-0.048	-0.52	-0.247	-2.31**	-0.299	-2.39**	-0.159	-0.78
GW	0.004	0.12	-0.010	-0.24	0.016	0.32	0.024	0.29
BIG4	0.020	0.25	-0.006	-0.07	-0.061	-0.57	-0.108	-0.61
FOREIGN	0.411	0.96	0.252	0.51	0.595	1.03	0.037	0.04
LARGEST	-0.193	-0.92	-0.252	-1.04	-0.210	-0.74	-0.577	-1.22
산업더미	포함		포함		포함		포함	
연도더미	포함		포함		포함		포함	
Adj. R ²	0.000		0.017		0.021		0.061	
N	202		202		202		198	

<표 10>에서는 대주주 지분율의 증감과 장기 수익률의 관계에 대한 회귀분석 결과를 보여 주었다. 설명변수인 대주주 지분율증감(INCREASE)은 연중 반복된 유상증자를 통제하기

위해 세 가지 모형을 적용하여 Panel A, Panel B, Panel C에 각각 제시하였다(세 가지 모형은 <표 7>의 모형 (1)~모형 (3) 참조).

전체 표본을 대상으로 한 Panel A에서 보듯이 설명변수인 대주주 지분율증감(INCREASE)의 회귀계수는 종속변수가 BHAR3인 경우에만 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났고, 연중 반복된 유상증자일 때 대주주 지분율의 증가와 감소가 혼재된 경우는 제외시키고 연중 반복된 유상증자가 대주주 지분율의 증감이 혼재되지 않은 경우는 연중 반복된 유상증자가 한 번에 일어났다고 가정한 Panel B와 연중 반복된 유상증자는 모두 제외한 Panel C에서는 통계적으로는 유의하지 않으나 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 대주주 지분율이 증가하는 유상증자의 경우 감소하는 유상증자의 경우보다 장기 수익률이 높을 것이라는 가설 3를 부분적으로 지지하는 결과이다.

이러한 결과는 대주주의 지분 거래가 빈번한 사실을 고려해 볼 때 유상증자를 통해 변동한 대주주 지분율이 유상증자 후 장기적으로 유지되지 않았을 가능성 때문인 것으로 보인다.

5. 추가 분석

대주주 지분율의 증감이 재량적 발생액과 장기수익률에 미치는 영향 분석에서 각 기업의 개별적 특성이 의해 결과가 왜곡될 가능성이 있기 때문에 이를 통제하기 위해 기업터미변수를 추가하여 회귀분석을 실시하였다.

<표 11>에서는 대주주 지분율의 증감이 재량적 발생액에 미치는 영향에 대해 기업 특성을 고려한 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 식 (1)에 기업터미변수를 추가하고 산업터미변수를 제외하여 회귀분석한 결과 대주주 지분율의 증감(INCREASE)의 회귀계수가 모형 (1)~모형 (3)에서 모두 음(-)의 값을 나타냈고, 모형 (1)의 경우 10%에서 유의한 음(-)의 값이 나타나 <표 7>의 결과와 유사하게 나타났다.

<표 12> Panel A에서는 대주주 지분율의 증감이 장기수익률에 미치는 영향을 기업 특성을 고려하여 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. 식 (3)에 기업터미변수를 추가하고 산업터미변수를 제외하여 분석하였다. 전체 표본을 대상으로 한 경우(A) 설명변수인 대주주 지분율증감(INCREASE)의 회귀계수는 종속변수가 BHAR3인 경우에만 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났고, 연중 반복된 유상증자일 때 대주주 지분율의 증가와 감소가 혼재된 유상증자는

제외시키고 연중 반복된 유상증자가 대주주 지분율의 증감이 혼재되지 않은 유상증자는 연중 반복된 유상증자가 한 번에 일어났다고 가정한 경우(B) 대주주 지분율증감(INCREASE)의 회귀계수는 종속변수가 BHAR6인 경우에만 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났고, 연중 반복된 유상증자는 모두 제외한 경우(C)에서는 통계적으로는 유의하지 않으나 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 대주주 지분율이 증가하는 유상증자의 경우 감소하는 유상증자의 경우보다 장기 수익률이 높을 것이라는 가설 3을 부분적으로 지지하는 결과로 <표 10>과 유사한 결과이다.

<표 11> 기업 특성을 고려한 대주주의 지분율 증감과 재량적 발생액에 대한 회귀분석

유상증자 전후 대주주 지분율의 증감과 재량적 발생액의 관계를 기업 특성을 고려하여 회귀분석하기 위해 식(1)에 기업더미변수를 추가하고 산업더미변수를 제외한 결과이다.

변수	모형 (1)		모형 (2)		모형 (3)	
	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value
INTERCEPT	-0.009	-0.16	-0.080	-1.30	-0.113	-1.66
INCREASE	-0.026	-1.94*	-0.019	-1.62	-0.012	-1.23
SIZE	-0.002	-0.83	0.002	0.83	0.004	1.36
LEV	0.020	1.90*	0.009	0.73	0.003	0.24
OCF	-0.027	-0.86	-0.081	-3.67***	-0.084	-3.67***
LOSS	0.011	1.47	-0.001	-0.20	-0.004	-0.55
GW	-0.013	-2.32**	-0.010	-2.04**	-0.008	-1.84*
BIG4	0.009	0.90	0.000	0.08	-0.006	-0.77
FOREIGN	-0.043	-1.63	-0.032	-0.82	-0.022	-0.44
LARGEST	0.020	0.88	-0.001	-0.07	-0.007	-0.30
연도더미	포함		포함		포함	
R ²	0.211		0.196		0.200	
N	330		229		202	

마지막으로 <표 12> Panel B와 Panel C에서는 대주주 지분율의 증감이 장기수익률에 미치는 영향 분석에서 매입보유초과수익률(BHAR) 측정 시 산업 고유의 영향을 통제하기 위해 기업 규모와 시가장부가비율 기준에 산업 기준을 추가하여 벤치마크포트폴리오를 구성하였다. Panel B에서는 식 (3)을 이용한 결과를 보여주고, Panel C에서는 식 (3)에 기업더미변수를 추가하고 산업더미변수를 제외한 결과를 보여주고 있다. 분석 결과 대주주 지분율증감 (INCREASE)의 회귀계수는 종속변수가 BHAR3과 BHAR6인 경우에만 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 나타나 <표 10>과 유사한 결과를 보여 주었다.

〈표 12〉 대주주의 지분율 증감과 장기수익률에 대한 추가 회귀분석

유상증자 전후 대주주 지분율의 증감과 매입보유초과수익률의 관계를 회귀분석한 결과에서 설명변수인 INCREASE (대주주의 지분율의 증감의 백분율 순위)의 회귀계수를 보여주는 표이다. A의 경우 전체 표본을 대상으로 하였고, B의 경우 연중 반복된 유상증자일 때 최대주주와 특수관계자의 지분율이 증가와 감소가 혼재된 경우는 제외시키고, 혼재되지 않은 경우는 연중 반복된 유상증자가 한 번에 일어났다고 가정하여 최대주주와 특수관계자 지분율의 증감의 합계를 기준으로 하였고, C의 경우 연중 반복된 유상증자는 모두 제외한 표본을 대상으로 하였다. Panel A는 식 (3)에 기업더미변수를 추가하고 산업더미변수를 제외한 결과이다. Panel B와 Panel C에서는 BHAR_ID를 이용하여 회귀분석한 결과이다. BHAR_ID는 매입보유초과수익률(BHAR) 측정 시 기업규모와 시가장부가비율 기준에 산업 기준을 추가하여 벤치마크포트폴리오를 구성하여 계산한다. Panel B는 식 (3)을 이용한 결과이고, Panel C는 식 (3)에 기업더미변수를 추가하고 산업더미변수를 제외한 결과이다.

Panel A: 기업특성을 고려한 회귀분석 결과

INCREASE	BHAR3		BHAR6		BHAR9		BHAR12	
	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value
A	0.164	1.74*	0.074	0.64	-0.215	-1.22	-0.152	-0.93
B	0.177	1.65	0.244	1.94*	0.064	0.44	0.077	0.39
C	0.148	1.30	0.218	1.63	-0.038	-0.26	-0.057	-0.27

Panel B: BHAR_ID를 이용한 회귀분석 결과

INCREASE	BHAR_ID3		BHAR_ID6		BHAR_ID9		BHAR_ID12	
	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value
A	0.111	1.94*	0.034	0.52	-0.056	-0.55	-0.060	-0.47
B	0.110	1.92*	0.156	2.07**	0.114	1.22	0.126	0.72
C	0.127	1.96*	0.176	2.15**	0.114	1.13	0.079	0.41

Panel C: BHAR_ID를 이용한 회귀분석 결과_기업특성을 고려

INCREASE	BHAR_ID3		BHAR_ID6		BHAR_ID9		BHAR_ID12	
	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value	Coef.	t value
A	0.094	1.83*	0.019	0.31	-0.070	-0.73	-0.058	-0.77
B	0.112	2.57**	0.136	2.16**	0.106	1.37	0.101	0.95
C	0.122	2.56**	0.150	2.28**	0.105	1.23	0.063	0.53

V. 결 론

본 연구에서는 유상증자를 대주주의 지분율 증감 여부로 구분하여 유상증자 공시에 대한 시장 반응 및 유상증자 전 이익조정, 유상증자 후 장기 수익률에 대해 실증 분석하였다. 유상증자를 유형에 따라서 구분하여 연구한 선행연구와는 달리 유상증자를 대주주의 지분율

증감 여부로 구분함으로써 기존주주의 부를 보호하려는 경영자의 유인을 유상증자에 적용하였다. 본 연구의 실증 분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

우선 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 유상증자 공시일 전후의 누적 초과수익률(cumulative abnormal return, CAR)은 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자를 실시한 기업의 누적초과수익률보다 높게 나타났다.

다음으로 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 유상증자 실시 직전년도 이익조정이 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자를 실시한 기업의 이익조정에 비해 높게 나타났다.

마지막으로, 유상증자 후 장기 수익률에 대해 3개월, 6개월, 9개월 12개월간의 매입보유초과 수익률(buy and hold abnormal return, BHAR)을 이용하여 다양한 분석기간 동안 실증 분석한 결과 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 유상증자 후 3개월간의 매입보유초과수익률(BHAR3)만이 대주주 지분율의 증감과 유의한 양(+)의 관계로 나타났다. 이는 대주주의 지분율이 증가하는 유상증자를 실시한 기업의 장기 수익률이 대주주의 지분율이 감소하는 유상증자를 실시한 기업의 장기 수익률보다 높을 것이라는 가설 3을 부분적으로 지지하는 결과로 유상증자를 통해 변동한 대주주 지분율이 유상증자 후 장기적으로 유지되지 않았을 가능성으로 설명할 수 있으나 본 연구의 한계점이라 할 것이다.

분석 결과를 종합하면 유상증자를 통해 대주주의 지분율이 증가할수록 공시 시점의 시장 반응은 긍정적이며, 이익조정 정도는 낮아지고, 장기수익률은 상대적으로 높아짐을 알 수 있으며 이는 경영자가 기존주주의 부를 보호하려는 유인이 있다는 이론에 의해 설명될 수 있다.

본 연구는 국내에서는 유상증자를 통해 평균적으로 대주주 지분율이 증가하기 때문에 국내 시장이 유상증자에 대해 해외와는 달리 긍정적으로 반응한다고 설명한다. 그동안 유상증자 유형에 따른 차별적인 시장 반응을 설명해왔던 국내 선행연구와는 달리 대주주 거래의 행태로 유상증자에 대한 시장 반응을 설명하였다. 또한 본 연구는 대주주 지분율이 감소하는 유상증자의 부정적인 시장반응과 장기 저성과를 제시함으로써 증자에 참여하는 투자자의 의사결정에 시사점을 던져준다.

참고문헌

- 강선아, 전성빈, “실질활동을 이용한 이익조정의 차기 성과: 한국의 유상증자사례,” *경영학연구*, 제39호 제3호 (2010), pp. 595-632.
- (Translated in English) Kang, S. I. and S. B. Chun, “Consequences of Real Activity based Earnings Management: Evidence of Seasoned Equity Offering Firms in Korea,” *Korean Management Review*, Vol. 39, No. 3 (2010), pp. 595-632.
- 김문철, 안성희, 황문호, “유상증자 유형에 따른 차별적 이익조정,” *회계학연구*, 제40집 제1호 (2015), pp. 251-287.
- (Translated in English) Kim, M. C., S. H. Ahn, and M. H. Hwang, “Earnings Management and the Type of Seasoned Equity Offerings,” *Korean Accounting Review*, Vol. 40, No. 1 (2015), pp. 251-287.
- 김병기, 공명재, “유상증자 후의 장기 주가수익률 및 영업성과,” *재무관리연구*, 제17권 제1호 (2000), pp. 13-44.
- (Translated in English) Kim, P. K. and M. J. Kong, “Long-Run Abnormal Stock Returns and Operating Performance Following Seasoned Equity Offerings,” *The Korean Journal of Financial Management*, Vol. 17, No. 1 (2000), pp. 13-44.
- 김석봉, 박경서, 정찬식, “유상증자의 방식과 주간사 계약의 형태에 대한 연구,” *재무연구*, 제27권 제1호 (2014), pp. 1-44.
- (Translated in English) Kim, S. B., K. S. Park, and C. S. Jung, “A Study on Secondary Equity Offering Floatation Methods and Forms of Underwriting Agreement,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 27, No. 1 (2014), pp. 1-44.
- 김석진, 변현수, “유상증자의 장기성과,” *재무연구*, 제16권 (1998), pp. 23-49.
- (Translated in English) Kim, S. and H. S. Byun, “The Long-Run Performance of Seasoned Equity Offerings of Korean Firms,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 16 (1998), pp. 23-49.

김윤태, 황성현, “유상증자의 형태와 이익조정에 관한 연구,” 회계정보연구, 제27권 제2호 (2009), pp. 1-31.

(Translated in English) Kim, Y. T. and S. H. Hwang, “Earnings Management of A Types of Seasoned Equity Offering in Korea Firms,” *Accounting Information Review*, Vol. 27, No. 2 (2009), pp. 1-31.

나종길, 최 관, “회계발생액과 차별적 감사수요,” 회계학연구, 제28권 제1호 (2003), pp. 1-32.

(Translated in English) Nha, C. K. and K. Choi, “Accounting Accruals and the Demand for Differential Audits,” *Korean Accounting Review*, Vol. 28, No. 1 (2003), pp. 1-32.

신용균, “유상증자의 공시효과,” 재무관리연구, 제12권 제1호 (1995), pp. 75-92.

(Translated in English) Shin, Y. K., “The Effect of the Announcement of SEO,” *The Korean Journal of Financial Management*, Vol. 12, No. 1 (1995), pp. 75-92.

윤순석, 이진열, “유상증자기업의 이익조정,” 회계학연구, 제26권 제4호 (2001), pp. 1-25.

(Translated in English) Yoon, S. S. and K. Y. Lee, “Earnings Management of SEO Firms,” *Korean Accounting Review*, Vol. 26, No. 4 (2001), pp. 1-25.

윤영걸, “우리나라 경영자의 유상증자에 관한 의사결정: 역선택인가 자기선택인가?,” 재무연구, 제12호 (1996), pp. 77-105.

(Translated in English) Yoon, Y. K., “The Decision Making of Korean Management for SEO: Adverse Selection or Self Selection?,” *Asian Review of Financial Research*, Vol. 12 (1996), pp. 77-105.

장지영, 이혜진, 황성현, “주주배정 유상증자와 제3자 배정 유상증자 방식에 따른 기업특성과 자본시장의 반응,” 경영교육논총, 제59집 (2010), pp. 83-105.

(Translated in English) Jang, J. Y., H. J. Lee, and S. H. Hwang, “The Effects of Seasoned Equity Offering Methods on Firm Characteristics and Stock Market Reactions: Shareholder Priority Public Offering and Allotment to the Third

- Party,” *Business Education Review*, Vol. 59 (2010), pp. 83–105.
- 전영순, 노준화, 배길수, “대리인 비용이 차별적 회계감사서비스에 미치는 영향: 한국 감사 시장을 중심으로,” *회계저널*, 제19권 제1호 (2010), pp. 311–344.
- (Translated in English) Cheon, Y. S., J. H. Rho, and G. S. Bae, “The Effect of Agency Costs on Differentiated Audit Services: Evidence from Korean Audit Market,” *Korean Accounting Journal*, Vol. 19, No. 1 (2010), pp. 311–344.
- 정현철, 정영우, “유상증자 공시와 시장효율성,” *재무관리연구*, 제25권 제3호 (2008), pp. 79–109.
- (Translated in English) Chung, H. C. and Y. W. Jeong, “Seasoned Equity Offering Announcement and Market Efficiency,” *The Korean Journal of Financial Management*, Vol. 25, No. 3 (2008), pp. 79–109.
- 최 관, 백원선, “유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구,” *회계학연구*, 제24권 제4호 (1999), pp. 1–28.
- (Translated in English) Choi, K. and W. S. Paek, “The Analysis of Earnings Management of SEO Firms,” *Korean Accounting Review*, Vol. 24, No. 4 (1999), pp. 1–28.
- Barber, B. M. and J. D. Lyon, “Detecting Long-Run abnormal Stock Returns: The Empirical Power and Specification of Test Statistics,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 43, No. 3 (1997), pp. 341–372.
- Chen, H. C., N. Dai, and J. D. Schatzberg, “The Choice of Equity Selling Mechanisms: PIPE versus SEOs,” *Journal of Corporate Finance*, Vol. 16, No. 1 (2010), pp. 104–119.
- Cohen, D. A. and P. Zarowin, “Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 50, No. 1 (2010), pp. 2–19.
- Dechow, P. M. and I. D. Dichev, “The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors,” *The Accounting Review*, Vol. 77, No. s-1 (2002),

- pp. 35–59.
- DeFond, M. L. and J. Jiambalvo, “Debt Covenant Rhdviolation and Manipulation of Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 1 (1994), pp. 145–176.
- Gajewski, J. and E. Ginglinger, “Seasoned Equity Issues in a Closely Held Market: Evidence from France,” *European Finance Review*, Vol. 6, No.3 (2002), pp. 291–319.
- Hertzel, M. and R. H. Smith, “Market Discounts and Shareholder Gains for Placing Equity Privately,” *Journal of Finance*, Vol. 48 (1993), pp. 459–485.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley, “Performance Matched Discretionary ACCRUAL MEAsures,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 1 (2005), pp. 163–197.
- Loughran, T. and J. R. Ritter, “The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offering,” *Journal of Financial Finance*, Vol. 52 (1997), pp. 1823–1850.
- Mizik, N. and R. Jacobson, “The Financial Value Impact of Perceptual Brand Attributes,” *Journal of Marketing Research*, Vol. 45, No. 1 (2008), pp. 15–32.
- Myers, S. C. and N. S. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms have Information that Investors do not Have,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No. 2 (1984), pp. 187–221.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope, and S. Young, “Accrual Management to Meet Earnings Targets: UK Evidence Pre–and Post–Cadbury,” *The British Accounting Review*, Vol. 32, No. 4 (2000), pp. 415–445.
- Pincus, M. and S. Rajgopal, “The Interaction between Accrual Management and Hedging: Evidence from Oil and Gas Firms,” *The Accounting Review*, Vol. 77, No. 1 (2002), pp. 127–160.
- Scholes, M., “The Market for Securities: Substitution versus Price Pressure and the Effect of Information on Share Prices,” *Journal of Business*, Vol. 45 (1972),

- pp. 179–211.
- Slovin, M. B., M. E. Sushka, and W. Lai, “Alternative Flotation Methods, Adverse Selection and Ownership Structure: Evidence from Seasoned Equity Issuance in the UK,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 57 (2000), pp. 157–190.
- Spiess, D. K. and J. Affleck–Graves, “Underperformance in Long–Run Stock Returns Following Seasoned Equity Offering,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 38 (1995), pp. 243–267.
- Subramanyam, K. R., “The Pricing of Discretionary Accruals,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 22, No. 1 (1996), pp. 249–281.
- Sweeney, A. P., “Debt–Covenant Violations and Managers’ Accounting Responses,” *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 17, No. 3 (1994), pp. 281–308.
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong, “Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 50 (1998), pp. 63–99.