

코스닥기업의 제3자 배정 증자가 주가에 미치는 영향

조상권¹, 강호정^{1*}
¹배재대학교 경영학과

The Effect of Allocation to Third Parties in Increase of Capital on Stock Price of KOSDAQ Firms

Sang-Kwon Cho¹ and Ho-Jung Kang^{1*}

¹Department of Business Administration, Paichai University

요약 본 연구는 2007년 1월부터 2009년 12월까지 3년간 코스닥기업의 유상증자 형태 중 제3자 배정을 통해 대금을 납입한 81개 기업 197건에 대하여 사건연구를 통해 납입 전, 후의 주가반응을 비교분석하였고, 더 나아가 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인이 무엇인지를 다중회귀분석을 통해 파악하였다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, (-5, +5) 초과수익률은 납입일 5일전부터 1일전까지 1% 수준에서 유의적인 정(+)의 초과수익률을 보이는 것으로 나타났고, 사건일인 납입 일에는 유의적인 초과수익률이 존재하지 않는 것으로 나타났다. 납입일 이후 5일 동안은 1% 유의수준에서 부(-)의 초과수익률을 보였다. 둘째, 납입일 전, 후 40일간(-40, +40)의 초과수익률은 납입일 전 40일 동안 1% 수준에서 유의적인 정(+)의 초과수익률을 나타냈으며, 납입일 이후 40일 동안 1% 수준에서 유의적인 부(-)의 초과수익률을 보였다. 셋째, 납입일 이후 1년간(0, 1년)의 초과수익률은 1% 수준에서 유의적인 부(-)의 초과수익률을 보였다. 넷째, (-5, +5)까지의 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인은 기업규모로 정(+)의 영향을 미쳤으며, 10% 유의수준에서 유의적이었다. 유보율과 부채비율은 (-40, +40)의 누적초과수익률에 10% 유의수준에서 유의적으로 각각 정(+)과 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. (0, 1년)의 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인은 기업규모, 부채비율, 대주주지분율은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의적인 부(-)의 영향을, 유보율은 1% 유의수준에서 유의적으로 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Abstract The allocation to third parties in increase of capital is increasing in KOSDAQ firms. With this trend, they cause many problems which involves stock price manipulation. Under this condition, this study analyzes stock price reaction by event study to 197 cases of 81 KOSDAQ companies that allocated to third parties in increase of capital between the year of 2007 and 2009. And we find determinants of cumulative abnormal return by using multiple regression. Results of this research are as follows. First, in case of excess return of (-5, +5), it reveals positive excess return significantly at 1% significance level during 4 days before payment day(event day). But it reveals negative excess return significantly at 1% significance level during 5 days after payment day. Second, in case of excess return of (-40, +40), it reveals positive excess return significantly at 1% significance level during 40 days before payment day(event day). But it reveals negative excess return significantly at 1% significance level during 40 days after payment day. Third, in case of excess return of (0, 1 year), it reveals negative excess return significantly at 1% significance level during 1 year after payment day. Fourth, significant determinant of cumulative abnormal return to (-5, +5) was firm size with positive effect. Significant determinants of cumulative abnormal return to (-40, +40) were reserve ratio and debt ratio. Reserve ratio has positive effect But debt ratio has negative effect. Significant determinants of cumulative abnormal return to (0, 1 year) were firm size, debt ratio, reserve ratio, equity ratio to large shareholder. Firm size, debt ratio, equity ratio to large shareholder have negative effect. But reserve ratio has positive effect.

Key Words : KOSDAQ firms, Event Study, Abnormal Return

*Corresponding Author : Ho-Jung Kang

Tel: +82-11-794-4621 email: hjkang66@pcu.ac.kr

접수일 12년 01월 12일

수정일 (1차 12년 02월 09일, 2차 12년 02월 20일)

게재확정일 12년 04월 12일

1. 서론

유상증자는 기업이 자금의 수요를 충족시키기 위해 주식을 발행함으로써 자기자본을 확충시키는 방법이기 때문에 기업의 재무구조를 개선하고 타인자본 의존도를 줄이는 가장 기본적인 방법으로 활용되고 있다. 유상증자의 형태는 주주배정방식, 주주 우선공모방식, 일반 공모방식, 제3자 배정방식 등 4가지로 분류할 수 있는데, 제3자 배정방식은 주주의 신주인수권을 배제하고, 미리 정해진 제3의 특정인을 대상으로 하여 신주를 발행하는 방식이다.

기업의 입장에서 유상증자 형태 중 제3자 배정방식은 기업의 입장에서 절차가 간단하고 단기간에 자금 조달이 가능할 뿐만 아니라 이사회 결의만으로 가능하기 때문에 기존의 구 주주 배정방식과 더불어 선호되고 있다. 제3자 배정은 2005년부터 지속적인 증가추세를 보이고 있으며, 2009년의 경우 제3자 배정 현황을 보면 유가증권 시장은 13건, 금액으로는 2조 1,870억 원, 코스닥 시장은 52건, 금액으로는 1조 510억 원을 나타내어 코스닥 시장에서 제3자 배정이 빈번하게 이루어짐을 알 수 있다[13].

금융감독원 자료를 살펴보면 제3자 배정 규모의 증가에 따라 이에 수반하여 경영진에 의한 횡령이나 배임, 주가조작, 신주발행 무효소송 대상이 되는 사례, 상장폐지가 발생하는 등 문제점이 나타나고 있다[13]. 특히, 고위험 고수익을 추구하는 코스닥 시장은 기업의 규모가 작고, 성장 잠재력이 높은 벤처기업과 중소기업이 상장되어 있어, 유가증권 시장에 비하여 이러한 문제점이 발생할 가능성이 높다고 볼 수 있다. 예로 제3자 배정증자를 한 기업의 56%가 배정 이후 상장폐지가 이루어져 이를 뒷받침하고 있다.

최근까지 유상증자와 관련한 대부분의 연구들은 유상증자의 배정방식을 고려하지 않고 유상증자 공시 전후의 주가에 미치는 영향을 단기와 장기로 구분하여 연구결과를 제시하고 있고, 유가증권 시장에 초점이 맞추어져 이루어졌다. 따라서 코스닥 시장을 대상으로 유상증자의 배정방식 중 제3자 배정의 공시 전후의 주가반응에 관한 연구는 그 중요성에도 불구하고 이에 대한 연구가 미흡한 실정에 있다.

따라서 본 연구의 목적은 코스닥 시장에서 이루어진 제3자 배정에 대하여 첫째, 납입일 전후의 주가반응을 단기, 중기, 장기로 구분하여 초과수익률과 누적초과수익률을 통해 살펴보고자 한다. 둘째, 단기, 중기, 장기로 구분하여 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인이 무엇인지를 파악하고자 한다.

2. 선행연구 고찰

2.1 유상증자가 주가에 미치는 영향

유상증자(SEO)에 대한 공시효과에 관한 연구로는 미국의 경우 Asquith and Mullins(1986)[1], Mikkelsen and Partch(1986)[8]의 연구를 들 수 있는데, 유상증자의 부(-)의 시장반응이 있음을 주장하였다. 유럽의 경우 Slovin et al.(2000)은[11] 런던증권거래소에서 유상증자가 부(-)의 시장반응을 나타냈으며, Gajewski and Ginglinger(2002)도[4] 파리거래소에서 유상증자의 부(-)의 시장반응을 보고하였다

윤평식(1999)은[12] 1990년부터 1993년까지 공시된 213건의 보통주 발행표본을 투자기회의 대응치인 토빈의 q 비율에 의해 가치극대화기업과 과잉투자기업으로 분류하고, 공시일의 초과수익률, 장기초과수익률을 분석하였다. 분석결과 가치극대화기업의 초과수익률은 공시일을 전후하여 전혀 유의적이지 않으며, 과잉투자기업의 초과수익률보다 작은 것으로 나타났으며, 유상증자 실시 기업의 장기누적초과수익률은 -15%에서 -40%까지 매우 유의적이었다.

허남수 등(2003)은[5] 벤처기업의 유상증자가 기업 가치에 미치는 영향을 분석하였는데, 1997년부터 2002년까지 코스닥 시장에 유상증자를 공시한 224 기업을 대상으로 유상증자 공시 시점의 공시효과와 공시후의 주가반응을 일반기업과 비교하여 분석하였다. 분석결과 공시일의 주가는 일반등록기업과 벤처기업 모두 유의적이지 않은 정(+)의 초과수익률을 발견하였으며, 단기효과와 중기효과를 분석한 결과 벤처기업의 유상증자에 대한 투자자의 반응이 일반기업과 비교하여 상대적으로 더 긍정적으로 나타났다.

신연수(2006)는[10] 일별 증가자료를 이용하여 사건일(event day)을 전후한 -30일 ~ +30일에서의 주식수익률의 행태를 조사하였다. 유상증자일(청약일)을 사건일로 잡아서 유상증자 전후를 중심으로 주가수익률에 변화가 일어나고 있는지를 조사했다. 유상증자 시점을 전후로 하여 시간대 간격은 (-30, -2), (-1, 0), (+1, +30)을 중심으로 누적초과수익률을 살펴보고, 더 나아가 사건일 이후 2년 동안의 누적초과수익률 등을 분석하였다.

정현철, 정영우(2008)는[3] 유상 증자를 공시했던 기업들을 정보효율성에 따라 분류하여 유상증자 공시효과를 분석하였다. 유상증자 공시가 장기적으로 주가에 미치는 영향을 분석한 결과 장기적으로 주가가 하락하였다. 이러한 이유는 유상증자효과가 제도상의 차이뿐만 아니라 시장효율성의 차이에 기인되기 때문이라고 주장 하였다.

조준희(2009)는[2] 2001년부터 2007년까지 유상증자를 실시한 코스닥기업 434개를 벤처기업과 일반기업으로 나누어, (-3, +3),(-40, +40)을 분석하였고, 자기자본비율, 부채비율, 매출액증가율, 순이익 증가율, 총자산이익률, 지분율, 경제적 부가가치 등으로 차이 분석과 회귀분석을 분석하였다. 분석결과 증자 공시 전 정(+)의 초과수익률, 장기적으로는 부(-)의 초과수익률이 나타난다고 주장하였다.

박상수, 이동현(2009)는[9] 유상증자 공시일과 그 다음 날 까지 2일간 (0, +1)의 누적초과수익률은 -5.6%, 공시일 전후 7일간 (-3, +3)의 누적초과수익률은 -6.5% 로 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

2.2 제3자 배정 증자가 주가에 미치는 영향

장지영, 이혜진, 황성현(2010)은[6] 2000년부터 2007년까지 유상증자를 실시한 140개사 251건을 분석한 결과 주주배정, 3자 배정은 공시 10일전 부터 유상증자 공시일까지는 반응이 없었으나, 제3자 배정 청약 (납입)당일 양(+)의 수익률을 보였고, 이후에는 초과수익률이 존재하지 않는 것으로 나타났다.

장영광과 김인호(2010)은[7] 1998년부터 2007년 동안 유가증권시장에서 실시된 유상증자의 유형별 선택 결정 요인에 대한 실증분석을 실시하였다. 또한 증자공시와 관련하여 시장에서 부(-)의 반응을 보였고, 제3자 배정은 정(+)의 반응을 나타냈으며, 모든 유형에서 장기저성과가 나타났고, 제3자 배정이 가장 낮은 성과를 보이는 것으로 나타났다.

최근까지 유상증자와 관련한 대부분의 연구들은 유상증자의 배정방식을 고려하지 않고 유가증권 시장에 초점이 맞추어져 이루어졌다. 따라서 코스닥 시장을 대상으로 유상증자의 배정방식 중 제3자 배정의 공시 전후의 주가 반응에 관한 연구는 그 중요성에도 불구하고 미흡한 실정에 있다.

3. 실증연구 설계

3.1 표본의 선정 및 자료수집

본 연구의 분석대상은 코스닥 기업을 대상으로 2007년1월부터 2009년12월까지 3년 간 3자 배정을 공시하고 납입한 기업으로 한정하였다.

3자 배정을 공시하고 납입한 코스닥 기업은 81개사 197건 이었으며, 자료는 금융감독원 전자공시 시스템을 이용하여 수집하였다.

[표 1] 표본의 업종별,납입연도별 분포

[Table 1] Industrial classification of sample

업종	구분	표본기업		납입연도별건수		
		회사수(%)	건수	2007	2008	2009
교육,출판		3(3.7)	4	2	1	1
기계		10(12.3)	18	5	7	6
디스플레이		2(2.5)	5	1	3	2
무선인터넷		1(1.2)	1	0	1	0
반도체		4(4.9)	18	3	10	5
섬유,의복		4(4.9)	13	1	8	4
소프트웨어		10(12.3)	27	6	15	8
엔터테인먼트		4(4.9)	12	9	3	1
유통		5(6.2)	12	3	4	5
음식료		2(2.5)	3	2	2	0
전기,전자		7(8.6)	22	8	10	5
철강		2(2.5)	4	1	3	0
컴퓨터		6(7.4)	16	3	8	5
통신		7(8.6)	16	3	11	2
플라스틱, 화학		4(4.9)	7	5	2	0
IT		3(3.7)	5	2	2	1
기타		7(8.6)	14	6	4	5
합 계		81(100)	197	57	90	50

표본기업의 업종별 분석은 통계청의 한국표준산업분류 중 중분류를 참고하여 분류하였다. 표 1에서 보는 바와 같이 업종이 골고루 분포되어 있으며, 기계 18건, 반도체 18건, 소프트웨어 27건, 전기전자 22건, 컴퓨터, 통신 각각 16건 등으로 나타났다. 년도 별 건수는 2007년이 57건, 2008년이 90건, 2009년에 50건으로 2008년도가 상대적으로 많음을 확인할 수 있다. 이는 미국의 서브프라임 모기지론(Subprime Mortgage Loan: 이 낮은 저소득층을 대상으로 주택자금을 빌려주는 미국의 주택 상품)으로 촉발된 글로벌 금융위기와 관련이 있는 것으로 사료된다.

[표 2] 표본의 기술통계량

[Table 2] Descriptive Statistics of sample

단위: 억원, %

변수	기업	코스닥 기업	표본기업
자산총계		992.59	461.57
매출액증가율		9.63	-0.49
부채비율		97.57	58.42
유보율		290.06	259.17
총자산이익률		-6.90	-19.04
순이익		-62.20	-134.60
자본금		503.92	127.71
대주주지분율		38.09	17.71

* 코스닥 기업은 분석대상인 2007~2009년 코스닥기업 전체의 평균임

* 부채비율: 부채총계/자산총계

표본기업의 기술통계량을 살펴보면 표 2에서 보는 바와 같이 자산총계는 코스닥 평균이 992.59억 원이었으나, 표본 기업의 평균은 461.57억 원이었다.

매출액증가율을 살펴보면 코스닥기업 평균이 9.63%가 증가한 반면, 표본기업의 평균은 -0.49%를 보였으며, 순이익 증가율을 보면, 코스닥 기업 평균이 -250.33%, 표본기업의 평균이 -669.53%를 나타냈다.

부채비율은 코스닥기업 평균이 97.56%이며, 표본기업의 평균은 58.42 %이며, 총자산이익률을 살펴보면 코스닥 기업 평균이 -6.9%인 반면, 표본기업의 평균은 -19.04%를 보였다.

자기자본이익률을 살펴보면 코스닥 기업 평균이 -13.60%인 반면, 표본기업의 평균은 -57.81%를 보였으며, 순이익의 경우 코스닥 기업 평균이 -62.20 억 원, 표본기업의 평균은 -134.60 억 원을 나타냈다. 자본금 규모는 코스닥 기업 평균이 503.92 억 원, 표본기업의 평균은 127.71 억 원으로 나타났으며, 대주주지분율은 코스닥 기업 평균이 38.09%, 표본기업의 평균은 17.71% 이었다.

3.1 연구방법

3.1.1 초과수익률 분석

대부분의 선행연구들은 시장조정수익률 모형과 시장모형을 이용하여 초과 수익률을 산출하였다. Brown and Waner(1985)의 연구에서 시장조정수익률 모형이 시장모형에 비하여 열등하지 않다는 실증적인 증거를 제시하고 있다. 따라서 본 연구에서는 시장조정수익률 모형을 이용하여 초과수익률 (abnormal return)을 계산하였다.

시장조정수익률 모형은 사건기간의 주가 수익률에서 (R_{jt})에서 동기간의 시장 평균 수익률(R_{mt})을 차감하여 초과 수익률을 산출하는 방법이다.

초과수익률(AR, Abnormal Return)은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

여기서, R_{jt} : j기업의 t시점에서의 보통주 수익률

R_{mt} : t시점에서의 시장 수익률
(코스닥지수수익률 사용)

누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return)은 초과수익률을 누적한 값이다.

$$CAR_{jt} = \sum_1^n AR_{jt}$$

CAR_{jt} : j주식의 사건일로부터 n까지의 누적초과수익률

$$ARR_t = \left(\frac{1}{n}\right) \sum_1^n AR_{jt}$$

ARR_t : t일에서의 표본들의 평균 초과수익률

$$CAAR_t = \sum_0^t AAR_t$$

$CAAR_t$: t일에서의 표본들의 누적평균초과수익률

본 연구에서는 납입일을 사건일(event day, 0)로 하여 단기(-5, +5), 중기(-40,+40), 장기(0, 1년)의 초과수익률과 누적초과수익률을 계산하였다.

3.1.2 누적초과수익률 영향요인

누적초과수익률 영향요인을 알아보기 위하여 본 연구에서는 다중회귀분석을 실시하였다. 영향요인은 선행연구에 기초하여 선정하였다.

본 연구의 다중회귀모형은 아래와 같이 설정하였다.

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \epsilon$$

- 종속변수(Y): 단기(-5, +5), 중기(-40, +40), 장기(0, 1년)의 누적초과수익률
- 독립변수
 - 기업규모(X_1): ln(자산 총계)
 - 매출액증가율(X_2):(당기 매출액-전기 매출액)/전기 매출액*100
 - 부채비율(X_3):(부채총액/총자산)*100
 - 유보율(X_4): (이익잉여금/자본금)*100
 - 총자산이익률(X_5):(당기 순이익/총자산)*100
 - 대주주 지분율(X_6):증자 직전연도 최대주주 지분비율

분산팽창계수(VIF)가 10보다 작게 나타나 독립변수간의 다중공선성 문제는 없는 것으로 나타났다.

초과수익률, 누적초과수익률 분석은 WiseFn에 의뢰하여 분석하였으며, 기술통계량, 다중회귀분석은 SPSS18.0으로 분석하였다.

4. 실증분석 결과

4.1 초과수익률 분석

4.1.1 단기초과수익률(-5, +5)

납입일 전, 후 5일간(-5, +5)의 초과수익률은 표 3에서 보는 바와 같이 납입일 5일전부터 1일전까지 1% 수준에서 유의적인 정(+)의 초과수익률을 보이는 것으로 나타났다.

사건일인 납입 일에는 유의적인 초과수익률이 존재하지 않는 것으로 나타났으며, 납입일 이후 5일 동안 1% 유수준에서 부(-)의 초과수익률을 보였다.

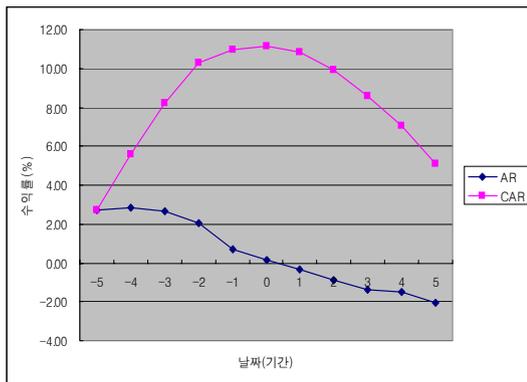
누적초과수익률의 경우에도 납입일 1일 전에는 10.97%를 기록하였으나, 납입일 후 5일이 지난 시점에서는 5.05%로 하락하였다.

표 3의 초과수익률과 누적초과수익률을 그림으로 나타내면 그림 1과 같다.

[표 3] 단기초과수익률과 누적초과수익률(-5, +5)
[Table 3] Abnormal return & Cumulative abnormal return(-5, +5>

구분 \ 사건일	AR	t-value	CAR
-5	2.70***	20.54	2.70
-4	2.87***	21.84	5.57
-3	2.65***	20.16	8.22
-2	2.04***	15.52	10.26
-1	0.71***	5.40	10.97
0	0.16	1.22	11.13
+1	-0.31***	-2.36	10.82
+2	-0.87***	-6.62	9.95
+3	-1.36***	-10.35	8.59
+4	-1.51***	-11.49	7.08
+5	-2.03***	-15.45	5.05

***: 1% 수준에서 유의적, **: 5% 수준에서 유의적



[그림 1] 단기초과수익률과 누적초과수익률(-5, +5)
[Fig. 1] Abnormal return & Cumulative abnormal return(-5, +5>

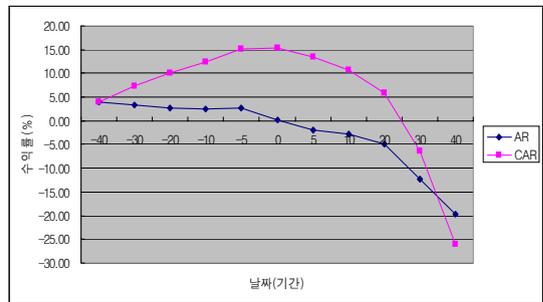
4.1.2 중기초과수익률(-40, +40)

[표 4] 중기초과수익률과 누적초과수익률(-40, +40)
[Table 4] Abnormal return & Cumulative abnormal return(-40, +40>

구분 \ 사건일	AR	t-value	CAR
-40	3.97***	7.48	3.97
-30	3.35***	6.31	7.32
-20	2.73***	5.14	10.05
-10	2.45***	4.61	12.50
-5	2.74***	5.16	15.24
0	0.16	0.31	15.40
5	-1.88***	-3.54	13.52
10	-2.85***	-5.37	10.67
20	-4.86***	-9.15	5.81
30	-12.23***	-23.03	-6.42
40	-19.60***	-36.91	-26.02

***: 1% 수준에서 유의적, **: 5% 수준에서 유의적

납입일 전, 후 40일간(-40, +40)의 초과수익률은 표 4에서 보는 바와 같이 납입일 전 40일 동안 1% 수준에서 유의적인 정(+)의 초과수익률을 나타냈으며, 납입일 이후 40일 동안 1% 수준에서 유의적인 부(-)의 초과수익률을 보였다. 납입일 5일전 누적초과수익률은 15.24%를 기록하였으나 납입일 이후 40일이 되는 시점에서의 누적초과수익률은 -26.02%로 나타났다. 표 4의 초과수익률과 누적초과수익률을 그림으로 나타내면 그림 2와 같다.



[그림 2] 중기초과수익률과 누적초과수익률(-40, +40)
[Fig. 2] Abnormal return & Cumulative abnormal return (-40, +40>

4.1.3 장기초과수익률(0, 1년)

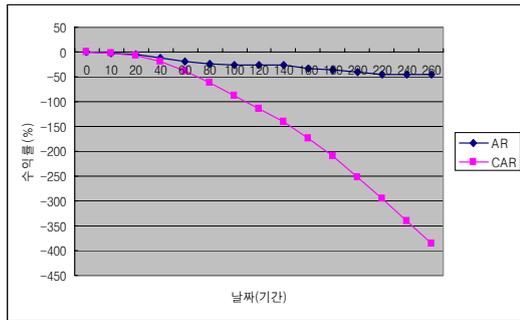
납입일 이후 1년간(0, 1년)의 초과수익률은 표 5에서 보는 바와 같이 1% 수준에서 유의적인 부(-)의 초과수익률을 보였다. 누적초과수익률은 납입일 이후 시간이 지날수록 작아지는 것으로 나타나, 1년이 되는 시점에서의 누적초과수익률은 -385.70%에 달하였다. 표 5의 초과수익률과 누적초과수익률을 그림으로 나타내면 그림 3과 같다.

[표 5] 장기초과수익률과 누적초과수익률(0, 1년)

[Table 5] Abnormal return & Cumulative abnormal return (0, 1 year)

구분 사건일	AR	t-value	CAR
0	0.72	0.65	0.72
10	-2.98	-2.68 ***	-2.26
20	-4.64	-6.74***	-6.90
40	-12.07	-10.84***	-18.97
60	-18.75	-16.84***	-37.72
80	-23.18	-20.82***	-60.90
100	-26.51	-23.81***	-87.41
120	-25.93	-23.29***	-113.34
140	-26.62	-23.91***	-139.96
160	-33.22	-29.84***	-173.18
180	-36.72	-32.98***	-209.90
200	-41.58	-37.84***	-251.48
220	-44.36	-39.85***	-295.84
240	-44.55	-40.02***	-340.39
260	-45.31	-40.70***	-385.70

***: 1% 수준에서 유의적, **: 5% 수준에서 유의적



[그림 3] 장기초과수익률과 누적초과수익률(0, 1년)

[Fig. 3] Abnormal return & Cumulative abnormal return (0, 1 year)

초과수익률 결과를 종합해 보면 단기(-5, +5) 초과수익률은 납입일 5일전부터 1일전까지 1% 수준에서 유의적인 정(+)의 초과수익률을 보이는 것으로 나타났고, 사건일인 납입일에는 유의적인 초과수익률이 존재하지 않는 것으로 나타났다. 납입일 이후 5일 동안은 1% 유의수준에서 부(-)의 초과수익률을 보였다. 이러한 본 연구결과는 조준희(2008)[2], 박상수, 이동현(2010)의[9] 연구결과와 일치한다. 장영광, 김인호(2010)의[7] 연구와는 공시 이전의 양(+)의 초과수익률을 보인다는 점에서 일치하지 않으나 단기에서는 양(+)의 초과수익률을 나타내 음(-)의 초과수익률을 보이는 본 연구결과와는 상이하게 나타났다.

중장기(-40, +40과 0, 1년) 초과수익률과 관련하여 본 연구는 음(-)의 초과수익률을 나타내 장영광, 김인호(2010)[7], 조준희(2008)[2], 정현철, 정영우(2008)[3] 등의

연구와 일치된 결과를 보여주고 있다.

4.2 누적초과수익률 영향 요인

4.2.1 단기 다중회귀분석(-5, +5)

표 6은 단기(-5, +5)의 다중회귀분석 결과를 제시되어 있는데, 기업규모가 누적초과수익률에 10% 유의수준에서 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다른 변수의 경우에는 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

[표 6] 단기 다중회귀분석(-5, +5)

[Table 6] Multiple regression result(-5, +5)

독립변수	표준화 계수	t값	P-Value
절편	-0.568	-1.425	0.148
기업규모	0.149	1.722*	0.087
매출액증가율	-0.091	-1.244	0.215
부채비율	-0.176	-1.409	0.160
유보율	-0.121	-1.429	0.155
총자산이익률	-0.046	-0.312	0.756
R ²	0.046	R	0.215
Adjust R ²	0.021		
F	1.875*		
P-value	0.095		

*: 10% 수준에서 유의적

4.2.2 중기 다중회귀분석(-5, +5)

표 7은 중기(-40, +40)의 다중회귀분석 결과를 제시되어 있는데, 부채비율은 부(-)로, 유보율이 정(+)으로 누적초과수익률에 10% 유의수준에서 영향을 미치는 것으로 나타났다. 매출액 증가율, 총자산이익률은 누적초과수익률에 부(-)의 영향을 주었으나 통계적으로 유의하지 않았으며, 여타 다른 변수의 경우에도 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

[표 7] 중기 다중회귀분석(-40, +40)

[Table 7] Multiple regression result(-40, +40)

독립변수	표준화 계수	t값	P-Value
절편	-1.269	-0.930	0.354
기업규모	0.082	0.936	0.350
매출액증가율	-0.034	-0.452	0.652
부채비율	-0.127	-1.660*	0.099
유보율	0.158	1.857*	0.065
총자산이익률	-0.027	-0.298	0.766
대주주지분율	0.037	0.507	0.613
R ²	0.070	R	0.265
Adjust R ²	0.039		
F	2.254**		
P-value	0.040		

** : 5% 수준에서 유의적, * : 10% 수준에서 유의적

4.2.3 장기 다중회귀분석(0, 1년)

[표 8] 장기 다중회귀분석(0, 1년)

[Table 8] Multiple regression result(0, 1 year)

독립변수	표준화 계수	t값	P-Value
절편	4.276	2.685	0.008
기업규모	-0.232	-2.743***	0.007
매출액증가율	0.027	0.365	0.715
부채비율	-0.173	-2.330**	0.021
유보율	0.224	2.716***	0.007
총자산이익률	0.087	1.005	0.316
대주주지분율	-0.120	-1.676*	0.095
R ²	0.122	R	0.349
Adjust R ²	0.093		
F	4.150***		
P-value	0.001		

***: 1% 수준에서 유의적

** : 5% 수준에서 유의적, * : 10% 수준에서 유의적

표 8은 장기의 다중회귀분석 결과를 제시되어 있는데, 기업규모와 유보율이 누적초과수익률에 1% 유의수준에서 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 기업규모는 부(-)로, 유보율은 정(+)으로 영향을 미치는 것으로 나타났다. 부채비율이 5% 유의수준에서 음(-)의 영향을, 대주주 지분비율이 10% 유의수준에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 매출액증가율, 총자산 이익률은 누적초과수익률에 정(+)의 영향을 주었으나 통계적으로 유의하지 않았다.

5. 결 론

고위험 고수익을 추구하는 코스닥 시장은 기업의 규모가 작고, 성장 잠재력이 높은 벤처기업과 중소기업이 상장되어 있으며, 유상증자 형태 중 제 3자 배정방식을 통한 주식발행이 증가하고 있다. 이러한 중요성을 고려하여 본 연구는 코스닥 시장에서 이루어진 제 3자 배정에 대하여 첫째, 납입일 전후의 주가반응을 단기, 중기, 장기로 구분하여 초과수익률과 누적초과수익률을 통해 살펴보았으며, 더 나아가 단기, 중기, 장기로 구분하여 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인이 무엇인지를 파악하고자 하였다.

본 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 단기(-5, +5) 초과수익률은 납입일 5일전부터 1일전까지 1% 수준에서 유의적인 정(+)의 초과수익률을 보이는 것으로 나타났고, 사건일인 납입일에는 유의적인 초과수익률이 존재하지 않는 것으로 나타났다. 납입일 이

후 5일 동안은 1% 유의수준에서 부(-)의 초과수익률을 보였다.

둘째, 납입일 전, 후 40일간(-40, +40)의 초과수익률은 납입일 전 40일 동안 1% 수준에서 유의적인 정(+)의 초과수익률을 나타냈으며, 납입일 이후 40일 동안 1% 수준에서 유의적인 부(-)의 초과수익률을 보였다.

셋째, 납입일 이후 1년간(0, 1년)의 초과수익률은 1% 수준에서 유의적인 부(-)의 초과수익률을 보였다.

넷째, (-5, +5)까지의 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인은 기업규모로 정(+)의 영향을 미쳤으며, 10% 유의수준에서 유의적이었다. 유보율과 부채비율은 (-40, +40)의 누적초과수익률에 10% 유의수준에서 유의적으로 각각 정(+)과 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. (0, 1년)의 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인은 기업규모, 부채비율, 유보율은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의적인 부(-)의 영향을, 대주주지분율은 1% 유의수준에서 유의적으로 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

본 연구는 코스닥 시장에서의 제3자 배정을 실시 한 기업에 대한 표본을 최대한 입수하여 연구하고자 하였으나 사명변경, 상장폐지, 기업의 인수합병 등으로 표본에서 누락될 가능성이 존재하며, 향후 누적초과수익률에 영향을 미치는 요인의 경우 본 연구에서 고려한 변수이외의 다양한 변수를 고려할 필요가 있다.

향후 연구방향으로는 유가증권시장과 코스닥시장에서 제3자 배정 증자가 주가에 미치는 영향을 비교 분석하고, 초과수익률 계산도 시장조정수익률뿐만 아니라 시장모형 등 다양한 방법론을 사용하여 비교 분석할 필요가 있고, 더 나아가 유상증자 형태별 주가반응을 심층적으로 비교 분석할 필요가 있다. 본 연구결과는 투자자로 하여금 제3자 배정주식에 대한 투자 시 유용한 정보를 제공한다는 측면에서 의의가 있다.

Reference

[1] Asquith, P. and D. Mullins, "Equity issuance and offering dilution", Journal of financial economics 15, pp. 61-89, 1986.

[2] Cho Junhee, "A study announcement effects of seasoned equity offerings on the KOSDAQ, Social science research, vol.19, pp.95-114, 2008.

[3] Chung Hyunchul, Jeong youngwoo, "Seasoned equity offering announcement and market efficiency, The Korean journal of financial management, vol.25, No.3, pp.79-109, 2008.

- [4] Gajewski and Ginglinger, "Seasoned equity issues in a closely held market: Evidence from France, European finance review, vol.6, pp.291-319, 2002.
- [5] Hur Namsoo, Jeong Jinho, Kim Hioh, "A study on the effect on firm value of seasoned equity offering to venture companies" venture business research, vol.6, No.3, pp.91-115, 2003.
- [6] Jang Jiyoung, Lee Hyejin, Hwang Sunghyun, "The effects of seasoned equity offering methods on firm characteristics and stock market reactions: Shareholder priority public offering and allotment to the third party", Korean business education research, vol.59, pp.83-105, 2010.
- [7] Jang Youngkwang, Kim Inho, "A study on the determinants of choice for type of seasoned equity offering", Proceeding of Korean securities association, 2010.
- [8] Mikkelson, Partch, "Valuation effects of security offerings and the issuance process", Journal of financial economics, vol.15, pp.31-60, 1986.
- [9] Park Sangsoo, Lee Dongheon, "Recent changes in the announcement effect of seasoned equity offering in Korea", Proceeding of Korean securities association, 2010.
- [10] Shin Yeonsoo, "An empirical study of trading trait and market efficiency, The journal of business education, vol.5, pp.157-178, 2006.
- [11] Slovin et al, "Alternative flotation methods, adverse selection, and ownership structure: Evidence from seasoned equity issuance in the UK", Journal of financial economics, vol.57, pp.157-190, 2000.
- [12] Yoon Pyungsig, "Short-term and long term effect of seasoned equity offerings, Korean journal of financial studies, vol.25, No.1, pp.71-105, 1999.
- [13] <http://www.fss.or.kr>

조 상 권(Sang-Kwon Cho)

[정회원]



- 2008년 2월 : 충남대학교 경영대학원(경영학석사)
- 2012년 2월 : 배재대학교 대학원 경영학과(경영학박사)
- 현재 : 현대증권 대전지점장

<관심분야>
기업재무, 투자론

강 호 정(Ho-Jung Kang)

[정회원]



- 2000년 2월 : 서울대학교 대학원 경영학과(경영학박사)
- 2003년 3월~ 현재 : 배재대학교 경영학과 교수

<관심분야>
기업재무, 투자론