

ZOOM
-IN국내 상장기업 유상증자 시장반응과
자본적지출 변화

유상증자는 대표적인 자기자본 조달 방식이지만 기존 주주의 지분가치를 희석시키는 특성으로 인해 일반적으로 부정적인 시장반응을 보인다. 그러나 유상증자로 조달한 자금이 설비 확충이나 성장 투자로 이어지는 경우 기업가치 제고에 대한 기대가 형성되면서 긍정적인 평가를 받을 수도 있다. 유상증자 방식에 따라 주가반응이 차별화되는데, 제3자배정은 긍정적, 주주배정과 일반공모는 대체로 부정적으로 평가되는 경향이 있다. 실제 국내 상장기업을 대상으로 한 분석에서도 제3자배정은 공시 이후 양호한 주가흐름을 보인 반면, 주주배정은 부정적인 반응을 나타냈다. 또한 유상증자 이후 자본적지출(CAPEX) 규모의 변화에서도 제3자배정에서는 공시 당시 긍정적인 주가반응을 보인 기업이 이후에도 상대적으로 높은 투자 수준을 유지한 반면, 주주배정과 일반공모에서는 이러한 관계가 뚜렷하게 나타나지 않았다. 이는 제3자배정 방식에서는 시장의 긍정적인 평가가 이후 실제 투자확대와 비교적 일치하며, 투자자들이 기업의 투자계획과 성장 가능성을 비교적 합리적으로 평가하고 있을 가능성을 시사한다.

□ 유상증자는 기업의 자금조달 수단으로 발행 대상에 따라 자금조달 목적과 특징이 상이

- 유상증자는 기업이 새로운 주식을 발행하여 자본금을 늘리는 대표적인 자기자본 조달 방식으로 시설투자 및 운영자금 확보, 재무구조 개선 등이 목적
- 발행 대상에 따라 주주배정과 제3자배정, 일반공모 등으로 구분되며, 자금조달 목적과 기존 주주의 권리 보호 수준, 전략적 투자자 유치 여부 등에서 차이가 존재¹⁾
 - 주주배정은 기존 주주에게 신주를 우선 배정하는 방식으로 기존 주주의 신주인수권을 보장하여 지분을 희석을 완화할 수 있는 특징
 - 제3자배정은 특정 투자자나 전략적 투자자에게 신주를 배정하는 방식으로 신속한 자금조달이 가능하지만 기존 주주의 지분을 희석과 특정 투자자의 영향력이 확대될 가능성 존재
 - 일반공모는 불특정 다수의 투자자를 대상으로 신주를 공모하는 방식으로 대규모 자금조달에 적합하지만 기존 주주의 지분을 희석 우려

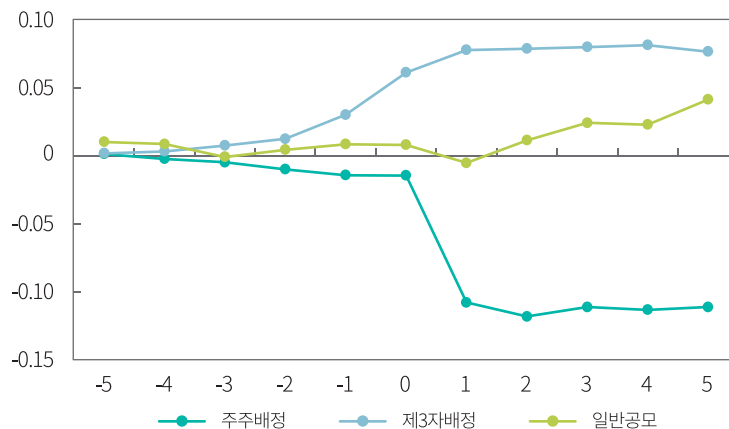
□ 유상증자에 대한 시장의 평가는 발행 방식에 따라 차별화되며, 실제 분석에서도 이러한 차이가 확인

- 기존 연구에 따르면 유상증자에 대한 시장반응은 발행 방식에 따라 다르게 나타나는 것으로 보고

1) Eckbo, E., Masulis, R., Norli, O., 2007, Security offerings, Handbook of corporate Finance: Empirical Corporate Finance.

- 주주배정 및 일반공모는 자본조달순위이론(pecking order theory)에 따라 기업의 외부자금 조달 필요성과 주가 고평가 가능성을 시사하는 신호로 인식되어 단기적으로 부정적인 시장 반응²⁾
 - 반면 제3자배정은 전략적 투자자의 참여와 기업가치에 대한 긍정적 신호로 해석되어 상대적으로 우호적인 시장반응을 보이는 경향³⁾
- 2020~2022년 유상증자를 실시한 국내 상장기업의 공시 후 누적초과수익률(CAR)을 살펴보면 발행 방식에 따라 뚜렷한 차이가 확인
- 주주배정 방식은 공시 이후 음(-)의 초과수익률을 기록하여 기존 연구에서 보고된 부정적인 시장반응과 일치
 - 제3자배정 방식은 평균적으로 양(+)의 초과수익률을 나타내 전략적 투자자 참여를 시장이 긍정적으로 평가한 기존 연구결과와 부합
- 이러한 시장의 초기 평가는 유상증자 이후 기업의 자금 활용과 경영성과에 대한 기대를 반영한 것으로, 실질적인 투자로 이어졌는지는 추가적인 분석이 필요

〈그림 1〉 유상증자 공시 주가 반응



주 : 1) 2020~2022년 유상증자 공시 기업 대상
2) 유상증자 결정 공시일 전후 5일의 누적초과수익률(CAR)

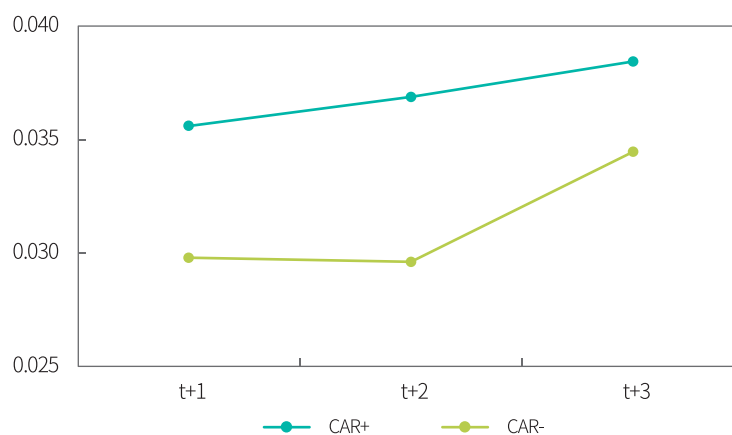
자료: Dataguide

□ 유상증자 공시 이후 실제 투자활동을 분석한 결과, 긍정적인 주가반응을 보였던 기업들은 지속적인 투자가 이루어진 것으로 확인

- 2) 삼성증권, 2022. 7. 11, 유상증자 이벤트와 이익 활용 전략; 장지영·이혜진·황성현, 2010, 주주배정 유상증자와 제3자 배정 유상증자 방식에 따른 기업특성과 자본시장의 반응, 『경영교육연구』 59, 83-105; 윤평식, 2016, 유상증자의 공시효과에 관한 재고찰, 『한국증권학회지』 45(2), 379-415.
- 3) Hertz, M., Smith, R. L., 1993, Market discounts and shareholder gains for placing equity privately, *The Journal of finance* 48(2), 459-485.; 임병권·이소림·윤평식, 2019, 제3자 배정 유상증자의 공시효과에 관한 연구, 『재무관리연구』 36(1), 151-178.

- 자본적지출(CAPEX)은 기업의 설비와 인프라 등 미래 성장을 위한 자산 투자 규모를 나타내는 대표적인 투자지표로 유상증자 자금의 실질적인 활용 여부에 대한 간접적인 파악이 가능
- 유상증자 결정 공시에 대한 시장의 초기 평가가 실제 투자활동으로 이어지는지를 확인하기 위해 공시 이후 3년간 CAPEX 변화를 추적
 - 유상증자 공시 이후 주가반응이 긍정적인 그룹과 부정적이었던 그룹을 구분하여 CAPEX 변화를 비교
- 유상증자 결정 공시 직후 주가가 상승한 기업의 경우 지속적으로 높은 투자강도를 유지
 - 유상증자 공시에 대한 긍정적인 주가반응을 나타낸 그룹은 공시 이후 CAPEX가 완만하게 증가
 - 이는 공시 직후 시장의 긍정적 평가가 투자활동과 비교적 일치하는 모습
- 반면, 주가가 하락한 기업들도 투자 수준은 상대적으로 낮지만 시간이 경과하면서 CAPEX가 증가

〈그림 2〉 유상증자 기업의 CAPEX 추이



주 : 1) 2020~2022년 유상증자 공시 기업 대상
 2) CAPEX는 자산규모 반영
 3) 상하위 1% winsorizing

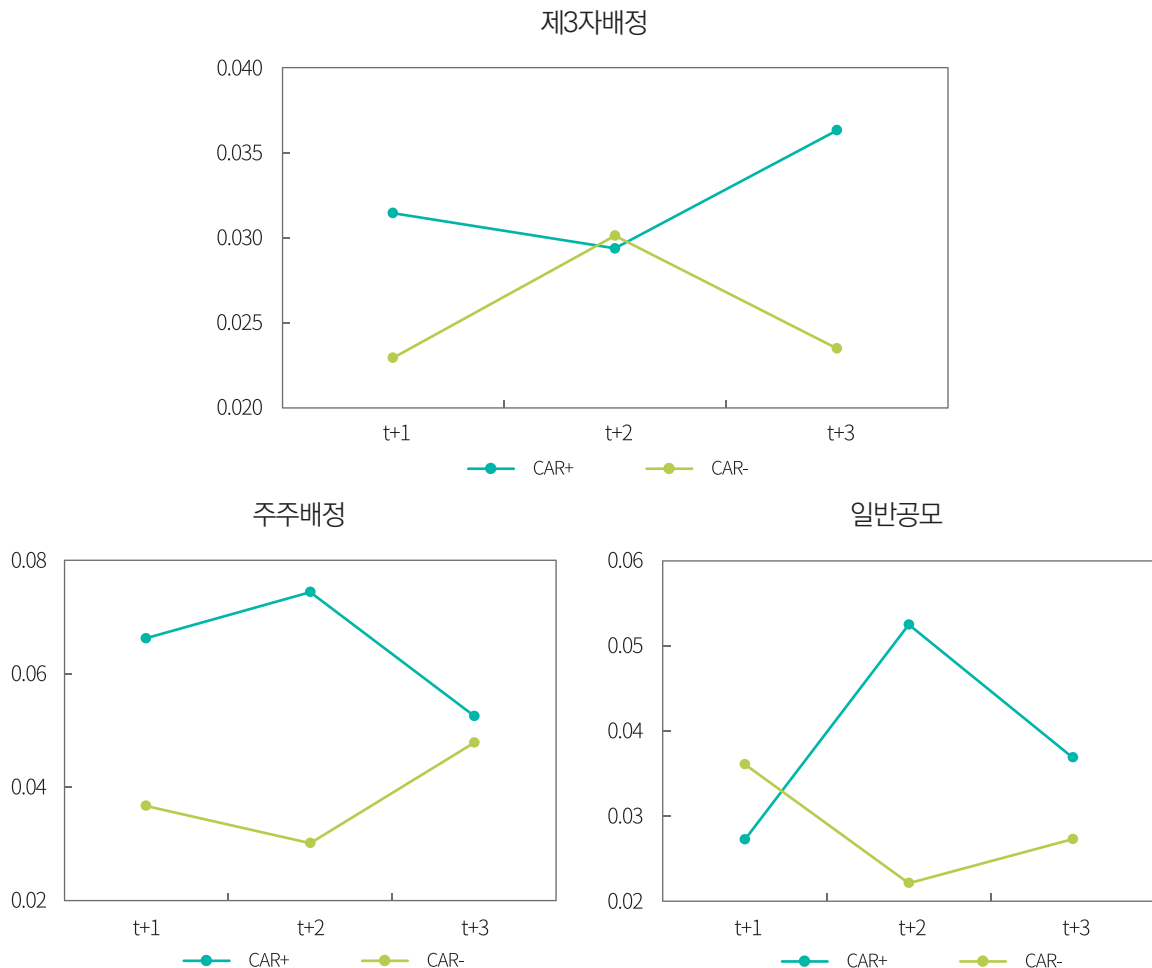
자료: Dataguide

□ 유상증자 발행 방식을 구분하여 추가적으로 분석한 결과, 방식별 투자 행태의 차별화

- 전체 표본에서는 주가반응과 관계없이 CAPEX가 증가하는 것으로 나타났으나 유상증자 방식을 구분하여 살펴보면 시장반응과 실제 투자활동 간의 관계는 방식별로 서로 다른 양상
- 제3자배정 방식의 경우 유상증자 공시에 따른 주가반응이 긍정적인 기업과 아닌 기업 간 차이가 뚜렷하게 나타남
 - 긍정적인 주가반응을 보였던 기업은 공시 이후 CAPEX가 2년차에 소폭 감소했지만 3년차에는 다시 증가한 반면, 부정적인 주가반응을 보인 기업은 2년차까지 증가한 이후 3년차에는 감소하여 두 그룹 간 격차가 확대

- 이는 제3자배정 유상증자 공시 당시 긍정적인 주가반응을 보인 기업에서 실제 투자활동이 지속되었음을 시사
- 반면, 주주배정과 일반공모의 경우 유상증자 공시 이후 시장반응과 이후 투자강도 간의 일관된 관계가 뚜렷하게 나타나지 않음
 - 긍정적인 주가반응을 보인 기업은 공시 이후에도 CAPEX 수준이 높게 유지되기는 하였으나 장기적으로는 감소했고 부정적인 주가반응을 보인 기업은 오히려 3년차에 CAPEX가 증가하는 것으로 나타나 시장의 초기 평가와 이후 투자활동 간에 일관되지 않은 결과
 - 이에 따라 일반공모와 주주배정에서는 제3자배정 방식과 달리 긍정적인 주가반응이 장기적인 장기적인 투자 강도로 이어지는 일관된 패턴이 확인되지 않음

〈그림 3〉 유상증자 방식에 따른 CAPEX 추이



주 : 1) 2020~2022년 유상증자 공시 기업 대상
 2) CAPEX는 자산규모 반영
 3) 상하위 1% winsorizing

자료: Dataguide

□ 유상증자 방식별 기업특성을 분석한 결과에서는 부채비율과 코스닥 상장기업 여부가 유상증자 방식 선택에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타남

- 제3자배정을 기준으로 유상증자 방식별 기업 특성을 비교한 결과 다음과 같은 차이가 확인
- 부채비율이 높을수록 제3자배정보다 주주배정과 일반공모를 선택하는 경향이 나타났으며, 이는 재무구조 개선을 위해 기존 주주나 일반투자자를 대상으로 자금을 조달하려는 특성과 부합
 - 코스닥 상장기업은 유가증권시장 상장기업에 비해 주주배정 및 일반공모보다 제3자배정 방식을 활용하는 것으로 나타나 전략적 투자자 유치와 사업 협력을 고려한 결과일 가능성

〈표〉 유상증자 방식별 기업 특성

설명변수	추정계수
기업규모	-0.113
R&D	-0.021
유동성	0.001
부채비율	-0.001**
수익성	0.001
업력	0.003
코스닥	1.045***
연도더미	포함
산업더미	포함
N	530

주: 1) 유상증자 결정 공시 전년도 기준
 2) 제3자배정 여부를 종속변수로 한 이항로지스틱 회귀분석
 3) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함

□ 이와 같이 유상증자의 시장반응과 투자효과는 발행 방식 및 기업 특성에 따라 다르게 나타남

- 제3자배정은 주주배정이나 일반공모와 달리 공시 이후 긍정적인 주가반응을 보인 기업에서 이후 CAPEX도 상대적으로 높은 수준을 유지
- 이는 시장이 제3자배정을 전략적 투자자의 참여, 성장기회 확보, 투자계획 등에 대한 긍정적인 신호로 인식하였고 이러한 기대가 실제 투자활동으로 이어진 결과로 해석 가능
- 이러한 결과는 투자자들이 기업의 투자계획과 성장 가능성을 비교적 합리적으로 평가하고 있음을 시사

선임연구원 홍지연