

# 기업특성이 증자방식의 선택에 미치는 영향에 관한 연구

장범식·손근상·윤계섭·전춘옥·강창희·정준영\*

## 1. 연구목적 및 연구범위

본 연구에서는 유상증자방식의 선택과 당해 기업의 기업특성과의 관련성을 실증적으로 조사·분석한다.

우리나라에서 유상증자에 따른 주식발행은 그 배정방법에 따라 (기존)주주배정방식, 제3자 배정방식 및 일반공모증자의 세가지 형태가 있다. 특히 일반공모의 방법으로는 주주배정후 실권주공모, 주주우선공모, 일반공모증자제도가 있다.<sup>1)</sup> 현행 상법은 제 418조 제1항에서 “주주는 정관에 다른 정함이 없으면 그가 가진 주식의 수에 따라서 신주의 배정을 받을 권리가 있다”고 규정함으로써 주주배정에 의한 유상증자를 원칙으로 하되 정관에 신주인수권을 배제한다는 사항을 삽입함으로써 이사회 의결의만으로도 일반공모에 의한 유상증자가 가능하다는 해석의 여지를 남겨두고 있다. 그러나 신주인수권이 주주의 이익에 직결된다는 기존주주들의 인식과 창업주주등 기존경영층의 안정경영권 유지에 대한 우려로 완전한 시가발행을 통한 일반공모증자제도는 시행되지 않고 있다. 또한 일반공모증자제도의 전제가 되는 시가발행제도의 경우 도입되지 얼마되지 않을 뿐만 아니라 <표 2>에서 보는 것처럼 과도한 할인율로

\* 장범식(승실대학교) · 손근상(한국증권경제연구원) · 윤계섭(서울대학교) · 전춘옥(가톨릭대학교) · 강창희(대우증권) · 정준영(한국상장회사협의회).

1) 주주배정후 실권주공모는 원칙적으로 주주배정방식이며 신주를 우리사주조합원과 구주주에게 배정한후 그 실권주 및 단수주를 일반에서 공모하는 방식이다.  
주주우선공모(재무관리규정 2조 4항)의 경우에는 주간사회사가 유상증자분을 총액인수하여 우리사주조합에게 20%를 우선 배정하고 나머지를 구주주에게 소유주식수에 따라 배정하여 청약료 받고 구주주나 우리사주조합의 미청약분을 일반에게 추가로 청약료 받는 증자방식이다.

인해 그 의의가 많은 부분 훼손되고 있는 실정이다.<sup>2)</sup> 따라서 비록 발행가격의 결정에 문제가 있기는 하지만 기업공개를 제외한다면 일반공모에 의한 유상증자를 거의 찾아볼 수 없는 것이 우리의 실정이다.<sup>3)</sup>

이러한 가운데 최근 자본시장의 개방화 국제화 그리고 국제경쟁력 제고를 위한 신기술개발과 금융실명제 실시 등 국내외의 경영환경의 변화에 따라 주식발행에 의한 대규모의 자금을 효율적으로 조달할 수 있는 여건조성이 중요한 관심사로 떠오르고 있다. 특히 최근 자금조달규모의 확대에 따른 대주주 불입능력의 한계와 이로 인한 대량실권의 발생가능성, 자금조달수단의 다양화로 인한 기존 법체계 정비의 필요성, 자금조달의 기동성 및 유리한 자본시장의 적시이용 등 여러 측면에서 일반공모증자제도의 도입 필요성이 제기되고 있다.

주주배정방식(rights offerings)과 주간사회사를 사용한 일반공모증자방식(underwritten offerings) 등 발행회사의 증자방식의 선택과 관련된 지금까지의 선행연구는 주로 미국의 사례를 중심으로한 분석이었다. 즉, 증자방식의 선택에 따른 직접비용(out of pocket expenses)의 차이에도 불구하고 대부분의 기업들이 주간사회사를 이용한 일반공모증자방식을 선호하는 이유를 규명하고자 했다.<sup>4)</sup> 선행연구에 의하면 증자전후 증권감독기관에 보고된 명목상의 공식비용은 주간사 인수비용을 지불하지 않아도 되는 주주배정방식의 경우에 더 낮았지만, 경영층에 대한 감시비용[Smith(1977)], 유상증자후의 주가의 하락을 고려한 총발행비용 [Hansen(1986), Hansen(1988)], 유동성(liquidity) 감

2) 우리나라에서는 1983년 12월 증권관리위원회의 「시가발행운영기준」의 제정으로 시가발행이 제도화되었다. 정부는 명실상부한 시가발행제도를 정착하기 위해 1988년 6월 상장법인 재무관리규정을 개정하여 1989년 발행분부터 이론권리락 주가의 10%이내에서 할인한 가격으로 신주를 발행하도록 하였다. 그러나 1989년 이후 증권시장이 침체됨에 따라 1989년 12월 시가발행 할인을율 30%로 확대하였으며, 1991년 6월 이후 할인을율 자유화하였다. 그러나 자유화 이후에도 <표 2>에 제시된 것처럼 대부분 20%-35%의 범위내외에서 할인이 결정되고 있다.

3) 우리나라 공모주식의 발행가격 결정에 관하여서는 김건우(1992), 박철우(1993), 이재경·장범식·우영호·윤계섭(1995), 장범식·이재경·우영호(1994), 송인만·박철우(1995), 이성규·임용기·연강흠(1995)를 참고하십시오.

4) Hansen and Pinkerton(1982)에 의하면 1971-79기간 중 약 5%미만의 발행기업만이 주주배정방식(rights offers)을 선택했으며, 실제 미국증권감독위원회(Securities and Exchange Commission)에 보고된 발행비용은 주주배정방식의 경우에 주간사회사를 이용한 일반공모(public underwritten offerings) 보다 평균 4-10 퍼센트 정도 낮았음을 제시하고 있다.

소에 따른 부정적인 주가의 반응 [Kothare(1990)]을 감안할 때는 일반공모증자보다 오히려 더 높았음을 보여주고 있다. 한편, Hansen and Pinkerton (1982)은 소유주의 지분율이 아주높은 특수한 상황에서 실질적인 발행비용을 절감할 수 있는 특수한 경우에만 주주배정방식이 선호되고 있음을 보여주고 있다.

그러나 증자방식의 선택과 관련된 일반의 관심에도 불구하고, 지금까지의 유상증자와 관련된 우리나라에서의 선행연구는 대부분 유상증자에 따른 공시효과를 검증·분석한 것이었다 [김성민(1994), 이용환(1994a,b), 정형찬(1995)]. 본 실증연구에서는 1993년 1월 부터 1995년 4월 기간중에 실시된 389건의 우리나라 유상증자를 대상으로 하여, 관행화된 기존의 주주배정방식과 주주우선공모증자방식의 선택 및 기업특성과의 관련성을 연구한다. 특히, 동 연구기간 중 실권율에 대한 밀도있는 분석을 통해서 새로운 제도도입 필요성에 대한 경제적 시사점을 검토해보고자 한다.

구체적으로 (1)최근의 유형별 유상증자현황, (2)현재 우리나라에서 가장 많이 이루어지고 있는 주주배정과 주주우선공모방식을 채택한 당해 증자기업들의 기업특성, (3)자금조달규모와 실권율과의 관계를 비교 분석한다. 주요 분석대상이 되는 기업의 특성변수는 실권율, 할인율, 증자규모, 기업의 자산규모, 자기자본의 크기, 장기부채의 크기, 기업의 영업관련변수이다. 정관에 정함이있는 경우에 허용될 수 있다는 상법상의 규정에도 불구하고, 일반공모증자 제도가 활용되지 않고있는 우리의 현실을 감안할 때 증자방식의 선택과 기업특성과의 관련성에 대한 본 연구의 결과는 일반공모증자제도도입의 필요성에 관한 최근의 논의에 시사점을 줄 수 있을것으로 본다.<sup>5)</sup>

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2절에서는 본 연구에 사용된 표본의 구

5) 우리나라에서 현재 인정되고 있는 주주우선공모제도는 실제적으로는 주주배정후 실권주공모와 동일한 형태로 운영되고 있다. 즉, 주간사회사가 유상증자분을 총액인수한 형태를 취하고 있지만, 내용적으로는 주주와 우리사주조합에 우선할당 배정한 후 실권부분에 대하여 일반 투자자로부터 실권주 청약을 받고 있다. 주주와 우리사주조합 등 기존주주의 우선권을 인정하고 있다는 측면에서 주주배정에 가깝다는 주장을 할 수 있는 반면, 실권주에 대한 일반청약을 인정하고있다는 점에서 일반공모증자에 대한 전단계로 해석할 수 있다는 주장이 있다. 특히, 본 연구와 관련하여 면담에 응하여 주었던 상당수의 주간사회사 인수공모팀 담당자들은 주주우선공모를 일반공모와 동일시하는 경향을 보였다.

성과 최근의 유상증자의 현황을 살펴본다. 제3절에서는 유상증자기업의 특성에 대한 유형별 기술적 통계와 증자년도별, 기업규모별, 소유지분별, 산업별 기업특성 분석결과를 제시한다. 마지막으로 제4절에서는 제시된 실증결과를 토대로 요약과 시사점 및 연구의 한계를 제시한다.

## 2. 표본선정

본 연구의 표본은 1993년 1월 부터 1995년 4월 기간 중 이루어진 유상증자를 대상으로 하고 있다. 본 연구에 사용된 유상증자의 사례확인을 위해서는 일차로 증권감독원 재무관리국 자료를 참조하였으며, 한국상장회사협의회의 자료를 통해서 재 확인하였다.

<표 1>에 제시되어 있는 것처럼 동 연구기간 중 모두 389건의 유상증자가 확인되었다. 유형별로 살펴보면 주주배정이 209건, 주주우선공모가 178건, 제3자 배정이 2건 등으로 구성되어 있다. 주주우선공모증자의 경우 해외 DR 발행이 2건이 있었기때문에 본 연구의 대상에서 제외하였다. 제3자 배정의 경우 1993년에 2건이 이루어진 경우를 제외하고는 전혀 활용되지 않았고, 또한 본 연구의 주된 분석대상이 주주배정과 주주우선공모 실시기업의 특성 비교인 점을 감안하여 제3장에서 실증분석에서 제외하였다. 이상의 기준을 적용하여 전체 385건의 유상증자가 본 연구의 표본을 구성한다.

<표 1>에 따르면 1993년 중 유상증자를 통한 전체 자금조달액은 171건 2조7,889억원이다. 1994년중에 전체 유상증자건수는 1993년에 비하여 다소 감소한 161건에 불과하나 조달금액은 5조 3,787억원으로서 전년 대비 거의 2배 가까이 증가하였음을 보여주고 있다. 이와같이 유상증자를 통한 자금조달액이 1993년도에 비해서 크게 증가한 이유는 우선 1993년 4/4분기부터 시작된 시황의 개선에 힘 입은바 크다고 하겠다. 유상증자를 통한 기업자금조달의 증가 추세는 1995년에 들어와서도 계속되고 있으며, 1995년 상반기 4개월 동안 55

&lt;표 1&gt; 최근 유상증자 유형별 현황 (1993.1 ~ 1995.4)

(단위 : 백만원)

증자 년도	구 분	건 수	합 계	납 입 평 균			
				평 균 <sup>2)</sup>	최 소	최 대	표 준 편 차
1993   1995.4	주주배정	209	7,763,391	37,145 (19,080)	1,831	333,200	50,815
	주주우선공모	176 <sup>1)</sup>	2,779,644	15,793 (9,209)	1,035	294,800	29,616
	제3자 배정	2	31,841	15,920 (15,920)	5,067	26,774	15,349
1993	주주배정	94	1,867,929	19,871 (10,893)	1,831	100,800	21,754
	주주우선공모	75	889,102	11,855 (7,998)	1,035	88,200	12,621
	제3자배정	2	31,841	15,920	5,067	26,774	15,349
	계	171	2,788,872	16,309 (8,990)	1,035	100,800	18,584
1994	주주배정	84	4,046,717	48,175 (25,140)	2,600	333,200	61,685
	주주우선공모	79	1,331,969	17,298 (9,899)	1,455	228,000	28,460
	제3자배정	0	-	-	-	-	-
	계	161	5,378,686	33,408 (17,400)	1,455	333,200	50,970
1995.4	주주배정	31	1,848,745	59,637 (27,985)	3,696	238,000	64,114
	주주우선공모	24	558,573	23,274 (11,960)	3,736	294,800	58,037
	제3자배정	0	-	-	-	-	-
	계	55	2,407,318	43,769 (17,760)	3,696	294,800	63,636

주1) 동기간 주주우선공모 유상증자기업증 한국전력(DR발행)과 포항제철(DR발행)의 경우 제외됨

주2) ( )은 중앙값을 나타냄

건 2조 4,073억원에 달하는 자금조달이 이루어졌다.<sup>6)</sup> 증자유형별 납입금액을 살펴보면, 주주배정의 경우 1993년 건당 평균 198억원에서 1994년 평균 482억원으로서 140퍼센트의 증가를 보였고, 동 기간 중 주주우선공모의 경우는 평균 118억원에서 173억원으로 약 50퍼센트의 증가를 보여주고 있다. 또한 1995년 초기 4개월을 평균으로한 납입조달금액에서도 비슷한 경향을 보여주고 있어서 최근 상장기업들의 유상증자수요 및 유상증자를 통한 자금조달규모가 계속 증대하고 있음을 알 수 있다.

본 연구에서는, 유형별 유상증자 실시기업의 기업특성을 비교분석한다. 기업특성과 관련된 변수중에서, 증자발행가격, 증자규모, 실권율, 할인율에 대한 자료는 증권감독원 재무관리국과 한국상장회사협의회 자료를 사용하였으며, 증자기업의 재무특성 및 영업활동에 관련된 자료의 경우에는 한국신용평가(주)의 KIS-LINE 자료를 사용하였다. KIS-LINE의 경우 대부분의 회계수치는 회귀년도 말을 기준으로 하고 있다. 실증분석의 주요목적이 증자전 기업의 사전적 위험의 파악 및 표본간 차별화에 있는 점에 비추어 증자 전년도의 회계수치를 자료로 사용하였다. 대주주 소유지분에 관한 자료는 한국신용평가(주)의 KIS와 동서증권의 '상장기업 재무분석'을 참조하였다.

### 3. 실증분석

#### 1) 유형별 유상증자 실시기업의 기업특성

<표 2>는 1993.1 ~ 1995.4 기간동안 이루어진 유상증자 실시기업의 기업특성에 대한 기술통계량을 제시하고 있으며, 여러 기업특성에 대한 주주배정방식과 주주우선공모방식의 차이를 검정한 t-test의 결과는 <표 3>에 제시되어

6) 최근 유상증자를 통한 상장기업의 자금조달은 1989년 11조 1,245억원을 정점으로 하여, 1992년의 1조 7,112억원에 이르기 까지 계속 감소 추세를 보여왔으며 1993년을 전환점으로 다시 증가하고 있다(참조: 증권감독원, 자본시장연보(1994))

있다.

<표 2>와 <표 3>의 결과는 우리나라에서 주주배정방식과 주주우선공모 방식을 선호하는 상장회사간에는 명확한 특성차이가 있음을 보여주고 있다.

동 연구기간 중 전체 표본에 대한 실권율은 평균 11.4 퍼센트였으며, 유형별로는 주주배정의 경우가 평균 4.5% 주주우선공모의 경우 평균 19.5%로서, 증자방식에 따라서 실권율에 엄청난 차이가 있음을 시사해 주고 있다. 유상증자시 자금조달규모 확대에 따른 대주주불입능력의 한계와 이로 인한 대량실권 발생가능성이 높다고 할 경우, 증자규모와 실권율에는 정(positive)의 관계가 성립한다고 가정할 수 있다. 즉, 증자규모가 크면 클 수록 실권율도 높아질 것이 기대된다. 실권율과 증자규모의 관계에 대한 단순회귀분석의 결과가 아래 <표 4>에 제시되어 있다.

<표 4>에 제시된 단순회귀분석결과(모형 1)는 증자규모와 실권율간에 부(negative)의 관계를 보여주고 있다. 그러나 모형2와 모형3에 제시되어 있는 것 처럼 모형1의 회귀계수는 단순히 증자방식에 따른 증자규모와 실권율의 관계를 시사한 것이라고 볼 수 있다. 즉, 주주배정방식에 의한 유상증자의 실권율이 주주우선공모방식에 비하여 월등하게 낮다는 것을 확인해 주고 있다. 주목할 사실은, 비록 모형의 설명력은 제한되어 있을지라도 주주우선공모방식에 의한 유상증자의 경우에는 5퍼센트의 유의도에서 증자규모가 증가함에 따라 실권율도 커지는 경향이 있다는 점이다.<sup>7)</sup> <표 4>에 제시된 결과는 최근에 점증하고 있는 주주우선공모증자방식에 비추어볼 때 향후 일반공모증자제도의 도입필요성을 시사하고 있다고 해석할 수 있다.

7) 참고로, 실권율과 전체표본집단과의 Pearson 상관계수는 -0.1191(유의도 0.0194)이며, 주주배정과 주주우선공모의 경우 각각, -0.0818(유의도 0.2390)과 0.1498(유의도 0.0472)이다.

&lt;표 2&gt; 유상증자 실시기업의 유형별 특성

(단위: 백만)

변 수	전 체 표 본			주 주 배 정			주주우선 실권주공모		
	평 균	최 저	최 대	평 균	최 저	최 대	평 균	최 저	최 대
발행가격(원)	14,239	5,000	72,400	14,255	5,000	60,900	14,221	5,700	72,400
실 권 율(%)	11.4	0.3	74.2	4.5	0.5	37.9	19.5	0.3	74.2
할 인 율(%)	27.1	20.0	35.0	28.4	20.0	35.0	25.6	20.0	30.0
자 산	446,779	14,586	6,660,000	748,349	16,501	6,660,000	178,308	14,586	2,320,000
자기 자본	106,745	4,457	1,630,000	173,109	6,314	1,630,000	47,666	4,457	587,000
장기 부채	126,729	1,401	2,670,000	217,299	2,683	2,670,000	46,100	1,401	535,000
매 출 액	579,368	8,406	15,600,000	1,066,518	14,603	15,600,000	145,686	8,406	1,730,000
영업 이익	32,128	-889	1,310,000	54,798	-586	1,310,000	11,946	-889	155,000
경상 이익	8,742	-19,000	374,000	14,169	-19,000	374,000	3,909	-4,299	25,942
순 이 익	5,870	-30,000	155,000	8,898	-30,000	155,000	3,175	-4,303	45,678
주당순이익(원)	1,009	-8,661	5,820	1,009	-8,661	5,820	1,027	-2,116	5,443
대주주 소유지분 (%)	24.3	2.6	65.3	24.1	2.6	62.4	24.51	5.0	65.3
자기자본 대 자산비율(%)	31.2	6.2	81.1	28.9	7.3	76.5	33.1	6.2	81.1
장기부채대자기 자본비율(%)	103.3	7.6	1,089.0	119.1	9.1	1,089.0	89.3	7.6	502.3
자기자본 회전율(%)	455.6	63.5	15,355.0	612.3	63.5	15,355.0	316.1	65.6	2,678.0
매출액 영업 이익율(%)	8.6	-1.04	29.3	7.9	-1.04	20.8	9.1	-0.45	29.3
매출액 경상 이익율(%)	3.0	-18.4	13.7	2.7	-18.4	11.1	3.3	-7.0	13.7
매출액 순 이익율(%)	2.3	-17.5	36.5	1.9	-17.5	10.3	2.7	-7.0	36.5
회사설립 경과년수(년)	27.5	3.8	72.2	29.7	3.8	72.2	24.9	6.8	60.1



&lt;표 3&gt; 주주배정 대 주주우선공모의 기업특성 검정

귀무가설 : 주주배정기업 - 주주우선공모기업 = 0		
변 수	t - tests	p - value
증 자 액	5.1278	0.0001
발행 가격	0.0405	0.9678
실 권 율	- 13.7673	0.0001
할 인 율	9.9503	0.0000
자 산	5.4014	0.0001
자기 자본	5.1224	0.0001
장기 부채	4.7341	0.0001
매 출 액	4.5388	0.0001
영업 이익	· 3.6686	0.0003
경상 이익	3.4447	0.0007
순 이 익	3.7199	0.0003
주당 순이익	- 0.1173	0.9067
대주주소유지분	- 0.2773	0.7817
자기자본 대 자산비율	- 2.8007	0.0054
장기부채 대 자기자본비율	2.5832	0.0104
자기자본 회전을	2.4706	0.0144
매출액 영업 이익율	- 2.3811	0.0179
매출액 경상 이익율	- 2.0006	0.0463
매출액 순 이익율	- 2.1602	0.0316
회사설립 경과년수	3.7775	0.0002

**<표 4> 실권을과 유상증자규모에 대한 단순회귀분석의 결과**

유의수준은 ( )에 표시되어 있음

설명변수	모형(1):전체표본	모형(2):주주배정	모형(3):주주우선공모
절 편	12.3044 (0.0001)	4.8183 (0.0001)	18.4645 (0.0001)
유상증자규모 (백만원)	-0.0342 (0.0194)	-0.0091 (0.2390)	0.0686 (0.0472)
수정 R <sup>2</sup>	0.0116	0.0019	0.0168

유상증자시 발행가격은 전체 표본에 대하여 평균 약 14,000원 정도이며, 증자유형에 상관없이 거의 동일함을 보여주고 있다. 표본기간 중 유상증자 할인율은, 주주배정의 경우 평균 28.4퍼센트, 주주우선공모의 경우 25.6퍼센트로서, 주주배정의 경우 더 큰 폭으로 기존주주 및 우리사주조합에 우선할당 배정되고 있음을 알 수 있다. 실권을 줄이고 기존주주의 인수율을 높임으로서 발행위험을 줄이려는 주주배정의 취지에 비추어 볼 때, 유상증자방식간 할인율의 차이는 새로운 사실은 아니라고할 수 있다. 그러나, 기업경영의 세계화·개방화·자금조달의 대규모화 추세속에서 향후 시가할인비율은 점점 더 줄어들것으로 예상된다.

<표 2>의 중간부분이하에는 증자기업의 재무특성 및 영업활동에 관한 기술통계량이 제시되어 있다. 증자유형별로 기업의 특성변수를 요약하면 다음과 같다.

우선, 자산규모<sup>8)</sup>, 자기자본, 장기부채, 매출액, 영업이익, 경상이익, 순이익 등 외형적인규모가 큰 상장회사일 수록 주주배정방식을 선호하는 경향이 있다. 주주배정방식과 주주우선공모방식간 재무 및 영업활동 특성변수의 차이는 <표 3>에 제시되어 있는 것 처럼 통계적으로도 높은 유의도를 보여주고 있

8) <표 2>에 제시된 자산 변수 중 최대치는 6조 6,600억원이며 삼성전자(주)의 93년말 자산규모를 나타내고 있다.

다.<sup>9)</sup> 표본기간 중 자산규모가 1조원을 상회하는 유상증자기업은 모두 36건이 있으며, 증자유형별로는 주주배정이 34건, 주주우선공모방식이 2건을 차지하고 있다. 상대적으로 과도한 자산규모를 지닌 상장회사들이 표본에 선정됨으로서, <표 2>에 제시된 증자유형별 차이가 편기(biased)되었을 가능성이 있다. 비록 본 연구보고서에 제시되지는 않았지만, 2조이상 혹은 1조이상 자산규모를 지닌 표본들을 제외시킨 상태에서 동일한 분석을 시행한 결과 정성적(qualitatively)인 면에서는 모두 동일한 결과를 얻을 수 있었다. 즉, 상대적으로 작은 상장회사 일수록 주주우선공모방식을 선호하는 경향이 있음을 확인할 수 있었다.<sup>10)</sup>

<표 2>는 또한 주주배정방식을 선호하였던 상장회사들의 경우 주주우선공모 선호 회사들에 비하여 상대적으로 자기자본회전율이 월등히 높은 경향이 있음을 제시하고 있다. 자기자본회전율이 높다는 사실은 상대적으로 자기자본의 활용상태가 양호하다는 점 이외에도 향후 수익성증대 가능성과 이익배당 및 내부유보증대의 가능성이 높다는 점을 시사해 준다고 볼 수 있다. 미래의 수익성증대 및 이익배당 증대 가능성 등은 기존 주주 및 내부자의 이해관계에 영향을 줄 수 있으며, 더 많은 수익성증대의 가능성을 기존주주에게 한정시키고자 하는 유인을 제공하게 된다. 따라서, 향후 수익성증대 등 기업의 영업활동이 활발할 수록 당해 상장회사는 유상증자시 주주배정을 선호하게 될 것으로 본다. 다른 한편, 현저히 높은 자기자본회전율의 경우에는 외상매출금의 과대 및 상대적으로 자기자본의 과소현상의 위험을 내포하고 있다고도 볼 수 있으므로 해석에 신중을 기할 필요가 있다. 그러나 주주배정의 경우에 있어서 주주우선공모방식에 비하여 상대적으로 자기자본비율은 적다고 할지라

9) 본 보고서에 제시하지는 않았지만, 이들 재무 및 영업활동변수들은 상호 높은 상관관계를 보여주고 있다.

10) 30대그룹에 속하는 상장회사의 경우 대부분 주주배정을 선호하는 경향을 보여주었다. 한편, 주주우선공모방식을 택하였던 전체 17개 사례 가운데, 26개의 유상증자가 30대 그룹에 속하는 13개 그룹사에 의하여 조달되었음을 확인할 수 있었다. 그러나, 이 경우에도 각 그룹의 주력기업이 참여한 경우는 그나마 극소수에 불과하여, 대 기업일 수록 주주배정방식을 선호하고 있음을 간접적으로 시사해주고 있다. 기업규모와 유상증자방식, 기업평판(reputation)등에 대해서는 추후연구에서 계속 조사분석되어야 할 것으로 본다. 참고로 동기간 중 주주우선공모방식을 택하였던 13개 그룹사의 회사명은 다음과 같다.:

고합물산, 국동, 대우, 대림, 미원, 삼미, 동국제강, 한화, 쌍용, 우성, 코오롱,한일, 해태.

도 현저하게 높은 매출액, 높은 이익액지표와 장기부채비율 등 높은 현금흐름을 감안할 때, 후자의 경우일 가능성은 작다고 볼 수 있다.

일반공모증자제도 도입과 관련하여 기존의 대주주들에게 중요한 관심사항 중의 하나는 경영권의 유지·보호문제라고 할 수 있다. 사전적으로 경영권유지에 관심이 많은 상장회사일 수록 실권을 통하여 지분을 분산시키기보다는 신주에 대한 인수권을 기존주주에게 한정시킴으로서 경영권을 계속 유지하고자 할 것이며, 다른 여건이 동일하다면 주주배정방식을 선호할 것이 기대된다. 참고로 <표 2>에서는 각 증자방식에 대한 대주주소유지분율을 비교하고 있다. <표 2>의 결과는 기대와는 달리 주주배정방식과 주주우선공모방식을 선호하는 상장회사들간에 거의 차이가 없음을 보여주고 있다. 표본기간 중 유상증자를 실시한 상장회사의 대주주소유지분율은 평균 24%이다.

마지막으로 회사설립 후 증자시점까지를 계산한 회사설립 경과년수에 있어서는 오래된 상장회사일 수록 주주배정방식을 선호하고 있음을 알 수 있다.

이상을 종합하면 다음과 같다. 즉, 상대적으로 회사의 재무 및 영업상태가 양호하고, 설립경과년수가 오래되어 안정적이며, 높은 매출액, 높은 자기자본회전율과 장기부채 등 장기자금의 사용이 많아서 기업의 현금흐름이 안정적인 상장회사일 수록 주주배정을 선호하는 경향이 있다는 점을 본 연구결과는 시사하고 있다.

## 2) 증자년도별 유상증자 실시기업의 기업특성

일반적으로 상장회사가 유상증자를 통해 필요한 자금을 조달하고자할 때 고려해야 될 또 하나의 중요한 요소는 증자시점이다. 즉, 증자의 필요성이 아주 절박한 경우를 제외하고는 시황이 악화되었을 경우에 증자자체를 연기할 수도 있으며, 상장회사의 필요에 따라서 적절히 증자시점을 조정할 여지가 있다. 이런점에서 앞절에서 제시된 실권율, 할인율 및 기타 기업의 재무·영업활동에 관한 통계량은 각 증자유형별 평균치를 대표한다기 보다는 특정시점에

국한된 것일 수 있다. <표 5>는 유형별 유상증자 실시기업의 기업특성 평균치를 년도별로 제시하고 있다.

실권율의 경우, 주주배정방식과 주주우선공모방식간의 차이는 앞절 <표 2>에서 제시된 것과 정성적으로 거의동일한 결과를 보여주고 있다. 그러나 주주배정방식과 주주우선공모방식 모두 표본기간에 걸쳐서 실권율이 약간 증가하는 경향을 보이고 있다. 즉, 1993년 - 1995각년도에 걸쳐서, 주주배정의 실권율은 4.0%, 4.5%, 5.8%로 약간 증가추세를 보이고 있고, 주주우선공모의 경우에도, 17.8%, 19.4%, 25.6%으로 실권율이 늘어나고있음이 <표 5>에 제시되고 있다. 증자규모의 경우에도 비슷한 결과가 표에 제시되어 있다. 여기서 한가지 주목할 사실은, 시장이 안정세를 보였던 1994년에 들어와서도 증자규모는 물론이요, 적어도 실권율이 떨어지지 않는다는 사실이다. 이러한 결과는, 통상적으로 시황이 안좋을 때 기존주주들이 신주의 인수를 포기하고 대량의 실권을 유발한다는 주장과는 배치되는 결과로서, 적어도 일반투자자를 통한 자금조달 수요가 줄어들지 않고 있음을 제시한다고 하겠다. 그러나, 상대적으로 3년간이라는 적은 표본기간과 그나마 1995년의 경우에는 초기 4개월간의 자료를 표본으로 사용하고 있는 점을 감안할 때, 일반적인 결론을 내리기에는 부족하다고 볼 수 있다.<sup>11)</sup>

11) 다른 한편 2년 4개월이라는 짧은 표본기간이지만, 1993년 4/4분기부터 시장이 안정세로 전환하였음을 감안하여, 전체 표본을 1993년 4/4분기 이전(YR\_0 그룹)과 이후(YR\_1 그룹)로 분류한 뒤 <표 5>에서와 동일한 분석을 시행하였다. 비록 본 보고서에 연구결과가 제시되지는 않았지만, 증자유형별 기업특성에 있어서는 정성적인 측면에서 <표 5>와 <표 6>에 제시된 것과 동일한 결과를 얻었다. 참고로 YR\_0그룹에 속한 유상증자의 수는 주주배정 70건 주주우선공모 56건이었고, YR\_1그룹에 속한 유상증자의 경우는 각기 139건과 120건이었다.

주주배정(주주우선공모)의 경우 실권율은 1993년 4/4분기이전 사례가 평균 3.80%(19.41%), 1993년 4/4분기이후의 사례가 평균 4.82%(19.61%)이었다. YR\_0그룹과 YR\_1그룹간 모평균검증결과는 주주배정방식과 주주우선공모방식 공히 발행가격, 증자규모, 실권액에 있어서 통계적으로 의미있는 증가 추세를 보여주었는 바, 이는 시장의 안정세에 기인한다고 볼 수 있다. 할인율에 있어서는 약간 감소경향을 보여주었으며 통계적으로 유의하였다. 그러나, 주어진 유상증자방식내에서 실권율의 증가는 통계적으로 유의하지 않았다.

&lt;표 5&gt; 증자년도별 유상증자 실시기업의 기업특성

(단위 : 평균 금액, 백만원)

변 수 명	1993		1994		1995. 4	
	주주배정	주주 우선 공모	주주배정	주주 우선 공모	주주배정	주주 우선공모
증 자 액	19,872	11,855	48,175	17,298	59,637	23,274
발행가격(원)	12,662	13,084	15,873	13,639	15,079	20,921
실 권 율 (%)	4.0	17.8	4.5	19.4	5.8	25.6
할 인 율 (%)	28.7	25.7	28.3	25.2	27.9	26.3
자 산	679,145	193,928	953,712	184,338	499,409	84,989
자 기 자 본	153,993	49,692	222,337	50,455	134,329	26,826
장 기 부 채	184,628	47,549	297,728	50,241	165,856	21,852
매 출 액	821,328	158,084	1,384,077	147,866	1,824,671	82,959
영 업 이 익	46,542	13,470	79,809	11,550	23,046	7,121
경 상 이 익	10,312	4,023	23,107	3,893	10,332	3,492
순 이 익	6,997	3,758	13,055	2,696	7,993	2,759
주당순이익(원)	1,019	1,165	985	766	1,021	1,569
대주주소유지분	22.7	24.9	24.7	23.2	28.5	27.9
자기자본대 자산비율(%)	28.6	33.3	28.9	32.2	31.7	36.4
장기부채대자기 자본비율(%)	111.3	88.3	133.6	89.4	125.6	93.9
자기자본회전율 (%)	498.2	314.2	802.0	299.8	797.4	394.9
매 출 액 영업이익율(%)	8.3	9.4	7.8	8.9	4.8	8.9
매 출 액 경상이익율(%)	2.8	3.6	2.3	2.9	2.9	4.1
매 출 액 순이익율(%)	2.1	2.8	1.6	2.1	2.1	4.8
회 사 설 립 경과년수(년)	29.4	24.8	28.1	25.2	38.1	23.7
유 상 증 자 수	94	75	84	77	31	24

<표 6> 증자년도별 유상증자 실시기업의 특성검정

(Ho : 주주배정 - 주주우선공모 = 0)

변수명	1993		1994		1995. 4	
	t - test	p -value	t - test	p -value	t - test	p -value
증자액	2.99	0.0032	4.13	0.0001	2.17	0.0343
발행가격(원)	-0.62	0.5388	1.48	0.1398	-1.76	0.0861
실권율(%)	-8.94	0.0001	-9.14	0.0001	-5.45	0.0001
할인율(%)	6.69	0.0000	7.17	0.0000	2.31	0.0251
자산	3.65	0.0004	3.52	0.0010	3.24	0.0085
자기자본	3.51	0.0007	3.23	0.0023	3.12	0.0104
장기부채	3.53	0.0006	2.83	0.0070	2.10	0.0613
매출액	3.48	0.0008	2.88	0.0062	1.26	0.2365
영업이익	2.89	0.0047	2.22	0.0317	2.21	0.0493
경상이익	3.26	0.0015	2.15	0.0374	1.91	0.0812
순이익	2.20	0.294	2.50	0.0164	2.07	0.0623
주당순이익(원)	-0.74	0.4633	0.77	0.4468	-1.02	0.3184
대주주소유지분(%)	-1.20	0.2302	0.74	0.4599	0.11	0.9161
자기자본대 자산비율(%)	-2.24	0.0261	-1.29	0.1983	-0.99	0.3319
장기부채대 자기 자본비율(%)	2.03	0.0443	1.64	0.1064	0.61	0.5503
자기자본 회전율(%)	2.69	0.0083	1.41	0.1653	0.93	0.3677
매출액영업 이익율(%)	-1.62	0.1070	-1.13	0.2594	-2.99	0.0060
매출액경상 이익율(%)	-1.90	0.0600	-0.92	0.3616	-1.11	0.2785
매출액순 이익율(%)	-2.25	0.0257	-0.76	0.4504	-1.26	0.2220
회사설립 경과년수(년)	2.46	0.0151	1.49	0.1388	3.39	0.0020

### 3) 기업규모별 유상증자 실시기업의 기업특성

증자유형별 기업특성차이와 관련된 지금까지의 논의를 통해서 분명해진 사실은, 기업의 외형이 크면 클 수록 주주배정방식을 선호하는 경향이 있다는 점이다. 그러나 평균적(on average)인 측면에서 기업의 외형이 실권율과 증자방식의 선택에 상당한 관련을 주고 있는 반면, 이러한 결과는 특정 자산규모를 가진 상장회사 집단에 한정된 현상일 수도 있다.<sup>12)</sup> 상장회사의 외형적인 규모와 증자방식선택간의 관련성을 조금 더 구체적으로 검토하기위해서, 본 단원에서는 전체 유상증자 실시기업의 자산규모를 자산의 크기에 따라서 4개의 소그룹으로 분할하였다.

<표 7>은 자산규모에 따라 4개의 소그룹으로 분류된 증자사례를 다시 주주배정·주주우선공모방식으로 나누어 해당기업들의 기업특성 차이를 분석한 것이다. 금융·보험산업에 속한 상장회사와 자료수집이 미진했던 기업들을 제외한 전체 310개 증자사례의 평균(중앙값) 자산규모는 4,468억원(1,340억원)이다. <표 7> 과 <표 8>에 제시된 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 각 소그룹별 유상증자회수에서 제시되어 있는 바, 자산규모가 작은 그룹(소그룹 I:주주배정 20건 주주우선공모 58건, 소그룹 II:주주배정 28건 주주우선공모 49건)일수록 주주배정방식에 대한 선호가 주주우선공모방식을 압도하고 있음이 다시 한번 확인 되었다. 한편, 자산규모가 큰 그룹(소그룹 III:주주배정 43건 주주우선배정 34건, 소그룹IV:주주배정 55건 주주우선공모 23건)의 경우에는 주주배정방식이 주주우선공모방식보다 더 선호되고 있음이 확인 되었다. 이러한 결과는 상장회사의 외형적인 규모가 유상증자방식의 선택과 밀접한 상관관계를 가지고 있다는 지금까지의 분석을 다시 확인(robust)해 주는 증거라 하겠다.

12) 실제 자산규모의 산포도는 오른쪽으로 치우쳐있으며(positively skewed) 동시에 상당히 뾰족한(leptokurtic) 분포를 이루고 있어서, 비모수 통계량의외에도 <표 7>, <표 8>에서와 같은 분석은 자산규모에 따른 각 증자유형별 기업특성차이를 이해하는데 도움이 된다.



〈표 7〉 기업규모별 유상증자 실시기업의 기업특성

(단위 : 백만)

변 수 명	자산규모(백만)I 14,586-51,750		자산규모(백만)II 51,750 - 134,000		자산규모(백만)III 134,000 - 412,000		자산규모(백만)IV 412,000-6,660,000	
	주주 배정	주주 우선공모	주주배정	주주 우선공모	주주배정	주주 우선공모	주주배정	주주 우선공모
증 자 액	5,715	4,889	8,143	9,592	13,797	16,613	59,749	35,411
발 행 가 격(원)	13,045	13,056	14,082	15,041	12,062	13,902	16,996	16,748
실 권 율(%)	4.1	19.9	7.4	19.4	3.6	18.1	3.4	18.7
할 인 율(%)	28.0	25.9	27.9	25.6	28.3	25.3	28.7	25
자 산								683,565
자 기 자 본	35,222	32,562	85,736	86,489	215,953	217,471	1,761,236	157,335
장 기 부 채	14,520	12,677	28,883	26,243	54,832	64,039	396,672	195,968
매 출 액	8,964	7,245	23,582	19,016	52,269	50,035	520,700	521,000
영 업 이 익	34,485	28,104	71,758	79,251	549,365	188,122	2,352,545	42,285
경 상 이 익	2,635	2,366	6,855	6,739	13,152	15,267	130,733	11,262
순 이 익	1,199	909	2,541	2,693	4,911	5,808	32,045	10,417
주 당 순 이 익(원)	990	818	1,891	1,844	3,196	4,216	19,797	1,334
대 주 주 소 유 지 분 (%)	881	781	1,079	1,110	759	1,120	1,215	17.9
	23.1	25.9	22.0	25.9	31.1	23.9	20.3	
자 기 자 본 대 자 산 비 율 (%)	42.7	40.3	35.2	31.9	26.0	29.6	23.1	22.7
장 기 부 채 대 자 기 자 본 비 율 (%)	74.3	66.4	94.4	82.3	116.8	94.9	149.7	152.6
자 기 자 본 회 전 율 (%)	249.8	240.3	278.2	325.9	900.3	381.1	689.1	390.1
매 출 액 영 업 이 익 율 (%)	7.8	8.9	10.3	9.9	6.3	8.9	7.9	8.3
매 출 액 경 상 이 익 율 (%)	3.7	3.3	3.8	3.9	1.9	3.1	2.3	2.6
매 출 액 순 이 익 율 (%)	3.1	3.1	2.9	2.7	1.2	2.2	1.6	2.2
회 사 설 립 경 과 년 수 (년)	17.1	22.5	24.9	24.9	32.4	23.2	34.5	32.7
유 상 증 자 수	20	58	28	49	43	34	55	23

&lt;표 8&gt; 기업규모별 유상증자 실시기업의 특성검정

(H<sub>0</sub> : 주주배정 - 주주우선공모 = 0)

변수명	자산규모(백만)I 14,586 - 51,750		자산규모(백만)II 51,750 - 134,000		자산규모(백만)III 134,000 - 412,000		자산규모(백만)IV 412,000-6,660,000	
	t-test	p-value	t-test	p-value	t-test	p-value	t-test	p-value
증자액	0.82	0.4197	-1.30	0.1976	-1.72	0.0891	3.21	0.0020
발행가격(원)	-0.01	0.9950	-0.66	0.5134	-1.51	0.1359	0.08	0.9375
실권율(%)	-8.50	0.0001	-4.11	0.0001	-6.02	0.0000	-5.94	0.0001
할인율(%)	2.48	0.0150	3.21	0.0019	4.80	0.0000	4.82	0.0001
자산	1.09	0.2812	-0.13	0.8944	-0.09	0.9260	4.70	0.0001
자기자본	1.18	0.2504	1.18	0.2403	-1.42	0.1575	4.26	0.0001
장기부채	1.57	0.1211	1.88	0.0647	0.38	0.7062	3.93	0.0002
매출액	1.43	0.1639	-0.87	0.3849	1.41	0.1649	4.04	0.0002
영업이익	0.67	0.5042	0.13	0.8972	-1.31	0.1945	3.07	0.0032
경상이익	1.24	0.2176	-0.29	0.7724	-0.69	0.4905	2.83	0.0064
순이익	0.73	0.4660	0.13	0.8947	-1.07	0.2903	2.36	0.0211
주당순이익(원)	0.43	0.6668	-0.15	0.8786	-0.89	0.3757	-0.38	0.7081
대주주소유지분 (%)	-0.88	0.3794	-1.58	0.1196	2.16	0.0344	0.91	0.3700
자기자본대 자산비율(%)	0.62	0.5398	1.09	0.2813	-1.73	0.0878	0.21	0.8372
장기부채대 자기 자본비율(%)	0.60	0.5481	0.93	0.3546	0.99	0.3212	-0.09	0.9209
자기자본회전율 (%)	0.32	0.7524	-1.09	0.2803	1.45	0.1544	1.98	0.0520
매출액 영업이익율(%)	-0.86	0.3903	0.24	0.8148	-2.99	0.0037	-0.34	0.7374
매출액 경상이익율(%)	0.81	0.4208	-0.19	0.8462	-1.58	0.1192	-0.64	0.5241
매출액 순이익율(%)	0.07	0.9423	0.37	0.7093	-1.71	0.0911	-1.51	0.1351
회사설립 경과년수(년)	-2.59	0.0116	0.02	0.9839	4.03	0.0001	0.54	0.5923
유상증자수	20	58	28	49	43	34	55	23

둘째, 자산규모에 따라 표본을 분류했을 때, 증자유형별로 대주주의 소유지분율에 차이가 있음이 발견되었다. 즉, 자산규모가 작은 상장회사(소그룹 I&II)의 경우에는 대주주의 소유지분율이 상대적으로 높을수록 주주우선공모 방식을 선호하는 경향이 있으며, 이와는 반대로 자산규모가 큰 상장회사(소그룹 III&IV)의 경우에는 대주주의 소유지분율이 높을수록 주주배정방식을 선호하고 있음이 제시되었다. 증자유형에 따라 대주주의 소유지분율에 통계적으로 의미있는 차이가 있는지를 알아보기 위하여, 주주배정 증자회사의 대주주 소유지분율과 주주우선공모 증자회사의 대주주 소유지분율에는 차이가 없다 ( $H_0$ : 주주배정-주주우선공모=0)는 귀무가설을 설정하고 각 자산규모별로 모평균 검정을 실시하였다. <표 8>에 제시되어 있는 바, 검정결과는 소그룹 III(자산규모 134,000백만-412,000백만)의 경우를 제외하고는 통계적으로 유의하지 못했다. 즉, 자산규모가 큰 상장회사의 경우에는 대주주의 소유지분율이 클수록 주주배정방식을 선호하는 경향이 있다는 사실을 제한적이거나 통계적으로 뒷받침할 수 있었다.<sup>13)</sup>

세째, 증자유형별 실권율·할인율에 대한 분석결과는 지금까지의 분석내용과 큰 차이를 찾을 수 없었다. 자산규모의 크기에 상관없이 주주우선공모방식을 선호하는 증자기업의 실권율이 주주배정선호기업에 비하여 현저하게 높았음이 확인되었다. 또한, 주주배정선호 유상증자 일수록 시가할인율이 더 높았음을 다시한번 확인할 수 있었다.

네째, 증자회사의 재무적 혹은 영업적 특성과 관련하여서, 가장 자산규모가 큰 <소그룹IV>를 제외하고는 주주배정방식과 주주우선공모방식간에 큰 차이를 발견할 수 없었다. 자산규모가 유사한 회사일 경우 비슷한 재무·영업 특성을 지닐 수 있다는 점을 고려할 때 <표 7>과 <표 8>에 제시된 내용은 예상된 결과라고 할 수 있다. 자산규모가 가장 큰 <소그룹IV>의 경우에 여

13) 상법(제418조 1항)에 의거한 주주배정의 주요 목적이 기존주주의 경제적인 재산권 보호와 경영권보장에 중점을 두고 있는 점을 감안할 때, 기업규모가 작고 대주주의 소유지분율이 높은 회사일수록 상대적으로 경영권보호에 덜 민감하며 따라서 주주우선공모를 선호하는 경향이 있다는 해석을 해볼 수 있다. 그러나 <표 6-8>에 제시된 통계검정결과와 대주주 소유지분율에 관한 자료가 제한되어 있음을 감안할 때, 일반적인 해석은 어렵다고 판단되며 추후 좀 더 연구되어야할 것으로 본다.

&lt;표 9&gt; 기업규모별 · 연도별 · 증자유형별 유상증자 현황

자 산 규 모	유 상 증 자 년 도			계
	93 (주주배정수, 주주우선공모수)	94 (주주배정수, 주주우선공모수)	95 (주주배정수, 주주우선공모수)	
자산규모(백만) 14,586-51,750	44 (18,26)	27 (1,26)	7 (1,6)	78 (20,58)
자산규모(백만) 51,750-134,000	37 (16,21)	32 (12,20)	8 (0,8)	77 (28,49)
자산규모(백만) 134,000-412,000	43 (27,16)	26 (11,15)	8 (5,3)	77 (43,34)
자산규모(백만) 412,000-6,660,000	40 (30,10)	33 (20,13)	5 (5,0)	78 (55,23)
계	164 (91,73)	118 (44,74)	28 (11,17)	310 (146,164)

타 소그룹들과 다른 결과가 제시된 주된 요인은, <소그룹 IV>에 속한 주주우선공모증자기업의 자산규모가 주주배정방식을 선호했던 기업에 비하여 현저하게 낮았기 때문이다. 즉, <표 7>에 제시되어 있는 바, <소그룹 I & II & III>의 경우에는 증자유형별 평균 자산규모가 거의 동일한 반면 <소그룹 IV>의 경우에는 주주배정방식(주주우선공모방식) 1조 7,612억원(6,835억원)으로서 큰 차이가 있었기 때문이다. <표 8>에 제시된 증자유형별 통계검정결과는 이러한 사실을 뒷받침해주고 있다.

기타, 회사설립경과년수의 경우에는, 자산규모가 작은 상장회사 중에서 평균적으로 회사연령이 낮은 회사 일수록 주주배정을 선호하는 경향이 있으며, 자산규모가 비교적 큰 회사의 경우에는 평균적으로 회사연령이 높은 회사들이 주주배정을 더 선호하는 경향을 보이고 있다.

<표 9>는 증자년도별 유상증자 실시기업의 기업특성차이를 분석한 <표 5>를 자산규모의 크기에 따라 세분화한 것이다. 증자년도에 상관없이 자산규모가 작은 상장회사 일수록 주주우선공모방식을 선호하며, 자산규모가 큰 회

사 일수록 주주배정을 선호하는 경향이 뚜렷하게 제시되어 있음을 알 수 있다.

#### 4) 소유지분별 유상증자 실시기업의 기업특성

앞서 <표 2>에서는 주주배정 증자기업과 주주우선공모증자 기업의 평균 대주주지분율이 각기 24.1%와 24.51%로서 별다른 차이를 발견할 수 없었다. 우리나라의 기업가치와 기업의 소유구조에 관한 선행연구에서는 경영대주주의 소유지분과 기업의 가치는 밀접한 관련을 가지고 있으며, 양자의 관계도 단순한 직선관계가 아니라 특정 지분을 중심으로 변화하고 있다고 주장한다[김주현(1992), 김우택 외(1993)]<sup>14)</sup>.

<표 10>에서는 대주주의 소유지분율의 크기를 세개의 소그룹으로 분할하고(대주주소유지분비율 0%-25%, 25%-50%, 50% 이상), 각 소그룹내 유상증자 유형별 기업특성 차이를 제시하고 있다<sup>15)</sup>. 동일 대주주지분그룹내 증자유형별 기업특성에 관한 통계적 검정결과는 <표 11>에 제시되어 있다. 분석결과는 대주주의 소유지분비율이 0-25%와 25-50%에 속한 증자기업의 경우에는 재무·영업등 외형적인 규모가 큰 상장회사 일수록 주주배정을 선호하는 경향이 있으나, 소유지분비율이 50%이상을 상회할 경우 증자유형별 기업특성의 차이는 통계적으로 거의 설명력을 찾을 수 없었다. 단, 실권율·할인율에 있어서는 세 개의 소그룹 공히 주주배정의 경우에 실권율이 현저하게 낮고 시가할인폭은 더 컸음을 보여주고 있다. 대주주 소유지분비율이 50%를 상회

14) 김주현(1992)은 소유경영자의 지분이 40%에 이를때까지는 소유대주주의 지분증가에 따라 기업의 가치가 감소하는 경향이 있으며, 통계적 유의도는 낮을지라도 소유대주주의 지분이40%이상을 넘어설 경우에는 소유지분증가에 따라 기업의 가치도 증가하는 경향이 있음을 밝히고 있다. 다른 한편, 김우택 외(1993)에서는 구조적 전환점이 세 단계로 구분되어 있어서, 기업가치가 소유지분이 20%까지는 소유지분과 함께 증가하며, 20%-25% 단계에서는 감소하다가, 25%이후의 단계에서는 소유지분 증가와 더불어 기업가치가 다시 증가하고 있음을 보여주고 있다. 대주주의 소유지분 과 기업가치의 관계는 본 연구의 연구범위를 뛰어넘는 것이며, 보다 자세한 사항에 관하여는 상기 문헌을 참조하기 바람.

15) 선행분석단계에서는 대주주소유지분비율을 7단계로 구분하여 동일한 분석을 시도하였다. 비록 본 연구 보고서에 제시되지는 않았지만, 기업특성변수와 관련하여 <표 10>의 결과와 정성적인 측면에서 비슷한 결과를 얻을 수 있었다. 선행분석에서 사용한 대주주지분비율의 구분은 다음과 같다: 0-10%, 10-20%, 20-25%, 25-30%, 30-40%, 40-50%, 50%이상.

하는 소그룹의 경우는 표본의 크기가(주주배정건수 7건, 주주우선공모 5건) 제한되어 있어서 결과에 대한 일반적 확대해석이 어렵다는 점을 감안한다면, 이상의 결과는 외형적인 규모와 증자방식의 선택이 밀접한 관련을 가지고 있다는 앞서의 분석결과와 일치한다고 볼 수 있다.

## 5) 산업별 유상증자 실시기업의 기업특성

주주배정과 주주우선공모 등 유상증자방식의 선호 및 증자유형별 기업특성 차이는 특정 산업에 국한된 현상 일수도 있다. <표 12> 와 <표 13>은 증자 규모, 실권율, 할인율, 증자기업의 자산규모, 자기자본 대 자산비율, 대주주의 소유지분비율 등 주요특성 변수의 산업별 차이를 각 증자유형별로 제시하고 있다. 동종업종내 기업특성변수의 증자유형별 차이에 대한 통계적 검정결과는 <표 14>와 <표 15>에 제시되어 있다.

연구결과에 따르면, 표본기간동안 유상증자는 음식료업, 제조업, 건설업, 도매업, 금융업 등 전산업에 걸쳐서 이루어졌으나, 증자회수에 있어서는 제조업(특히, 중화학공업), 건설업 및 금융업에 집중되어 있음을 알 수 있다. 유상증자방식에 있어서는 섬유·의복·가죽업 과 화학·석유·고무업종의 경우 상대적으로 주주우선공모방식을 선호하는 경향이 있었으며, 도매업, 금융업종의 경우 상대적으로 주주배정방식을 더 선호하는 경향을 보였다.

주주배정방식 선호 증자회사의 자산규모의 크기가 가장 두드러졌던 업종은 화학·석유·석탄·고무 와 조립금속·기계장비와 같은 중화학 제조업 및 건설업, 도매업에서 였다.

<표 16>은 산업별·증자유형별 유상증자현황을 <표 7>에서와 같이 자산규모별로 세분화 한것이며, 최소한 섬유·의복·가죽업, 화학·석유·석탄·고무업, 조립·금속·기계장비업, 건설업, 도매업, 운수·창고업에 속하는 기업의 경우에 자산규모가 클(작을)수록 주주배정(주주우선공모)방식을 선호하는 경향을 뚜렷이 보여주고 있다

&lt;표 10&gt; 소유지분별 유상증자 실시기업의 기업특성

(금액 : 평균 , 단위 : 백만원)

변수	대 주 주 소 유 지 분					
	0 - 25%		25 - 50%		50% 이상	
	주주배정 (87)	주주공모 (92)	주주배정 (52)	주주공모 (67)	주주배정 (7)	주주공모 (5)
증자규모	33,085	15,375	23,967	9,231	13,871	16,474
발행가격(원)	14,702	13,539	14,286	15,600	12,385	13,360
실권율(%)	4.8	20.8	3.6	16.4	3.9	28.3
할인율(%)	27.9	25.4	29.0	25.9	27.9	24.0
자 산	1,016,916	230,507	374,689	105,211	186,214	180,672
자기 자본	232,655	59,502	90,921	30,194	43,576	53,913
장기 부채	301,399	59,608	98,746	27,337	52,735	46,047
매 출 액	1,411,962	183,649	613,554	93,498	138,017	148,214
영업 이익	77,324	15,049	22,949	7,935	11,419	7,307
경상 이익	19,531	4,421	7,039	3,351	511	2,266
순 이 익	11,971	3,855	5,022	2,406	-517	1,371
주당 순이익(원)	1,047	858	1,134	1,312	-393	445
대주주소유지분(%)	16.4	15.3	32.9	34.6	56.9	52.7
자기자본 대 자산비율(%)	29.2	30.1	28.7	36.6	27.4	40.6
장기부채 대 자기자본비율(%)	119.69	95.8	116.3	83.2	132.1	56.2
자기자본 회전율(%)	532.8	315.6	784.3	325.8	322.8	225.0
매출액 영업 이익율(%)	8.4	9.3	7.1	9.2	7.2	4.7
매출액 경상 이익율(%)	2.9	2.7	2.5	4.3	-0.02	2.1
매출액 순이익율(%)	2.2	2.5	1.9	3.1	-0.61	1.5
회사설립 경과년수(년)	29.6	25.7	29.5	23.7	31.3	24.2

&lt;표 11&gt; 소유지분별 유상증자실시기업의 기업특성 검정

(H<sub>0</sub> : 주주배정 - 주주우선공모 = 0)

변 수	소유지분별 t - tests					
	0 - 25%		25 - 50%		50% 이상	
	t-tests	p-value	t-tests	p-value	t-tests	p-value
증자 규모	3.95	0.0001	2.80	0.0070	-0.28	0.7847
발행 가격	0.91	0.3615	-0.95	0.3432	-0.57	0.5834
실 권 율	-10.71	0.0001	-7.90	0.0001	-2.07	0.1058
할 인 율	5.77	0.0000	6.40	0.0001	1.96	0.0783
자 산	4.71	0.0001	4.01	0.0002	0.05	0.9588
자기 자본	4.45	0.0001	3.93	0.0002	-0.38	0.7179
장기 부채	4.16	0.0001	3.85	0.0003	0.18	0.8618
매 출 액	3.95	0.0002	2.42	0.0190	-0.12	0.9090
영업 이익	3.26	0.0016	3.43	0.0011	0.86	0.4077
경상 이익	3.14	0.0023	2.12	0.0378	-0.49	0.6344
순 이 익	3.48	0.0007	1.61	0.1134	-0.63	0.5530
주당 순이익	0.97	0.3358	-0.85	0.3944	-0.67	0.5248
대주주소유지분	1.28	0.2007	-1.24	0.2157	1.92	0.0843
자기자본 대 자산비율	-0.50	0.6167	-3.05	0.0028	-1.26	0.2347
장기부채 대 자기자본비율	1.45	0.1503	2.07	0.0413	1.77	0.1138
자기자본 회전을	2.26	0.0265	1.56	0.1253	1.32	0.2172
매출액 영업 이익율	-1.27	0.2054	-2.51	0.0134	0.98	0.3507
매출액 경상 이익율	0.66	0.5125	-3.57	0.0005	-0.62	0.5511
매출액 순 이익율	-0.59	0.5556	-3.33	0.0012	-0.57	0.5811
회사설립 경과년수	2.05	0.0416	2.82	0.0062	1.43	0.1843



### <표 12> 산업별 증자실시기업의 기업특성

산업분류는 표준산업분류 중 중분류를 기준으로 하였음. 표본기업중 보험업에 속한 증자는 11건이며 모두 주주우선공모 배정방식을 취하였음. 전체 385개의 유상증자 가운데 27건의 유상증자는 자료 미비로 미분류 되었으며, ( )은 각 산업별 증자유형별 건수를 표시하고 있음.

(Panel A)

산업명 (주주배정, 주주우선공모)	산업 CODE	평균증자규모(백만)		평균 실권율 (%)		평균 할인율 (%)	
		주주배정	주주우선 공 모	주주배정	주주우선 공 모	주주배정	주주우선 공 모
음 식 료 (10.8)	9	13,100	13,472	5.6	22.7	28.5	24.4
섬유,의복,가죽 (9.15)	12	12,362	6,139	5.9	23.8	27.8	25.7
나무및나무제품 (1.1)	15	3,542	7,104	7.3	7.9	25.0	30.0
종이및종이제품 (8.8)	16	10,880	13,156	7.5	17.6	26.3	25.6
화학,석유,석탄, 고무 (18.26)	17	27,748	7,851	3.8	15.6	28.6	26.2
비금속 광물 (3.5)	21	26,795	10,616	4.7	12.2	26.7	25.0
1차 금속 (3.7)	22	7,688	27,870	3.8	15.4	30.0	25.7
조립금속, 기계장비(37.42)	25	40,273	15,293	3.2	18.8	28.9	25.1
기타 제조업 (1.4)	30	19,080	7,390	1.8	25.2	30.0	25.0
종합건설업 (25.26)	31	32,718	17,448	4.1	19.6	27.8	25.2
도 매 업 (23.12)	32	29,735	7,900	2.9	18.7	28.5	25.8
운수 창고업 (3.0)	33	62,104	-	11.6	-	30.0	-
보험 금융업 (44.3)	36.40	60,680	188,396	4.6	41.1	28.75	25.0 26.8
기 타 (5.11)	0	17,740	14,180	7.4	24.6	28.0	

〈표 13〉 산업별 증자실사기업의 기업특성

산업분류는 표준산업분류 중 증분류를 기준으로 하였음. 표본기업중 보험업에 속한 증자는 11건이며 모두 주주우선공모 배정방식을 취하였음. 전체 385개의 유상증자 가운데 27건의 유상증자는 자료 미비로 미분류 되었으며, ( )은 각 산업별 증자유형별 건수를 표시하고 있음

(Panel B)

산 업 명 (주주배정, 주주우선공모)	산 업 CODE	평균자산규모(백만)		평균 자기자본대 자산비율(%)		평균 대주주 소유지분(%)	
		주주배정	주주우선 공 모	주주배정	주주우선 공 모	주주배정	주주우선 공 모
음 식 료 (10.8)	9	314,637	256,719	20.0	23.9	23.4	30.5
섬유,의복,가죽 (9.15)	12	277,388	63,448	33.1	35.7	29.5	30.2
나무및나무제품 (1.1)	15	162,000	131,000	28.0	26.8	30.1	30.1
종이및종이제품 (8.8)	16	165,060	186,663	31.7	33.5	12.2	22.6
화학,석유,석탄, 고무 (18.26)	17	1,167,038	74,082	29.5	38.0	24.9	28.3
비금속 광물 (3.5)	21	667,427	144,464	31.2	33.4	20.9	37.1
1차 금속 (3.7)	22	49,581	316,768	44.6	41.4	25.5	30.9
조립금속, 기계장비(37.42)	25	965,534	186,035	35.4	34.3	24.5	21.5
기타 제조업 (1.4)	30	310,000	71,509	20.3	32.7	49.7	24.5
종합건설업 (25.26)	31	674,132	341,629	22.0	25.1	23.8	20.2
도 매 업 (23.12)	32	829,822	75,650	24.7	33.7	26.6	20.3
운수 창고업 (3.0)	33	1,911,667	-	22.3	-	24.3	-
보험 금융업 (44.3)	36.40	na	na	na	na	23.9	33.6
기 타 (5.11)	0	253,410	175,724	34.5	33.7	16.6	18.9

**<표 14> 산업별 증자실시기업의 특성검정 (A)**

산업분류는 표준산업분류 중 중분류를 기준으로 하였음. 표본기업중 보험업에 속한 증자는 11건이며 모두 주주우선공모 배정방식을 취하였음. 전체 385개의 유상증자 가운데 27건의 유상증자는 자료 미비로 미분류 되었으며, ( )은 각 산업별 증자유형별 건수를 표시하고 있음

산 업 명 (주주배정, 주주우선공모)	산 업 CODE	평균증자규모(백만)		평균 실권율 (%)		평균 할인율 (%)	
		t-test	p-value	t-test	p-value	t-test	p-value
음 식 료 (10.8)	9	-0.08	0.9368	-2.57	0.0323	3.12	0.0066
섬유,의복,가죽 (9.15)	12	1.67	0.1266	-2.85	0.0094	1.49	0.1508
나무및 나무제품 (1.1)	15	-	-	-	-	-	-
종이및 종이제품 (8.8)	16	-0.39	0.7000	-2.20	0.0447	0.45	0.6640
화학,석유,석탄,고 무 (18.26)	17	2.65	0.0162	-4.09	0.0002	2.75	0.0088
비금속 광물 (3.5)	21	0.82	0.4953	-1.32	0.2353	0.68	0.5191
1차 금속 (3.7)	22	-1.67	0.1422	-2.10	0.0685	2.08	0.0713
조립금속, 기계장비(37.42)	25	2.69	0.0101	-7.20	0.0001	6.42	0.0000
기타 제조업 (1.4)	30	7.63	0.0047	-1.63	0.2013	-	-
종합건설업 (25.26)	31	2.22	0.0350	-5.78	0.0001	2.84	0.0066
도 매 업 (23.12)	32	2.72	0.0122	-6.26	0.0001	2.92	0.0063
운수 창고업 (3.0)	33	-	-	-	-	-	-
보험 금융업 (44.3)	36.40	-2.73	0.0090	-1.98	0.1852	2.94	0.0052
기 타 (5.11)	0	0.49	0.6312	-3.25	0.0061	0.59	0.5651

**<표 15> 산업별 증자실시기업의 특성검정 (B)**

산업분류는 표준산업분류 중 중분류를 기준으로 하였음. 표본기업중 보험업에 속한 증자는 11건이며 모두 주주우선공모 배정방식을 취하였음. 전체 385개의 유상증자 가운데 27건의 유상증자는 자료 미비로 미분류 되었으며, ( )은 각 산업별 증자유형별 건수를 표시하고 있음

산 업 명 (주주배정, 주주우선공모)	산 업 CODE	평균 자산규모		평균 자기자본대 자산비율		평균 대주주 소유치분	
		t-test	p-value	t-test	p-value	t-test	p-value
음 식 료 (10.8)	9	0.46	0.6503	-0.57	0.5840	-1.44	0.1897
섬유,의복,가죽 (9.15)	12	1.68	0.1308	-0.47	0.6436	-0.12	0.9041
나무및 나무제품 (1.1)	15	-	-	-	-	-	-
종이및 종이제품 (8.8)	16	-0.16	0.8768	-0.27	0.7927	-1.59	0.1527
화학,석유,석탄,고 무 (18.26)	17	2.75	0.0135	-2.39	0.0222	-1.25	0.2177
비금속 광물 (3.5)	21	0.91	0.4553	-0.38	0.7189	-2.03	0.0891
1차 금속 (3.7)	22	-2.39	0.0530	0.27	0.7914	-0.62	0.5579
조립금속, 기계장비(37.42)	25	2.83	0.0072	0.38	0.7031	1.15	0.2554
기타 제조업 (1.4)	30	4.18	0.0249	-1.67	0.1944	1.73	0.1817
종합건설업 (25.26)	31	2.78	0.0086	-1.16	0.2510	0.92	0.3612
도 매 업 (23.12)	32	2.66	0.0143	-2.95	0.0058	1.94	0.0606
운수 창고업 (3.0)	33	-	-	-	-	-	-
보험 금융업 (44.3)	36.40	-	-	-	-	-0.57	0.6245
기 타 (5.11)	0	0.72	0.4812	0.10	0.9168	-0.49	0.6322

<표 16> 산업별 · 기업규모별 · 증지유형별 유상증자 현황

산 업 명 (주주배정, 주주우선평모)	산 업 CODE	자산규모	자산규모	자산규모	자산규모	계
		(백만) 14,586-51,750 (주주배정수, 주주 우선 공모수)	(백만) 51,750-134,000 (주주 배정수, 주주 우선 공모수)	(백만) 134,000-412,000 (주주 배정수, 주주 우선 공모수)	(백만) 412,000-6,660,000 (주주 배정수, 주주 우선 공모수)	
음 식 료 (10.8)	9	2 (1,1)	5 (2,3)	6 (5,1)	5 (2,3)	18 (10,8)
섬유,의복,가죽 (9.15)	12	13 (3,10)	5 (2,3)	4 (2,2)	2 (2,0)	24 (9,15)
나무및 나무제품 (1.1)	15	0 (0,0)	1 (0,1)	1 (1,0)	0 (0,0)	2 (1,1)
종이및 종이제품 (8.8)	16	5 (2,3)	6 (3,3)	3 (2,1)	2 (1,1)	16 (8,8)
화학,석유,석탄,고 무 (18.26)	17	14 (1,13)	18 (8,10)	5 (2,3)	7 (7,0)	44 (18,26)
비금속 광물 (3.5)	21	3 (1,2)	2 (0,2)	1 (1,0)	2 (1,1)	8 (3,5)
1차 금속 (3.7)	22	3 (2,1)	2 (1,1)	3 (0,3)	2 (0,2)	10 (3,7)
조립금속, 기계장비(37.42)	25	24 (6,18)	19 (9,10)	16 (6,10)	20 (16,4)	79 (37,42)
기타 제조업 (1.4)	30	2 (0,2)	1 (0,1)	2 (1,1)	0 (0,0)	5 (1,4)
종합건설업 (25.26)	31	0 (0,0)	7 (1,6)	22 (11,11)	22 (13,9)	51 (25,26)
도 매 업 (23.12)	32	5 (2,3)	9 (2,7)	11 (10,1)	9 (9,0)	34 (23,11)
운수 창고업 (3.0)	33	0 (0,0)	0 (0,0)	0 (0,0)	3 (3,0)	3 (3,0)
기 타 (5.11)	0	7 (2,5)	2 (0,2)	3 (2,1)	4 (1,3)	16 (5,11)
계		78 (20,58)	77 (28,49)	77 (43,34)	78 (55,23)	310

#### 4. 결론 및 시사점

본 연구에서는 자본시장의 선진화와 기업자금조달구조의 효율화를 도모하고자 하는 최근 정부차원의 금융·증권시장규제완화 및 정비 움직임과 관련하여, 기업특성과 증자방식선택과의 관련성 및 일반공모증자제도도입의 경제적 필요성을 실증분석하였다.

1993년 1월 부터 1995년 4월 기간중에 실시된 389건의 유상증자 가운데 제3자 배정과 해외 DR발행을 제외한 총 385건을 대상으로, 본 연구에서는 자금조달규모의 증대에 따른 기존주주의 자금불입능력을 증자유형별 실권율을 중심으로 비교·분석하였다. 특히, 주주우선공모방식의 경우 실무에 있어서는 대부분 주주우선할당후 실권부분에 대해서만 일반투자자의 청약을 받는 점을 감안할 때, 일반공모증자의 전단계로 간주(proxy)하여 주주배정방식과 상호 비교하였다.

연구결과에 따르면 유상증자시 실권율은 증자방식과 밀접한 상관관계를 가지고 있음이 밝혀졌다. 즉, 주주우선공모방식(실권율 평균 19.5%) 보다는 주주배정방식(실권율 평균 4.5%)을 선호하는 유상증자의 경우에 실권율이 현저하게 낮았다. 증자방식간 실권율은 증자년도별, 기업의 자산규모별, 대주주의 소유지분별 및 유상증자 기업의 소속업종 등에 관계없이(robust) 현저한 차이를 유지하고있음이 연구결과 제시되었다.

분석결과 주주우선공모방식의 경우에는 자금조달규모의 증대에 따라 실권율이 늘어나고 있음이 밝혀진 반면, 주주배정방식에 대해서는 동일한 변화를 발견하지 못했다. 이러한 연구결과는 자금조달규모와 실권율 변화에 대한 사전적 기대에는 미치지 못하는 결과라고 볼 수 있다. 그러나, 연구기간중 시장의 안정세에도 불구하고 실권율이 적어도 줄어들지는 않았으며 외형상 약간 늘어나는 경향을 보이고 있음은 향후 일반공모증자제도의 도입과 관련하여 주목할 사실이라고 해석된다.

기업특성과 관련하여서는, 상대적으로 기업의 외형적인 규모가 크며 영업

상태가 양호하고, 설립경과기간이 오래되어 안정적이며, 높은 매출액, 높은 자기자본회전율과 장기부채 등 장기자금의 사용이 많아서 기업의 현금흐름이 안정적인 상장회사 일수록 주주배정을 선호하는 경향을 보였다. 특히, 상대적으로 외형적인 자산규모가 클수록 주주배정방식을 선호하는 경향은, 대주주의 소유지분별 분석이나, 자산규모를 세분화하여 증자년도별로 비교분석할 때에도 뚜렷한 차이를 보였다. 산업별로는, 종이 및 종이제품, 1차금속업(두업종 공히 통계적으로는 그나마 설명력이 부족하였음)의 경우에 외형상 증자방식간 자산규모에 차이를 발견할 수 없었다. 그러나, 여타의 전산업에 걸쳐서 주주우선공모선호 기업의 자산규모가 주주배정방식에 비하여 상대적으로 열세임이 제시되었고, 특히 중화학제조업, 건설업, 도매업의 경우에 증자방식에 따른 자산규모의 현격한 차이가 분석되었다. 한편 본문 주석에 언급되었던 바, 국내 30대 그룹사 가운데 13개 그룹이 주주공모방식을 통하여 유상증자를 실시하였음이 확인되었지만, 거의 대부분이 그룹의 주력회사가 아닌 계열회사였음이 분석결과 확인되었다. 대부분의 재벌회사의 경우 실권율의 정도와 회사의 평판(reputation)을 연결시키는 경향이 있다는 실무계의 주장이 있고 보면, 자산규모의 크기 및 기업평판과 실권율의 관계에 대하여는 추후 연구에서 더 밝혀져야 될 것으로 본다.

대주주의 소유지분율에 따른 증자방식의 선호와 관련하여서는, 자산규모가 작고 소유지분율이 상대적으로 큰 기업 일수록 주주우선공모방식을 선호하는 경향이 있으며, 자산규모가 크고 소유지분율이 큰 기업 일수록 주주배정방식을 선호하는 경향이 분석되었다. 그러나, 우리나라의 경우 여전히 그룹계열회사 상호출자지분이 많은 현실을 감안할 때, 그룹계열사의 상호출자지분의 정보가 담겨있는 기타법인 지분에 대한 검토가 동시에 이루어졌더라면 설명력을 더 높일 수 있었을 것이라 판단된다. 따라서 대주주 1인 지분율에 한정된 본 연구결과를 일반화하기에는 이르다고 판단되며 추후 계속 연구되어야 할 것으로 본다.

이상의 연구결과는 일반공모증자제도도입과 관련하여 다음과 같은 시사점

을 가진다. 일반공모증자제도의 도입은 단기적으로 제한적이기는 하지만 대부분의 중·소형상장회사들과 공공 대기업에게, 그룹사보다는 비그룹사에게 자금조달의 효율성을 높여줄 것으로 본다. 이는 주주우선공모방식의 경우에 자금조달 규모가 증대됨에 따라 실권율이 늘어나는 경향이 있었고, 최근 유상증자를 통한 기업의 자금조달수요가 꾸준히 증가하고 있다는 사실에 근거한다. 다른 한편, 현재 공정거래법의 개정을 통하여 정부가 추진중인 상호주식소유의 제한 및 상호출자지분의 감축, 향후 M&A시장의 본격화, 경영권 보호에 관한 증권거래법 제200조 조항의 철폐, 외국인의 국내주식에 대한 투자폭의 확대가 이루어질때 비그룹사는 물론이요 그룹사의 소유지분구조도 복합적인 양상을 가지고 일반공모증자에 영향을 미칠 것으로 보인다.



## 참 고 문 헌

- 김건우, “발행가치와 자산가치 및 수익가치와의 비교,” 재무관리연구 제9권, (1992), 193-205.
- 김성민, “정보비대칭과 유상증자시점에 관한 연구,” 증권학회지 제16집, (1994), 81-114.
- 김우택, 장대홍, 김경수, “기업가치와 대주주지분율에 관한 실증적 연구,” 한국재무학회, (1993. 6), 1-21.
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구,” 재무연구 제5호, (1992년 12월), 129-154.
- 박철우, “신규공모주식의 주가형성에 대한 수익가치와 자산가치의 영향에 관한 연구,” 회계학연구 제16호, (1993), 313-336.
- 송인만·박철우, “신규공모주의 주가수준과 상대적가치,” 증권학회지 제18집, (1995), 371-418.
- 이성규·임응기·연강흠, “주간사회사의 공모가격 결정형태와 최초공모주의 저가발행 현상,” 재무연구 제9호, (1995. 4), 119-145.
- 이용환, “유상증자의 주가변화-가격압박가설, 부의 이전가설, 정보전달가설,” 재무관리연구 제11권, (1994.12), 161-173.
- 이용환, “유상증자의 정보성과 내부자거래,” 재무연구 제8호, (1994), 75-97.
- 이재경·장범식·우영호·윤계섭, “공개기업의 가치와 공모주식의 발행가액 결정에 관한 연구,” 증권 제83호, (1995), 3-25.
- 장범식·이재경·우영호, “우리나라 부도기업의 장·단기 주가행태에 관한 연구,” 한국재무학회, (1995. 6), 1-42.
- 정형찬, “주식분할효과를 통제한 유상증자의 가치효과,” 증권·금융연구 창간호, (1995.5), 235-276.

- Hansen, Robert S. and John M. Pinkerton**, "Direct Equity Financing: A Resolution of a Paradox," *Journal of Finance* 37, (1982), 651-665.
- Hansen, Robert S.**, "Evaluating the Costs of a New Equity Issue," *Midland Corporate Finance Journal*, (1986), 42-55.
- Hansen, Robert S.**, "The Demise of the Rights Issue," *Review of Financial Studies* 1, (1989), 289-309.
- Kothare, Meeta K.**, "Equity Financing: An Investigation of the Rights Offer Anomaly," *University of Rochester*, Working Paper
- Smith, Clifford W.**, "Alternative Methods for Raising Capital," *Journal of Financial Economics* 5, (1977), 273-307.