

배당정책에 따른 유상증자 공시효과

이용환*, 윤홍근**, 안병화***

금오공과대학교 경영학과(제1저자)*, 구미전자정보기술원(교신저자)**, 구미전자정보기술원***

Effect of Dividend Policy on the New Issue Announcement Effects

Young-Hwan Lee*, Hong-Geun Yoon**, Byung-Hwa Ahn***

Dept. of Business Administration, Kumoh National Institute of Technology*

Gumi Electronics & Information Technology Research Institute(Corresponding Author)**

Gumi Electronics & Information Technology Research Institute***

요 약 본 연구는 유상증자 공시전 배당정책이 유상증자 공시효과에 어떤 영향을 미치는가를 실증 분석하고자 한다. 이에 따라 2000년 1월부터 2009년 12월까지의 총 683건의 유상증자 자료를 유상증자 공시 이전 배당지급 기업 표본과 배당미지급 기업표본으로 구분하여 사건연구를 실행한 결과, 배당지급기업의 유상증자 공시효과가 배당미지급 기업의 유상증자 공시효과에 비하여 더욱 부정적으로 측정되었다. 이 결과는 유상증자공시 전 배당금 지급이 유상증자공시효과에 부정적인 영향을 미치고 있음을 시사한다. 그 이유로써, 배당금 지급으로 인한 외부자금조달에서 발생하는 불필요한 비용(out of pocket cost), 혹은 배당금 지급이 Myers and Majluf(1984)의 역선택효과를 희석시키기 위한 “허위신호”를 본 연구는 제시한다.

주제어 : 배당정책, 유상증자 공시효과, 비대칭정보, 역선택, 투자기회

Abstract This paper analyses whether change in corporate dividend policy affects the new issue announcement effects. By conducting an event study using 683 new equity announcements data from year 2000 to year 2009, we find firms paying more dividends experience relatively negative announcement effects of seasoned equity offerings comparing with firms paying less dividend. The cross sectional regression analysis results confirm our findings. These results indicate that corporate dividend policy change may interact with forthcoming new equity announcement decision, which may result in a negative signal to the capital markets.

Key Words : Corporate dividend policy, New equity announcement effects, Asymmetric information, Adverse selection, Investment opportunity

1. 서론

기업이 주식을 발행하여 투자자로부터 직접 자금을

납입 받아 조달받는 유상증자는 원금 상환의무가 없으므로 장기적이고 안정적으로 자본을 활용할 수 있어 기업 입장에서는 자본조달의 원천으로써 활용되어 왔다. 그러

* 본 논문은 금오공과대학교의 연구지원으로 수행되었음.

Received 28 January 2014, Revised 6 March 2014

Accepted 20 March 2014

Corresponding Author: Hong-geun Yoon(Gumi Electronics & Information Technology Research Institute)

Email: a9900877@nate.com

ISSN: 1738-1916

© The Society of Digital Policy & Management. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

나 유상증자 결정에 대한 자본시장의 반응은 긍정적, 부정적 혹은 주가에 아무런 영향을 미치지 않는 결과 등의 다양한 형태로 나타날 수 있다고 연구논문들은 주장하고 있다. 이재웅(1987), 정형찬(1995), 그리고 윤영걸(1996) 등의 연구에 의하면, 우리나라 자본시장에서는 정(+)의 유상증자 공시효과가 나타났다고 발표하였다. 그리고 그 이유에 대한 설명은 McConnell, and Muscarella(1985)의 투자기회가설과 일맥상통한다.

그러면 유상증자 공시 이전의 배당금 지급 유무는 유상증자 공시효과에 어떠한 영향을 미칠까? 유상증자를 고려하고 있는 기업은 일반적으로 신규 투자안을 위한 재원확보나 부채상환을 위한 재원확보 및 재무상태 개선 등의 목적으로 주식을 발행하기 때문에 최대한 내부자금의 외부유출을 꺼려할 것이다. 그런데 유상증자 공시를 실시하고자 하는 기업이 공시전 배당지급을 증가시킨다면, 이는 외부자금조달로 인한 불필요한 비용(out of pocket cost) 발생에 따라 주가에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 뿐만 아니라 Myers and Majluf(1984)의 비대칭 정보시장에서 과대평가된 주가를 수익화하기 위하여 유상증자를 실시한다는 역선택효과를 희석시키기 위한 “허위신호” 조장할 목적으로 배당금을 증액 지급하였다고 투자자들이 인식한다면, 주가의 반응은 역시 부(-)의 방향으로 나타날 것이다.

그러나 유상증자 공시전 배당금지급 증가가 오히려 유상증자공시효과에 긍정적인 영향을 미칠 가능성도 있다. Miller and Rock(1985)과 John and Williams(1985)의 배당신호전달모형에 의하면, 기업의 배당발표는 기업의 미래현금흐름을 예측할 수 있도록 자본시장에 전달되는 기업의 성과 및 현 상황에 대한 신호전달의 매개체로써 활용된다. 따라서 배당금지급 증가는 기업성과에 긍정적인 신호로 작용되며, 이러한 긍정적인 신호는 유상증자 공시에 따른 역선택현상을 감소시켜 오히려 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

이에 따라 본 연구는 표본의 기간 2000년 1월부터 2009년 12월까지의 총 683건의 유상증자 자료를 추출하여 이를 다시 유상증자 공시 이전 배당지급 기업표본과 배당미지급 기업표본으로 구분하여 유상증자공시효과를 측정하였다. 이를 위해 사용된 방법론은 Brown and Warner(1985)의 사건연구방법론이다. 분석결과, 배당지급기업의 유상증자 공시효과가 배당미지급 기업의 유상

증자 공시효과에 비하여 부정적으로 측정되었다. 이결과는 유상증자 이전에 배당금 지급이 유상증자공시효과에 부정적인 영향을 미침을 시사한다. 배당정책의 변화에 대한 유상증자 공시효과를 더욱 구체적으로 실증하기 위해서 유상증자 공시 전 지급배당금의 크기변화를 기준으로 하여 공시효과를 분석하였다. 유상증자 공시 전 배당 지급 기업표본을 두 개의 다른 표본으로 분류하였다. 즉, 배당금을 증가시켜 지급한 배당증가기업표본과 배당금을 감소시켜 지급한 배당감소 기업표본으로 구분하여 사건연구를 재실행하였다. 분석결과, 배당금을 증가시켜 지급한 기업이 배당을 감소시켜 지급한 기업에 비하여 유상증자공시효과가 더 부정적으로 나타났다. 이후 본 연구는 2장에서 선행연구 및 가설설정, 3장에서 자료 및 방법론, 4장에서 실증분석, 그리고 5장에서 요약 및 결론 부분으로 이루어져 있다.

2. 선행연구 및 가설설정

이재웅(1987), 정형찬(1995), 그리고 윤영걸(1996) 등의 연구에 의하면, 우리나라 자본시장에서는 정(+)의 유상증자 공시효과가 나타났다. 특히 윤영걸(1996)의 연구에서는 현 제도 하에서 유상증자(특히 주주우선공모방식)는 구주주에게 상당히 큰 손실을 가져다준다고 주장한다. 이러한 손실을 감수하면서까지 유상증자를 실시한다는 것은 신규 사업을 통하여 유상증자로 인한 손실을 보상하고도 남는 충분한 이득이 있기 때문이라고 한다. 윤영걸의 설명은 McConnell, and Muscarella(1985)의 투자기회가설과 일맥상통한다. 기업들은 유상증자로 인해 발생하는 기업가치의 부정적인 영향을 충분히 상쇄시킬 수 있을 만큼의 수익성이 보장되는 투자기회를 가질 경우 유상증자를 실시하기 때문에 유상증자를 하면 주가에 정(+)의 효과를 가져 온다는 것이다. 위 두 논문의 설명을 잘 살펴보면, 유상증자 실행 자체는 주가에 부정적인 영향을 미치나 새로운 투자안의 수익성이 충분하기 때문에 경영자들이 유상증자를 실행한다고 투자자들이 평가한다는 것이다. 더 나아가 정형찬(1995)의 연구에서는 우리나라 유상증자 공시효과가 미국과 달리 정(+)의 효과를 보이는 이유는 과도한 시가발행으로 인한 주식분할효과 때문이며, 이를 적절히 통제할 경우 우리나라의 유상

증자 공시효과도 미국과 같이 자본시장의 정보비대칭으로 인해 부(-)의 방향으로 나타난다고 설명하였다. Myers and Majluf(1984)의 비대칭 정보가설에서는 외부 투자자에 비해 우월한 정보를 가지고 있는 내부 경영자가 자사주식이 과대평가될 경우 유상증자를 시행할 유인이 발생할 것이다. 이는 자본시장에도 그대로 반영되어 외부 투자자들이 유상증자에 대해 역선택의 신호로 받아들이게 되어 부(-)의 공시효과가 발생하게 된다고 주장한다.

그러면 유상증자 공시 이전에 배당정책의 변화는 유상증자의 공시효과에 어떤 영향을 미칠까? 유상증자를 고려하고 있는 기업은 일반적으로 신규 투자안을 위한 재원확보나 부채상환을 위한 재원확보 및 재무상태 개선 등의 목적으로 주식을 발행하기 때문에 최대한 내부자금의 외부유출을 꺼려할 것이다. 그런데, 유상증자 공시를 실시하고자 하는 기업이 공시전 배당금 지급규모를 증가시켰다면, 투자자들은 유상증자 결의에 대하여 어떤 반응을 보일까? Myers and Majluf(1984)의 비대칭정보시장에서는 아래와 같은 가설이 가능할 것이다. 유상증자 이전에 배당금을 증액시켜 지급한 이후에 기대하지 못한 수익성이 높은 투자안이 발생하였거나 혹은 투자안 자체가 수익성이 높아서 유상증자의 비용을 충분히 감안할 수 있을 것이라고 판단하여 경영자가 배당금을 증액 지급하였을 것이라고 투자자들이 인지할 수 있을 것이다.

반면에, 과대평가된 주가를 수익화하기 위하여 유상증자를 실시한다는 역선택효과를 희석시키기 위한 “허위신호” 조장할 목적으로 배당금을 증액 지급하였다고 투자자들이 인식한다면, 주가의 반응은 부(-)의 방향으로 나타날 것이다. 즉, 비대칭 정보 하에서 공시전 배당지급(혹은 증액 지급)에 대해 외부투자자들에게는 내부경영자들이 자사주식이 과대평가된 경우 유상증자를 통해 발생하는 제반 비용을 방어하려는 목적으로 배당금을 지급한 것으로 인식되어 역선택 현상을 오히려 증가시킬 것이므로 공시전 배당지급을 주가를 상승시키고자 사용된 허위신호로 인지되어 유상증자 공시로 인해 발생하는 역선택의 가능성을 부추길 것으로 예상된다. 특히 외부 자금조달비용의 추가발생을 고려하여 배당금의 증가가 유

상증자 공시효과에 부정적인 영향을 미칠 수도 있겠다. 클래식한 자본구조이론인 패킹오더이론에 의하면 필요자본을 내부재원으로 조달하는 것이 외부재원조달에 비하여 우위에 있다. 그럼에도 불구하고 내부재원을 배당금으로 지급 혹은 증가 지급하고 필요한 재원을 외부재원 즉 유상증자로 조달하는 정책은 불필요한 비용을 발생시키기 때문에 최소한 그 비용만큼 주가에 부정일 것이다.

Miller and Rock(1985)과 John and Williams(1985)의 배당신호전달모형에 의하면, 기업의 배당발표는 기업의 미래현금흐름을 예측할 수 있도록 자본시장에 전달되는 기업의 성과 및 현 상황에 대한 신호전달의 매개체로써 활용된다. 외부투자자들에게 우량기업의 배당지급은 불량기업의 배당지급보다 긍정적으로 받아들여지게 되지만, 기업 입장에서는 배당지급만큼의 투자기회상실 및 현금유출이 발생한다. 사내유보 대신 배당지급을 선택하여 발생되는 현금유출 및 투자기회상실에 따른 비용을 치르고도 남는 자본력을 가진 기업들만 배당지급에 대해 적극적으로 검토하게 될 것이고, 합리적인 투자자들이라면 이것을 기업의 현금흐름에 대한 긍정적인 신호로 인지하게 될 것이다. 기업들은 신규설비투자 뿐만 아니라 배당금도 지급할 수 있는 우량한 기업이라는 사실을 효과적으로 시장에 전달하기 위해 공시전 배당금의 지급규모를 증가시킬 수도 있다. 그러나 반대로 외부투자자들은 공시전 배당금의 지급에 대해 지속적으로 신규 투자안을 개발하는 우량기업임을 시장에 보여주는 신호라기 보다는 유상증자로 인한 부(-)의 공시효과를 상쇄시키려는 목적으로 배당지급을 활용한 것으로 인식할 가능성도 있다. 따라서 투자자들이 공시전 배당정책의 변화에 대해 긍정적으로 반응을 할 것인지 아니면 부정적으로 반응을 할 것인지는 순전히 실증연구를 통해서만 밝혀질 수 있을 것이다.

3. 자료 및 방법론

본 연구에 필요한 유상증자 자료는 금융감독원의 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 추출하였다. 사건연구에 필요한 개별종목 및 KOSPI지수의 주가수익률 자료는 한국증권연구원의 KSRI-SD 2009를 활용하였다.

1) 투자자들은 최소한 유상증자 결의가 이전의 배당정책의 변화와 무관하다고는 생각하지 않을 것이다. 특히 자본시장의 비대칭정보 현상을 감안한다면 더욱 그러할 것이다.

유상증자규모를 비롯한 기타 필요한 재무자료는 한국 신용평가정보(주)의 NEW KIS-VALUE를 통해 추출하였다. 특히 본 연구는 정규현금배당금만을 NEW KIS-VALUE에서 추출하였다. 수시배당은 연구의 성격상 제외하였다. 본 연구 표본의 기간은 2000년 1월부터 2009년 12월까지의 유가증권시장의 최초 공시 933건 중 다음과 같은 선정기준들을 만족시키는 자료들을 최종표본으로 선정하였다.²⁾ 첫째, 2000년 2009년까지의 기간 동안 금융감독원 전자공시 시스템을 통하여 유상증자를 공시한 기업들 중에서 기타법인과 코스닥시장을 제외한 유가증권시장의 기업을 대상으로 한다.

둘째, 자료의 적합성을 유지시키기 위해, 보통주가 아닌 우선주이거나 우선주와 동시에 실시한 유상증자이거나 혹은 유무상 증자를 동시에 병행한 유상증자의 자료는 제외시켰다. 셋째, 유상증자 공시일 주변에 인수합병(M&A)이나 주식병합, 타 기업의 주식취득, 무상증자, 회사채 발행 등 유상증자 이외에 주가에 영향을 줄 수 있는 정책을 공시한 기업은 표본에서 제외시켰다. 넷째, 12월 결산법인에 해당하는 제조업만을 대상으로 하여 표본을 선정하였으며, 제조업과 회계기준이 상이한 금융업은 표본에서 제외하였다. 다섯째, 베타추정기간 130일이 확보되는 자료들만을 선정하였으며, 일별 주가수익률자료가 연속적으로 0이나 99로 나타나는 이상치 기업은 표본에서 제외하였다. 여섯째, 한국 신용평가정보(주)에서 제공하는 NEW KIS-VALUE에서 유상증자규모를 비롯한 재무자료를 구할 수 있는 기업들만 표본에 선정하였다. 그리고 한국 신용평가정보(주)의 DB에서 재무자료를 구할 수 없는 기업은 표본에서 제외하였다. 마지막으로 자본잠식이 있었거나 유상증자 주변에 심각한 경제적 사건이 발생한 기업 표본 역시 표본에서 제외하였다.

이와 같은 표본선정 기준은 유상증자 이외의 또 다른 공시효과를 통제함으로써 유상증자의 순수한 공시효과를 측정하려는 목적 때문이다. 위의 조건에 모두 부합하여 선정된 표본 수는 683개이다. 그리고 사건일(Event day)은 이사회에서 유상증자를 결의한 날을 최초로 공시한 날을 유상증자 공시일로 정의함을 원칙으로 한다.

2) 표본 중 2009년 IFRS(국제회계기준)를 미리 도입하여 회계기준이 변경된 기업은 STX팬오션, KT&G, 풀무원 홀딩스, 이건설업, 페이퍼코리아, 코스모 화학, 영진약품, 인션이엔티 등이 있다.

본 연구는 공시효과 선행연구들에서 가장 많이 활용되어 왔으며, 그 효과성을 검증받은 Brown and Warner(1985)의 시장모형을 사건연구 방법론으로 사용한다. 시장모형 이외에도 평균조정모형, 시장조정모형 등 다양한 방법론들이 존재하지만 정형찬(1997), 구본열(2000)의 연구 등에서도 밝혀졌듯이 그 효과성이 거의 유사하거나 오히려 단순한 시장모형이 공시효과를 설명하는데 가장 적합한 모형으로 인정받고 있다. 또한, Brown and Warner(1985)의 사건연구방법론은 실제로 국내외 선행연구들에서 시장모형을 가장 많이 활용하여 분석을 시행해왔다.

금융감독원의 전자공시시스템(DART)에서 제공하는 유상증자 결의일을 최초공시일로 지정하였다. 비정상수익률과 누적비정상수익률의 공시효과를 분석하기 위해 공시일 이전 -30일부터 공시일 이후 +30일까지의 기간을 분석기간(analysis period)으로 정하였다. 분석기간 동안의 비정상수익률의 유의성을 판단하는 비교기간으로 활용될 베타추정기간(beta estimation period)은 공시일 이전 -160일에서 -31일까지의 기간으로 하였다. 유상증자 공시효과를 검증하기 위해 본 연구에서 활용될 Brown and Warner(1985)의 시장모형은 선행연구에서 이미 자주 소개된 바 있어 이하 생략하기로 한다.

4. 실증분석

4.1 기초통계량분석

<Table 1>, <Table 2>, <Table 3>은 전체기업표본, 공시전 배당지급 기업표본, 공시전 배당 미지급 기업표본의 기초통계량을 각각 나타내고 있다. 전체기업표본의 배당률의 평균과 중앙값은 각각 2.877 그리고 1.300으로 다소 상이한 값을 나타냈다. 그리고 기업의 수익성을 측정하는 지표중 하나인 주당 순이익(EPS)은 평균과 중앙값이 각각 6.219와 6.385로 거의 비슷한 값을 보여주었다. 유상증자공시효과와 가장 밀접하게 관련된 변수인 유상증자규모의 경우 평균과 중앙값이 각각 22.113과 22.931로 거의 일치함을 보여주어 평균값이 변수를 충분히 대표하는 기술통계량임을 보여주었다. 그리고 유상증자 규모는 전체 표본이나 배당금지급표본 그리고 배당금미지급표본간의 차이는 거의 나타나지 않고 있다. 그 외의 나

머지 변수들은 평균과 중앙값 사이에 다소 차이가 나타났다. 특히 ROE의 경우엔 평균과 중앙값이 -1.594와 1.019로 그 방향성도 차이가 났다.

<Table 1> Sample Statistics for Total Data

	Mean	Median	Std	Max	Min
SEO	22.113	22.931	4.583	40.636	0.000
EPS	6.219	6.385	2.358	13.793	-0.511
DR	2.877	1.300	6.467	68.000	0.000
OWN	1.247	0.100	4.422	60.000	0.000
DEBT	0.229	0.202	0.170	0.899	0.000
M/B	190.627	149.755	172.253	498.610	1.220
SIZE	1.659	0.629	3.894	43.723	0.000
FOR	25.390	25.285	7.609	31.707	0.132
ROE	0.143	0.088	0.634	0.914	0.000

^an = 683

^bSEO : Ln(new equity size)

EPS: Ln(EPS)

DR: Dividend rate before the announcement

OWN: Large shareholders' share-holding ratio

FOR: Foreign Investors' share-holding ratio

DEBT: Debt ratio

M/B: Market to book value ratio

ROE: Return on equity

<Table 2> Sample Statistics for Dividend-Paid Data

	Mean	Median	Std	Max	Min
SEO	22.759	23.433	4.489	28.174	0.000
EPS	6.546	6.683	2.058	13.739	-0.511
DR	25.086	15.000	53.432	68.000	0.000
OWN	14.720	10.00	19.824	60.000	0.000
DEBT	0.315	0.329	0.168	0.677	0.000
M/B	211.678	103.550	122.719	400.023	2.564
SIZE	1.405	0.870	1.757	11.972	0.000
FOR	20.155	25.821	11.035	31.707	0.132
ROE	0.119	0.072	0.551	0.342	0.000

^an = 93

<Table 2> 배당지급 기업표본의 기초통계량에도 잘 나타나 있듯이, 배당지급 기업의 설명 변수들의 기초통계량에 관한 결과들은 전반적으로 전체기업과 유사한 형태를 보이고 있다. 그러나 배당지급기업의 기초통계량 값들 중 배당률의 평균값과 중앙값은 각각 25.086과 15.0으로 나타나, 배당지급으로 인한 높은 수치를 보이고 있다. 대주주지분율의 경우, 배당지급 기업의 평균값과 중앙값은 14.720과 10.0으로 나타났으며, <Table 3>에서의

배당미지급 기업의 평균값과 중앙값은 1.107과 0.102로 나타나 배당지급기업이 배당미지급 기업에 비해 높게 나타났다. 시장/장부가 비율은 배당미지급 기업의 평균값이 187.481로 나타나 배당지급 기업의 평균값 211.678에 비해 좀 더 낮은 수치가 나타났다.

<Table 3> Sample Statistics for Dividend-not-Paid Data

	Mean	Median	Std	Max	Min
SEO	22.017	22.856	4.597	40.630	0.000
EPS	6.170	6.340	2.403	11.611	0.000
DR	-	-	-	-	-
OWN	1.107	0.102	4.471	46.000	0.000
DEBT	0.216	0.183	0.170	0.899	0.000
M/B	187.481	156.660	179.655	498.610	1.220
SIZE	1.697	0.593	4.213	43.723	0.000
FOR	26.172	25.205	7.097	29.905	2.354
ROE	0.147	0.090	0.646	0.914	0.000

^an = 590

4.2 유상증자 공시효과

유가증권시장의 2000년부터 2009년까지의 683개의 유상증자 공시표본들을 대상으로 하여, 공시일 이전 -30일부터 공시일 이후 30일까지의 평균비정상수익률(average abnormal return: AAR)과 누적평균비정상수익률(cumulative abnormal return: CAR)을 분석하였다. 전체기업의 평균비정상수익률(AAR)에 대해 살펴본 결과, <그림3-1>에도 잘 나타나 있듯이 공시일 이전 -21일부터 공시일 이후 +14일까지 -7일, +5일, +8일 그리고 공시일 이후 +11일에서 +14일까지를 제외하고는 모두 정(+)의 방향으로 평균비정상수익률 값이 유의하게 도출되었다. 특히, 공시일 이전 -3일에서 공시일까지는 주가가 뚜렷하게 정(+)의 방향을 보이다가, 공시일 이후 3일까지 부(-)의 방향으로 나타났다. 또한 공시일 이후 +21일 이후부터는 평균비정상수익률 지속적으로 부(-)의 방향이 나타났다. 전체기업의 누적평균비정상수익률의 경우 공시일 이전에 주가가 미미하나마 지속적으로 증가하다가, 공시일 근처에서는 급격히 증가추세를 보이다가 공시일을 기점으로 하여 누적평균비정상수익률의 값이 하락하기 시작하였으며, 공시일 이후 +22일 이후부터는 주가가 부(-)의 방향으로 누적평균비정상수익률의 값이 나타났다.

공시일 이전 -3일부터 공시일까지 평균비정상수익률이 정(+)의 방향을 보이다가 공시일 이후 +3일까지는 부

(-)의 방향으로 나타난 본 연구의 결과는 이동현(2010)의 연구결과와 대비된다. 이동현(2010)의 연구에서는 공시일 근처 -3일부터 +3일까지의 평균비정상수익률의 값이 모두 부(-)의 방향으로 나타나고 있다. 이 결과는 이동현(2010)과 그 외의 최근 국내 선행연구결과와는 다소 차이가 있는 결과이지만, 유상증자 공시이후 주가가 대체로 하락한다는 것은 일치했다. 이는 우리나라 증권시장에서 윤영걸(1996)의 역선택가설이 지지되고 있음을 보여주는 결과이다.

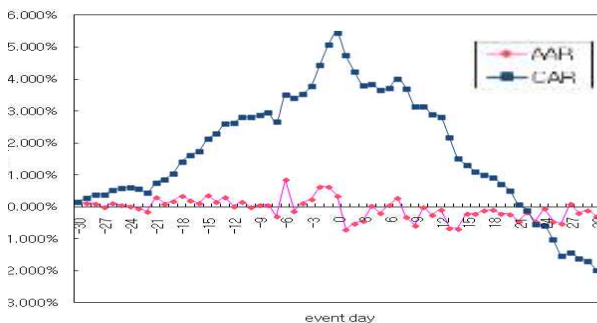
<Table 4>는 유상증자 공시일 근처의 누적평균비정상수익률을 제시하고 있다. 공시일 이전 -5일에서 +5일, 공시일 이전 -3일에서 +3일 그리고 공시일 이전 -1일에서 공시일 이후 +1일까지의 누적평균비정상수익률 각각 모두 약한 부(-)의 방향으로 나타났다.

<Table 4> CAR for Total Data

CAR for all firms announcing new equity, n=683, 단위:%			
CAR (-5, +5)	-0.95	t-value	-1.591
CAR (-3, +3)	-1.41	t-value	-1.835*
CAR (-1, +1)	-0.30	t-value	-0.700

*P < 0.1, P < 0.05**, P < 0.01****

<Fig. 1>은 공시일 이전 -30일부터 공시일 이후 +30일까지의 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률의 추이를 보여주고 있다. 누적평균비정상수익률이 공시일 이전에 지속적으로 성장추세를 보이다가 공시일 이전 -3일부터는 급격히 상승하다가 하락하기 시작하여 공시일 이후 -22일 이후부터는 부(-)의 공시효과가 지속적으로 이어짐을 발견할 수 있다.



[Fig. 1] AAR & CAR for Total Data

4.3 배당금지급 유무에 대한 공시효과

4.3.1 배당지급 기업표본의 공시효과

배당금의 지급결정은 차기연도의 투자재원의 규모를 결정할 뿐 아니라, 자본조달정책에 영향을 미치게 된다. 또한 차기연도의 유상증자에 대해 좀 더 긍정적인 신호를 보내려는 목적으로 시행되기도 한다. 이에 본 연구에서는 이러한 배당정책변화가 유상증자 공시효과에 어떠한 영향을 미치는지 알아보고자 분석을 시행하였으며, 이를 위해 공시전의 배당지급 기업군과 배당 미지급 기업군으로 나누어 각각의 유상증자 공시효과에 대해 검증해보았다. <Fig. 2>는 공시전 배당지급 기업의 유상증자 공시일을 전후로 하여 공시일 이전 -30일전부터 공시일 이후 +30일까지의 분석기간 동안의 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률을 제시하고 있다. 배당지급 기업의 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률의 추이는 전체기업의 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률의 추이와는 차이가 있음을 알 수 있다. 평균비정상수익률의 경우, 분석기간(-30, +30) 동안의 평균비정상수익률의 값이 대체로 부(-)의 방향을 나타내고 있었으나, 전반적으로 유의하지는 않았다. 그리고 누적평균비정상수익률의 경우에는 사건일을 기점으로 하여 부(-)의 방향으로 뚜렷하게 나타났다. 특히 공시일 이전 일까지는 뚜렷한 변화 없이 지속되다가 공시일에 와서는 매우 뚜렷한 하락 현상을 보여주었다.

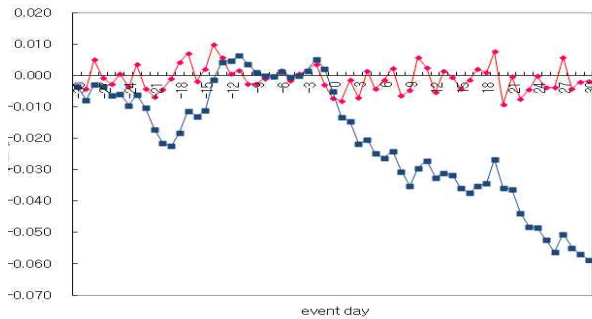
<Table 5>는 배당지급 기업의 유상증자 공시시점 근처의 누적평균비정상수익률에 관한 결과들이며, 공시일 이전 -5일부터 공시일 이후 +5일까지, 공시일 이전 -3일부터 공시일 이후 +3일까지, 공시일 이전 -1일부터 공시일 이후 +1일까지, 그리고 공시일부터 공시일 이후 +1일까지 모두 부(-)의 방향으로 유의하게 나타났다. 즉, 배당지급 기업은 유상증자공시에 대해 부(-)의 영향을 미치게 됨을 알 수 있다.

공시전 배당지급 기업의 유상증자에 대한 주가반응이 대체로 부(-)의 방향으로 나타난 것은, 공시전 배당지급이 유상증자공시효과에 대해 부(-)의 영향을 미친다고 주장하는 본 논문의 가설과 일치하는 결과이다. 외부투자자들은 공시전 배당금의 지급에 대해 주주의 부를 극대화 하는 가운데에서도 지속적으로 신규 투자안을 개발하는 우량기업임을 시장에 보여주는 신호라기보다는 유

상증자로 인한 부(-)의 공시효과를 상쇄시키려는 목적으로 배당지급을 활용한 것으로 인식할 가능성이 크다고 보는 본 논문의 가설을 지지하는 결과이다. 더 나아가 유상증자 결의가 기업의 배당정책변화에 대한 투자자의 재평가 결과가 유상증자공시효과로 나타날 수 있다는 가능성을 본 연구의 결과는 제시하고 있다. 즉, 투자자들이 배당정책의 변화 시점에서는 배당정책변화에 대한 평가를 유보 혹은 혼란스러워 하다가, 이후에 결의된 유상증자 실시라는 새로운 정보를 이용하여 이전의 배당정책 변화에 대한 판단을 내린다는 시나리오이다. 본 연구는 이 시나리오를 직접적인 방법으로 실증할 수는 없지만 다소 간접적인 방법으로 실증하고자 한다. 이 실증결과는 본 장의 4절에서 제시하고 있다.

<Table 5> CAR for Dividend-Paid-Data

CAR for Dividend paid firms announcing new equity, n=93, unit:%			
CAR (-5, +5)	-3.17	t-value	-2.499**
CAR (-3, +3)	-2.01	t-value	-3.465***
CAR (-1, +1)	-2.11	t-value	-2.991***



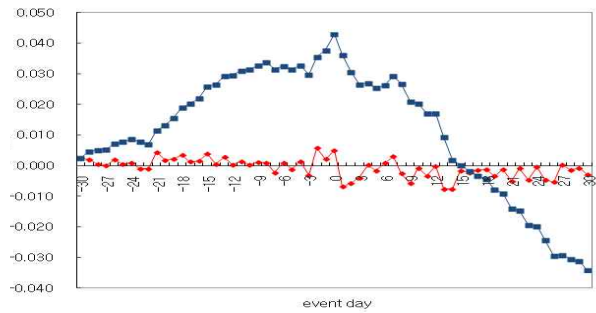
[Fig. 2] AAR & CAR for Dividend-Paid-Data

4.3.2 배당미지급 기업표본의 공시효과

<Fig. 3>에서도 잘 살펴볼 수 있듯이, 공시전 배당 미지급 기업의 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률의 추이는 전체기업의 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률의 추이와 유사하게 나타났다. 특히 누적평균비정상수익률의 추이는, 전체기업에서처럼 공시일 이전부터 꾸준히 정(+)의 방향에서 누적평균비정상수익률이 지속적으로 상승하다, 공시일을 기점으로 하락을 지속하였으며, 공시일 이후 +15일 이후부터는 부(-)의 방향으로 하락하고 있음을 살펴볼 수 있었다.

<Table 6> CAR for Dividend-not-Paid-Data

CAR for Dividend not paid firms announcing new equity, n=590, unit:%			
CAR (-5, +5)	-0.752	t-value	-0.957
CAR (-3, +3)	-1.278	t-value	-1.810*
CAR (-1, +1)	0.045	t-value	1.248



[Fig. 3] AAR & CAR for Dividend-not-Paid Data

<Table 6>은 배당 미지급 기업의 유상증자 공시일 근처의 누적평균비정상수익률을 나타낸 것이다. 이 결과를 배당지급 기업표본의 누적평균비정상수익률과 비교해보면, 그 차이가 더욱 뚜렷하게 보인다. 즉, 배당지급기업의 유상증자 공시효과가 배당미지급 기업의 유상증자 공시효과에 비하여 더욱 부정적으로 측정되었다. 특히 공시일 이전의 누적평균비정상수익률을 살펴보면, 배당미지급 기업은 증가하는 모습을 보인 반면 배당지급 기업은 감소하거나 0% 수준 근처에서 머물고 있음을 알 수 있다. 이 결과는 앞 절에서 제시한 본 논문의 가설 지지 증거가 더욱 굳건하게 하고 있다.

4.4 배당금 규모변경지급에 따른 공시효과

본 논문은 배당정책의 변화가 유상증자 공시효과에 어떤 영향을 미치는가를 분석하고자 하였다. 앞 절에서 실증 분석한 내용, 즉 유상증자 공시 전 배당금지급 유무에 따른 공시효과를 분석한 것은 엄밀히 말해서 본 논문의 가설을 검증하는 데 부족한 면이 없지 않다고 사료된다. 왜냐하면, 단순히 공시전 배당금의 지급유무만으로는 배당정책의 변화에 따르는 유상증자 공시효과의 변화 양상을 분석하는데 한계가 있기 때문이다. 따라서 본 절에서는 배당정책의 변화에 대한 유상증자 공시효과를 더욱 구체적으로 실증하기 위해서 유상증자 공시 전 지급배당

금의 크기변화를 기준으로 하여 공시효과를 분석하기로 한다. 유상증자 공시 전 배당지급 기업표본을 두 개의 다른 표본으로 분류하였다. 즉, 배당금을 증가시켜 지급한 배당증가기업표본과 배당금을 감소시켜 지급한 배당감소 기업표본으로 구분하였다.

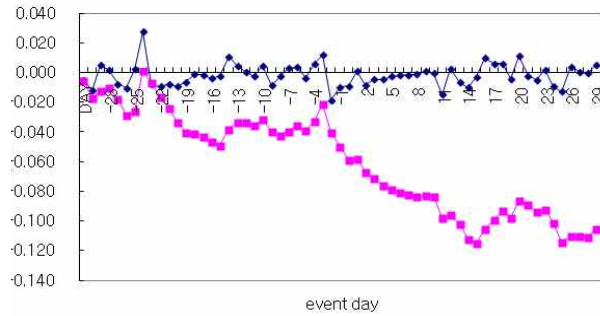
배당금의 크기가 달라져서 지급된 경우에 유상증자의 공시효과가 어떻게 나타나는가를 분석하는 것은 역으로 측정된 공시효과를 이용하여 투자자들이 배당정책의 변화에 대한 시각을 엿볼 수 있는 정보를 제공해 줄 수 있다고 사료된다. 앞 절에서 언급 되었듯이, 본 연구는 투자자들이 배당정책의 변화 시점에서는 배당정책변화에 대한 평가를 유보 혹은 혼란스러워 하다가, 이후에 결의된 유상증자 실시라는 새로운 정보를 이용하여 이전의 배당정책 변화에 대한 판단을 내린다는 가능성을 염두에 두고 있다. 왜냐하면 앞 절의 연구결과가 이러한 시각에 일치하는 증거가 되기 때문이다. 즉, 배당지급기업의 유상증자공시효과가 배당을 지급하지 않은 기업의 유상증자 공시효과보다 더욱 부(-)의 효과로 나타났기 때문이다. 따라서 본 절에서 실시하는 배당금 크기를 변화시켜서 지급한 기업의 유상증자 공시효과 분석은 이러한 투자자의 시각을 평가하는데 더 효과적일 것으로 사료된다.

4.4.1 배당증가기업표본의 공시효과

<Table 7>는 전기에 대비해서 배당금을 증가시켜 지급한 기업의 유상증자 공시효과를 공시일 주변 기간 동안의 누적평균비정상수익률로 제시하고 있다. 공시일 이전 -5일에서 공시일 이후 +5일까지, 공시일 이전 -3일부터 공시일 이후 +3일까지, 그리고 공시일 이전 -1일부터 공시일 이후 +1일까지 동안 즉, 주요 공시기간 동안의 누적평균비정상수익률은 각각 모두 부의 방향으로 유의하게 나타났다. 이러한 부(-)의 효과는 배당금을 지급한 표본의 부(-)의 효과보다 대체로 더 크게 나타났다.

<Table 7> CAR for Dividend-Increased-Data

CAR for Dividend decreased firms announcing new equity, n=30, unit: %			
CAR (-5, +5)	-4.27	t-value	-1.85*
CAR (-3, +3)	-4.45	t-value	-2.78***
CAR (-1, +1)	-2.33	t-value	-3.79***



[Fig. 4] AAR & CAR for Dividend-Increased Data

분석기간(-30, +30)동안 전반적인 공시효과 추이를 살펴보기 위하여, <Fig. 4>에서 이 기간 동안의 일일 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률을 그래프로 제시하고 있다. 평균비정상수익률의 경우 공시일 이전, 공시일 이후 18일을 제외한 43일은 부(-)의 수익률로 나타났다. 현상은 누적평균비정상수익률에서 잘 나타나고 있다. 공시일 이전 -25일 이후부터는 부(-)의 방향으로 조금씩 하락하다가, 공시일 주변에서는 상당히 큰 하락세를 보여주었다.

4.4.2 배당감소기업표본의 공시효과

<Table 8>은 배당감소기업표본의 유상증자 공시일 근처의 누적평균비정상수익률을 제시하고 있다. 배당증가지급기업의 결과와 유사하게, 4개의 분석기간 동안의 누적평균비정상수익률은 모두 부(-)의 결과를 보이고 있으나, 통계적 신뢰도는 낮은 것으로 나타났다. 그리고 전반적으로 부(-)의 효과는 배당증가기업표본보다 약하게 보인다. 이러한 결과는 배당감소기업의 분석기간(-30,+30)동안의 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률의 추이를 살펴보면 확연히 나타나고 있다.

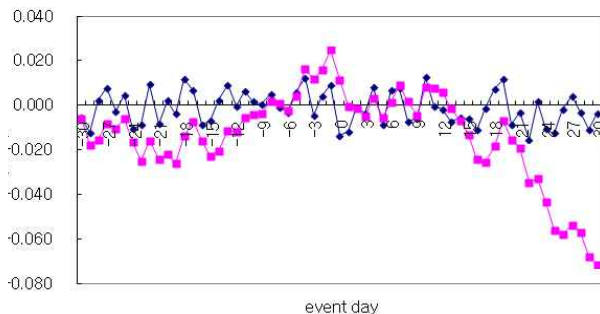
<Table 8> CAR for Dividend-Decreased-Data

CAR for Dividend decreased firms announcing new equity, n=23, unit: %			
CAR (-5, +5)	-0.72	t-value	-0.53
CAR (-3, +3)	-2.88	t-value	-1.83*
CAR (-1, +1)	-1.91	t-value	-1.08

<Fig. 5>에서 표현되었듯이, 누적평균비정상수익률의 경우에는 공시일 이전에 거의 부(-)의 수익률을 보이다가, 공시일 이전 -6일부터 공시일 이후 +1일까지는 상승

하여 정(+)의 방향을 나타내주었다. 그리고 +6일 이후에는 부(-)의 효과를 보이고 있음을 알 수 있다. 그러나 전반적으로 배당감소지급기업의 평균비정상수익률은 정(+)과 부(-)의 효과가 분석기간 동안 상존해 오고 있으며, 이로 인하여 누적평균비정상수익률 곡선은 0%를 크게 벗어나지 않게 표시되고 있다. 이 결과는 앞 절의 배당지급기업표본의 누적평균비정상수익률곡선이 뚜렷한 부(-)의 효과를 나타내고 있는 특징과는 대비되고 있음을 알 수 있다.

이러한 분석결과는 배당금을 증가시켜 지급한 기업이 배당을 감소시켜 지급한 기업에 비하여 유상증자공시효과가 더 부정적임을 시사한다고 볼 수 있다. 따라서 이 분석결과는 배당지급기업의 공시효과가 배당미지급기업의 공시효과와는 달리 부(-)의 효과를 보이고 있는 앞 절의 결과와 일관되고 있다. 즉, 배당을 지급하지 않는 기업보다 배당을 지급하는 기업이, 그리고 배당금을 증액 지급하는 기업이 배당금을 감소 지급하는 기업보다 유상증자 공시효과가 더 부정적임을 증거하고 있다. 이러한 증거는 본 연구의 가설을 지지하고 있다. 즉, 공시전 배당금지급 혹은 배당금 증액 지급이 주주의 부를 극대화 하는 가운데에서도 지속적으로 신규 투자안을 개발하는 우량기업임을 시장에 보여주는 신호라기보다는 유상증자로 인한 부(-)의 공시효과를 상쇄시키려는 목적으로 배당지급 혹은 증액지급을 활용한 것으로 외부투자자들에게 인식될 가능성이 크다는 것이다. 예를 들어, 신주발행 이전 배당지급을 통한 자금유출의 증가는 공시연도의 자본조달에 대한 부담감을 가중시켜 주가를 하락시킬 수도 있다. 따라서 공시전 배당금규모를 증가시켜 지급하는 결정에 대해 투자자들은 유상증자 공시효과를 통하여 긍정적으로 받아들이기 보다는 부정적으로 받아들일 수 있음을 시사한다.



[Fig. 5] AAR & CAR for Dividend-Decreased Data

Grullon et al.(2002)의 배당 불선호론에서도 본 연구결과와 유사한 주장을 하였다. 즉, 배당감소기업이 배당증가기업에 비해 주가 및 기업가치가 향상된다는 것이다. 개인주주들에게 있어 배당소득에 대한 유효세율이 자본이득에 대한 세율보다 높게 책정되기 때문에 주주들은 배당금의 규모가 기대수익률 만큼 크지 않다면 고배당보다 저배당 혹은 사내 유보하는 것을 선호하는 경향이 있다. 따라서 공시전 배당금을 지급하기 보다는 재투자재원으로 유보시키는 것은 차기 유상증자로 인한 신주발행비용에 대해 사내유보 시킨 내부자금으로 방어할 수 있게 되며, 자본이득의 세금부과에 대해 주식 매각시점까지 연기가 가능하므로 세금의 현가가 감소하여 유효세율이 낮아지는 효과도 경험할 수 있다.

또한 배당금을 보류하는 것은 기업 입장에서도 현금유출을 방지할 수 있어 유상증자 공시효과에 더욱 유리하게 영향을 미칠 것으로 추정된다. 이처럼 공시직전 배당정책의 변화는 공시직전 기업의 자본구조, 현금흐름 상황 등을 변화시킬 것이고, 이는 유상증자의 규모를 달리하게 할 것이다. 따라서 유상증자 공시효과도 공시전의 배당정책의 영향을 받게 되어 변화가 발생할 것으로 사료된다.

4.5 횡단면 회귀분석

유상증자 공시 전 배당금 지급 변화가 공시효과에 어떤 영향을 미치는가를 종합적으로 분석하기 위하여 누적평균비정상수익률(CAR)을 종속변수로 설정하는 다중회귀분석을 시행하고자 한다. 이를 위하여 유상증자 공시 전 배당금 지급유무를 나타내는 더미변수를 설명변수로 설정하고 그 외 유상증자규모, 부채비율, 자기자본이익률, 주당순이익, 대주주 지분율, 외국인투자지분율, 배당률, 시장가치/장부가치비율, 기업규모(LN 자산총계) 등의 변수를 통제변수로 하여 아래와 같은 다중회귀모형을 설정하였다. 통제변수의 선택은 윤영걸(1996), 정형찬(1995), 장영광과 김인호(2010)등 기존연구의 결과에서 유의성이 있거나, 유의성이 있는 것으로 예측되는 변수들로 이루어 졌다.

$$CAR = x_0 + x_1 DUMMY + x_2 SEO + x_3 EPS + x_4 DR + x_5 OWN + x_6 DEP + x_7 M/B + x_8 SIZE + x_9 FOR + x_{10} ROE$$

CAR : Cumulative abnormal return
 DUMMY: Dividend = 1, No Dividend = 0
 SEO: 유상증자 규모 (LN(유상증자금액/시가총액))
 EPS: 주당순이익(LN(EPS))
 DR: 배당률
 OWN: 대주주 지분율
 DEBT: 부채비율
 M/B: 시장가치대비 장부가치비율
 SIZE: 기업규모(LN(총자산))
 FOR: 외국인 지분율
 ROE: 자기자본이익률

<Table 9> Multiple Regression Analysis Results

$$CAR = x_0 + x_1 DUMMY + x_2 SEO + x_3 EPS + x_4 DR + x_5 OWN + x_6 DEP + x_7 M/B + x_8 SIZE + x_9 FOR + x_{10} ROE$$

Dependent Variable	CAR(t=-1,+1)	CAR(t=-3,+3)	CAR(t=-5,+5)
α	-0.0795 (-0.58)	-0.1101 (-0.38)	0.0214 (0.13)
DUMMY	-0.370 (-2.11**)	-0.518 (-3.17***)	-1.301 (-2.32**)
SEO	0.0004 (-0.11)	-0.0016 (-0.14)	0.0050 (0.83)
EPS	0.0238 (1.68*)	0.0294 (2.68**)	-0.0063 (-0.60)
DR	-0.0055 (-1.00)	-0.0118 (-1.04)	0.0010 (0.27)
OWN	0.0019 (1.93*)	0.0006 (1.25)	0.0026 (2.32**)
DET	0.0003 (1.92*)	-0.0001 (-0.84)	0.0002 (2.86**)
M/B	-0.0036 (-0.23)	0.1144 (2.38***)	-0.0086 (-0.58)
SIZE	-0.0008 (-0.43)	-0.0014 (-0.73)	-0.0019 (-1.01)
FOR	-0.0004 (-0.11)	-0.0006 (-0.25)	0.0036 (1.36)
ROE	-0.0046 (-1.33)	-0.0017 (-2.22**)	0.0040 (3.38***)
R^2	0.357	0.502	0.384
F-value	1.932*	1.786*	1.915*
Durbin-Watson	1.852	1.863	1.800

<Table 9>는 공시전 배당 지급 유무에 대한 유상증자 공시효과의 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 종속변수 CAR을 각각 CAR(t=-1, +1), CAR(t=-3, +3), 그리고 CAR(t=-5, +5)으로 구별하여 시행한 회귀분석결과를 표의 칼럼별로 제시하고 있다. 유상증자 공시효과를 다양한

CAR을 이용하여 회귀분석 하여 굳건한 결과해석을 얻을 수 있을 것으로 사료된다. 설명변수인 더미변수는 CAR의 종류에 상관없이 모두 유의하게 분석되었다. 이 결과는 공시전 배당금의 지급유무가 유상증자공시효과에 영향을 미치고 있음을 시사한다. 특히, 이결과는 유상증자규모, 주당순이익, 대주주지분율, 그리고 부채비율 등의 통제변수를 감안한 결과이다. 따라서 다중회귀분석 결과도 본 논문의 가설과 일치하는 증거를 제시하고 있다.

유상증자규모를 나타내는 SEO 변수는 세 개의 회귀분석 모두에서 통계적 유의성을 보여주지 못하고 있다. 이는 윤영걸(1995)의 결과와 상치하고 있다. 다만 주당순이익은 몇몇 선행연구의 결과와 일치하는 정(+)의 유의성을 CAR(t=-1~+1)과 CAR(t=-3~+3)를 종속변수로 하는 회귀분석결과에서 보여주고 있다. ROE 변수는 유의성을 보이고 있으나, 계수 값이 종속변수에 따라 다르게 나타남으로써 일관적인 해석이 불가하다. 시장/장부가치비율(M/B ratio)은 CAR(t=-3~+3)의 종속변수에서 누적평균비정상수익률(CAR)간에 유의성 있는 것으로 나타났다. 대주주 지분율을 나타내는 OWN 변수는 CAR(t=-1~+1)과 CAR(t=-5~+5)를 종속변수로 하는 회귀분석에서 유의성을 보임으로써, 설원식, 김수정(2005)의 연구와 일관되는 결과를 보이고 있다. 부채비율을 나타내는 DEBT 변수는 CAR(t=-1~+1)과 CAR(t=-5~+5)를 종속변수로 하는 회귀분석에서 유의성을 보임으로써, 정성창, 김영환(2007)과 일치하고 있다.

5. 결론 및 요약

본 연구는 유상증자 공시전 배당정책의 변화가 유상증자 공시효과에 영향을 미치는가를 실증 분석하였다. 이에 따라 본 연구는 표본의 기간 2000년 1월부터 2009년 12월까지의 총 683건의 유상증자 자료를 추출하여 이를 다시 유상증자 공시 이전 배당지급 기업표본과 배당미지급 기업표본으로 구분하여 사건연구를 실행하였다. 분석결과, 배당지급기업의 유상증자 공시효과가 배당미지급 기업의 유상증자 공시효과에 비하여 더욱 부정적으로 측정되었다. 배당정책의 변화에 대한 유상증자 공시효과를 더욱 구체적으로 실증하기 위해서 유상증자 공시전 지급배당금의 크기변화를 기준으로 하여 공시효과를

분석하기로 한다. 유상증자 공시 전 배당지급 기업표본을 두 개의 다른 표본으로 분류하였다. 즉, 배당금을 증가시켜 지급한 배당증가기업표본과 배당금을 감소시켜 지급한 배당감소 기업표본으로 구분하여 사건연구를 재실행하였다. 분석결과, 배당금을 증가시켜 지급한 기업이 배당을 감소시켜 지급한 기업에 비하여 유상증자공시효과가 더 부정적으로 나타났다.

유상증자 공시 전 배당금 지급 변화가 공시효과에 어떤 영향을 미치는가를 종합적으로 분석하기 위하여 누적평균비정상수익률(CAR)을 종속변수로 설정하는 다중회귀분석을 시행하였다. 종속변수 CAR을 각각 $CAR(t=-1\sim+1)$, $CAR(t=-3\sim+3)$, 그리고 $CAR(t=-5\sim+5)$ 으로 구별하여 시행한 회귀분석결과, 설명변수인 터미변수는 CAR의 종류에 상관없이 모두 유의하게 분석되었다. 이 결과는 공시전 배당금의 지급유무가 유상증자공시효과에 영향을 미치고 있음을 시사한다. 특히, 이결과는 유상증자규모, 주당순이익, 대주주지분율, 그리고 부채비율 등의 통제변수를 감안한 결과이다.

이러한 분석결과는 배당금을 증가시켜 지급한 기업이 배당을 감소시켜 지급한 기업에 비하여 유상증자공시효과가 더 부정적임을 제시한다. 즉, 배당을 지급하지 않는 기업보다 배당을 지급하는 기업이, 그리고 배당금을 증액 지급하는 기업이 배당금을 감소 지급하는 기업보다 유상증자 공시효과가 더 부정적임을 증거하고 있다. 이러한 결과는, 외부투자자들이 공시전 배당금의 지급에 대해 지속적으로 신규 투자안을 개발하는 우량기업임을 시장에 보여주는 신호라기보다는 유상증자로 인한 부(-)의 공시효과를 상쇄시키려는 목적으로 배당지급을 활용한 것으로 인식할 가능성이 있음을 시사한다.

ACKNOWLEDGEMENTS

This research was supported by a grant from Research Program funded by Kumoh National Institute of Technology.

REFERENCES

- [1] Jae-Woong Lee, 'Announcement effects of seasoned equity offerings in Korean stock markets,' Masters Thesis in Joongang University, 1987.
- [2] Heung-Chan Jung, 'Announcement effects of seasoned equity offerings controlling stock split effects,' *Journal of Security Finance*, 1(1), 235-276, 1995.
- [3] Young-Gul Yoon, 'Management' decision of new issuance in Korea: Is it adverse selection or self selection?' *Korean Journal of Finance*, 재무연구, 12, 78-80, 1996.
- [4] McConnel, John J. and Chris J. Muscarella, 'Corporate Capital Expenditure Decision and the Market Value of the Firm', *Journal of Financial Economics*, 399-422, 1985.
- [5] Myers, S. and N. Majluf, 'Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have', *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221, 1984.
- [6] M. S. Shin, J. H. Song, J. H. Lee, 'The Substitutive Relation between Dividends and Stock Repurchases,' *Korean Association of Industrial Business Administration*, 21(3), 285-304, 2006.
- [7] Young-Kyun Shin, 'the Announcement Effects of Seasoned Equity Offerings,' *Journal of Korean Financial Management Association*, 12(1), 75-92, 1995.
- [8] Young-Hwan Lee, 'Stock Price Change of Seasoned Equity Offerings: The Signaling Hypothesis, Wealth Redistribution Hypothesis, Price Pressure Hypothesis,' *Journal of Korean Financial Management Association*, 11(2), 161-173, 1994.
- [9] Hong-Geun Yoon, Young-Hwan Lee, Kwang-Suck Park, 'Management Performance and Announcement Effect of Seasoned Equity Offering,' *The Journal of Digital Policy & Management*, 11(2), 101-114, 2013.
- [10] John, K., Williams, J., 'Returns and risk of firms initiating dividends,' *Journal of Finance*, 40, 1053-70, 1985.
- [11] H. C. Jung, Y. W. Jung, 'Seasoned Equity Offering announcement and Market Efficiency,' *Journal of*

Korean Financial Management Association, 25(3),
pp.79-109, 2008.

이 용 환(Lee, Young Hwan)



- 1987년 3월 : The Ohio Univ. MBA
- 1992년 6월 : Univ. of Georgia 금융재무학 박사
- 2002년 2월 ~ 현재 : 금오공과대학교 경영학과 교수
- 관심분야 : 기업재무, 투자론
- E-Mail : yhlee@kumoh.ac.kr

윤 흥 근(Yoon, Hong Geun)



- 2005년 2월 : 금오공과대학교 산업경영학과(경영학석사)
- 2011년 2월 : 금오공과대학교 산업경영학과(경영학박사)
- 2013년 ~ 현재 : 구미전자정보기술원 연구원
- 관심분야 : 기업재무, 투자론

· E-Mail : a9900877@nate.com

안 병 화(Ahn, Byung Hwa)



- 1983년 8월 : 연세대학교 대학원 경영학 석사
- 2011년 7월 ~ 현재 : 구미전자정보기술원 원장
- 관심분야 : 재무관리
- E-Mail : abh@geri.re.kr