

특수관계자 거래가 유상증자 이후 장기성과에 미치는 영향*

이진훤(주저자)

오산대학교 경영계열 조교수
(*jinhwon@osan.ac.kr*)

고윤성(교신저자)

한국외국어대학교 경영대학 부교수
(*max0907@hufs.ac.kr*)

.....

특수관계자 거래는 특수관계자 상호간 은밀한 내부 협약에 의해 이루어지기 때문에 경영자가 상당부분 자의성을 가지고 특정의사결정에 활용할 가능성과 접근성이 높은 거래이다. 따라서 경영자가 이러한 특성을 가지고 있는 특수관계자 거래를 이용하여 기업의 중요 의사결정을 하는지 검증하는 것은 학문적 중요성이 크다 할 수 있다. 이에 본 연구에서는 기업의 주요 의사결정 중 하나인 유상증자 사례를 이용하여 특수관계자 거래가 정보비대칭 및 투자자의 부(wealth)에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다. 구체적으로 유리한 유상증자를 실시하기 위한 기회주의적 행위로 유상증자 실시 이전에 특수관계자 거래를 증가시키는지 검증하고, 이러한 특수관계자 거래가 유상증자 이후 기업의 장기성과에 어떠한 영향을 미치는지 검증하였다. 또한 이 과정에서 특수관계자 거래가 장기성과에 영향을 미친다면, 어떠한 원인에 의한 것인지를 매개회귀분석을 통하여 그 구조적 관계를 검증하였다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 유상증자를 실시하는 기업들은 실시 이전연도에 특수관계자 거래를 증가시켰으며, 특수관계자 거래의 변동성이 높은 기업들이 유상증자를 실시하였다. 둘째, 특수관계자 거래의 변동성이 높은 기업들의 유상증자는 낮은 기업에 비하여 더 낮은 장기성과를 보고하였다. 셋째, 특수관계자 거래의 변동성은 재무불투명성을 높임에 따라 정보비대칭의 증가를 초래하고 이러한 원인으로 인하여 유상증자 이후 장기성과가 부분적으로 하락한다는 구조적 관계를 검증하였다. 이러한 연구결과는 다음과 같은 시사점을 제공한다. 특수관계자 거래와 관련한 기존의 연구들은 특수관계자 거래를 통한 이익조정과 특수관계자 거래가 경영성과에 미치는 영향을 살펴보았다. 그러나 본 연구에서는 단순히 보고이익의 조정이라는 문제를 넘어 특수관계자 거래는 투자자들이 부담하게 되는 정보위험에 영향을 미친다는 것을 검증하였다. 또한 이러한 정보위험으로 인하여 유상증자 이후 수익률이 급격히 하락함에 따라 투자자들이 실제 막대한 손실을 입고 있음을 실증결과를 통하여 제시하였다.

주제어: 특수관계자 거래, 유상증자, 재무불투명성, 매개효과

.....

1. 서론

기업 경영을 위해서는 가용자금이 필수 요소이고, 충분한 가용자금의 확보를 위해서는 내부자금뿐만 아니라 외부자금의 조달이 필요하게 된다. 외부자금의 조달을 위해서는 원리금 상환의무가 존재하는 장단기차입금, 채권의 발행과 같은 타인자본을 이용하

거나, 비록 자금조달비용이 타인자본 보다 크더라도 조달한 자금의 상환의무가 존재하지 않는 유상증자를 통한 자기자본을 증가시키는 방법이 있다. 이러한 방법 중 유상증자는 미발행주식을 발행함으로써 자본의 증가와 동시에 실질적 현금이라는 자산을 증가시킬 수 있는 방법으로써 자본구조의 변화와 조달된 자금을 통한 추가적인 투자가 가능하기 때문에 기업 가치에는 긍정적인 변화를 갖게 될 수도 있다. 반면

최초투고일: 2015. 2. 27 수정일: (1차: 2015. 7. 31) 게재확정일: 2016. 1. 20

* 이 연구는 첫 번째 저자의 2013년 정부(교육부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2013S1A5B5A07046689). 또한 두 번째 저자의 2016학년도 한국외국어대학교 교내학술연구비의 지원에 의하여 이루어진 것임.

기업의 자금 부족 및 정보비대칭 등으로 인해 부정적인 변화를 갖게 될 가능성 역시 존재한다. 따라서 이러한 유상증자는 기업의 소유주인 주주들의 부예적·간접적으로 영향을 주기 때문에 자본시장에 대한 연구대상으로 그 중요성은 상당하다 할 수 있다.

특히 타인자본에 비하여 자기자본에 대한 비용이 큰 일반적인 상황에서 경영자가 자기자본을 조달한다는 것은 시장에 부정적인 신호로 작용될 가능성이 크다. Myers and Majluf(1984) 역시 정보 비대칭 이론을 이용하여 자본조달에 관해 일정한 순서(pecking order)를 제시하고 경영자는 주식발행이 초래할 수 있는 부정적인 정보효과를 감안하여 주가가 충분히 과대평가 되어 있을 때에만 주식을 발행하고 그렇지 않을 때에는 부채를 통한 자금 조달을 선호한다고 주장하고 있다. 이러한 Myers and Majluf(1984)의 주장은 재무학 분야에서 일반적인 이론으로 받아들여지고 있으며, Lucas and McDonald(1990)와 Loughran and Ritter(1997), Bae, Jeong, and Tang(2002) 등 많은 선행연구에서 경영자는 주로 기업의 가치가 과대평가 된 시기를 자기자본조달의 적절한 시점으로 이용한다는 기회가 설이 지지되는 증거들을 제시하고 있다.

그러나 위의 연구들은 유상증자 공시 직후 발생하는 주가하락에 대한 이론적인 설명일 뿐 실제 경영자가 성공적인 유상증자를 위한 기회주의적 행동을 취했는지에 대한 명확한 증거를 제시하고 있지 않다. 이러한 경영자의 기회주의적 행동을 살펴보고자 한 회계학 분야의 연구들은 유상증자와 이익조정에 관련된 연구들이다. 즉 유상증자시 기업의 경영자는 기존주주의 부를 보호하고 시장에서 기업의 미래성장가능성을 높게 평가받기 위하여 이익을 상향조정하려는 동기를 갖게 된다는 것이다. Teoh, Welch, and Wong(1998), Rangan(1998), Shivakumar

(2000), 최관·백원선(1999), 윤순석·이진열(2001) 등 많은 연구에서 재량적 발생액을 이용하여 유상증자 시 경영자의 기회주의적 행동을 검증하였다.

그러나 위의 선행연구들은 유상증자 시 재량적 발생액으로 측정된 이익조정의 발생여부만을 다루고 있어 경영자가 보다 유리한 조건으로 유상증자를 실시하기 위하여 어떠한 행위를 취하는지 구체적인 연구가 이루어지지 않았다. 기업의 유상증자와 이익조정과의 관련성에 관한 연구가 좀 더 의의가 있기 위해서는 이익조정이 회계처리방법의 선택에 의해서 행하여지는지 아니면 매출채권이나 재고자산과 같은 특정 항목에 의해서 행하여지는지를 파악하여야 할 것이다. 실제로 McNichols and Wilson(1988), Bartov(1993), 박한순(2001) 등과 같이 특정항목을 이용한 이익조정이 연구되었으며, 최근에는 특수관계자 거래를 통한 이익조정에 대하여 연구가 진행되고 있다(Gorden and Henry, 2005; 김지홍·우용상, 2008).

특수관계자 거래란 해당기업에 영향력을 끼칠 수 있는 기업 및 개인들 간의 거래를 말한다. 같은 지배권 내에 있는 자들 간의 거래이므로 어느 한편이 다른 한편에게 쉽게 영향력을 행사할 수 있기 때문에 특수관계자 거래를 이용한 비자금 조성 및 분식회계 등의 시도가 용이하다. 또한 특수관계자 거래는 경쟁적이고 자유로운 시장여건 하의 공정한 거래가 아니거나, 특수관계가 없었더라면 아예 성립되지 않거나 다른 조건으로 이루어졌을 가능성이 높은 거래이다. 즉 경제적 실질이 결여되거나 계열그룹의 지배력에 의해 자의적으로 이루어질 가능성이 높은 거래라 할 수 있다. 또한 이러한 거래는 계열그룹 지배주주의 특정한 목적 하에 이루어질 경우, 거래 당사자 일방이 부당한 이익 또는 손해를 볼 가능성이 있으며 이러한 손해는 소수주주에게 전가될 가능성이 존

재한다. 따라서 특수관계자 거래는 거래조건 등에 영향을 주어 기업의 재무상태와 경영성과가 왜곡될 수 있다(고영일, 2011).

선행연구에서 역시 특수관계자 거래는 자의성이 크고 경제적 실질과의 괴리도가 높은 것으로 검증되었다. 김지홍·우용상(2008)은 특수관계자 거래가 많은 기업들의 경우 재정적 발생액이 높고 발생액의 질이 낮음을 검증하였다. 즉 회계처리방법의 선택, 매출채권이나 재고자산, 연구개발비, 광고선전비 등 특정 항목에 의한 이익조정에 비해 수월하게 당기순이익에 영향을 미칠 수 있다. 또한 이러한 특수관계자 거래는 기업간의 총조세비용을 절감하기 위한 조세회피의 수단으로도 활용되고(최원욱·고윤성·조정은, 2011), 특수관계자간 거래의 정보 비대칭성 및 거래의 불투명성으로 인하여 재무분석가의 예측 오차를 증대시킨다는 연구결과가 존재한다(고윤성·유혜영·이명진, 2011).

이에 본 연구는 기업이 유상증자를 함에 있어서 특수관계자 거래를 활용하여 기회주의적 행위를 하는지를 검증함을 목적으로 한다. 기업은 필요한 자금을 조달함에 있어서 저렴한 비용으로 계획된 자금을 조달하고자 하는 강한 유인이 존재한다. 이를 위하여 경영자는 보고이익을 조정하고자 하는 유인이 존재한다(Teoh et al., 1998; Rangan, 1998; Shivakumar, 2000; 최관·백원선, 1999; 윤순석·이건열, 2001; 강선아·전성빈, 2010). 이에 따라 본 연구는 첫째, 유상증자를 실시하기 이전에 특수관계자 거래를 활용한 이익조정이 이루어졌는지를 검증한다. 특수관계자 거래를 이용한 경영자의 사적이익 추구활동은 단순히 이익이 상향조정되는 것을 의미하는 것은 아니다. 특수관계자 거래를 경영자의 의도에 따라 이를 증가 혹은 감소시킬 경우 기업 외부 정보이용자들은 이익의 지속성 내지는 이

익의 질을 예측하는데 어려움을 갖게 된다. 결국 특수관계자 거래를 이용한 경영자의 사적이익 추구 행위는 회계정보의 불투명성을 야기하게 된다. 이러한 회계투명성의 악화는 결국 기업과 투자자들 사이의 정보비대칭을 증가시키며, 투자자들은 회계정보에 대한 정보위험을 부담하게 된다. 따라서 이러한 정보위험을 부담하기 때문에 장기적으로 기업의 장기성과는 하락할 가능성이 크다. 이에 본 연구에서는 기업과 자본 투자자간의 대표적인 거래라고 할 수 있는 유상증자 사례를 이용하여 이를 검증하고자 한다. 즉, 본 연구의 두 번째 목적은 유상증자 이전 특수관계자 거래가 유상증자 이후 장기성과에 어떠한 영향을 미치는지 검증하는 것이다. 또한 이 과정에서 앞서 언급한 것과 같이 과연 특수관계자 거래가 회계불투명성을 야기 시키고 이러한 원인에 의하여 유상증자 이후 장기성과가 하락하는가에 대한 일련의 과정을 매개회귀분석을 통하여 검증하고자 한다.

연구의 독창성과 공헌성은 다음과 같다. 첫째, 유상증자와 같은 중요한 자금조달 의사결정을 함에 있어서 기존의 선행연구와 같이 이익조정을 했는지 여부만을 검토하는 것이 아니라, 특수관계자 거래와 유상증자와의 관련성을 검증하고자 한다. 특수관계자 거래는 특수관계자 상호간 은밀한 내부 협약에 의해 이루어지기 때문에 경영자가 상당부분 자의성을 가지고 특정의사결정에 활용할 가능성과 접근성이 높은 거래이다. 따라서 이러한 특성을 가지고 있는 특수관계자 거래를 이용하여 기업의 중요 의사결정이 이루어지는지를 검증함으로써 특수관계자 거래에 대한 심도 있는 고찰과 유상증자라는 경영의사결정과 관련성을 살펴볼 수 있을 것이다. 둘째, 최근 정부에서는 상속세법 및 증여세법상의 특수관계자 거래에 대한 새로운 기준을 마련하고 있으며, 기업간 일감몰아주기 등에 대하여 엄격한 기준을 적용하

여 규제하고자 하는 시점이므로 특수관계자 거래의 본질과 그를 이용한 기업의 실상을 파악하는 것은 사회적으로 매우 시의적절한 연구 주제이다. 셋째, 특수관계자 거래가 기업의 다각적인 의사결정에 영향을 주고 있음에도 불구하고 아직까지 특수관계자 거래에 대한 학계의 관심은 상당히 부족한 상황이다. 본 연구를 통해서 특수관계자 거래는 회계불투명성을 야기 시키고 이는 기업의 장기성과를 악화시킬 수 있다는 실증분석 결과를 제시함에 따라 아직까지 부족한 특수관계자 관련 연구 분야에 대한 학계의 관심을 제고하고, 그로 인해 향후 다각적인 후속 연구가 지속될 수 있는 출발점이 될 것이다.

본 논문은 5개의 장으로 구성된다. 구체적으로 제2장에서는 선행연구 및 연구가설을 살펴보고, 제3장에서 연구모형과 연구표본을 제시하였다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제5장에서는 결론을 제시하였다.

II. 선행연구 및 연구가설

2.1 선행연구

2.1.1 특수관계자 거래

특수관계자 거래와 관련된 대부분의 국외 연구는 경영자가 기업집단 전체 이익의 극대화를 추구하기 위해 관계회사와의 거래를 통해서 외부주주의 이익을 침해한다는 대리인 문제에 기초하고 있다(Jensen and Meckling, 1976). Jian and Wong(2003)은 중국의 상장기업들을 대상으로 기업집단에 속한 기업들이 특수관계자 거래를 더 많이 한다고 제시하였다. 또한 상장폐지의 위기에 처해 있거나 신주인

수권을 발행하기 전에 기업들은 이익을 부풀리기 위해 특수관계자 매출을 실제보다 높게 보고한다고 주장하였다. Kohlbeck and Mayhew(2004)는 특수관계자 거래가 경영자의 현금보상과는 음(-)의 관계를 가지고, 주식 보상과는 양(+)의 관계를 나타낸다고 보고하였다.

Gordon, Henry, and Palia(2004)는 특수관계자 거래는 일반적으로 취약한 지배구조를 가진 기업에서 더 많이 발생하며, 주가에 부정적인 영향을 미치고 있다고 주장하였다. Gordon and Henry(2005)는 특수관계자 거래와 기업의 이익조정 관련성에 관하여 연구하였다. 분석 결과, 이익조정의 측정치로 사용한 재량적 발생액의 절대값이 관계회사로부터의 고정 금리 용자와 같은 일부 금융거래와 양(+)의 상관관계를 가진다고 보고하였다. Cheung, Rau, and Stouraitis(2006)은 특수관계자 거래를 공시한 기업들이 유의한 음(-)의 초과이익률을 나타냄을 검증하여 기업들이 관계회사와의 거래를 통하여 소액주주의 이익을 침해한다는 결과를 제시하였다.

특수관계자 거래가 미치는 영향에 대한 국내 연구들은 주로 특수관계자 거래와 이익조정, 발생액의 질, 기업가치의 관련성과의 관계, 그리고 관계회사 거래에 대한 투자자들의 평가에 대한 연구가 주로 이루어졌다. 김지홍·우용상(2008)은 특수관계자 거래금액이 클수록 재량적 발생액이 증가하여 특수관계자 거래가 많을수록 이익조정이 증가한다고 주장하였다. 또한 특수관계자 거래가 많을수록 이익반응 계수가 작아지는 결과를 보고하여 투자자들이 특수관계자 거래에 대해 부정적인 평가를 하고 있다고 해석하였다. 최정호(2009)는 관계회사의 매출과 매입을 재무제표의 주식에 공시한 기업을 대상으로 관계회사거래와 발생액의 질을 실증적으로 분석하였다. 연구 결과, 관계회사에 대한 매출이 많은 기업일

수록 회계선택을 통한 이익조정이 증가하여 발생액의 질이 낮았다. 그러나 관계회사로부터의 매입은 발생액의 질과 관련성이 없는 것으로 나타나 관계회사로부터의 상품매입은 회계선택을 통한 경영자의 이익조정행위에는 영향을 미치지 않는 것으로 해석하였다.

이밖에도 최정호(2010)는 관계회사매출이 주식수익률과 양(+)의 상관관계가 있는 외부매출과는 달리 주식수익률과 관련성이 없어 두개의 매출정보는 주식수익률에 대한 설명력에 있어서 차이를 보인다는 실증결과를 제시하였다. 또한 계열기업과의 신용거래에서 발생하는 관계회사 매출채권은 외부매출채권과는 달리 기업가치에 부정적인 요인으로 작용한다는 결과를 제시하였다. 이러한 결과는 투자자들이 기업이 관계회사 간의 상품 거래 시 발생하는 신용제공을 자금 사정이 어려운 다른 계열기업을 지원하기 위해 이용한다고 평가하여 이러한 기업의 행위가 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 한다고 해석하였다.

본 연구와 유사하게 특수관계자 거래가 정보비대칭에 미치는 영향을 살펴본 연구도 존재한다. 고유성 외(2011)은 재무분석가 예측오차를 정보비대칭의 대리변수로 선정하고 특수관계자 거래와의 관련성을 살펴보았으며, 연구결과는 특수관계자 거래 규모가 클수록 재무분석가의 예측오차가 커지는 것으로 나타났다. 해당 연구가 특수관계자 거래와 정보비대칭간의 관계를 살펴본 것에서 본 연구와 유사하나 본 연구에서는 이러한 특수관계자 거래로 인한 정보비대칭이 실제 투자자들에게 어떠한 영향을 미치는지 구조적인 연관관계를 살펴보았다는데 차별성이 있다고 할 수 있다.

2.1.2 유상증자와 이익조정

유상증자와 이익조정에 대한 그동안의 실증연구는 주로 유상증자기업이 유상증자 직전연도에 유상신주의 가액을 증가시키기 위하여 이익조정을 수행하는지에 초점이 맞추어져 연구가 수행되어왔다. Shivakumar(2000)는 주가상승을 위한 이익 증가유인과 함께 투자자는 유상증자 시 경영자가 이익을 증가시키는 회계선택을 당연히 할 것으로 기대하기 때문에, 경영자는 이익을 증가시키는 이익조정 행위를 할 것이라고 주장하였다. 이러한 주장과 같이 유상증자 시 경영자가 이익조정 행위를 수행하는지에 대한 실증분석으로 Teoh et al.(1998)은 유상증자시의 이익조정여부를 재량적 발생액을 사용하여 검증하였다. 연구결과 유상증자 2년 전 부터 유상증자연도까지 재량적 발생액은 계속적으로 증가하여 유상증자연도에 최대치가 되고 그 이후 연도부터는 하락하는 것으로 나타났다. 또한 Rangan(1998)에서도 유상증자 당해 연도와 다음 연도에 재량적 발생액의 증가가 관찰되었으며, Shivakumar(2000)도 유상증자 분기부터 +4분기까지의 비기대발생이 발생함을 검증하였다. 이러한 국외연구 결과는 유상증자 시 이익조정이 증가한다는 동일한 결과이지만 그 시점에는 다소 차이가 존재하는 것이다.

국내연구로써 최관·백원선(1999)은 국내 유상증자 기업을 대상으로 연구를 진행하였으며, 이익조정 여부를 재량적 발생액과 재량적 유동발생액으로 검증하였다. 검증결과 유상증자 기업들은 산업평균에 비해 당기순이익과 영업현금흐름이 낮았으며, 유상증자연도에 영업현금흐름이 급락하는 것으로 나타났다. 재량적 발생액은 유상증자연도까지 증가하다가 유상증자연도에 최대치가 되고 그 이후에는 감소하는 것으로 나타났다. 또한 유상증자연도에 이익이

상향조정될수록 직후 연도의 당기순이익이 더욱 하락하는 경향이 있음을 보이고 있다. 또한 윤순석·이건열(2001), 심동석·안창호(2005), 강석배·곽태완·노준화(2006) 등 대다수의 국내연구에서 유상증자 전년도에 재량적발생액으로 측정된 이익조정이 증가하는 것으로 보고하고 있다.

김윤태·황성현(2009)은 유상증자 방식에 따라 이익조정의 행태가 달라지는지 분석하였으며, 연구결과는 구주주 배정기업에서는 유상증자 전에 보고이익을 증가시키는 일반적인 행태를 띠는 것으로 나타났다. 제3자 배정 유상증자기업에서는 오히려 유상증자 전에 보고이익을 감소시키는 이익조정을 하는 것으로 나타났다. 이는 유상증자가 경영자의 기회주의적인 이익조정의 한 유인이 될 수 있음을 시사한다. 또한 강선아·전성빈(2010)은 유상증자와 실물이익조정간의 관련성 검증을 통하여 유상증자 이전에 실물이익조정을 통하여 이익을 상향조정하는 것으로 보고하고 있다.

이렇듯 국내외 연구의 공통된 결과는 기업은 유상증자를 통한 성공적인 자금조달을 위해서 보고이익을 증가시키는 의사결정을 수행한다는 것이다. 본 연구에서는 경영자가 보고이익을 조정하기 위한 방법 중 특수관계자와의 거래를 이익조정의 수단으로 사용하고 있는지 유상증자 사례를 이용하여 검증하고자 한다. 이러한 검증을 통하여 기업의 대표적인 자금조달 행위이며, 이로 인한 기업가치의 변화라는 투자자의 의사결정에 중대한 영향을 미치는 유상증자를 대상으로 연구함과 동시에 부당한 특수관계자 거래에 대한 제재 방안의 모색 등 정책적인 시사점을 제시할 수 있을 것이라 기대한다.

2.2 연구가설

Rangan(1998)은 유상증자 기업들은 유상증자를 공시 한 분기와 다음 분기에 적극적으로 이익을 관리하며, 증자 후에는 이익과 주식수익률이 감소한다고 보고하였다. Teoh et al.(1998)은 유상증자기업들이 재량적 유동발생액을 통하여 유상증자를 실시하기 전에 이익조정을 하고 있으며, 증자 후에는 이익과 주가가 하락하는 것을 보고하고 있다. 이와 유사하게 윤순석·이건열(2001)은 국내 기업을 대상으로 한 연구에서 유상증자기업은 대체적으로 증자 실시 전연도에 이익을 증가시키는 경향이 있는 것을 발견하였다. 이상에서 살펴본 실증분석 결과들은 유상증자기업들이 영업성과가 좋은 시점을 택하여 유상증자를 실시하거나 유상증자 전에 이익조정을 할 가능성이 있다는 것을 암시해 주는 결과이다. 즉 회계이익과 주가는 관련성을 가지고 있으므로, 경영자는 유상증자 이전연도에 보고이익을 증가시키고자 하는 유인이 존재할 것이다.

이러한 이익조정을 실시함에 있어서 그간의 선행 연구에서처럼 재량적 발생액 혹은 실물이익조정을 통한 이익조정과는 달리 본 연구에서는 특수관계자 거래를 통한 보고이익의 증대가 이루어지고 그에 따라 유상증자를 보다 원활하게 진행하는지를 검증하고자 한다. 특수관계자 거래는 재량적 발생액 및 실물이익조정과는 달리 차기 이후연도에 반전효과(reverse effect)가 존재하지 않고, 상호 밀접한 특수관계자간의 거래이기 때문에 외부에 노출될 가능성이 낮고, 이에 대한 사후검증 및 그로 인한 비판 가능성 역시 비교적 낮을 것으로 예상된다. 따라서 특수관계자 거래를 활용하여 유리한 유상증자를 진행하고자 할 충분한 유인이 존재할 가능성이 있다. 이러한 이론적 근거에 기반하여 유상증자를 결정한다

기업은 보고 이익 증가를 위하여 특수관계자 거래를 증가시킬 것으로 판단하여 다음과 같이 [가설 1-1]을 설정한다.

가설 1-1: 유상증자 실시 이전연도에 특수관계자 거래는 증가할 것이다.

특수관계자 거래는 그 기업의 지배구조 내지는 영업환경과 밀접한 관계가 있을 수 있다. 뿐만 아니라 기업집단의 내부거래가 중간재시장에서의 거래비용을 줄임으로써 효율성을 증대시킬 수 있다는 이론(Williamson, 1975)이 존재하며 국내 선행연구에서도 동일 기업집단 내에서의 내부거래와 경영성과 간의 관련성에 대해 내부거래가 기업의 성과를 높인다는 연구가 보고된 바 있다(박승록, 2001; 윤기향·박승록, 2002). 즉 단순히 특수관계자 거래의 증가가 유상증자를 위한 경영자의 기회주의적인 행태를 의미하지 않을 수 있다.

그럼에도 불구하고 특수관계자 거래는 자의성이 크고 경제적 실질과의 괴리도가 높은 것으로 선행연구들은 보고하고 있으며, 고윤성 외(2011)은 특수관계자 거래가 많은 기업일수록 재무분석가 예측오차가 커지는 것으로 나타나 특수관계자 거래는 정보비대칭과 양(+)의 관계가 있음을 밝히고 있다. 본 연구에서는 이러한 선행연구에 기반하여 특수관계자 거래 증가를 뿐만 아니라 투자자의 예측오류를 야기할 수 있는 특수관계자 거래의 변동성을 측정하여 [가설 1-2]를 설정한다.

가설 1-2: 유상증자를 실시한 기업은 비유상증자 기업에 비하여 특수관계자 거래의 변동성이 높을 것이다.

유상증자가 해당기업의 주가에 미치는 영향에 관한 설명은 이론에 따라 차이가 존재한다. 미국 증권시장을 대상으로 한 연구결과는 유상증자 공시이후 음(-)의 초과수익률이 존재함을 보여주고 있으며, 이러한 이유에 대하여 여러 이론을 가지고 설명하고 있다. 그 구체적인 이론을 살펴보면, 정보가설(information hypothesis)과 가격압박가설(price pressure hypothesis), 자본구조관련가설 등이 유상증자 공시 직후 음(-)의 초과수익률에 대한 해석을 위한 가설 들이다. 정보가설에 의하면 내부경영자가 외부투자자보다 기업의 내재가치에 대하여 정보우위에 있다고 가정하고, 외부로부터 자금조달이 필요할 때 경영자는 내재가치에 비해 시장가치가 더 높은 때에만 신주를 발행하고 반대로 시가보다 내재가치가 더 높다고 판단될 때에는 채권을 발행한다는 주장이다. 따라서 신주의 발행은 주가에 음(-)의 영향을 준다는 것이다(Ross, 1977; Myers and Majluf, 1984; Lundstrum, 2009). 정보가설 이외에 음(-)의 초과수익률에 대한 해석으로 가격압박가설(price pressure hypothesis)은 유상증자에 따른 주식수의 증가가 주식가격의 하락을 야기한다(Scholes, 1972)는 것이다. 또한 DeAngelo and Masulis(1980)와 Masulis(1980)는 증자로 인한 기업의 부채감소는 미래현금흐름이 나쁘다는 신호로 작용하여 기업가치에 부정적 영향을 미친다는 자본구조관련 가설을 제안한 바 있다. 이렇듯 유상증자 이후 주가반응에 대한 다양한 이론이 있지만 Mikkelsen and Partch(1986), Masulis and Kowar(1986), Asquith and Mullins(1986) 등은 무엇보다도 유상증자시 정보비대칭의 중요성을 언급하고 있다. 이들은 유상증자 공시에 대하여 유의한 음(-)의 초과수익률이 나타나는 현상을 설명하는 일반적인 이론은 기업가치에 대해 우월한 정보를 가지고 있는 내

부자들이 기업가치가 과대평가되어 있을 때 신주를 발행하고자 하며, 외부 투자자들은 이러한 사실을 인지하고 발행기업의 가치를 낮게 평가하여 결과적으로 그 기업의 주가가 낮아진다는 것이다.

Jian and Wong(2003)은 특수관계자 거래가 소액주주의 이익을 침해한다고 밝히고 있으며, Cheung et al.(2006)은 관계회사간 거래에 대한 공시는 음(-)의 초과수익률을 발생시킴을 보고하고 있다. 본 연구에서는 특수관계자 거래로 인한 정보비대칭의 발생이 국내 자본시장에서도 음(-)의 관련성이 존재하는지 검증하기 위하여 기업의 대표적인 공시인 유상증자를 통하여 검증하고자 한다. 즉 유상증자 기업 중 특수관계자 거래의 변동성이 큰 기업일수록 유상증자 이후 추가수익률은 그렇지 않은 기업에 비하여 더 낮을 것으로 예상할 수 있다. 따라서 이와 관련된 [가설 2]를 제시하면 다음과 같다.

가설 2: 유상증자 실시 이전연도에 특수관계자 거래의 변동성이 높은 기업의 장기성과는 그렇지 않은 기업에 비하여 낮을 것이다.

앞서 제시한 가설이 성립한다면 다음과 같은 추론을 할 수 있을 것이다. 기업은 유상증자를 효과적으로 수행하기 위하여 특수관계자 거래를 활용하고, 이러한 기업의 유상증자는 정보비대칭의 원인으로 인하여 유상증자 이후 장기성과는 하락한다는 것이다. 그러나 이러한 일련의 과정은 추론일 뿐 특수관계자 거래가 정보비대칭을 야기한다고 결론을 지을 수 없다. 이에 본 연구에서는 정보비대칭의 대리변수로 재무불투명성(financial opaqueness)을 선정하고 특수관계자 거래가 재무불투명성을 증가시키고 이로 인하여 유상증자 이후 장기성과가 하락하는지 검증하기 위하여 다음과 같이 [가설 3]을 설정한다.

가설 3: 특수관계자 거래는 정보비대칭(재무불투명성)을 증가시키고 이로 인하여 유상증자 기업의 장기성과는 하락할 것이다.

III. 연구모형과 표본선정

3.1 연구모형

3.1.1 연구모형의 설정

본 연구의 [가설 1-1]과 [가설 1-2]는 ‘특수관계자 거래를 증가시킨 기업 혹은 특수관계자 거래의 변동성이 큰 기업일수록 유상증자를 실시할 것이다’이다. 이를 검증하기 위해 다음과 같이 [연구모형 1]을 설정하였다. [연구모형 1]의 종속변수는 유상증자 실시 여부가 되며, 관심변수는 유상증자 실시 이전연도의 특수관계자 거래증가율과 특수관계자 거래의 변동성이다. 그 밖에 통제변수는 유상증자 실시기업의 특징을 살펴볼 수 있도록 독립변수를 설정하였다. 이렇게 설정된 [연구모형 1]은 다음과 같다.

[연구모형 1]

$$\begin{aligned}
 SEO_{[0,1]} = & \alpha_0 + \alpha_1 TRG_{or} TRSV + \alpha_2 Tobins Q \\
 & + \alpha_3 ROA + \alpha_4 LEV + \alpha_5 ILLIQUID \\
 & + \alpha_6 CAP_EXP + \alpha_7 FCF + \alpha_8 BETA \\
 & + \alpha_9 LOSS + \alpha_{10} SIZE + \alpha_{11} Market \\
 & + \sum Industry Dummies \\
 & + \sum Year Dummies + \varepsilon
 \end{aligned}$$

여기서,

$SEO_{[0,1]}$: 유상증자 여부를 나타내는 더미변수로 t

연도에 유상증자를 실시하였으면 1, 아니면 0

TRG : 기업 *i*의 *t-1*연도 특수관계자 거래 증가율

TRSV : 기업 *i*의 *t-1*연도~*t-3*년도로 측정된 특수관계자 거래금액의 변동성

TobinsQ : 기업 *i*의 *t-1*연도말 장부가치대 시장가치 비율

ROA : 기업 *i*의 *t-1*연도 총자산순이익률(당기순이익÷평균총자산)

LEV : 기업 *i*의 *t-1*연도 기말시점의 부채비율(부채총계÷자산총계)

ILLIQUID : 기업 *i*의 *t-1*연도 유동비율의 역수(유동부채/유동자산)

CAP_EXP : 기업 *i*의 *t-1*연도의 자본적 지출비율((△유형자산+△무형자산+감가상각비)/매출액)

FCF : 기업 *i*의 *t-1*연도의 잉여현금흐름(영업활동현금흐름-△유형자산-△무형자산-감가상각비)

BETA : 기업 *i*의 *t-1*연도 동안에 일별수익률과 시장지수수익률간의 베타계수

LOSS : 기업 *i*가 *t-1*연도에 당기순손실을 계상했으면 1, 그렇지 않으면 0

SIZE : 기업 *i*의 *t-1*연도의 기업규모(자산총계에 자연로그를 취한 값)

Market : 시장더미(유가증권시장 소속기업이면 0, 코스닥시장 소속기업이면 1)

Industry Dummies : 산업더미

Year Dummies : 연도더미

다음으로 [가설 2]에 대한 연구모형은 다음과 같다. 특수관계자 거래의 변동성의 크기에 따라 유상증자 이후 장기성과에 차이가 존재하는지 검증하기 위하여 종속변수는 보유기간초과수익률(buy-and-hold abnormal return; BHAR)을, 관심변수는 유상증자 실시 이전의 특수관계자 거래의 변동성(*TRSV*)을 반영한다. 통제변수는 유상증자와 관련한 선행연구에 기반하여 선정하였으며, 이는 후술한다.

[연구모형 2]

$$\begin{aligned}
 BHAR = & \beta_0 + \beta_1 TRSV + \beta_2 PriorR + \beta_3 Leakage \\
 & + \beta_4 BETA + \beta_5 Owner + \beta_6 ROA \\
 & + \beta_7 LEV + \beta_8 FCF + \beta_9 SIZE \\
 & + \beta_{10} Offersize + \beta_{11} 3자배정비율 \\
 & + \beta_{12} Market + \sum Industry Dummies \\
 & + \sum Year Dummies + \varepsilon
 \end{aligned}$$

여기서,

BHAR : 유상증자 공시일부터 12개월(24개월)로 측정된 기업규모-B/M 벤치마크 포트폴리오에 의한 보유기간 수익률

TRSV : 기업 *i*의 *t-1*~*t-3*년도로 측정된 특수관계자 거래의 변동성

PriorR : 유상증자 공시일 전 -210일부터 -31일까지의 누적초과수익률

Leakage : 유상증자 공시일 전 -30일부터 -6일까지의 누적초과수익률로써 개별기업의 공시 전 정보누출 가능성을 나타내는 측정치

BETA : 유상증자 공시일 -210일부터 -31일로 측정된 베타계수

Owner : 최대주주 등 특수관계자 지분율

ROA : 기업 *i*의 *t*연도 총자산순이익률(당기순이익÷평균총자산)

LEV : 기업 *i*의 *t*연도 기말시점의 부채비율(부채총계÷자산총계)

FCF : 기업 *i*의 *t*연도의 잉여현금흐름(영업활동현금흐름-△유형자산-△무형자산-감가상각비)

SIZE : 기업규모(자산총계에 자연로그를 취한 값)

Offersize : 유상증자 규모를 나타내는 변수로 증자금액을 전기 총자산으로 나누어 계산함.

3자배정비율 : 3자배정금액 / 유상증자 총금액

Market : 시장더미(유가증권시장 소속기업이면 0, 코스닥시장 소속기업이면 1)

Industry Dummies : 산업더미

Year Dummies : 연도더미

본 연구의 [가설 3]은 특수관계자 거래는 재무불투명성을 증가시키며, 이러한 원인으로 인하여 유상증자 이후 장기성과가 하락할 것이라고 제시하였다. 즉 ① 특수관계자 거래, ② 재무불투명성, ③ 유상증자 이후 장기성과라는 3개 요인에 대한 인과관계를 설명하는 것이 본 연구의 가설3이 된다. 위 세가지 변수에 대한 인과관계를 밝히기 위하여 본 연구에서는 매개회귀분석을 실시한다. 매개효과(mediated effect)란 통제되어야 할 매개변인에 의하여 발생하는 효과를 의미하며, 매개변수(mediator variable)는 독립변수와 종속변수의 연결고리 역할을 하게 된다. 즉 매개변수는 독립변수의 결과이면서 종속변수의 원인이 되는 변수로 독립변수와 종속변수의 관계 이면에 숨어있는 인과관계를 이해하고자 할 때 사용된다. 본 연구에서는 독립변수는 특수관계자 거래의 변동성이며, 종속변수는 유상증자 이후 장기성과, 매개변수는 재무불투명성이 된다. 매개변수의 매개효과를 검증하기 위해서는 일반적으로 3단계 매개회귀분석을 실시하며, 그 첫 번째 단계는 독립변수인 특수관계자 거래의 변동성이 매개변수인 재무불투명성에 유의한 영향을 미치는지 살펴보는 것이다. 두 번째 단계는 독립변수인 특수관계자 거래의 변동성이 유상증자 이후 장기성과에 유의한 영향을 미치는지 살펴보는 것이다. 마지막 세 번째 단계는 유상증자 이후 장기성과를 종속변수로 설정하고, 독립변수인 특수관계자 거래 변동성과 매개변수인 재무불투명성을 모두 연구모형에 포함하여 독립변수의 계수 값과 t-value를 관찰하게 된다. 이때 회귀계수 값의 강도 및 t-value가 감소한다면 매개효과가 존재하는 것으로 판단할 수 있으며, 이에 대한 통계적인 검증은 Sobel과 Aroian검증을 이용하게 된다. 이러한 3단계 매개회귀분석을 연구모형으로 제시하면 다음과 같다.

[연구모형 3]

① 1단계

$$\begin{aligned} Opacity = & \gamma_0 + \gamma_1 TRSV + \gamma_2 PriorR + \gamma_3 Leakage \\ & + \gamma_4 BETA + \gamma_5 Owner + \gamma_6 ROA \\ & + \gamma_7 LEV + \gamma_8 FCF + \gamma_9 SIZE \\ & + \gamma_{10} Market + \sum IndustryDummies \\ & + \sum YearDummies + \varepsilon \end{aligned}$$

② 2단계

$$\begin{aligned} BHAR = & \gamma_0 + \gamma_1 TRSV + \gamma_2 PriorR + \gamma_3 Leakage \\ & + \gamma_4 BETA + \gamma_5 Owner + \gamma_6 ROA \\ & + \gamma_7 LEV + \gamma_8 FCF + \gamma_9 SIZE \\ & + \gamma_{10} Market + \sum IndustryDummies \\ & + \sum YearDummies + \varepsilon \end{aligned}$$

③ 3단계

$$\begin{aligned} BHAR = & \gamma_0 + \gamma_1 TRSV + \theta Opacity + \gamma_2 PriorR \\ & + \gamma_3 Leakage + \gamma_4 BETA + \gamma_5 Owner \\ & + \gamma_6 ROA + \gamma_7 LEV + \gamma_8 FCF + \gamma_9 SIZE \\ & + \gamma_{10} Market + \sum IndustryDummies \\ & + \sum YearDummies + \varepsilon \end{aligned}$$

3.1.2 주요 변수의 설정

① 특수관계자 거래

특수관계자 거래액을 계산하기 위하여 국내 선행 연구들은 감사보고서에 공시된 특수관계자에 대한 매출과 매입, 기타수익과 기타비용을 모두 합한 금액 내지는 매출과 매입을 합한 금액을 당기 총매출로 나눈 값을 사용하고 있다(김지홍·우용상, 2008; 고윤성 외, 2011). 본 연구에서는 먼저 선행연구가 사용한 바와 같이 특수관계자 매출과 매입, 기타수익과 기타비용을 모두 합한 금액을 당기 총매출로 나눈 값(TRS)을 계산한다. 그러나 특수관계자 거래

는 그 기업의 지배구조 내지는 영업환경과 밀접한 관계가 있을 수 있다. 뿐만 아니라 기업집단의 내부 거래가 중간재시장에서의 거래비용을 줄임으로써 효율성을 증대시킬 수 있다는 이론(Williamson, 1975)이 존재하며 국내 선행연구에서도 동일 기업 집단 내에서의 내부거래와 경영성과 간의 관련성에 대해 내부거래가 기업의 성과를 높인다는 연구가 보고된 바 있다(박승록, 2001; 윤기향·박승록, 2002). 즉 단순히 높은 특수관계자 거래금액이 유상증자 이전의 경영자의 기회주의적 행태를 의미하지 않을 수 있다. 이에 본 연구에서는 경영자의 기회주의적 행태를 측정하기 위하여 특수관계자 거래 비중의 증가율(TRG)을 측정 하여 연구모형에 반영한다. 또한 특수관계자 거래로 인한 정보의 비대칭성을 측정하기 위하여 앞서 설명한 특수관계자 거래비중(TRS)의 t-3년부터 t-1년까지 3년 변동성(표준편차)을 통하여 TRSV를 측정한다. 구체적인 계산 방법은 다음과 같다.

$$TRS = \frac{\text{특수관계자 매출, 매입, 기타수익, 기타비용의 합계}}{\text{매출액}} \quad (1-1)$$

$$TRG = \frac{TRS_t - TRS_{t-1}}{TRS_{t-1}} \quad (1-2)$$

$$TRSV = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^3 (TRS_i - \overline{TRS_i})^2} \quad (1-3)$$

② 유상증자 여부 및 유상증자 방식

[연구모형 1]의 종속변수는 유상증자 여부를 나타내는 더미변수(SEO_(0,1))가 포함되어 있다. 유상증자 실시를 나타내는 해당 변수는 유상증자를 실시하였으면 1, 그렇지 않으면 0을 나타내는 변수이다. 구체적으로 비증자기업은 전체 비금융업 상장기업

중 t-1연도부터 t+1년까지 유상증자를 실시하지 않은 기업을 의미한다.

③ 보유기간초과수익률

기업i의 유상증자 공시 후 t월까지의 보유기간초과수익률(buy-and-hold abnormal return)을 다음과 같이 정의한다. 여기서 R_{it} 는 개별기업i의 t월의 보유기간수익률을 의미하며, R_{pt} 는 해당 기업에 대응되는 벤치마크 포트폴리오 수익률을 의미한다. 벤치마크 포트폴리오 수익률은 전체 상장기업을 대상으로 전기말 기준 기업규모(시가총액)와 장부가대 시장가치비율(Book to market ratio)을 이용하여 각각 다섯 개의 포트폴리오를 구성하고, 각 포트폴리오의 보유기간수익률을 계산한다. 이후 개별기업의 보유기간수익률에서 해당기업이 속한 포트폴리오의 보유기간 수익률을 차감하여 보유기간초과수익률을 계산한다. 본 연구에서는 유상증자 후 장기성과를 12개월 보유기간수익률(BHAR12M)과 24개월 보유기간수익률(BHAR24M)을 각각 계산하여 분석에 사용한다.

$$BHAR_{i\tau} = \prod_{t=1}^{\tau} (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^{\tau} (1 + R_{pt}) \quad (2)$$

여기서,

$BHAR_{i\tau}$ = i 기업 주식의 사건기간 τ 개월 동안 보유기간초과수익률

R_{it} = i 기업 주식의 t월의 실제 수익률

R_{pt} = 벤치마크 포트폴리오의 t월의 실제 수익률

④ 재무불투명성(Opaicity)

본 연구에서는 재무불투명성(Opaicity)을 측정하기 위하여 Hutton, Marcus, and Tehranian (2009)와 유사하게 재량적 발생액의 절대값의 3년 누적치

를 사용한다. 재량적발생액의 계산은 Kothari, Leone, and Wasley (2005)이 제안한 성과조정 재량적발생액(performance-adjusted abnormal accrual)을 사용한다. 측정을 위해 먼저 각 연도와 산업별(12분류)로 분류하고 식(3)과 같이 수정 Jones모형에 따라 횡단면적으로 재량적발생액을 추정한다. 이후 Kothari et al.(2005)와 유사하게 연도-산업별로 직전년도 ROA를 4분위수로 구분한 포트폴리오를 구성한 후 주어진 기업*i*의 재량적발생액에서 매칭되는 포트폴리오의 평균 재량적발생액을 차감하여 성과조정 재량적발생액을 측정한다. 추정된 재량적 발생액을 식(4)와 같이 유상증자 직전연도부터 이전 3개 년도를 누적하여 재무불투명성(Opacity)을 측정한다.

$$DiscAcc_{it} = \frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \hat{\beta}_1 \frac{\Delta Sales_{it} - \Delta Receivables_{it}}{Assets_{it-1}} + \hat{\beta}_2 \frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} \right) \quad (3)$$

$$Opacity_t = Abs V(DiscAcc_{t-1}) + Abs V(DiscAcc_{t-2}) + Abs V(DiscAcc_{t-3}) \quad (4)$$

④ 통제변수

연구모형 1은 유상증자의 선택동기와 관련한 모형이므로, 유상증자 선택에 영향을 미칠 기업 특성변수와 재무적 특성변수를 선정한다. 유상증자의 정보가설(information hypothesis)은 내부경영자가 외부투자자보다 기업의 내재가치에 대한 정보우위가 있다고 가정하고, 외부로부터 자금조달이 필요할 때 경영자는 내재가치에 비해 시장가치가 더 높은 때에만 신주를 발행하고 반대로 시가보다 내재가치가 더 높다고 판단될 때에는 채권을 발행한다는 것이다

(Ross, 1977; Myers and Majluf, 1984). 따라서 유상증자를 선택하는 기업은 시장가치가 내재가치 보다 고평가되어있을 가능성이 존재한다. 이에 본 연구에서는 기업가치의 대용변수로 TobinsQ를 통제변수로 선정하며, 자기자본의 시장가치를 장부금액으로 나누어 계산한다. 최관·백원선(1999)은 유상증자 기업들은 산업평균에 비해 당기순이익과 영업현금흐름이 낮았으며, 특히 유상증자 연도에 영업현금흐름이 급격히 하락하는 것으로 보고하였다. 이에 본 연구에서는 기업의 수익성을 나타내는 총자산순이익률(ROA), 잉여현금흐름을 나타내는 FCF, 당기순손실 보고 여부를 나타내는 LOSS변수를 연구모형에 반영한다. 지나친 부채의존은 고정적인 재무비용 증가로 인하여 기업을 재무적곤경(financial distress)에 빠지게 할 위험을 안고 있다. 따라서 기업들은 자사의 최적자본구조 유지 등과 같은 이유로 상대적으로 조달비용이 높은 자기자본을 통해 외부자금을 조달할 수밖에 없는 상황에 직면할 수도 있다(정현철·정연우 2008). 따라서 기업의 재무구조에 따라 유상증자 실시 여부가 다를 수 있다. 이에 본 연구에서는 기업의 재무구조 및 유동성 위험을 통제하기 위하여 부채비율(LEV)과 유동비율의 역수(ILLIQUID)를 연구모형에 포함한다.

[연구모형 2]와 [연구모형 3]의 통제변수는 일반적으로 재무연구 분야에서 장기 주가수익률에 영향을 미치는 기업특성 변수와 유상증자 성격에 따른 장기성과의 차이를 통제할 변인들로 구성한다. 먼저 기업특성변수로 수익성(ROA), 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE)를 반영한다. 특정 공시이후로 측정되는 주가수익률을 종속변수로 사용할 경우 공시이전 수익률 및 주가의 변동성 등을 통제하여야 하므로 PriorR, Leakage, BETA를 반영한다. 우리나라의 유상증자의 공시를 살펴보면 대체로 운영자금 및 시

설자금의 조달을 목적으로 한다.¹⁾ 따라서 유동성의 문제로 인한 유상증자인지, 아니면 새로운 투자기회가 존재하여 투자 목적을 위한 자금조달인지를 구분할 필요가 있다. 따라서 잉여현금흐름(FCF)과 자본적지출비율(CAP_EXP)변수를 포함한다. Krasker (1986)는 증자의 규모가 클 경우에만 기업가치의 과대계상 정도가 크다고 보고한다. 따라서 증자의 규모는 유상증자 이후 장기성과에 미치는 강도에 차이를 가져올 수 있으므로 Offersize를 통제변수로 선정한다. 국내 유상증자의 특징은 3자배정, 주주우선배정, 일반공모 등 다양한 유상증자 방식이 존재한다는 것이며, 유상증자 방식에 대한 국내 선행연구들은 3자배정과 다른 방법간에 이익조정의 크기 내지는 공시반응이 차별적임을 보고하고 있다(김운태·황성윤, 2009; 장지영·이혜진·황성현, 2010). 본 연구에서는 이를 통제하고자 3자배정비율을 계산하여 연구모형에 반영한다.²⁾ Spiess and Affleck-Graves(1995)는 증자기업에 장기 저성고가 편재하고 있으며, 소규모기업, 장부가-시가비율이 낮은 기업, 그리고 NASDAQ에서 거래되는 기업에 저성고가 더욱 뚜렷하게 나타난다고 보고한다. 이에 본 연구에서도 이를 통제하기 위하여 기업규모(SIZE)와 시장더미(Market)를 연구모형에 포함한다.

3.2 표본선정

본 연구에서는 유가증권시장과 코스닥 시장에 상장된 비금융업을 영위하는 기업 중 2004년부터 2011년까지 유상증자를 공시한 기업을 대상으로 한다. 보통주와 우선주는 그 성격을 달리하므로 우선주를 이용한 증자를 제외하고 4,260개 공시를 최초 표본으로 선정하였다. 본 연구에서는 유상증자 이후 장기성과를 측정하므로 수익률 계산시 충첩되는 문제를 최소화 하기 위하여 유상증자 공시 이후 2년 이내에 중복 증자가 있는 경우 최초 공시만 표본으로 선정한다. 이로 인하여 제외되는 표본은 총 1,893개 이다. 본 연구에서는 재무불투명성(Opacity)이라는 매개변수를 사용한다. 이는 유상증자 공시 전 3개년도의 회계자료³⁾를 이용하여 계산하므로 이를 계산하기 위하여 연속적인 3개년 회계정보를 획득하지 못하는 기업은 제외한다. 또한 종속변수인 2년 장기성과를 계산하기 위하여 유상증자 공시이후 2년 동안의 추가 수익률 자료가 존재하지 않는 기업도 표본에서 제외한다. 이러한 표본의 선정방법은 <표 1>에 제시하였으며, 최종적으로 선정된 표본기업은 유가증권시장 439개, 코스닥시장 1,666개로 총 2,105개 기업이다.

변수를 계산하기 위하여 FnGuide에서 제공하는 Data Guide 5를 이용하여 회계정보와 추가자료를 획득하였으며, 유상증자에 대한 공시자료는 한국거

- 1) 금융감독원 전자공시시스템에 유상증자와 관련한 공시를 살펴보면, ① 신주의 종류와 수 ② 1주당 액면가액 ③ 증자전 발행주식수 ④ 자금조달의 목적 ⑤ 신주 발행가액 ⑥ 기준주가에 대한 할인을 등이 제시된다. 여기서 자금조달의 목적으로는 주로 시설자금, 운용자금, 타법인증권 취득자금, 기타자금으로 구분된다.
- 2) 본 연구에서는 유상증자 방식을 더미변수가 아닌 연속변수로 측정한다. 국내 자본시장의 유상증자는 동일 회계연도에 한번 이상을 실시하는 경우가 많으며, 이때 서로 다른 증자 방식을 선택하는 경우도 상당하다. 본 연구에서는 표본의 수를 확보하기 위하여 한 회계연도에 서로 다른 유상증자를 선택한 기업들도 표본에 포함시키고자 총 증자금액에서 3자배정증자 금액이 차지하는 비율로 연구모형에 반영한다.
- 3) 2011년도에 한국채택국제회계기준(K-IFRS)이 도입됨에 따라 회계자료의 기간간 비교가능성이 저해될 수 있다. 이에 2011년도 표본을 제외하고 추가분석을 실시하였으며, 연구결과는 2011년도를 포함한 것과 질적인 차이를 가져오지 않았음을 확인하였다.

〈표 1〉 표본 선정방법

	KSE	KOSDAQ	계
유상증자 공시기업	740	3,520	4,260
제외항목			
(1) 중복공시 (공시일 이후 2년 이내에 다른 유상증자 공시)	250	1,643	1,893
(2) 3년 연속 재무정보를 획득 할 수 없는 기업	40	136	176
(3) 주가 수익률 자료 불충분한 기업	11	75	86
최종표본	439	1,666	2,105

래소의 상장공시시스템(KIND)을 이용하여 수집하였다. 본 연구에서는 터미변수를 제외한 모든 변수를 평균 $\pm 3\sigma$ 이내에서 그 값을 초과하는 경우에는 그에 해당하는 값을 부여하는 winsorization 기법을 사용하였다.

IV. 실증분석 결과

4.1 특수관계자 거래와 유상증자 선택의 동기

본 절에서는 경영자가 유상증자를 실시하기 위하여 특수관계자 거래를 활용하는지 검증한다. 먼저 〈표 2〉는 연구모형1에 포함된 변수들의 기술통계로 유상증자 기업과 비증자기업의 차이를 살펴보기 위하여 각각 제시하였다. 먼저 주요 관심변수인 특수관계자 거래 증가율(TRG)과 특수관계자 거래 변동성(TRSV)은 모두 유상증자 기업이 비증자기업에 비하여 큰 수치를 보였으며, 이는 유의한 차이이다. 즉 특수관계자거래를 증가시키거나 특수관계자 거래의 변화가 큰 기업에서 유상증자를 선택할 가능성이 높다는 것을 의미한다. 또한 TobinsQ, 부채비율(LEV), 유동비율의 역수(ILLIQUID), 베타계수

(BETA), 당기순손실터미(LOSS)는 유상증자 기업이 비증자기업 보다 큰 값을 나타낸다. 반면 수익성(ROA), 자본적지출(CAP_EXP), 잉여현금흐름(FCF), 기업규모(SIZE)는 증자기업이 작은 값을 나타내며 모든 변수들은 평균차이검증에서 유의한 값이다. 이러한 결과는 국내 자본시장에서 유상증자를 선택하는 기업은 부채비율이 높거나 단기지급능력, 잉여현금보유량이 낮은 특성을 갖는 것으로 재무건전성 확보를 위하여 유상증자를 선택하는 것으로 판단할 수 있다.

〈표 3〉은 연구모형 1에 포함된 변수들의 피어슨 상관관계를 나타낸다. 유상증자 실시여부(SEO)에 유의한 영향을 미치는 변수들은 특수관계자 거래 증가율(TRG), 특수관계자 거래 변동성(TRSV), 부채비율(LEV), 유동비율의 역수(ILLIQUID), 베타계수(BETA), 당기순손실 터미(LOSS), 시장터미(Market)는 유의한 양(+)의 상관관계를 나타낸다. 반면 수익성(ROA), 자본적지출(CAP_EXP), 잉여현금흐름(FCF)은 유의한 음(-)의 상관관계를 나타낸다. 이는 앞서 언급한 것과 같이 보유하고 있는 현금의 보유량이 적거나 재무구조 개선을 위하여 유상증자를 선택하는 것으로 판단해 볼 수 있다. 특수관계자 거래에 유의한 영향을 미치는 변수들로는 장부가대 시장가치비율(TobinsQ), 당기순손실터미(LOSS), 시장터미(Market)는 양(+)의 관계를 수익성(ROA),

〈표 2〉 유상증자 기업과 비증자기업에 대한 기술통계

변 수	비유상증자 기업(N=9,158) ⁴⁾					유상증자 기업(N=2,105)					평균차이 검증 (t-value)
	평균	표준 편차	25% 이하	중위수	75% 이상	평균	표준 편차	25% 이하	중위수	75% 이상	
TRG	1.121	7.993	-0.141	0.000	0.200	2.674	13.053	-0.361	0.000	0.331	7.10***
TRSV	0.101	0.229	0.006	0.031	0.097	0.261	0.450	0.019	0.085	0.279	23.44***
TobinsQ	1.256	1.696	0.522	0.855	1.471	2.279	3.935	0.757	1.387	2.573	18.65***
ROA	0.015	0.154	0.004	0.037	0.079	-0.234	0.322	-0.390	-0.133	0.014	-52.83***
LEV	0.415	0.214	0.250	0.410	0.560	0.544	0.276	0.354	0.528	0.699	20.24***
ILLIQUID	0.810	0.906	0.365	0.639	0.956	1.109	1.230	0.470	0.807	1.254	12.84***
CAP_EXP	0.031	0.592	-0.009	0.009	0.050	-0.023	1.228	-0.054	0.002	0.068	-3.04***
FCF	0.023	0.142	-0.035	0.030	0.092	-0.082	0.258	-0.177	-0.053	0.042	-25.93***
BETA	0.797	0.406	0.496	0.774	1.074	0.868	0.415	0.570	0.876	1.152	7.34***
LOSS	0.228	0.420	0.000	0.000	0.000	0.690	0.463	0.000	1.000	1.000	45.29***
SIZE	11.739	1.377	10.802	11.473	12.414	10.708	1.193	9.997	10.536	11.188	32.24***
Market	0.530	0.499	0.000	1.000	1.000	0.790	0.407	1.000	1.000	1.000	22.28***

1) *, **, ***은 각각 10%, 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

2) 변수의 정의

TRG : 기업*i*의 *t*-1연도 특수관계자 거래 증가율

TRSV : 기업*i*의 *t*-1연도~*t*-3연도로 측정된 특수관계자 거래금액의 변동성

TobinsQ : 기업*i*의 *t*-1연도말 장부가치대 시장가치비율

ROA : 기업*i*의 *t*-1연도 총자산순이익률(당기순이익÷평균총자산)

LEV : 기업*i*의 *t*-1연도 기말시점의 부채비율(부채총계÷자산총계)

ILLIQUID : 기업*i*의 *t*-1연도 유동비율의 역수(유동부채/유동자산)

CAP_EXP : 기업*i*의 *t*-1연도의 자본적 지출비율((△유형자산+△무형자산+감가상각비)/매출액)

FCF : 기업*i*의 *t*-1연도의 잉여현금흐름(영업활동현금흐름-△유형자산-△무형자산-감가상각비)

BETA : 기업*i*의 *t*-1연도 동안에 일별수익률과 시장지수수익률간의 베타계수

LOSS : 기업*i*가 *t*-1연도에 당기순손실을 계상했으면 1, 그렇지 않으면 0

SIZE : 기업*i*의 *t*-1연도의 기업규모(자산총계에 자연로그를 취한 값)

Market : 시장더미(유가증권시장 소속기업이면 0, 코스닥시장 소속기업이면 1)

잉여현금흐름(FCF), 기업규모(SIZE)는 음(-)의 유의한 관계를 나타낸다. 이러한 결과는 수익성이나 현금흐름보유수준이 낮거나 소규모기업의 경우 특수관계자 거래를 증가시키거나 변동성이 높은 것으로 경영자가 특수관계자 거래를 이용하여 기회주의적인 행태를 가질 수 있는 유인이 높은 것으로 추론해볼

수 있다.

〈표 4〉는 연구모형 1에 대한 로지스틱회귀분석의 결과로 특수관계자 거래를 이용하여 유상증자를 실시하는지 검증하기 위한 것이다. 연구결과를 살펴보면 특수관계자 거래 증가율(TRG)은 0.008, 특수관계자 거래 변동성(TRSV)는 0.315의 유의한 계

4) 본 연구의 연구모형1은 유상증자를 선택하는 기업이 증자 이전연도에 특수관계자거래를 이용하는 가에 초점을 맞추고 있다. 따라서 유상증자 선택여부가 연구모형1의 종속변수가 된다. 본 연구에서는 비증자기업을 해당 연도(*t*연도)와 *t*-1연도, *t*+1연도에 유상증자를 공시하지 않은 기업으로 선정하였다.

〈표 3〉 유상증자 선택 동기와 관련한 변수들의 상관관계(N=11,263)

변 수	SEO	TRG	TRSV	TobinsQ	ROA	LEV	ILLIQUID	CAP_EXP	FCF	BETA	LOSS	SIZE
TRG	0.067***											
TRSV	0.215***	0.077***										
TobinsQ	0.172***	0.045***	0.035***									
ROA	-0.444***	-0.058***	-0.366***	-0.196***								
LEV	0.219***	0.002	0.133***	0.085***	-0.393***							
ILLIQUID	0.120***	0.004	0.174***	0.015*	-0.308***	0.505***						
CAP_EXP	-0.029***	0.037***	-0.032***	-0.026***	0.066***	-0.016*	-0.027***					
FCF	-0.237***	-0.050***	-0.203***	-0.065**	0.388***	-0.196***	-0.118***	-0.327***				
BETA	0.069***	0.011	0.004	0.122***	-0.036**	0.045***	-0.017*	0.020**	-0.032			
LOSS	0.391***	0.058***	0.251***	0.146***	-0.668***	0.267***	0.190***	-0.034***	-0.283***	0.075***		
SIZE	-0.290***	-0.037***	-0.174***	-0.108***	0.372***	0.033***	0.050***	0.047***	0.166***	0.078***	-0.318***	
Market	0.205***	0.032***	0.094***	0.118***	-0.184***	-0.057***	-0.045***	0.027***	-0.117***	0.186***	0.196***	-0.571***

1) 변수의 정의는 〈표 2〉를 참고.

2) 표본의 수: 11,263개(비증자기업 9,158개, 유상증자기업 2,105개)

3) 피어슨 상관관계를 의미하며, *, **, ***은 각각 10%, 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

〈표 4〉 특수관계자 거래와 유상증자 선택의 동기(N=11,263)

변 수	가설 1-1		가설 1-2	
	Coef	Wals	Coef	Wals
<i>Intercept</i>	0.994	5.060**	0.931	4.446**
<i>TRG</i>	0.008	10.614***		
<i>TRSV</i>			0.315	12.852***
<i>TobinsQ</i>	0.034	11.847***	0.035	12.173***
<i>ROA</i>	-1.717	103.691***	-1.612	89.245***
<i>LEV</i>	0.039	7.493***	0.040	8.056***
<i>ILLIQUID</i>	0.067	5.532**	0.059	4.089**
<i>CAP_EXP</i>	-0.108	8.213***	-0.101	6.976***
<i>FCF</i>	-1.306	55.090***	-1.255	50.446***
<i>BETA</i>	0.292	15.851***	0.296	16.318***
<i>LOSS</i>	0.943	167.013***	0.948	168.571***
<i>SIZE</i>	-0.338	102.724***	-0.334	100.351***
<i>Market</i>	0.297	15.220***	0.300	15.449***
<i>Industry Dummies</i>	Yes		Yes	
<i>Year Dummies</i>	Yes		Yes	
-2 Log Likelihood	8459.56		8456.84	
Cox와 Snell의 R ²	0.208		0.209	
χ^2	2650.30***		2653.03***	

1) 변수의 정의는 〈표 2〉를 참고

2) *, **, ***은 각각 10%, 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

수를 나타낸다. 즉 연구가설과 같이 유상증자 이전 연도에 보고 이익을 조정하기 위하여 특수관계자 거래를 활용하였음을 시사하는 결과이다. 통제변수로 사용된 장부가 대 시장가치비율(TobinsQ)은 0.034 (0.035)의 유의한 계수를 보고한다. 이는 많은 선행연구에서 제시하였듯이 주가가 과대평가 되었을 때 유상증자를 실시한다는 정보가설을 지지하는 결과라 할 수 있다. 그 밖에 다른 통제변수들의 경우 앞서 상관관계에서 살펴보았듯이 수익성과 잉여현금 흐름이 좋지 않을수록, 부채비율 등 재무건전성이

취약할수록 유상증자를 선택하는 것을 알 수 있다.

4.2 특수관계자 거래를 이용한 유상증자 기업의 장기성과

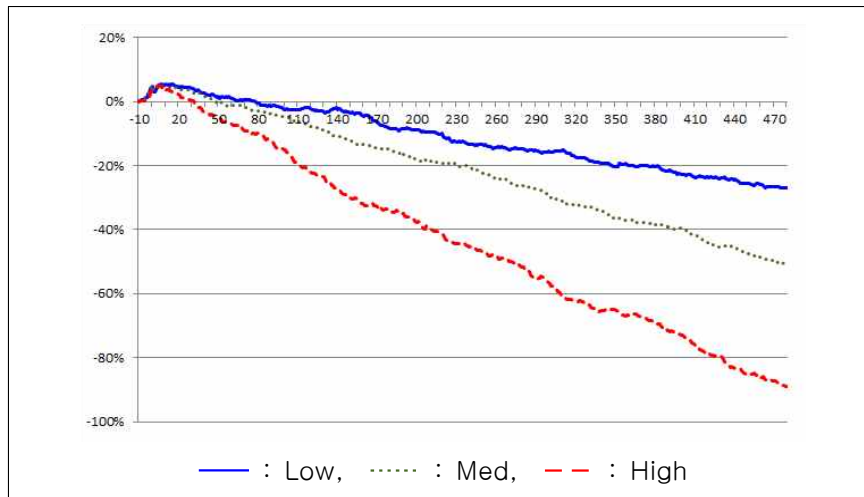
본 절에서는 특수관계자 거래가 유상증자 이후 장기성과에 어떠한 영향을 미치는지 살펴본다. 먼저 특수관계자 거래 변동성의 크기에 따라 유상증자 공시 이후 누적초과수익률(CAR)⁵⁾에 어떠한 차이를 가져오는지 확인하기 위하여 〈그림 1〉을 작성한다.

5) 본문에는 제시하지 않았으나 동일가중지수(equally weighted index)를 이용하여 벤치마크 수익률을 계산하였으며, 유상증자 공시 이후 240일(CAR240D)과 480일(CAR480D)을 각각 누적하여 누적초과수익률을 계산하였다. 해당 변수를 이용한 연구결과는 보유기간초과수익률(BHAR)을 이용한 연구결과와 해석상의 차이를 가져오지 않았다.

2,105개의 유상증자 기업을 특수관계자 거래의 변동성의 크기에 따라 4분위수로 구분한 후 1분위수(변동성이 가장 낮은 집단)를 Low, 4분위수(변동성이 가장 높은 집단)를 High로 구분하였으며, 2분위수와 3분위수에 해당하는 중간 집단은 Med로 표시한다. 그림을 살펴보면 유상증자 공시시점을 전후(-3일~+3일)하여 양(+)의 누적 초과수익률을 보거나 이후부터는 모든 집단에서 지속적인 하락이 발생한다. 그러나 특수관계자 거래의 변동성이 큰 집단(High)에서는 480일간 누적초과수익률이 -0.947을 나타낼 만큼 상당히 하락 폭이 컸으며,⁶⁾ 변동성이 낮은 집단(Low)은 -0.330으로 비교적 낮은 하락을 나타낸다. 이러한 결과에 대한 통계적 검증 결과는 <표 5>에 제시한다. 일별 누적초과수익률(CAR)과 월별 보유기간초과수익률(BHAR) 모두에서 특수

관계자 거래의 변동성이 낮은 집단이 비교적 낮은 하락을 나타낸 반면 변동성이 큰 집단에서 그림에서 보았듯이 상당한 하락을 가져온다. 이러한 차이는 평균차이검증과 중위수차이검증에서 모두 유의한 결과이다. 본 연구에서는 특수관계자 거래의 변동성에 의한 유상증자 이후 장기성과의 차이를 보다 구체적으로 살펴보기 위하여 여러 통제변수를 반영한 회귀 분석을 실시한다.

<표 6>에는 [연구모형 2]와 [연구모형 3]에 사용된 모든 변수들의 기술통계를 제시한다. 유상증자 전체 표본에 대한 보유기간초과수익률(BHAR)은 12개월이 -0.253, 24개월이 -0.402를 나타내어 유상증자 이후 지속적인 수익률의 하락이 있었음을 나타낸다. 이러한 결과는 과거 국내 자본시장에서 이루어진 김병기·공명재(2000)의 연구 결과와 유사하



<그림 1> 특수관계자 거래 변동성의 크기에 따른 유상증자 이후 누적초과수익률

6) 유상증자 이후 상당한 주가하락이 관찰되는데, 이러한 극단적인 주가하락은 주로 코스닥시장에 속한 기업에서 관찰된다. 본 연구에서는 표본을 유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 추가적인 분석을 실시하였으며, 특수관계자 거래변동성이 큰 집단(High)에서 CAR480D가 유가증권시장은 평균값이 -0.532, 코스닥시장은 -0.996을 나타낸다. 그러나 시장간 수익률의 차이는 존재하지만 수익률과 특수관계자거래의 변동성간의 관계는 두 시장간 차별적이지 않음을 확인하였다.

〈표 5〉 특수관계자 거래 변동성의 크기에 따른 유상증자 이후 장기성과

구 분		CAR240D	CAR480D	BHAR12M	BHAR24M
Low(N=526)	평균	-0.191***	-0.330***	-0.182***	-0.253***
	중위수	-0.090+++	-0.179+++	-0.259+++	-0.455+++
Med(N=1,053)	평균	-0.280***	-0.532***	-0.211***	-0.364***
	중위수	-0.203+++	-0.349+++	-0.349+++	-0.545+++
High(N=526)	평균	-0.492***	-0.947***	-0.407***	-0.624***
	중위수	-0.397+++	-0.806+++	-0.520+++	-0.764+++
평균차이검증 (High-low)	차이값	-0.300	-0.617	-0.225	-0.371
	t-value	5.446***	7.673***	5.725***	8.190***
중위수차이검증 (High-low)	차이값	-0.308	-0.627	-0.261	-0.309
	z-value	3.299+++	3.823+++	4.070+++	4.563+++

1) *, **, ***(+, ++, +++)은 각각 10%, 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

다. 특수관계자거래 변동성은 앞서 살펴보았듯이 비증자기업 보다 큰 0.261의 값을 가지며, 재무불투명성(Opacity)은 0.583⁷⁾의 값을 갖는다. 유상증자 공시이전 -210일부터 -31일까지의 누적초과수익률(PriorR)은 -0.07의 값을 갖는 반면 공시전 -30일부터 -6일까지의 수익률은 0.072의 값을 나타내어 유상증자에 대한 공시이전에는 공시 이후와 달리 심각한 수익률의 하락은 없었던 것으로 판단된다. 또한 국내 유상증자의 공시효과를 다룬 연구⁸⁾와 같이 공시이전에 누적초과수익률이 양(+)의 값을 나타낸다. 유상증자의 특성을 나타내는 증자규모(OfferSize)와 3자배정비율은 각각 0.204, 0.199의 평균을 갖는다. 시장 더미변수(Market)는 0.790의 평균값을 나타내어 유상증자 표본 중 79%가 코스닥시장에 속한 기업임을 나타내어 상대적으로 소규모 기업이나 벤처 및 신생기업에서 유상증자를 많이 실시하고 있음을 알 수 있다.

〈표 7〉에서는 각 변수들간의 피어슨 상관관계를 나타낸다. 먼저 종속변수인 보유기간 초과수익률(BHAR)에 유의한 영향을 미치는 변수들로는 특수관계자거래 변동성(TRSV), 재무불투명성(Opacity), 정보누출 가능성(Leakage), 베타계수(BETA), 부채비율(LEV), 유상증자규모(OfferSize), 3자배정비율은 음(-)의 관계를 나타내며, 공시이전수익률(PriorR), 최대주주 지분율(Owner), 수익성(ROA), 잉여현금흐름(FCF), 기업규모(SIZE)는 양(+)의 관계를 나타낸다. 이러한 결과는 특정 사건 이후 주가 수익률로 측정되는 선행연구들의 결과와 같은 것으로 수익성이나 현금보유수준이 높은 기업의 장기성과는 높은 반면 부채비율이나 위험이 높은 기업의 장기성과는 낮다. 독립변수인 특수관계자 거래 변동성(TRSV)은 장기성과에 유의한 음(-)의 관계를 나타내어 변동성이 높을수록 장기성과가 하락한다. 또한 매개변수인 재무불투명성(Opacity)도 장기성과

7) 지면에 표시하지 않았으나 비증자기업의 재무불투명성(Opacity)의 평균값은 0.305으로 두 집단간 차이는 0.276(t-value: 30.510)로 유의한 차이를 나타낸다.

8) 강효석(1998), 심동석·안창호(2005)

〈표 6〉 특수관계자거래가 유상증자 이후 장기성과에 미치는 영향 : 기술통계(N=2,105)

변 수	평균	표준편차	25%이하	Median	75%이상
<i>BHAR12M</i>	-0.253	0.686	-0.674	-0.364	-0.008
<i>BHAR24M</i>	-0.402	0.787	-0.896	-0.573	-0.141
<i>TRSV</i>	0.261	0.450	0.019	0.085	0.279
<i>Opacity</i>	0.583	0.576	0.242	0.414	0.697
<i>PriorR</i>	-0.070	0.715	-0.484	-0.093	0.331
<i>Leakage</i>	0.072	0.351	-0.131	0.032	0.217
<i>BETA</i>	0.864	0.417	0.565	0.872	1.150
<i>Owner</i>	0.275	0.157	0.150	0.243	0.370
<i>ROA</i>	-0.234	0.322	-0.390	-0.133	0.014
<i>LEV</i>	0.544	0.276	0.354	0.528	0.699
<i>FCF</i>	-0.082	0.258	-0.177	-0.053	0.042
<i>SIZE</i>	10.708	1.193	9.997	10.536	11.188
<i>Offersize</i>	0.204	0.329	0.073	0.179	0.454
3자배정비율	0.199	0.364	0.000	0.000	0.180
Market	0.790	0.407	1.000	1.000	1.000

1) 변수의 정의

BHAR : 유상증자 공시일부터 12개월(24개월)로 측정된 보유기간 초과수익률

TRSV : 기업*i*의 *t-1*~*t-3*연도로 측정된 특수관계자 거래의 변동성

Opacity : 재무불투명성

PriorR : 유상증자 공시일 전 -210일부터 -31일까지의 누적초과수익률

Leakage : 유상증자 공시일 전 -30일부터 -6일까지의 누적초과수익률로써 개별기업의 공시 전 정보누출 가능성을 나타내는 측정치

BETA : 유상증자 공시일 -210일부터 -31일로 측정된 베타계수

Owner : 최대주주 등 특수관계자 지분율

ROA : 기업*i*의 *t*연도 총자산순이익률(당기순이익÷평균총자산)

LEV : 기업*i*의 *t*연도 기말시점의 부채비율(부채총계÷자산총계)

FCF : 기업*i*의 *t*연도의 잉여현금흐름(영업활동현금흐름-△유형자산-△무형자산-감가상각비)

SIZE : 기업규모(자산총계에 자연로그를 취한 값)

Offersize : 유상증자 규모를 나타내는 변수로 증자금액을 전기 총자산으로 나누어 계산함.

3자배정비율 : 3자배정금액 / 유상증자 총금액

Market : 시장터미(유가증권시장 소속기업이면 0, 코스닥시장 소속기업이면 1)

와 유의한 음(-)의 관계를 갖는다. 한편 특수관계자 거래 변동성(*TRSV*)은 재무불투명성(*Opacity*)과 양(+)의 유의한 관계를 갖는데 이는 본 연구의 가설3에서 제시하였듯이 매개효과가 존재할 수 있다는 것을 추정해볼 수 있는 결과이다. 유상증자의 특성과 관련된 변수들을 살펴보면 증자규모(*Offersize*)는 수익성(*ROA*), 잉여현금흐름(*FCF*)과 음(-)의

관계를 부채비율(*LEV*)과 양(+)의 관계를 나타내는데 이는 국내 자본시장의 유상증자는 대체로 재무구조 개선을 위한 것임을 알 수 있다. 또한 3자배정 비율의 경우 최대주주지분율(*Owner*)과 음(-)의 관계를 갖는데 이는 3자배정을 통하여 최대주주지분을 증가시키기 위하여 3자배정 유상증자 방식을 선택하고 있는 것으로 판단된다.

〈표 7〉 특수관계자거래가 유상증자 이후 장기성과에 미치는 영향 : 상관분석(N=2,105)

변수	BHAR12M	BHAR24M	TRSV	Opacity	PriorR	Leakage	BETA	Owner	ROA	LEV	FCF	SIZE	Offersize	3자배정 비율
BHAR24M	0.696***													
TRSV	-0.106***	-0.113***												
Opacity	-0.159***	-0.179***	0.269***											
PriorR	0.062***	0.078***	-0.107***	-0.118***										
Leakage	-0.039*	-0.042*	-0.042*	-0.020	-0.072***									
BETA	-0.046**	-0.037*	-0.070***	-0.019	-0.041*	-0.004								
Owner	0.150***	0.159***	-0.107***	-0.211***	0.191***	0.059***	-0.110***							
ROA	0.156***	0.193***	-0.256***	-0.473***	0.270***	-0.009	0.030	0.282***						
LEV	-0.056***	-0.076***	0.082***	0.145	-0.098***	0.015	-0.023	-0.052**	-0.439***					
FCF	0.059***	0.070***	-0.130***	-0.191***	0.084***	0.007	0.023	0.105***	0.329***	-0.335***				
SIZE	0.067***	0.131***	-0.161***	-0.253***	0.046**	-0.120***	0.138***	0.251***	0.413***	-0.085***	0.169***			
Offersize	-0.037*	-0.108***	0.152***	0.229***	-0.018	0.112***	-0.032	-0.174***	-0.479***	0.323***	-0.123***	-0.426***		
3자배정비율	-0.101***	-0.127***	0.078***	0.066***	-0.056***	-0.113***	-0.057***	-0.086***	-0.055**	-0.002	0.010	-0.065***	-0.075***	
Market	-0.039*	-0.046**	0.020	0.121***	-0.067***	0.047**	0.142***	-0.128***	-0.126***	-0.039*	-0.070***	-0.438***	0.109***	0.044**

1) 변수의 정의는 〈표 6〉을 참고

2) 피어슨 상관관계를 의미하며, *, **, ***은 각각 10%, 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

특수관계자 거래의 변동성(TRSV)이 유상증자 이후 장기성과에 미치는 영향을 살펴보기 위한 연구모형2의 결과는 <표 8>에 제시한다. 주요 관심변수인 특수관계자 거래 변동성(TRSV)은 BHAR12M에는 -0.046(t-value: -3.102), BHAR24M에는 -0.044 (t-value: -2.623)을 나타내어 변동성이 클수록 장기성과가 하락한다. 즉 가설 2에서 제시하였듯이 특수관계자 거래의 변동성이 큰 기업의 유상증자는 장기 주가수익률이 그렇지 않은 기업에 비하여 더 하락함을 의미하는 결과이다. 국내 유상증자의 특징은 증자 방식이 3자배정, 주주우선공모, 일방공모 등 그 다양성이 존재하는 것이다. 그러나 어

떠한 특성을 갖는 기업이 어떠한 방법을 선택하는지와 관련된 선행연구는 미미한 실정이며, 유상증자 방식이 장기성과에 미치는 영향에 대한 연구는 존재하지 않는다. 본 연구의 주요 관심사항은 아니지만 3자배정 비율이 장기성과와 유의한 음(-)의 관련성을 갖는다는 것은 내포하는 의미가 크다고 할 수 있다. 유상증자 방식에 따른 자본시장의 반응을 살펴본 장지영 외(2010)의 연구에서는 3자배정 방식이 단기시장 반응과 양(+)의 관련성을 갖는 결과를 제시한다. 그러나 본 연구와 같이 장기성과로 측정한다면 3자 배정방식이 오히려 더 낮은 음(-)의 초과수익률을 나타내는 것으로 주가의 변동폭이 상당히

<표 8> 특수관계자거래가 유상증자 이후 장기성과에 미치는 영향(N=2,105)

변 수	BHAR12M		BHAR24M	
	Coef	t-value	Coef	t-value
<i>Intercept</i>	-0.171	-0.750	-0.810	-3.107***
<i>TRSV</i>	-0.046	-3.102***	-0.044	-2.623***
<i>PriorR</i>	-0.015	-0.706	-0.001	-0.041
<i>Leakage</i>	-0.127	-2.988***	-0.139	-2.863***
<i>BETA</i>	-0.047	-1.227	-0.113	-2.588***
<i>Owner</i>	0.423	4.136***	0.393	3.375***
<i>ROA</i>	0.135	3.484***	0.144	3.251***
<i>LEV</i>	-0.041	-1.184	-0.023	-0.586
<i>FCF</i>	-0.012	-0.356	-0.002	-0.056
<i>SIZE</i>	0.004	0.237	0.043	2.242**
<i>Offersize</i>	0.066	2.295**	-0.014	-0.437
<i>3자배정비율</i>	-0.154	-3.677***	-0.220	-4.600***
<i>Market</i>	0.009	0.216	0.071	1.458
<i>Industry Dummies</i>		Yes		Yes
<i>Year Dummies</i>		Yes		Yes
F-Value	6.443***		7.481***	
Adj R ²	0.070		0.082	

1) 변수의 정의는 <표 6>을 참고

2) *, **, ***은 각각 10%, 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

크음을 의미한다. 이러한 결과는 정보비대칭이 높은 기업들은 3자 배정방식 유상증자를 선호⁹⁾하지만 다른 방식의 유상증자 보다 더 낮은 장기성과를 보고 하기 때문에 투자에 주의를 기울여야함을 시사하는 결과이다.

앞서 <표 8>을 통하여 특수관계자 거래의 변동성 (TRSV)이 클수록 유상증자 이후 장기성과가 하락한다는 결과를 보고하였다. 그러나 이러한 결과만으로는 어떠한 원인에 의하여 장기성과가 하락하였는지는 설명하기 어렵다. 따라서 본 연구에서는 3단계 매개회귀분석을 이용하여 특수관계자 거래의 변동성 (TRSV), 재무불투명성(Opacity), 유상증자 이후 장기성과(BHAR)라는 세가지 변수의 상호관계를 살펴본다. 매개회귀분석의 연구결과는 다음의 <표 9>와 같으며, 패널A는 12개월로 측정된 보유기간초과수익률(BHAR12M)을 이용한 결과이며 패널B는 24개월로 측정된 보유기간초과수익률(BHAR24M)에 대한 결과이다. 먼저 1단계 모형을 통해서 특수관계자 거래의 변동성이 매개변수인 재무불투명성 (Opacity)에 유의한 영향을 미치는지 살펴본 결과는 TRSV의 계수값이 0.083(t-value: 7.589)로 나타난다. 이는 특수관계자와의 거래를 경영자가 사적이익을 추구하기 위하여 사용할 경우 회계정보의 투명성을 저해할 수 있다는 것을 의미한다. 2단계와 3단계 분석을 통하여 살펴본 연구결과는 2단계에서 TRSV가 -0.048(t-value:-3.193)를 보고하였으나

3단계에서 매개변수인 Opacity를 포함 하였을 때 TRSV는 -0.039(t-value:-2.570)으로 계수 값의 강도와 t-value가 감소함을 나타내어 매개효과가 있음을 알 수 있다. 또한 Sobel검증과 Aroian검증¹⁰⁾을 통한 매개효과의 유의성을 검증한 결과도 패널A에서 -3.225(-3.202), 패널B에서 -3.473(-3.449)의 z값을 나타내어 매개효과가 1%수준에서 유의하다. 이러한 결과는 특수관계자 거래의 변동성이 재무불투명성의 증가를 가져와 해당 기업은 높은 정보위험을 부담하며, 따라서 유상증자라는 사건이 발생하였을 때 장기성과의 하락으로 이어진다는 것을 의미한다.

V. 결론

특수관계자 거래는 특수관계자 상호간 은밀한 내부 협약에 의해 이루어지기 때문에 경영자가 상당부분 자의성을 가지고 특정의사결정에 활용할 가능성과 접근성이 높은 거래이다. 따라서 경영자가 이러한 특성을 가지고 있는 특수관계자 거래를 이용하여 기업의 중요 의사결정을 하는지 검증하는 것은 학문적 중요성이 크다 할 수 있다. 이에 본 연구에서는 기업의 주요 의사결정 중 하나인 유상증자 사례를 이용하여 특수관계자 거래가 정보비대칭 및 투자자의 부에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다. 구체적으

9) 본 연구의 <표 7>에서 살펴보았듯이 정보비대칭의 대리변수인 Opacity와 3자배정비율은 양(+)의 유의한 상관관계를 나타내어 정보비대칭이 높은 기업에서 3자 배정방식을 선택한다고 할 수 있다.

10) 매개효과를 검증하는 검정통계량의 계산은 Sobel test와 Aroian test 가 있으며, 다음과 같이 계산한다.

$$\text{Sobel test : } Z = \frac{ab}{\sqrt{b^2s_a^2 + a^2s_b^2}}, \quad \text{Aroian test : } Z = \frac{ab}{\sqrt{b^2s_a^2 + a^2s_b^2 + s_a^2s_b^2}}$$

여기서 a와 b는 각 모형의 독립변수의 회귀 계수 값을 의미하며, s는 표준오차(standard error)를 의미한다. 매개효과의 계산은 a×b 혹은 c-c'로 계산한다.

〈표 9〉 특수관계자거래와 회계불투명성이 유상증자 이후 장기성과에 미치는 영향: 매개회귀분석을 이용한 검증(N=2,105)

Panel A : BHAR12M

구 분	종속변수: <i>Opacity</i>			종속변수: <i>BHAR12M</i>			종속변수: <i>BHAR12M</i>		
	Coef	s.e	t-value	Coef	s.e	t-value	Coef	s.e	t-value
<i>Intercept</i>	0.530	0.147	3.593***	-0.056	0.202	-0.278	0.001	0.202	0.004
<i>TRSV</i>	0.083 ^a	0.011	7.589***	-0.048 ^c	0.015	-3.193***	-0.039 ^c	0.015	-2.570**
<i>Opacity</i>							-0.107 ^b	0.030	-3.582***
<i>PriorR</i>	0.018	0.016	1.126	-0.003	0.022	-0.151	-0.001	0.022	-0.063
<i>Leakage</i>	-0.023	0.031	-0.740	-0.103	0.043	-2.417**	-0.106	0.043	-2.481**
<i>BETA</i>	-0.009	0.027	-0.324	-0.055	0.037	-1.483	-0.056	0.037	-1.513
<i>Owner</i>	-0.248	0.074	-3.340***	0.500	0.101	4.928***	0.473	0.101	4.667***
<i>ROA</i>	-0.452	0.027	-16.526***	0.155	0.037	4.137***	0.106	0.040	2.679***
<i>LEV</i>	-0.073	0.025	-2.961***	0.009	0.034	0.279	0.002	0.034	0.047
<i>FCF</i>	-0.043	0.024	-1.775*	0.009	0.033	0.262	0.004	0.033	0.124
<i>SIZE</i>	-0.009	0.011	-0.811	-0.017	0.016	-1.071	-0.018	0.016	-1.138
<i>Market</i>	0.027	0.031	0.877	-0.022	0.042	-0.530	-0.020	0.042	-0.463
<i>Industry Dummies</i>		Yes			Yes			Yes	
<i>Year Dummies</i>		Yes			Yes			Yes	
F-value		30.198***			4.123***			4.457***	
Adj. R ²		0.273			0.039			0.044	
매개효과		-0.009							
Sobel test(z-value)		-3.225***							
Aroian test(z-value)		-3.202***							

〈표 9〉 특수관계자거래와 회계불투명성이 유상증자 이후 장기성과에 미치는 영향: 매개회귀분석을 이용한 검증(N=2,105) (계속)

Panel B : BHAR24M

구분	종속변수: <i>Opacity</i>			종속변수: <i>BHAR24M</i>			종속변수: <i>BHAR24M</i>		
	Coef	s.e	t-value	Coef	s.e	t-value	Coef	s.e	t-value
<i>Intercept</i>	0.530	0.147	3.593***	-0.747	0.230	-3.243***	-0.676	0.230	-2.938***
<i>TRSV</i>	0.083 ^a	0.011	7.589***	-0.05 ^c	0.017	-2.951***	-0.039 ^c	0.017	-2.282**
<i>Opacity</i>							-0.133 ^b	0.034	-3.890***
<i>PriorR</i>	0.018	0.016	1.126	0.013	0.025	0.520	0.015	0.025	0.618
<i>Leakage</i>	-0.023	0.031	-0.740	-0.095	0.049	-1.953*	-0.098	0.049	-2.023**
<i>BETA</i>	-0.009	0.027	-0.324	-0.078	0.042	-1.848*	-0.079	0.042	-1.882*
<i>Owner</i>	-0.248	0.074	-3.340***	0.52	0.116	4.496***	0.487	0.116	4.215***
<i>ROA</i>	-0.452	0.027	-16.526***	0.188	0.043	4.399***	0.128	0.045	2.823***
<i>LEV</i>	-0.073	0.025	-2.961***	-0.007	0.038	-0.185	-0.017	0.038	-0.437
<i>FCF</i>	-0.043	0.024	-1.775*	0.001	0.037	0.025	-0.005	0.037	-0.126
<i>SIZE</i>	-0.009	0.011	-0.811	0.032	0.018	1.770*	0.03	0.018	1.706*
<i>Market</i>	0.027	0.031	0.877	0.024	0.048	0.501	0.028	0.048	0.578
<i>Industry Dummies</i>		Yes			Yes			Yes	
<i>Year Dummies</i>		Yes			Yes			Yes	
F-value		30.198***			4.499***			5.383***	
Adj. R ²		0.273			0.049			0.055	
매개효과		-0.011							
Sobel test(z-value)		-3.473***							
Aroian test(z-value)		-3.449***							

1) 변수의 정의는 〈표 6〉을 참고

2) *, **, ***은 각각 10%, 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함.

로 유상증자 실시 이전에 특수관계자 거래를 증가시키는지를 검증하고, 이러한 특수관계자 거래가 유상증자 이후 기업의 장기성과에 어떠한 영향을 미치는지 검증하였다. 또한 이 과정에서 특수관계자 거래가 장기성과에 영향을 미친다면, 어떠한 원인에 의한 것인지를 매개회귀분석을 통하여 그 구조적 관계를 증명하였다.

본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 유상증자를 실시하는 기업들은 실시 이전연도에 특수관계자 거래를 증가시켰으며, 특수관계자 거래의 변동성이 높은 기업들이 유상증자를 실시하였다. 둘째, 특수관계자 거래의 변동성이 높은 기업들의 유상증자는 낮은 기업에 비하여 더 낮은 장기성과를 보고하였다. 셋째, 특수관계자 거래의 변동성은 재무불투명성을 높임에 따라 정보비대칭의 증가를 초래하고 이러한 원인으로 인하여 유상증자 이후 장기성과가 하락한다는 구조적 관계를 검증하였다.

이러한 연구결과는 다음과 같은 시사점을 제공한다. 특수관계자 거래와 관련한 기존의 연구들은 특수관계자 거래를 통한 이익조정과 특수관계자 거래가 경영성과에 미치는 영향을 살펴보았다. 그러나 본 연구에서는 단순히 보고이익의 조정이라는 문제를 넘어 특수관계자 거래는 투자자들이 부담하게 되는 정보위험에 영향을 미친다는 것을 검증하였다. 또한 이러한 정보위험으로 인하여 유상증자 이후 수익률이 급격히 하락함에 따라 투자자들이 실제 막대한 손실을 입고 있음을 실증결과를 통하여 제시하였다.

이러한 결과로 판단해 볼 때, 기업들의 특수관계자를 통한 거래는 경영자의 사적편익을 위한 수단으로 사용될 수 있으며, 투자자들은 이에 주의를 기울여야 할 것이다. 또한 최근 사회적으로 이슈가 되고 있는 대기업 집단간 일감몰아주기, 상속세 및 증여세법상의 정상특수관계자 거래의 범위조정 등에 대

한 내용은 모두 특수관계자 거래의 실체와 관련되어 있는 사항들이다. 특수관계자 거래가 과연 기업의 경영성과를 향상시키는 순기능을 하는 것인지, 아니면 기업의 사적편익만을 추구하기 위한 수단으로서의 역할을 하고 있는지에 대한 종합적 논의를 함에 있어서 본 연구의 논거와 결론은 이러한 사회적 이슈에 대한 한 가지 증거자료로 충분히 활용될 수 있을 것이다.

참고문헌

- 강석배 · 광태완 · 노준화(2006), “주식의 상장여부에 따라 유상증자시 이익조정 수준이 상이한가?,” **세무와 회계저널**, 7(4), 89-108.
- 강선아 · 전성빈(2010), “실질활동을 이용한 이익조정의 차기 성과: 한국의 유상증자사례,” **경영학연구**, 39(3), 595-632.
- 강효석(1998), “유상증자시 주식의 발행가격이 주주의 부에 미치는 영향,” **경영학연구**, 18(1), 99-127.
- 고영일(2011), “특수관계자,” **지방재정과 지방세**, 39, 135-142.
- 고윤성 · 유혜영 · 이명건(2011), “특수관계자 거래가 재무분석가 예측에 미치는 영향,” **경영학연구**, 40(5), 1139-1161.
- 김병기 · 공명재(2000), “유상증자 후의 장기 추가수익률 및 영업성과,” **재무관리연구**, 17(1), 13-44.
- 김운태 · 황성현(2009), “유상증자의 형태와 이익조정에 관한 연구,” **회계정보연구**, 27(2), 1-31.
- 김지홍 · 우용상(2008), “특수관계자와의 거래가 이익조정 및 이익반응계수에 미치는 영향,” **회계학연구**, 33(3), 25-60.
- 박승록(2001), “기업집단의 내부거래와 효율성에 관한 연구,” 연구보고서 01-10, **한국경제연구원**.

- 박한순(2001), "부동산처분이익을 이용한 이익조절," **회계학연구**, 26(1), 89-106.
- 심동석·안창호(2005), "유상증자기업의 이익조절과 주가 반응," **회계정보연구**, 23(3), 47-74.
- 윤기향·박승록(2002), "기업집단의 내부거래가 주가에 미치는 영향," 연구보고서 02-20, **한국경제연구원**.
- 윤순석·이건열(2001), "유상증자기업의 이익조정," **회계학연구**, 26(4), 1-25.
- 장지영·이혜진, 황성현(2010), "주주배정 유상증자와 제3자 배정 유상증자방식에 따른 기업특성과 자본시장의 반응," **경영교육연구**, 59, 83-105.
- 정현철·정연우(2008), "유상증자공시와 효율성," **재무관리연구**, 25(3), 79-109.
- 최관·백원선(1999), "유상증자기업의 이익조정에 관한 실증연구," **회계학연구**, 24(4), 1-27.
- 최원욱·고윤성·조정은(2011), "특수관계자 거래가 조세 회피행위에 미치는 영향," **세무학연구**, 28(3), 9-35.
- 최정호(2009), "관계회사거래와 발생액의 질," **회계정보연구**, 27(3), 273-300.
- 최정호(2010), "관계회사거래의 정보가치," **회계저널**, 19(1), 77-105.
- Asquith, P., and D. W. Mullins(1986), "Equity Issues and Offering Dilution," *Journal of Financial Economics*, 15, 61-89.
- Bae, G. S., J. Jeong, and A. P. Tang(2002), "Stock Returns and Operating Performance of Securities Issuers," *Journal of Financial Research*, 25, 337-352.
- Bartov, E.(1993), "The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation," *The Accounting Review*, 68(October), 840-855.
- Cheung, Y., P. R. Rau, and A. Stouraitis(2004), "Tunneling, Propping and Expropriation: Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong," *Journal of Financial Economics*, 82, 343-386.
- DeAngelo, H., and R. Masulis(1980), "Optimal Capital Structure Under Corporate and Personnel Taxation," *Journal of Financial Economics*, 8, 3-29.
- Gordon, E., and E. Henry(2005), "Related Party Transactions and Earnings Management," *Working Paper*.
- Gordon, E. A., E. Henry, and D. Palia(2004), "Related Party Transactions: Associations with Corporate Governance and Firm Value," *Working Paper*.
- Hutton, Amy P., A. J. Marcus, and H. Tehranian (2009), "Opaque Financial Reports, R2, and Crash Risk," *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Jensen, M., and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jian, M., and T. J. Wong(2003), "Earnings Management and Tunneling through Related Party Transactions: Evidence from Chinese Corporate Groups," *Working Paper*.
- Kohlbeck, M. J., and B. W. Mayhew(2004), "Agency Costs, Contracting, and Related Party Transactions," *Working Paper*.
- Kothari, S., A. Leone, and C. Wasley(2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-167.
- Krasker, W. S.(1986), "Stock Price Movements in Response to Stock Issues Under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, 41, 93-105.
- Loughran, T., and J. R. Ritter(1997), "The Operating Performance of Firms Conducting Seasoned Equity Offerings," *Journal of Finance*, 52,

- 1823-1850.
- Lucas, D. J., and R. L. McDonald(1990), "Equity Lssue and Stock Price Dynamics," *Journal of Finance*, 45, 1019-1043.
- Lundstrum, L.(2009), "Entrenched Management, Capital Structure Changes and Firm Value," *Journal of Economic Finance*, 33, 161-175.
- Masulis, R. W.(1980), "The Effects of Capital Structure Change on Security Prices: A Study of Exchange Offers," *Journal of Financial Economics*, 8, 139-177.
- Masulis, R. W., and A. N. Kowar(1986), "Seasoned Equity Offering: An Empirical Investigation," *Journal of Financial Economics* 15, 91-118.
- McNichols, M., and G. P. Wilson(1988), "Evidence of Earnings Management from the Provision for Bad Debts," *Journal of Accounting Research*, 26, 1-31.
- Mikkelson, W. H., and M. M. Partch(1986), "Valuation Effects of Security Offerings and the Lssuance Process," *Journal of Financial Economics*, 15, 31-60.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf(1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Rangan, S.(1998), "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offering," *Journal of Financial Economics*, 50, 101-122.
- Ross, S. A.(1977), "The Determination of Financial Structure: The Incentive- Signalling Approach," *Journal of Financial Economics*, 5, 23-40.
- Scholes, M. S.(1972), "The Market for Securities: Substitution Versus Price Pressure and the Effects of Information on Share Prices," *Journal of Business*, 45, 179-211.
- Shivakumar, L.(2000), "Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Accounting and Economics*, 29, 339-371.
- Spiess, D. K., and J. Affleck-Graves(1995), "Underperformance in Long-run Stock Returns Following Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 38, 243-267.
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong(1998), "Earnings Management and the Long-run Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 50, 63-100.
- Williamson, O.(1975), "Market and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications," *New York: Free Press*.

The Effect of Related Party Transaction on Long Term Performance of SEOs*

Jin Hwon Lee** · Yun Sung Koh***

Abstract

Since related party transaction is confidentially made by insider agreement, the manager has possibility to use it in decision making with his own arbitrariness. Therefore, to explain if the manager make a decision with related party transaction which has this particular feature is highly important in the academic field. In this study, we consider that how related party transaction effect on the information asymmetry and wealth of investors through the cases of seasoned equity offerings: S.E.O which is a main business decision of firms. We specifically study that if they increase related party transaction before their S.E.O as an opportunistic behavior for their advantageous S.E.O and how this kind of related party transaction effects on their long term stock performance after the S.E.O. We also studied the structural relation of the causes through the three-step mediated regression analysis method when related party transaction influence to the long term stock performance.

The result is as in below. First, the firms which do S.E.O increase related party transaction before the year they do and they are the firms which have high volatility of related party transaction. Secondly, the firms which have higher volatility of related party transaction report lower long term stock performance than the firms which have lower volatility of it. Thirdly, we verify that high volatility of related party transaction causes the increase of information asymmetry as it raises financial opaqueness and it makes depreciation of long term stock performance after S.E.O.

* This work was supported by the National Research Foundation of Korea Grant funded by the Korean Government (NRF-2013S1A5B5A07046689). Also, this work was supported by Hankuk University of Foreign Studies Research Fund of 2016.

** Assistant Professor, Department of Business Administration, Osan University, First Author

*** Associate Professor, School of Business, Hankuk University of Foreign Studies, Corresponding Author

These studies provide implication as follows. The existing studies regarding related party transaction have examined the earnings management from related party transaction and how related party transaction effect on management performance. However, in this studies, we examine that related party transaction not only effects on reporting earnings but also exposes the investors to the information risk. Moreover, the results explain that the information risk causes serious loss to the investors due to the sharp falling of the stock return after S.E.O. Therefore, related party transaction can be used as a tool of the manager's opportunistic behavior, and the investors need to be careful about this. Through this study result, it is possible to investigate if related party transaction has the right function which improves business performance or it is just a method for the company's private benefits. Moreover, it can fully support the social issue as a evidential data.

Key words: related party transaction, seasoned equity offerings, financial opaqueness, mediated effect

-
- 저자 이진훤은 현재 오산대학교 경영계열 조교수로 재직중이다. 한국외국어대학교에서 재무회계 분야로 석사 및 박사학위를 취득하였다. 최근 주요 연구분야는 이익의 질, 유상증자, 가치평가, 기업공시 등이다.
 - 저자 고윤성은 현재 한국외국어대학교 경영대학 회계학 전공 부교수로 재직 중이다. 연세대학교 경영대학에서 경영학박사를 취득하였고 박사 학위 취득 이후에는 경기대학교 회계세무학과에서 조교수로 재직하였다. 주요연구분야는 조세회피, 지배구조, 가족기업 등이다.