

유상증자 이벤트와 이의 활용 전략

- 유상증자를 공시할 경우 주가 변화가 크게 나타남
- 주주배정과 일반공모 방식에는 주가가 하락하고, 3자 배정 방식에서는 주가가 상승하는 패턴 나타남
- 공시 단기 영향 직후부터 유증 후반 일정까지의 주가 흐름에서는, 큰 폭의 변화가 없었음

WHAT'S THE STORY?

유상증자 공시 이벤트는 보통 주가 영향이 크고, 유상증자 배정 방식에 따라서 그 주가 영향이 다르게 나타남다.

전 종목 기준에서의 패턴을 보면, 주주배정 유상증자와 일반공모 유상증자를 공시할 때 주가 하락이 나타났었다. 특히 주주배정의 경우에 하락 폭이 컸다. 반면, 3자 배정 유상증자는 주가 상승이 나타났었다.

대형/중형주 기준에서는 전체적으로 공시 이벤트의 주가 수익률 영향 강도가 작아졌다. 그러나, 주주배정 유상증자의 경우에는 여전히 큰 폭의 주가 하락이 나타나는 것이 확인된다.

유상증자 공시 시점에서의 주가 영향이 가장 크고, 그 이후 시점에는 유의미한 주가 변화가 나타나지 않았다. 유상증자를 할인 발행할 경우에는 주가 희석 효과가 발생하는데, 주주 배정의 경우 청약율 하에야만 희석 효과를 만회할 수 있다. 따라서, 특별한 이유가 없는 경우, 주주 배정 시에는 유상증자 청약을 통해 싸게 살 권리를 일반적으로 행사하는 것이 합리적이라고 하겠다.

그리고, 주주 배정 유상증자에서는 청약 이전에 유상증자 신주인수권증서를 거래할 수 있다. 따라서, 증자 참여 대신 신주인수권증서를 매도하는 방식으로 희석 효과를 방어할 수도 있다.

근본적으로는, 유증 후반 일정까지의 장기 투자수익률에는 평균의 함정이 있다고 볼 수 있다. 평균은 영향 없음에 가깝지만, 케이스별로 어떤 사례는 주가 급등, 어떤 사례는 주가 급락 등 다양한 결과가 나온다. 따라서 이벤트에 대한 펀더멘털 분석 과정을 동반하는 것이 더 나은 접근법이라고 하겠다.

Compliance Note

본 조사항목은 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사항목은 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사항목에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

REPORT CONTENTS

01	서론	3p
02	공시일 주가 영향	4p
03	유상증자 희석효과와 청약 이슈	12p
04	유상증자 후반부까지의 주가 변동	18p
05	결론	22p

I. 서론

상장 기업들에서는 재무 구조를 변화시키거나 주주 권리에 영향을 주는 corporate action이 자주 발생한다. 증자, 액면분할, 자사주 매입 등이 이런 corporate action의 대표적인 예들이다. 이런 이벤트들은 단기적 혹은 장기적으로 주가에 큰 영향을 주기도 한다.

이번 자료에서는 corporate action의 대표적인 예인 “유상증자”에 대해서 이벤트의 효과와 이를 활용한 전략에 대해서 정리하고자 한다.

유상증자(secondary equity offering)는 기업이 현금이나 현물을 받고 주식을 추가로 발행해 자본금을 늘리는 이벤트를 말한다. 유상증자의 목적에는 자금 조달 및 부채 상환, 재무구조 개선, 경영권 확보 등이 있을 수 있다. 그리고, 신주를 발행하는 대상에서도 기존 주주를 대상으로 하는지, 일반 대중에게 공모하는지의 다양한 형태가 나타날 수 있다. 한편, 신주를 파는 가격(신주 발행가액)은 기존의 주식 가격보다 소폭 할인해서 책정하는 것이 일반적이다.

유상증자 신주를 누구에게 발행하는지에 따라서 발행 방식을 크게 주주배정, 일반공모, 3자 배정의 3가지로 나눌 수 있다. 주주배정은 기존 주주들에게 유상증자하여 신주를 주는 방식이고, 일반공모는 일반 대중에게 공모하는 방식이며, 3자 배정은 특수관계인이나 특정 투자자에게만 신주를 주는 방식이다.

유상증자 배정 방식

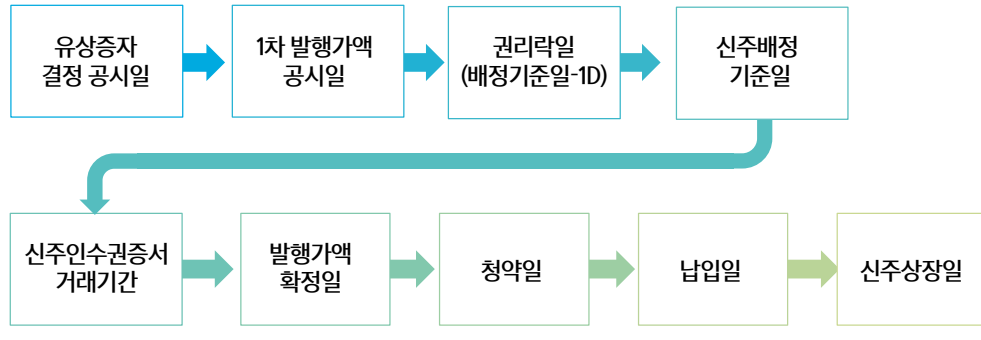
방식	내용
주주배정	주주들만 자금을 지급하고 증자에 참여. 이때 실권주는 보통 일반공모함
일반공모	불특정 다수의 일반 투자자 참여
3자 배정	특수관계인이나 특정 투자자만 대상

자료: 삼성증권

II. 공시일 주가 영향

유상증자의 전체 일정은 보통 다음과 같이 진행된다.

유상증자 일정



참고: 일반공모와 3차 배정 방식 유상증자에서는, 중간 단계들(1차 발행가액 공시부터 발행가액 확정/청약 등)이 생략됨
 자료: 삼성증권 정리

유상증자 결정 공시 예제 (DART)

번호	공시대상회사	보고서명	제출인	접수일자	비고
1	네오크레마	[기재정정]주요사항보고서(유상증자결정)	네오크레마	2022.06.02	
2	넥스틴바이오	[기재정정]주요사항보고서(유상증자결정)	넥스틴바이오	2022.06.02	
3	에어부산	주요사항보고서(유상증자결정)	에어부산	2022.06.02	
4	비케이탑스	[기재정정]주요사항보고서(유상증자결정)	비케이탑스	2022.05.31	
5	센트럴인사이트	[기재정정]주요사항보고서(유상증자결정)	센트럴인사이트	2022.05.31	
6	디피코	주요사항보고서(유상증자결정)	디피코	2022.05.31	
7	하이트론씨스템즈	[기재정정]주요사항보고서(유상증자결정)	하이트론씨스템...	2022.05.31	
8	엘아이에스	[기재정정]주요사항보고서(유상증자결정)	엘아이에스	2022.05.31	
9	중앙디엔엠	주요사항보고서(유상증자결정)	중앙디엔엠	2022.05.31	
10	진양화학	주요사항보고서(유상증자결정)	진양화학	2022.05.31	
11	현대사료	[기재정정]주요사항보고서(유상증자결정)	현대사료	2022.05.31	
12	아이에이치큐	주요사항보고서(유상증자결정)	아이에이치큐	2022.05.31	
13	이즈미디어	[기재정정]주요사항보고서(유상증자결정)	이즈미디어	2022.05.31	
14	크루셀텍	주요사항보고서(유상증자결정)	크루셀텍	2022.05.31	
15	이지스블류플러...	주요사항보고서(유상증자결정)	이지스블류플러...	2022.05.30	

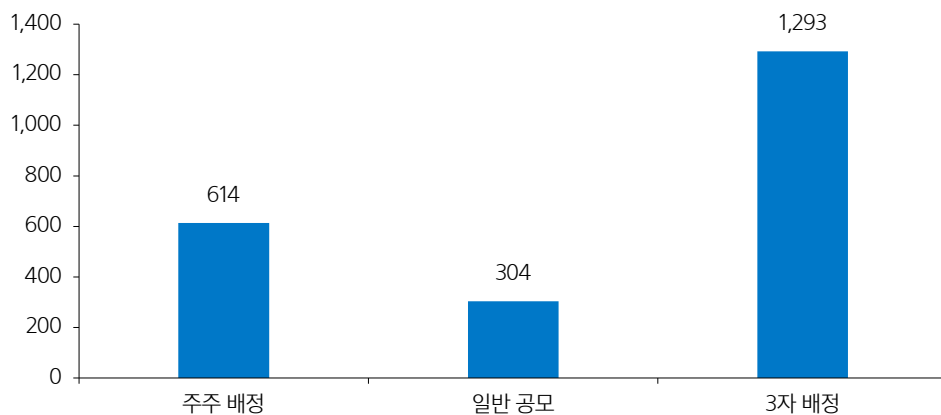
유상증자 일정의 여러 이벤트 중에서, 실질적인 주가 영향이 발생하는 이벤트는 처음의 유상증자 결정 공시라고 알려져 있다. 이번 자료에서도 먼저 유상증자 결정 공시일을 기준으로 전후 시점의 주가 변화 패턴을 측정하였다.

일반적으로 유상증자의 배정 방식에 따라 주가 반응이 다르게 나오는 경향이 있다. 보통 주주배정과 일반공모는 악재로 평가하고, 3차 배정은 호재로 평가하는 경향이 있다.

기본적으로 자본조달 순위 이론에서는, 기업이 자금 조달 시 내부유보금, 타인자본, 자기자본 순으로 자금을 조달하려고 하고 주가가 과대평가되었을 때 유상증자를 하려는 경향이 있다고 본다. 이 이론을 통해서 주주 배정과 일반공모 증자의 부정적 주가 영향을 설명할 수 있다.

3자 배정 증자에 있어서는 대리인 관점이나 정보비대칭 측면으로 설명할 수 있다. 대리인 관점에서는 사모 참여자가 기업의 감시, 감독에 적극적인 투자자이므로 기업의 효율적 자원 배분 및 가치 극대화를 위해 노력할 것이라는 관점이다(Wruck, 1989). 정보비대칭 측면은 사모 참여자가 주로 정보 거래자이므로, 그 행동이 현재 저평가된 기업가치를 확장해 줄 수 있다는 관점이다(Hertzel and Smith, 1993). 혹은, 정말 좋은 투자 건일 경우에는 정보 접근성이 높은 제3자에 신주를 팔지 않겠냐고 하는 시각의 설명 또한 가능하다.

전 종목 유상증자 이벤트 대상 건수 (2012년~2021년 기간)



참고: 코스피, 코스닥 전 종목 대상. 상장폐지 종목 포함, 거래정지 종목 제외, 리츠와 스펙 종목 제외 (종목 및 공시일 기준 구분)
자료: Quantwise, 삼성증권

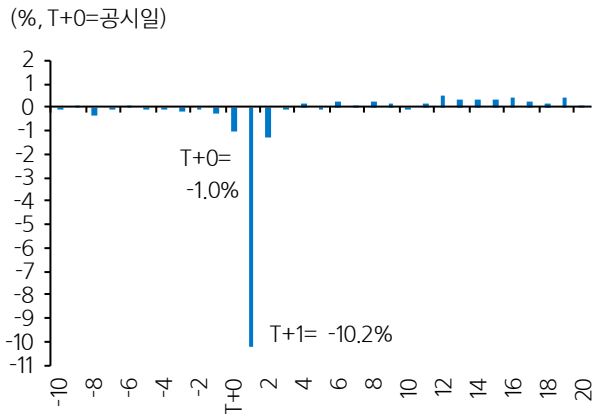
실제 이런 이론에 대한 물증을 위해서, 세 종류의 배정 방식별로 각각의 주가 단기 반응을 비교해 보았다.

우선 2012년부터 2021년까지 10년 기간 동안의 코스피 및 코스닥 종목의 배정 방식별 유상증자 건수를 보면
1) 주주배정 614건, 2) 일반공모 304건, 3) 3자 배정 1293건으로 나온다.

1) 주주배정 - 전 종목 대상

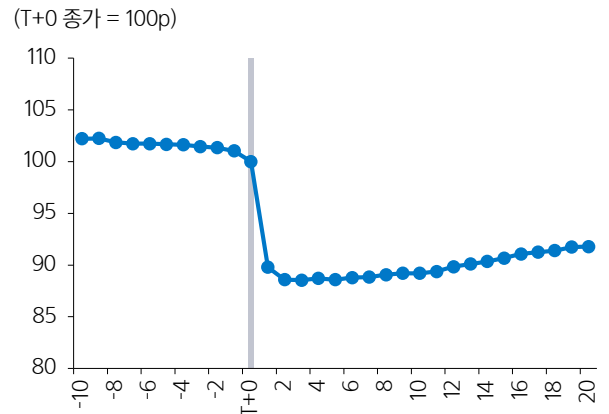
지난 10년간 국내 주식시장에서 주주배정 유상증자를 발표한 종목을 대상으로, 공시일 전후의 주가 수익률 패턴을 확인한 결과는 다음과 같다. 여기서 수익률은 [주식의 절대 수익률 - KOSPI 수익률]로 측정한 상대수익률 방식을 사용했다. 상대 주가 레벨을 계산할 때는 공시일날을 100 포인트로 두고, 각 전후 일들의 상대수익률을 기하누적하여 일별 주가 레벨을 산출했다.

주주배정 유상증자 주식, 공시 전후 일별 상대수익률 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시.
2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
자료: Quantwise, 삼성증권

주주배정 유상증자 주식, 공시 전후 상대 주가 레벨 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시.
2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
자료: Quantwise, 삼성증권

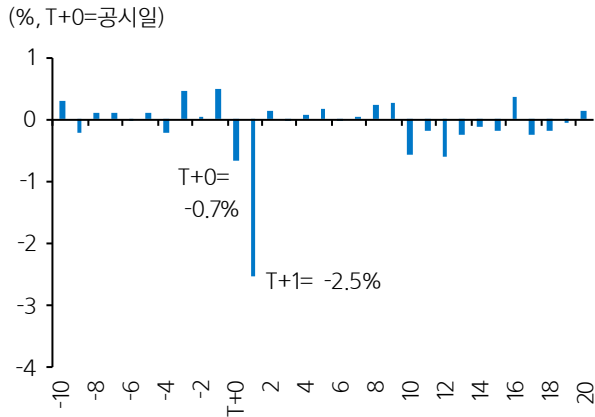
확인 결과, 전 종목 기준으로 주주배정 유상증자를 발표한 주식은 대체로 주가가 급락하는 것으로 나타났다. 주주배정 유증 발표한 다음 날(T+1)에 평균적으로 주가는 -10.2%의 상대수익률을 기록했다. 공시 전후의 주가 레벨을 보면, 유증 발표 후 주가가 먼저 급락을 하고, 그 뒤 주가 일부 회복이 아주 느리게 나타남이 확인된다. 시장에서 주주배정 유상증자를 악재로 받아들이는 경향이 강함을 알 수 있다.

따라서 주주배정 유상증자 발표 시, 그 즉시 종목에 대한 숏 투자나 비중 축소를 하는 것이 합리적이다.

2) 일반공모 - 전 종목 대상

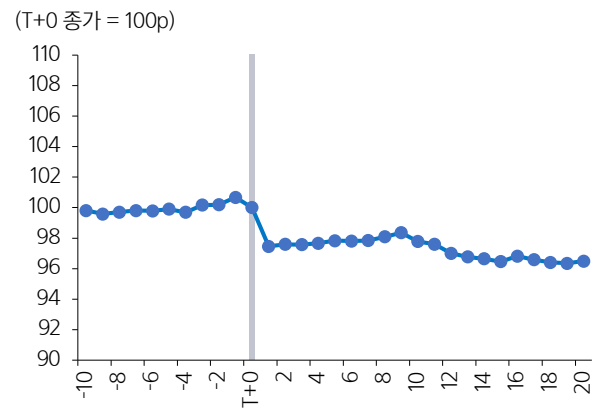
지난 10년간 국내 주식시장에서 일반공모 유상증자를 발표한 종목을 대상으로, 공시일 전후의 주가 수익률 패턴을 확인한 결과는 다음과 같다.

일반공모 유상증자 주식, 공시 전후 일별 상대수익률 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시.
2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
자료: Quantwise, 삼성증권

일반공모 유상증자 주식, 공시 전후 상대 주가 레벨 추이



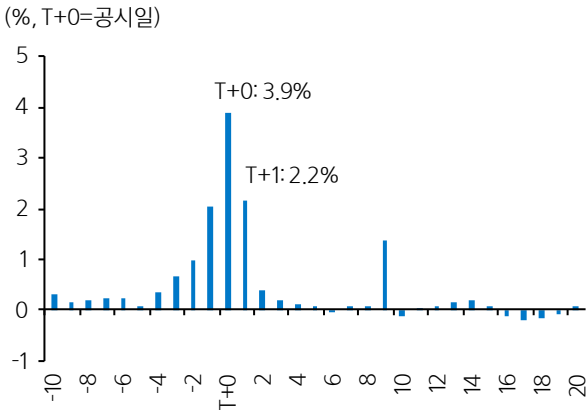
참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시.
2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
자료: Quantwise, 삼성증권

일반공모 유상증자를 발표한 주식에서도 대체로 주가가 하락하는 패턴이 나타났다. 일반공모 유증 발표한 다음 날에 평균적으로 주가는 -2.5%의 상대수익률을 기록했다. 일반공모 유증을 발표하는 날(T+0)의 주가 상대수익률도 -0.7%로 마이너스를 기록했다. 유상증자 공시를 장마감뿐만 아니라 장중에 게시하는 경우도 있으므로 당일 주가 반응이 포함되는 경우도 있다고 판단한다. 일반공모 유증 전후 주가 레벨을 보면, 발표 이후에 주가레벨이 일정 부분 떨어진 상태로 유지됨을 알 수 있다.

3) 3자 배정 - 전 종목 대상

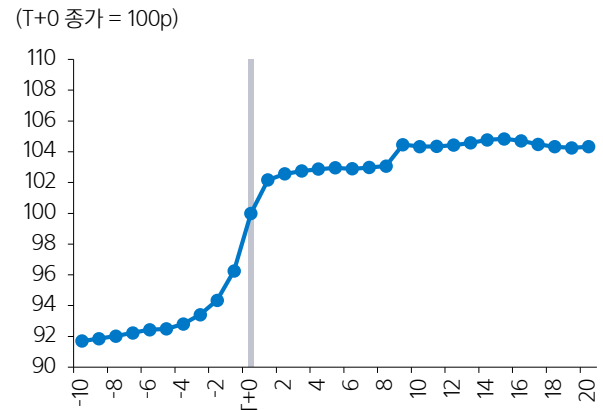
2012년 ~ 2021년 3자 배정 유상증자 이벤트 건수는 1,293건이다. 이 이벤트의 공시일 전후 주가 수익률 패턴은 다음과 같다.

3자 배정 유상증자 주식, 공시 전후 일별 상대수익률 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시. 2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
자료: Quantwise, 삼성증권

3자 배정 유상증자 주식, 공시 전후 상대 주가 레벨 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시. 2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
자료: Quantwise, 삼성증권

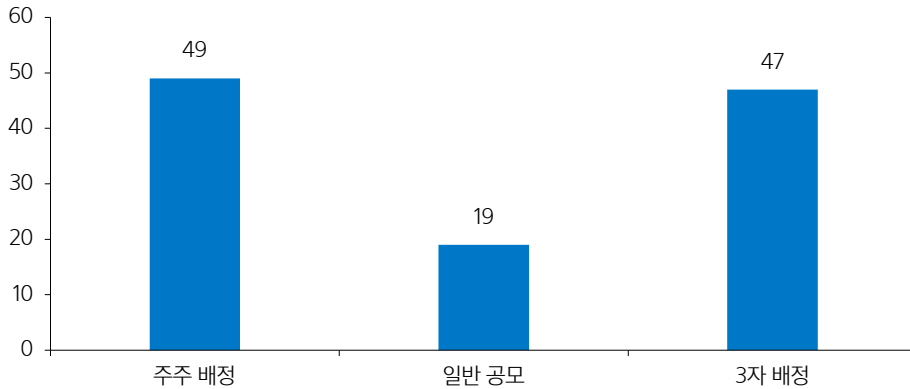
3자 배정 유상증자에서는, 반대로 공시 전후 주가가 상승하는 패턴이 나타났다. 공시하는 날(T+0)에서도 평균적으로 3.9%의 상대수익률을 기록했고, 공시 익일은 평균적으로 2.2%의 상대수익률을 기록했다. 공시일 당일엔 주가 상승이 큰 것은 장중 공시 발표의 영향이 있었으리라 본다. 공시가 나기 전에도 상대 주가 상승이 소폭으로 이어지는 것을 보면, 3자 배정 유증 공시 정보의 사전적인 전파가 일정 부분 존재한다고 해석할 수 있다.

3자 배정 유상증자 시 주가가 상승하는 패턴은, 대리인 관점이나 정보비대칭 측면의 이론과 일치하는 결과를 보여준다. 3자 배정 유상증자를 활용한 매수 전략도 의미가 있다고 판단한다.

대형/중형주 기준의 주가 영향

기관 투자자로 한정해서 본다면, 유상증자 이벤트를 활용하는 전략을 쓸 때, 우선적으로 대형주 및 중형주에서의 활용 가능성을 체크해야 한다. 따라서, 전 종목을 대상으로 하는 것이 아닌, 주요 대형/중형주 기준에서의 패턴도 추가로 확인할 필요가 있다.

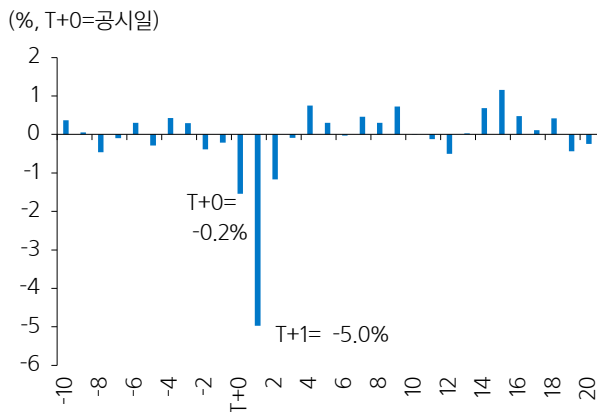
코스피 200 기준, 유상증자 이벤트 대상 건수 (2012년~2021년 기간)



참고: 코스피 200 당시 구성종목 기준. 상장폐지 종목 포함, 거래정지 종목 제외 (종목 및 공시일 기준 구분)
 자료: Quantwise, 삼성증권

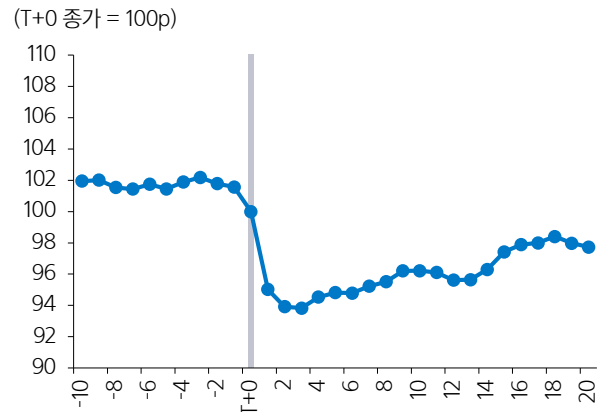
4) 주주배정 - 코스피200 대상

주주배정 유상증자(K200), 공시 전후 일별 상대수익률 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시.
 2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
 자료: Quantwise, 삼성증권

주주배정 유상증자(K200), 공시 전후 상대 주가 레벨 추이



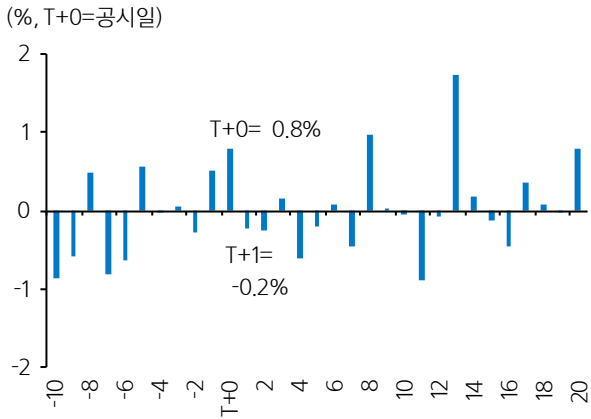
참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시.
 2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
 자료: Quantwise, 삼성증권

대형/중형주(코스피200) 유니버스 상에서도 주주배정 유상증자는 주가하락을 야기하는 것으로 나타났다. 이 경우, 주주배정 유상증자의 익일에 평균적으로 종목 주가는 -5.0%의 상대수익률을 기록했다. 그 이후의 주가 흐름은 며칠의 추가 하락, 그 다음의 소폭 반등 정도로 유사하게 나온다.

코스피200 유니버스와 전 종목 유니버스 이벤트의 차이를 보면, 코스피200에서 주가 하락의 강도가 더 약함을 알 수 있다(전 종목 기준 T+1 상대수익률 -10.2% vs 코스피200 기준 -5.0%).

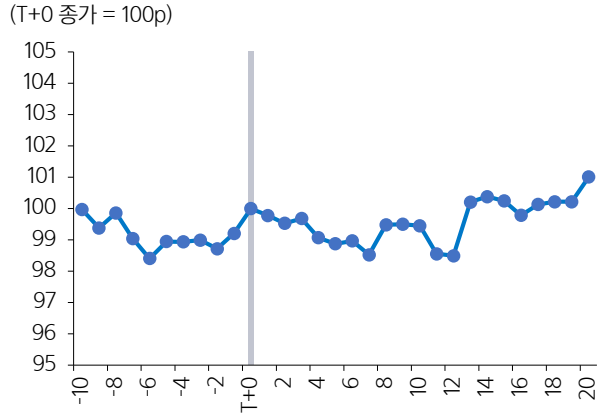
5) 일반공모 - 코스피200 대상

일반공모 유상증자(K200), 공시 전후 일별 상대수익률 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시. 2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
 자료: Quantwise, 삼성증권

일반공모 유상증자(K200), 공시 전후 상대 주가 레벨 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시. 2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
 자료: Quantwise, 삼성증권

코스피200 유니버스에서의 일반공모 유상증자 이벤트 영향을 보면, 공시일 전후의 주가 영향이 크지 않은 것으로 나타났다. T+0의 상대수익률 0.8%, T+1의 -0.2% 등은 모두 오차 범위 내라고 볼 수 있다. 이는 전 종목 대상 일반공모 유상증자 시의 하락과는 다른 패턴이다.

이유는 대형/중형주에서의 일반공모 유상증자의 성격이 보통 다르기 때문이다. 중소형주에서는 한계기업의 자금 조달용으로 일반공모 유증을 하고 하는데, 대형/중형주에서는 주로 지주사 전환 작업의 일종으로 일반공모 유상증자를 하기 때문이다. 최근 대형주/중형주 유니버스에서의 일반공모 유상증자 사례는, 기업 분할 및 지주사 전환에 따른 현물 출자 유상증자인 경우가 거의 전부였다. 따라서, 지주사 전환이라는 사전 이벤트에서 주가 변동이 먼저 나타나고(지주사 전환 공시라든지), 사후 작업인 일반공모 유증 공시에서는 주가 변동의 특이사항이 나타나지 않았다고 해석할 수 있다.

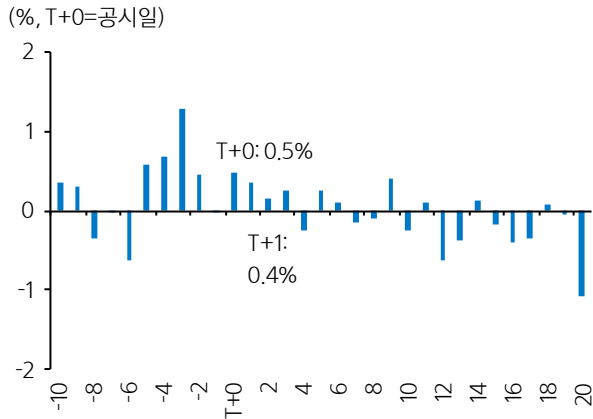
코스피200 종목의 최근 3년 내 일반공모 유상증자 내역 - 전부 다 지주사 전환 작업 용도임

코드	종목명	유상증자 공시	일반공모 성격
A027410	BGF	2018-01-11	지주사 전환 작업
A006120	SK디스커버리	2018-02-22	지주사 전환 작업
A192400	쿠쿠홀딩스	2018-03-21	지주사 전환 작업
A004990	롯데지주	2018-04-26	지주사 전환 작업
A012630	HDC	2018-07-31	지주사 전환 작업
A003300	한일홀딩스	2018-09-10	지주사 전환 작업
A004800	효성	2018-10-26	지주사 전환 작업
A003030	세아제강지주	2018-11-06	지주사 전환 작업
A000210	DL	2021-03-19	지주사 전환 작업

자료: DART, 삼성증권

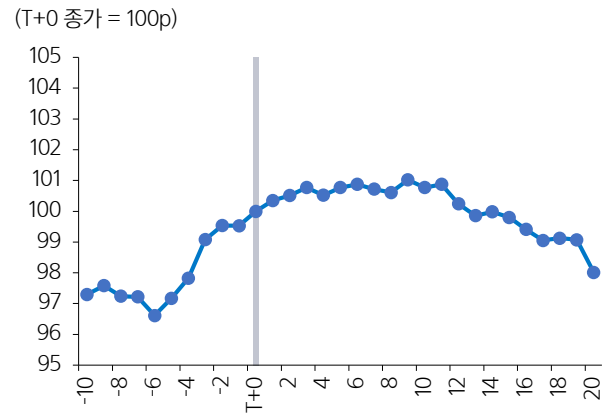
6) 3자 배정 - 코스피200 대상

3자 배정 유상증자(K200), 공시 전후 일별 상대수익률 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시.
2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
자료: Quantwise, 삼성증권

3자 배정 유상증자(K200), 공시 전후 상대 주가 레벨 추이



참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시.
2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상
자료: Quantwise, 삼성증권

전 종목 기준에서 3자 배정 유상증자 공시의 강한 주가 상승 패턴이 있었던 것과 달리, 코스피200 유니버스에서는 주가 상승이 미미한 것으로 나왔다. 전 종목의 3자 배정 이벤트에서는 상대 수익률이 T+0일 3.9%, T+1일 2.2%였는데, 코스피200의 3자 배정 이벤트에서는 T+0일 0.5%, T+1일 0.4%로 상승폭이 크게 줄었다. 수익률 차이의 이유로는, 효율적 시장의 작동, 3자 배정 행위에 대한 기관 투자자의 견제 등을 생각해 볼 수 있다. 결국, 대형주/중형주를 대상으로 이벤트 driven 전략을 쓸 경우에는, 3자 배정 유상증자의 긍정적 효과는 크지 않았음을 고려할 필요가 있다.

소결

전 종목 기준에서의 패턴을 보면, 주주배정 유상증자와 일반공모 유상증자 공시할 때 주가 하락이 나타났다. 특히 주주배정의 경우 하락폭이 컸다. 반면, 3자 배정 유상증자는 주가 상승이 나타났다.

대형/중형주 기준에서는 전체적으로 공시의 주가 수익률 영향 폭이 작아졌다. 그러나, 주주배정 유상증자의 경우에는 여전히 큰 폭의 주가 하락이 나타나는 것이 확인된다.

이런 효과에 기반하여 연계한 다양한 롱/비중확대 혹은 숏/비중축소 전략이 가능할 것으로 판단한다.

※ 한편 리츠/인프라 펀드 등 경우에는 유상증자의 부정적인 주가 영향이 별로 관측되지 않는다. 리츠/인프라 펀드들은 1) 펀드 구조로 인해 자금 흐름이 투명하다는 점, 2) 신주 할인율이 보통 소폭으로 책정된다는 점으로 인해서, 주주배정 유상증자의 부정적 영향이 나타나지 않는 것이 일반적이었다.

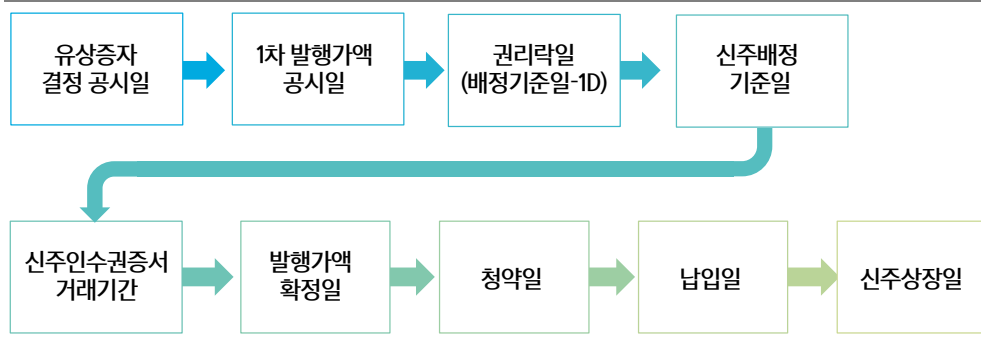
III. 유상증자 희석효과와 청약 이슈

유상증자 관련 주식의 투자에 있어서, 또 다른 중요 사항은 주주배정 유상 증자 시 청약을 할지 말지의 판단이다.

예를 들어 다른 corporate action 중 하나인 현금 배당에서는, 일반 주주의 의사 표현과 무관하게 자동으로 배당금을 수령하게 된다. 그러나, 주주배정 유상증자에서는 증자 참여 의사를 밝힌 경우에만, 돈을 추가로 내고 주식을 받을 수 있다. 청약을 하지 않으면 실권이 되어서, 돈도 나가지 않고 주식도 들어오지 않는다.

아래에서의 모든 논의는 주주배정 유상증자를 기본 가정하여 설명하였다.

유상증자 일정



참고: 일반공모와 3자 배정 방식 유상증자에서는 중간 단계들이(1차 발행가액 공시일부터 발행가액 확정/청약 등) 생략됨
자료: 삼성증권 정리

유상증자에 참여를 할지 말지의 의사 결정은, 주가 희석(dilution) 효과와 연결이 되어 있다.

1) 희석 효과 측면

유상증자 시 새로 발생하는 신주에 대해서 가격을 정할 때에는, 기존 주식의 현재가와 동일하게 받을 수도 있고, 현재가에 할인율을 적용하여 더 싼 가격을 받을 수도 있다.

신주의 할인율은 회사가 임의로 정하게 되며, 미리 정해진 룰은 없다. 다만, 과도한 할인 발행을 금지하기 위해서, 법규에 의해서 3자 배정 방식에서는 할인율을 10% 이내로 하고, 일반공모 방식에서는 할인율을 30% 이내로 한다는 제한만 존재한다. 실제 각 사례별 유상증자의 할인율은, 0%대에서 몇십 % 대까지 다양하게 나오곤 한다.

A. 원론적으로 신주 할인율이 0%인 경우라면, 주가 희석 효과는 존재하지 않는다.

효율적 시장을 가정한다면, 할인율 0%로 발행을 할 경우에

- 1) 신주 발행 비율(신주 주식 수/기존 총주식 수)만큼 주식 수가 증가,
- 2) 주가는 유지,
- 3) 신주 발행 비율만큼 시가총액이 비례해서 증가

하는 형태로 기업 구조가 변화하게 된다. 추가된 신규 자본으로 딱 그만큼 영업수익을 늘린다면, 주가가 변동될 이유가 없다.

주가 희석 효과가 존재하지 않는 경우에는, 기존주주가 유상증자 청약을 하는 것과 안하는 것의 투자 손익 차이는 없다. 청약을 하지 않는다면 1) 기존의 주식 수, 2) 기존의 주가, 3) 기존의 투자금액을 그대로 유지하게

된다(물론 사이즈가 커진 기업 내에서의 주식 지분율 비중은 조금 감소한다). 청약에 하게 된다면, 투자금을 조금 더 넣으면서 1) 늘어난 주식 수, 2) 기존의 주가, 3) 늘어난 투자금액으로 바뀌는 정도다.

B. 신주를 할인 발행하게 되면, 주가 희석 효과가 존재한다.

기존 주식과 기능이 완벽히 동일한 신주를 기존보다 싸게 발행한다고 하면, 주가 희석 효과로 사후 주가 레벨이 낮아지게 된다. 회사 내부의 자본 규모(시총)는 실제 조금만 늘었는데, 주식 수는 많이 늘었기 때문에, 주당 가격은 낮아지는 것이다. 1) 싸게 발행하는 정도가 클수록, 2) 이때의 발행 주식 수가 많을수록 사후 균형 주가는 더 떨어지게 된다.

한편, 기존 주주가 할인 유상증자에 그대로 참여한다면, 원칙적인 투자 손익의 변화는 없다. 자기 할당량에 맞는 신주를 할인된 가격에 싸게 사는 것이므로, 1) 조금 늘어난 투자금액, 2) 많이 늘어난 주식 수, 3) 하향 조정된 주가의 새로운 균형점으로 가게 된다. 이때 손익의 변화는 발생하지 않는다.

반면, 기존 주주가 할인 유상증자에 참여하지 않으면, 싸게 살 권리를 포기한 것이므로 그만큼의 실제 손실이 발생한다. 다른 주주들이 싼 가격에 주식 수를 늘리는 동안, 실권 주주는 1) 주식 수가 그대로이고, 2) 주가는 새 균형점으로 하락하는 것이므로, 결국 투자평가액은 처음과 비교했을 때 하락하게 된다.

결국 싸게 사는 권리를 포기함으로써, (당장의 추가 현금 유출은 없겠지만) 기존 주식 투자분에서의 손실이 나타나는 것이다.

할인 발행 유상증자 예제

기존 주가가 10만원인 주식에서, 8만원 기준으로 할인 발행 유상 증자를 하는 경우
(주식 수는 60% 증가 가정)

기업 기준

주식구분	주식 수 (만 주)	주가 (원)	시가총액 (억원)	비고
기존 주식	100	100,000	1,000	
신주 발행	60	80,000	480	
최종 상태	160	92,500	1,480	

1번 케이스: 유증 참여 주주 (10% 지분율의 주주 가정)

주식구분	주식 수 (만 주)	주가 (원)	투자평가액 (억원)	비고
기존 투자	10	100,000	+100	
신주 투자	6	80,000	+48	
최종 평가	16	92,500	148	손실 없음

2번 케이스: 유증 실권 주주

주식구분	주식 수 (만 주)	주가 (원)	투자평가액 (억원)	비고
기존 투자	10	100,000	+100	
신주 투자	0	0	+0	
최종 평가	10	92,500	92.5	7.5억 손실 발생

참고: (신주인수권증서 관련) 이때, 단순한 가정(Rf=0%, 옵션 프리미엄 무시 가정)에 근거한 신주인수권증서의 기본 가격은, 12,500원 (92,500-80,000)으로 계산된다. 따라서, 2번의 청약 의사 없는 주주가 신주인수권증서 6만 주를 12,500원에 매도할 수 있다면, 7.5억원 손실 대신 손익을 제로로 맞출 수 있게 된다.

위의 박스에 있는 유상증자 할인 발행 예제를 한번 보자.

주식 수 100만 주, 주가 10만원, 시총 1천억원의 기업이 있다고 가정하자. 신주 60만 주를 80만원의 할인된 가격으로 유상증자 한다고 하면, 주가 희석 효과가 발생한다. 1) 480억원의 신규 자금을 받으면서, 회사 내부의 자본 규모(시총)는 전체 1,480억원으로 늘어났는데, 2) 주식 수는 100만 주에서 160만 주로 크게 늘었기 때문에, 3) 균형 주가는 100,000원에서 92,500원으로 바뀌게 된다. (1,480억원/160만 주=92,500원)

1번 케이스에서, 10만 주의 주식을 가진 주주가 유상증자에 참여한다고 하면, 기존 투자액 100억원에서 유상증자 청약액 48억원을 합쳐 총투자금은 148억원이 된다. 이때 주식 수는 16만 주로 늘고, 주가는 92,500원이 되면서, 총투자금=현재평가액=148억원은 손익 변화가 없다.

2번 케이스에서, 10만 주의 주식을 가진 주주가 유상증자 참여를 하지 않으면, 싸게 사는 기회를 포기하는 것이므로 실제 손실이 발생한다. 주식 수는 10만 주 그대로인데, 주가가 새 균형점인 92,500원이 되면서, 투자평가액은 100억원에서 92.5억원으로 줄게 된다. 즉, 7.5억원의 손실이 발생한다.

결국, 할인 발행 유상증자 시에는, 권리 행사를 하지 않는 경우에는 항상 확정 손실이 발생하게 된다(물론, 사후 주가가 정확히 새 균형점으로 간다는 가정하에서). 싸게 발행하는 정도가 클수록, 이때의 발행 주식 수가 많을수록 주가 희석 효과는 커지고, 실권 시의 투자 손실도 커지게 된다.

※ 신주인수권증서 측면

한편, 주주 배정 유상증자에서는, 청약 시점 이전에 신주 청약 권리에 해당하는 신주인수권증서를 거래할 수 있다(자본시장법 제165조의6 제3항에 의거). 이때 신주인수권증서의 거래는 보통 신주 배정기준일과 발행가액 확정일 사이의 짧은 기간 동안에 이루어진다.

신주인수권증서 매도가 가능한 경우라면, 증자 참여 대신 신주인수권증서를 매도하는 방식을 통해서 좀 더 빠른 시점에서 희석 효과를 방어하는 방법도 있다(앞 예제 박스 하단의 '참고' 내용에 설명).

단 국내 연구에 따르면, 유상증자 신주인수권증서 가격이 적정가격에 미달하는 패턴이 나타난다는 조사 결과가 있다(윤평식(2019) “신주인수권증서의 상장과 차익거래 기회”). 따라서 신주인수권증서 매도 전략에서는 이러한 특성 또한 감안할 필요가 있겠다.

2) 참고: 권리락에 의한 주식 기준가격의 변화 / 수정주가 반영

앞서 본 것처럼, 할인 유상증자 시에는 바뀐 회사 내부자본(시총), 바뀐 주식 수에 맞춰서 주가 균형점이 바뀌게 된다. 이때 주가가 실제 바뀌어야 하는 시점은, 신주배정기준일의 1영업일 전인 “권리락일” 시작 시점이다 (3일 수도 결제로 인해서, 신주배정기준일의 1영업일전 시점부터 증자에 대한 권리가 사라짐). 증자 권리가 사라지면서 주가가 새로운 균형점으로 떨어지는 날이라는 뜻에서 권리락일이라는 용어를 쓴다.

주가의 새 균형점은, 당연히 기존 시가총액과 유상증자 조달금액의 합계를 사후 총주식 수로 나눈 수치가 맞다.

거래소의 유가증권시장 업무규정에서도 권리락 기준가격을 동일하게 산정하고 있다.

권리락 기준가격 공식 (유가증권시장 업무규정 시행세칙, 별표 2)

$$\text{주식 기준가격} = \frac{(\text{주식 권리부종가} \times \text{증자전 주식 수} + \text{신규 발행가액} \times \text{배정 주식 수})}{(\text{증자전 주식 수} + \text{배정 주식 수})}$$

이때, 권리부종가는 권리락 실시일의 전일의 종가를 말함

※ 결국, 기존 시가총액과 유상증자 조달금액의 합계액을 사후 총주식 수로 나눈 수치라는 뜻임

(주주배정 유상증자에서만 배정기준일, 권리락, 권리락 기준가격 등이 존재함. 일반공모나 3차 배정 방식에서는 기준가격 조정이 없음)

거래소가 권리락 기준가격을 만드는 이유는, 새로운 주가 균형점을 가이드 라인으로 제시하기 위함이다. 물론 거래소가 기준가격을 공표하지 않더라도, 합리적 시장이라고 하면 시장 참여자가 당연히 새로운 균형 주가를 중심으로 거래를 시작하게 된다(연말 배당락일에 인위적인 기준가격 조정 없이도, 배당금만큼 낮아진 주가로 거래가 시작하는 것이 그 예다).

한국의 경우에는 상하한가 제도가 존재하기 때문에, 거래의 불편함을 없애기 위해서 명시적으로 권리락 기준가격이 공표 및 적용되는 제도가 정착되어 있다.

그리고, 거래소의 권리락 기준가격은 주식의 수정주가(adjusted price) 정보에도 그대로 반영된다. 주식의 수정주가 정보는 기업의 주식 수 변동 이벤트를 조정 한 후의 실제 주가 수치를 나타낸다. 즉, 수정주가는 해당 주식에 1주를 투자한 일반적인 투자자의 투자금액(손익) 추이를 보여주는 지표라고 할 수 있다.

유상증자 권리락일에, 주가가 전일종가에서 기준가격으로 교체될 때, “권리락일 이전의 모든 수정주가”는 그 하락비율만큼 수치가 낮아지게 된다. 앞의 할인 유상증자 예제 경우에서, 단순 주가는 100,000원에서 92,500원으로 하락한 것처럼 보이지만, 수정주가는 권리락일 전의 모든 수정주가가 100,000원에서 92,500원으로 조정되면서, 항상 수정주가가 과거부터 현재까지 92,500원이었던 것으로 바뀐다. 즉, 수정주가로 보면 1주를 투자한 투자자의 투자 손익은 변화가 없다는 것을 알 수 있다.

이 측면에서 보면, 이 경우의 수정주가란 “유상증자에 빠지지 않고 참여하여 권리 행사를 잘 함으로써 희석 효과를 잘 막은 투자자”의 투자 성과를 보여주는 지표라고 할 수 있다. 수정주가가 동일하게 나오는 측면과는 다르게, 할인 유상증자의 권리 행사를 하지 않은 주주라면 투자 손실은 기본적으로 발생한다.

유상증자 진행 시의 수정주가, 실질시가총액 변화 (앞의 할인 발행 유상증자 예제 기준)

유상증자 발생 전의 정보

일자	주가 (원)	수정 주가 (원)	상장 주식 수 (만 주)	상장 시가총액 (억원)
01-03	100,000	100,000	100	1,000
01-04	100,000	100,000	100	1,000
01-05	100,000	100,000	100	1,000
01-06	100,000	100,000	100	1,000
01-07	100,000	100,000	100	1,000
01-10	100,000	100,000	100	1,000

자료: 삼성증권



유상증자 발생 후의 정보

일자	주가 (원)	수정 주가 (원)	상장 주식 수 (만 주)	상장예정 주식 수 (만 주)	상장 시가총액 (억원)	실질시가총액 (예정주식 수 포함)(억원)	비고
01-03	100,000	92,500	100		1,000	1,000	
01-04	100,000	92,500	100		1,000	1,000	
01-05	100,000	92,500	100		1,000	1,000	
01-06	100,000	92,500	100		1,000	1,000	
01-07	100,000	92,500	100		1,000	1,000	
01-10	100,000	92,500	100		1,000	1,000	
01-11	100,000	92,500	100		1,000	1,000	
01-12 권리락일	92,500	92,500	100	60	925	1,480	신규 자금 유입 예정
01-13 배정기준일	92,500	92,500	100	60	925	1,480	으로 실질시총 증가
01-14	92,500	92,500	100	60	925	1,480	
01-17	92,500	92,500	100	60	925	1,480	
01-18	92,500	92,500	100	60	925	1,480	
01-19	92,500	92,500	100	60	925	1,480	
01-20	92,500	92,500	100	60	925	1,480	
01-21	92,500	92,500	100	60	925	1,480	
01-24	92,500	92,500	100	60	925	1,480	
01-25 신규상장일	92,500	92,500	160		1,480	1,480	상장주식 수 정보는
01-26	92,500	92,500	160		1,480	1,480	이때 바뀜
01-27	92,500	92,500	160		1,480	1,480	
01-28	92,500	92,500	160		1,480	1,480	

유상증자 시의 수정주가, 실질시가총액 등의 변화를 정확히 볼 수 있는 예제를 위의 표에 실었다. 예제의 바탕은, 앞서 유상증자 예제에서 나왔던 [주가 10만원 및 주식 수 100만 주의 종목에서의, 80만원 기준가의 60만 주 유상증자 발행 케이스] 를 그대로 사용한 것이다.

권리락일에 주가 희석 효과에 의해서 단순주가는 떨어지고 단순 상장시가총액은 떨어진다. 그러나 상장예정주식 수를 포함한 실질시가총액은 이때부터 증가된 형태로 바뀌는 것을 확인할 수 있다.

참고로 이야기하면, 상장예정주식 수와 실질시가총액 등에 관해서는 금융정보 제공업체에서 상세 정보가 제공된다. Quantwise에서는 상장주식 수와 상장예정주식 수를 합친 주식 수를 “지수산정주식 수(코드: S101510)” 아이템으로 제공하고, 실질시가총액 정보를 “지수산정시가총액(코드: S102301)” 아이템으로 제공한다. Dataguide에서는 상장예정주식 수 정보를 “상장예정주식 수(코드: S410001100)” 아이템으로 제공하고, 실질시가총액 정보를 “시가총액 (티커-상장예정주식 수 포함) (코드: S410001200)” 아이템으로 제공한다.

한편 KRX의 주가지수들에서 유상증자 이벤트를 반영하는 방식도 같은 맥락으로 되어 있다. KRX의 지수 기업 이벤트 적용 방법론을 보면, 주주배정 유상증자의 경우 권리락일에 증자주식 수만큼 지수산정주식 수가 증가하고, 유상증자 납입금액만큼 비교시가총액이 증가한다. 일반공모와 3차 배정 방식에서는 신주상장일에 증자주식 수만큼 지수산정주식 수가 증가하도록 조치하고 있다.

유상증자 진행 시의 수정주가, 실질시가총액 변화 실례 - A121850 코이즈

유상증자 있기 전의 정보

일자	주가 (원)	수정 주가 (원)	상장 주식 수 (만 주)	상장 시가총액 (억원)
04-01	3,930	3,930	1,661	653
04-04	3,955	3,955	1,661	657
04-05	3,985	3,985	1,661	662
04-06	3,890	3,890	1,661	646
04-07	3,700	3,700	1,661	615
04-08	3,810	3,810	1,661	633
04-11	3,625	3,625	1,661	602
04-12	3,545	3,545	1,661	589
04-13	3,555	3,555	1,661	591
04-14	3,470	3,470	1,661	577

자료: Quantivise, 삼성증권



유상증자 있는 후의 정보

일자	주가 (원)	수정 주가 (원)	상장 주식 수 (만 주)	상장예정 주식 수 (만 주)	상장 시가총액 (억원)	상장 실질시가총액 (예정주식 수 포함)(억원)	비고
04-01	3,930	3,765	1,661		653	653	
04-04	3,955	3,789	1,661		657	657	
04-05	3,985	3,818	1,661		662	662	
04-06	3,890	3,727	1,661		646	646	
04-07	3,700	3,545	1,661		615	615	
04-08	3,810	3,650	1,661		633	633	
04-11	3,625	3,473	1,661		602	602	
04-12	3,545	3,396	1,661		589	589	
04-13	3,555	3,406	1,661		591	591	
04-14	3,470	3,325	1,661		577	577	
04-15	3,460	3,315	1,661		575	575	
04-18 권리락일	3,365	3,365	1,661	300	559	660	신규 자금 유입 예정
04-19 배정기준일	3,315	3,315	1,661	300	551	650	으로 실질시가총액 증가
04-20	3,285	3,285	1,661	300	546	644	
...	
06-16	4,020	4,020	1,661	300	668	788	
06-17	3,650	3,650	1,661	300	606	716	상장주식 수 정보는
06-20 신규상장일	3,500	3,500	1,961		687	687	이때 바뀜
06-21	3,370	3,370	1,961		661	661	
06-22	3,075	3,075	1,961		603	603	

IV. 유상증자 후반부까지의 주가 변동

앞서 챗터 3에서는 완벽히 효율적 시장 가정 하에서 유상증자 청약 시 주주의 손실이 발생하지 않는다는 것을 정리했다. 실제로 관심이 있는 부분은, 유상증자 공시일부터 유상증자 신주상장일까지의 전체 기간 동안, 유증 이벤트의 부정 혹은 긍정적 영향이 장기간 지속되지 않을까 하는 부분이다(신주 상장일까지 유증 신주를 매도할 수 없다는 현실적 이유 포함).

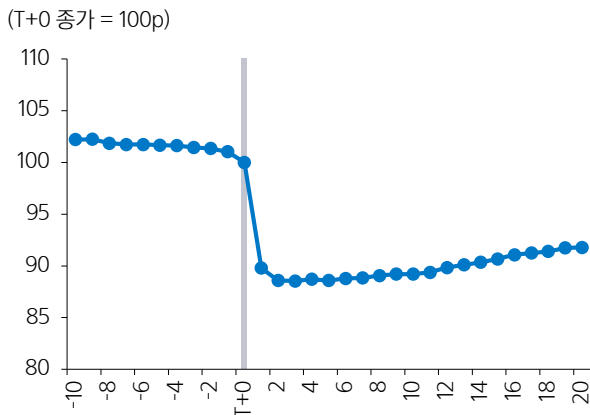
이는 실제 과거 사례의 결과를 확인함으로써 결론 내릴 수 있다.

유상증자 후반부까지의 주가 변화 패턴 분석은 공시일 직후부터 각 후반 일정까지의 장기 수익률이 어떻게 되는지를 기준으로 삼았다. 여기서의 논점은 우선, 공시 시점의 부정적 주가 영향이 강했던 주주배정 유상증자 이벤트를 우선 분석 대상으로 했다.

주주배정 유상증자의 장기 주가 영향

챗터 10에서의 결과를 보면, 전 종목 주주배정 유상증자 공시 시점에서 주가 급락이 발생하고, [공시일+3영업일] 시점에서 단기 주가 저점이 나타나는 것이 확인된다. 따라서, 장기 수익률 측정의 기준은, 이 단기 저점에서 사후 일정까지의 주가 변화가 유의미한가라는 부분이다.

주주배정 유상증자, 공시 전후 상대 주가 - T+3영업일이 저점



공시일 전후 일별 상대주가 레벨 수치

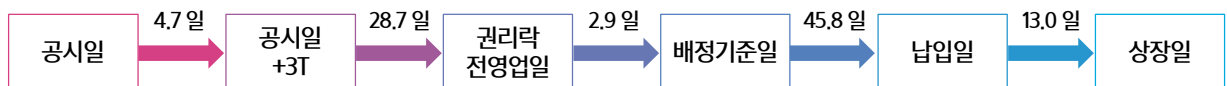
상대시점 (영업일 기준)	상대주가 레벨
-1	101.0
0	100.0
1	89.8
2	88.6
3	88.5
4	88.7
5	88.6

자료: Quantwise, 삼성증권

참고: KOSPI 대비한 개별 주식의 일별 상대수익률로 측정. 공시일을 T+0로 표시. 2012년~2021년 기간의 공시 종목 대상. 영업일 기준

자료: Quantwise, 삼성증권

주주배정 유상증자, 후반부 일정까지의 평균 소요 달력일수 (calendar day로 계산)



참고: 전 종목의 과거 10년치 주주배정 유상증자(약 600여건)의 평균 통계
권리락 전일은, 유증 참여 여부를 고민하지 않을 수 있는 마지막 시점이란 점에서 의미가 있음

자료: 삼성증권

주주배정 유상증자 공시일 3영업일 후 시점에서 권리락 전일까지는 평균 28.7일, 즉 약 한 달의 기간이 소요된다. 공시일 3영업일 후부터 신주 상장일까지는 90.4일, 즉 3개월의 기간이 평균 소요된다.

단기 저점인 공시일+3T 시점에서 각 후반부 일정까지의 기간 수익률을, 코스피 움직임을 보정한 상대 수익률 기준으로 통계치를 구한 결과는 다음과 같다. 후반 일정 중에 권리락 이벤트가 발생하므로, 후반부 일정 시점의 주가 변화를 확인할 때는, 정확한 측정 기준인 수정주가 수치로 확인하는 것에 주의할 필요가 있다.

주주배정 유상증자, 공시 직후 저점부터 후반 일정까지의 기간 수익률 통계

투자기간	평균경과일 (calendar day)	평균 기간수익률 (코스피 대비 상대, %)	기간수익률 표준편차 (%)
공시일+3T ~ 권리락 전영업일	28.7	2.3	14.1
공시일+3T ~ 배정기준일	31.6	4.8	16.7
공시일+3T ~ 납입일	77.4	2.9	26.8
공시일+3T ~ 신주상장일	90.4	-2.3	27.3

참고: 전 종목의 과거 10년치 주주배정 유상증자(약 600여건)의 평균 통계
자료: 삼성증권

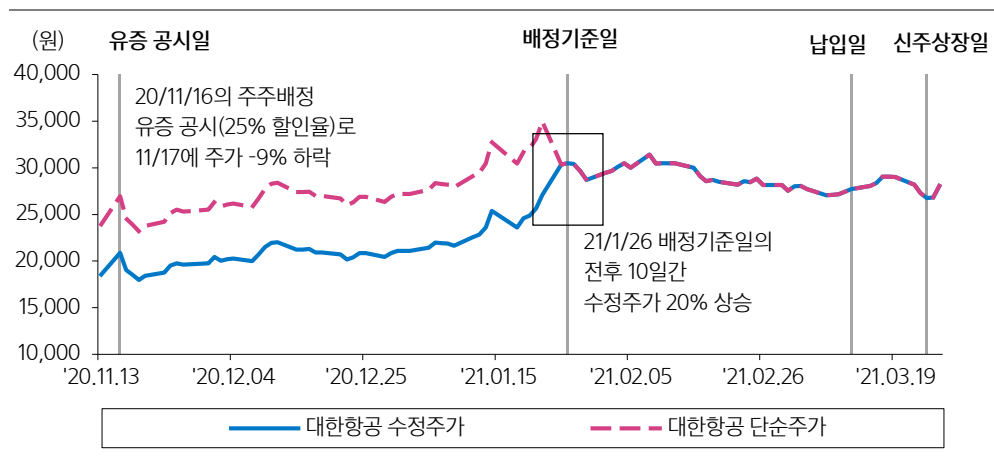
분석 결과를 보면, 공시 저점에서 각 후반부 일정까지의 기간 수익률이 -2.3% ~ 4.8% 사이로 나온다. 하지만, 투자기간이 상당히 장기인 걸 감안하면, 해당 기간수익률을 유의미한 수준이라고 보기 어렵다. 예를 들어, “공시일+3T ~ 신주상장일” 기간의 평균 수익률은 -2.3%인데, 600여건의 기간수익률 표준편차는 27.3%에 달한다. 따라서, 이 수치를 0%보다 낮은 마이너스 수익률이라고 하기엔 통계적 유의성이 약하다.

(이와 별도로 ‘3차 배정 유상증자’ 이벤트를 분석했을 때도, 마찬가지로 후반부 일정까지의 장기 투자수익률은 평균 0% 근처였으며 표준편차는 매우 높은, 동일한 특성을 보였다.)

결국, 공시 직후 저점에서 권리락 전일까지 투자하거나, 공시 직후 저점에서 신주상장일까지 투자하는 경우의 장기수익률은 크게 유의미하지 않았다. 유상증자에 의한 주가 변동은 공시일 전후가 가장 크다고 할 수 있다. 따라서, 할인 발행 유상증자 케이스에서는 주가 희석 효과를 막기 위해서 청약일에 주주가 일반적으로 청약 권리 행사를 하는 것이 합리적인 투자 방식이라고 볼 수 있다.

유상증자 후반부 일정에서 평균적으로는 유의미한 변동이 없었지만, 개별 종목 주가는 많이 오르는 경우도 많이 내리는 경우도 많았다. 이에 올랐던 사례, 내렸던 사례를 실례로 보면 다음과 같다.

유증 배정기준일 전후 주가 상승 사례 - 대한항공의 20년 11월 주주배정 유상증자

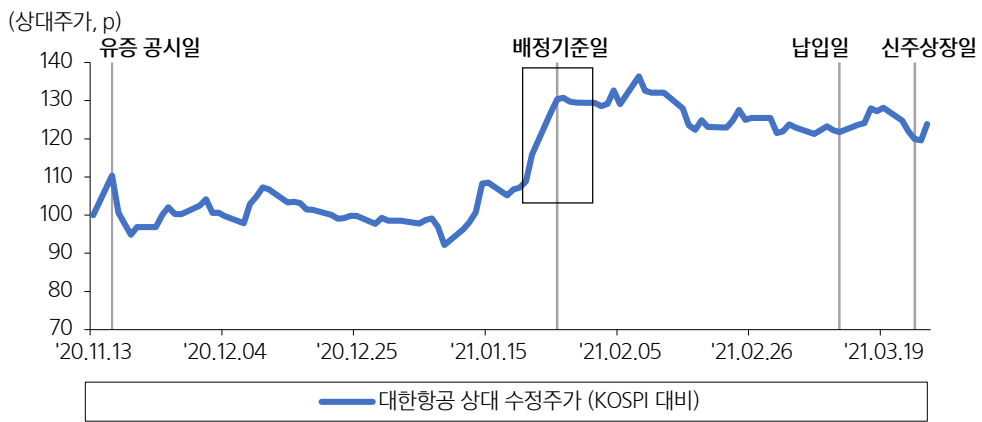


자료: Quantwise, 삼성증권

대한항공의 2020년 11월 유상증자 사례를 보자. 대한항공은 20/11/16에 아시아나 인수 계획과 함께 25% 할 인율의 주주배정 유상증자를 공시했다. 이의 부정적 영향으로 20/11/17에 주가는 9% 하락했으며 이후 며칠 간 하락이 이어졌다. 유증 후반 일정인 배정기준일 시점 전후에서는 주가 상승세가 나타났다. 배정기준일 전 후 10영업일의 흐름을 보면, 주가 급등이 나타났던 것을 알 수 있다. 이 사례에서는 공시 직후 저점에서 배정 기준일, 납입일, 신주상장일까지 각각의 장기 수익률들이 모두 플러스였음을 알 수 있다.

한편 중요한 건 높은 플러스 수익은 수정주가 기준, 즉, 할인 유상증자를 참여할 경우에만 가능했다는 점이다. 큰 폭의 할인 유상증자였기 때문에 권리락 이후에 유증 청약을 하지 않았다면, 싸게 사는 권리를 포기한 것 때문에 단순주가 그래프의 변화처럼 투자 수익이 부진하게 바뀐다(위 차트 빨간색 선 흐름).

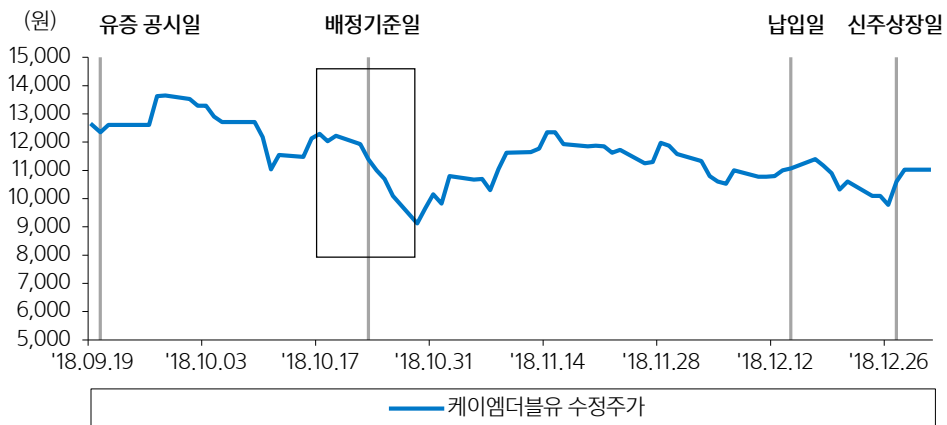
대한항공 20년 11월 주주배정 유상증자의 [KOSPI 대비 상대 수정주가] 버전 차트



자료: Quantiwise, 삼성증권

하락 사례의 예를 찾아보면, 아래 케이엠더블유와 같은 사례가 확인된다.

유증 배정기준일 전후 주가 하락 사례 - 케이엠더블유의 18년 9월 주주배정 유상증자



자료: Quantiwise, 삼성증권

한편으로는, 각 후반 일정의 “특정 시점 전후”에서의 단기 주가 변동 가능성에 주목할 수도 있다.

앞의 기간 “공시 직후 저점부터 후반 일정까지의 기간 수익률” 표에서 보면, 우선 “권리락 전영업일”에서 “배정기준일” 기간 동안 단기에 주가가 2.9% 오른 것이 확인 된다. 이는 평균 2.9일 동안의 기간 수익률이기 때문에 다소 이례적이다. 전체 샘플의 세부 내용을 확인해보면, 일부 소형주에서 권리락 착시 효과로 권리락일에서 주가가 급등한 몇몇 사례의 영향이 컸던 걸로 나온다(권리락으로 인해 균형주가가 하락하는 것이 맞음에도 단순히 주가가 싸보이는 착시로 다시 주가 상승이 나타나는 경우). 해성옵틱스(2021), 원익큐브(2017), 삼보산업(2017) 사례가 모두 상한가에 가까운 급등 사례다. 이 경우 소형주의 아웃라이어 영향으로 수치가 부각된 측면이 크다.

한편 “납입일~신주상장일” 기간 동안의 기간 수익률은 -5.1%를 기록했다. 해당기간의 평균일수는 13.0일이다. 해당 기간의 단기 변화 같은 케이스도 추가 분석의 여지가 남아있다.

4) 소결

유상증자 청약 이슈와 후반부 주가 변동 내용을 정리하면 다음과 같다.

현주가와 동일한 가격에 유상증자가 이루어지면 기본적으로 주가 희석 효과가 발생하지 않는다. 이때 기존주주는 유상증자 청약 여부에 따른 손익 변화가 없다.

만약 할인 발행 유상증자라고 하면, 기존주주가 청약을 하지 않는다면 새 주식을 싸게 사는 권리를 포기함으로써 손실이 발생하게 된다. 이때 할인이 크고, 신주 발행이 많을수록 손실도 커지게 된다. 그리고 유상증자 뉴스에 의한 주가 변동은 보통 공시 발표일 전후에 집중된다. 청약일 등 유상증자 절차 후반부에서 경험적인 주가 변동의 패턴은 확인되지 않았다. 즉, 주가가 급변동하는 것은 공시일 전후에서 주로 끝나버리고, 이후에 주가 급등락하는 경우는 별로 없다. 그러므로, 그 시점에서 싸게 사는 권리를 굳이 포기할 이유는 특별히 없다고 하겠다. 따라서, 할인 발행 유상증자 케이스에서는 청약일에 주주가 일반적으로 청약 권리 행사를 하는 것이 합리적인 투자 방식이라고 볼 수 있다.

한편, 주주배정 유상증자에서는 청약 권리 행사 대신 신주인수권증서를 매도하는 방식으로 희석 효과를 방어하는 방법도 가능하다.

(청약 이벤트 자체의 시각으로 보면, 유상증자 청약의 완판 혹은 미달 소식은 그 자체로 시그널을 주는 영향이 있다. 유상증자 청약 미달은 결국 자금 조달에 대한 대상 주주나 투자자의 평가가 낮다는 것으로 보여주므로, 해당 이벤트 발생 시 사후 주가 하락으로 연결되는 것이 일반적이다.)

근본적으로는, 유증 후반 일정까지의 장기 투자수익률에는 평균의 함정이 있다고 할 수 있다. 평균은 영향 없음에 가깝지만, 케이스별로 어떤 사례는 주가 급등, 어떤 사례는 주가 급락 등 다양한 결과가 나온다. 따라서 이벤트에 대한 펀더멘털 분석 과정을 동반하는 것이 더 나은 접근법이라고 하겠다.

V. 결론

최종 결론을 정리하면 다음과 같다.

유상증자 공시 이벤트는 보통 주가 영향이 크고, 유상증자 배정 방식에 따라서 그 주가 영향이 다르게 나타난다.

전 종목 기준에서의 패턴을 보면, 주주배정 유상증자와 일반공모 유상증자를 공시할 때 주가 하락이 나타났다. 특히 주주배정의 경우 하락 폭이 컸다. 반면, 3자 배정 유상증자는 주가 상승이 나타났다.

대형/중형주 기준에서는 전체적으로 공시의 주가 수익률 영향 강도가 작아졌다. 그러나, 주주배정 유상증자의 경우에는 여전히 큰 폭의 주가 하락이 나타나는 것이 확인된다.

유상증자 공시 시점에서의 주가 영향이 가장 크고, 그 이후 시점에는 유의미한 주가 변화가 나타나지 않았다. 유상증자를 할인 발행할 경우에는 주가 희석 효과가 발생하는데, 주주 배정의 경우 청약율 하이어야만 희석 효과를 만회할 수 있다. 따라서, 특별한 이유가 없는 경우, 주주 배정 시에는 유상증자 청약을 통해 싸게 살 권리를 일반적으로 행사하는 것이 합리적이라고 하겠다.

그리고, 주주 배정 유상증자에서는 청약 이전에 유상증자 신주인수권증서를 거래할 수 있다. 따라서, 증자 참여 대신 신주인수권증서를 매도하는 방식으로 희석 효과를 방어할 수도 있다.

근본적으로는, 유증 후반 일정까지의 장기 투자수익률에는 평균의 함정이 있다고 볼 수 있다. 평균은 영향 없음에 가깝지만, 케이스별로 어떤 사례는 주가 급등, 어떤 사례는 주가 급락 등 다양한 결과가 나온다. 따라서 이벤트에 대한 펀더멘털 분석 과정을 동반하는 것이 더 나은 접근법이라고 하겠다.

삼성 All That Quant

[팩터 모델 이론 및 실천 전략]

- [22/5/25 "경기 국면에 따른 리스크 팩터 배분 전략" - 리스크 팩터 전반에 대한 설명과 함께 팩터와 경기 국면을 결합한 투자 전략을 제시](#)
- [21/11/17 "퀀트 모델 추천 종목 - 매크로 다이나믹 모델 재정보" - 매크로 다이나믹 모델의 최신 개선 전략을 제시](#)
- [21/2/24 "이익모멘텀의 차별화" - 종목 특성을 감안한, 변동성 조정 이익모멘텀 팩터 전략을 제시](#)
- [21/1/11 "주식 스타일 Fact Book - 주식 스타일 및 매크로 변수 상관성 팩트 체크" - 주식 스타일 분석 체계의 정리 및 매크로 변수 연결](#)
- [20/9/4 "업종 투자의 Dynamics" - 업종 기준 팩터 모델을 통한, 업종 배분 전략법 제시](#)
- [19/5/28 "Carhart 4 팩터 모델 - On Persistence in Mutual Fund Performance 논문 해설" - Carhart의 4 팩터 논문 번역과 해설 수록](#)
- [19/4/15 "팩터 모델의 구조와 해설 - Factor Models for Asset Returns" - 팩터 모델 이론에 대한 상세 설명 자료](#)
- [18/7/3 "Fama-French 3 팩터 모델 - 후편" - Fama & French의 3팩터 모델 1993년 논문에 대한 전문 번역과 한국 시장 분석 추가 자료](#)
- [18/5/8 "Fama-French 3 팩터 모델 - 전편" - Fama & French의 3팩터 모델 1992년 논문에 대한 전문 번역과 한국 시장 분석 추가 자료](#)
- [17/11/15 "코스닥 계량투자 Factor Book - KOSDAQ 주식의 주가 드라이버는 무엇인가?" - 코스닥 시장에서의 팩터/스타일 특성을 분석](#)
- [15/10/20 "가치주 투자와 금리의 연관성" - 금리와 가치/성장 스타일의 인과 분석을, Equity Duration 개념을 활용하여 국내 최초로 제시](#)
- [14/11/24 "투자 Horizon에 따른 퀀트전략 변화 - Advanced Factor Book" - 1M ~ 6M의 투자 기간별로 팩터 모델 백테스팅 분석](#)
- [14/5/28 "퀀트 기반의 페어 롱숏 전략" - 업종마다 다르게 적용하는, 업종 내의 최적 종목 팩터 모델 탐색법](#)
- [13/4/23 "매크로 기반 Dynamic Quant 모델" - 매크로 국면 판단에 기반한 동적 팩터 투자 모델 정리](#)
- [12/2/27 "스타일 로테이션의 허와 실" - 스타일 로테이션 전략의 형태로서 모멘텀 방식, 리버전\(컨트레리안\) 방식, Asness 방식을 각기 비교 분석](#)

[시장 전망 분석 및 모델]

- [22/3/14 "KOSPI 마켓 타이밍 모델" - CAPE 지표를 활용한 효과적인 주식 마켓 타이밍 모델 제시](#)
- [21/5/26 "지금 바로 쓰는 ESG 전략" - ESG 데이터의 활용법과 ESG 기반 투자전략의 성과 실증 분석](#)
- [20/10/28 "한국이 MSCI 선진시장에 들어가야 하는 이유" - MSCI 선진시장 승격의 당위성과 승격 시의 변화 등에 대해 총정리](#)
- [19/11/18 "코스피 단기예측 AI 모델 - 랜덤 포레스트 기법을 활용한 머신러닝 기반 모델" - 랜덤 포레스트 기반의 시장 예측 모델 및 소스 코드 제시](#)
- [19/9/3 "코스피 단기예측 모델 - Part 1. 매크로 지표 설명" - 전통적인 스코어링 방식의 시장 예측 모델](#)
- [18/2/13 "주식 밸류에이션과 금리에 대한 소고" - 장기 관점에서의 금리와 주식시장 밸류에이션의 관계 분석](#)
- [15/7/20 "퀀트 Investment Clock, 한국편" - 성장과 물가 지표를 조합한 4개 국면 기반의 자산배분 모델 제시](#)
- [15/3/16 "주식시장 업종분류 Guide - GICS 중심의 업종분류 현황과 향후 변화" - GICS 및 국내의 업종 분류 기준에 대한 상세한 설명](#)
- [14/4/24 "CAPE in Everywhere - Cyclically Adjusted P/E의 다용도 활용 분석" - 한국 증시의 CAPE 지표에 대한 본격 분석](#)

[퀀트 전략 일반]

- [22/5/17 "퀀트 모델링 A to Z - \(5\) 포트폴리오 밸류에이션 지표 계산법 \(가중 조화평균\)" - 가중 조화평균을 활용한 포트폴리오 지표 산출법 정리](#)
- [22/2/7 "변동성 장세에서의 레버리지 투자 위험 - 레버리지 ETF의 장기 투자가 위험한 이유" - 변동성 손실에 대한 Rule of thumb과 직관적 설명 제시](#)
- [21/11/5 "MSCI 지수 설명서 ver 2.0" - MSCI 지수에 대한 포괄적 설명과 MSCI 지수 방법론 전문 번역](#)
- [21/6/17 "퀀트 모델링 A to Z - \(4\) 로짓 모델\(로지스틱 회귀 모델\)" - 로짓 모델에 대한 이론 설명과 파이썬 활용법 설명](#)
- [21/6/16 "퀀트 모델링 A to Z - \(3\) Penalized Regression \(벌점 회귀 분석\)" - 벌점 회귀 분석에 대한 이론 설명과 파이썬 활용법 설명](#)
- [21/4/7 "퀀트 모델링 A to Z - \(2\) HP필터" - HP필터에 대한 이론 설명과 파이썬 활용법 설명](#)
- [21/4/7 "퀀트 모델링 A to Z - \(1\) 회귀분석" - 회귀분석에 대한 이론 설명과 파이썬 활용법 설명](#)
- [19/1/8 "어닝 서프라이즈 모델 개선 전략" - 어닝 서프라이즈를 효과적으로 활용하는 이벤트 드리븐 전략 제시](#)
- [17/7/3 "지주사 페어 트레이딩 전략 - 지주사 전성시대와 Pair trading의 귀환" - 지주사와 자회사 페어를 활용한 페어 트레이딩 전략](#)
- [17/3/8 "Volatility Drag - 레버리지 투자 수익과 변동성 손실의 관계" - 변동성 손실 개념과 레버리지 상품의 위험성에 대한 상세 설명](#)
- [16/1/4 "기계학습\(Machine Learning\)과 투자전략 - 빅 데이터 기반: Naive Bayes Classifier의 활용" - 머신 러닝에 기반한 퀀트 전략 개발](#)

Compliance notice

- 보고서는 철저히 계량적 분석에 근거한 의견을 제시합니다. 따라서 당사의 대표 투자 의견과 다를 수 있습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 7월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 7월 8일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA