



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

경영학석사 학위논문

# 해운기업의 회사채발행이 주가수익률에 미치는 영향에 관한 연구

A Study on the Impact of Corporate Bond Issuing of Shipping Companies on Their Stock Return



한국해양대학교 대학원

해운경영학과

김 국 진

본 논문을 김국진의 경영학석사 학위논문으로  
인준함.

위원장 조성철 ①

위원 신용준 ①

위원 이기환 ①



2016年 6月

한국해양대학교 대학원  
해운경영학과

## < 목 차 >

Abstract .....	V
<b>제1장 서론</b>	
제1절 연구의 목적 .....	1
제2절 논문의 구성 .....	2
<b>제2장 이론적 배경</b>	
제1절 정보 불균형에 대한 신호전달의 효과 .....	3
제2절 자본구조이론 .....	4
제3절 회사채 차환에 대한 연구 .....	9
<b>제3장 채권 발행시장과 회사채발행</b>	
제1절 채권 발행시장의 추이 .....	11
제2절 회사채발행의 장·단점 .....	13
제3절 해운기업의 특성과 회사채발행 .....	13
<b>제4장 선행연구</b>	
제1절 해외연구 .....	21
제2절 국내연구 .....	24
<b>제5장 통계분석</b>	
제1절 분석의 개요 .....	28
제2절 표본의 선정 .....	28
제3절 가설의 설정 .....	29

제4절 연구의 방법 .....	31
제5절 분석의 결과 .....	33
제6장 결론 .....	40
참고문헌	
<국내문헌> .....	42
<외국문헌> .....	44
부록 A .....	46



## < 표 목차 >

<표 1>	.....	34
<표 2>	.....	36
<표 3>	.....	38



< 그림 목차 >

[그림 1]	.....	14
[그림 2]	.....	16
[그림 3]	.....	17
[그림 4]	.....	18
[그림 5]	.....	18
[그림 6]	.....	19
[그림 7]	.....	20
[그림 8]	.....	35
[그림 9]	.....	37
[그림 10]	.....	39



## Abstract

### A Study on the Impact of Corporate Bond Issuing of Shipping Companies on Their Stock Return

Kim, Kuk-Jin

*Department of Shipping Management  
The Graduate School of  
Korea Maritime and Ocean University*

Supervised by Professor Lee, Ki-Hwan

The purpose of this study is to analyze the impact of debt offering of shipping companies on stock prices at the initial announcement of bond issue. In addition, this paper is categorized to object of issuing corporate bonds.

In order to study, total 65 samples were subdivided into two groups: 33 samples of bond issuing to raise the new fund and 23 samples of bond issuing to pay back existing bonds. These samples consist of debt offerings made from January 2000 to May 2015.

For this case, using the date for average abnormal return (AAR) and cumulative abnormal return (CAR) are calculated by market adjusted return model.

Issuing corporate bond to increase the debt ratio is generally



reduced enterprise value after the initial announcement of bond issue. Moreover, bond issue shows the difference of CAR around the initial announcement of debt offering. A further important consideration is the difference of CAR in the initial announcement of debt issue between issuing corporate bond for the purpose of operation and conversion. Namely, the figure for CAR not changed from around the initial announcement of bond issue during the purpose of conversion.

As a result, market responds indicate fairly different patterns about issuing corporate bonds in the purpose of use. It means that investors tend to choose their decision by observing market responds for the debt ratio of shipping companies. Simply put, it could recognize that the increase of debt ratio have gradually negative effect on stock return.



# 제1장 서론

## 제1절 연구의 목적

기업의 자금조달문제는 자기자본과 타인자본의 조달을 선택하는 단계에서 출발하였고 자본조달의 선택에 영향을 미치는 원인에 대한 연구로 발전하였다. 자본조달에 관한 연구는 자기자본과 타인자본의 결합관계에 대한 자본구조이론으로 일반화되었다. 이렇게 형성된 자본구조이론은 일정한 투자정책과 배당정책 하에서 자본구조만을 변경시키는 재무의사결정이 기업가치 또는 주주의 부에 미치는 효과를 분석하기 위한 것이다. 다시 말해, 자본구조의 변화가 기업의 가치에 영향을 미치는가와 최적의 자본구조는 달성이 가능한가의 문제로 요약된다.

MM이론에서 출발한 자본구조의 문제는 점차 법인세, 과산비용 등을 고려하면서 완전자본시장에 대한 가정을 완화시키는 방향으로 연구가 이루어져 왔다. 이러한 측면에서 기업의 타인자본을 증가시키는 사건으로 볼 수 있는 회사채발행에 관한 연구는 기업의 자본구조 변화가 과연 기업가치의 변화를 유도하는지를 파악하고 고찰하는 것으로 의미 있는 연구라 할 수 있겠다.

기존의 자본구조 이론에서는 주어진 재무환경에서 기업 가치를 가장 높이는 최적 자본구조의 선택에 대한 재무적 의사결정을 한다. 하지만, 실제 기업경영에 있어서는 일정한 재무환경이 주어지지 않는다. 뿐만 아니라, 어느 시점에서나 자본구조를 변화시킬 수 있는 상황이 발생할 수 있다. 이 상황을 감안한다면, 회사채발행 공시는 자본구조를 변화시키는 중요한 사건으로 간주를 할 수 있다. 이러한 이유로 자본시장에서는 회사채발행 공시에 대하여 반응을 하게 될 것이다.

여기서, 중요한 점은 회사채발행이 담고 있는 정보가 회사채발행 목적에 따라 다르게 나타날 수 있을 것이라는 점이다. 즉, 회사채발행 공시가

일률적으로 시장에 긍정적인 효과만을 가져오거나 부정적인 효과만을 가져온다는 것이다. 일반적인 가정보다는 회사채발행 목적에 따라 투자자들이 그 정보 효과를 어떻게 달리 인식하고 있는지를 조사해 보는 것이 보다 의미 있는 연구라 할 수 있을 것이다.

또한, 일반기업을 대상으로 한 회사채발행이 주가수익률에 미치는 영향에 관하여 활발한 국내외 연구가 이어져 왔으나, 해운기업을 중심으로 연구한 논문은 매우 부족한 실정이다. 이런 실정에서 일반기업들과는 다른 특성을 지닌 해운기업을 파악해 보고자 우리나라에서 상장된 해운기업을 중심으로 연구를 진행하고자 한다.

결론적으로 본 연구는 회사채발행과 관련된 여러 가지 이론에 입각하여 우리나라의 자본시장에서 회사채발행 공시가 해운기업의 주가수익률에 어떤 영향을 미치는지를 고찰을 통해 연구하고 투자자가 인식하는 회사채발행 정보의 효과를 파악하고자 한다. 또한, 회사채를 발행 목적별로 분류하여 목적에 따른 발행의 정보효과가 주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 연구의 목적으로 한다.

## 제2절 논문의 구성

본 논문의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어 제2장에서는 자본구조와 기업 가치에 관한 이론적 배경을 살펴본다. 제3장에서는 우리나라 채권시장의 발전과 채권발행, 해운기업의 회사채발행에 대해 알아보고, 제4장에서 회사채발행관련 선행연구를 고찰한다. 이어서, 제5장에서는 지난 15년 동안 4개의 해운기업에서 발행한 회사채자료를 활용하고 시장조정수익률모형을 통해 회사채발행을 목적별로 분석한다. 마지막으로 제6장에서 분석에 대한 요약 및 결론, 연구의 한계와 향후 연구방향에 대하여 논할 것이다.

## 제3장 이론적 배경

자금조달방법은 기업의 재무구조에 있어서 가장 중요한 결정요인 중 하나이다. 1997년 외환위기, 2008년 금융위기 등과 같이 경제적으로 어려운 상황에서 업종의 전반적 불황이나 회사의 신용문제 등으로 은행차입이 불가능하다면 회사채발행을 통한 타인자금조달이 일반적으로 활발하게 일어난다. 이러한 자금조달방법이 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는가를 나타내는 지표 중 주가수익률이 대표적이라 하겠다.

즉, 기업의 회사채발행은 자금조달방법이 주가수익률을 극대화할 수 있는 최적자본구조의 결정과 관련된 내용이라 할 수 있는데 전통적인 자본구조이론에서는 주가수익률을 높이기 위해 자기자본과 타인자본을 현명하게 결합해야 한다는 것이다.

### 제1절 정보 불균형에 대한 신호전달의 효과

Akerlof(1970)는 자동차 중고시장을 이용하여 정보 불균형으로 인한 역 선택의 문제를 해결하기 위한 수단으로서 신호전달을 사용한 최초의 학자이다. 그는 정보 불균형을 없애기 위해 중고자동차의 품질과 통계적으로 관련이 깊다고 생각되는 특성들을 찾아내어 이 특성을 품질예측 대용치(Proxy)로 이용해야 한다고 주장하였다.<sup>1)</sup> 시장의 경우와 마찬가지로 자본시장의 경우도 정보의 차이가 존재한다. 기업의 경영자는 현재이익이나 미래 기업가치 등에 대해 투자자보다 더 많은 정보를 갖고 있고 이러한 정보차이로 인하여 생산된 시장가격은 기업의 내부정보를 반영할 수 없는 정보 불균형에 빠지게 된다. 그의 연구에서 도장이나 오염의 정도가 신호이며, 제조년도나 주행거리는 지수라고 하였다.

결론적으로, 대용치의 사용이 정보를 제공하는 신호로 사용되어 제품의

1) Akerlof, George, "The market for lemon quality uncertainty and the market mechanism". Quarterly Journal of Economics(1970), pp. 488-500.

질을 효과적으로 분류하며, 그 결과 시장에서 신호와 연결되는 가격에 도달하게 되어 정보적 균형상태에 도달하는 것을 의미한다.

기업재무의 영역에서 신호전달의 문제를 중점적으로 다룬 사람은 Leland and Pyle(1977)이다. 그들은 대출시장에서의 정보 불균형 때문에 금융기관이 존재하며, 이 정보 불균형을 제거하기 위한 방법으로 금융기관은 정보를 생산한다고 주장하였다.<sup>2)</sup>\* 또한 그들은 공공재적 성격의 정보를 직접생산하고 이 정보를 이용하여 금융기관의 여러가지 금융자산들을 구입하여 보유하게 되면 전유성(appropriability)<sup>3)</sup>과 신뢰성(reliability)<sup>4)</sup>문제가 한꺼번에 해결될 수 있다고 주장하였다. 즉, 정보생산자가 금융기관을 만들어 스스로에게 투자하려는 행위는 곧 생산하고자 하는 정보의 품질 및 그 정보에 의해 투자된 자산의 품질에 대한 좋은 신호전달을 통해 신뢰성에 대한 문제가 해결될 수 있다고 본 것이다.

## 제2절 자본구조이론

### 1. 정보비대칭 하에서 신호이론

Ross(1977)의 연구에서는 경영자가 시장의 신호로써 부채비율을 사용한다고 하였다. 부채의 증가는 기업의 가치를 증가시킨다고 보았는데 부채의 사용이 곧 투자수요와 연결되며, 현금흐름창출능력이 있다는 신호를 시장에 전달하게 된다는 것이다. 즉, 그의 연구에서는 레버리지 증가를 통해 기업가치에 대해 긍정적인 신호를 주어 그 기업의 주가가 상승한다고 보는 것이다. 반면, 부채의 감소는 좋은 투자 안이 없다는 부정적인 신호로 작용할 수 있는데 이것은 기업에 의하여 사용되는 부채와 지분의

2) Leland, H. and D. Pyle, "Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries", Journal of Finance 32(1977), pp. 371-387.

3) 정보는 공공재적 특성을 지니고 있기 때문에 정보생산자가 정보생산에 따른 보상을 지불받지 못하게 되는 경우를 말함.

4) 정보사용자가 생산된 정보의 품질을 제대로 평가하지 못하는 경우를 말함.

크기가 외부투자자들에게 기업의 내용에 대한 정보로서의 신호역할을 한다고 주장하였다. 다시 말해, 기업의 경영자는 좋은 투자 안이 있을 시보다 많은 부채를 사용할 것이라는 것을 뜻한다. 좋은 투자 안을 가진 기업은 부채를 증가시키고 그렇지 못한 기업은 부채의 비율이 그대로이기 때문에 파산할 수 있다고 말하고 있으며, 정보비대칭이 존재하는 시장에서 부채가 많은 기업의 가치가 높다고 설명하고 있다.

결과적으로 Ross(1977)의 연구에서는 부채비율을 증가시키는 것은 시장에서 정(+)<sup>1</sup>의 부호를 전달하기 때문에 회사채발행은 주가수익률에 정(+)<sup>2</sup>의 영향을 준다고 주장했다.

Heinkel(1982)은 Ross(1977)의 모형에서처럼 비용이 들지 않는 신호 전달모형을 보여주었는데 자본구조가 기업가치에 대한 정보를 제공하는 신호라고 보았다. 그는 정보 불균형을 가정했을 때 기업의 외부자는 기업의 평가등급에 대해서는 알 수 없고 단지 부채액면가만을 알고 있으며, 기업의 내부경영자는 기업의 평가등급을 알고 있다고 가정하였다. 이렇게 되면 기업의 내부경영자는 부채나 주식이 과대 또는 과소평가되었을 경우 이득을 취하려는 유인이 발생하게 되어 외부자금조달시장은 없어질 수도 있다고 하였다. 따라서 외부자금조달 시장이 성립하기 위해서는 경영자가 정확한 신호를 전달하는 것이 효용을 극대화하는 것이라고 보았다. 즉, 그의 연구에서는 경영자가 기업가치에 대한 정보를 제공하는 신호를 자본구조라고 본 것이다. 결국 투자자의 기업에 대한 예측은 자본구조 정책에 의한 것이며, 시장에서의 기업의 가치는 사용되는 부채의 양에 따라 결정된다고 보았다. 결과적으로 큰 기업일수록 부채를 더 많이 사용하고 기업은 투자자에게 낙관적인 견해를 제공하기 위해 많은 회사채를 발행한다는 것이다.

Leland and pyle(1977)은 정보비대칭 하에서 경영자의 지분율이 유용한 신호가 될 수 있다고 주장하였다. 기업내부의 현금흐름에 대한 정보는 기업경영자만이 알고 있으며, 정보를 알 수 없는 투자자들에게 정보전달 수단으로 경영자의 지분율을 사용한다는 것이다. 수익성이 높은 투자 안

이 있을 경우 경영자는 성과의 극대화를 위해 많은 자금이 필요하게 되고 외부로부터 자금을 조달할 것이다. 이 때, 경영자는 지분율을 높여 시장에서 투자수요가 많다는 신호전달을 통해 기업은 보다 많은 부채를 사용할 수 있게 되므로 부채가 많으면 많을수록 기업가치가 커진다고 하였다. 즉, 내부지분율의 상승은 많은 투자수요가 있다는 신호작용을 통해 지분율과 부채사이에는 정(+)의 관계가 있다고 본다.

## 2. 자본조달순위이론(Pecking order theory)

기업에서는 발행비용과 조달기간, 세제, 기업지배구조의 문제 때문에 자금을 조달할 경우 내부자금을 우선 사용하고 외부조달의 경우는 주식보다는 부채를 더 선호한다. 자본조달순위이론은 경영자가 자금을 조달할 때, 자본조달순위에 영향을 미친다는 것으로 다른 투자기회를 포기할지라도 주주들을 위하여 주식발행을 포기할 수 있다고 말한다.

Myers and Majluf(1984)는 불완전시장에서 존재하는 정보비대칭으로 인해 외부자금을 조달하기 위한 방법으로 주식을 발행하게 될 경우는 기업의 가치에 대한 평가가 낮아질 가능성이 높고 이는 자금조달비용을 상승시켜 NPV<sup>5)</sup>를 감소시킬 우려가 있다고 하였다. 그들의 연구에서는 주주들의 이익을 극대화하기 위해 경영자가 행동한다고 하였는데 이를 위해 기업의 자금을 조달하는 방법으로 우선적으로 유보이익을 사용했고 그 다음으로 부채를 사용, 그래도 자금이 부족할 경우는 신주를 발행한다고 했다. 이는 시장이 완전하다고 했을 경우에 주식의 조달비용이 내부자금 조달비용보다 높기 때문에 기업은 내부자금, 부채, 신주발행의 순서를 보여준다는 것이 자본조달순위 이론이다. 즉, 자본조달순위 이론에서 수익성이 높은 기업은 유보이익이 많기 때문에 회사채발행이 적을 것이고 반대로 그렇지 못한 회사는 유보이익이 낮기 때문에 회사채발행을 많이

---

5) 순 현재 가치(Net Present Value, NPV)는 어떤 사업의 가치를 나타내는 척도 중 하나임. 사업의 전체기간동안 순편익 흐름을 합산하여 0보다 크면 투자를 결정함.

할 것으로 볼 수 있다.

결국, 증권발행에 대한 정보는 기업의 유보이익, 부채조달을 통한 자본을 사용해도 자금의 부족을 나타내는 정보신호로 기업 가치에 나쁜 정보로 판별되어 부(-)의 효과를 미친다고 하였다.

Miller and Rock(1985)은 투자자들은 기업에 대한 생산기회 정보만 알고 내부현금흐름에 대해 모르는 정보비대칭상태를 가정하였다. 그들의 연구에서는 증권의 발행은 기업의 현금흐름에 대한 자금부족신호를 시장에 전달하여 주가수익률이 부(-)의 결과가 나타난다고 하였다. 또한 회사채 발행의 규모가 크면 클수록 부(-)의 효과가 더 크다고 보았다.

### 3. 파산비용이론

파산비용이란 기업이 부채의 원리금을 갚지 못하여 파산할 때 발생하는 제반비용을 말한다. 주주들이 채무를 이행하지 못하게 된 경우로 기업 가치가 부채의 원금보다 적어서 주주들이 기업의 소유권을 포기하여 발생한다. 파산비용은 다시 직접파산비용과 간접파산비용으로 나뉜다.

직접파산비용은 파산을 처리할 때 변호사, 회계사, 법정대리인 등에게 지불되는 수수료와 같이 직접 소요되는 비용을 말한다. 기업이 파산 시에 지불해야 할 금액이 커지게 되면 투자자들은 기업의 파산에 대한 우려를 하게 되고 기업은 자금을 조달하기 위해 더 높은 이자를 지불해야 한다. 즉, 회사채를 발행하여 기업의 부채비율을 높이는 것은 투자자들로 하여금 기업에 대한 불안을 키우게 되어, 주가에 부정적인 영향을 미친다. 간접파산비용의 경우는 더욱 불리한 조건으로 자금을 조달하거나 주요 종업원의 기업이탈, 그 기업에 대한 제품공급자의 상실, 고객 측의 신뢰를 얻지 못하여 발생하는 매출액의 감소, 운전자본 및 소요자금을 조달하기 위하여 정상가격 이하로 고정자산을 매각하는 등의 손실을 말한다. 마찬가지로 부채를 통한 자본조달은 기업의 재무 상태에 대한 불안요인으로 작용하게 되는데 상품의 질이나 서비스측면에서 불안감을 느낀 소비자는



그렇지 않은 기업의 상품을 소비함으로써 재무가 불안한 기업은 점차 시장에서 신용도와 점유력이 떨어지게 된다. 이는 간접비용측면에 있어서 회사채발행은 부정적인 영향을 미친다.

Kraus and Litzenberger(1973)는 파산비용이론을 법인세와 파산비용의 두 가지 요인을 고려하여 최적 자본구조를 설명했다. 기업이 부채를 많이 사용하면 이자비용에 대한 법인세 감세효과의 증가로 이어지지만 파산가능성도 같이 증가하게 되어 기업의 자본비용을 증가시키는 결과를 가져온다고 보았다. 이자비용 증가와 법인세 감세효과의 사이에서 상관관계를 고려하여 최적 자본구조를 발견할 수 있다 하였고 한계파산비용과 한계법인세 감소 액이 만나는 수준에서 기업의 가치가 극대화되는 최적 자본구조가 성립한다고 주장하였다.

#### 4. 대리인비용이론

Jensen and Meckling(1976)이 발표한 대리인비용이론은 주주와 경영자 사이에 발생하는 대리인문제를 해결하는데 소요되는 비용을 말한다. 즉, 대리인관계란, 위임자(Principal)가 의사결정권한을 대리인(Agent)에게 위임한 계약을 말하는데 대부분의 기업은 자본을 외부로부터 지원받아 의사결정을 하게 되므로 자금의 공급자인 투자자가 위임자가 되고 경영자는 대리인이 된다는 것이다.

이러한 비용이 발생하는 요인으로 서로간의 목표가 다르고 정보의 정도가 다르기 때문에 대리인비용이 발생한다고 보았다. 대리인비용에는 확증비용<sup>6)</sup>, 감시비용, 잔여손실비용<sup>7)</sup> 등이 있다.

Myers(1977)는 기업의 부채사용은 투자자로부터 위임을 받은 경영자가 정(+)의 NPV의 투자 안을 포기하고 과소투자(Under investment problem)를 유발시켜 기업가치의 감소를 가져온다고 보았다. 이 이론은

6) 대리인이 주주나 채권자에게 자신의 행위가 위임자에게 상반되는 행동을 하지 않고 있음을 증명할 때 발생하는 비용임. 재무상황 보고나 이를 공인받는 비용을 말함.

7) 확증비용과 감시비용을 제외한 대리인비용을 말함.

기업의 부채가 많을수록 투자지출에 대한 제한을 받게 되므로 부정적인 영향을 주고 이는 과소투자문제로 결부된다는 것이다. 이 문제는 투자기회가 많은 기업에서 빈번히 발생하며, 부채와 투자지출에 부(-)의 관계가 큰 기업일수록 더 두드러지게 나타날 것으로 예상할 수 있다.

반대로 Jensen(1986)과 Stulz(1990)는 기업의 높은 부채사용은 경영자가 낮은 성과의 투자 안을 투자하는 것을 억제하고 NPV가 높은 투자 안을 선택하게 된다고 하였다. 즉, 부채의 사용은 궁극적으로 높은 성과의 투자 안을 선택하게 하므로 기업가치가 커질 것으로 보았다. 그는 투자기회가 낮은 기업에서 많이 나타날 것이며, 부채와 투자지출 사이의 부(-)의 효과가 낮은 기업에서 두드러질 것이라는 상반된 의견을 내놓았다.

한편, 또 다른 대리인이론의 관점<sup>8)</sup>에서 보면 경영자는 주주를 위한 장기적 이익보다는 자신을 위한 단기적 이익에 집착하는 유인이 있다. 경영자는 기업의 가치가 증대되더라도 그 성과는 주주에게 귀속되고 경영자 자신에게 돌아오지 않기 때문이다.

따라서 경영자는 수익성과 효율성을 추구하기 보다는 단기적 성과에 치중한 외형적 성장을 위해 과대투자(Over-Investment)를 하게 되는데 이는 자신의 능력을 인정받아 보상받게 되는 계기가 되기 때문이다.

### 제3절 회사채 차환에 대한 연구

상기의 연구에서 제시된 기업의 레버리지를 변경시키는 증권의 발행과는 달리 발행 후에도 기업의 레버리지를 변화시키지 않는 증권이 발행되는 경우가 있는데, 앞선 부채의 차환을 목적으로 발행하는 회사채의 경우이다.

이와 관련된 가설은 다음과 같다.

---

8) 김지수, 조정일, “기업의 투자지출과 자금조달의 관계에 관한 연구”, 재무관리 연구 제18권 제2호, 2001, pp. 1-25

## 1. 만기연장가설

사채차환의 만기연장가설(The maturity extension hypothesis)은 부채의 차환으로 발행하는 회사채의 만기는 일반적으로 기존 회사채의 만기를 초과함으로써 기존의 부채가 약정대로 만기 되었을 때 조달되어야 하는 자금에 대한 새로운 자금조달의 형태가 된다는 가설이다.

차환의 이유가 투자가치가 있는 미래의 투자 안을 위한 것이라면 만기를 연장하는 차환의 공표는 보통주 수익률에 양(+)의 움직임을 가져올 것이며 반대로 차환의 주요 원인이 단순히 기존 부채의 만기를 연장하기 위한 것이라면 레버리지의 증가는 파산위험을 증가시키는 것이므로 보통주의 가격은 하락하게 된다는 것이다.

## 2. 이자비용절감가설

이자비용절감가설(The interest savings hypothesis)에 따르면 차환의 주요목적은 이자비용을 줄이기 위한 것이다. 시장이자율이 회사채발행 후에 충분히 하락한다면 기업은 기존의 부채를 상환하고 보다 낮은 이자율로 새로운 회사채를 발행함으로써 이자비용을 절감 할 수 있다. 차환은 나중에 이자비용절감이 뒤따르면 현금유출이 필요한 투자의 결정으로 간주된다.

이자비용절감액의 현가가 현금유출 액을 초과하는 경우 차환은 양(+)의 순 현가를 가진 투자결정이 된다. 따라서 차환이 양(+)의 순 현가를 가진 것으로 가정할 때, 차환의 공표는 양(+)의 주가반응을 유발하게 될 것이다. 이자비용절감에 따른 이익은 기존 부채와 새로운 회사채의 액면가가 같은 경우 레버리지의 감소를 의미한다.

## 제3장 채권 발행시장과 회사채발행

### 제1절 채권 발행시장의 추이<sup>9)</sup>

우리나라에서는 재정적자를 보전하기 위하여, 1949년 건국국채를 발행한 후 '53년 산업부흥국채, '68년 도로채, '70년 국민투자채권, '75년 양곡증권, '77년 재정증권, 등 대체로 국공채를 중심으로 한 채권발행시장이 발달되었다.

이때까지 공모에 의한 사채발행이 전무한 상태였으나 '71년 말의 불명사채에 대한 세제상의 규제조치와 '72년의 공금리인하 조치가 단행되고 경기가 상승하여 기업의 자금수요가 증가한 반면 은행대출 등 간접금융에 의한 자금조달이 어려워짐에 따라 회사채를 통한 자금조달의 필요성이 증대되었다.

'72년 3월 동아제약이 무보채 2억 5,000만원을 최초로 공모발행 함으로써 국공채 편중의 구조적 과행성에서 탈피할 수 있었다. 그 후 '73년의 8·3조치로 인한 사채동결 및 기업공개 유도 등에 따라 회사채시장이 다소 위축되었으나 '74년 이후 금리를 하향 조정하고 회사채시장 활성화를 위하여 「사채보증제도」를 도입함에 따라 회사채발행을 통한 기업자금조달이 활기를 띠기 시작했다.

정부가 채권시장활성화 방안을 발표한 '70년 중반 이후, 물가안정을 위한 금융긴축을 강화하면서 기업은 금융기관으로부터의 자금조달이 어려워져 회사채발행을 증가시켰으며, '78년 이후부터는 주식발행을 압도해왔다.

그러나 '88~'89년에는 주식시장의 활황으로 주식발행에 의한 자금조달이 급격하게 늘어나고 '89년 이후 주식시장이 침체되고 은행대출이 억제되면서 회사채발행시장으로 다시 자금수요가 몰리게 된다. 이때부터 투신사외에 은행·보험·기금 등의 회사채 인수단 참여, 3년 이상 만기 회사채발

9) www.hycbond.com, 한양채권투자컨설팅 참조

행수익률 자유화, 시중은행의 사모사채 인수업무 허용 등 일련의 조치를 취하였다.

‘90년 이후 주식시장이 장기침체에 접어들면서 기업공개 및 주식발행이 어렵게 되자 회사채물량이 크게 증가하였으며, ‘92년 정부의 금리인하의지에 따라 발행물량 조정을 받고 금융채 등은 발행금리를 인하하였다. 그리고 93년 8월 금융실명제 실시로 회사채발행이 급증하였으나 소화가 원만하지 못하였다. ‘94년 경기확장국면 진입하고 장기안정자금수요로 회사채를 발행하였고 변동금리부사채를 발행하기에 이르렀다.

‘97년 정부는 금융시장개방을 앞두고 채권시장의 활성화 및 기업의 직접금융 비중을 높이기 위하여 규제 및 제한을 폐지하고 채권발행 자유화 조치를 실시하였다. 증권사에 회사채발행이 허용되고 채권발행시장이 한층 확대되었다.

‘98년에는 상반기에 IMF의 긴급자금지원에 따른 통화긴축과 구조조정이 여파로 금융채 및 회사 발행이 감소하고 단기채 위주로 225조원이나 발행되었다. 구조조정이 마무리되는 시점에서 국채발행체도를 정비하고 세수부족과 경기부양을 위한 대규모 국채를 발행하였다.

‘99년에는 국채전문딜러제도와 국채선물거래제도를 도입하는 등 정부의 국채시장 활성화의지와 함께 세수마련을 위한 발행수요가 증가하면서 28조원의 국채가 발행되었다. 주식시장의 활황으로 회사채시장은 다시 위축되어 30조원이 발행되는데 그쳤다. 또한, 자산유동화증권(ABS)이 새롭게 발행되었다.

2000년대에 들어서 신용경색현상으로 무위험자산 선호현상이 나타나 전반적으로 회사채발행여건은 좋지 못하였으나 ABS와 채권담보부증권(Primary-CBO) 등의 발행호조로 발행규모는 58조원을 기록하면서 사상 최고수준을 기록하였다.

한편, 재정수요의 증가와 외국인 투자자금의 유입으로 국채와 통안증권 발행이 증가하면서 이들 채권이 시장의 중심으로 자리 잡게 되었다.

## 제2절 회사채발행의 장·단점

### 1. 장점

자금의 상환일과 확정된 이자율로 일정기간 동안 자금을 사용할 수 있어 자금계획 수립이 용이하며, 배당압력과 경영권의 위험 없이 비교적 장기로 자금을 조달할 수 있다. 또한, 사채이자는 법인세 과세소득 계산상 비용으로 인정되어 법인세의 절감효과가 있다.

또한, 상환기일에 차환발행이 가능하여 일시적으로 자금의 부담을 줄일 수 있고 금리연동부 사채는 이자율변동에 따른 위험을 분산할 수 있으며, 사채이자보다 사업수익이 높은 경우에 부채에 의한 레버리지효과로 큰 폭의 이익을 낼 수 있다.

### 2. 단점

회사이익이 줄어 현금흐름이 불안할 시 이자지급이나 원금상환에 대한 부담이 크게 늘어나며, 레버리지효과로 인한 손실이 폭의 생각보다 매우 클 수 있어 사업의 위험이 높아진다.<sup>45</sup>

금리확정부 장기사채의 경우, 이자율이 변동할 시 시중금리대비 높은 이자를 지속적으로 지급할 수 있는 위험에 노출될 수 있다.

## 제3절 해운기업의 특성과 회사채발행

### 1. 해운기업의 특성

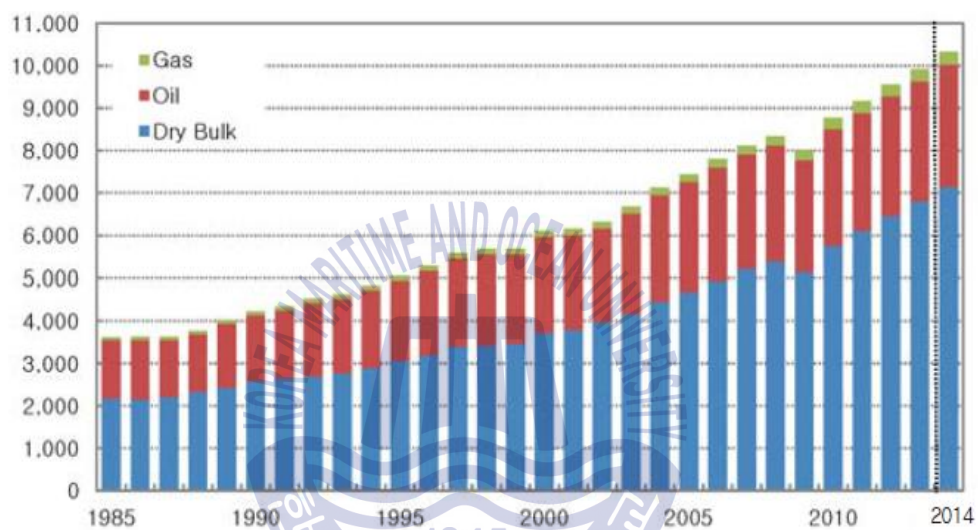
선박이라는 운송수단을 사용하여 사람 및 재화를 위치적으로 이전시키는 것을 해상운송, 줄여서 해운이라고 한다. 해운은 고용효과 측면에서 크게 평가되는데 무역의 촉진, 국제수지의 개선, 노동수요의 창출 등의

경제적 효과를 지니기 때문이다. 또한, 안보 및 군사상의 목적측면에서도 해운은 유사시 전략화를 위해 국가에 꼭 필요한 전략산업이다.

선박운항자와 송하인(화주)이 해상운송계약을 맺고 영업을 영위하는 것을 해운업이라 하며, 해상운송을 주체로 이윤을 창출하는 행위를 포괄적으로 말한다.

[그림 1] 세계 해상물동량 추이

(단위: million ton)



자료 : KMI, 「해운통계요람(2014)」

세계경제가 성장하면 할수록 국가 간의 무역량을 증대되고 있으며, 그 속에서 세계 해상물동량을 살펴보면 그동안 해운업이 얼마나 발전했는지를 알 수 있다. 상기의 [그림 1]의 한국해양수산개발원(KMI)의 자료에 따르면 1985~2014년까지 세계 해상물동량은 2009년을 제외하고 지속적인 성장을 이루어 왔다는 것을 확인할 수 있다.

해운업을 통해 수익을 창출하는 기업을 해운기업이라고 하며, 해운기업이 선박확보에 소요되는 재무활동은 다른 일반기업재무와는 확실한 차별성을 지니고 있다.

첫째, 해운재무는 선박확보를 위해서는 많은 자금이 소요되는 바, 자본 집약적(capital intensity)이고 부채비율이 높은 산업이다.

둘째, 자본구조와 정보가 매우 제한되어 있다는 특성이 있다. 전통적으로 해운기업은 선주 개인에 의해 경영되는 폐쇄적 성격을 갖고 있었으며, 재무구조에 대한 정보가 시장을 통해 공개되지 않아 금융기관의 기업 신용 및 투자 안을 평가하는데 어려움이 있었다.

셋째, 차입자인 선주와 대여자인 금융기관 사이에 자금 활용 및 대출기간에 대한 이해가 일치하지 않았다. 금융기관은 가능하면 대출기간을 단기로 하여 위험을 줄이려고 반면에 차입자인 선주는 자금을 장기로 활용하기 바란다.

넷째, 해운시황의 변동성이 크다는 점이다.

이상에서 살펴본 네 가지 특성이외도 국제금융, 프로젝트파이낸스(Project Finance), 장기금융, 달러화 결제, 영국법 준거 등의 성격을 지니고 있다.

이런 특성을 지닌 해운기업의 자금조달은 주로 은행 차입금에 의존하여 왔다. 이는 해운기업의 자금조달 이유가 은행 차입을 통한 선박확보가 가장 큰 비중을 차지했기 때문이다.

하지만 2008년 글로벌 금융위기 이후 은행의 선박대출이 급감함에 따라 해운기업의 선박확보를 위한 자금조달 방법에 직접금융으로 전환되는 사례가 늘고 있다. 직접금융의 방법으로 선박펀드를 통한 모집이 활성화되었으나 선박펀드는 해운기업의 자본금 확충이 아닌 선박투자 시 후순위금융으로 많이 이용되고 있다.

해운기업의 입장에서 직접금융방법은 유상증자를 통한 자본금 확충과 회사채발행을 통한 부채금융의 조달이 주를 이룬다. 회사채발행은 부채비율 등의 증가로 인해 곤란을 겪고 있는 해운기업에게 있어서 쉽게 선택할 수 있는 문제는 아니나 신용도가 높은 상장된 해운기업의 경우 유상증자에 비해 상대적으로 선택이 용이한 방법이다.

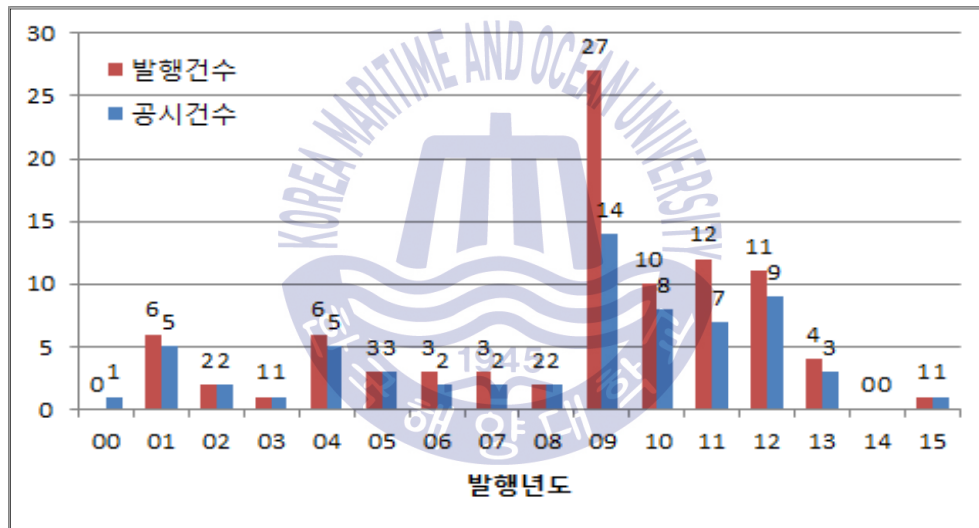


## 2. 해운기업의 회사채 발행

현재 유가증권시장에 상장되어 있는 6개의 해운기업<sup>10)</sup>은 전자공시시스템이 서비스된 2000년부터 2015년까지 총 91건의 회사채를 발행하였고 발행된 회사채 중 같은 일자에 공시된 회사채를 동일사건으로 가정한다면 총 65건의 회사채를 공시한 것으로 나타났다.

아래에 [그림 2]은 해운기업이 발행하고 공시한 회사채를 그래프로 나타낸 것으로 2008년 금융위기 이후에 2012년까지 해운기업 회사채의 발행과 공시가 폭발적으로 늘어났다는 것을 확인할 수 있다.

[그림 2] 해운기업의 연도별 회사채발행과 공시



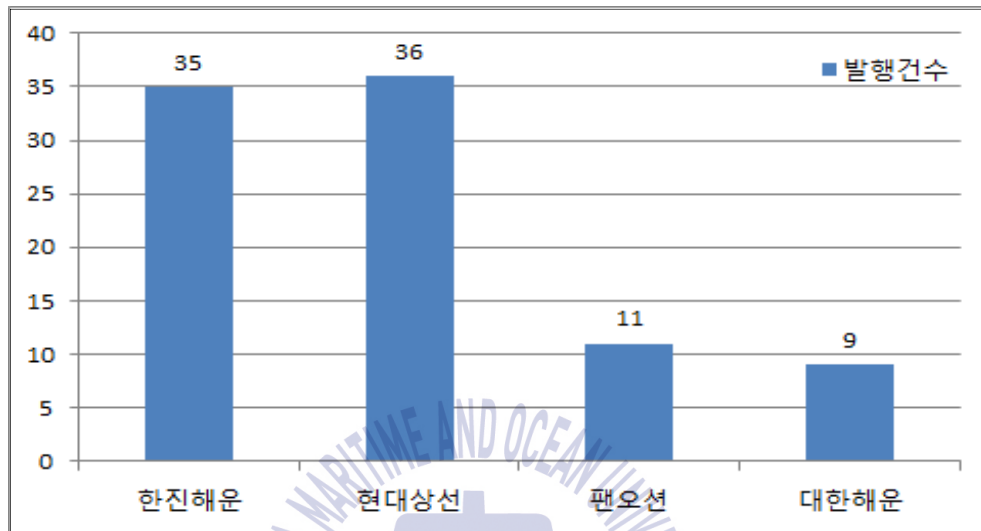
아래에 [그림 3]는 회사별 회사채발행을 도식화하여 나타낸 것으로 한진해운과 현대상선이 발행한 회사채가 전체 발행건수에 4/5를 차지할 정도로 막대한 비중을 차지한다.

좀 더 세부적으로 회사별로 살펴본다면 현대상선이 가장 많이 발행한 36건을 기록했고 다음으로 한진해운이 35건, 팬오션이 11건, 대한해운이

10) 한진해운, 현대상선, 팬오션, 대한해운, KSS해운, 흥아해운

5건을 발행하였다. KSS해운과 흥아해운은 2000년부터 2015년까지 공모를 통한 회사채발행을 하지 않았다.

[그림 3] 해운기업의 회사별 회사채발행

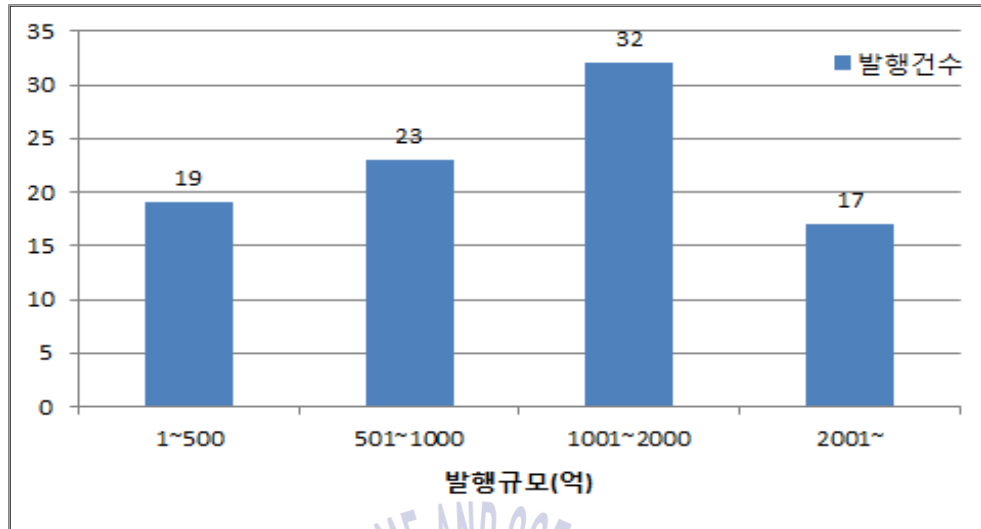


2000년부터 2015년까지 전자공시시스템에 공시되어 있는 공모사채의 총 발행규모는 12조 8천억이며, 운영자금으로 7조, 차환자금으로 5조 3950억, 시설자금으로 4050억으로 사용되었다. 해운기업이 회사채를 발행하여 회사운영에 주로 사용하였고 부채상환도 큰 비중을 차지하였으나 시설자금으로는 발행한 회사채는 운영자금과 차환자금에 대비하여 작은 비중으로 상대적 중요도가 떨어지는 것으로 보인다.

발행한 회사채의 규모 중 2002년 7월에 한진해운에서 발행한 5000억이 최고로 큰 규모로 나왔고 2009년 2월에 한진해운과 2009년 6월에 대한해운이 각각 200억 규모로 발행한 회사채가 가장 작은 규모로 보인다.

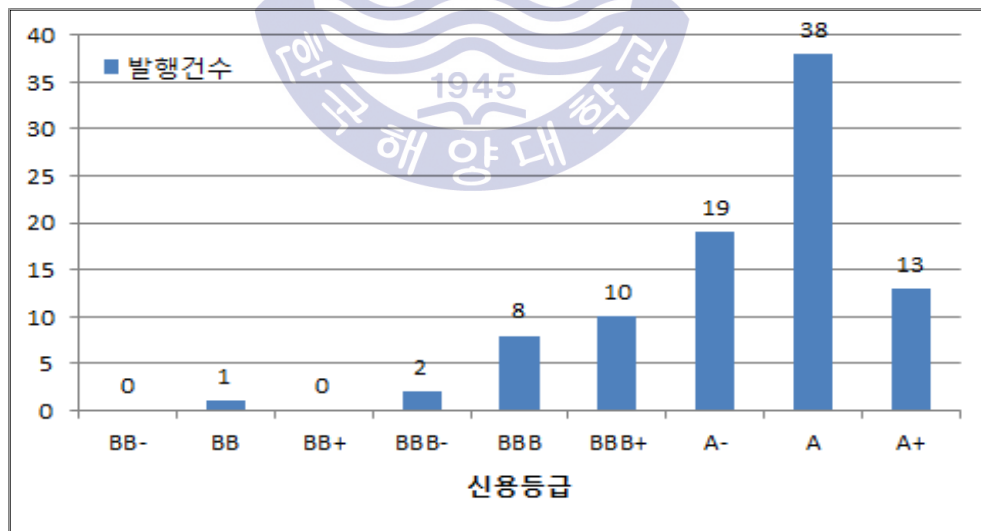
발행규모별로 분류하여 비교하였다. 다음 [그림 4]과 같이 나타났으며, 1001~2000억 규모로 최대 32건이 발행되었고 501~1000억 규모로 23건, 1~500억 규모로 19건, 2001억 이상 규모로 17건순으로 회사채발행이 이루어 졌다.

[그림 4] 해운기업의 발행규모별 회사채발행



해운기업의 회사채발행을 신용등급별로 [그림 5]와 같이 분류했다.

[그림 5] 해운기업의 신용등급별 회사채발행

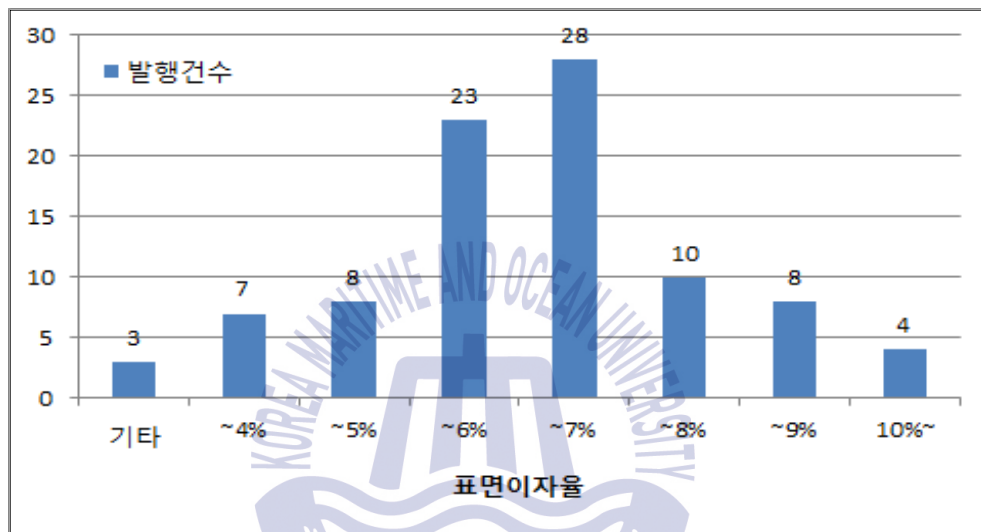


주로 A등급에서 회사채발행이 이루어졌음을 알 수 있었다. AA- 등급

이상에서 발행된 회사채는 없었으며, BB+ 이하인 투기등급에선 회사채 발행이 어렵다는 것을 예측할 수 있다.

예외적으로 BB 등급에서 발행된 회사채는 가장 최근인 2015년 8월에 현대상선이 발행한 것으로 일반회사채가 아닌 전환사채로 발행되어 특수성이 반영되어 있다.

[그림 6] 해운기업의 표면이자율별 회사채발행



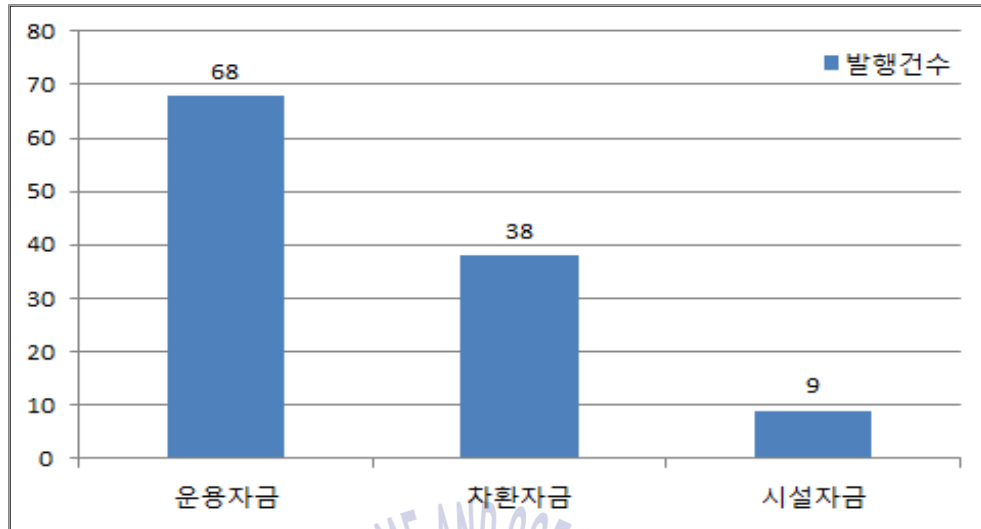
[그림 6]는 해운기업이 발행한 회사채를 표면이자율별로 나타낸 것이다. 6% 이상 7% 이하에서 대부분의 채권이 발행되었음을 알 수 있다.

10% 이상 고금리 채권도 4건이나 발행되었는데 2000년부터 2002년까지 발행한 현대상선의 채권들이 여기에 해당된다.

또한, 상대적으로 4% 이하의 채권들도 발행이 되었는데 주로 신주인수권부사채(BW), 전환사채(CB)나 교환사채(EB)로 표면이자율이 낮은 대신 주식으로 전환할 수 있는 권리와 만기수익률이 따로 있는 옵션부사채였다.

기타로 분류된 채권은 Libor, CD, 국고채 + 가산금리로 이루어진 변동금리부사채였다.

[그림 7] 해운기업의 자금용도별 회사채발행



총 조사된 91건의 회사채에서 공시된 자금용도별 발행건수는 [그림 7]에서 볼 수 있다. 발행된 회사채 중 2/3 이상이 운용자금이 목적이었고 그 다음으로 차환을 목적으로 하였다. 시설자금을 목적으로 발행한 회사채는 9건밖에 되지 않아 시설자금의 중요도가 떨어지는 것을 알 수 있다.

앞선 표들과 달리 총 91건을 넘기는 발행건수를 나타내고 있는데, 이는 회사가 다수의 용도로 발행한 회사채로 인해 중복된 수치가 적용된 것이다.

마지막으로 해운기업의 회사채발행내역과 관련한 상세한 자료는 부록의 <부록표 1>에서 <부록표 3>까지 확인하길 바라며, 2000년부터 2015년까지의 해운기업 회사채발행에 관한 사항들을 정리한 것으로 해운기업, 채권명, 공시일, 발행일, 만기일, 발행금액, 신용등급, 표면이자율, 만기수익률, 자금용도, 채권종류, 주간사의 항목으로 구성되어 있다.

사모채권은 공시의 의무가 없고 정보가 제한적인 관계로 데이터화하지 못하였으며, 논문의 목적과 맞지 않아 중요도측면에서 공모사채위주로 분류를 하였다.

## 제4장 선행연구

### 제1절 해외연구

#### 1. Dann and Mikkelson의 실증연구<sup>11)</sup>

Dann and Mikkelson(1984)은 전환사채발행에 대한 평가를 실증분석하였다. 전환사채 발행 공시에 대해 시장에서 어떠한 반응을 보이는지에 대해 연구하였다.

보통채의 경우 사건 -1일과 공시당일 각각 -0.04%, -0.33%가 나타났고 +2일에는 -0.37%가 나타났다. 이런 결과는 투자자들에게 레버리지의 증가가 기업에 대한 정(+)의 부호를 제공한다는 Ross(1977)의 모형, 정보비대칭으로 인하여 기업의 가치에 대한 평가가 낮아져 주가가 하락한다는 Myers and Majluf(1984)의 가설로는 설명할 수 없었다.

결국 Dann and Mikkelson(1984)의 연구에서는 완벽하게 투자자들의 행동에 대해 예측을 제공할 수 없지만 실증연구를 통해 보통채의 발행은 주주들에게 부정적인 영향을 주게 되어 주가수익률에 유의적인 부(-)의 효과를 주는 것으로 나타났다.

#### 2. Mikkelson and Partch의 실증연구<sup>12)</sup>

Mikkelson and Partch(1986)의 연구에서는 1972년부터 1982년까지 360개 회사를 선택하여 주가의 변화는 발행금액, 채권등급과 같은 변수와 상

11) Larry Y. Dann and Wayne H. Mikkelson, "Convertible debt issuance, capital structure change and financing-related information : Some new evidence", Journal of Financial Economics 13(1984), pp. 157-186.

12) Mikkelson M. H. and M. M. Partch, "Valuation effect of security offering and issuance process", Journal of Financial Economics 15(1986), pp. 31-60.

관없고 발행하는 증권종류에 따라 주가가 반응한다고 하였다. 그들은 전환사채와 보통채의 연구를 통해 Myers and Majluf(1984)의 전환사채의 발행이 일반사채보다 더 비우호적인 영향을 준다는 연구와도 일치하는 결과를 밝혀냈다. 즉, 증권발행의 변수들보다는 종류에 초점을 둔 것이다.

이 연구에서 보통채, 일반사채, 전환사채, 우선주발행을 통해 주가변화를 살펴보았는데 평균적으로 주가는 유의적인 부(-)의 결과를 볼 수 있었다.

한편, 발행종류에 따라 같은 결과지만 그 변화의 크기에 있어서 보통주와 전환사채의 경우 공시 당일에 유의적인 부(-)의 효과를 나타내었고 일반사채와 우선주의 경우는 같은 부(-)의 효과를 나타내지만 그 효과는 약하게 나타났다.

결과적으로 주가의 영향은 보통주와 전환사채가 크게 작용한다는 점과 사채가 과대평가되었을 때, -60일부터 -2일까지 비정상수익률을 보면 그 기간 동안 유의적인 정(+)의 수익률로 나타난 결과로 보아 경영자는 과대평가되었을 때 증권을 발행하고 그렇지 않을 경우에는 취소한다고 하였다.

### 3. Eckbo의 실증연구<sup>13)</sup>

Dann(1981), Vermaelen(1981), Mikkelsen(1981), Asquith and Mullins(1986)과 Masulis and Korwar(1986) 등의 연구에서 나타난 자본구조의 변화가 발생했을 경우 전적으로 2일 기간 안에 시장반응이 일어난다는 결과와 일치한다. 따라서 이 연구에서도 -1일과 공시일 당일, 2일기간의 변화를 살펴보았다.

실증연구결과 보통채의 발행은 주식의 가격에 부(-)의 영향을 준다고 하였다. 평균 2일 동안의 비정상수익률은 -0.06%, Z-value는 -0.44를 나

13) Eckbo, E. B., "Valuation effects of corporate debt offering", Journal of Financial Economics 15(1986), pp. 119-152.

타냈다. 이는 Dann and Mikkelson(1984)의 결과와 유사하다. 그는 보통 채의 경우 발행 공시를 하게 되면 시장의 반응은 유의적인 부(-)의 효과가 나타난다고 밝혔다.

#### 4. Grammenos and Arkoulis의 실증연구<sup>14)</sup>

Grammenos and Arkoulis(2003)은 1993년에서 1998년까지 미국시장의 해운기업이 발행한 30개의 신규 하이일드 채권들을 대상으로 해운기업의 신규 하이일드 채권에 대한 스프레드 결정요인을 조사하였다. 해운기업의 신용등급이 채권가격의 스프레드를 결정하는 주된 결정요인이었으며, 재무 레버리지와 해운시황은 채권가격의 변동성을 설명하는 중요한 요인으로 나타났다.

이 결과는 신용분석을 수행하여 하이일드 채권의 발행가격의 책정 및 평가를 하는 과정에서 해운선사와 신용평가기관 간에 레버리지 및 시장 상황에 관하여 다른 인식을 가져 대리인문제를 일으킬 수 있다고 볼 수 있다.

#### 5. Grammenos et al.의 실증연구<sup>15)</sup>

Grammenos et al.(2008)의 연구에서는 이항회귀모형(Binary Logit Model)을 사용하여 해운기업이 발행한 하이일드 채권의 디폴트 가능성을 예측하였다. 유동성, 수익성, 활동성, 안정성 등과 같은 재무비율과 해운시황을 포착하는 산업특정변수들(섹터별 용선료)이 하이일드 채권의 디폴트 가능성을 예측하는 가장 좋은 추정요인이었다.

14) C. Th. Grammenos and Angelos G. Arkoulis, "Determinants of spreads on new high yield bonds of shipping companies", Transportation Research Part E 39 (2003), pp. 459-471.

15) C. Th. Grammenos et al., "Estimating the probability of default for shipping high yield bond issues", Transportation Research Part E 44 (2008), pp. 1123-1138.



이 논문에서는 재무레버리지가 높을수록 디폴트확률이 더 높다고 나타내고 있으며, 65% 이상 수준에서 확실하게 증가하였고 총자산대비 부채규모가 80% 이상으로 증가하면 디폴트확률이 급격하게 올라가는 모습을 보였다. 또한, 산업특정변수들과 총자산대비 운전자본, 총자산대비 유보이익은 디폴트확률과 반비례한다고 나타냈다.

## 제2절 국내연구

### 1. 김홍기(1987)

김홍기(1987)는 1981년 1월부터 1985년 6월까지 매일경제신문의 회사채 매출에 게재된 신문자료를 이용하여, 국내의 보증회사채발행기업 52개를 대상으로 연구하였다. 이 연구에서는 회사채발행이 기업의 자본구조 정책으로 보는 관점과 새로운 투자를 위한 신규 외부차입에 대한 관점으로 시장모델을 이용하여 -25일부터 +25일 기간 동안 분석한 결과, 회사채발행의 효과는 유의하게 부(-)의 값으로 나타났다. 회사채발행으로부터 투자자가 생각하는 정보내용이 기업에 대한 경영자의 비관적견해라고 보았기 때문에 주가에 부정적인 영향을 준다고 하였다.

### 2. 구자균(1992)

구자균(1992)의 연구에서는 사채차환에 대해서 회차채 발행의 공표가 보통주수익률과 위험에 미치는 일반적인 영향을 여러 가설 하에 검증하였다. 구자균의 연구에 따르면 전통적인 이자비용절감가설은 주식가격에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

### 3. 신준규(1996)

신준규(1996)는 1993년 6월부터 1995년 6월까지 2년 동안 사건분석법을 이용하여 분석하였다. 승인 일을 중심으로 하여 -23일부터 +13일을 사건 기간으로 하고 -180일부터 -31일을 비사건 기간으로 정의하였다. 연구결과 사건 -5일~6일전에 부(-)의 초과수익률을 나타냈으며, 사건 당일은 유의적인 결과를 나타내지 못하였다. 이 결과에 대하여 회사채발행에 대한 정보가 사전누출이 있었다고 암시 할 수 있다는 점과 사건 일을 정확하게 정립하는 것이 중요하다고 하였다. 그의 연구에 따르면 회사채발행을 외부차입에 입각하여 발행정보가 기업 가치를 감소시켜 주가에 대한 부(-)의 영향을 주는 것으로 나타났다.

#### 4. 심동석(1999)

심동석(1999)은 사모전환사채 발행 공시의 정보효과를 실증적으로 분석하였는데, 1997년 4월을 기점으로 한 주가에 대한 반응은 다르게 나타났다. 1997년 4월 이전의 발행 공시는 발행기업이 피인수합병기업이 될 가능성이 높다는 정보 때문에 공시일 이후에 주가가 상승시킨다고 보았으나, 1997년 4월<sup>16)</sup>을 기점으로 공시일 이후에 주가는 하락하는 것으로 나타났다. 즉, 발행 공시라는 정보가 투자자들에게 부정적인 정보효과로 인식되기 때문에 사모전환사채에 대한 발행조건과 인수인등에 대한 공시를 강화해야 한다고 하였다.

#### 5. 김지수, 전교중, 김진노(2003)

김지수 외(2003)는 회사채발행목적에 따라서 공시정보가 투자자들에게 어떤 정보로 적용하는지 실증 분석하였다. 대상기업은 총 184개의 기업으로 목적에 따라 운영 107개, 시설투자 17개, 차환 60개로 나누어 사건

---

16) 1997년 4월부터 새로운 증권거래법이 적용되어 사모전환사채의 경우 향후 주식의 물량이 된다는 증거로 부정적인 사건으로 투자자들에게 인식되었다.

분석법을 사용하여 분석하였다. 결과는 운영목적의 경우 정(+)<sup>의</sup> 값을 시  
설투자에서는 유의적인 부(-)<sup>값을</sup> 나타내었고 차환목적의 경우에는 비유  
의적인 정(+)<sup>과</sup> 부(-)<sup>의</sup> 결과가 혼합하여 나타났다. 결과적으로 회사채의  
발행목적에 따라서 투자자들의 반응이 다르게 나타난다고 보고 있다.

## 6. 서정원, 정무권(2004)

서정원, 정무권(2004)의 연구는 해외전환사채 발행 공시라는 점에서 회  
사채발행과의 목적과는 차이가 있다. 하지만, 본 연구가 발행 공시라는  
정보효과에 관한 연구를 살펴보는 만큼 공시라는 정보효과에 대한 연구  
로서 살펴볼 필요가 있다고 생각되었다. 그들의 연구에서는 1990  
년~2000년까지 11년 동안 한국기업들이 발행한 229건의 해외 CB 발행  
공시에 따른 주가반응을 분석하였다. 분석 결과, 발행 공시 10일전부터  
주가는 상승하며, 공시 10일전~1일후 기간의 주가반응은 유의한 양(+)  
의 값을 보였지만 공시일 전후 20일간의 누적비정상수익률은 부(-)<sup>값을</sup>  
나타내었다. 즉, 사채발행에 대한 정보를 시장에서는 부정적인 반응을 보  
인다고 하였다.

## 7. 정진호, 권정은(2006a)

정진호, 권정은(2006a)의 연구에서는 기업의 자본도달 시점(Timing) 선  
택에 관한 기회주의적 행동이 기업의 소유 지분구조(Ownership)에 따라  
차별적으로 존재하는지 여부를 대리인문제의 관점에서 분석하였다. 주식  
발행의 경우 326건의 공시 중에서 2회 이상 중복발행 127건과 관리종목  
및 해당사건의 주가자료를 알 수 없는 60건은 제외한 139건을 대상으로  
하였고 사채발행의 경우에는 599건의 공시 중 각각 331건과 42건을 제외  
한 226건을 대상으로 분석하였다. 분석결과 증권발행의 경우 공시전후  
(-50,+50) 누적평균초과수익률이 -10.24%로 유의한 부(-)<sup>의</sup> 값을 보였고

사채발행의 경우에는 공시 일에는 0.36%로 유의한 양(+)의 평균초과수익률이, 공시전후(-1,+1) 누적평균초과수익률 0.66%로 유의한 양(+)의 수익률이 나타 사채발행 공시는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 보았다. 이러한 결과는 사채발행이 주가에 긍정적 영향을 미친다는 Ross(1944)와 Heinkel(1982), Asquith and Mullins(1986)의 연구결과와는 일치하나 국내연구에서 대부분 사채발행이 기업가치에 부(-)의 영향을 미친다는 결과와는 대조적이다.



## 제5장 통계분석

### 제1절 분석의 개요

본 연구는 회사채발행 공시에 대한 주식시장의 반응을 확인하는 것으로 해운기업의 회사채발행이 해운기업의 주가에 어떤 영향을 미치는지에 대한 연구이다. 따라서 연구대상은 주식시장에 상장된 해운기업으로 한정되며, 본 연구에서는 우리나라의 대표적인 해운기업인 한진해운, 현대상선, 팬오션, 대한해운의 회사채발행을 대상으로 하였다.

해운기업의 회사채발행에 따른 주가반응을 측정하므로 회사채발행 공시일이 측정기준일이 되어야 할 것이다.

본 연구는 금융감독원의 전자공시시스템에서 제공하는 회사채발행 공시정보와 한국거래소에서 제공한 주가자료를 대상으로 하였다.

우리나라 대표 해운기업인 한진해운, 현대상선, 팬오션, 대한해운의 회사채발행을 대상으로 한 결과 2000년부터 2015년까지 총 91건의 회사채를 발행하였으나 공시일이 같은 경우는 하나의 사건으로 처리하여 연구대상의 표본 수는 65건이다. 65건 중 비중이 작은 시설자금 조달목적과 불분명한 사건<sup>17)</sup>은 제외하여 분류해 보면 운영자금 조달목적이 33개, 차환자금 조달목적이 23개로 나타났다.

### 제2절 표본의 선정

연구의 분석대상에 해당하는 표본은 다음과 같은 기준에 의하여 선정되었습니다.

- ① 유가증권시장에 상장되어 있고 회사채를 발행한 해운기업

---

17) 회사채발행 사건별 가장 큰 용도금액대비 0.5배를 초과하면 분류에서 제외함.

- ② 2000년 1월부터 2015년 12월 사이에 해운기업에서 공시한 회사채
- ③ 발행 공시일 전후 - 20일에서 +20일까지의 해운기업의 주가자료
- ④ 발행 공시일 전후 - 20일에서 +20일까지의 종합주가지수
- ⑤ 해외발행사채 및 사모사채는 제외

본 연구에서 사용된 종합주가지수는 증권거래소, 주가자료는 동부증권 HTS에서 추출하였으며, 회사채발행과 관련된 내용은 전자공시시스템에서 자료를 수집하였다.

### 제3절 가설의 설정

선행연구 중 해외연구를 살펴보면, Dann and Mikkelsen(1984)의 연구에서는 보통채의 발행은 주주들에게 부정적인 영향을 주어 주가수익률에 유의적인 부(-)의 효과를 준다고 하였고, Mikkelsen and Partch(1986)의 경우는 발행종류에 따라 변화의 크기는 있으나 부(-)의 효과를 나타내었다. 또한, Eckbo(1986)는 자본구조의 변화가 발생했을 경우에 -1일과 공시일 당일인 2일 동안에 주식의 가격에 부(-)의 영향을 준다고 하였다.

국내연구를 살펴봐도 김흥기(1987), 구자균(1992), 신준규(1996), 심동석(1999), 김지수, 전교중, 김진노(2003), 서정원, 정무권(2004)의 연구들에서는 회사채발행이 주가수익률에 미치는 부정적인 영향을 밝혔다. 다만, 정진호 권정은(2006a)의 연구에서만 상반된 정(+)의 주가수익률을 보이는 긍정적인 영향을 설명하였다.

즉, 선행연구에서 살펴보듯 대부분의 회사채발행이 부정적으로 주가수익률에 영향을 주는 것으로 보아 다음과 같이 가설을 설정할 수 있다.

**가설 I : 해운기업이 회사채발행을 공시하였을 때, 공시일 후로 주가수익률<sup>18)</sup>은 부(-)의 영향을 받을 것이다.**

18) 본 연구에서는 시장조정수익률모형에 의한 AR(초과수익률)값을 사용함.

회사채발행을 목적별로 살펴 볼 경우, 운영과 시설투자 목적으로 회사채를 발행한 경우는 기업의 레버리지를 증가시켜 자본구조의 변화를 가져온다. Ross(1977)의 연구에서 기업은 회사채발행을 통해 레버리지를 증가시켜 시장에 신호전달로서 부채비율을 이용할 수 있다는 긍정적 정보를 제공하여 주가가 상승한다고 하였다. 연구초기에는 부채의 증가에 관한 긍정적인 영향이 주를 이루었지만 이후에 레버리지 증가는 기업의 부채사용을 증가시킴으로서 주가에 대한 영향에 부(-)의 영향을 준다는 연구내용이 발표되었다. Myer and Majluf(1984), Miller and Rock(1985)의 연구가 이에 해당된다.

결국, 주가영향에 대해 정(+)의 영향과 부(-)의 영향이 혼재하여 나타난다는 것은 기업자본구조의 변화에 대한 차이에서 시작한다고 볼 수 있다. 이 연구에서는 Myer and Majluf(1984), Miller and Rock(1985)와 심동석(1999)의 연구와 같이 비교적 최신연구에서 나온 결과를 참고하여 기업의 레버리지 증가가 주가 수익률에 부정적인 영향을 미칠 것이라고 가설을 설정하였다.

**가설 II: 해운기업의 회사채발행 공시 중 운영목적일 때, 공시일 후로 주가수익률은 부(-)의 영향을 받을 것이다.**

반면, 기업의 자본구조를 변화시키지 않는 경우가 있는데, 바로 차환 목적으로 발행한 회사채가 해당된다. 회사채발행 중 차환을 목적으로 하는 경우는 레버리지를 증가시키는 효과가 없지만 만기연장가설과 이자비용절감설로 설명할 수 있다. 전자의 경우는 만기가 돌아온 자금에 대해 새로운 자금을 창출하여 만기자금을 차환하는 것을 말하며, 후자의 경우는 이자비용을 줄이기 위하여 과거 높은 이율로 발행했던 회사채를 낮은 표면이율로 재 발행하여 이자비용을 절감한다는 것이다. 이에 차환의 경우는 기업의 자본구조를 변화시키지 않는다. 따라서 차환을 목적으로 회

사채를 발행하는 경우에는 비용절감차원에서 정(+)의 주가반응을 유발하게 될 것으로 보고 가설을 설정하였다.

가설Ⅲ: 해운기업의 회사채발행 공시 중 차환목적일 때, 공시일 후로 주가수익률은 정(+)의 영향을 받을 것이다.

#### 제4절 연구의 방법

본 연구에서는 회사채발행의 사건일의 전·후에 통계적으로 유의한 비정상수익률이 나타나는지 측정하기 위하여 시장조정수익률모형에 적용한 수익률을 이용한다.

기준시점은 발행 공시 일을 기준일로 하여 -20일에서 +20일을 사건기간으로 정의하였다.

발행 공시 일을 사건일(t=0)로 하여 -20일(t=-21)부터 +20일(t=+20)까지 사건기간 41일 동안의 각 기업의 초과수익률은 다음과 같이 계산된다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

여기서,

$AR_{it}$  : t일의 해운기업 주식(i)의 초과수익률

$R_{it}$  : t일의 해운기업 주식(i)의 실현수익률

$R_{mt}$  : t시점에서 시장포트폴리오(m)의 실현수익률

위 식 (1)에서 개별주식의 일별주가수익률( $R_{it}$ )과 개별주식의 종합주가수익률( $R_{mt}$ )은 식(2), 식(3)과 같이 각각 계산한다.



$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1}}{P_{it-1}} \quad (2)$$

여기서,

$P_t$  : t일의 해운기업 주식(i)의 가격

$$R_{mt} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} \quad (3)$$

여기서,

$I_t$  : t일의 KOSPI 종합주가지수

시장조정수익률모형을 이용한 표본기업의 비정상초과주가수익률의 평균은 식(4)에 의해 계산된다. 이때 평균초과수익률은 표본에 포함된 주식 i의 t시점에서의 초과수익률을 모두 합한 다음 회사채발행 수로 나눈다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (4)$$

여기서,

$AAR_t$  : 해운기업 주식(i)의 t기간 동안의 평균초과수익률

$N$  : 해운기업의 회사채발행 수(표본의 수)

한편, 누적 초과수익률은 식(5)와 같이 계산한다.

$$CAR_t = \sum_{t=-20}^{20} AAR_t \quad (5)$$

여기서,

$CAR_t$  : t일까지의 누적 초과수익률

## 제5절 분석의 결과

### 1. 회사채발행이 주가수익률에 미치는 영향

[표 1]은 해운기업의 회사채발행이 주가수익률에 미치는 영향을 알아보기 위하여 평균초과수익률(AAR)과 누적초과수익률(CAR)을 공시일 -20일부터 +20일까지 시장조정수익률모형에 의하여 추정한 결과를 나타내며, <그림 8>은 같은 기간 동안의 평균초과수익률(AAR)과 누적초과수익률(CAR)을 그래프로 나타낸 것이다.

공시 일을 중심으로 회사채발행의 효과를 살펴보면, 우선 <그림 8>에서 누적초과수익률(CAR)의 움직임이 공시 일( $t=0$ )부터 +20일까지 뚜렷하게 하락하는 움직임이 나타났다. 이는 공시일 이후부터 주가에 회사채발행정보가 반영이 된 것으로 보인다.

[표 1]에서 보듯이 공시 일( $t=0$ )의 평균초과수익률이 0.19644으로 나타나 사건당일부터 주가가 상승하였으나 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났다.

그러나 공시일 이후 +20일 중 11일이 부(-)의 평균초과수익률을 나타냈으며 누적초과수익률은 +6일부터 지속적으로 부(-)의 값을 나타내 회사채 발생이 주가에 부정적인 영향을 미친다고 볼 수가 있다.

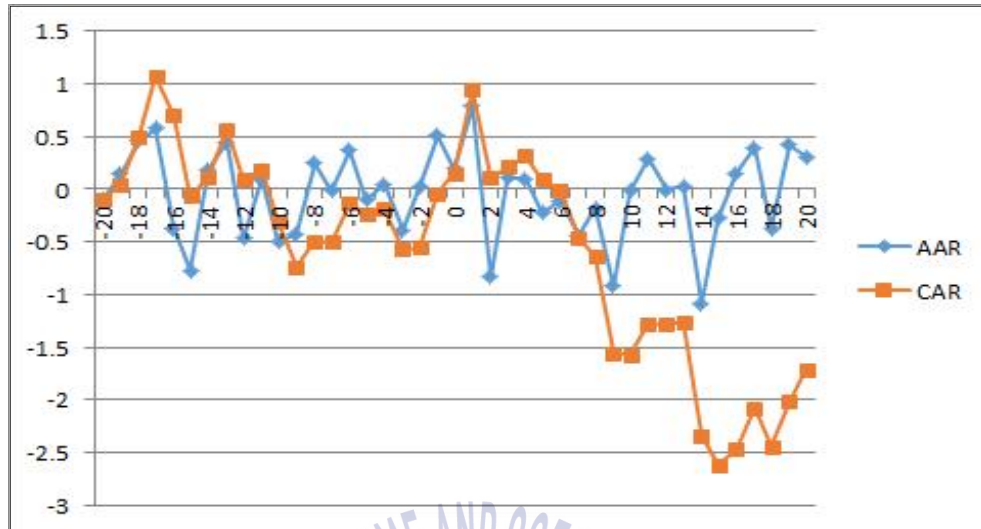
이러한 결과로 유추해본다면, 가설 I 과 같이 투자자들은 해운기업의 회사채발행에 대해서 부채사용으로 인한 기업레버리지의 증가를 법인세 절감과 같은 긍정적 효과보다 파산비용의 증가와 같은 부정적 효과로 더 크게 인식하는 것으로 판단된다.

[표 1] 회사채발행에 따른 주식의 평균초과수익률과 누적초과수익률

기간	AAR	CAR	기간	AAR	CAR
-20	-0.09716	-0.09716	0	0.19644	0.15372
-19	0.14080	0.04364	1	0.78801	0.94173
-18	0.45521	0.49885	2	-0.83377*	0.10796
-17	0.57674	1.07559	3	0.10765	0.21562
-16	-0.37387	0.70172	4	0.10217	0.31778
-15	-0.77176**	-0.07004	5	-0.22533	0.09245
-14	0.18851	0.11846	6	-0.10832	-0.01586
-13	0.44650	0.56496	7	-0.44356	-0.45942
-12	-0.47093	0.09403	8	-0.17789	-0.63731
-11	0.09612	0.19015	9	-0.91649**	-1.55380
-10	-0.50425	-0.31409	10	-0.01626	-1.57006
-9	-0.42057	-0.73466	11	0.29238	-1.27768
-8	0.24386	-0.49080	12	-0.00776	-1.28544
-7	-0.01522	-0.50601	13	0.02862	-1.25682
-6	0.36748	-0.13853	14	-1.08226**	-2.33908
-5	-0.09698	-0.23551	15	-0.27786	-2.61694
-4	0.04595	-0.18956	16	0.14993	-2.46702
-3	-0.38510	-0.57466	17	-0.39320	-2.07382
-2	0.02314	-0.55152	18	-0.37127	-2.44508
-1	0.50880	-0.04272	19	0.42508	-2.02000
0	0.19644	0.15372	20	0.30374	-1.71627

주 : \*\* 5% 유의수준, \* 10% 유의수준

<그림 8> 회사채발행에 따른 주식의 평균초과수익률과 누적초과수익률



## 2. 운영을 목적으로 발행된 회사채가 주가수익률에 미치는 영향

다음은 발행목적에 따라 부채비율에 영향을 주는 운영목적의 회사채와 부채비율에 영향을 미치지 않는 자금차환 목적의 회사채를 구분하여 살펴보았다.

[표 2]는 운영목적으로 발행된 회사채의 경우에 대한 결과를 나타내고 있으며 <그림 9>는 그 결과를 평균초과수익률과 누적초과수익률을 그래프로 그린 것이다.

[표 2]를 살펴보면 공시일인 0시점에서의 평균초과수익률은 0.53265로 정(+)의 수익률을 나타냈으나 통계적인 유의성은 발견되지 않았다. 또한 공시 일부터 +20일 중 12일의 평균초과수익률이 부(-)의 값을 나타내 운영목적으로 발행된 회사채의 공시는 주가에 부정적인 영향을 미치는 것으로 보인다.

<그림 9>를 보면 전체 회사채발행효과와 비슷한 행태의 그래프를 보인다. 공시일 이전까지 양(+)의 누적초과수익률을 보이다가 공시일 이후 8

일부더 부(-)의 누적초과수익률이 나타났다. 이는 공시일 이후 누적초과 수익률이 뚜렷하게 감소의 추세를 나타내고 있다는 것을 보여준다.

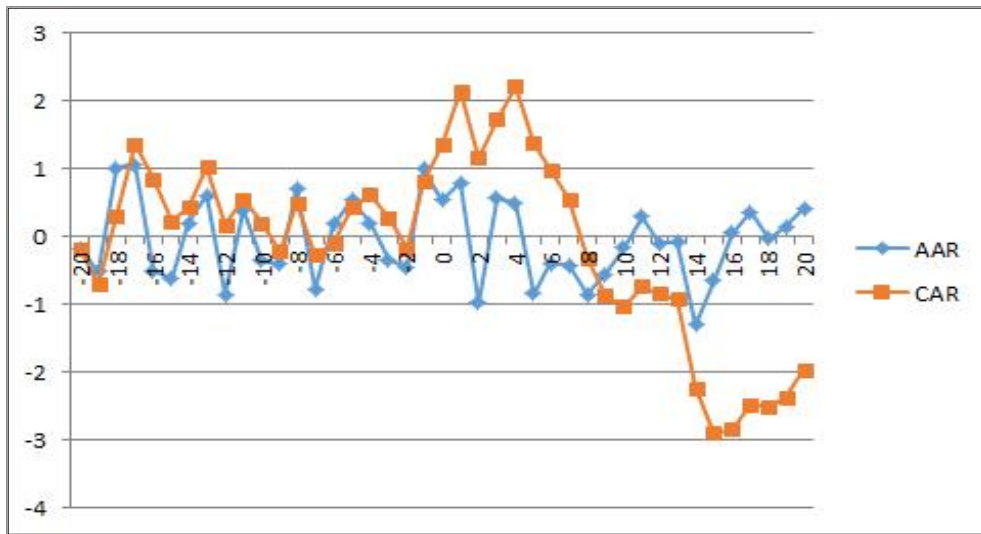
이러한 결과들로 미루어 볼 때, 가설Ⅱ와 같이 운영목적의 회사채발행에 대한 정보효과는 주가에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 판단할 수가 있다.

[표 2] 회사채발행에 따른 주식의 평균초과수익률과 누적초과수익률(운영)

기간	AAR	CAR	기간	AAR	CAR
-20	-0.18651	-0.18651	0	0.53265	1.34634
-19	-0.52296	-0.70948	1	0.79855	2.14489
-18	1.01294	0.30346	2	-0.98457	1.16031
-17	1.05777	1.36123	3	0.56883	1.72914
-16	-0.50916	0.85207	4	0.49334	2.22248
-15	-0.62997	0.22210	5	-0.85005	1.37242
-14	0.20266	0.42476	6	-0.39363	0.97879
-13	0.59741	1.02216	7	-0.42601	0.55278
-12	-0.85518	0.16699	8	-0.86522*	-0.31245
-11	0.38238	0.54936	9	-0.55505*	-0.86750
-10	-0.35502	0.19434	10	-0.17014	-1.03764
-9	-0.41187	-0.21753	11	0.29408	-0.74356
-8	0.71053	0.49300	12	-0.10058	-0.84413
-7	-0.77159**	-0.27860	13	-0.08615	-0.93028
-6	0.17804	-0.10056	14	-1.31174	-2.24202
-5	0.52995	0.42939	15	-0.65731	-2.89934
-4	0.19365	0.62304	16	0.05487	-2.84447
-3	-0.34246	0.28058	17	0.35701	-2.48746
-2	-0.46588	-0.18530	18	-0.03884	-2.52630
-1	0.99899	0.81369	19	0.14838	-2.37792
0	0.53265	1.34634	20	0.41136	-1.96656

주 : \*\* 5% 유의수준, \* 10% 유의수준

<그림 9> 회사채발행에 따른 주식의 평균초과수익률과 누적초과수익률(운영)



### 3. 차환을 목적으로 발행된 회사채가 주가수익률에 미치는 영향

[표 3]은 자금 차환을 목적으로 발행된 회사채의 공시효과를 나타낸 것이다. 그리고 <그림 10>은 같은 기간 동안의 평균초과수익률과 누적초과수익률의 변화행태를 나타내고 있다.

[표 3]의 결과들을 살펴보면 공시일인 0시점에서의 평균초과수익률이 -0.93510으로 나타나 공시 일에 부(-)의 평균초과수익률을 보였으나 통계적 유의성을 발견하지 못하였다. <그림 10>을 살펴보면 -15일 시점부터 누적초과수익률은 부(-)의 값을 꾸준히 유지하는 것으로 나타나고 있으며, 공시일 후에 누적초과수익률은 2배정도 확대되고 있음을 보여준다.

공시일 -15일부터 누적초과수익률이 부(-)의 값을 꾸준히 가짐으로서 차환목적으로 발행하는 회사채의 정보가 시장에 미리 알려진 것으로 보여 질수도 있으나 회사채 운영목적의 회사채발행과 달리 차환목적의 회사채발행에 대한 정보만 시장에 먼저 알려 진다는 것을 설명할 수 있는 타당한 근거가 부족하다.

따라서 가설Ⅲ과 다르게 차환목적으로 발행한 회사채의 공시일 전후의

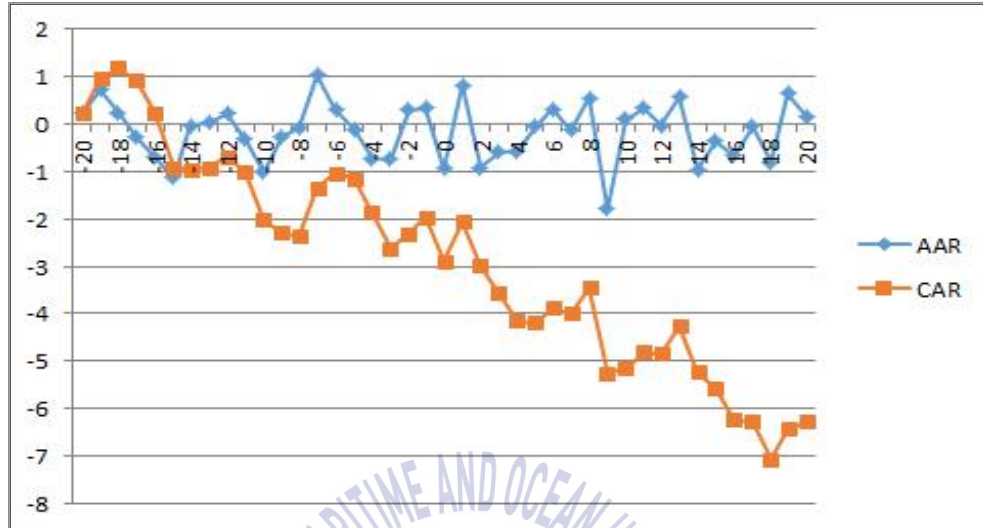
누적초과수익률이 차이를 보이지 않는 것은 차환목적의 회사채발행 정보는 부채비율에 큰 영향을 주지 않으므로 주가에 영향을 미치지 않는 것으로 보인다.

[표 3] 회사채발행에 따른 주식의 평균초과수익률과 누적초과수익률(차환)

기간	AAR	CAR	기간	AAR	CAR
-20	0.22064	0.22064	0	-0.93510	-2.90145
-19	0.73056	0.95120	1	0.83127	-2.07018
-18	0.24731	1.19851	2	-0.92119	-2.99137
-17	-0.28391	0.91460	3	-0.58190	-3.57327
-16	-0.70076	0.21384	4	-0.56941	-4.14268
-15	-1.12858	-0.91474	5	-0.05601	-4.19869
-14	-0.03786	-0.95260	6	0.31762	-3.88107
-13	0.03556	-0.91704	7	-0.11910	-4.00017
-12	0.22465	-0.69239	8	0.54527*	-3.45489
-11	-0.32008	-1.01247	9	-1.79128*	-5.24617
-10	-1.00716	-2.01963	10	0.09613	-5.15004
-9	-0.26518	-2.28482	11	0.34724	-4.80281
-8	-0.09133	-2.37615	12	-0.03548	-4.83829
-7	1.03112**	-1.34503	13	0.57519	-4.26310
-6	0.30028	-1.04475	14	-0.96283	-5.22593
-5	-0.10576	-1.15050	15	-0.34924	-5.57517
-4	-0.71923	-1.86974	16	-0.65897	-6.23414
-3	-0.74939	-2.61913	17	-0.05044	-6.28458
-2	0.30559	-2.31354	18	-0.79629	-7.08087
-1	0.34719	-1.96635	19	0.63803	-6.44284
0	-0.93510	-2.90145	20	0.16853	-6.27430

주 : \*\* 5% 유의수준, \* 10% 유의수준

<그림 10> 회사채발행에 따른 주식의 평균초과수익률과 누적초과수익률(차환)





## 제6장 결론

본 연구는 해운기업의 회사채발행에 대한 공시가 주가수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 또한 발행목적에 따라 분류하여 회사채발행이 부채비율에 영향을 미치는지의 여부가 주가수익률에 어떤 영향을 미치는지를 시장조정수익률모형으로 측정하여 비교하였다.

우리나라 대표 해운기업인 한진해운, 현대상선, 팬오션, 대한해운의 회사채발행을 대상으로 하여 2000년부터 2015년까지 해운기업이 발행한 총 91건의 회사채를 분류하여 65건의 회사채발행을 표본으로 선정하였다. 선정된 65건 중 다시 목적별로 운영자금 조달목적은 33개, 차환자금 조달 목적을 23개로 나누어 연구대상으로 선정하였다.

회사채발행은 부채비율을 높이는 것으로 인식하여 회사채발행 공시일 이후 평균초과수익률(AAR)이 전반적으로 하락했고 누적초과수익률(CAR)이 뚜렷하게 하락함을 알 수 있었다. 목적별로 나눠서 볼 때, 운영을 목적으로 회사채를 발행한 경우는 공시일 이후의 누적초과수익률(CAR)이 뚜렷하게 하락하는 것을 확인하였다. 하지만 차환을 목적으로 회사채를 발행한 경우는 공시일 전후의 누적초과수익률(CAR)에 큰 차이가 없는 것으로 나타나 주가수익률에 영향이 없는 것을 볼 수 있었다.

이러한 결과들을 살펴보면 회사채발행 공시에 대한 시장의 반응이 그 사용목적에 따라 달리 나타나는 것을 알 수 있었으며, 이는 투자자들이 해운기업의 부채비율에 반응을 보이는 것으로 판단할 수 있음을 알 수 있었다. 정확히 표현한다면, 해운기업의 부채비율증가가 주가수익률에 부(-)의 영향을 미쳤고 해운기업의 투자자들은 기업레버리지에 대하여 전반적으로 부정적으로 판단하고 있다는 것을 알 수 있었다.

본 연구는 해운기업의 회사채발행과 주가수익률의 관계를 목적별로 구분하여 살펴봄으로써 주가수익률에 다른 영향을 보인다는 것을 파악하였다는 점에서 의의가 있으나 상장된 해운기업의 수가 많지 않고 회사채발행에 관한 표본수가 적어서 통계적으로 한계가 있음을 알고 있다. 이후

상장된 해운기업이 늘어나고 회사채발행이 활발히 이루어진다면 보다 통계적으로 유의미한 결과들을 얻을 수 있을 것으로 생각한다.



## 참고문헌

### <국내문헌>

- 구자균(1992), “사채차환이 보통주의 수익률과 기업의 위험에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제9권, 2호, pp.295-342.
- 금융감독원 전자공시시스템, 「회사채발행정보」, <http://dart.fss.or.kr/>
- 김규형·김상진·박찬재(2011), 「선박금융론」, 박영사.
- 김상환(1999), “회사채발행공시에 따른 주식수익률 반응의 특성”, 석사학위논문, 서울대학교 대학원.
- 김영도(2009), “회사채발행시장 동향과 기업 자금조달”, 주간 금융 브리프 18권 37호, pp.8-9.
- 김지수 · 전교중 · 김진노(2003), “회사채의 발행목적에 따른 주식시장의 정보효과에 관한 실증연구”, 산경연구, 제11호, pp.33-54.
- 김흥기(1987), “회사채발행의 주가효과에 관한 실증연구”, 석사학위논문, 서울대학교 대학원.
- 나운학(2010), “회사채발행공시 효과에 관한 실증연구”, 석사학위논문, 한국외국어대학교.
- 박정식·박종원·조재호(2007), 「현대재무관리」, 다산출판.
- 신준규(1996), “회사채발행공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구”, 석사학위논문, 영남대학교 대학원.
- 심동석(1999), “사모전환사채 발행 공시의 정보효과”, 증권학회지, 제24권, 1호 pp.203-238.
- 우춘식(1995), “전환사채의 발생공시에 따른 주가반응에 관한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제12권, 1호, pp.93-108.
- 이기환·오학균·신주선·황두건(2011), 「선박금융원론」, 두남.
- 이소현(2003), “코스닥 시장에서 회사채발행 공시의 시장반응에 관한 실

- 증 연구”, 석사학위논문, 영남대학교 대학원.
- 이훈영(2008), 「이훈영교수의 연구조사방법론」, 청람.
- 전교중(2002), “회사채의 발행목적에 따른 주식시장의 정보효과에 관한 실증연구”, 석사학위논문, 영남대학교 대학원.
- 정우영·현용석·이승철(2011), 「해양금융실무」, 한국금융연수원.
- 최도성(1999), “부채 만기구조의 결정요인”, 경영논집, 33호, pp.195-220.
- 한국거래소, 「지수 및 추가정보」, <http://www.krx.co.kr/>
- 한국해양수산개발원, 「해운통계요람」, <http://www.kmi.re.kr/>



<외국문헌>

- Akerlof, George(1970), "The Market for Lemon Quality Uncertainty and The Market Mechanism", Quarterly Journal of Economics, Vol.84, No.3, pp.488-500.
- Dann, L. Y. and W. H. Mikkelson(1984), "Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information", Journal of Financial Economics, Vol.13, pp.157-186.
- Eckbo, E. B.(1986), "Valuation Effects of Corporate Debt Offerings", Journal of Financial Economics, Vol.15, pp.119-152.
- Grammenos, C. Th. and Angelos G. Arkoulis, "Determinants of spreads on new high yield bonds of shipping companies", Transportation Research Part E 39 (2003), pp. 459-471.
- Grammenos, C. Th. et al., "Estimating the probability of default for shipping high yield bond issues", Transportation Research Part E 44 (2008), pp. 1123-1138.
- Heinkel, Robert(1982), "A Theory of Capital Structure Relevance under Imperfect Information", Journal of Finance, Vol.3, No.5, pp.1141-1150.
- Kraus, A. and Robert H. Litzenberger(1973), "A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage", Journal of Finance, Vol.24, No.4, pp.911-922.
- Leland, H. and D. Pyle(1977), "Information asymmetries, financial structure and financial intermediaries", Journal of Finance, Vol.32, pp.371-387.
- Mikkelson, M. H. and M. M. Partch(1986), "Valuation effect of

security offering and issuance process”, Journal of Financial Economics, Vol.15, pp.31-60.

Myers, S. C. and N. S. Majluf(1984), “Corporate Financing and Investment Decision when Firms have Information That Investor Do Not Have”, Journal of Financial Economics, Vol.13, pp.187-221.

Ross, S. A.(1977), “The Determination of Financial Structure The Incentive Signaling Approach”, The Bell Journal of Economics, No.8, pp.23-40.



## 부록 A

[부록표 1] 팬오션과 대한해운의 회사채발행내역

기업명	채권종류	공시일	발행일	만기일	발행금액	신용등급	표면이율	만기수익률	용도(운용)	용도(자환)	용도(시설)	사채구분	주간사
팬오션	팬오션4	2009-02-10	2009-02-18	2010-08-18	1500	A	8.20%		1500			일반채권	KB투자증권
	팬오션5	2009-04-29	2009-05-08	2011-05-08	2000	A	7.95%		2000			일반채권	금호종합금융
	팬오션6	2009-07-21	2009-07-29	2012-07-29	2000	A	7.50%		2000			일반채권	동양종합금융
	팬오션8	2010-03-04	2010-03-12	2013-03-12	2000	A	6.80%		300	1500	200	일반채권	동양종합금융
	팬오션9	2010-10-19	2010-10-27	2013-10-27	2000	A	4.90%		1000		1000	일반채권	동양종합금융
	팬오션10	2011-02-17	2011-02-25	2014-02-25	2000	A	5.60%			1800	200	일반채권	동양종합금융
	팬오션11	2011-08-17	2011-08-25	2014-08-25	1500	A	5.50%				1500	일반채권	동양종합금융
	팬오션12	2012-02-08	2012-02-21	2015-02-21	2500	A	3.00%	5.00%	1450	1050		BW/Put	동양종합금융
	팬오션13	2012-04-13	2012-04-25	2015-04-25	1000	A	6.30%		1000			일반채권	동양종합금융
	팬오션14	2012-07-12	2012-07-24	2014-01-24	1000	A	6.70%			1000		일반채권	동양종합금융
팬오션15	2013-02-26	2013-03-11	2014-09-11	1000	BBB+	6.70%			700	300	일반채권	동양종합금융	
대한해운	대한해운23-1	2009-06-22	2009-06-30	2010-06-30	200	A-	6.50%		200			일반채권	현대증권
	대한해운23-2	2009-06-22	2009-06-30	2011-06-30	300	A-	7.40%		300			일반채권	현대증권
	대한해운23-3	2009-06-22	2009-07-29	2012-06-30	300	A-	7.90%		300			일반채권	현대증권
	대한해운25	2009-10-20	2009-11-04	2012-11-04	500	A-	3.50%	6.50%	500			CB/Put	대우증권
	대한해운26	2009-10-20	2009-11-04	2012-11-04	400	A-	3.50%	6.50%	400			EB/Put	대우증권
	대한해운27-1	2009-12-03	2009-12-11	2010-12-11	400	BBB+	7.70%		400			일반채권	현대증권
	대한해운27-2	2009-12-03	2009-12-11	2011-12-11	300	BBB+	8.30%		300			일반채권	현대증권
	대한해운29	2010-05-27	2010-06-04	2012-06-04	500	BBB+	7.45%		500			일반채권	금호종합금융
대한해운30	2010-11-22	2010-11-30	2011-11-30	400	BBB+	6.80%			400		일반채권	현대증권	

[부록표 2] 한진해운의 회사채발행내역

기업명	채권종류	공시일	발행일	만기일	발행금액	신용등급	표면이율	만기수익률	용도(운용)	용도(자산)	용도(시설)	사채구분	주간사	
한진해운	한진해운42	2001-07-18	2001-07-26	2004-07-26	3000	A-	6.00%			3000		일반채권	LG투자증권	
	한진해운43	2001-09-12	2001-09-20	2005-09-20	1000	A-	6.00%			1000		일반채권	대한투자신탁	
	한진해운47	2001-11-28	2001-12-06	2004-12-06	2000	A-	국고+1.5%			2000		FRN	신흥증권	
	한진해운53	2002-07-16	2002-07-25	2005-07-25	5000	A-	6.00%		5000			일반채권	한국산업은행	
	한진해운56	2004-06-07	2004-06-14	2007-06-14	3000	A-	4.00%			3000		일반채권	SK증권	
	한진해운57	2005-05-23	2005-05-30	2010-05-30	3000	A	3.50%				3000		일반채권	한국산업은행
	한진해운61	2007-06-07	2007-06-18	2012-06-18	3000	A+	5.54%		3000				일반채권	NH투자증권
	한진해운62	2008-09-30	2008-10-08	2011-10-08	2000	A+	7.00%		2000				일반채권	한국산업은행
	한진해운63-1	2009-02-04	2009-02-12	2010-02-12	300	A+	8.10%		300				일반채권	한국투자증권
	한진해운63-2	2009-02-04	2009-02-12	2011-02-12	600	A+	8.25%		600				일반채권	한국투자증권
	한진해운63-3	2009-02-04	2009-02-12	2012-02-12	1100	A+	8.50%		1100				일반채권	한국투자증권
	한진해운64-1	2009-02-04	2009-02-19	2010-02-19	200	A+	5.40%		200				일반채권	한국투자증권
	한진해운64-2	2009-02-04	2009-02-19	2011-02-19	300	A+	6.70%		300				일반채권	한국투자증권
	한진해운64-3	2009-02-04	2009-02-19	2012-02-19	500	A+	7.00%		500				일반채권	한국투자증권
	한진해운65-1	2009-04-17	2009-04-27	2011-04-27	1100	A+	6.70%		1100				일반채권	한국투자증권
	한진해운65-2	2009-04-17	2009-04-27	2012-04-27	800	A+	7.00%		800				일반채권	한국투자증권
	한진해운65-3	2009-04-17	2009-04-27	2013-04-27	1100	A+	7.60%		1100				일반채권	한국투자증권
	한진해운66-1	2009-07-21	2009-07-29	2011-07-29	1200	A+	6.40%		1200				일반채권	한국투자증권
	한진해운66-2	2009-07-21	2009-07-29	2012-07-29	800	A+	7.00%		800				일반채권	한국투자증권
	한진해운68	2010-02-05	2010-02-17	2013-02-17	2200	A	6.95%		1900		300		일반채권	한국산업은행
	한진해운69-1	2010-05-12	2010-05-24	2013-05-24	2500	A	5.60%			2500			일반채권	NH투자증권
	한진해운69-2	2010-05-12	2010-05-24	2015-05-24	1000	A	6.60%		500	500			일반채권	NH투자증권
	한진해운70-1	2011-02-28	2011-03-08	2014-03-08	1800	A	5.20%			1800			일반채권	NH투자증권
	한진해운70-2	2011-02-28	2011-03-08	2016-03-08	700	A	6.03%		200	500			일반채권	NH투자증권
	한진해운71-1	2011-06-17	2011-06-27	2014-06-27	600	A	4.95%			600			일반채권	한국투자증권
	한진해운71-2	2011-06-17	2011-06-27	2016-06-27	1900	A	5.75%		1300	600			일반채권	한국투자증권
	한진해운73-1	2011-09-23	2011-09-30	2014-09-30	1500	A	5.40%			1500			일반채권	한국투자증권
	한진해운73-2	2011-09-23	2011-09-30	2016-09-30	500	A	6.00%			500			일반채권	한국투자증권
한진해운74	2012-01-31	2012-02-09	2015-02-09	2000	A-	6.20%			2000			일반채권	동양종합금융	
한진해운75	2012-03-27	2012-04-06	2015-04-06	2500	A-	5.85%			500	2000		일반채권	동양종합금융	
한진해운76-1	2012-05-24	2012-06-07	2015-06-07	1500	A-	5.25%			1500			일반채권	동양종합금융	
한진해운76-2	2012-05-24	2012-06-07	2017-06-07	2000	A-	5.90%		200	1800			일반채권	동양종합금융	
한진해운77-1	2013-03-21	2013-04-02	2016-04-02	500	A-	5.80%			500			일반채권	유진투자증권	
한진해운77-2	2013-03-21	2013-04-02	2016-04-02	1700	A-	Libor+3.4%			1700			SB/USD	유진투자증권	
한진해운78	2013-05-06	2013-05-23	2017-05-23	3000	A-	2.00%	4.00%		500	2500		BW/Put	대우증권	



[부록표 3] 현대상선의 회사채발행내역

기업명	채권종류	공시일	발행일	만기일	발행금액	신용등급	표면이율	만기수익률	용도(운용)	용도(자환)	용도(시설)	사채구분	주간사
현대상선	현대상선141	2000-12-28	2001-01-05	2002-01-05	1000	BBB	10.89%			1000		SB/Put	한국산업은행
	현대상선145	2001-05-29	2001-06-07	2002-06-07	1000	BBB	10.72%		1000			SB/Put	한국산업은행
	현대상선146	2001-08-06	2001-08-13	2002-08-13	500	BBB	10.72%		500			SB/Put	리조트증권
	현대상선152	2002-06-04	2002-06-14	2003-06-14	1000	BBB-	10.36%			1000		SB/Put	한국산업은행
	현대상선153	2003-12-08	2003-12-16	2004-12-16	1000	BBB-	9.00%		1000			일반채권	한국산업은행
	현대상선154	2004-06-17	2004-06-25	2006-06-25	500	BBB	8.00%		500			일반채권	하나증권
	현대상선155	2004-07-05	2004-07-12	2006-07-12	700	BBB	7.30%		700			일반채권	동양종합금융
	현대상선156	2004-08-23	2004-08-30	2007-08-30	1000	BBB	6.70%		1000			일반채권	우리증권
	현대상선157-1	2004-11-04	2004-11-11	2008-11-11	500	BBB	6.30%		500			일반채권	SK증권
	현대상선157-2	2004-11-04	2004-11-11	2009-11-11	700	BBB	6.60%		700			일반채권	SK증권
	현대상선158	2005-05-09	2005-05-16	2010-05-16	1200	BBB+	5.30%		1200			일반채권	한국산업은행
	현대상선159	2005-10-25	2005-11-01	2008-11-01	1500	BBB+	5.00%		1500			일반채권	SK증권
	현대상선160-1	2006-02-01	2006-02-08	2009-02-08	1500	BBB+	5.00%		1500			일반채권	한누리투자증권
	현대상선160-2	2006-02-01	2006-02-08	2011-02-08	500	BBB+	5.00%		500			일반채권	한누리투자증권
	현대상선161	2006-04-06	2006-04-13	2011-04-13	2300	BBB+	5.00%		1100	1200		일반채권	SK증권
	현대상선162-1	2007-08-17	2007-08-27	2010-08-27	1000	A-	5.00%			1000		일반채권	한국산업은행
	현대상선162-2	2007-08-17	2007-08-27	2012-08-27	1000	A-	CD+0.48%		1000			FRN	한국산업은행
	현대상선163	2008-10-23	2008-10-31	2011-10-31	1200	A	8.55%			1200		일반채권	한국산업은행
	현대상선165	2009-01-29	2009-02-06	2012-02-06	2000	A	8.22%		500	1500		일반채권	한국산업은행
	현대상선167-1	2009-03-27	2009-04-06	2011-04-06	600	A	6.95%		600			일반채권	한국산업은행
	현대상선167-2	2009-03-27	2009-04-06	2012-04-06	2600	A	7.45%		2600			일반채권	한국산업은행
	현대상선169	2009-05-15	2009-05-22	2012-05-22	800	A	7.00%		800			일반채권	동양종합금융
	현대상선170	2009-06-30	2009-07-08	2012-07-08	2000	A	7.00%		2000			일반채권	한국산업은행
	현대상선172	2009-10-26	2009-11-05	2011-11-05	2000	A	6.70%		1100	700	200	일반채권	동양종합금융
	현대상선173	2010-01-29	2010-02-08	2013-02-08	2600	A	7.00%		1200	1200	200	일반채권	한국산업은행
	현대상선175-1	2010-10-14	2010-10-22	2013-10-22	2800	A	5.20%		2650		150	일반채권	한국투자증권
	현대상선175-2	2010-10-14	2010-10-22	2015-10-22	1700	A	6.20%		1700			일반채권	한국투자증권
	현대상선176-1	2011-03-30	2011-04-07	2014-04-07	1400	A	5.20%		700	700		일반채권	한국투자증권
	현대상선176-2	2011-03-30	2011-04-07	2016-04-07	1200	A	6.05%		1200			일반채권	한국투자증권
	현대상선177-1	2011-06-29	2011-07-07	2014-07-07	800	A	5.00%		800			일반채권	한국투자증권
현대상선177-2	2011-06-29	2011-07-07	2016-07-07	2400	A	5.80%		300	2100		일반채권	한국투자증권	
현대상선178	2012-01-27	2012-02-06	2015-02-06	2200	A	5.80%			2200		일반채권	동양종합금융	
현대상선179-1	2012-03-16	2012-03-28	2015-03-28	1900	A	5.70%		700	1200		일반채권	IBK투자증권	
현대상선179-2	2012-03-16	2012-03-28	2017-03-28	600	A	6.20%			600		일반채권	IBK투자증권	
현대상선180	2012-06-21	2012-07-03	2017-07-03	3300	A	5.30%		700	2600		일반채권	KB투자증권	
현대상선186	2015-08-25	2015-09-10	2019-09-10	1300	BB	3.00%		1300			CB/Put	유진투자증권	