

# 株式發行과 現價法

李 晁 錫\*

## <目 次>

- |               |               |
|---------------|---------------|
| I. 序 言        | IV. 資本還元率의 眞義 |
| II. 收益의 安全性   | V. 現價法의 勸誘    |
| III. 收益價値의 論理 |               |

## I. 序 言

文字와 불(火)의 發明·發見과 더불어 人類의 세 가지의 偉大한 發明이라고도 한 株式會社制度의 永續을 위하여 필요한 것은 不斷히 株式를 公開하여 나가는 일이다. 公開란 물론 會社株를 되도록이면 많은 株主들에게 引受시키는 행위를 말하며 우리나라에서는 少額株主數 300名 以上, 그리고 그들 少額株主(總發行株式의 1% 以下의 取得者)의 所有總株가 發行總株의 40%를 넘어야 하는 것으로 되어 있다.<sup>1)</sup> 한데 稀少性を 原理로 하는 經濟行爲의 범주에 벗어남이 없이 이 株式의 公開에도 經濟구조나 成長의 趨勢에 따른 盛衰가 깃들고 있다. 다시 말해서 企業(또는 株式) 公開數의 增減은 景氣가 好況을 누릴 때에는 프라스화하여 우리나라로서도 1670年代의 後半에는 每年 約 50~60社의 새로운 公開를 기록하던 것이 昨今에는 每年 한작정도에 그치는 沈滯相을 보여주고 있다. 이러한 公開의 鈍化傾向은 先進國에서도 每一般으로 안고 있는 문제이다. 그러나 國民所得의 미미한 增加에도 그다지 唐突하지 않는 成長基盤이 甚大한 先進國의 例와는 달리 우리의 경우 民族資本의 集大成이라는 견지에서 볼 때 한갓 한두件의 企業公開로서는 浮動資金을 體制金融化하기에는 매우 不足하다 아니 할 수 없다.

\* 延世大 經營大教授

1) 기타에도 條件들이 많다. 仔細히는 拙著 證券總論 1978 p.43 參照.

이처럼 企業公開가 不振한 까닭은 景氣展望이 흐려 株式投資가 窮極의으로 期待하는 企業利潤이 이른바 機會費用(opportunity cost)을 카버하지 못하기 때문이기도 하지만 생각컨대 制度上的 難點이 가로놓여 있는 까닭인 것 같기도 하다. 本稿는 이러한 株式 또는 企業公開의 與件들을 一瞥하면서 특히 制度的인 문제를 多少 아카데미학하게 論究하는 것을 目的으로 한 것이다. 부연하면 기업공개의 財務上的 요건들은 최근에 와서 매우 好轉되어 있고 社債와 株式投資의 실질적인 利文率이 많이 접근해 있음에도 불구하고 어찌하여 株式의 公開가 부진하고 있는가를 新規株발행價사정에서의 公式의 各項을 검토함으로써 吟味해 보자는 데 있다. 이리하여 마지막 結言에서는 株式의 本質價値를 導出하는 現行의 方式에 대신하여 새로운 方式(現價法에 의한 公式)을 제안케 되는 바 이는 결국 모든 投資에 있어서도 그러하거와 특히 株式投資에 있어서는 期待收益을 投資가 決行될 현재의 價値로 따져서 評價해야 할 것이지 期待收益 즉 投資元本에 대한 果實을 그 當時의 還元率(割引率)로 原價計算하든가 現時의 還元率만을 가지고 未來의 收益을 資本化하는 일이 없도록 하자는 데 뜻이 있다.

## Ⅱ. 收益의 安全性

株式의 公開와는 一應 無關하게 企業資本이 느는 것은 有價이나 無價의 增資이 거니와 여기서 株主數를 늘리는 公開政策의 입장에서 볼 때 제 一로 문제되는 것이 企業의 收益性이 아닐 수 없다. 그러나 全國 約 2·3餘萬個에 達하는 法人企業의 財務分析資料의 信憑性도 있고 해서 每決算期(또는 半期)에 義務의으로 公示되는 上場企業體가 제공하는 資料에서 보면 于先 上場企業 305社의 1980年度의 納入資本利益率은 20%에 不過하다. 企業의 新規公開가 5社밖에 안되었던 1679년에는 그나마 上記의 納入資本利益率이 32.4%였으니 景氣의 後退(-6%의 GNP趨勢)가 빚은 所致를 이에서 窺知할 수도 있거니와 아뭏든 이와 같은 資本利益의 急減이 企業公開에의 逆誘因이 되었음은 짐작하고도 남음이 있다. 결과 1980年度에는 단 1件의 企業公開밖에 없었으며 을 1681년에 들어서도 8월末까지에 걸우 1件의 公開를 보았을 뿐이다. 다른 報道에는 을 1681년의 GNP成長率을 6~7%로 觀望하고는 있지만 그렇게 된다 해도 景氣全般은 1979年 水準에 머무는 것이 되니까 景氣의 振作에 보다 많은 시책이 뒷받침되어야 할 것은 말할 나위도 없다. 하긴 그간에 모든 證券收益指標 역시 低迷하고 80年初까지만 해도 한때 年 30%를 유지하던 社債의 表定金利가 漸次 下落하여 1681년의 年中에는 社債收益率 22.7%를 下廻하는

年 22%水準에서 맴도는 實情에 놓이게 되었다.

〈表-1〉 社債收益率(各種平均) 遷移

1979년 중	26.7%	1981년 6월 중	22.6%
1980 " "	30.1%	" 7월末	22.5%
1981년 1월 중	26.0%	" 8월 10일	22.3%
3 " "	23.8%		
5 " "	22.7%		

자료: 株式誌(證券去來所刊)

一言으로 蔽之하여 이러한 社債金利의 低迷는 景氣의 不透明 내지는 下降에서 오는 당연한 현상이다. 즉 社債金利는 社債로써 調達된 資金의 投資收益이 不實한 것으로 전망되면 下落하는 것이 옳고 도대체가 株式資本이고 社債(借入)資本이고 間에 投資의 總收益率이 不實한 것으로 예상되는 때에는 社債는 발행을 삼가는 것이 正道이다. 이러한 事情을 實數로써 說明하면 〈表-2〉와 같다.

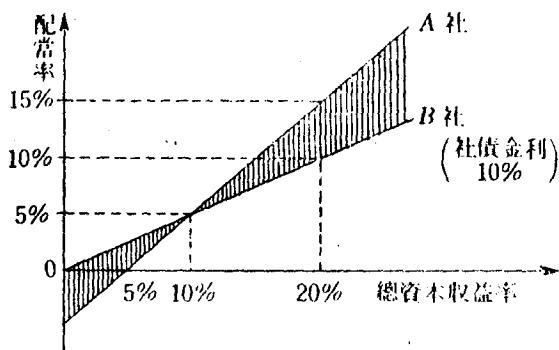
〈表-2〉

A社(債發行으로 10,000을 増投)		B社(株式發行으로 10,000을 増投)	
기존資本(株式)	10,000	기존資本(株式)	10,000
사채發行(増投)	10,000	有價増資(株式)	10,000
總投資收益(20%)	4,000	總投資收益(20%)	4,000
社債利子(10%)	1,000	—	—
差減收益	3,000	—	—
法人稅(50%)	1,500	法人稅(50%)	2,000
純 益	1,500	純 益	2,000
株當配當率	$15\% \left( \frac{1,500}{10,000株} \right)$	株當配當率	$10\% \left( \frac{2,000}{20,000株} \right)$

비고: 株當額面價 1,000

여기서 留意할 것이 社債의 表定金利 10%와 總投資收益率 20%와의 函數關係이다. 즉 總投資收益率이 社債의 表定金利를 넘어설수록 A社の 株式配當率은 社債를 發行하지 않는 B社보다 相對的으로 有利하게 된다. 그러나 總收益率이 社債의 表定金利와 같을 때에는 株式配當率이 다같이 5%이나 總收益率이 表定金利에 未達인 때에는 社債를 발행한 A社로서는 配當餘裕가 全無한데 반하여 B社는 그대로 2.5%의 配當率은 進지할 수 있게 된다.

周知하는 바 S. Friedland는 이러한 關係를  $d = (aA - bB)t / A - B$  (但  $A = 總資本$ ,  $a = 同收益率$ ,  $b = 社債金利$ ,  $B = 債發行額$ ,  $t = 納總後社內留保收益率$ )으로 表示



〔圖一〕

했거니와 筆者 나름대로 總收益率과 配當率關係를 圖示하면 〔圖一〕과 같다.<sup>2)</sup>

여기서 導出되는 하나의 結論은 景氣가 不透明일 때는 그것이 社債金利에 影響을 (引下의 方向으로) 끼칠 뿐 아니라 株式의 配當率에도 壓迫을 加한다는 사실이다. 上述한 바 우리의 경우 社債의 表定金利가 年初의 26%線에서 다시 내려 최근에 와서는 年 22%수준에서 長期債는 一部公金利(금융기관의 1年만기 정기예금리)와 連動되어 발행되기는 하지만 株式配當率도 그 나뉠름으로 消長이 甚한 것을 알 수 있다.

證券去來所發行的 “株式”誌(1981. 3月號)에서 보면 上揭한 300餘會社의 配當率趨勢를 보면 1979년의 21.4%에서 昨 1980년에는 2.7%포인트가 떨어진 18.7%이었는데 이것을 納入資本利益率의 尤甚한 減退(12.4%포인트)에 比較해 보면 좋은 意味에서 上場企業들이 採算上 좀 無理해서라도 配當性向을 堅持하였다는 증좌이기도 하다. 즉 收益은 不實하였지만 配當性向을 높여 留保利益金에서 많은 部分을 當期配當에도 追加해준 結果라고 하지 않을 수 없다. 바로 이러한 善意의 無理때문에 去年度만 해도 綜合株價指數가 年初水準을 크게 벗어나지 못하던 것이 今 1981년에 들어서는 年初水準을 約 60%나 上廻하는 好調를 보이는 것이다.

B. Graham이 내건 株價의 理論值  $V = PER(D + R)$ <sup>3)</sup>에서  $R$ (留保部分)이 적은 代身에  $D$ (配當額)가 極大化하였다는 증좌이다. 더군다나 乘數인  $PER$ (株價收益率)도 最近에는 年初의 2~3倍臺에서 4倍臺로 라올 額面 500원의 株價의 單純平均이 800원臺를 오르내리게 된 것은 株式市場 나아가서는 株式의 發行市場의 건지에서 보아도 근래에 없는 高무적인 現象이라고 아니할 수 없다. 더우기 株式投資와 社

3) 朴廷寔, 現代財務管理, 1978, p. 333에서는 總資本利益率과 自己資本利益率의 相關關係를 類似한 圖表로 보여주고 있다.

4) B. Graham, *Securities Analysis*, 1974, p. 539.

債의 起債市場에서의 收益利文率이 매우 그 間隔을 좁혀 22%臺에서 집권을 하고 있는 터이라 株式投資의 安全性(stability)은 어느 때보다 與件化되고 있다고 할 수 있다.

이렇게 安全性은 그 자체로 收益展望의 持續性(continuity) 을 뜻하는 바 한가치 더 附加될 것이 株價評定の 三大要素의 하나인 收益性(profitability)인데 이 최후의 與件은 밑바닥을 거닐고 있는 우리의 景氣가 이제는 回復局面에 접어들리라는 관망에서도 긍정적으로 받아 들여진다.

### Ⅲ. 收益價値의 論理

아닌게 아니라 證券去來市場에서의 日平均 幾百億원의 證券賣買實績이나 去般 11월에 매듭지은 T電子Co.의 新株公開에서의 40對1에 達하는 競爭率로 보아서는 지금이야말로 企業公開를 서둘러야 할 때이다. 그럼에도 不拘하고 公開가 促進되지 않는 것은 무슨 까닭일까? 公開의 財務上條件 때문인가. 從來의 二段階措置와는 달라 오늘날에 와서는 登錄法人(自己資本 12億원, 總資產 24억원, 賣出額 60億원以上, 2年 間黑字經營 등등) 中에서 優良法人으로 公開의 勸誘를 받은 企業體(현재로는 28社)로서 發行依賴價格이 額面價以上으로 査定되면 된다. 그리고 이 査定에는 絶對價値 또는 本質價値(intrinsic value)라 하여 發行依賴價格=(收益價値+純資產價値)÷2일 것을 要한다. 한데 앞서 序言에서 言及되었듯이 制度的인 문제가 가놓여 企業公開를 제약하는 것이라면 筆者나름으로 생각나는 것이 이 査定公式에서의 收益値算出문제에 難點이 있는 것이 아닌가 한다. 즉 收益價値는 이것을 算式要領에 따라 풀어 놓으면 收益價値=期待 또는 豫想配當額/資本還元率이 되는데 筆者가 고진데 이 分子와 分母에 다같이 問題가 있는 것으로 안다.

첫째 分子인 豫想配當額의 파악문제에서 보면 현행으로는 新規株式의 發行(公開) 연후의 第一次 決算年度와 第二次 決算年度에 配當되리라고 보는 配當 예상액을 그것도 前者에 Weight 3, 後者에 Weight 2를 곱하여 加重平均한 것을 單一額의 配當豫想額으로 看做하는 것으로 되어 있다. 그리고 문제는 바로 이 weight의 差等性에 있다. 어찌하여 第二次 決算年度の weight가 一次決算年度 것보다 낮으냐는 點에 對하여는 이론바 現價法(present value method)의 理念대로 時間이 많이 경과할수록 같은 收益額이라 해도 價値의 現時點에서의 評價가 낮아진다는 것에 對하여는 일찌기 J.M. Keynes도 投資의 供給과 需要의 論理에서 言及한 바이다. 즉

「 $Q_r$ 을  $r$ 年後의 期待收益,  $d_r$ 을  $r$ 年後의 1磅을 現行金利에서 따진 現價라고 하면  $\sum Q_r d_r$ 은 投資에 對한 需要價格이다. 그리하여 投資은 이 需要價格이 供給價格 以上으로 될 때에 決行된다」<sup>5)</sup>고 하였으며 一例로 需要價格( $V$ ) =  $\frac{Q_1}{(1+i)^1} + \frac{Q_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{Q_n}{(1+i)^n}$ 로 보았던 것이다. 우리의 경우 公開後의 第1次 및 2次年度의 豫想되는 配當額에다가 差等 weight를 붙인 것이 이러한 現價法의 理念을 反映한 것이라면 weight의 差等の 科學性은 고사하고라도 一은 수궁이 잔다. 한데 이렇게 算出된 單一配當額(豫想)을 現時의 公金利(銀行의 一年만기 定期에 金金利)를 資本還元率(rate of capitalization)로 해서 分母에다 代入하는 일이 둘째로 문제시된다고 보지 않을 수 없다. 資本還元率自體에 관한 문제는 다음 節에서 보기로 하고 여기서는 單一配當額의 內容이 되는 第1次와 第2次 決算年度의 이틀때면 時差가 있는 豫想配當額을 時差없는 現時의 公金利水準을 갖고 資本還元하는 일의 妥當性이 논의로 된다. 단적으로 말하여 이것은 weight를 붙이는 限 現價法(present value method)의 二重適用이 되고 만다. 다시 말해서 여기에 豫想配當額이 第1次 및 第2次 決算年度에 共히 100이라고 하여 weight를 3:2로 加하게 되면 各次年度의 評價額은 300:200 즉 2次年度 것이 1次年度의 3分之 1만큼 減評價게 된다. 金利로 따지면  $\frac{1}{3}$ 이 加重케 되면 金利의 逆數인 現價係數( $\frac{1}{1+i}$ )로 따져 그만큼 減額이 되는 것이므로 現價法의 理念으로 보아 그것으로 一應은 時間選好(time preference)의 目的은 달성한 셈이다. Don partinkin의 말에 의하면 「時間選好의 概念은 I. Fisher에서 비롯한 것이나. 現在의 消費를 同額の 將來 것 보다 選好하는 性向은 바로 現在의 所得을 同額の 將來所得보다 選好하기 때문에 그 選好의 度가 割引率인 金利로 代辯되는 것이다」<sup>6)</sup>라고 하는 바에는 理致上 위배됨이 없다고 하겠으나 第1次年度의 加重值 3에 第2次年度의 配當豫額에 加重值 2를 두는 것은 科學的인 根據를 찾기가 곤란하다. 現行으로는 配當豫想額을 株式公開후 第2次年度 것까지만 고려하고 있으나 第3次年度 것도 아울러 考慮하게 되는 때가 온다면 그것에의 加重值를 얼마로 할 것인가 하는 것도 문제이거니와 이것들의 加重平均值를 다시 現時의 公金利로 割引함은 좀 奇異한 감이 든다.

이렇게 割引된 豫想配當額이 다시 分母인 資本還元率(公金利)로 割引되는 矛盾은 우리는 J. Walten의 株價方程式에서 더욱 切實히 느낄 수 있다.”

5) J.M. Keynes, *The General Theory*, 1954, p. 137.

6) Don Partinkin, *Money Interest, and Prices*, 1965, IV : 1.

7) J.Walter, Dividend Policy and Common Stock Prices, 1956, 9. *Journal of Finance*.

그의 株價方程式에서 理論株價  $V$ 는  $\frac{D}{K_0} + \frac{\frac{r}{K_0}(E-D)}{K_0}$ 로 構成되는데 여기서  $K_0$ 는 現時의 資本還元率,  $r$ 은 留保收益( $E-D$ )에서 期待되는 再投資收益率인 바 上式을 整理하면  $V = \frac{D}{K_0} + \frac{r(E-D)}{(K_0)^2}$ 로 되어 맨右側部分의 絕對値는 엄청나게 크게 된다는 것을 알 수 있다.  $K_0$ 가 自乘이 되기 때문이다. 萬若에  $K_0$ 를 20%로 하면  $K_0$ 의 自乘은 0.04이기 때문에 配當의 現在額  $D$ 가 아니라  $r(E-D)$ 인 將來할 留保收益의 再投資收益額은 거의 고스란히 株價  $V$ 에 反映되어 오는 것이다. 이것은 우리의 경우의 時間選好에서 오는 Weight의 差等과는 오히려 反對되는 結果를 가져올 것이다. 資本還元率의 二重適用의 문제는(率自體의 高低가 問題가 아니라) 어떻게 論理上 앞뒤가 맞지 않는 現象을 자아낼 念慮가 많다. 그럼 어떻게 하자는 것인가? 資本還元率을 純價法(NPV)에서 말하는 內部收益率 즉 最低必須收益率(minimum desired profit rate)로 본다면 株價의 收益價值는 一應  $V' = \left( \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} \right) \div 2$ 로 내고 거기에서 우리의 現行規程에서 要求되는 純資產價值要素를 附加하면 될 것이다. (但 先進國에서는 特別한 경우—地下資源이나 不動產會社——가 아니면 不考慮) 그리고 現行대로 收益價值에 3(또는 75%), 純資產價值에 1(25%)의 weight를 다시 附하는 것도 再考할 必要가 있지는 않은가 한다. 投資者에 따라서는 企業이 갖는 收益活動보다는 資產이 갖는 配當源泉(再評價에 의한 無償增資)에 더 많은 관심을 갖는 경우도 있기 때문이다. 한때 證券界의 與望이 收益價值와 純資產價值를 同等하게 보는 것(즉 加重値를 없애는 것)을 골자로 거세게 벌진 일이 있기도 한 것은 這般의 사정을 反映한 것이라 하겠다.

#### IV. 資本還元率의 眞義

앞서 우리는 資本還元率自體에 관한 問題를 後節에서 보기로 하겠다고 하였거니와 여기에서 바로 그 問題의 보따리를 펼치기로 하면 企業의 資產評價 또는 그것을 株當價格으로 표시하는 果實에 대한 割引率을 果然, 證券投資의 경우 반드시 金融市場에서의 銀行金利를 援用해서 되겠느냐 하는 데 問題의 초점이 있는 것이라 하겠다. B. Graham은 資本還元率이라고 할 때 專的으로 이것을 果實에 對한 除數(分母)로 쓰지 않고 그 逆數인 收益乘數(multiplier)로 보아 假令 이 乘數가 13.9이라면 그만큼 投資家들이 對象 株式單位에 對하여 기꺼이 支拂하고자 하는 收益의 倍數를 뜻하는 것으로 하고 있다.<sup>8)</sup> 이것을 그 逆數에서 포착하면 7.7%인바

8) B. Graham, *Ibid.*, pp. 445~8.

이것이 바로 우리가 通稱하는 資本還元率인 것이다. 이러한 概念을 더욱 分明히 叙述한 것이 西獨의 B. Büschgen이다. 그는 分明히  $\frac{\text{Kurs der Aktie (株價)}}{\text{Gewinn nu pro Aktie(株價收益)}}$   
 $= PER(\text{株價收益比率})$ 이라 하고 그 逆數인  $k = \frac{1}{PER}$ 를 總利文率(Gesamtgewinnrendite)이라고 하되 “Man nach obiger Formel die Gewinn mit der erwarteten Gesamtgewinnrendite Kapitalisieren um zu heuteangemessenen Kurs zu Kommen”<sup>9)</sup>이라고 銘記하고 있거니와 여기서 ‘erwarteten Gesamtgewinn’ (期待했던 總利文率)이라고 한 點이 매우 含蓄性이 있는 表現이라 아니할 수 없다. 다시 말해서 總利文率 즉 우리가 命名하게 되는 資本還元率은 決코 現在로서 固定된 것이 아니고 늘 株價變動에 따라 움직이게 된다는 前提가 숨겨져 있다고 할 수 있다. 다시 말해서 그것은 既定의 公金利水準 모양 固定된 것이 못되며 每日의 株價變動에서 期待되는 株當收益率인 것이다. 上述한 PER의 公式의 左邊分母에서 Gewinn pro Aktie(株當收益)라고 표현한 眞意도 이에 있는 것이다. 이렇게 보면 바람직한 資本還元率  $K_s = [E_0(X+S) - E_0(S)] / P_0 X$  (但  $S = \text{舊株數}$ ,  $X = \text{新株數}$ ,  $E_0$ ,  $P_0 = \text{各株當 現在收益 및 時勢}$ )로 하여  $K_s$ 가 投資者가 期待하는 最低必須의 收益率로 되는 過程에서 約分되어  $K_s = \frac{E_0}{P_0}$ 로 落着되는 것과 軌를 같이 하는 思考方式이라 하겠다. 즉 새로운 株式投資者로서는 既投資者들에 돌아오는 利文率만큼 收益率이 돌아올 것을 期待하며 (이것이 最低必須率이 됨) 萬若에 그 利文率 以上の 것을 期待한다면 구태여 새로운 公開株式에 投資하지 않을 것이다. 流通市場을 통한 舊株式의 賣出에 應하는 投資心理 또한 마찬가지이다. 要是 最低必須收益率이 資本還元率인 데 뜻이 있다. 이리하여 資本還元率은 固定될 수 없으며 하물며 證券市場 外에서 援用되어 와서 新規株의 公開價格을 決定하는 데에 압도적인 影響을 끼친다는 것은 再考되어야 할 줄로 안다. 뿐만 아니라 總資本收益의 개념에서 볼 때 資本還元率도 다른 株式資本의 割引을 통한 株式資本價值만을 導出하는 데 쓰이는 것만으로 處理해 버릴 수도 없는 일이다. 즉 株式資本價值에 의한 企業의 總評價 같은 데서는 資本還元率은 狹意로 自己資本의 코스트 즉 自己資本 내지는 納入資本에 對한 配當코스트 정도로만 解釋되는 것이 옳겠고 實際로 總收益에서 支出되어 나오는 豫想配當額이 果實로 되어 資本還元되어야 하는 新規株公開의 경우에는 다음과 같은 傳統的인 總資本코스트概念의 還元率을 導出適用하는 것이 보다 科學的인 아닐까 생각된다. 이렇게 하여 표착된 總資本코스트를 割引率로 하여 總收益인 果實을 資本還元하여 新舊株을 포함한 總株數로 還元된 企業評

9) H. Büschgen, Wertpapier Analyse, 1974, p. 539.



〈表-2〉 總資本코스트의 算出例

總	收	益	811,000
金	利	(5%)	175,000
自	資	本	636,000
配	當	率*	8% (PER=12.5)
同率에 따른 企構價值			8,000,000 (約)
社		債	3,500,000
企 業 總 價 值			11,500,000
總 資 本 코 스톱			7% (約)

\* 新規公開株일 경우는 配當率, PER 모두 類似 企業과의 相對價值에서 算出할 수 있음.

價額을 조개어 내는 것이 妥當한 것이다. 이러한 分析方法은 上場企業 大多數의 결산서류를 취합하여 年 1~2회 産業別로 산출해 낼 수 있는 것이다. 美國의 경우를 보면 Dow-jones社 産業平均株價나 Standard & Poor社의 綜合株價 對象이 되는 500全企業體의 平均 還元率을 내어 그것을 決定的인 參考로 하고 있음

은 매우 권유할 만한 實例라고 보아진다.<sup>10)</sup>

## V. 現價法의 勸誘—結言에 對하여

「證券의 去來市場에서 每日의 株價一般의 評定이 이루어지고 있다. 그런데 유사한 既存의 企業체가 株式을 媒介로 購入할 수 있는 코스트 以上을 投資者가 支拂하여 새로운 企業을 창건케 하는 일은 부질없다고 할 것이다」(點線部分은 筆者)<sup>11)</sup> Keynes가 一般理論 中 資本의 限界效率에 論及하여 叙述한 이 대목은 現價法을 아는 이는 쉽게 理解할 수 있거니와 供給價格 以上으로 換算(現價)되는 需要價格에 서는 언제나 投資收益의 年系列值의 資本還元額 合計가 供給價格보다 높으면 몰라도 現時點에서의 구체적인 支出絕對額이 供給價格 以上이 될 때에는 새로운 企業이 發行하는 株式에는 投資 안 하는 것이 賢明하다는 뜻이다. 한 말로 말하여 流通市場에는 株價가 500원밖에 안 하는 때에 유사企業의 新規 株價가 600원이라면 무엇보다도 600원짜리의 新株에 投資의 손을 대야 하는가 하는 警告인 것이다.

우리의 경우로 말하면 新規로 公開될 株價가 發行市場에서 그 査定價格이 額面價格(供給價格)보다 높게 評價되면 그 消化가 빠를 것이고 비록 額面 以上の 프리미엄이 붙어서 發行依賴을 한다 하여도 프리미엄은 결국은 無償增資의 資源이 되어 後日에 公開株主에게 돌아오기 마련이기 때문에 아뭇튼 額面價 以上으로 需要價格이 資本還元되면 新規株의 公開는 무난히 이루어질 것이다.

具體的으로 資本還元率을 一例로 年 20%정도로 보고 豫想配當額을 第1次 및

10) B. Graham, *Ibid*, p. 507.

第2次決算配當額을 各 120원(額面 500원의 24%)으로 하여 上揭한 우리의 理論株價方程式  $V = \left( \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{D_2}{(1+k)^2} \right) \div \text{資本還元率}$ 에 代入하면 이것만으로 額面 500원은 約 420원의 프리미엄이 붙은 920원으로 査定되어 나올 것이다. 이 경우에 發行會社가 自重하여 600원에 發行價格을 決定한다고 하면 投資者는 처음부터 320원의 「需要價格上의 利益을 보게 되는 것인데 이것을 現行의 査定方程式  $V = \frac{3 \times D_1 + D_2 X_2}{k}$ 에다 代入하면 理論株價는 600원에 不過하게 되는 것이다. 額面價로 發行을 經營하느냐는 與否보다는 投資者로서 需要價格을 어떻게 포착하느냐가 문제로 되는 고로 그만큼 公開株에 대한 需要가 줄어들 것이라는 생각이 드는 터이다. 하물며 Keynes가 警告했듯이 이러한 算式 안에서 投資하기를 관습으로 하고 있는 우리의 投資者로서 다른 株價一般의 價格이 例를 들어 550원 정도에 머물러 있는 때에 구태여 株當 600원 以上을 實額으로 支出하여 새로운 企業을 創建하는 일은 실로 뜻없는 일이 되고 말 것이다.

供給價格인 코스트 以上을 支出云云하는 대목이 갖는 眞意는 이러하다. 그렇다고 需要價格의 現價가 코스트 以上 되는 것은 마다하고 할 것은 없다. 코스트 以上의 部分은 投資者로서 純現價(NPV)上에서 이미 플러스를 얻고 나가는 셈이니까 말이다. 「將來의 價格이 現在價格과 同額을 이루는 데서 投資는 始發하게 되며 純現價에서의 플러스는 그만큼 投資收益에 操入되기 때문이다」, Dor partinkin은 이렇게 證券投資의 要諦를 喝破하고 있다.<sup>11)</sup> 이제 우리의 株式公開에서의 株價査定에 관하여 結論을 내릴 때가 온 것 같다. 우선 收益價値는 現行의 方式 아닌 現價法의 이념대로 資本還元率을 年次別로 複利算式의 逆數(現價係數)를 代入한 것이다.

이렇게 年次別로 資本還元한 값이 合計가 現行 것보다 엄청나게 많을진대는 合計值—額面價=프리미엄의 許容基準을 50%~30%정도 하는 일을 政策的으로 決定할 수 있을 것이다. 그러나 여기서의 政策的인 決定은 現行의 査定公式에서 加重值을 年次別로 달리 하는 것과는 매우 다르다. 즉, 非科學的이라는 비방을 免할 수 있다. 政策도 여기서는 하나의 理論이기 때문이다. 年前에 한때 프리미엄의 四捨五入式 收斂值를 公布實施에 史例도 있거니와 프리미엄에 階層(stagering)을 두는 것은 그것이 普遍性을 지닐 때에는 그러한 策定의 論理는 首尾가 一貫되기 때문에 非科學的이라고 일컬을 수 없는 것이다.

11) J.M. Keynes, *Ibid.*, p. 151.

12) Don Partinkin, *Ibid* 및 宋梓·金容日著 管理經濟學, 1977, 406~9面 參照.

要之. 우리의 資本還元率은 그것을 公金益에서 援用해 오든 기타 證券市場에서 財務諸表分析에서 導出하든 그 高低가 문제가 아니라 그것에 의하여 算出되는 收益價値의 최종적인 策定基準이 新規株의 公開를 左右하는 關鍵이 된다는데서 한번 再考할 필요가 있는 것이라고 사료된다. 물론 策定基準은 投資一般의 그때 그때의 平均的인 利方率 특히 證券市場에서 나란히 收益率을 재고 있는 社債의 利文率이라든가 기타의 證券관계指標를 참작하여 보다 科學的으로 결정될 것을 전제로 삼고서 말이다.