

新株引受權의 財務的 效果에 관한 小考

權 成 哲

〈目 次〉

1. 序—新株引受權의 意義
2. 新株引受權의 目的
3. 新株引受權의 排除
4. 新株引受權의 價値
5. 引受價格의 決定
6. 結

1. 序—新株引受權의 意義

新株引受權(preemptive right)은 新株發行時 普通株主가 그 投資比率에 따라 우선해서 新株를 割當받을 수 있는 權利이다. 새로 발행되는 普通株는⁽¹⁾ 기존의 株主들에게 할당될 수도 있고 전부가⁽²⁾ 株式市場에서 公募될 수도 있다. 新株의 配정이 舊株主들에 이루어질 경우 그러한 株式發行을 優先權附與(rights offering) 또는 優先權附引受(privileged subscription)라고 한다.⁽³⁾ 따라서 단순한 의미에서 新株의 引受를 청구할 수 있는 權利는 아니다. 즉 「新株引受權」이란 용어보다는 「新株優先引受權」이 그 본래의 의미를 보다 더 정확히 전달해줄 수 있다.

이와 유사하나 구별되어야 하는 개념으로 株式選買權(warrants)이 있다. 株式選買權은 일정가격에 일정한 수의 株式을 살 수 있는 長期選買權(a long-term option)으로서⁽⁴⁾ 급성장하는 소규모기업이 社債나 優先株를 募集할 때 일종의 감미료(sweetner)로 사용되는 것이 보통이다. 그런 기업은 投資者들에 의해 危險이 매우 높은 것으로 평가되고 따라서 그들 社債의 利子率은 높아야 할뿐만 아니라 기타 不利한 여러 조건들을 수락해야 한다. 이때 選買

筆者 : 서울大學校 商科大學 附設 韓國經營研究所 補助研究員, 서울大學校 商科大學 助教.

(1) 新株引受權의 일차적인 대상은 일반형태인 普通株이긴 하지만 轉換社債나 轉換株式에도 인정되는 경우가 있는데 이에 대해서는 다시 언급할 것이다.

(2) 이 말은 失權株의 公募와 구별하기 위하여 사용되었다.

(3) J.F. Weston & E.F. Brigham, *Essentials of Managerial Finance*, Holt, Rinehart and Winston, Inc., 1968, p. 84.

(4) *Ibid.*, p. 547.

권이 주어진다면, 投資者들은 그 기업의 성장과 증가된 利益에 참가할 수 있을 것으로 예상하기 때문에 이러한 조건들은 완화될 수 있는 것이다. 選買權의 株式引受價格(exercise price or option price)은 社債發行 당시의 株價보다 15~20%가 높게 설정되는 것이 보통으로서 기업성장에 따라 株價가 이 價格 이상으로 상승하는 때에 選買權이 행사된다.⁽⁵⁾ 그러므로 選買權은 특별한 목적하에서 발행되며 당장의 資金必要性에 의한 것이 아니라는 점에서 新株引受權과는 구별이 된다.⁽⁶⁾

2. 新株引受權의 目的

1) 議決權에 의한 經營支配權維持

新株引受權의 主要目的은 舊株主로 하여금 기업의 所有權 및 經營權에 대한 그들의 持分比率를 維持하게 하는 것이다.⁽⁷⁾ 議決權이 있는 株式을 새로이 발행하여 일반투자자에 배정하는 경우 기존의 支配關係가 무너지고 심지어 舊株主의 經營權을 상실할 수도 있다. 그러나 新株를 현재의 所有株式에 比例하여 우선 할당함으로써 多數權을 계속 행사할 수 있다. 이런 점에서 議決權없는 株式(보통 優先株)⁽⁸⁾에 대하여 新株引受權을 排除함은 論理的으로 당연하다. 즉, 현재는 議決權이 없지만 新株發行時 引受權의 행사로 議決權을 가질 수 있기 때문이다. 또한 轉換證券의 경우, 일정기간이 경과한 후 轉換權의 행사로 普通株로 轉換, 議決權을 취득할 수 있다. 환언하면 轉換證券의 발행은 미래 일정시점에서의 동액의 普通株資本의 증가를 의미하고 당연히 所有比率에 변화를 가져온다. 그러므로 그러한 轉換證券도 발행시에 기존의 株主들에게 新株引受權을 주는 것을 원칙으로 한다.⁽⁹⁾

2) 剩餘金에 대한 投資價値의 維持

新株引受權이 갖는 보다 중요한 의미는 기업에 대한 株主의 投資價値의 比例的 利害關係를 보호하는 데 있다.⁽¹⁰⁾ 다음과 같은 어느 기업의 貸借對照表를 예로 설명해 보자.⁽¹¹⁾ 株

(5) *Ibid.*, p. 401.

(6) Guthmann & Dougall은 양자를 구별없이 "stock purchase warrant"라 부르면서 다만 경우에 따라 다른 의미로 사용될 수 있음을 지적하였다(H.G. Guthmann & H.E. Dougall, *Corporate Financial Policy*, Prentice-Hall, Inc., 1940, p. 395). 한편 Beranek도 株主는 일정기일후에 物的證券인 warrant를 받는다고 하여 혼용하고 있음을 본다(W. Beranek, *Analysis for Financial Decisions*, Richard D. Irwin, Inc., 1970, p. 210).

(7) J.F. Weston & E.F. Brigham, *op. cit.*, p. 385.

(8) 議決權이 없는 대신에 利益配當이나 殘餘財產分配에 있어 議決權株보다 우선하는 優先株가 일반적이다(沈炳求, 投資論, 博英社, 1974, p. 63).

(9) 그러나 지난 8월 23일 請約을 개시한 大韓비타민(株)의 轉換社債(2억)의 경우 一般公募에 의하였다.

(10) 사실상 일반투자자는 支配나 經營을 위하여 투자하기 보다는 短期的인 時價差益이나 長期的인 配當所得을 얻는 것을 목적으로 한다.

(11) H.G. Guthmann & H.E. Dougall, *op. cit.*, p. 392.

資 産	\$ 150,000	負債	\$ 30,000
		普通株(額面 \$ 100)	100,000
		剩餘金	20,000
	<u>\$ 150,000</u>		<u>\$ 150,000</u>

當額面價格은 \$ 100으로서 株當剩餘金價値는 \$ 20이다. 물론 時價는 額面보다 높겠지만 額面으로 \$ 100,000을 公募하는 경우를 가정한다. 따라서 株式數는 두배로 될 것이고 株當剩餘金價値는 \$ 10으로 1/2이 된다. 다시말하면 新株主는 \$ 110의 投資價値에 대해 실제 지불은 \$ 100이지만, 舊株主의 投資價値는 增資前의 \$ 120에서 \$ 110으로 떨어진 것이다. 즉, 新株公募로 인해 社外의 투자자에게 財産權의 一部가 移轉된 것이다.⁽¹²⁾

성격상 여러가지로 社債에 유사한 優先株에 普通株를 時價以下로 구매할 수 있는 權利를 준다는 것은 그런 權利를 外部投資者에 附與하는 것과 마찬가지로 普通株主로서는 건디힘은 일이다. 따라서 보통은 優先株에 新株引受權이 부인된다.⁽¹³⁾

3. 新株引受權의 排除

新株引受權은 法의效果를 지닌다 美國의 경우 <表 1>에서 보는 바와 같이 약 75%의 州

<表 1> 新株引受權의 制限에 관한 美國의 州法規定

州 法 規 定	數	比 率
新株引受權을 附與한다	2	4%
定款에 다른 정함이 없으면 인정된다	36	71
定款에 다른 정함이 없으면 부인된다	5	10
明文規定이 없다	8	15
計	<u>51</u>	<u>100%</u>

에서 定款規定에 排除事項이 없으며 新株引受權을 舊株主에 附與하도록 州法으로 정하고있다.⁽¹⁴⁾ 우리 商法에도 株主는 定款에 다른 정함이 없으면 그가 가진 株式의 數에 따라서 新株의 配定을 받을 權利가 있음(商法 第418條)을 명백히 하고 있다. 筆者의 조사에 의하면 우리나라(조사대상) 上場企業 93個中 51個(55%)企業이 新株引受權을 定款에 明文規定으

(12) 株式會社에 있어 획득된 利益은 두가지 형태로 株主에 귀속된다. 하나는 配當으로 支給되는 것이고 또 하나는 剩餘金으로 社內에 留保되는 것이다. 후자는 自己資本의 증대에서 비롯되는 株式價値를 상승시키는 것으로 株主의 機會利益率보다 높은 利益率을 얻을 것을 조건으로 하여 合理化될 수 있는 것이다.

(13) 參加的優先株도 그 定義上 配當에 限한 것인 만큼 剩餘金에 대해서는 利害關係를 갖는다고 볼 수 없다. 그러나 剩餘金 그 자체가(投資의 効率化로) 株當利益을 증가시켜 일경율이상의 追加配當이 가능하게 하는 요인이 된다. 따라서 普通株를 낮은 가격으로 발행함으로써 剩餘金의 價値低落(dilution)을 가져온다면 동시에 參加的優先株도 유사한 피해를 입는다는 주장이 理論적으로 가능하다.

(14) J.F. Weston & E.F. Brigham, *op. cit.*, pp 355-6.

〈表 2〉 上場企業의 新株引受權에 관한 定款規定

定 款 規 定	企 業 數	比 率
株主는 新株引受權을 갖는다	51	55%
新株發行과 引受方法은 理事會가 이를 決定한다	24	26
新株引受權에 언급하고 있는 明文規定이 없다	18	19
計	93	100%

로 두고 있으며 24個(26%)企業이 增資時 理事會의 決議로서 결정하도록 하고 있다.⁽¹⁵⁾ (〈表 2〉參照) 일반적으로 다음의 경우에는 新株引受權이 排除된다.

1) 資本調達을 원활하게 하기 위하여 定款에 株主의 新株引受權을 制限한 경우(商法第 420條 第5號)

① 公募增資: 특히 신설회사의 경우 확립된 多數支配關係나 剩餘金에 대한 利害關係가 없으므로 시장에서 發起株에 대한 광범위한 소화를 위해 필요하다. 〈表 2〉의 예에서 新株引受權을 明文化한 51개 기업중 公募增資의 경우 理事會의 決議로 제한 내지 배제할 수 있도록 한 기업수가 36個(71%)에 이르고 있다.

② 第三者의 新株引受權

i) 종업원의 사기를 진작시키기 위하여 종업원지주제를 실시할 수가 있다(商法 第418條, 第420條)⁽¹⁶⁾

ii) 특정인에게 그들의 「서비스」를 얻는 誘因으로서 또는 부분적인 報償으로서 株式引受權을 부여할 수 있다 〈表 2〉에서 新株引受權을 인정하는 51개 기업중 13개(25%)가 이 경우에 株主總會의 特別決議 또는 理事會의 決議로서 排除할 수 있도록 하고 있다.⁽¹⁷⁾

2) 準備金の 資本轉入에 의한 新株發行의 경우(商法 第461條): 이 때는 反對給付없이 引受하는 無償株이며 引受權者는 항상 株主이며 新株引受權問題는 발생하지 아니한다.

3) 轉換株式(商法 第348條) 또는 轉換社債(商法 第516條)의 轉換에 의해 新株를 발행하는 경우는 新株引受權의 대상이 되지 않는다.

4) 現物出資에 대해 新株를 발행하는 경우(商法 第416條 第4號): 이 경우는 理事會 또는 定款規定에 의하여 株主總會의 決議로 現物出資를 하는 자와 그에 대하여 부여할 株式

(15) 1974年 11月 30日 현재 上場業體 총 127개중 자료인수가 가능했던 93개기업을 대상으로 하였다

(16) 다음 두 規定을 參照. 「...그 法人의 從業員의 請約이 있을 때는 公開하는 株式總數의 100분의 10까지는 그 從業員에게 우선적으로 配定해야 한다」(企業公開促進法 第8條) 및 「...당해法人의 從業員은 商法 第418條의 規定에도 불구하고...우선적으로 新株의 配定을 받을 權利가 있다」(資本市場育成에 관한 法律 第6條)

(17) 예로서 I 藥品(株)의 定款 第11條第3號를 參照. 「本會社는 株主總會의 特別決議로서 國內의 投資會社 또는 技術提携會社에게 新株式引受權을 附與할 수 있다.」

數를 정하기 때문에 新株引受權이 미치지 못한다. (18)

5) 會社合併의 경우(商法 第 523條 第3號) : 消滅會社의 株主는 合併의 効力이 발생함과 동시에 당연히 新株의 株主가 되므로 그 新主에 대하여 存續會社의 株主의 新株引受權問題는 발생하지 아니한다.

4. 新株引受權의 價値

財務意思決定目的은 企業의 總市場價値의 極大化라고 가정할때 (19) 設備投資決定에 있어서 중요한 문제는 資本費用의 계산인데 그것은 곧 外部資本의 最適規模나 構成의 결정이 어려움을 의미한다. 왜냐하면 資本費用이 IRR法에서는 拒否率(cut-off rate) (20)이 되고 NPV法에서는 割引率(discount rate) (21)이 되기 때문이다.

純營業利益 P 는 資産 A 의 함수이므로 $P=P(A)$ 의 관계가 성립하고 A 의 限界增加에 따른 P 의 限界增加는 $\Delta P=P'(A)$ 로 둘 수 있다. $MR=MC$ 의 均衡條件이 財務意思決定에서도 有効하므로,

첫째, 負債의 추가가 합리화되는 기준은 限界利益이 限界費用과 일치하는 점 즉 $P'(A+D)=r(\$1.00)$ 이다. 이때 D 는 負債의 추가분, r 은 利子率이다.

둘째, 優先株의 추가발행기준은 $P'_T(A)=d(\$1.00)$ 이다. 이때 $P'_T(A)=P'(A)(1-\lambda)$ 이며 λ 는 課稅率, d 는 優先株配當率이다.

셋째, 普通株에 의한 合理的資本追加條件도 동일한 추론으로 $P'_T(A)=e(\$1.00)$ 인데 e 는 普通株利益率(earnings yield on commonstock)이다.

確實性下에서 完全市場을 가정하면 借入利子率과 貸付利子率은 일치하며 $r=d=e$ 의 관계가 성립한다. e 는 完全競爭市場에서 모든 投資者들에 알려져 있는 것으로 가정되나 $P'_T(A)$ 는 투자실시후 사후적으로 인지된다면 다음에서 보는 바와 같이 추가되는 株式을 舊株主 또는 새로운 투자자중 어느 쪽이 구매하는가에 분석의 초점이 주어진다.

(18) 이때 財務管理者로서는 다음 두가지를 고려해야 한다. ① 株式과 交換될 만큼 해당 資産의 취득이 價値있는 것인가 ② 交換比率의 결정이 株式의 額面과 時價를 고려한 적절한 評價에 의하여 이루어졌는가.

(19) 財務意思決定目的에 대해서는 다음과 같은 文獻들을 참조. 沈炳求, “不確實性條件下에서의 企業評價와 最適資本構成”, 經營論集, 1974年 8月 pp. 4-24. E. Solomon, *The Theory of Financial Management*, Columbia Univ. Press, 1963, pp. 8-9. A.A. Robichek & S.C. Myers, *Optimal Financing Decisions*, Prentice-Hall, Inc., 1965, pp. 1-6. J.T.S. Porterfield, *Investment Decisions and Capital Costs*, Prentice-Hall, Inc., 1965, pp. 5-19.

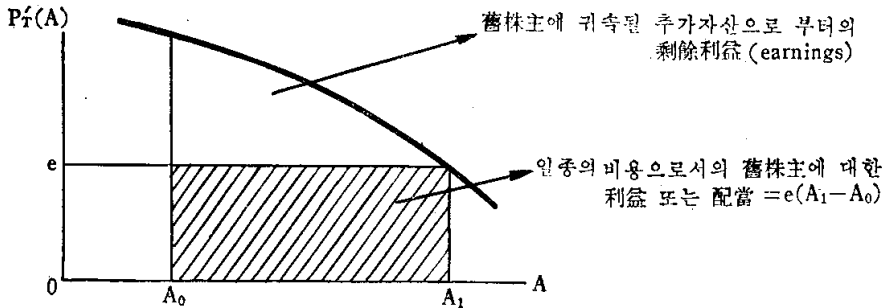
(20) 일반적으로 Rn 을 매년의 순현금흐름, Cn 을 매년의 지출이라고 두면, $\sum_{n=1}^t Rn(1+r)^{-n} = \sum_{n=1}^t Cn(1+r)^{-n}$ 이 되는 r 이 곧 內部利益率인데 $r > k$ 일때 그 投資提案은 수락된다. 여기서 k 가 資本費用이다.

(21) NPV法에서의 投資決定基準은 $\sum_{n=1}^t Rn(1+k)^{-n} - \sum_{n=1}^t Cn(1+k)^{-n} > 0$ 인데 물론 k 는 資本費用이다.

普通株의 市場價値에 영향을 미치는 요인으로는 주로 配當과 利益⁽²²⁾, 레버리지,⁽²³⁾ 그리고 發行株式數를 들 수 있는데⁽²⁴⁾ 本稿에서는 新株發行이 舊株主에 獨占되는가 아니면 새로운 투자자에 公募되는가하는 상이한 方法에 따르는 財務의效果 특히 전자에의 경우 앞서 설명한 新株引受權이 舊株主의 投資價値의 증대 내지는 維持라는 觀點에서 갖는 의미가 어떤 것인가⁽²⁵⁾를 구체적으로 Beranek의 推론을 따라 살펴보고자 한다.⁽²⁶⁾

논의의 편의상 追加資本은 普通株의 발행에 의해서만 조달된다고 가정하면 그 방법은 다음 세가지가 있다.

첫째, 舊株主에게만 配定되는 경우, 모든 투자자는 그의 투자에 대해 e 의 機會利益率을 기대하므로 $P'_T(A) = e(\$1.00)$ 에서 最適追加資本(optimal added equity)이 결정되며 그 규모는 $A_1 - A_0$ 이다(〈圖 1〉참조)



〈圖 1〉

투자후에 $P'_T(A)$ 의 利益機會가 모든 投資者에 알려질 것이므로 普通株의 總市場價値가 課稅後普通株利益을 e 로 나누는 것과 같아 지는 점까지 株價는 상승할 것이다.

둘째, 社內株(treasury stock)의 경우는 물론 혼란 일은 아니지만 만일 $P'_T(A) < e$ 이라면 기업이 벌 수 있는 것보다 더 많은 보수를 市場(投資者)이 요구하는 것이 되고 그것은 즉 기업이 필요없는 자산을 가지고 있음을 의미한다. 따라서 $P'_T(A) = e$ 가 될 때까지 株式(따라서 資産)을 處分해야 하는데 이를 보통 社內株라 한다.(〈圖 2〉에서 $A_0 - A_1$ 가 처분된 資産이

(22) 配當資本化說 및 利益資本化說에 관하여는 다음을 參照. 沈炳求, “不確實性條件下에서의 企業評價와 最適資本構成”, 經營論集, 1974年 8月, pp. 24-40.

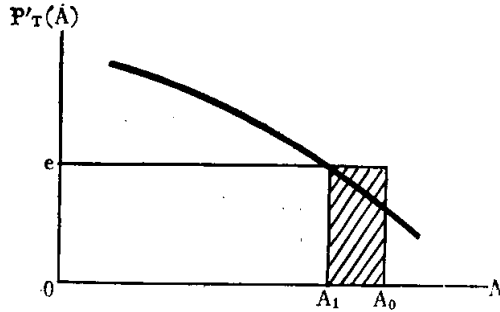
(23) 레버리지와 資本構成에 관한 諸理論 및 實證의研究에 대한 요령있는 설명은 다음을 참조. G.S. Philippatos, *Essentials of Financial Management; Text and Cases*, Holden-Day, Inc., 1974, pp. 163-274.

(24) W. Beranek, *op. cit.*, pp. 194-2.

(25) 따라서 新株引受權과 관련하여 財務管理者가 직면하는 문제는 다음 세가지이다. ① 新株의 引受比率을 어떻게 정할 것인가 ② 新株引受權 1개의 價値는 얼마인가 ③ 新株引受權이 舊株에 미치는 效果는 무엇인가(J.F. Weston & E.F. Brigham, *op. cit.*, pp. 385-6)

(26) W. Beranek, *op. cit.*, pp. 201-18.

다.)⁽²⁷⁾



<圖 2>

제재, 일반투자자에 배정되는 경우, 新株主는 e (\$1.00)의 利益率을 요구할 것이므로 利益極大化 즉 기존주주(existing shareholders)의 投資價値를 極大化하기 위하여서는 당연히 限界課稅後利益이 限界費用 e 와 같은 점에서 均衡을 이루며 그때의 적정투자규모는 $A_1 - A_0$ 일 것이다.

1) No Rights

① Case I; 이 경우에는서는 첫째 $P_T(A)$ 는 增資決議의 公表(announcement)와 동시에 알 수 있으며 따라서 둘째, 舊株主는 새로운 資産을 公여함이 없이⁽²⁸⁾ 限界費用 e 를 초과하는 剩餘利益의 전부를 취득한다고 가정한다. 바꾸어말하면, 確實性和 機會利益率 e 의 가정하에서 增資는 성공하고 미래의 이익성장을 반영하여 株價는 상승한다. 그러므로 新株의 株當最適發行價格은 이 利益成長을 반영하여 투자후의 株當價格과 동일한 것이 된다. 이를 자세히 보면 다음과 같다.

π_0 : 현재의 課稅後利益(A_0 에 대응)

π_1 : $A_1 - A_0$ 의 增資에 따르는 課稅後利益의 總增加分

V_0 : 增資後 舊株의 市場價値

V_1 : 增資後 普通株의 總市場價値로 들때,

$$V_1 = (\pi_0 + \pi_1) / e \tag{1}$$

$$V_0 = \frac{\pi_0 + [\pi_1 - e(A_1 - A_0)]}{e} \tag{2}$$

가 성립한다. 이때 $e(A_1 - A_0)$ 는 새로운 투자자로 하여금 $A_1 - A_0$ 를 투자하도록 誘引하는데 필요한 利益(즉 費用)이다.

(27) 물론 이때 $A_0 - A_1$ 에 해당하는 부분을 清算配當(liquidating dividend)으로 株主에게 配分할 수 있다.

(28) 즉 新株는 전액 一般公募된다.

새로운 株主로 부터 얻는 資本總額 $A_1 - A_0$ 는 $V_1 - V_0$ 와 같아야 한다.

$$V_1 - V_0 = \frac{\pi_0 + \pi_1}{e} - \frac{\pi_0 + [\pi_1 - e(A_1 - A_0)]}{e} = A_1 - A_0 \quad (3)$$

다시 N_0 를 增資前의 株式數, N_1 을 增資後의 株式數라고 하면 $N_1 - N_0$ 는 발행해야 할 新株數가 된다. 여기서 N_1 의 最適值를 구할 수 있으면 $N_1 - N_0$ 즉 最適新株數도 알 수 있다. 新株主集團의 總資本에 대한 相對的持分比率는 $(V_1 - V_0)/V_1$, 舊株主集團의 總資本에 대한 相對的持分比率는 V_0/V_1 이므로

$$\frac{V_0}{V_1} = \frac{\pi_0 + \pi_1 - e(A_1 - A_0)}{\pi_0 + \pi_1} = \frac{N_0}{N_1} \quad (4)$$

이다. N_1 만이 변수이므로 그 最適值는,

$$N_1^* = \frac{N_0(\pi_0 + \pi_1)}{\pi_0 + \pi_1 - e(A_1 - A_0)} \quad (5)$$

이고 最適新株數는,

$$N_1^* - N_0 = \frac{N_0(\pi_0 + \pi_1)}{\pi_0 + \pi_1 - e(A_1 - A_0)} - N_0 = \frac{N_0 e(A_1 - A_0)}{\pi_0 + \pi_1 - e(A_1 - A_0)}$$

이다. 따라서 新株의 最適株當市場價値는,

$$\frac{V_1 - V_0}{N_1^* - N_0} = \frac{A_1 - A_0}{N_1^* - N_0} = \frac{\pi_0 + \pi_1 - e(A_1 - A_0)}{N_0 e} \quad (6)$$

이다. (6)의 오른쪽은 舊株의 株當市場價値를 나타내므로 新株의 株當價値는 舊株의 市場價値와 일치한다. 그러므로 新株의 最適發行價格은 利益의 成長을 반영하는 V_0/N_0 가 되어야 한다.

增資後의 最適株當價格은,

$$V_1/N_1^* = (\pi_0 + \pi_1)/N_1^* e \quad (7)$$

여기에 (5)에서 구한 N_1^* 의 값을 代入하면,

$$V_1/N_1^* = \frac{\pi_0 + \pi_1 - e(A_1 - A_0)}{N_0 e} \quad (8)$$

이 되는데, 이는 (6)과 동일하므로 결국 新株의 最適發行價格은 增資後의 總株式에 대한 最適株當價格이다.

단일 新株의 發行價格이 (6)에서 주어진 價値보다 낮게 설정되면 最適增資規模 $A_1 - A_0$ 의 조달을 위해서는 더 많은 株式을 팔아야 한다. 이는 舊株主의 總資本에 대한 相對的持分比率 즉 N_0/N_1 을 最適值보다 낮게 만들어 $N_0/N_1 = V_0/V_1$ 에서 보듯 V_0 의 價値는 最適의 경우보다 작아지고 따라서 舊株主資本의 市場價値는 極大化되지 않는다.

② Case II: 여기서는 첫째, 市場은 $A_1 - A_0$ 에 대한 利益成長率을 $e(A_1 - A_0)$ 로 기대하며 따라서 $e(A_1 - A_0)$ 는 市場機會利益率 e 로 評價되고 둘째, π_1 에 대한 情報은 투자후라야 비로소 市場에 알려진다고 가정한다.

추가할 最適資本規模는 $P'_T(A)$ 와 e 의 관계에 전적으로 의존하므로 여전히 $A_1 - A_0$ 이다. π_1 이 알려진 후의 總投資價値는 $V_1 = (\pi_0 + \pi_1)e$ 가 될 것이지만 增資時 市場은 아직 π_1 을 모르고 있으므로 總投資價値 V_2 는,

$$V_2 = \frac{\pi_0 + e(A_1 - A_0)}{e} = \frac{\pi_0}{e} + (A_1 - A_0) \quad (9)$$

이코⁽²⁹⁾ 株當價格은 V_2/N_1^* 이다. 이 式의 右邊은 舊株主資本과 新株主資本의 合을 나타낸다. 한편, $V_1 > V_2$ 일 것이므로 $V_1/N_1^* > V_2/N_1^*$ 이다. 즉 舊株主의 資本價値는 물론 新株主의 資本價値도 함께 增加하게 되어 舊株主는 Case I에서와 같이 剩餘利益의 전부(즉 舊株의 市場價値의 全增加)를 취득할 수 없고 그 利益機會를 新株主와 나눌 수 밖에 없다.

Case I과 마찬가지로 投資後의 舊株主의 相對的投資價値는 기업의 總價値에 대한 그들의 資本價値比率과 같다.

$$\frac{\pi_0}{\pi_0 + e(A_1 - A_0)} = \frac{N_0}{N_1^*},$$

즉,

$$N_1^* = N_0 \frac{[e(A_1 - A_0) + \pi_0]}{\pi_0} \quad (10)$$

最適新株發行數는

$$N_1^* - N_0 = \frac{N_0 e (A_1 - A_0)}{\pi_0}$$

이코 最適株當發行價格은,

$$(A_1 - A_0) / [N_0 e (A_1 - A_0) / \pi_0] = \pi_0 / N_0 e \quad (11)$$

이다. 그러나 增資後의 最適新株數 N_1^* 에 의한 株當價値는

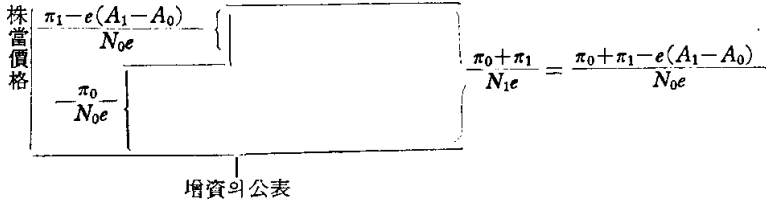
$$\frac{\pi_0 + e(A_1 - A_0)}{N_1^* e} \quad (12)$$

이므로 N_1^* 에 (10)을 代入하면 $\pi_0 / N_0 e$ 가 된다. 따라서 新株의 最適發行價格은 增資前株當價格과 같고 그것은 또한 增資後株當價格과 같다. 이상을 圖式으로 나타낸 것이 <圖 3>~<圖 4>이다.

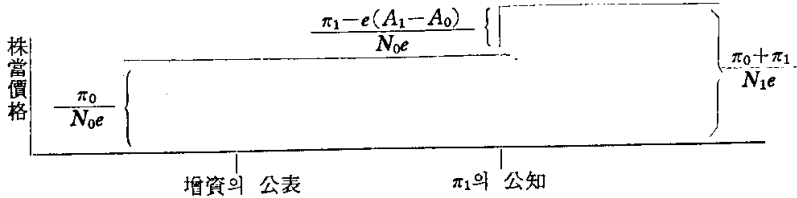
(29) 市場은 다음과 같이 말한다. “당신은 長期利益이 $\pi_0 + \pi_1$ 이 된다고 確信하지만 우리는 믿을수 없으므로 기다려서 投資後의 結果를 보겠다. 그사이 우리는 당신이 추가하는 限界資本에 대해 e 의 利益率을 기대하여 利益을 $\pi_0 + e(A_1 - A_0)$ 로 계획하겠다”(W. Beranek, *op. cit.*, p. 208)

이상 外部投資者에 직접 公募되는 경우를 설명하였다. 그러나 舊株主에 먼저 新株를 취

〈圖 3〉 No Rights: Case I



〈圖 4〉 No Rights: Case II



득할 優先權을 주고 또 이 權利를 市場에 매각할 수 있다면 (6)이나 (11)과는 다른 것이 될 것이다.

2) Rights Offering

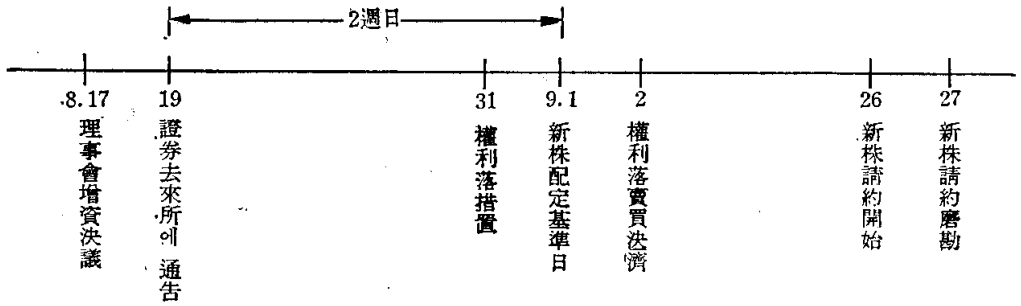
新株引受權은 1株當 1개씩 舊株主의 株式數에 비례하여 주어진다. 앞의 표기를 그대로 사용하면 新株引受權의 數는 N_0 가 된다. 新株의 引受價格(subscription price)은 S 로 두자. 舊株主는 新株 1株의 취득에 필요한 수의 權利 및 S 와의 交換으로 新株 1株를 매입할 수 있다. 新株數는 $N_1 - N_0$, 權利數는 N_0 이므로 新株 1株 취득에 필요한 權利數는 $N_0 / (N_1 - N_0)$ 이다. 만일 株式의 추가매입을 원하지 않는다면 新株引受權만을 市場에서의 競爭價格으로 매각이 가능하다. 물론 이 權利를 사는 사람은 동시에 그에 附與된 모든 權利를 讓受한다.⁽³⁰⁾

新株引受權의 賣買에는 다음과 같은 약간의 制度的 理解가 필요하다. 上場企業의 경우 有償增資時 新株引受權을 부여하는 新株配定基準日(record date)을 確定하여 그날로부터 2週日전에 證券去來所에 通告하여야 하며, 證券去來所에서는 그 新株配定基準日의 익일이후에 결제되는 株券에는 新株引受權이 없음을 投資者에 충분히 주지시킴과 동시에 新株配定基準日의 익일이후에 결제되는 매매분 즉 그 基準日의 1일전부터 매매거래되는 株券은 新株引受權이 없음을 權利落(rights-off or ex-rights)으로서 당해 종목에 표시하여 매매거래를 행한다.⁽³¹⁾ (上場契約書 第6條 參照) 이 기간동안에는 비록 新株引受權證書는 발행되지 않았다

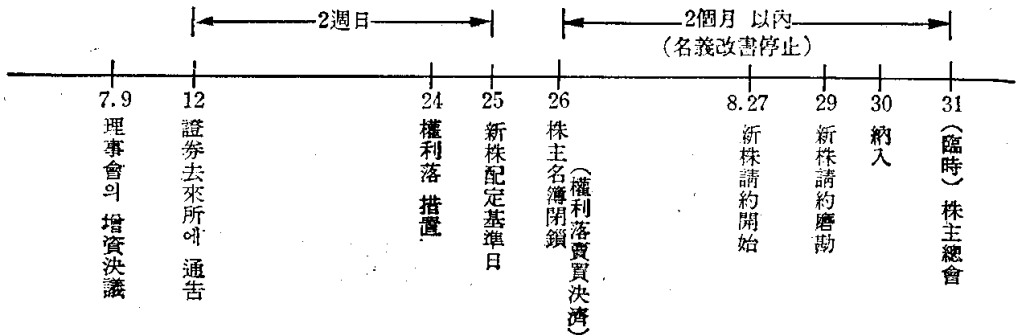
(30) 新株引受權의 比率에 대한 說明은 다음을 參照. S.H. Archer & C.A. D'Ambrosio, *Business Finance: Theory and Management*, The Macmillan Co., 1972, p. 517.

(31) 실제 예로서 證券去來所에서 發刊되는 日刊「證券市場」紙에는 權利落을 표시하는 別表를 첨부하고 있다.

하더라도 when-as-if-issued 基準으로서 權利附(rights-on or cum rights)로 매매된다. (32) 따라서 權利落價格은 權利附에 비하여 權利의 價値만큼 下落하는 것이 원칙이다. 이상을 圖式으로 설명한 것이 <圖 5>~<圖 6>의 두 예이다.



<圖 5> M產業(株主名簿閉鎖의 경우)



<圖 6> J酒造(基準日設定의 경우)

① Case I; No Rights의 경우와 마찬가지로 π_1 은 이미 알려져 있으므로 舊株의 市場價値는 π_0/e 에서 V_0 로 상승하고 株當價格은 V_0/N_0 가 된다. 만일 $S < V_0/N_0$ 이라면 $V_1/N_1 < V_0/N_0$ 가 될 것이다. 왜냐하면 最適增資規模 $A_1 - A_0$ 는 더 많은 株式을 발행함으로써만이 조달 가능하기 때문이다. S 가 작을수록 V_1/N_1 은 더 작아진다. 대부분의 경우 新株引受는 市場價格보다 낮은 割引價格으로 행해지므로 (underpricing) $V_0/N_0 \rightarrow V_1/N_1$ 의 하락이 舊株主의 投資價値에 어떤 불리한 영향을 미치는가를 보기로 한다.

增資決議의 公表後의 株價는 V_0/N_0 로서 權利落措置때까지 유지된다. 그 다음부터는 權利落인 V_1/N_1 이 된다. 權利附和 權利落의 市場價格의 차이를 d 로 두면,

(32) W. Beranek, *op. cit.*, pp. 210-11.

$$d = V_0/N_0 - V_1/N_1 \quad (13)$$

이 되는데 V_1 과 V_0 에 (1), (2)를 代入하면,

$$d = \frac{\pi_0 + \pi_1}{eN_0} - \frac{\pi_0 + \pi_1}{eN_1} - \frac{A_1 - A_0}{N_0} \quad (14)$$

가 된다.

i) rights-on period : 이 기간동안 投資者가 1株의 株式을 매입하는 방법은 다음 두가지 이다(단 편의상 去來費用은 무시하기로 한다)

첫째, V_0/N_0 로 사서 첨부된 權利를 판다. 이때 權利 1개의 價値를 R 로 두면 投資者의 純支出은 $V_0/N_0 - R$ 이다.

둘째, 新株引受에 충분한 數의 權利를 사서 新株를 引受한다. 이때의 投資者의 純支出은 $[N_0/(N_1 - N_0)] R + S$ 이다. 合理的 投資者의 選買行爲는 이 양자가 일치하는데서 市場均衡을 찾을 것이다. (33)

$$V_0/N_0 - R = [N_0/(N_1 - N_0)] R + S \quad (15)$$

$$R = (V_0/N_0 - S) / [N_1/(N_1 - N_0)] \quad (16)$$

V_0 에 (2)를, $S = (A_1 - A_0)/(N_1 - N_0)$ 를 代入하면,

$$R = \frac{\pi_0 + \pi_1}{eN_0} - \frac{\pi_0 + \pi_1}{eN_1} - \frac{A_1 - A_0}{N_0} \quad (17)$$

이 되는데 (35) 이는 (14)와 동일하다. 따라서 確實性和 完全市場의 가정하에서 株當市場價格

(33) 新株引受權의 실제 市場價格은 公式의 計算價値와 괴리가 있을 수도 있다. 즉 短期投資者의 경우 權利附株式을 구매하기 보다 新株引受權만 매입하려고 할 것이다. 왜냐하면 投資利益率로 봐서 株式까지 사는 것보다 오히려 더 효율적일 수 있다. 또 價値가 하락하더라도 新株引受權의 價格은 相對的으로 소액이므로 그 손실은 약소하다. 이것은 新株引受權에 대한 구매의욕을 높이고 따라서 理論價値보다 價格은 상승할 것이다. 그러나 지나치게 상승하면 新株引受權을 행사하려던 株主들도 이들 投機者들에 팔아 상대적으로 싸진 株式의 구매로 돌릴 것이다. 이런 경향이 심해지면 이번에는 도리어 理論價値보다 하락할 수도 있다. 그러나 이때에는 반대로 신주인수권을 매입하여 新株를 사서, 파는 arbitraging dealer들에 의해 그 價格은 상승, 결국 理論價値에 접근할 것이다. (H.G. Guthmann & H.E. Dougall, *op. cit.*, pp. 397-8)

(34) 일반적으로 사용되는 權利落措置前의 權利 1개의 價値에 대한 公式은

$$V_R = \frac{P_1 - P_S}{R + 1} \quad (16)'$$

이다. 이때 V_R 은 權利 1個의 價値, P_1 은 舊株의 權利附市場價値, R 은 新株1株의 引受에 필요한 權利數이다. 그런데 (16)에서,

$$\frac{V_0/N_0 - S}{N_1/(N_1 - N_0)} = \frac{V_0/N_0 - S}{(N_1 - N_0 + N_0)/(N_1 - N_0)} = \frac{V_0/N_0 - S}{1 + N_0/(N_1 - N_0)} \quad (16)''$$

가 되어 이를 (16)'와 비교하면, $V_0/N_0 = V_R$, $S = P_S$, $N_0/(N_1 - N_0) = R$ 이므로 (16)'' = (16)' = (16)이 성립한다.

(35) V_0 에 (2)를, $S = (A_1 - A_0)/(N_1 - N_0)$ 를 代入한 후의 (16)은

$$\frac{(N_1 - N_0)[\pi_0 + \pi_1 - e(A_1 - A_0)] - e(N_1 - N_0)N_0(A_1 - A_0)/(N_1 - N_0)}{eN_0N_1} = \frac{\pi_0 + \pi_1}{eN_0} - \frac{\pi_0 + \pi_1}{eN_1} - \frac{(N_1 - N_0)(A_1 - A_0)}{N_0N_1} - \frac{N_0(A_1 - A_0)}{N_0N_1}$$

가 되는데 뒤의 두항은 $-(A_1 - A_0)/N_0$ 로 간단히 된다.

의 下落은 新株引受權의 均衡價値에 의해 정확히 상쇄된다.⁽³⁶⁾ 이는 舊株主는 그의 權利의 매각에 의하여 株式價値의 低落(dilution)에 동등한 價値를 회수할 수 있음을 의미한다.⁽³⁷⁾

ii) rights-off period: 權利落期間에도 유사한 추론이 가능하다. 즉 R의 價値는

$$V_1/N_1 = [N_0/(N_1 - N_0)] R + S \quad (18)$$

$$R = (V_1/N_1 - S) / [N_0/(N_1 - N_0)] \quad (19)$$

이 되는데⁽³⁸⁾ V_1 에 (1)을, $S = (A_1 - A_0)/(N_1 - N_0)$ 를 대입하고 간단히 하면 (17) 즉 (14)가 된다. 이런 조건하에서 R은 rights-on period나 rights-off period나 같은 價格으로 팔리고 그것은 rights-on → right-off 될 때 발생하는 株式價格의 하락의 폭과 같다. 그러므로 Case I 에서는 $0 < S \leq V_0/N_0$ 인 한에서 舊株主에 아무런 不利를 가져다 주지 않음을 알 수 있다.⁽³⁹⁾

② Case II: 앞서 No Rights의 경우에서 본 바와 같이 增資前과 rights-on period의 株當 價格은 π_0/N_0e 가 되고 權利落株價는 V_2/N_1 이므로 그 차이는

$$d = \frac{\pi_0}{eN_0} - \frac{\pi_0}{eN_1} - \frac{A_1 - A_0}{N_1} \quad (20)$$

이 된다.⁽⁴⁰⁾ 또한 이것은 新株引受權의 均衡價値와 동일하게 된다.⁽⁴¹⁾

(36) 不完全競争下에서의 市場行態에 대한 보다 자세한 설명은 다음을 참조. H.G.Guthmann & H.E. Dougall, *op. cit.*, pp. 404-7. 와 pp. 411-3.

(37) 이런 의미에서 新株引受權을 일종의 所得(income)으로 보는 견해는 비판될 수 있다. 즉 新株가 市場價格보다 낮게 引受됨으로서 總資本에 대한 比例의 所有價値의 一部와 이별한 것인데 이를 新株引受權의 매각으로 상쇄해주는 말하자면 財產權의 회복이다.

(38) 權利落期間의 權利 1개의 價値에 대해 사용되는 일반적인 公式은

$$V_R = \frac{P_2 - P_S}{R} \quad (19)'$$

인데 $V_1/N_1 = P_2$, $S = P_S$, $N_0/(N_1 - N_0) = R$ 이므로 (19) = (19)'가 성립한다.

(39) 만일 $S = V_0/N_0$ 로 하면 당연히 dilution은 없고 新株引受權의 價値는 0, 그리고 $V_0/N_0 = V_1/N_1$ 이 된다.

(40) $d = V_0/N_0e - V_2/N_1$ (20)'

의 V_2 에 (9)를 대입하면 (20)이 된다.

(41) ① rights-on period: 新株引受權價値의 市場均衡條件은

$$\pi_0/N_0e - R = [N_0/(N_1 - N_0)] R + S$$

$$R = (\pi_0/N_0e - S) / [N_1/(N_1 - N_0)]$$

$S = (A_1 - A_0)/(N_1 - N_0)$ 를 대입하면,

$$R = \left(\frac{\pi_0}{N_0e} - \frac{A_1 - A_0}{N_1 - N_0} \right) \left(\frac{N_1 - N_0}{N_1} \right)$$

$$= \frac{\pi_0(N_1 - N_0)}{eN_0N_1} - \frac{A_1 - A_0}{N_1}$$

$$= \frac{\pi_0}{eN_0} - \frac{\pi_0}{eN_1} - \frac{A_1 - A_0}{N_1} = (20)$$

② rights-off period의 新株引受權價値의 市場均衡條件은

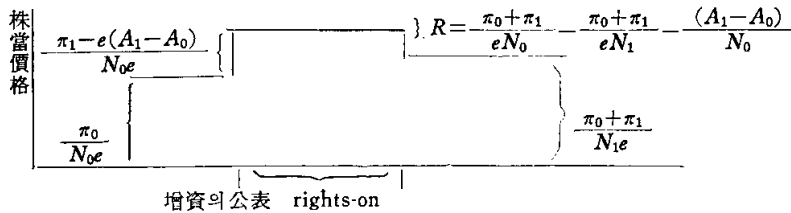
$$V_2/N_1 = [N_0/(N_1 - N_0)] R + S$$

$$R = (V_2/N_1 - S) / [N_0/(N_1 - N_0)]$$

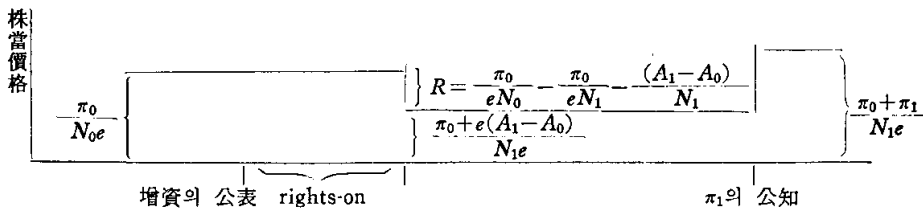
인데 V_2 에 (9)를, $S = (A_1 - A_0)/(N_1 - N_0)$ 를 대입하면,

Right Offering의 경우를 圖式으로 나타낸 것이 <圖 7>~<圖8>이다. Case I 과 마찬가지로

<圖 7> Rights Offering: Case I



<圖 8> Rights Offering: Case II



로 $S = (A_1 - A_0) / (N_1 - N_0)$ 는 π_0 / N_0e 와 같거나 낮은 수준에서 결정되어도 아무런 불리를 가져오지 않으며 물론 權利賣却(rights-selling)에 의하여 뜻밖의 횡재를 할 수도 없다.⁽⁴²⁾ 다만 Case I 에서와 같이 舊株主의 長期的인 投資價値가 π_0 / N_0e 에서 V_0 / N_0 로 증가함은 가능한 일이나 그것은 新株引受權 그 자체 때문이 아니라 현재 투자의 효율화로 미래에 $P'(A) > e$ ($\$1.00$)를 확보할 수 있기 때문이다. 그러므로 權利附與는 이미 指摘한대로 舊株主의 기업에 대한 比例的支配權을 보호해 주기 위한 수단이라기 보다는⁽⁴³⁾ 오히려 인수가격을 시장 가격보다 낮게 책정함으로써 引受를 포기한 株主들로 하여금 權利附與가 없다면 잃을 수도 있는 그들의 富를 보호해 주기 위한 것이다.⁽⁴⁴⁾ 이상에서 우리는 왜 引受價格이 市場價値보다 낮게 설정되는가 하는 의문을 갖게 된다.

$$\begin{aligned}
 R &= \left(\frac{\pi_0}{N_1e} + \frac{A_1 - A_0}{N_1} - \frac{A_1 - A_0}{N_1N_0} \right) \left(\frac{N_1 - N_0}{N_0} \right) \\
 &= \frac{\pi_0(N_1 - N_0)}{eN_1N_0} + \frac{(A_1 - A_0)(N_1 - N_0)}{N_1N_0} - \frac{A_1 - A_0}{N_0} \\
 &= \frac{\pi_0}{eN_0} - \frac{\pi_0}{eN_1} - \frac{A_1 - A_0}{N_1} = (20)
 \end{aligned}$$

(42) 株主는 임의대로 新株引受權을 행사할 수도 있고 매각할 수도 있다. 그러나 어느 경우이든 그로 인하여 利益을 얻거나 손실을 입지는 않는다(J.F. Weston & E.F. Brigham, *op. cit.*, p.389)

(43) 사실 이러한 목적은 단순히 그들이 원하는 數의 주식을 시장에서 매입함으로써 달성될 수 있다.

(44) 여기서 新株引受權을 행사하지도 않고 팔지도 않은 株主도 보호될 필요가 있는가 하는 의문이 제기된다. 사실 失權株가 발생할 경우 市場價格에 가까운 수준으로 外部投資者에게 公募되는 것이 일반적인 관행이다. 이에 引受價格(보통 額面價格)과 발행가격과의 차는 剩餘金으로 적립하게 되는데 이것은 결국 新株引受權을 행사하지 않은 株主에게도 移轉하는 것이다. 그러나 이러한 보호는 소수의 株主(그들 持分比率로 보아 小額)의 利益만을 위해 특별한 따라서 불공평하게 보이는 費用을 발생시킨다는 問題가 있다. 더구나 新株引受權을 매각한 株主들의 株式價値에 부당한 壓迫要因으로도 작용할 수 있다.

5. 引受價格의 決定

長期的인 市場價値를 極大化하기 위한 最適增資規模를 일정한 引受價格으로 나누어 最適 新株數를 구할 수 있다. (앞서 본 바의 $N_1^* - N_0 = (A_1 - A_0) / S$) 이때 新株引受價格은 市場價格의 자유로운 변동을 고려하여 상당한 정도의 범위를 갖는 것이 보통이다. 舊株主에 최대의 利益을 주려고 한다면 가능한 최고의 가격을 택하는 것이 장기적인 株式價値의 dilution을 極小化하는 방법일 것이다. 그러나 增資를 성공으로 이끌기 위해서는 가능한 한 낮아야 함은 또한 당연한 논리이다.⁽⁴⁵⁾ 따라서 과연 어느 정도가 바람직한가 하는 점에 있어서는 일률적인 법칙은 없다 할 것이다.

1) 市場價格보다 상당히 낮음으로써 얻는 利點

① 失敗危險의 減少

新株로 인하여 예상되는 市場價格의 하락에 대비하여 그 差를 크게 할수록 심리적으로도 유리할뿐만 아니라 增資가 실패할 위험을 줄인다.⁽⁴⁶⁾ 특히 請約前 예기치 못한 요인으로 市場價格이 引受價格을 하회하는 경우 합리적인 투자자라면 引受하기 보다는 市場에서 매입하려 할 것이다.

② 株價의 上昇可能性

新株引受權을 配當에 상당하는 것으로 간주하는 株主도 있으므로 價値있는 新株引受權을 附與하는 것은 特別 또는 追加配當(special or extra dividend)의 효과를 갖는다. 市場의 인기는 株式을 파는데는 물론 기업의 「이미지」를 유리하게 선전하는데도 도움을 준다. 그래서 기존株式의 매매는 물론 금융상의 신용을 얻는다거나 産業내의 지위를 굳히는 데도 유용하다.

③ 市場價格의 上昇抑制

株價가 거의 틀림없이 상당정도 떨어질 것이 예상될만큼 낮게 引受價格을 정할 수도 있

(45) 新株引受의 成功要件으로 중요한 것은 다음 두가지 이다(H.G. Guthmann & H.E. Dougall, *op. cit.*, pp. 402-4)

① 株價가 請約時까지 최소한 引受價格이상을 유지해야 하며 ② 市場價格이 額面價格보다 낮아서는 안된다. 즉 引受價格이 額面以下여서 안된다. 만일 市場價格이 額面以下라면 引受價格이 市場價格以下가 되도록 額面을 낮추든지 無額面株로 함이 좋다. 그의 고려해야 할 要素로서는 ① 新株의 發行規模 ② 舊株主의 新投資欲求 ③ 證券市場의 需要와 安定性 ④ 전반적인 市場狀況 등을 들 수 있다.

(46) 1974年 6月 28日 마감된 韓電의 70억원 有價增資에서 政府 및 機關投資者에 配定된 新株는 全量 소화됐으나 일반주주에게 배정된 15억원중 12억원(80%)의 失權株가 발생하였다. 그 중요한 이유중 하나로 들 수 있는 것은 請約日 현재의 市場價格은 1,020원으로 額面價格을 불과 20원을 상회하고 있으며 더구나 長期沈滯로 市場價格이 더이상 하락할 위험을 예상할 수 있다는 사실을 들 수 있을 것이다. (실제로 1975년에 들어 額面以下로 떨어졌다.)

다. 그리하여 기업의 성장의 증거의 하나 즉 市場價格의 상승을 은폐하여 일반투자자의 눈을 피하는 수단이 된다. 市場價格이 그 기업의 利益率이 높은가, 낮은가를 구별하는 정확하고도 직접적인 指標은 아니므로 이러한 정책은 일반적인 評價가 불리할때 公證심리에 호소하는 일종의 株式分割(stock splits)의 효과를 갖는다.

④ 事務節次의 繁雜

더 많은 양의 株式을 발행함으로서 去來量을 증가시키고 빈번한 去來마다 名義移轉을 해야 하는 등 企業內部的 管理費用이 증대하는 경향이 있다.

2) 市場價格보다 지나치게 낮음으로써 발생하는 問題點

① 過大한 投機의 助成

新株引受權이 配當과 유사한 효과를 株價에 미칠 수 있음은 이미 지적한 바이지만 지나치게 낮을 경우 과대한 투기를 불러 일으킬 수 있다. 기업으로서는, 장기적인 관점에서, 지나친 投機로 인하여 높아진 株價가 正常으로 복귀할때 그들 株主가 입을지도 모를 피해를 피연에 방지해야 하는 것이다.

② 높을수록 株價維持에는 有利

높은 引受價格은 投資를 위하여 더 많은 현금을 부을 수 있고 일정기간 동안 資產成長 및 株當利益에 有利한 효과를 나타낼 수 있다.

③ 新株引受權의 행사를 해태한 株主의 손실을 감소.

新株引受權을 행사하지도 않고 팔지도 않은 小數株主가 입을 손실이 市場價格과 引受價格의 차이가 보다 작으므로 縮少되어 진다.⁽⁴⁷⁾ 소규모기업에서는 株主가 적절한 기준하에 新株引受權을 평가하여 引受를 원치 않을 경우 처분할 수 있는 충분한 능력과 기회가 없어 특히 중요하다.

이상에서 新株의 引受價格의 설정에 대하여 지적한 것은 일반적인 원칙 또는 범위에 관한 것이니만큼 논란의 여지가 있다. 따라서 기업의 사정과 市場全體의 상황을 판단, 장기적인 理想株價水準을 고려하여 결정하여야 할 것이다.

6. 結

本稿에서는 新株引受權의 意義와 目的 그리고 그것이 株主의 投資價値에 어떤 效果를 갖는

(47) 引受募集(underwriting)의 중요한 利點의 하나가 바로 이것이다. 委託手數料(commissions)를 지불하는 대신 增資의 성공이 보장될뿐만 아니라 보다 높은 가격에서 발행할 수 있는 利點을 얻을 수 있어 특히 그의 權利를 행사할 수 없어 손실을 입어야 하는 株主를 보호가능하므로 大量의 失權株의 발생이 예상될때 중요하다.

가에 대하여 주로 財務的側面만을 살펴 보았다.

完全市場의 가정하에 舊株主는 新株引受權을 행사하여 新株를 引受하든지 또는 新株引受權을 市場에 賣却함으로써 그의 富에는 아무런 利得이나 損失을 가져오지 않음을 보았다. 그러나 현실적으로 시장은 不完全한 것이어서 短期에 있어 株價의 市場行態는 新株引受權의 매각으로 인하여 다소 沈滯하는 것이 보통이고 특히 그것이 市場에서 거래되는 기간동안 그 效果는 累積的이므로 반드시 그렇지는 않지만 株式과 新株引受權의 價格은 초기에 最高水準에 있고 말기에 最低水準에 이른다는 주장이 가능하다.

新株引受權의 價値에 대한 模型設定은 유사한 推論으로 轉換證券의 舊株主引受에도 擴大할 수 있으나 本稿에서는 紙面上 생략하였다.

參 考 文 獻

證券去來所業務規定

企業公開促進法

資本市場育成에 관한 法律

沈炳求, “不確實性下에서의 企業評價와 最適資本構成” 經營論集 第Ⅷ卷第2號, 1974年 8月, pp. 1-40.

崔基元, “株式會社의 新株發行”, 經營實務 第Ⅵ卷第3號, 1972, pp. 16-20.

南相午, “株當收益額의 計算과 損益計算書上의 表示에 관한 問題點”, 經營論集 第Ⅶ卷第4號, 1973年 12月, pp. 57-70.

KIC, “株主의 權利行사와 株主名簿의 閉鎖 및 基準日과의 關係,” 投資, No. 3, 1969-3, pp. 27-31.

KIC, “新株引受權,” 投資, No. 7, 1969-7, pp. 56-8.

KIC, “新株引受權의 制限 및 排除에 관한 考察,” 投資, No. 33, 1971-9, pp. 44-54.

KIC, “美國의 新株發行制度에 관한 考察,” No. 69, 1974-9, pp. 64-75.

KSE, “新株引受權에 관한 考察,” 株式, No. 65, 1974-1, pp. 110-30.

沈炳求(外二人), 財務管理, 第8章, 博英社, 1974.

沈炳求, 投資論, 第1章~第4章, 博英社, 1974.

金忠極, 證券投資論, 第1章~第6章, 日新社, 1973.

G.S. Philippatos, *Essentials of Financial Management; Text and Cases*, chaps. 7-10, Holden-Day, Inc., 1974.

A.A. Robichek & S.C. Myers, *Optimal Financing Decisions*, chap. 1, Prentice-Hall, Inc., 1965.

H.G. Guthmann & H.E. Dougall, *Corporate Financial Policy*, chaps. 17-18, Prentice-Hall, Inc., 1947.

J. F. Weston & E.F. Brigham, *Essentials of Managerial Finance*, chaps. 19-20, Holt, Rinehart and Wiston, Inc., 1968.

W. Beranek, *Analysis for Financial Decisions*, chap. 8, Richard D. Irwin, Inc., 1970.

S.H. Archer & C.A. D'Ambrosio, *Business Finance; Theory and Management*, chap. 28, The Macmillan Co., 1972.

〈Summary〉

A Study on the Financial Effect of Privileged Subscription

Seong Cheol Gweon

The objective of this study is to examine the financial aspects of privileged subscriptions. The following questions facing the financial manager will be analyzed.

- 1) How many rights will be required to purchase a share of the newly issued stock?
- 2) What is the value of each right?
- 3) What effect will the rights offering have on the price of the existing stock?

Nature of Preemptive Right

When a corporation sells a new issue of common stock, it may make the sale to its existing stockholders or to an entirely new set of investors. If the sale is to the existing stockholders, the stock floatation is called a rights offering. Each stockholder receives one right for each share of stock he owns.

The preemptive right gives a firm's stockholders the opportunity of purchasing additional issues of the company's securities; generally, the securities covered are limited to common stock and securities convertible into common stock.

This right is to be distinguished from the much less frequently used "stock purchase warrants" that represent long-term options to buy stock. The latter are issued on special occasions and not closely related to the immediate financing needs of the company.

In Korea, of 93 sample corporations 55 percent carry preemptive rights in their charters and 19 percent have no statutory provision.

Purpose of Preemptive Right

Preemptive rights grow out of the principle that a stockholder must be allowed to share in new stock issues primarily in order that he may preserve his proportionate share in ownership and the voting control of the corporation.

For example, if a stockholder owns 10 percent of the stock of a company and is permitted to subscribe to new shares, he will be able to maintain his 10 percent ownership of the company.

The second reason advanced for the preemptive right as a principle necessary to preserve the reasonable rights of the stockholder is the matter of maintaining his proportionate interest in his investment in the corporation. If the new stock is sold to the public, property rights have been transferred to outsiders, but, if the new stock is sold to the existing stockholders, their investment has been kept intact. The preemptive right allows the stockholder to avoid losing a share in the corporate surplus to some outsider.

Value of Preemptive Right

A stockholder has the choice of exercising his rights or selling them. If he has sufficient funds and if he wants to buy more shares of the company's stock, the stockholder will exercise the rights. Otherwise, he will sell his rights. In either case, provided the formula values (that is theoretical values) of the rights hold true, the stockholder will neither benefit nor lose by the rights offering. This statement has been made clear.

In Case I, old stockholders share the "extra" profit without having to contribute additional resources.

Assume that the future expanded profit opportunity represented by the curve $P'(A)$ is made public simultaneously with the announcement of the financing. Under the assumed conditions of certainty and the opportunity rate e the success of financing is assured and hence the price of stock will increase to reflect the expanded earnings. This action will capitalize the "extra" profits in the form of an increase in the market value of the firm's stock. The optimal price per share at which the new stock is offered to new stockholders is equal to the price per share which reflects the expanded earnings and which is also equal to the price per share post-financing.

We can extend to each stockholder the privilege of first buying the new shares at a given price (so-called "subscription price") with a limited period. If subscription price is less than the total market value of old stockholders, it is intuitively clear that the price per share after the financing will be less than the value per share of old stockholders. This follows from the fact that $A_1 - A_0$, the optimal amount of expansion in assets,

must be spread over more new shares.

Under conditions of certainty and complete information, however, this dilution of market price per share is compensated by the equilibrium value of a right. This means that old stockholders can, by selling their rights, recover a value equivalent to the decline in value of their shares.

In Case II, as under Case I, similar procedures are derived. We suppose here (1) the market assumes that the total expansion in earnings consequent upon the acquisition of resources of $A_1 - A_0$ is $e(A_1 - A_0)$, (2) that $e(A_1 - A_0)$ will be valued at the market opportunity rate e , and (3) that information in the swollen earnings π_1 per period will not become available to the market until after the financing.

The proceeds received by a right selling stockholder do not constitute a windfall—it is a return of his capital. In such a financing the only windfall, if we may call it that, emerges in Case I and is due to the fact that the long-run value of the stockholders' interest has increased from π_0/e to V_0/N_0 ; in other words, because financing is rational and not from the fact that rights, per se, were offered. For this gain in value of stock accrues to all old stockholders, whether they sell their rights or exercise them. It is a consequence of rational commonstock financing.

Setting the Subscription Price

The amount of resources required to maximize long-run market value can be divided on a per share basis in a number of different ways, each associated with a definite subscription price. Therefore, where transaction prices are subject to random movement there is normally considerable latitude for setting rational subscription prices in connection with a rights offering. If management is acting to benefit most the existing stockholders, there is one and only one, subscription price per share—the highest attainable price.

However, the success of financing is important and the only condition essential to the success of an offering of subscription rights is that the market price of the stock offered shall remain above the subscription price during the final day of the subscription period. The greater the percentage spread between the market price and the price at which the rights permit subscription, the smaller is the probability that a decline in market price will cause the financing to fail.