

企業目標와 財務的 意思決定에 관한 研究

吳 東 弦*

目 次

- | | |
|-----------------------|---------------|
| I. 序 論 | III. 財務的 意思決定 |
| II. 企業의 財務目標와 財務管理 機能 | 1. 投資決定 |
| 1. 企業의 財務目標 | 2. 資本調達決定 |
| 2. 企業財務의 機能 | IV. 要約 및 結論 |

I. 序 論

企業이 達成하려는 積極적인 目標을 어떻게 設定하는나는 企業의 活動 즉 經營管理의 機能과 領域을 결정하는 基本的 要素가 되며 이에 따라 財務的 意思決定의 內容과 형태도 다르게 될 수 밖에 없을 것이다. 그런데 실제로 경영을 담당하는 사람들의 입장에서는 利潤의 極大化가 企業의 目標되고 있으며 財務管理나 經濟學에서도 이를 바탕으로 理論을 展開하고 있다.

그런데 이러한 企業의 利潤極大化의 目標은 과거 수십년간 공격의 대상이 되었으며, 그 결과로 企業목표는 차차 變質되게 된 것이다. 社會主義의 발전과 더불어 20세기 初期에는 個人企業體制 그 자체를 부정하면서 社會의 公正성과 資本家의 賃金착취를 내세워 企業의 利潤極大化의 目標을 공격하였으며, 오늘날에는 資本主義社會와 個人企業體制를 충분히 認定하면서도 利潤의 極大化가 企業의 目標로 妥當하느냐에 대한 문제가 대두되고 있으며, 美國의 경우에도 財務管理擔當者들이 가장 選好하는 企業의 目標은 株當利益 成長率의 極大化인 것으로 나타나고 있다.

이러한 관점에서 財務管理擔當者들이 設定하는 企業의 財務目標과 이 目標의 實現을 위한 財務的 意思決定의 行態와 內容을 살펴보므로써 企業은 물론 投資者에게 投資情報를 提供하는데 本 研究의 意義를 둔다.

이러한 研究의 意義를 구현하기 위해서 文獻의 研究方法를 사용하여 企業의 財務目標를 規明하고 이를 바탕으로 財務的 意思決定의 內容과 方法을 摸索하고자 한다.

II. 企業의 財務目標와 財務管理 機能

1. 企業의 財務目標

一般的으로 가장 널리 알려져 있는 企業의 財務目標은 學問的으로 財務管理의 理論을 展開하는데 있어서나, 實際的으로 經營을 擔當하는 사람들의 立場에서나 利潤의 極大化 또는 富의 極大化가 그 目標로 되어 왔으며, 現在에도 많은 學者들과 企業人들은 이와 같은 目標을 前提로 理論이 發達되고 展開되고 있을 뿐만 아니라 實際로 企業經營의 目標가 되고 있다. 이러한 利潤의 極大化는 그 概念이 單純하여 이해하기가 쉽고, 合理的인 思考를 할 수 있는 사람은 누구나 수긍하는 目標라는 점에서 널리 받아들여지고 있다. 그런데 利潤의 極大化는 社會主義의 발전과 더불어 社會의 公正성과 賃金착취를 내세워 企業의 利潤極大化目標를 공격했으며 또한 지나치게 단순화 하였다는 등의 이유로 많은 批判을 받고 있다. 특히나 E. Solomon은 다음과 같은 이유를 들어 그 妥當性을 否定하고 있다.¹⁾

첫째, 利潤極大化는 그 자체가 매우 모호한 概念이다. 利潤을 어떻게 정의하느냐 하는 문제도 있지만, 어떤 利潤을 지칭하느냐 하는 것도 문제가 되기 때문에 利潤의 極大化는 企業이 指向해야 할 目標로서는 불투명한 것이다.

둘째, 利潤極大化의 概念으로는 서로 다른 時點에서 발생하는 投資收益의 比較分析이 매우 어렵다. 즉 未來의 現金을 어떻게 評價해야 하는가의 基準을 제시하지 못하고 있다는 것으로 現金흐름의 時間性을 無視하고 있다는 것이다.

셋째, 利潤極大化의 目標은 未來 現金흐름의 質的인 評價를 무시하고 있다는 점이다. 未來의 不確實性下에서 豫測되는 現金흐름의 質은 각 投資率의 現金흐름의 豫測에 따라 다른 것이며, 投資率의 危險에 따라 각각 다른 방법으로 考慮되어야 한다.

따라서 未來에 발생한 現金흐름의 時間성과 未來의 不確實性에서 오는 現金흐름의 質的인 차이를 直接的으로 고려하지 않고 있는 利潤極大化의 現代財務管理에서는 받아들여기가 곤란하다. 이와 같은 批判 이외에도 企業이 利潤의 極大化만을 추구하게 되면 企業의 社會的 責任을 소홀히 하게 되고, 경우에 따라서는 非倫理的, 不法的인 利潤獲得行爲가 利潤極大化라는 論理로 正當化될 수 있는 모순을 안고 있다.

이와 같은 企業目標로서의 利潤의 極大化가 지니는 概念上的 딜레마를 극복해 주는 것이 企業價値의 極大化 目標이다. 企業價値는 證券市場에서 많은 投資者들에 의하여 評價되어 나타나는 株價이며, 株價는 많은 利害關係者들이 모여 있는 證券市場에서 객관적으로 평가받은 결과라는 것이다. 따라서 株價는 利潤의 極大化目標보다 훨씬 包括的인 目標로서 현대기업이 추구하여야 할 목표이며 동시에 재무관리의 목표가 되는 것이다.

1) E. Solomon, The Theory of Financial Management (New York : Columbia University press, 1963), pp. 15-20.

지금까지 검토한 바와 같이 企業價値의 즉, 株價의 極大化를 企業의 目標로서 受容하는데 별다른 하자가 없는것 같다.

그런데 理論的으로 우수하고, 미국등 先進國에서 企業의 目標로서 널리 수용되고 있는 株價의 極大化가 우리나라 企業의 目標로 사용하는데는 문제가 있다. 왜냐하면 선진국과 우리나라의 企業環境의 사이에는 큰 차이가 있기 때문에 株價의 極大化는 우리나라에서 企業의 目標로서 받아 들이기에 아직은 未洽하다. 더구나 株式價格이 한 企業의 價値評價의 客觀的 基準으로 사용되기 위해서는 잘 발달된 資本市場이 뒷받침되어야 하는데 우리나라의 資本市場은 그렇지 못하기 때문에 株式價格이 株主의 富나 企業의 價値를 객관적으로 반영한다고 보기는 어려운 실정이다. 그리고 企業은 社會的 責任을 遂行해야 하는데 경우에 따라서는 企業의 社會的 責任이 株價의 極大化를 억제하는 要因으로 作用할 수도 있다. 이러한 점들을 고려할 때 우리나라 企業의 目標은 株式價格을 滿足할 만한 最低水準 이상으로 또는 適正水準으로 維持하는 것으로 規定하는 것이 타당하다.

지금까지는 利益의 極大化와 株價의 極大化는 서로 다른 概念이라는 前提下에서 論理를 展開했는데 이 두가지는 서로 모순이 있을 수도 있으나 大部分의 경우에는 相互補充的이라 할 수 있다. 즉 企業利益이 증가하면 株價도 상승한다는 뜻이다. 이러한 경우 利益과 株價의 極大化는 企業의 目標로서 서로 일치한다고 볼 수 있다. 더욱이 利益을 무시한 株價의 極大化란 생각할 수 없다는 사실을 잊어서는 안 될 것이다.

따라서 現實的, 短期的 企業의 目標로서 利益의 極大化를 사용하고, 理想的, 長期的 企業의 目標로서는 株價의 極大化를 사용하는 것이 좋을 것이다.

企業의 財務目標과 관련하여 또 하나의 論難은 財務擔當者인 經營者가 設定한 目標과 企業所有者인 株主의 目標가 항상 일치할 것인가 하는 것이다. 企業의 所有와 經營이 分離되면 經營者에 대한 株主의 統制가 약화되므로 經營者와 株主의 利害는 相衝될 수 있다. M. Jensen과 W. Meckling은 株主의 目標를 달성하는데에는 一般的으로 代理關係가 存在하게 되고, 이 관계에서 여러가지 문제가 발생한다고 주장하고 있다.²⁾ 그러나 經營者의 經營成果가 株價로 評價된다는 사실을 감안할 때 財務擔當者가 設定한 企業의 財務目標은 所有와 經營의 分離에 관계없이 株主의 目標와 一致한다고 보는 것이 일반적인 思考다.

美國의 경우 企業의 財務目標에 대한 實際的 研究結果는 理論的 財務目標와는 차이를 보이고 있다.³⁾ 즉 財務擔當重役들을 대상으로 하여 企業의 財務目標에 대한 設問調査結果 미국 기업의 재무담당자들은 企業의 財務目標로 株當利益 成長率의 極大化를 가장 선호한다는 사실을 발견하

- 2) M. Jensen, W. Meckling, "Theory of Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure" Journal of Financial Economics (1976), pp.305-360.
- 3) A. Stonehill, Financial Goals and Debt Ratio Determinants: A Survey of Practice in Five countries, Financial Management(1975), pp.413-435.

였으며, 이들은 現代財務論에서 理論的으로 제시하고 있는 企業價値의 極大化 즉 株價의 極大化란 目標을 財務擔當者들이 次善으로 제시하고 있으나, 재무담당자들이 實際로 企業의 財務目標로 株價의 極大化를 설정하고 있다고 보기에는 모호한 점들이 많다고 주장하고 있다. 즉 많은 財務擔當者들 財務論에서 提示된 理論的 뒷받침에 의해서 企業의 목표가 企業價値의 極大化에 있다는 점을 認識하고는 있지만, 現實的으로 企業을 하나의 實體로 인식하고 經營上의 融通性과 統制를 유지하기 위하여 보다 구체적인 企業의 財務目標로 株當利益의 成長率의 極大化를 設定하고 있다고 하였다.

2. 財務管理의 機能

財務管理의 機能을 효율적으로 수행하기 위해서는 財務目標을 分明하게 設定하여야 하며, 財務管理의 領域에 따라 財務管理를 위한 意思決定의 범위도 달라지는데, E. Solomon은 財務管理의 주요 관심사는 다음과 같은 세 가지 意思決定에 대한 合理的 기초를 구하려는 데 있다는 것이다.⁴⁾

첫째, 總體的으로 企業에 얼마의 資金을 投資할 것인가? 즉 企業의 規模 및 成長率에 대한 의사결정

둘째, 구체적으로 무슨 資産을 어떤 형태로 保有할 것인가에 대한 결정

셋째, 필요한 資金을 어떻게 調達할 것인가에 대한 결정

또한 R. W. Johnson은⁵⁾ 財務計劃, 資産管理, 資金調達機能으로 분류하고 있다.

따라서 財務管理의 機能은 크게 두 가지로 요약할 수 있을 것이다. 즉 企業의 資金을 어떻게 운용할 것인가를 결정하는 投資決定과 企業活動에 필요한 資金을 어떻게 調達할 것인가를 결정하는 資本調達決定이 그것이다.

投資決定은 企業의 未來 收益性和 成長에 直接 關係되는 것으로서, 企業이 經營活動을 위해 어떤 資産에 投資할 것인가에 관한 것으로 이러한 投資決定은 대차대조표상의 借邊項目들과 관련되는 意思決定으로서 資産에 대한 결정이다. 이러한 投資決定의 궁극적인 목표는 企業의 現在와 未來狀況을 고려하여 企業이 所有하고 운영할 最適資産配合를 결정하는 것이다.

資本調達決定은 企業活動에 필요한 資金을 어떻게 調達하는가에 관한 것으로 이것은 負債와 資本에 대한 의사결정을 뜻하며, 資本調達決定의 궁극적인 목표는 負債와 資本의 構成을 어떻게 하는 것이 企業의 立場에서 가장 유리한가 하는 것으로서 最適資本配合 또는 最適資本構造에 대한 결정을 말한다.

企業의 利益을 配當과 留保利益으로 配分하는 配當決定은 企業의 자본조달과 관련되어 있으므로 資本調達決定의 한 부분으로 간주한다.

4) E. Solomon, op. cit., pp.8-9.

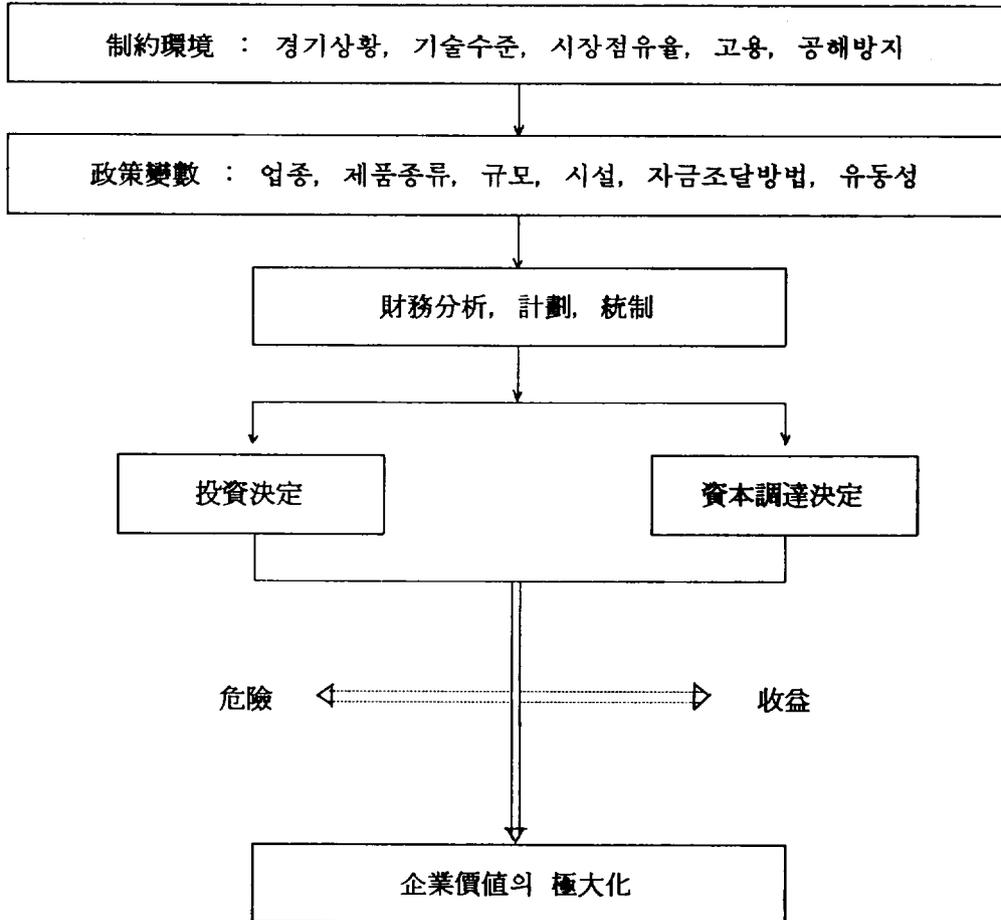
5) R. W. Johnson, Financial Management(1966), pp.11-14.

Ⅲ. 財務的 意思決定

企業의 財務目標가 企業價値의 極大化에 있고, 株價의 형태로 나타나는 企業의 市場價値가 기업의 모든 意思決定基準의 核心的 概念이며, 企業價値는 投資者들이 豫想하는 未來의 現金 흐름을 그 時間價値에 따라 現在價値化한 것으로 收益性이 클수록 높고, 危險이 클수록 낮게 評價된다. 그러므로 企業이 모든 意思決定의 焦點은 이와 같이 企業價値에 대해서 트레이드 오프(trade-off) 관계에 있는 收益性和 危險을 어떻게 조화하여 投資者들에 의한 企業의 價値評 價를 極大化 하는데 맞추어져야 할 것이다.

이러한 財務的 意思決定過程과 企業目標를 연결시켜 보면 <도 1>과 같다.

<도 1> 企業目標와 財務的 意思決定



1. 投資決定

企業에 있어서의 投資決定은 收益性和 危險度를 결정한다는 점에서 중요한 意思決定이며, 특히 莫大한 資金이 소요되는 固定資産 등에 대한 投資는 그 결정 하나로 企業의 價値는 물론 企業의 存廢問題까지 야기되는 경우가 허다하다.

여기서 投資決定의 基本은 여러가지 投資代案들이 제시되고 이들로 부터 期待되는 現金흐름이 推定되어졌다 허더라도 보다 중요한 것은 投資代案들의 投資價値를 評價하는 것이다. 그런데 投資案의 評價問題는 기본적으로 企業目標의 효율적 달성이라는 관점에서 이루어져야 하므로 投資案의 限界收益率과 投下資本의 限界費用이 一致하는 投資水準의 결정이라는 最適化 理論을 바탕으로 하여야 한다.⁶⁾ 그러나 現實的으로 投資案의 評價는 投資案의 收益性和 未來의 不確實性이 同時에 고려되어야 하므로 投資案에 대한 價値評價는 복잡한 문제를 내포하고 있다.

그런데 本稿에서는 未來의 現金흐름을 豫測할 수 있다는 가정하에서 投資案의 評價方案에 대하여 살펴 보고져 한다.

1) 內部收益率法

內部收益率法은 投資로부터 期待되는 現金流入의 現價와 現金流出의 現價를 一致시켜 주는 割引率, 즉 內部收益率을 구하여, 그 값과 期待收益率을 비교하여 投資價値를 評價하는 方法으로 다음과 같은 式으로 나타낸다.

$$\sum_{t=0}^n \frac{CO_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+r)^t} \quad \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{또는} \quad \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t} = I_0 \quad \dots\dots\dots (2)$$

여기서 CO_t : t 시점에서의 現金의 流出

CI_t : t 시점에서의 現金의 流入

I_0 : 0시점에서의 投資金額

CF_t : t 시점에서의 投資흐름

위의 式(1) (2)를 滿足시키는 할인율 r 의 값을 內部收益率(IRR)이라고 한다. 式(1)을 變形시켜 보면 다음 式(3)과 같으므로, 여기서 內部收益率(ERR)은 $NPV=0$ 가 되는 할인율을 뜻한다.

$$\sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{CO_t}{(1+r)^t} = 0 \quad \dots\dots\dots (3)$$

6) 李鍾演, 財務管理論(貿易經營社, 1984), p.142.

따라서 IRR이 投資案의 收益率과 같게 되므로 결국 IRR은 해당 投資案의 收益率을 意味한다.

IRR은 投資期間이 2년 이하인 경우에는 쉽게 계산되지만 3년 이상인 경우에는 計算이 복잡하며 다음과 같은 두가지 경우로 나누어 생각할 수 있다.

첫째, 投資案의 現金흐름이 每年 一定한 경우에는 年金의 現價公式를 利用해서 計算한다.

둘째, 投資案의 現金흐름이 每年 一定하지 않고 不規則한 경우에는 現價表를 活用하여 試行誤法으로 IRR을 計算하여야 한다.

IRR法에 의하면 單一投資案의 경우에는 投資案의 IRR이 投資費用보다 크면 投資案을 채택하고 그렇지 않으면 기각한다. 그리고 相互排他的인 投資案들인 경우에는 投資案의 IRR이 資本費用보다 큰 投資案을 선택한다. 다시 말해서 投資案의 收益率이 곧 IRR이므로 資本調達은 적어도 그 대상투자안의 IRR보다 낮은 費用으로 이루어져야 하며, 그렇지 않은 경우 投資의 정당성을 갖지 못하게 된다. 따라서 어떤 投資案의 收益率을 나타내는 IRR이 資本費用보다 크다는 것은 이 投資案이 企業價値를 增加시킴을 의미한다.

2) 純現在價値法

純現在價値法(NPV)은 投資에 의해서 發生될 미래의 모든 現金흐름에 대한 純現在價値를 구하여 이를 投資決定에 이용하는 技法으로 投資로부터 期待되는 現金流入을 企業의 資本費用으로 할인하여 얻은 現金流入의 現在價値에서 投資額을 資本費用으로 할인하여 얻은 現金流出의 現在價値를 뺀 값으로 다음 式(4)과 같이 定義된다.

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+k)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{CO_t}{(1+k)^t} \dots\dots\dots (4)$$

여기에서 CI_t : t시점에서의 현금유입

CO_t : t시점에서의 현금유출

k : 할인율(자본비용)

위의 式(4)은 다음과 같이 표시할 수 있다.

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t} - I_0$$

여기에서 CF_t : t시점에서의 현금흐름

I_0 : 0시점의 투자액

純現在價値法에 의하며, 단일투자안의 경우 投資案의 NPV가 0보다 크면 投資案을 채택하고 0보다 작으면 기각한다. 그리고 相互排他的인 複數投資案의 경우에는 NPV가 0보다 큰 投資案 중에서 NPV가 가장 큰 投資案을 선택한다.

이와 같은 NPV法의 投資決定基準, 즉 NPV가 0보다 크다는 것은 投資案으로부터의 現金流

入의 現在價値가 해당투자안에 지출되는 投資費用의 현재가치보다 크다는 뜻이므로 그만큼 企業價値의 增加를 의미한다는 論理에 立脚한 것이다.

이러한 NPV법은 다른 評價方法에 비해서 企業價値의 極大化라는 企業의 目標에 相當한 論理的 根據를 가지고 있는데 다음과 같은 특징을 가지고 있다.

첫째, NPV법은 오늘의 現金價値가 내일의 가치보다 크다는 貨幣의 時間的 價値理論에 근거하고 있어 인플레이션이 상존하고 있는 現代의 투자가치 평가에 相當한 방법이다.

둘째, NPV법은 投資案의 投資價値를 投資案으로부터의 期待現金흐름과 資本의 機會費用에 의해서 判斷하기 때문에 會計處理方法의 차이나 目標利益率 등의 恣意的 要因에 의해서 영향을 받지 않는다.

3) NPV法과 IRR法の 關係

NPV法과 IRR法은 모두 貨幣의 時間的 價値를 고려하여 투자안을 評價하기 때문에 理論적으로 우수한 방법이라고 할 수 있다.

現金流入의 現在價値와 現金流出의 現在價値를 같게 하는 할인율을 内部收益率이라고 하는데 이를 NPV법의 관점에서 定義하면 NPV를 0으로 하는 割引率이다.

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CI_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^n \frac{CO_t}{(1+r)^t} = 0 \quad \dots\dots\dots (5)$$

위의 式(5)을 滿足시키는 할인율 r 이 바로 内部收益率이다. 그런데 NPV에서는 주어진 할인율 즉 資本費用을 利用해서 純現在價値를 구하는 반면, IRR의 경우에는 純現在價値를 기본으로 하여 할인율을 구하는 것이다.

4) 不確實性下의 投資決定

지금까지는 確實性下에서 收益性 즉, 현금흐름만을 기준으로 投資案을 評價하는 方法에 대하여 살펴 보았는데 현실적으로 未來現金흐름을 正確하게 豫測할 수 없다. 따라서 投資案의 危險을 여기에서는 間接的 危險調整方法에 대하여 살펴 보고자 한다.

(1) 確實性等價法

確實性等價란 不確實한 期待現金흐름과 같은 效用을 갖는 確實한 현금흐름의 크기를 말하며, 不確實한 期待現金흐름에 確實性等價係數를 곱하여 산출한다.

確實性等價法에서는 確實性等價係數를 사용하여 投資案의 不確實한 期待現金흐름을 確實한 현금흐름으로 調整한 다음 조정후의 현금흐름을 無危險利率로 할인한 純現在價値 즉, 危險調整現價를 구하여 이 값이 0보다 크면 投資價値가 있다고 評價한다. 이러한 위험조정현가는 다음 式(6)에 의하여 구해진다.

$$\begin{aligned} \text{危險調整現價 (RANPV)} &= \sum_{t=1}^n \frac{\text{CEQ}_t}{(1+rf)^t} - I_0 \\ &= \sum_{t=1}^n \frac{\mathcal{L}_t \cdot \text{CF}_t}{(1+rf)^t} - I_0 \quad \dots\dots\dots (6) \end{aligned}$$

여기서 CEQ_t : t시점의 확실성등가
 \mathcal{L}_t : 확실성등가 계수

(2) 危險調整割引率法

投資決定에서 각 투자안마다 위험이 다르기 때문에 투자안의 純現價를 계산할 때 危險의 程度에 따라 割引率을 조정하여 投資案의 價値를 評價하는 方法을 危險調整割引率法이라고 한다. 危險調整割引率法에서는 投資案의 危險이 높으면 割引率을 높이고, 危險이 낮으면 割引率을 낮춤으로써 危險을 調整하게 된다. 따라서 이러한 관계는 式(7)으로 나타낼 수 있다.

$$k^1 = rf + r_p + r_a \dots\dots\dots (7)$$

여기서 k^1 : 위험조정할인율
 rf : 무위험이자율
 r_p : 해당기업의 위험프리미엄
 r_a : 투자안의 위험프리미엄

式(7)에서 $rf + r_p$ 는 企業의 資本費用 즉, 最低必須收益率과 같다. 그리고 投資案에 대한 위험프리미엄(r_a)은 特定 投資案과 관련된 위험에 대한 投資者의 태도를 반영하고 있다. 그러기 때문에 危險이 높은 企業에 대한 收益性을 評價할 때에는 r_a 의 가치는 상당히 높여야 할 것이며, 반대로 안정적인 企業의 經濟性을 分析할 때에는 r_a 는 낮은 數値를 택할 수 있다. 이러한 의식하에서 계산되는 危險調整現價(RANPV)는 다음 式(8)으로 나타낼 수 있다.

$$\text{RANPV} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{CF}_t}{(1+k^1)^t} - I \dots\dots\dots (8)$$

2. 資本調達의 決定

企業의 投資決定과 資本調達決定은 매우 밀접한 관계를 지니고 있다. 왜냐하면 企業이 投資案을 評價할 때 投資에 소요되는 資金의 調達計劃을 동시에 고려하여야 하는데, 所要資金을 어떤 源泉으로부터 얼마를 調達하느냐에 따라 資本費用이 결정되고 또한 資本調達計劃에 따라 결정된 資本費用은 投資案을 評價하는데 基準이 되기 때문이다.

이러한 資本費用은 企業價値를 결정하는데 資本還元率로 使用되고, 未來의 豫想現金을 現在價値로 計算하는데 危險調整割引率으로도 쓰인다.

1) 資本費用

資本費用은 企業이 資本을 使用하는 代價로 資本提供者들에게 支給하는 費用을 말한다.⁷⁾ 그러나 理論的으로 資本費用은 企業의 價値를 하락시키지 않게 하기 위하여 새로운 投資로부터 받아들여야 하는 最小限의 收益率이라고 定義할 수 있다.

어떤 新規投資에 投資할 價値가 있느냐의 여부는 그 投資案의 收益率이 資本費用을 초과하느냐에 달려 있다. 이러한 의미에서 資本費用은 企業의 價値를 하락시키지 않기 위해서 그 投資가 實現해야 할 最低必須收益率이라 할 수 있다. 또한 資本費用을 障礙率이라고도 하는데, 이는 資本費用이 投資案의 經濟性이 認定될 수 있기 위하여 그 投資가 뛰어넘어야 하는 收益率을 의미한다.

이러한 資本費用이 財務管理에서 어떠한 機能을 하고 있는가를 살펴 보면 다음과 같다.

첫째, 資本費用은 投資를 正當化하기 위한 最小限의 收益率이기 때문에 投資價値評價의 명백한 기준이 된다. 즉 内部收益率法을 사용할 때, 資本費用을 할인율로 사용할 때 算出된 投資案의 内部收益率이 資本費用보다 크면 그 投資案은 投資價値가 있는 것으로 評價한다. 또한 純現價法을 사용할 때, 資本費用을 割引率로 사용하여 投資案의 모든 現金흐름을 할인한 純現價가 0보다 크면 그 投資案은 投資價値가 있는 것으로 評價한다. 따라서 資本費用은 投資決定을 위한 明白한 基準을 提供한다.

둘째, 資本費用은 投資에 필요한 資金의 調達方法을 결정하는 基準이 된다. 資本費用을 最小化하기 위해서 長期負債로 資金을 調達할 것인가, 아니면 株式을 發行하여 資金을 調達할 것인가 하는 문제는 資本費用에 의해서 결정되는 것이다.

셋째, 資本費用은 企業의 諸般 財務意思決定에 중요한 영향을 미친다. 즉, 資本費用은 適正 配當의 決定, 리스金融의 利用與否, 社債借換의 결정 및 運轉資本政策決定 등에 있어서 중요한 고려요인이 된다.

(1) 資本費用의 測定

一般的으로 資本費用이라고 하면 加重平均資本費用(WACC: weighted average cost of capital)을 의미하며, 實際的으로 企業에서의 資金의 流入과 流出이 계속되기 때문에 이 資金이 어디서 流入되었는지를 구분하기가 복잡하다. 따라서 企業活動에 기여한 資金을 全額의 概念에서 加重平均資本費用이 한 가지의 尺度가 되는 것이다. 즉 加重平均資本費用이 企業의 投資決定이나 最適資本構造를 論議할 때 의사결정의 指標가 된다.

만약에 企業에서 最適資本構造가 存在한다고 하면, 이것은 그 企業의 株價를 極大化시킬 수 있는 負債, 優先株, 普通株와 같은 資本源泉이 最適으로 構成되고 있음을 뜻하며, 다시

7) J.C.Mao, Quantitative Analysis of Financial Decisions (New York: The Macmillan co.1969), p.371.

말해서 加重平均資本費用이 가장 저렴하게 資本構成이 되어 있다는 것을 의미한다.

이러한 加重平均資本費用의 計算은 資本의 源泉別로 測定한 資本費用을 資本源泉이 總資本에서 차지하는 비중, 즉 資本構成比率로 加重平均한 것으로 다음과 같이 計算한다.

$$k_o = w_1k_i + w_2k_p + w_3k_e + w_4k_r$$

$$= \frac{k_iB + k_pP + k_eS + k_rR}{B + P + S + R}$$

여기서 k_o : 가중평균자본비용
 k_i : 타인자본비용
 k_p : 우선주의 자본비용
 k_e : 보통주의 자본비용
 k_r : 유보이익의 자본비용
 B : 부채의 가치
 P : 우선주의 가치
 S : 보통주의 가치
 R : 유보이익
 W_1 : $B/B+P+S+R$
 W_2 : $P/B+P+S+R$
 W_3 : $S/B+P+S+R$
 W_4 : $R/B+P+S+R$

여기에서 留意해야 할 점은 각 원천의 자본의 가치를 장부가치로 評價하느냐 아니면 市場價値로 評價하느냐의 문제로 어떤 評價基準을 택하느냐에 따라 源泉別 資本의 構成比率이 엄청나게 달라지며 그에 따라 加重平均資本費用도 상당히 달라 진다.

帳簿價値란 財産을 取得한 當時의 原價로 歷史的 原價를 뜻하며, 장부가치를 기준으로 加重價値를 결정하는 理由는 市場價値는 資本市場의 狀況에 따라 수시로 변하기 때문에 어는 시점의 시장가치를 기준으로 할 것인가 하는 어려움이 있기 때문이다. 그러나 장부가치는 資本調達 당시의 歷史的 價値를 나타낼 뿐 現在의 源泉別 資本의 經濟的 價値를 반영하지 못한다는 점에서 장부가치를 기준으로 加重平均資本費用을 測定하는 方法을 理論的으로 큰 결함을 가지고 있다.

이와 같이 源泉別 資本의 장부가치와 시장가치 사이에 큰 차이가 있는 경우 장부가치를 기준으로 加重平均資本費用을 測定하는 것은 非合理的이다. 왜냐하면 企業價値를 精確하게 評價하기 위해서는 企業價値를 市場價値로 評價하여야 하는데, 帳簿價値와 市場價値 사이에 큰 차이가 있는 경우 企業價値를 장부가치로 평가하면 企業價値가 豫측되게 평가되기 때문이다.

市場價値를 기준으로 企業의 加重平均資本費用을 測定하는 경우 株式의 市場價値가 장부가치보다 높을 경우에는 시장가치를 기준으로 測定한 加重平均資本費用은 장부가치를 기준으로 측정하였을 때보다 높게 나타난다. 現實的으로 源泉別資本의 시장가치는 證券市場에서 객관적으로 평가될 수 있고, 市場價値를 기준으로 加重平均資本費用을 測定하는 것이 理論的으로 타당하기

때문에 企業의 加重平均資本費用은 市場價值를 기준으로 測定하여야 한다.

그런데 市場價值基準도 加重平均資本의 계산에도 문제가 있다. 市場價値의 基本인 株價를 파악하는나는 문제가 등장하는데 이러한 경우 平均價値를 기준으로 하므로써 해소할 수 있을 것이다.

(2) 加重平均資本費用의 問題點

企業의 加重平均資本費用은 새로운 投資案의 經濟的 價値測定에 이용된다. 즉, 企業의 加重平均資本費用은 内部收益率法에서는 拒否率로 사용되며, 純現價法에서는 純現價를 계산하기 위한 割引率로 사용된다. 그러나 加重平均資本費用이 새로운 投資案의 經濟性分析에 이용하기 위해서는 다음과 같은 前提條件이 필요하다.⁸⁾

첫째, 加重平均資本費用 測定의 基礎가 되는 源泉別 資本費用이 정확히 測定되어야 한다.

둘째, 새로운 投資를 위하여 調達되는 資金은 現在의 資本構成比率과 同一한 比率로 調達되어야 한다. 새로운 投資를 위한 資金이 기존의 資本構成比率과 다르게 調達되면, 調達後의 企業의 전체적인 資本構造가 달라지며 또한 원천별 자본비용이 다를 수가 있어 이미 計算된 加重平均資本費用을 새로운 投資를 평가하는 데 사용할 수 없게 되기 때문이다.

셋째, 새로운 投資案의 危險이 企業의 既存의 經營危險과 일치하여야 한다. 이러한 전제조건이 충족되면 새로운 投資를 평가하는데 사용할 加重平均資本費用은 既存의 資本構造에 의하여 計算된 企業의 加重平均資本費用과 항상 일치하게 될 것이다.

2) 資本構造와 財務危險

所要資金을 적절한 時期에 가장 적은 費用으로 조달하는 것은 財務的 意思決定에서의 중요한 과제중의 하나다. 企業의 所要資金을 어떤 源泉으로부터 조달하느냐에 따라 企業의 資本構造는 달라진다. 資本構造는 대차대조표의 貸邊項目중에서 短期性負債를 제외한 長期性負債와 資本金 및 剩餘金의 構成狀態를 의미한다. 또한 企業이 資金을 어떻게 調達하느냐에 따라 資本構造가 달라지며 企業의 危險 또한 달라지게 된다.

企業의 危險은 그 源泉에 따라 經營危險과 財務危險으로 나눌 수 있는데 經營危險은 企業의 投資決定과 관련하여 발생하는 위험으로서, 未來 賣出額의 不確實性和 營業레버리지로 인한 營業利益의 不確實성을 의미한다. 즉 經營危險은 未來 營業利益의 變動可能性으로 定義되며, 한편 財務危險은 기업의 資本調達結果로 나타나는 資本構造와 관련된 危險이다. 즉 企業이 他人資本을 사용할 때 負債의 元利金を 상환하여야 하므로 株主에게 歸屬될 未來 利益의 不確實성이 커지는 危險이 財務危險이다. 다시 말하면 財務危險은 企業의 他人資本使用에 따른 未來 株當利益의 變動可能性으로 정의된다.

8) James C. Van Horne, Financial Management and policy (6th ed : Prentice-Hall 1983), pp. 222-227.

그런데 實際的인 資本構造決定에 있어서 대부분의 企業은 그 企業이 처해 있는 環境에 따라 적절하게 資本構造를 형성하게 된다. 물론 이 資本構造가 最適인지 아닌지는 알 수 없으나 대체로 그렇게 믿고 意思決定을 하는 것이 보통이다. 理論的으로 볼 때 追加的인 他人資本調達 이 수반할 減稅效果의 限界利益과 그와 함께 발생할 財務的 困境에 대한 限界費用이 일치하는 점에서 企業의 가치는 극대화 될 수 있고 따라서 이 점이 곧 企業의 最適資本構造이다.

그러나 현실적으로 企業의 最適資本構造를 실현한다는 것은 지극히 어려운 문제이며 오히려 企業의 主觀的 判斷에 依存할 문제이나 企業이 적정한 資本構造를 設計하는데 있어서 고려해야 할 要因들을 열거하면 다음과 같다.⁹⁾

① 企業의 成長率(growth rate of sales)

企業의 成長이 豫想되는 경우에는 높은 負債比率을 선택하므로써 損益擴大效果(leverage effect)의 利點을 살릴 수 있으나 未來의 企業成長이 不確實하거나 低調하면 自己資本比率을 높일 필요가 있다.

② 賣出安定性(sales stability)

賣出額이 安定的인 企業은 一定額의 固定費用을 수반하는 長期借入金을 受容할 수 있으나 賣出額이 不安定한 企業은 未來現金흐름의 不確實性으로 인하여 他人資本에 크게 依存하면 危險이 많이 따르게 된다.

③ 競爭狀態(competitive structure)

他人資本의 受容力(debt servicing ability)은 賣出收益성에 달려 있으며, 企業이 속해 있는 産業의 경쟁관계가 그 企業의 未來收益性を 결정하는 중요한 要因이 되므로 이에 따라 企業이 他人資本을 受容하는 限界가 결정된다.

④ 資産構造(asset structure)

企業은 資産構成을 각기 달리하고 있는 바, 固定資産의 比重이 큰 企業은 資本調달을 長期 負債에 의존하며, 流動資産의 構成이 큰 企業은 短期負債에의 依存도가 크다.

⑤ 營業레버리지(operating leverage)

다른 사항이 동일한 경우에 있어서 보다 작은 營業레버리지를 가진 企業은 財務레버리지를 더욱 더 잘 이용할 수 있다. 財務레버리지는 賣出額의 變化가 營業利益과 純現金흐름에 전반적으로 어떻게 미치고 있는가를 알 수 있다.

⑥ 稅金(taxes)

社債의 資本費用로서의 利子は 減稅效果가 있음에 대하여 株式에 대한 配當은 稅金에 대한 公課혜택을 받을 수 없다. 그러므로 企業은 稅率이 높을수록 社債를 利用하므로써 얻는 이점이 크게 된다.

9) J. F. Weston, E. F. Brigham, Managerial Finance (The Dryden Press, 1975), pp. 585-587.

⑦ 經營支配權(control position)

既存株主들이 企業에 대한 支配權을 維持하기 위해서 더 이상의 自己資本을 增加시키지 않으려 한다면 負債에 의한 資本調達이 선호된다.

이외에도 資本市場의 與件, 經營者의 態度, 投資者들의 危險에 대한 態度 등 資本構造의 결정에 영향을 미치는 영향은 매우 다양하다.

그런데 資本構造의 결정은 本質적으로 未來에 관한 意思決定問題이다. 앞으로의 投資機會 및 그에 따른 現金흐름의 分析, 豫測을 토대로 所要資金의 규모와 그 調達方法을 全社의 觀點에서 결정하여야 할 것이다. 따라서 資本構造의 決定問題는 그 자체가 獨立된 기능이라기 보다는 企業全體의 財務計劃의 한 부분으로서 다른 投資政策, 配當政策 등과 함께 다루어질 문제이며 향후 計劃期間중의 推定財務諸表를 기초로 하여야 할 것이다. 물론 이는 未來에 대한 豫測을 전제로 한다.

3) 負債比率의 決定

負債比率의 決定要因을 찾고자 過去의 研究에서도 理論적으로 提示되고 있는 負債比率의 결정요인들과 實證적으로 提示되고 있는 決定要因들은 많은 차이를 보여 왔다.

企業의 負債比率에 영향을 미치는 要因을 찾고자 하는 研究는 財務構造가 企業價値에 미치는 研究와 더불어 많은 學者들에 의하여 提示되었다. 먼저 代表的인 財務論의 文獻에서 제시되고 있는 理論的 負債比率의 決定要因은 다음과 같다. R. Brealey와 S. Myews는¹⁰⁾ 稅金地位, 資金梗寒의 危險, 無形資產, 營業危險의 變化, 기타 多國籍企業의 政治的危險 및 合併의 條件 등의 要因들이 資本調達決定에 영향을 미친다고 주장하였다. 또한 E. F. Brigham은 賣出安定性, 資產構成, 營業레버리지, 成長率, 收益性, 稅金, 統制, 經營者의 態度, 債權者와 社債等級機關의 態度, 市場條件, 企業의 內部條件, 財務的 融通性 등의 要因들이 企業의 財務構造를 결정하는데 영향을 미친다고 하였다.¹¹⁾ 그리고 J. F. Weston과 T. E. Copeland는 經營者는 賣出成長率, 賣出安定性, 産業의 特性, 資產構成, 經營者의 態度 및 債權者의 態度 등의 要因들을 資本構造를 결정할 때 고려하여야 한다고 주장하였으며, J. C. Van Horne은 財務擔當者는 産業平均比率, 企業規模, 産業形態, 營業레버리지度, 利益의 變動可能性, 普通株의 體系의 危險의 크기, 投資分析者와 債權者의 態度, 證券等級, 社債利率과 社債의 滿期構造, 證券의 發行時期 등의 要因들을 고려하여 企業의 재무구조를 결정하게 된다고 說明하였다.

한편 負債比率의 결정요인에 대한 實證的 研究는 다음의 세가지로 구분할 수 있다.

첫번째의 研究들은 企業의 負債比率이 어떤 要因들에 의하여 영향을 받는지를 實證적으로 規明하기 위한 初期의 論文들로 이들 初期의 연구들은 어떤 産業에 속한 企業의 負債比率은

10) R. Brealey, S. Myers, Principles of Corporate Finance (3rd ed) McGraw-Hill, 1988.

11) E. F. Brigham, Fundamentals of Financial Management (4th ed) Dryden Press, 1986.

다른 産業에 속한 企業의 負債比率과 相異할 것이며, 그 理由는 産業이라는 要因이 企業의 財務構造에 影響을 미치기 때문이라는 假說을 檢證하는데 研究의 焦點이 맞추어 졌었다. 이러한 초기의 연구에는 E. Schwartz와 J. R. Aronson, D. F. Scott 등의 연구며, 이들은 企業의 負債比率이 産業間에는 相異하나 같은 産業內에서는 類似하므로 企業의 財務構造는 그 企業이 속한 産業의 影響을 받는다는 事實을 규명하였다. 후에 R. M. Bowen, C. C. Huber는 標本의 크기를 달리하여 이들의 研究를 다시 立證하였다. 그러나 L. A. Remmers는 D. F. Scott의 研究方法과 同一한 接近法을 사용하였으나, 이 연구가 갖는 標本抽出의 문제점을 除去하기 위하여 5개국으로 부터 표본을 추출하여 産業과 負債比率 사이의 關係를 分析한 結果 産業이 財務構造에 어떠한 影響을 미치는가에 대한 뚜렷한 증거를 발견하지 못하였다.

이상과 같이 研究結果가 相反된 이유는 첫째, 많은 연구들에서 一般的으로 설명하고 있는 同一産業에 속하는 企業들의 經營危險이 類似하다는 假定이 잘못되었으며, 둘째, 産業分類基準이 연구들마다 서로 相異하기 때문이라고 해석할 수 있다.

두번째 연구들은 企業의 負債比率이 産業을 포함한 다른 어떤 要因들에 의하여 影響을 받는지를 實證的으로 규명하기 위한 後期의 論文들로서 初期의 연구들이 負債比率의 決定要因으로 産業이라는 變數만을 局限시킨데 비하여, 後期의 研究들은 産業을 포함하여 그 이외의 어떤 要因들이 企業의 財務構造에 影響을 미치는지 살펴 보는데 研究의 焦點을 두고 있으며, 이에는 M. C. Gupta, W. C. Kester 등의 많은 研究가 있다. 후기의 연구들은 財務理論에서 提示하는 여러가지 變數 中 經營危險, 企業規模, 資產構成, 收益性, 成長率, 資本市場條件, 配當性向, 支拂能力과 期間, 社債利率의 水準과 構造 등이 負債比率의 決定要因으로서 중요하다고 指摘하고 있다.

그러나 이들의 研究結果는 서로 一致하지 못하고 있는데, 그 이유는 첫째, 負債比率의 決定要因으로 認識되고 있는 變수들이 負債比率과 決定要因 사이의 명백한 關係로부터 誘導된 것이 아니라 대부분 研究者의 主觀的인 判斷에 의하여 선택되었으며, 둘째 各 變數들을 測定하기 위한 各 要因들의 計量的 代用物이 연구들마다 서로 다르게 提示되었고, 세계 負債比率의 결정 要因을 파악하기 위한 實證的 研究方法이 연구들마다 서로 상이하고, 네째 負債比率의 測定方法 들도 研究들마다 서로 다르기 때문이라고 볼 수 있다.

한편 이상의 實證的 研究들과는 研究方法을 달리하여 A. Stonehill은 企業의 財務擔當 管理者 들을 대상으로 負債比率의 決定要因중 어떤 要因을 重要視하는지 設問調査를 하였으며, 그 결과 固定財務費補償比率로 測定된 財務危險이 가장 중요한 財務構造의 결정요인으로 나타났으며, 이와 더불어 資本調達의 可能性을 나타내는 資本市場狀況과 國際的 要因들인 海外에서의 資金調達에 따른 政府의 支援, 換危險의 回避, 資本의 本國送金 등도 중요한 財務構造의

결정요인으로 지목하고 있다.

세번째 研究들은 資本構造와 企業價值간의 관계를 규명하고자 하는 理論的이고 實證的인 연구에서 負債比率의 결정요인을 間接的으로 찾고자 하는 論文들이다.

먼저 F. Modigliani와 M. H. Miller 이후 資本構造와 企業價值간의 관계를 연구한 結果를 要約해 보면 다음과 같다. M. H. Miller는 法人稅 이외에 個人所得稅를 고려할 경우 全體企業을 대상으로 하는 資本市場에서는 均衡레버리지가 存在할 수 있으나 個別企業 單位로는 最適資本構造가 存在하지 않음다는 模型을 提示하였다. 한편 DeAngelo와 Masulis는 Miller의 모형을 擴張하여 非負債性減稅效果를 고려하면 個別企業單位로도 最適資本構造가 存在한다고 主張하고 있다. 또한 최근에서 企業의 資本構造에 대하여 既存의 연구와는 다른 시각에서 說明하려는 試圖가 이루어지고 있는데, M. Jenen과 W. Meckling은 代理理論을 利用하여 株主, 經營者 및 債權者간의 利害關係對立이 企業의 投資 및 資本調達決定에 미치는 效果를 分析하였다. 이들의 주장에 따르면 非對稱情報은 또하나의 市場不完全要因으로 認識되며 지금까지 제시된 市場不完全要因들보다 資本構造에 대하여 더 강한 영향을 미칠 수 있다는 것이다.

負債比率과 法人稅와의 關係는 A. Auerbach, M. King, R. Gordon 등에 의하여 實證的으로 연구되었는데, 이들은 時系列分析을 利用하여 負債比率과 法人稅率과의 關係를 分析하였으며, 分析結果 法人稅率이 증가하면 負債比率도 限界의으로 증가한다고 발표하였다. 그리고 S. Sonu는 代理理論에 基準을 둔 成長機會로 測定한 代理變數와 負債比率 사이의 關係를 分析하였는데 그는 負債比率을 從屬變數로 하고 標本期間 동안의 利益成長率의 平均値로 定義되는 成長機會를 獨立變數로 하는 回歸分析結果 企業의 成長機會는 負債比率을 설명하는 有意的인 變數가 된다고 주장하고 있다.

그런데 이상의 研究들에서 非負債性節稅效果, 代理情報 및 非對稱情報을 測定하기 위하여 提示된 變數들은 모두 數學的 模型에 의하여 底意된 變수들이 아니라 操作的 定義에 의한 代理的 變數들이다. 따라서 이상의 研究에서 提示된 代理的 變數들이 理論에 의하여 展開된 決定要因들을 제대로 測定하고 있는가에 대해서는 確실한 증거를 提示하지 못하고 있다는 限界를 가지고 있다.

IV. 要約 및 結論

企業의 行動目標가 企業價值의 極大化에 있고 따라서 株價의 형태로 나타나는 企業의 市場價值가 企業의 모든 財務的 意思決定基準의 核心的 概念이며, 이러한 企業價值는 投資者들이 豫想하는 特定企業의 未來現金흐름을 現在價值로 測定한 價值로서 收益性이 클수록 높게 나타

나며, 危險이 클수록 낮게 나타난다. 그러므로 企業의 財務的 意思決定의 焦點은 企業價値에 대하여 相衡的 關係(trade-off)에 있는 收益性和 危險度를 어떻게 調和하여 投資者들에 의한 企業의 價値評價를 極大化하는데 맞추어져야 할 것이다. 財務管理의 意思決定은 기본적으로 이러한 危險과 收益을 어떤 수준에서 조화시키느냐 하는 문제로 歸着된다.

이러한 財務的目標을 實現하기 위해서는 效率的인 投資決定이 필요하며 投資案의 經濟性 評價가 合理的으로 이루어져야 하는데 그 評價方法으로 가장 合理的인 方法은 NPV法이 가장 우수한 方法인데 그 論理的 妥當性은 다음과 같다.

첫째, 純現價法(NPV)이 묵시적으로 가정하고 있는 再投資收益率이 다른 投資案의 評價基準보다 合理的이다. NPV法에서는 投資로부터 期待되는 現金흐름을 資本費用으로 再投資하며, 內部收益法에서는 內部收益率로 再投資한다고 가정하고 있는데, 現在의 企業價値를 하락하지 않기 위하여 새로운 投資로부터 벌어들여야 할 最低必須收益率인 資本費用으로 再投資한다는 가정이 보다 現實的이다. 또한 相互獨立의인 복수투자안을 內部收益法에 의하여 評價하면 再投資收益率은 投資案마다 다르기 때문에 같은 企業 내에서 適用할 再投資收益率은 여러개 존재할 수 있다. 그러나 NPV法에서는 그 企業의 資本費用이라는 하나의 再投資收益率을 가정으로 하기 때문에 모든 投資案에 대하여 같은 再投資收益率을 일관성있게 적용시킬 수 있다. 따라서 資本費用으로 再投資한다는 가정의 NPV法이 보다 合理的이다.

둘째, 內部收益率法(IRR法)은 投資로 실현되는 收益率을 나타내는데 비하여 NPV는 企業價値의 純增加分을 나타내므로 NPV法이 우수하다. 그리고 IRR法으로 투자안을 평가할 때는 投資案에 따라서는 IRR이 나타나는 경우가 있어 投資決定이 어렵게 된다.¹²⁾

그런데 財務的 意思決定의 本質的 內容은 投資決定과 資本調達을 바탕으로 하는 財務構造의 문제로 歸結되는데 資本構造의 결정은 本質的으로 未來에 관한 意思決定으로 앞으로의 投資機會 및 그에 따른 현금흐름의 분석과 예측을 바탕으로 所要資金의 規模와 그 調達方法을 社會的 觀點에서 결정하여야 한다. 따라서 資本構造의 決定問題는 그 자체가 獨立된 財務的 意思決定이라기 보다 企業全體의인 觀點에서 이루어지는 未來에 대한 豫測을 전제로 한다. 結論적으로 財務的 意思決定의 核心은 企業의 加重平均資本費用을 最小化 시키는 財務構造를 선택하고 또한 資産의 構成狀態와 財務流動性 및 企業의 外的要因을 充分히 考慮하여 意思決定이 이루어져야 한다.

12) 朴廷堯, 現代財務管理(茶山出版社, 1987), pp.230~231.