

「James. C. 반론」著

『財務管理 와 政策』

James. C. Van Horne: Financial Management and
Policy. Prentice-Hall, Inc.
Englewood Cliffs, New Jersey, 1968.

徐 相 龍

最近財務管理는 그 연구방법과 「어푸로취」에서 큰變化를 가져왔다. 從來의 傳統的인 財務論에서는 資金調達 문제 가 가장 중요한 연구대상이 되었으며 證券, 金融制度 등 비교적敘述方式에 의한 考察이었다. 오늘날의 財務管理는 過去 資金調達에 관한 기술적인 문제보다도 資金의 效用적인 運用面에 그 重點을 두었으며 理論의이고 分析의인 연구방법을 택하고 있다. 특히 企業의 財務理論樹立에 있어서 新古典學派 經濟學者들이 創案해 낸 企業評價理論을 未來의 不確實性이라는 현실적인 테두리에서 考察하게 되었고 이같은 「新企業評價法」이 오늘날 財務理論의 中心課題가 된 것이다.

이 책은 지금까지 發刊된 어떤 財務管理의 教科書보다도 最近의 財務研究 趨勢와 動向을 적절하게 反映하였다는 點에서 높이 評價되고 있다. 즉 著者は 企業이 指向해야 될 目標(objective)를 「企業價值의 極大化」라는 新古典學派의 企業評價法을 원칙으로 받아 드리면서 그 實踐方法으로 「投資決定」(Investment Decision), 「資金調達決定」(Financing Decision), 「配當決定」(Dividend Decision)을 提示하고 위 세 가지의 決定課題가 企業의 財務機能이라 名目하였다. 그리하여 財務管理(Financial Management)란 結局 이같은 意思決定을 위한 解決策을 講究하는 것이며 그 結果가 企業의 價值를 決定하게 된다는 것이다.

이 책은 8部 26章으로 나누어져 있는데 처음 3개의 部에서는 財務理論(投資決定, 資本費用, 資本調達, 配當決定)을 상세하게 다루었고 第IV部와 第VII部에서는 短期와 長期資金의 調達方針乃至는 金融市場의 道具에 관하여 記述하였다. 第V部에서는 運轉資金의 管理, 第VII部에서는 企業合併, 財務整理, 그리고 마지막인 第VIII部에서는 財務分析 및 統

制로 되어 있다.

이 책에서 가장 특장적이며 중요한 부분은 말한바 같이 財務理論에 관한 것이다. 資本財算編成(第Ⅱ部)에서 著者は 지금까지 발견된 投資決定의 중요내용을 간단하면서도 완전하게 소개하였고 특히 不確實性下에서 投資문제는 다른 어떤 教科書에서도 찾을 수 없을 정도로 깊게 다루웠다. 周知하는 바 같이 不確實性 문제는 오늘날 投資決定研究에서 가장核心이 되는 부분이면서도 아직껏企業에一般的으로 적용시킬 수 있는 어떤 투명한 方道가 마련되지 못한 형편이다. 더욱이 이 分野에 관한 最近에 裂到되는 論文發表는 初歩者에게 오히려 混沌을 惹起시킨다고 하여도 과언은 아닐 것이다. 이러한 時點에서 著者は 지금까지 展開된 不確實性에 관한 研究中에서 가장 basic의 것만 골라 明瞭하게 요약 함으로써 讀者로 하여금 쉽게 問題點에 도달하게끔 하였다. 不確實性에 관한 문제에서 代表的인 學者들의 「아이디어」를 먼저 소개시켜 讀者로 하여금 그들의 理論에 대한 長, 短點을 인식시킨 후에 著者自身의 見解를 披瀝하는 뜻 깊은 「아푸로취」를 백하였으며 其實 不確實性에 관한 第4章과 5章이 이 책의 「베스트」라고 할 수 있겠다.

著者は 不確實性(Uncertainty)과 危險性(Risk)을 명백히 区分하면서도 投資決定 문제를 危險性 分析에서 취급되는 基本「아푸로취」를 사용하였다. 第4章에서는 單數의 投資決定에서 오는 危險性 문제를 分析하였는데 危險性을 投資에서 기대되는 未來 現金流入(Cash Inflows)의 確率分布狀態의 分散度(Dispersion)와 直結된 것으로 간주하였다. 危險性에 대한 基本分析方法으로는 Required Rate of Return의 調節法, Certainty-Equivalent Approach, 確率分布狀態의 分析法 등을 提示하고 아울러 Simulation 테크닉, Utility Theory, Hillier의 Correlation Model, David Hertz의 Simulation Model 등 비교적 高次元의 方法의 實現性與否도 考察하였다. 第5章에서는 複式投資에서 오는 危險性 全體가 企業에 미치는 영향을 Correlation 方法을 이용하여 설명하고 Abandonment Decision에 관한 문제도 아울러 취급하였다.

第三部(第6章부터 9章까지)의 Financing in Theory and Dividend Policy에서는 財務理論의 中心인 資本費用, 資本構成과 配當政策을 다루었다. 資本費用(第6章)에 관하여서는一般的의 測定方法——즉 資金出處別로 求한 資本費用을 加重平均하는 方法——을 使用하였으나 다음과 같은 두가지 點에서 特色을 갖는다 하겠다. 첫째는, 資本費用의 傳統的의 測定法은 機會原價라는 概念을 이용하는 것이 보통이나 著者は 基本의割引公式을 사용하고 있다는 點이다. 즉, $I_0 = \frac{C_1}{(1+k)} + \frac{C_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+k)^n}$ 에서 k 를 資本費用으로 하고 I_0 는 股券의 發行으로 現在 調達한 金額(Net Amount)으로 놓고 C 는 自己資本의

경우에는 未來에 기대되는 收益 또는 他人資本의 경우에는 未來에 支給해야 될 元利金을 뜻한다. 成長의 경우를 제외한 모든 資本費用測定을 以 方式에 依하는 것은 機會原價를 이용하는 것보다는 哲學的인 說明이 다소 불충분한 弱點은 있으나 資本費用을 명확히 이해시키는 데는 가장 理想的이라 하겠다. 둘째는, 投資決定(資本豫算編成)에서와 같이 著者は 資本費用에서도 지금까지 展開된 代表的인 學者들의 理論을 충분히 비교시켰다는 點이다. Solomon, Quirin, Boness, Haley, Durand, Gordon and Shapiro, James Mao, Lindsay and Sametz의 見解를 體系的으로 說明하고 Business Risk 와 Financial Risk의 調節문제에서 Solomon과 Quirin의 「어푸로취」를 詳細하게 비교한 것은 참으로 흥미로운 것이라 할 수 있겠다. 특히 加重平均問題에서 市場價格이냐 帳簿價格이냐 하는 論爭을 충실히 취급하였다.

第7章의 資本構成에서는 資本構成의 理論的인 測面을 주로 다루었고, 著者は 他人資本의 使用에서 오는 Trading on Equity 와 Financial Risk의 관계를 考察하는데 있어 傳統的인 「어푸로취」(Traditional Approach)를 擇하였다. 傳統的인 「어푸로취」란 資本構成에서 他人資本을 適切하게 利用하므로써 그 企業의 平均資本費用을 가장 작게 할 수 있다는 사고방식이다. 1952年 David Durand가 소개한 Net Income Approach 와 Net Operating Income Approach를 비교하고 傳統的인 「어푸로취」와 對照가 되는 Modigliani-Millett(M.M.)의 論法에 관하여도 詳細히 비판하였다.

配當에 관하여(第8章과 9章) 著者は 配當의 理論的인 面과 現實的인 企業의 配當政策을 나누워 說明하였는데 特異한 點은 역시 理論的인 「어푸로취」에 있다 하겠다. 配當의 理論的인 分析은 配當과 企業價值와의 聯關係를 말하는 것으로써 著者の 見解를 제시하기 전에 먼저 이 點에 대한 相反된 「어푸로취」를 조심스럽게 소개하면서 그들의 長, 短點을 분명히 하였다. 配當이 企業價值評價에 無關하다는 見解로는 Walter's Formula 와 Modigliani-Miller의 論法을 소개하였다. Walter에 依하면 企業의 配當政策이란 그 企業의 收益率(Rate of Return on Investment)과 Market Capitalization Rate의 비교에서 원칙적으로決定되는 것으로써 만약 收益率이 Capitalization Rate보다 크면 가급적 적은 配當이 그 企業의 價值를 더 增大시킨다는 것이다. 그러므로 配當이란 投資제안의 收益率에 따라 定해지는 被動的인 存在에 불과 하다는 論法이다. 이는 "Capital Budgeting Decision of Dividend"를 강조한 것이며 配當支拂의 大小는 企業價值의 決定과는 無關하다는 주장이다. 配當의 被動的 역할에 대한 代表的인 論理는 MM Thesis로써 이는 MM의 資本構成에 관한 論理와 雙壁을 이루고 있다. MM에 依하면 配當支拂과 外部로부터의 資金調達이 株主의

富(Wealth)에 미치는 영향은 서로相殺된다는 것이며 그러기 때문에 株式發行으로 因한 株式市價의 下落은 配當支拂로 因한 株式市價의 上昇과 서로相殺되리라는 주장이다. MM의 論理는 稅金관계, 不確實性 관계를 무시하고 Perfect Capital Market를 상상했다는 非現實的 假定에서 이루워졌다는 비판도 아울러 첨가 되었다. 著者は Solomon, Gordon, Robicheck, Lintner 등의 見解를 받아드려 配當이란 未來의 不確實性(投資家の 입장에서)을 解消시키는 역할을 하는데 이같은 현상은 現在의 株價를 上昇하게 하는 要因이 된다는 것이다. 그러므로 配當이란 技資決定, 資本費用과 더불어 企業價值를 決定하는 重大한 要因이라는 것이다. 著者の 이같은 結論은 財務理論의 正統派에 속한다고 할 수 있으며 企業의 價值가 그 企業의 기대되는 未來配當의 現價라고 한 新古典學派의 企業評價法을 土臺로 하고 있다. 自己資本의 資本費用測定에서 著者が Earning(EPS)에 依하지 않고 配當을 근거로 한 「Dividend Valuation Model」을 사용한 이유도 그 根據가 실로 여기에 있다 하겠다.

第V部(15章부터 18章까지)의 運轉資本管理에서도 著者は 다른 教科書에서는 찾을 수 없는 特異한 「어푸로취」를 使用하였다. 運轉資本의 理論的인 面을 考察한 第15章이 가장核心이 되는 部分이며 여기서 著者は 運轉資本管理를 流動資產의 量(Amount)과 構成(Composition) 그리고 그 調達方法에 두었다. 流動資本을 固定分과 變動分으로 구분하여 固定分의 運轉資本은 流動負債에 依存시키질 않고 長期資金으로 충당되어야 하는데 여기서 문제는 長期資金의 源泉으로써 負債의 量과 償環期日 문제를 고려해야 된다는 點이다. 특히 負債의 償環期日은 그 企業의 收益性과 危險性(Risk)에 중대한 영향을 가져 올 수 있는바, 長期의 償環期日 일수록 Risk面에는 유리하나 收益面에는 불리 할 수도 있다는 것이다. 이 같은 현상은 流動資產의 量의 大小가 收益性과 Risk에 미치는 영향과 大同小異하여 決局 企業의 運轉資本管理란 그 企業의 收益性과 Risk의 적절한 균형유지라는 문제點에 도달하게 된다. 著者が 現金, 賣出債權, 實查資產等의 實제적인 運轉資本管理에 드리 가기전에 運轉資本이 企業財務活動에 미치는 영향을明白히 해준 것은 이 책의 가장 큰 強點 중의 하나이다. 運轉資本에서는 가끔 잘못하면 記述的인 方法으로 흐르기 쉬운데 著者は 始終一貫 收益性과 Risk 문제를 중심으로 다루었기 때문에 다른 教科書와는 대조가 될 정도로 論理的인 「어푸로취」이었으며 이같은 현상이 賣出債權管理에서 특히 두드러지게 나타나 있다.

그러나 이 책에서 가장 아쉬운 點은 財務理論의 수립에 있어 企業의 財務目標設定에 충분한 說明이 부족한 것 같다. 財務目標에 관한 章(第1章)에서 著者は 株主를 위하여 價

值(企業의)를 極大化시키는 것이 企業의 目的이라 가정하고, 그 說明에 있어서는 利益의 極大化(Profit Maximization)와 富의 極大化(Wealth Maximization)의 差異點과 經營者와 株主의 입장을 비교하는 것으로 끊어졌다. 만약 資本費用과 配當의 경우와 같이 企業의 目標를 관하여서도 Lutzes, Joel Dean, J. Porterfield 등의 見解를 소개하면서 投資, 配當, 資本費用의 相互 聯關係를 財務目標를 中心으로 좀 더 자세히 說明한다면 보다 효과적일 것이다.

過去 20년 동안 쏟아져 나온 財務管理의 教科書 중에 이 책은 理論中心이라는 點에서 無異하며 지금까지의 대표적인 財務理論을 總整理하여 graph, Chart, Table, Footnotes, Appendices 등을 통한 著者の 崩新한 分析方法은 큰 業績이며 앞으로의 財務管理 研究에 很大的 하나의 커다란 成果라고 말할 수 있을 것이다. 특히 풍부히 소개된 參照書一覽(References)은 初歩者 뿐만 아니라 이 分野의 Research를 하는 사람에게도 큰 도움이 될 것이다. 그러한 意味에서 이 책은 單純한 教科書가 아니라 좋은 Reference Book도 될 수 있을 것이다.

이 책은 財務管理에 있어서 Samuelson의 Economics와 같은 위치를 차지할 수 있는, 財務管理를 工夫하는 누구에나 권하고 싶은 良書이다.