

# 不確實性下에서의 企業評價와 最適資本構成

沈 晟 求

## 序 論

- I. 企業財務의 目的과 投資決定의 目的
  - 1. 企業財務目的으로서의 經營者志向과 株主志向
    - 1) 經營者志向의 目的
    - 2) 株主志向의 目的
  - 2. 企業財務의 目的과 企業資本構成의 變遷
    - 1) 剩餘資金論
    - 2) 株式投資價值의 極大化論
- II. 企業價值의 評價와 配當關係說
  - 1. 利益說에 의한 評價
  - 2. 配當說에 의한 評價
  - 3. 利益說과 配當說의 統合可能性 — 다음號에 계속 —

## 序 論

企業財務의 研究領域에 있어 近年 活潑한 变革이 發生하고 있다. 즉 오늘날에 있어서는 종래의 資本市場의 制度 및 實務를 중심으로 하는 金融의 方法과 手段의 制度의 또는敘述的의 研究로부터 經營의 意思決定이라는 問題意識을 갖는 理論的 또는 分析的 方法의 研究로 問題展開의 方向이 變遷發展하고 있다. 또한 企業財務는 傳統的으로는 資本調達의 問題를 重視하였으나 오늘날의 새로운 接近에 있어서는 資本調達의 問題 이외에도 企業의 全般的 管理의 一環으로서 企業價值의 極大化를 위한 資金의 効率的 運用을 分析하는 問題가 焦點으로 되고 있다. 이것은 종래의 制度의 研究가 無意味하다는 것을 뜻하는 것이 아니며, 制度的·敘述的 研究와 理論的·分析的 研究와의 統合作用에 의하여 企業財務의 結實이 많은 發展이 확보된다는 것이다. 理論的·分析的 研究의 過程에 있어 現實의 制度 및

方法이 整理·分析되고 또한 이것이 機能的인 因果에 의하여 有機的으로 關聯性이 定立되므로써 企業財務의 効果를 얻을 수 있을 것이다.

企業財務의 理論的 展開는 財務機能의 分析에 의하여 經營의 意思決定의 문제가 中心이 된다. 財務機能은 이와 같이 經營의 意思決定에 중대한 關係를 가지는 財務政策을 결정하며, 더구나 財務政策은 經營의 諸分野에 關係하므로 이 政策에 의하여 經營의 綜合管理가 行하여진다. 특히 財務政策은 經營의 最高政策에 관련하므로 意思決定論(decision theory)으로서 擴大解釋되기까지 하고 있다.

이와 같은 變化의 背景에는 많은 諸要因이 있으나, 특히 企業의 內外環境의 顯著한 發展과 分析技法의 進步에 의하여 重要한 影響을 받고 있는 것이다. J. F. 웨斯顿은 企業의 財務機能을 중심으로 하는 環境의 變化를 다음과 같이 指摘하고 있다(J. F. Weston, The Scope and Methodology of Finance, 1966, 的 序文 및 J. F. Weston and E. F. Brigham, Managerial Finance, 1972. p. 5. 參照).

- (1) 技術革新의 變化가 加速化되어 製品의 壽命(life-cycle)이 短縮化되게 된 것.
- (2) 企業間의 新製品開發競爭에 의하여 個別企業의 利幅(profit margin)이 顯著히 縮小되게 된 점.
- (3) 大規模企業의 持續的인 發展의 結果, 企業經營活動을 効率化하기 위하여 分權管理方式이 要請되게 된 점, 이 分權管理에 의하여 企業全體의 經營活動은 多數의 利益責任單位로 행하여지게 되었으며, 이들 複合活動을 計劃統制하기 위하여 財務機能의 役割이 더욱 重大하게 되었다.
- (4) 第2次 世界大戰後의 持續的 經濟成長下에 있어 새로운 投資機會를 포착하고, 또는 經濟成長에 相應한 企業成長을 위한 資本調達政策의 事前準備가 有利하게 된 점.
- (5) 賯蓄 및 投資의 흐름이 制度化(institutionalization)되게 되어 資本의 投資가 專門家의 主業務로 되게 된 점, 이것은 企業評價에 관한 分析技法의 發展을 촉진하고, 그 精緻化가 投資企業에 있어서는 資金의 効率的인 運用을 하는 刺戟이 되었다.

이상과 같은 企業環境의 變化와 分析技法의 有用한 開發은 企業理論과 관련하는 經營活動에 큰 影響을 미쳤다. 특히 技術革新의 加速化에 의한 製品壽命의 短縮化와 新製品競爭의 激化는 企業에 있어 適切한 投資計劃의 策定이 重要視되게 되었으며, 이들 變化가 增進됨에 따라 不確實性의 問題가 企業價值評價에 대한 중요한 要因으로 注目되게 되었다. E. 소로몬도 不確實性下에서의 企業價值의 評價論은 株主를 위한 企業價值의 極大化가 最善의

方法이라고 한다(E. Solomon, "Introduction; A Summary of Recent Trends in Research", in A. A. Robichek, ed., Financial Research and Management Decision, 1967, p. 3). 不確實性下에서의 企業價值의 評價問題와 관련하여 企業의 投資決定의 문제 또는 最適資本構成의 문제는 研究者間에 있어 그 問題의 所在와 重要性에 대한 認識이 높아졌으며, 經營科學 특히 그 決定變數 및 媒介變數를 포함하는 確率過程의 援用이 要請되게 되었다. 그 理由는 投資決定에 있어 不確實性의 諸要因을 고려하는 경우 企業은 投資機會로부터 가능하면 最大의 利益을 實現할 수 있도록 計劃하는 동시에 不利한 條件에 대하여는 損失을 最小로 하는 計劃이 필요하기 때문이다.

이러한 觀點에서 本論究는 다음의 問題에 焦點을 두고 不確實性條件下에 있어서의 投資決定 또는 企業價值의 決定問題를 考察한다.

- (1) 오늘날 企業財務目的 혹은 投資決定의 目的에는 經營者志向과 株主志向이 있어 그 어느 쪽을 想定하는가에 의하여 財務意思決定이 相異하게 된다. 그러므로 兩目的의 本質 및 目的의 相衝은 무엇인가에 대하여 檢討한다.
- (2) 現代企業에 있어 企業財務 혹은 投資決定의 指導原理로서 剩餘資金論과 利益極大化論을 對比하여 檢討함으로써 企業財務의 行動原則 또는 投資決定을 규제하는 客觀的인 判定基準으로서의 利益極大化論이 不確實性을 고려한 경우에는 株式投資價值의 極大化論으로 移行한다는 것을 論證한다.
- (3) 企業財務目的 또는 投資決定目的이 株式投資價值의 極大化라고 한다면, 이 株式投資價值를 구체적으로 規定하는 要因은 무엇인가에 대하여 檢討하여야 한다. 오늘날 投資價值의 極大化를 통한 企業價值의 增大를 規定하는 要因에 대하여 對立된 主張이 있는데, 그 異見을 檢討하고 不確實性條件에 있어 配當說의 妥當性을 論證하는 동시에 利益說과 配當說의 調整可能性에 대하여 考察한다.
- (4) 投資決定 혹은 資本構成決定의 目的是 企業價值를 極大化하도록 自己資本과 負債을 통한 最適資本構成을 達成하는 데 있다. 理論의으로는 企業價值의 極大化는 資本費用을 最小로 함으로써 可能하다. 이 경우 企業價值의 極大化와 資本構成은 어떠한 關係에 있는가를 傳統理論과 MM理論을 對比하고 兩理論의 統合可能性을 考察한다.
- (5) 現實의 問題로서 우리 나라 企業의 資本構成은 어떻게 評價되어야 하고 管理되어야 하는가에 대하여 論證하여 본다.

## I. 企業財務의 目的과 投資決定의 目的

J. C. 반·흔(James C. Van Horne)은 企業財務에 있어서의 意思決定의 범위를 (1) 投資決定 (2) 調達決定 (3) 配當決定의 領域으로 分類하고, 이들 3 가지의 意思決定領域이 완전히 獨立的으로 分리되어 論議된다는 것은 不可能하다고 하였다<sup>1)</sup>. 오늘날 財務管理論의 역할은 企業에 있어서의 資本調達과 그 運用을 綜合的 및 統一的으로 把握하는 것을 課題로 하므로 그 財務的諸決定을 지도하는 明確한 目的을 設定하여야 한다는 것은 매우 필수적인 問題라 하지 않을 수 없다. 특히 長期的인 資本의 調達과 運用을 統一的으로 把握할 必要性이 있는 投資決定에 있어서 그 明確한 目的이 없는 경우에는 投資에 대한 意思決定이 不統一 또는 不適合하게 행하여질 뿐더러 下部階層에 대한 權限의 委讓과 意思疎通의 領域에 非合理的인 結果가 나타나게 될 것이다.

企業財務의 目的에는 일반적으로 株主志向의 目的과 經營者志向의 目的을 指摘하고 있는데, 이들 가운데에서 어느 目的을 想定하는가에 의하여 企業의 財務的인 意思決定 혹은 投資決定의 過程이 相異하게 된다. 그런데 흔히 企業財務의 目的으로 株主 혹은 所有者志向의 目的이 일반적으로 想定되고 있다. 예를 들면 株主에 대한 企業價值의 極大化, 普通株式의 市價의 極大化 또는 富의 極大化 등의 目的이 그것이다. 이와는 反對로 所有와 經營이 分離된 近代的인 대규모의 經營社會를前提로 하여 專門經營者の 集團이 經營意思決定의 中心體가 되며 投資者集團은 이에 종속하게 되는 多數의 利害關係者中의 一員으로 변모하는 경우, 企業財務의 目的是 經營者志向의 目의이 想定되어야 한다고 한다. 本章에서는 이들 兩者的 서로 對立되는 財務目的을 고찰하므로써 그것이 어떠한 意味를 가지고 있으며 또한 그 測定基準을 어디에 두고 있는가를 解明하여 企業財務行動의 目的 또는 投資決定目的의 相衝을 調整할 수 있는 실마리를 찾아보고자 한다.

1) J. C. Van Horne, *Financial Management and Policy*, 1968, p. 9. Van Horne의 意思決定領域의 意見을 뒷받침하는 것으로 E. Solomon의 말을 引用하면 다음과 같다. 즉 企業의 財務機能을 ① 企業은 特定한 資產 가운데서 어떠한 것을 取得하여야 하는가? ② 企業이 投下하여야 할 資金總額은 어느 만큼이어야 하는가? ③ 그 必要資金을 어떻게 調達하여야 하는가? 또한 이들 3側面은 實제로는 同時에 解決되어야 한다고 하면서 그들間의 相互有機的 關聯內容을 다음과 같이 指摘하고 있다. 그것은 ① 企業의 擴大投資의 規模와 速度 ② 企業이 所有하여야 할 諸資產의 構成 ③ 所要資本의 調達源泉의 構成의 問題이다. 또한 資本調達의 問題는 그 自體로서가 아니라, 이 投資決定 및 資本配分의 決定의 一環으로서 理解되어야 한다고 한다. E. Solomon, *The Theory of Financial Management*, 1963, pp. 8~9.

## 1. 企業財務目的으로서의 經營者志向과 株主志向

### 1) 經營者志向의 目的

經營者志向의 目的은 企業을 중심으로 한 각종의 利害關係者들의 利益을 均衡화하는 經營者의 觀點과 經營者自身의 權益을 成就하려는 經營者의 觀點의 두 가지로 區分된다. 前者は 「倫理的 要請의 基盤을 갖는 目標」(goals with ideological foundation)에 該當하는 것이고 後者は 「會社志向의 目標」(company-oriented goals)에 該當하는 것이다<sup>2)</sup>.

#### A. 各種利害關係者의 利益均衡化의 觀點

企業의 經營者는 먼저 企業에 대하여 여러 가지의 利害를 가지고 있는 關係者의 利益을 調整하는 役割을 수행하지 않으면 아니 된다. 이 役割을 A. A. 로비체크와 S. C. 마이어스(A. A. Robichek and S. C. Myers)는 「倫理的 要請의 基盤을 갖는 目標」라고 하였는데, 이 目標는 「각종의 直接的인 利害者集團——株主, 從業員, 顧客 및 一般大眾——의 要求에 대하여 公平하고 有効한 均衡을 유지할 수 있도록 會社業務를 執行하는 것」<sup>3)</sup>이라고 한다. 이 倫理的 目標에 대하여는 이것을 會社의 役割이란 側面에서보다 오히려 人的인 經營者 혹은 財務管理者의 役割을 中心으로 하여 考慮할 수 있다. 즉 G. 도날드슨(G. Donaldson)에 의하면<sup>4)</sup> 近年 專門經營者에 의한 受託者職務로서의 責任과 專門的 職業意識의 強調를 생각할 수 있다고 한다. 이것은 오늘날 대규모의 株式會社에 있어서의 責任의 複雜性과 相衝하는 利害關係에 均衡을 도모하는 經營者의 役割을 認識하는 태도인 것이며, 이 觀點의 极端한 條件下에 있어서는 株主의 利益은 단지 다른 여러 利害關係者中의 利益의 하나에 지나지 않는 것이라고 생각하는 것이 될 것이다. 이것은 現代的인 대규모의 企業에 있어서 우리가豫想할 수 있는 必然的인 發展段階라고 規定할 수 있을 것이다.

#### B. 經營者自身의 利己的인 觀點

經營者는 각종 利害關係者의 利益의 均衡化를 도모하는 役割 이외에 일반적으로 經營者自身的 利益을 도모하는 傾向이 있을 수 있다. E. 소로몬(E. Solomon)에 의하면<sup>5)</sup> 이것은 賣出額이나 企業規模의 擴大, 企業成長이나 市場占有率의 擴大, 自己位置의 安全과 安逸등을 도모하려는 傾向이라고 한다. 이러한 動機는 所有와 經營이 완전히 分離되어 專門經營

2) A. A. Robichek and S. C. Myers, *Optimal Financing Decisions*, 1963. p. 3.

3) *Ibid.*, p. 3.

4) G. Donaldson, *Financial Goals Management vs. Stockholders*, Harvard Business Review, 41/3 (May-June 1963), pp. 117~119.

5) E. Solomon, *op. cit.*, p. 24.

者가 강력한 意思決定을 行使할 수 있는 地位와 環境이 조성되는 경우, 自己의 名譽心 혹은 市場支配慾을 成就하려는데서 나타날 수 있을 것이다. 이 動機 혹은 目標를 A. A. 로비체크와 S. C. 마이어스는 會社志向의 目標라고 指稱하는데<sup>6)</sup>, 이것은 經營者가 所有와 經營의 分離에 의하여 企業自體를 所有主인 株主보다도 오히려 自身의 利益과 地位의 向上을 도모하는데 利用한다는 것을 意味한다. 예를 들면 企業은 滿足스러운 利益率을 實現하려고 하는 條件에서 賣出額을 擴大하려고 計劃한다. 이 경우 당해 企業의 經營者로서는 自己自身의 名聲 및 市場占有力を 높이고 伸張시킬 수 있지마는, 한편 이를 위하여 支給되는 多額의 費用은 장래 配當金의 形태로 株主에게 지급될 수도 있는 資金에서 지출되는 結果로 된다. 그리고 市場販賣의 戰略上 B製品市場의 競爭力を 優越한 立場에서 強化 또는 維持하기 위하여서 A製品을 導入하는 경우가 있는데, 이때 물론 株主도 利益을 얻을 수 있을 것이나 實質적으로는 이 競爭을 維持強化하는데 支給되는 費用은豫想利益의 負擔으로 되는 것이다. 이와 같은 立論에서 經營者의 行態를 볼 때, 이들 經經營者的 意思決定이 株主의 利益에 미치게 될 諸效果를 深思熟考해서 評價하지 않고 行動한다는 것을 의미하게 된다.

이러한 經經營者的 利己的인 目的에 대하여는 다음과 같은 批評이 加하여지고 있다. 먼저 E. 소로몬에 의하면<sup>7)</sup> 이와 같은 經經營者는 早晚間 交替될 것이라는 것이 전통적인 見解이며 또한 이것이 유일하게 가능한 解答이라고 한다. 그리고 또 만일 經經營者가 이 利己的인 目的만을 志向하는 경우에는 經經營者の 支配權에 문제가 발생한다고 한다. 즉 經經營者는 法律的으로는 所有者가 임명한 代理人으로서만의 支配權밖에 行使하지 못한다. 이런 思考下에서는 經經營者가 所有主(株主)의 固有의 利益을 增大시키는 全般目標를 拒否할 수도 있을 수 있는데, 그러나 이것은 社會全體의 利益을 增大시킬 수 있도록 意圖된 目標에 抵觸하지 않은範圍內에서만 可能한 것이다. 그럼에도 不拘하고 만일 經經營者가 所有主(株主)志向의 目標 및 社會志向의 目標를 拒否하고 단지 經經營者自身만을 志向한 目標가 채용되고 또한, 이 본질적으로 所有主와 相異한 行動方針으로 유도되는 경우에는 그 支配權의 妥當性에는 問題가 발생한다. 즉 經經營者가 株主志向의 目標 및 社會志向의 目標를 거부하고 利己的인 目的에만 집착하는 경우에는 그 支配權에 문제가 발생하여 交替의 契機가 야기될 수 있는 것이다. 그리고 S. C. 로비체크 및 A. A. 마이어스에 의하면 利己的인 會社志向의 目的是 株主의 犠牲에 의하여서만 달성할 수 있다고 한다. 만일 會社志向의 目的이 株主의 優位性을

6) A. A. Robichek and S. C. Myers, *op. cit.*, p. 4.

7) E. Solomon, *op. cit.*, p. 24.

충분히 認識하고 傳達하지 않기 때문에 단지 발생하는 것으로 해석된다면 株主志向의 目的이妥當할 것이다. 그리고 「會社志向의 方針을 變化시킬 수 없는 慣習의 問題로 생각하고 株主의 利益에 대하여 전혀 無關心한 問題로서 생각하여 追求하는 經營者에게 있어서는 이 책의 大部分이 不適合하지는 않지만 標的으로 되지는 못한다고 생각된다」<sup>8)</sup>고 말하고 있다.

이상의 論調는 會社志向의 目的에 대하여 具體的이고 충분한 批判의 論據를 強力하게 直接 提示하지 않고 回避하고 있는 感이 있지만, 이를 拒否한다는 態度를 表明하고 있는 것을反映하는 것이라고 料된다.

## 2) 株主志向의 目的

E. 소로몬에 의하면<sup>9)</sup> 所有와 經營이 분리된 現代의인 大規模企業에 있어서도 經營者 또는 財務管理者는 株主志向의일 수 있다고 한다. 또한 A. A. 로비체크 및 S. C. 마이어스는 倫理的目標가 企業財務計劃에 대한 制約條件으로 작용하여 財務決定에 影響을 주지만, 企業財務의 目的是 이 倫理的 諸目標를 制約條件으로 하는 株主에 대한 企業價值의 極大化라고 한다<sup>10)</sup>. 즉 이것은 經營者는 자발적으로 株主의 立場을 취하면서 自己의 目的과 同一化를 도모할 수 있다는 것이다. 이와 같이 하여 설정되는 企業財務의 目的是 株主志向의 目的이라고 할 수 있다. 株主志向의 目的을 지지하는 論據는 株式會社所有의 概念과 株式所有者의 財產權을 중요시하는데 있다고 하며, 이로써 株式會社의 財務目的은 株主의 財務利益(配當 혹은 資本利得)의 極大化에 있다고 한다<sup>11)</sup>.

그리고 다른 側面에서 본 것이기는 하지만 株主의 實質的인 權限을 인정하는 입장에서 株主志向目的을 주장하는 見解도 있다. 즉 集團으로서의 株主는 經營者の 業績 또는 成果를 끊임없이 評價하여 經營者の 行態에 壓力を 주어 經營者로서의 固有의 地位로부터 個人으로서의 經營者를 물러나게 하는 權限을 가지고 있다. 이로 인하여 經營者は 自身의 生存 또는 生涯의 所得을 極大化하기 위하여 株主目的과 동일한 方向에서 財務目的을 遂行할 필요성을 가지게 된다.

이와 같이 본다면 궁극적으로는 企業財務目的의 선택은 經營者の 價值判斷의 문체라고 할 수 있다. 經營者行動의 중요한 目的의 하나는 短期 혹은 長期에 전진生存 혹은 存續이

8) A. A. Robichek and S. C. Myers, *op. cit.*, p. 4.

9) E. Solomon, *op. cit.*, pp. 15~17.

10) A. A. Robichek and S. C. Myers, *op. cit.*, pp. 2~4.

11) G. Donaldson, *op. cit.*, p. 117.

다. 만일 經營者가 安定的인 株主配當과 株式의 市場價格의 점차적인 上昇方向으로 管理하지 못하고 所有主의 犠牲下에 經營者自身의 利己的인 富의 極大化만을 추구한다고 하면 그에게는 중대한 事態가 야기될 것이다. 즉 이 경우에는 株主集團의 강력한 權限에 의하여 經營者의 生存 혹은 生涯의 所得目的은 短時日밖에 持續되지 못하게 될 것이다. 이로 인하여 經營者는 富를 상실한 것이며 또한 功績에 흠이 생기는 結果가 된다라고 W. 베라네크 (W. Beranek)는 말하고 있다<sup>12)</sup>. 그러므로 經營者가 長期에 걸쳐서 自身의 生涯의 所得을 持續해서 얻을 수 있으려면, 다음의 세 가지의 點이 유의되지 않을 수 없다고 W. 베라네크는 말한다<sup>13)</sup>.

(ㄱ) 經營者는 株主目的과 同一한 方向의 目的에 따른다.

(ㄴ) 經營者가 장기간 企業에서 生存을 지속하기 위하여서는 단기간의 生存을 달성할 필요가 있으므로 長期生存의 목적은 短期生存의 목적과 일치한다.

(ㄷ) 經營者로서의 個人에 대해서도 長期生存의 지속은 바람직하다.

그리고 株主志向의 目的是 그 달성의 정도가 證券市場의 機構에 의하여 客觀的으로 檢證될 수 있어, 특히 株主志向의 目적이 확고히 設定되어 있는 경우에는 이 機構에 의하여 그 成果를 測定할 수도 있다. 예를 들면 一般大衆에 의하여 株式이 所有되고 있는 企業에 있어서는 그 많은 株主의 각기 相衝하는 利害를 均一하게 조정한다는 것은 困難하므로 擬制로서의 株主目的을 想定하지 않을 수 없다. 이러한 單一의 組織目的을 설정하여 多數株主의 각기의 目的을 測定하려는 것이 소위 證券市場의 機構라고 할 수 있다. 즉 株式의 公開市場은 다음의 두 가지 點에서 經營者에게는 유용하다.

(ㄱ) 證券市場은 企業經營에 不滿足한 株主의 離脫의 수단을 제공한다.

(ㄴ) 證券市場의 株價의 움직임은 經營者의 전반적 業績을 측정하기 위한 가장 유용한客觀的인 指標이다<sup>14)</sup>.

證券市場의 機構는 單一의 組織目的을 設定하는데 기여하며 이 目的으로써 株主持分의 市場價值의 極大化를 들 수 있다. 이와 같이 市場機構는 株主志向目的을 구체적으로 設定할 수 있는 동시에, 기본적으로는 株主志向의 目的을 용인하기 위한 形式的인 根據로 되는 것이다<sup>15)</sup>.

12) W. Beranek, *Analysis for Financial Decision*, 1963, p. 11.

13) *Ibid.*, p. 9.

14) *Ibid.*, p. 11.

15) 베라네크(W. Beranek)는 여기의 株主志向의 目的은 모든 經營者가 追求하여야 할 課題로서 論

## 2. 企業財務의 目的과 企業資本構成의 變遷

우리는 방금 企業財務의 目的을 규제하는 3 가지의 論據에 대하여 吟味하였다. 즉 企業이追求하는 統一的인 類型으로서 倫理的 目的, 會社志向의 目的, 株主志向의 目的 등의 論據는 각기 企業環境의 内部的 및 外部的인 變化에 따르는 歸結이라고 할 수 있을 것이다. 그러나 그 어느 一部의 目的에만 執着한다는 立場에 대하여서는 問題가 되지 않을 수 없다. 종래에 企業財務의 目的을 일반적으로 利益의 極大化에 두고 이것을 企業行動의 原理로 하였으나 그 妥當性에 대하여 오늘날에 있어서는 많은 異論이 提起되고 있다.

E. 소로몬에 의하면<sup>16)</sup> 自由競爭的인 企業體制下에 있어서 所有經營者가 確立된 時代의 利益의 概念은 오직 所有主志向의 概念이었으며, 이것은 오직 所有主에 대한 極大價值의創造와 所有主에 대한 價值配分에만 關聯시키고 생각하는 것이었다. 이런 意味에 있어서의 利益極大化의 原理는 專門經營者의 출현으로 말미암아 오늘날에는 非現實的인 것으로 되었다고 하겠다. 그 理由는 오늘날에 있어서는 古典經濟體制下에서의 所有者的 經營者는 所有主 이외에도 企業과 밀접하게 關係를 가지고 있는 從業員, 消費者, 供給者, 債權者, 政府 등의 利害關係集團의 受託者로서 機能하는 專門經營者에 의하여 그 地位가 代置되게 되었을 뿐만 아니라, 더 나아가서는 企業은 奉仕, 存續, 賣出額, 個人的 滿足 및 滿足스러운 利益이라는 複合目的을 遂行하지 않으면 안되기 때문이다. 이와 같이 企業財務의 目的에 관한 見解가 多義的으로 설정되는 必然性이 있으므로 이것을 一義的으로 定義한다는 것은 매우 어려운 問題이다. 그렇지만 E. 소로몬은 企業의 全體的인 固有의 目的과 企業財務의 目的에 대하여 兩者間의 直接的인 關聯性的 解明을 回避하고는 있지만, 그 適用領域은 狹小하나 利用可能한 財務決定의 能率을 測定하는 尺度로서 收益性(profitability)의 概念을 검토함으로써 企業財務에 있어서의 固有한 目的을 確立할 수 있다고 한다<sup>17)</sup>. 그리고 이와 類似한思考에서 A. A. 로비체크 및 S. C. 마이어스도 企業財務의 目標는 倫理的 諸目標를 制約條件으로 하는 株主에 대한 企業의 極大化<sup>18)</sup>라고 定義하고 있는데, 이것은 倫理的 要請을 制約條件으로 한다는 것으로 그 内面的인 追求와 財務的 決定의 구체성이 論據로 提示되지

及하고 있는 것이 아니라, 이 目的의 經營者에 대한 有用性을 강조하기 위하여 提示하고 있다는 點에 留意할 필요가 있다. 實事 그는 企業財務의 모델의 展開에 있어 이 株主志向의 目的에 限定하지 않고 多元의인 目的을 提示하고 있는 것이다. W. Beranek, Ibid., p. 12. 參照.

16) E. Solomon, *op. cit.*, p. 16.

17) *Ibid.*, pp. 17~18.

18) A. A. Robichek and S. C. Myers, *op. cit.*, p. 3.

않고 있어 애매한 定義라 하지 않을 수 없다.

이상과 같이 企業財務의 目的 혹은 投資決定目的의 内면적인 關聯性을 捨象하는 것은 이 問題를 근본으로부터 解決하려는 接近을回避하려는 태도라고 할 수 있다. 그러므로 財務決定의 기초가 되는 資本構成의 變化에 基因한 企業活動을 究明할 필요가 있다. 즉 資本構成 및 資本市場에 관한 實證的 檢討를 통하여 企業財務目的과 投資決定目的의 内면적인 關聯性을 명확히 함으로써 投資決定論에의 接近方法을 명확히 提示하여야 할 것이다. 이 問題에 대한 接近은 다음의 두 가지의 側面 즉 ① 企業財務의 目的是 企業에 있어서의 財務構成 혹은 資本構成의 變化에 의하여 變質하는가 ② 投資決定의 目的是 期待利益의 質 혹은 確實性의 정도에 따라 서로 다른 規定을 필요로 하는가 하는 點에 대하여 검토하여 보기로 한다.

現代企業에 있어 投資決定을 지도하는 原理에는 앞에서 論議한 바와 같이 두 가지의 對立하는 見解가 있다. 그 하나는 經營者志向目的의 범주에 속하는 것으로 다시 말하면 所有와 經營의 分離를前提로 하고 企業의 投資는 剩餘資金(留保利益)에 의하여 행하여진다고 하는 것이다. 이 見解를 代辯하는 J. R. Meyer와 E. Kuh(J. R. Meyer and E. Kuh)에 의하면 投資需要資金의 調達源泉으로서의 外部資本 및 그 媒介의 役割을 하는 資本市場은 意味가 없다고 한다. 剩餘資金(residual funds) · 留保利益은 所有主인 株主의 危險負擔에 대하여 충분한 報償을 한 후의 것이므로 이 資本은 所有主 및 經營者 이외의 넓은 範圍의 利害關係者集團의 要求와 社會全體의 要求에 순응하여 運用되도록 하여야 한다고 한다<sup>19)</sup>.

그러나 이에 對立되는 見解는 株主志向目的의 범주에 속하는 것이며 所有와 經營의 分離의 설정을 認定하지 않고 있으며 더구나 企業의 投資가 오직 剩餘資金(留保利益)만에 의하여 規制된다는 事實을 인정하지 않고, 企業의 投資는 資本市場을 媒介體로 하여 所有主利益의 極大化가 되도록 決定되어야 한다는 意見이다.

### 1) 剩餘資金論

#### A. 剩餘資金論의 觀點

19世紀 以來 美國에 있어서의 株式會社의 驚異的인 발전 특히 株式分散의 高度化에 의한 經濟力의 集中化 傾向에 대하여 A. A. Berle 및 G. C. Means(A. A. Berle and G. C. Means)는 檢討하고 있다. 그들의 分析에 의하면<sup>20)</sup> 美國에 있어 1930年 1月現在 200個의 大規模

19) J. R. Meyer & E. Kuh, *The Investment Decision, An Empirical Study*, 1959, pp. 190~205.

20) Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, 1932.

非金融會社의 資產合計額은 810 億달라에 달하며 이 金額은 美國의 全體會社資產額의 거의 半을 차지하는 것이다. 이와 같은 現象에서 J. 린트너(J. Lintner)는 다음과 같은 2 가지의 特徵을 指摘하고 있다<sup>21)</sup>. 즉 株式分散의 高度化는 첫째로 所有와 經營의 分離를 促進하여 所有主인 株主로부터 專門經營者에의 支配權의 代替가 이루어지고 있으며, 둘째로 企業의 目的과 行動에 중대한 變化가 起起되는 것을 볼 수 있다고 한다. 여기에서 注目할 만한 것은 둘째의 特徵인 企業目的의 變質과 企業行動의 變化에 관한 것이다. 그 理由는 A.A. 바아리와 G.C. 민스에 의하면 大規模의 非金融會社의 經濟力의 集中을 가능케 한 것은 留保利益의 增大와 그 積極的의 運用에 의존하는 것이라고 하였기 때문이다.

그리고 J. R. 메이어와 E. 쿠우(J. R. Meyer & E. Kuh)에 의한 1946年～1950年的 5年間에 대하여 約 700個의 大小規模會社의 投資要因을 조사한 結論部分에 의하면 다음과 같이 말하고 있다<sup>22)</sup>. 즉 「企業의 投資決定은 우선 寡占市場을 기조로 하는 現代產業의 經濟體制 및 所有와 經營의 명확한 分離傾向을 가지는 大會社, 그리고 더욱이 不完全한 資本市場 및 金融市場의 環境條件下에서 論議되지 않으면 안된다. 그와 같은 環境條件에 있어 둘째로 固定資本과 運轉資本의 投資支出決定은 단기적으로는 營業活動에 의하여 발생한 資金의 純흐름과 配當支給과의 差額 즉 剩餘資金인 留保利益으로서 規定하는 것이妥當할 것이다. 물론 投資量은 剩餘資金과 반드시 一致하는 것은 아니며 그 過不足은 賣出額의 變化에 주로 관계되고 있다. 그 理由는 대부분의 企業에 있어 資本과 產出量 사이에는 일정한 關係를 유지하는 것이 投資政策의 長期目的으로 되기 때문이다. 즉 賣出額의 變화가 어느 정도로 現在의 施設能力에 영향을 주는가에 대하여서도 경하여 考慮되어야 한다고 한다.」

이상은 投資量의 決定에 있어 内部資金의 調達源泉은 그 主要因이 된다는 것이며, 그리고 이 内部資金의 調達에 대한 강력한 選好가 投資量決定의 주요한 要因이 되는 原因으로서, 첫째로 企業이 外部負債를 조달하므로서 발생하는 不利益, 둘째로 歷史的 事象과 制度의 調整이 外部資金의 獲得을 어렵게 하고 또는 그 資本費用을 높게 하는 것, 세째로 專門經營者의 外部負債에 대한 嫌惡 등이 있다고 한다<sup>23)</sup>. 外部資金의 調達에 대한 이상과 같은 여러 가지의 不利益에 대한 더욱 具體的인 예를 다음과 같이 제시하고 있다. 즉 外部負債

pp. 18～19.

21) L. Lintner, *The Financing of Corporations*, chapter 9 in *The Corporation in Modern Society*, ed. E. S. Mason, 1959 pp. 170～171.

22) John R. Meyer & Edwin Kuh, *op. cit.*, pp. 204～205.

23) *Ibid.*, pp. 17～18.

는 고정적인 利子支給의 負擔과 經營者の 方針決定의 裁量權에 대한 介入이 있으며 株式 특히 普通株의 發行은 支配權 혹은 利益의 稀薄化를 가지고 온다. 그리고 더욱이 1930年代에 있어 야기된 株式市場의 봉괴의 衝激은 특정한 優良株를 제외하고 發行市場을 침체 시켜 資本調達源泉으로서 資本費用을 높게 하는 결과를 가지고 왔다. 이와 같은 歷史的事象과 더불어 所有와 經營의 分離에 의하여 專門經營者는 經營者集團의 立場 즉 自己保存을 위하여서도 外部負債에 의한 危險負擔을 무릅쓰는 投資를 회피하게 되고, 오히려 利益의 留保를 통하여 企業을 확장하고 費用을 節減하며 혹은 經營者自身의 地位向上을 통한 企業의 存續이 가능하다는 것이다<sup>24)</sup>. 요컨대 剩餘資金論은 所有와 經營의 分離傾向을前提로 하여 投資決定에 대한 主要因을 留保利益으로 規定하고 있다.

#### B. 剩餘資金論의 檢討

剩餘資金論者에 의하면 留保利益의 增大로 인하여 企業의 投資資金의 所要額은 전적으로 이에 依存하게 되어 과거 半世紀 동안 資本市場으로부터 外部資金을 調達할 필요가 없게 되었다고 한다. 물론 大企業에 있어 所有와 經營의 分離傾向이 현저하고 또한 内部金融의 必要性에 의하여 留保利益의 擴大가 촉진되었다 하더라도, 오늘날의 企業이 전적으로 剩餘資金論이 主張하는 立論에만 입각하여 行動하고 있는가에 대하여 檢討할 필요가 있다. 이를 究明하기 위하여서는 會社의 支配權과 이와 관련이 많은 財務構造의 變화가 剩餘資金論者의 主張대로 實質的으로 움직였는가를 檢討할 필요가 있을 것이다. 더욱 具體的으로 말하면 企業經營活動을 遂行하는 데 있어서 外部負債의 利用度, 留保利益의 設備投資에의 充足度, 資本調達源泉으로서의 資本市場의 依存度를 究明할 필요가 있다.

(ㄱ) 外部負債에 대한 依存度 企業이 資本調達에 있어 外部負債에 얼마나 依存하고 있는가에 대하여 A. A. 베어리와 G. C. 민스가 分析한 當時와 그 前後의 年代에 걸쳐서 檢討하여 본다<sup>25)</sup>.

非金融會社의 總資產에 대한 總負債의 比率은 今世紀의 1.4半期에 있어 대체로 40%~42%의 水準에서 安定되고 있다<sup>26)</sup>. 그러나 이 比率이 1920年代 後半에 있어서는 41%에서 37%로 低下하였는데, 이것을 留保利益의 增加와 旺盛한 株式市場의 活用에 기인한 結果이

24) *Ibid.*, pp. 18~19.

25) L. Lintner, *op.cit.*, pp. 166~201.

26) L. Lintner, *op. cit.*, p. 177. Raymond W. Goldsmith, *A Study of Savings in the United States*, Princeton, pp. 42~81.

었다<sup>27)</sup>. 그 후 1920 年代의 不景氣와 第 1 次 世界大戰後의 好景氣期間에 있어서는 그 變動 幅이 거의 變化하지 않았으나, 1919 年 以後에 이르러서는 急激히 上昇하였으며 1952 年에 서 1955 年에 걸친 好景氣의 期間에 있어서는 그 比率이 44%의 水準에까지 이르렀다. 그러나 단일 未支給費用과 未支給稅金을 이 計算에서 제외하면 1950 年代 中葉의 好景氣期間에 있어서의 負債比率은 1920 年代의 中期와 거의 同一한 水準이었다고 할 수 있다. 非金融會社의 總資產에 대한 總負債의 比率은 과거 30 年 동안에 있어 顯著한 增減의 變化가 없었으며 비교적으로 長期의 安定화의 趨勢에 있었다고 볼 수 있다. 그리고 大規模製造會社에 있어서의 資金調達額中에서 外部負債가 차지하는 比重도 또한 安定的이었다. 즉 1915 年에서 1920 年代의 初中半期까지는 거의 同一한 水準이었고, 1920 年代 後半에서 1930 年代를 통하여서는相當한 程度로 低下하였으나, 다시 第 2 次 世界大戰前까지는 總資金調達額中에서 外部負債와 自己資本의 比重이 거의 같은 水準으로 上昇하고 있으며, 그 후 이 比率은 점차 上昇하고 있다<sup>28)</sup>. 이 사실은 内部金融의 相對的 減少와 비교함으로써 알 수 있다. 즉 巨大製造會社의 内部金融에의 依存度는 1921~1924, 1924~1927, 1926~1929 的 3期間에 있어 각각 79%, 91%, 97% 이 있으나, 1946~1949, 1949~1954, 1948~1953 的 3期間에 있어서는 그것이 68%, 66%, 67%로 減少하고 있다<sup>29)</sup>. 이와 같은 資本構造의 变화는 外部負債의 增大에 의하여 内部金融部分의 相對的 減少를 나타내는 것이며, A. A. 바어리와 G. C. 민스의 假說은 成立되지 않는다는 것을 明示하는 것으로 이해할 수 있다<sup>30)</sup>.

27) Daniel H. Brill, "Financing of Capital Formation" in *Problems of Capital Formation*, Studies in Income and Wealth, Princeton, 1957, pp. 178ff. Brill의 資料는 1952 年까지이고, 이를 資料를 1955 年까지 Lintner가 延長整理하였다.

28) L. Lintner, *op. cit.*, p. 178.

29) 그러나 製造會社는 모든 非金融會社보다도 絶對額에서는 留保利益에 의존하는 程度가 크다. 여기에서는 그 趨勢를 파악하는 것이 첫째 關心이다.

30) A. A. 바어리와 G. C. 민스의 實證對象企業體와 一致하지 않으나, 美國에 있어 1945 年에서 1965 年까지의 社債資本市場의 役割의 擴大量 說明하는 資料를 보면 長期債務가 增加하는 것을 알 수 있

(單位 : 億 달라)

	1945	50	55	60	63	64	65
法人長期債務							
長期債務의 純額	380	600	900	1,390	1,750	1,880	2,060
既發行社債	240	370	580	850	1,000	1,070	1,150

다. 法人的 純長期債務는 減債基金의 額을 差減한 殘額分이며, 發行時에 決定期 滿期까지 1 年以上인 모든 債務, 抵當, 中期借用(擔・貸), 純長期企業間信用을 포함하고 있다. 이 경우 既發行社債의 數字도 매우 重要한 意義를 가지는 것이다. 단 國外에서 所有되고 있는 債券은 除外되고 있

(ㄴ) 擴張資金源泉으로서의 留保利益에 대한 依存度 企業의 内部的 蓄積資金인 留保利益과 設備投資와의 關係를 究明함으로써 A. A. 바어리와 G. C. 민스가 主張하는 바와 같이 留保利益의 利用에 의하여 과연 外部資金의 調達이 必要없게 되었는가를 檢討하여 보기로 한다. 全株式會社(金融會社는 除外)에 있어서 新規投資總額에 대한 留保interest의 比率의 變化는 1897年~1914年에 있어서는 35%, 1946年~1956年에는 39%를 이룩하고 있다<sup>31)</sup>. 그리고 第2次 世界大戰後의 全株式會社(金融業除外)의 留保interest이 占하는 比率의 變化를 세로운 一連의 完全한 統計를 통하여 보면<sup>32)</sup>, 1947年~1951年에는 34%, 1952年~1956年에는 24%, 1957年~1961年에는 17%로 크게 低下하고 있다<sup>33)</sup>. 뿐만 아니라 巨大規模의 製造會社를 中心으로 보더라도 1920年代의 好景氣의 3年間에 있어서는 각각 62%, 84%, 94%로 顯著한 增大傾向이 뚜렷하였으나, 第2次 大戰後의 比率은 57%, 51%, 53%로 低調한 水準을 維持하고 있다. 이러한 趨勢만을 基準으로 하여 바로 企業擴張資金으로서 外部負債에 代身하는 留保interest의 增大가 계속적으로 上昇하는 傾向에 있다고 判斷할 수는 없는 것이며, 또한 所有主와 經營者의 相對的 地位의 變革 및 專門經營者에 의한 會社支配權의 移行을 그대로 認定할 수는 없는 것이다<sup>34)</sup>.

留保interest의 絶對額은 1900年以後 꾸준히 增大하고 있으나, 第2次 世界大戰後의 막대한 投資를 위한 資金需要로 말미암아 新資本調達總額에 대한 그 相對的 比率은 低下하고 있다. 이와 같은 현상은 外部資金에 대한 需要가 相對的으로 增加하는 것을 의미하는 것이다. 즉 1920年代에 있어서의 利子率의 高水準 및 不景氣로 말미암아 企業家가 外部資金을 選好하

다(Herbert E. Dougall and Jack E. Gaumnitz, *Capital Markets and Institution*, 1965, pp. 12~13. 參照).

31) Simon Kuznets, *Capital in the American Economy; Its Formation and Financing*, 1961, p. 246 및 p. 278.

32) 戰後의 세로운 一連의 統計資料를 完全이라고 하는 것은 S. Kuznets 등의 統計가 流動資產統計가 없는데 대하여, 이 세로운 統計가 이를 포함한 總資本運用統計를 정비하고 있음을 가리킨다. 그러므로 S. Kuznets 등의 統計와 戰後의 세로운 統計와는 이 資料를 단순히 比較는 할 수 없다. 세로운 統計資料에 있어서는 比率數値가 S. Kuznets 등의 統計보다 緊少되고 있다.

33) *Survey of Current Business*, September 1957, p. 12. ibid., October 1959, p. 15, ibid., November 1961, p. 18 및 p. 21.

34) J. Lintner, op. cit., p. 181. 減價償却을 포함한 内部資金源泉의 相對的 比重은 장기적으로는 增大傾向을 표시하고 있다(Survey of Current Business 즉 註 33의 資料에 의하면 減價償却의 比率은 1947~1951에는 22%, 1952~1956에는 38%, 1957~1961에는 49%). 이런 점에서는 外部資金의 相對的 比重이 低下되었다고 볼 수 있겠으나, 이것이 장래에 있어 계속적인 傾向이라고 判斷하는 데 있어서는 다음과 같은 限界가 있다. 즉 純粹留保interest의 比率은 계속 增大傾向에 있지 않으며, 減價償却費의 增大도 企業全體의 資本調達源泉으로서 限界가 있다고 할 수 있다.

지 않았으나, 1930年代後期에 와서는 巨大製造會社의 資產擴張의 必要에 의하여 外部資金調達이 활발히 행하여졌다. 그 후 第2次世界大戰後의 1949년까지는 流動資產의 蕩積部分이 擴張資金으로 이용되었기 때문에 外部負債의 依存度가 低下되었다. 그러나 1948年～1953年 및 1953年～1957年에 걸쳐서 全非金融會社에 있어 外部負債資金調達額이 크게 증대하였으며, 특히 經營者支配가 뚜렷하게 나타나게 보였던 200個의 巨大會社에 있어서도 外部負債가 증대하고 있다는 것은 注目할만한 事實이다<sup>35)</sup>.

(二) 調達資本의 資本市場에의 依存度 A. A. 바어리가 그 후의 새로운 著書에서 강조하는 命題는 非金融會社에 있어 内部資金에 대한 依存度가 증대하고 있을 뿐만 아니라, 企業이 外部의 資本市場에 대한 依存으로부터 해방되고 있다는 것이다<sup>36)</sup>. 前者の 命題는 比較可能한 條件에서 内部資金과 外部資金에 대한 相對的 依存度의 安定性에 의하여 反證할 수 있었으나, 後者の 命題는 따로 吟味되지 않으면 안된다. 그 理由는 이 全體的인 安全性(内部資金과 外部資金)을 外部資金의 混成과 不可分의 關係가 있기 때문이다. 특히 이 전체적인 安定性은 新株發行의 資本市場에 대한 依存의 必然性이 否定되기 때문에, 이 命題는 얼마간 根據가 있다고 하겠다. 公益事業과 같이 資本集約度가 높은 產業에 있어서는 新株發行에의 相對的인 依存度의 감소가 없었으나, 製造產業 및 非金融會社全體에 있어서는 總資本調達額과 總外部資金調達額에 대한 證券發行(普通株式, 社債, 擔保附長期借入金, 期限附借入金을 포함)의 상대적 重要性이 현저히 減少되고 있다<sup>37)</sup>. 그 주요한 理由는 아마도 法人稅率의 高은 水準, 즉 營業利益이 增加하는데 따라 納稅充當金(利子의 損金算入이 허용되는 資金——interest-free funds——)이 自動的으로 增加하는데 있다. 製造業에 있어서도 또한 적어도 納稅充當金을 제외하고 短期負債가 현저히 增加하고 있다<sup>38)</sup>.

요컨대 總外部資金調達에 대한 依存度가 비교적 安全的인 경향에 있는 反面에 納稅充當

35) L. Lintner, *op. cit.*, p. 183.

36) A. A. Berle, Jr., *The Twentieth Century Capitalist Revolution*, 1954, pp. 35～40. L. Lintner, *op. cit.*, p. 184～185.

37) Raymond W. Goldsmith, *op. cit.*, p. 322. D. Creamer, S. Dovrovolsky & I. Borenstein, *op. cit.*, p. 24. L. Lintner, *op. cit.*, p. 185.

38) D. Creamer, S. Dovrovolsky & I. Borenstein, *op. cit.*, pp. 51～55. L. Lintner, *op. cit.*, p. 185. 短期借入金의 증가에는 銀行借入金(bank loans)이 統計上 美國에서는 포함되고 있다. 텁·론(term loans)인 銀行借入金의 債還期限은 보통 1年 이상 15年 이내의 分割償還이며, 債還期限이 5年 이내의 것은 약 50%이고, 10年 이내에 債還되어야 할 것이 약 2%이며 텁·론의 平均償還期間은 약 5年으로 推定되고 있다. 이러한 借入金은 그 性質上 中期借入資本 혹은 長期借入金에 포함되어야 할 것이다.

金의 높은 水準 및 相對的으로 더욱 매력적인 短期的인 資金源泉의 增大에 의하여 新株發行市場에의 依存度가 현저히 減少되었다고 할 수 있다. 그러나 이러한 몇 개의 理由로 말미암아 傳統的인 株式의 發行市場에의 依存度가 상대적으로 약간 감소되었다고 하여서 今後에도 계속 그러한 傾向이 繼續한다고 速斷하는 것은 어리석은 일이다. 다시 말하면 發行市場의 상대적 依存度가 減少되었다 하더라도, 이것은 여전히 企業擴張資金을 총족하는 主要한 資金源泉市場이라는 데에는 變化가 없다<sup>39)</sup>.

發行市場이 企業擴張을 위한 주요한 資金源泉으로서의 機能을 하고 있다는 점에 대하여 살펴보기로 한다. A. A. 바어리와 G. C. 민스가 말하는 「資本市場의 統制力으로부터의 解放(freedom from the constraints of the capital markets)」은 企業이 그들의 調達資金利用源泉으로서의 發行市場機能에의 依存度로부터 벗어난다는 것을 意味할 것이다. 결국 資本市場機能은 經濟分析에 의하면 利用可能한 資源을 社會的으로 유익한 用途에 활용하는 것을 保證하는 것인데, 그 效率性은 實際에 있어 意思決定者가 市場의 需給面에 대하여 어느 정도 反應을 나타내는가에 依存한다. 즉 供給者는 稀少한 資源을 利益이 적은 用途로부터 더욱 有利한 用途로 移轉시키는 동시에 需要者는 같은 條件이라면 相對적으로 低廉한 供給源泉을 선택해서 사용하게 된다. 그러나 A. A. 바어리와 G. C. 민스의 論調에 따르면 所有와 經營의 分離의 現狀에 의하여 株主의 壓力으로부터 經營者의 地位가 점차적으로 自由로이 되면, 專門經營者는 資本費用이 低廉한 外部資金을 利用할 필요가 없게 된다고 한다. 그렇지 만 이와 같은 主張은 歷史的 및 客觀的인 證據에 의하여서 보면 그妥當性이 없다는 것이 反證된다.

第2次 世界大戰後의 經驗에 의하면 戰後 5年間인 1946年～1949年에 있어서는 社債收益이 類例없을 정도로 낮은 反面에 株式資本의 費用은 높았기 때문에, 株式發行에 의한 非金融會社의 總外部長期資金調達額의 25%를 차지하는데 지나지 않았었다. 그러나 1950年

39) L. Lintner, *op. cit.*, p. 185. 美國에 있어 1945年에서 1965年까지의 株式資本市場役割의 擴大를 说明하는 資料에 의하면 市場價值로 評價된 法人株式이 增加하고 있는 것을 알 수 있다. 法人株式 (單位: 億달라)

	1945	50	55	60	63	64	65
法人株式(市價) : 上場株	+	1,110	2,390	3,350	4,410	5,070	5,700
非上場이나 去來많은 株	+	+	450	690	1,070	1,010	1,300

의 數字는 會社間의 株式의 相互保有額을 포함하고 있는 點에서 不正確하며 또한 非公開會社의 株式의 價值를 除外하고 있다(H. E. Dougall and Jack E. Gaumnitz, *op. cit.*, pp. 12～13 參照).

에 利子率이 上昇하고 新株式에 대한 資本費用이 株式市場의 好況과 더불어 低廉하게 되면 서부터 株式發行의 純對額 및 比率도 확대하여 1955年~1957年에 있어 全長期資金調達의 43%를 차지하게 되었다. 이것 외에도 納稅充當金을 제외한 短期性負債의 증가는 企業經營者로 하여금 상대적인 資本費用, 危險 및 借入條件에 관심을 갖지 않을 수 없게 하였다. 또한 비록 經營者의 支配權이 株主集團에 비하여 증대하더라도 客觀的 事實로 미루어 보아 企業은 今後에 있어서도 株式市場을 擴張資金調達의 주요한 源泉으로 간주하지 않을 수 없을 것이며, 더욱이 經營者가 資金調達의 決定에 있어 證券市場에 있어서의 各源泉의 상대적 資本費用과 新規發行條件에 대하여 충분한 고려를 하여야 한다는 것이다.<sup>40)</sup>.

40) L. Lintner *op. cit.*, pp. 189~190. 1955年에서 1965年까지의 各年度末에 있어서의 既發行法人株式에 관한 資料는 이와 같은 意味를 갖게 한다. 모든 法人株式의 價值는 聯邦準備局의 資金循環表 (單位 : 10억 달라)

	1955	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65
全株式의 價值	309	329	290	405	438	434	551	484	572	655	740
上場株의 價值	239	254	224	313	338	335	426	374	442	507	570
去來多量의 上場株의 價值	45	46	44	59	66	69	105	90	107	111	130
去來少量의 上場株의 價值	25	29	22	33	34	30	20	20	31	37	40

에서, 또 上場株의 價值와 300人以上의 株主가 있는 非上場會社株式의 推計值는 證券去來委員會의 報告로부터 利用한 것이다.

다음은 企業金融에 있어서의 普通株・優先株의 利用度의 變化와 社債와를 比較한 株式의 重要度를 나타낸 資料로서, 1955年~65年에 있어서의 新資金 및 借換을 위하여 現金賣却된 美國의 新證券의 總額을 나타낸 것이다. 이 數字에는 公募와 私募가 포함되고 있다. 1957年에서의 社債資金調

(單位 : 億 달라)

	1955	56	57	58	59	60	61	62	63	64	65
社債(擔保附 및 非擔保)・여음	74	80	100	97	72	81	94	90	109	109	137
優先株	6	6	4	6	5	4	4	4	3	4	7
普通株	22	23	25	13	20	17	33	13	10	27	16
合計	102	109	129	116	97	102	131	108	122	140	160

達의 急上昇은 企業利益의 減少와 普通株價의 弱勢를 反映한 것이다. 1958年的 景氣後退기에 新規普通株에 의한 資金調達은 減少하였다. 1959年은 實質의 으로 經濟回復으로 株價가 크게 上昇하였다. 社債에의 資金調達은 다소의 增減現象을 계속하고 있고 株式은 資金源泉으로서 매우 魅力의 인 것으로 되고 있다. 1961년에는 일반적인 好況에 의하여 株式價格의 上昇으로 全體로서 資金調達額을 刺戟하였고 또한 新株發行도 大幅의 으로 增加하였다. 1962年에는 以前의 上昇幅과 맞먹는 下落現象이 나타나, 株式市場의 損失을 크게 하였다. 이러한 現象은 1963年까지 持續되었는데 이

이상의 A. A. 바어리와 G. C. 밀스의 3 가지의 假說에 대한 檢討를 요약하면 다음과 같다. 첫째로 設備의 擴張投資資金을 전적으로 内部金融 특히 留保利益에 依存한다는 主張은 歷史的 및 客觀的 事實로 비추어 보아 그妥當性이 인정되지 않는다. 長期的으로는 内部資金에의 依存度가 비교적 安定化의 경향에 있는데 비하여 (內容的으로는 減價償却費는 상대적으로 증대하고 留保利益은 감소하는 경향에 있었다), 外部資金을 安定化의 경향을 지속하는 것은 물론 오히려 현저히 增大하는 趨勢에 있음을 확인할 수 있다.

둘째로 장래에 있어서도 企業資金 특히 擴張資金을 資本市場에 依存하지 않을 수 없는 동시에 오히려 企業은 資本市場의 制約에 의하여 資本調達方法이 規制된다고 할 수 있다.

끝으로 여기에서 究明하려고 하는 中心課題 즉 所有와 經營의 分離傾向에 기인하는 企業의 営利目的의 否定은 歷史的 및 客觀的 事實에 비추어妥當性을 갖지 못하며, 오히려 資本市場을 통하여 株主에 대한 利益의 極大化를 指向하는 것이 企業의 行動原理로 되지 않을 수 없다.

요컨대 企業은 資本市場의 統制로부터 解放되지 못할 것이며, 또한 自由企業 혹은 市場經濟社會에 있어서 收益性과 賣出額의 증대는 投資支出의 가장 지배적인 決定要素라고 할 수 있으며, 더구나 物的 資產의 擴張과 新規投資는 外部資本市場의 制約에 의한 相對的 收益性과 밀접한 關聯을 가지고 있다<sup>41)</sup>. 여기에서 外部資本의 市場依存(market criteria) 혹은 市場制約을 力說하는 것은 앞에서 언급한 바와 같이 資本調達의 경우 상대적인 資本費用의 차이와 資本市場에 있어서의 株主의 合理的인 行動을 전제한 市場의 作用을 고려할 필요가 있기 때문이다. 이와 같은 企業의 行動原理 혹은 株主에 대한 利益의 極大化原理는 客觀的 事實에 의하여 확인되며 또한 企業의 営利目的(혹은 收益性目的)과 投資決定과는 有機的 關聯性을 가지고 있다는 것을 알 수 있다.

## 2) 株式投資價值의 極大化論

企業財務의 行動原則 또는 投資決定을 규제하는 指導原理로서 利益의 極大化行動을 假定할 수 있으나, 이 原理는 企業의 投資決定 또는 財務的 決定을 지도하는 客觀的 判定基準으로서 반드시 適切한 것이 아니라고 하는 主張이 있다. E. 소로몬은 이에 대한 不適切한 原因으로서 다음의 3 가지를 指摘하고 있다<sup>42)</sup>. 첫째는 利益의 極大化概念은 그 意味 및

것은 資金을 内部源泉으로부터 調達하려는 契機를 反映하는 것이기도 하다(H. E. Dougall and Jack E. Gaumnitz, op. cit., pp. 118~121 參照).

41) G.D. Bondenhor, *Investment and the Price System, in the Relationship of Price to Economic stability and Growth*, Joint Economic Committee, 85 Cong., March, 31, 1958, pp. 335 ff.

內容이 不正確하다. 그 理由는 그것이 長期 혹은 短期의 利益極大化인지 또는 自己資本利益率 혹은 總資本利益率의 極大化인지 애매하다. 둘째는 利益極大化에 있어서의 難點은 時期가 다른 利益을 발생하는 2 가지의 行動方向의 어느 쪽을 결정하는가에 도움을 주지 못한다. 세째는 利益極大化의 問題點은 期待利益의 質을 무시하고 있는 점이다. 여기에서 質이란 利益이 期待되는 確實性의 정도를 의미한다.

그리고 D. 듀란드(D. Durand)는 企業의 行動原理인 利益極大化의 目的을 적극적으로 肯定하기는 하나, 과연 이것이 投資決定을 지도하는 具體的인 基準으로서 適切한가의 여부에 대하여는 疑問을 표시하고 있다<sup>43)</sup>. 그에 의하면 非金錢的 動機를 제외하면 利益이 變化한다고 期待되는 狀況에 있어서는 利益極大化의 基準은 무의미하게 된다고 한다<sup>44)</sup>. 예를 들면 A, B, C의 3 가지 投資計劃案에 있어, <表 I-1>에서와 같이 각각 年利益이 기대된다고假定한다. 投資計劃案 A와 B는 初年度부터 同額의 利益이 각각 발생되고 있는데 대하여, 投資計劃案 C는 3 年度부터 同一額의 利益이 발생하고 있다. 投資計劃案 B는 A 보다 有利하고 投資計劃案 C는 A 보다 有利하다. 그러나 投資計劃案 C는 投資計劃案 B보다 有利한가에 대하여는 判斷하기가 困難하다. 이 경우 割引率 혹은 時間選好의 指標가 이용된다든

&lt;表 I-1&gt;

投資計劃案의 利益

	1年	2年	3年	4年
A	\$ 6,500	\$ 6,500	\$ 6,500	\$ 6,500
B	10,000	10,000	10,000	10,000
C	7,000	9,000	10,500	10,500

&lt;表 I-2&gt;

B·C 投資案의 割引價值

	B	C	C-B
7%	\$ 142,857	\$ 144,514	\$ 1,657
8	125,000	125,832	832
9	111,111	111,314	203
10	100,000	99,711	-286

가 그리고 利益極大化의 基準이 修正된다면 判定上의 難點은 解決될 수 있을 것이다. 즉

42) E. Solomon, *op. cit.*, p. 19.

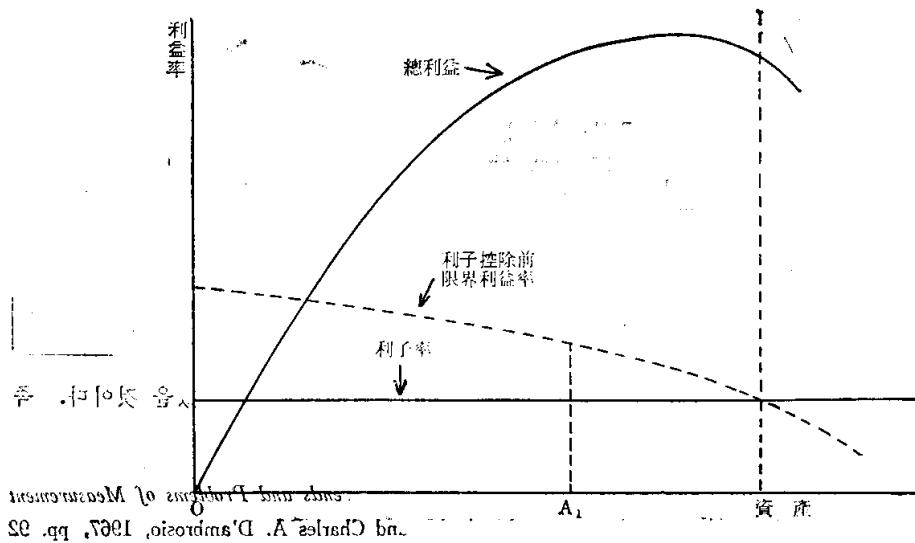
43) David Durand, *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement in the Theory of Business Finance*, ed., Stephen H. Archer and Charles A. D'ambrosio, 1967, pp. 92 ~124.

44) *Ibid.*, p. 94.

〈表 I-2〉에서와 같이 4 가지의任意의割引率에 의하여投資計劃案 B는 10%의割引率,投資計劃案 C는 9%의割引率以下의水準에서는有利하다. 그러므로利益極大化的基準이投資決定을 지도하는基準으로서有效하게되려면利益實現의期間이長期的이며또한각기의實現利益이均等하지않은경우에는適切히修正될必要가있다. 그렇지못한경우에는이것을investment決定을지도하는基準이될수없다고할것이다. 즉 D. 듀란드(David Durand)는企業의investment決定의目的이利益의極大化로부터期待利益의割引價值(discounted value of expected income stream)를 의미하는investment value의極大化基準으로발전적으로移行한다고한다<sup>45)</sup>.

investment value極大化的基準에의하여企業investment決定이어떻게행하여지는가를究明하기전에먼저傳統的인企業의investment理論에 대하여論及하여본다. 즉傳統的인理論에의하면interest極大化的基準에의하여企業의擴張investment는資本의限界interest率이利子率과均等하게될때까지持續된다고主張한다. 〈圖 I-1〉에의하면<sup>46)</sup>投資의限界interest率曲線은企業의interest이높은investment計劃에서순차적으로採用하여갈때,投資量의증가에따라下降하는曲線으로나타나며한편利子率은一定하므로水平的으로나타나는데, 이兩曲線이一致할때까지investment하면總interest은極大로된다고하는것이다. 즉  $A_1$ 까지investment한경우의interest은縱軸과限界interest率曲線,  $A_1$ 에이르는垂直線,利子率曲線의內部面積에의하여표시되고, 단일限界

〈圖 I-1〉 投資理論의 性格



45) Ibid., p. 94~95.

46) Ibid., p. 95~97.

利益率曲線과 利子率線이 交叉하는 點까지 投資를 확대하는 경우의 面積이 極大로 된다는 것은 分明하다. 이 面積의 크기를 投資量에 관係시켜서 圖示한 것이 總利益曲線이다.

그러나 이 傳統的인 理論은 다음의 2 가지 점이 現實的으로 充足되지 않는다면 無意味한 것이다<sup>47)</sup>. 즉 첫째는 限界投資가 實現시키는 利益의 크기가 장래의 各年度에 있어 一定하여야 한다. 둘째는 이러한 利益發生이 每年 確實하게 豫測可能하여야 한다. 그 理由는 限界利益率曲線은 限界投資가 發生시키는 將來利益의 算術平均值를 投資額과의 比率로 나타낸 것이므로 장래의 利益이 每年 一定한 것으로 하여 計算되었기 때문이다. 만일 實現利益에 變動이 생기고 그 利益의 實現이 不確實(uncertain)한 경우에는 먼저의 總利益曲線은 期待總利益의 投資價值 혹은 割引價值를 나타내는 曲線으로 代替되어야 할 것이다. 그리고 自己資本만에 의하여 投資되는 경우에는 문제되지 않으나, 他人資本을 이용하여 投資하는 경우에는 그 負債에 대한 利子率도 병동적이라 볼 수 있으며 또한 資金借入에 의하여 發生하는 不可避한 追加의 危險에 의하여 반드시 期待利益이 確實하게 發生한다고 할 수 없다. 傳統의 投資理論 즉 <圖 I-1>을 修正하기에 앞서 他人資本의 調達利用에 의하여 수반되는 危險<sup>48)</sup>에 대하여 檢討하여 본다<sup>49)</sup>.

예를 들면 어느 會社가 每年 80 萬달라의 利益(8%의 利益率)이 기대되는 投資計劃을 고려하고 있고 그 擴張資金을 4%의 社債發行에 의하여 충당한다고 한다. 이 投資計劃의 利益率은 利子率의 2倍이므로 探算上 유리하게 보이나 이 長期負債의 조달에 의하여 각종의 문제가 發生한다. 가령 이 巨額의 長期負債의 借入에 의하여 期待利益이 實現된다 하여도 負債의 償還時期까지의 몇年 동안의 配當은 減額된다는 것도 豫想되며, 또한 만일 利益이 激減하게 된다면 會社의 財務狀態는 위험에 직면하게 될 것이다. 이와 같이 長期負債에 의한 投資가 小幅의 期待利益을 實現하여도 이것은 企業所有主의 投資價值의 減少를 가지고 오므로 追加의 危險을 報償하기에 충분한 것은 되지 못한다. 그러므로 新規投資의 利益率이 負債의 利子費用을 上廻하여도 負債調達에 수반되는 危險이 投資案의 채용을 거부하게 하는 作用을 할 수 있는 것이다. 事例에서와 같이 8%의 利益率을 發生시키는 投資

47) *Ibid.*, p. 97.

48) 보통 借入資本의 資本費用은 留保利益이나 新株發行의 경우보다 복잡하다. 즉 借入資本은 契約上の 資本費用과 追加負擔의 資本費用으로 구성되기 때문이다. 借入資本에 대하여는 定期의 利子負擔을 지는 외에, 追加의으로 이에 따르는 諸危險 즉 普通株 1株에 대한 利益의 減少라든가 혹은 더욱 变動한다든가 하는 經營上の 危險의 증가로 發生하는 追加負擔資本費用(additional imputed cost)이 發生한다.

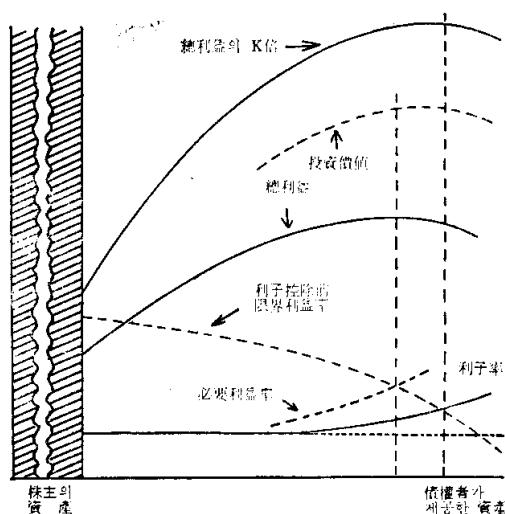
49) David Durand *op. cit.*, p. 97~99.

機會는 그半의 利子率로 借入하는 調達機會를 거부하는 것이다. 그러나 8%보다 高率의 利益率이 期待되는 投資計劃은 負債調達에 수반되는 追加的인 危險을 보상할 수 있으므로 채용될 수 있을 것이다. 즉 追加的 危險을 보상하기에 충분한 利益率은 投資計劃案의 채용에 있어 基本條件이 되는 것이다.

이 必要利益率(required rate of return)은 어느 意義에서는 企業의 費用으로 생각되나, 이것은 現金支出費用(out-of-pocket cost)이 아니고 일종의 機會費用(opportunity cost) 즉 新規投資가 株主에게 實體적으로 不利한 損失을 주지 않고 얻지 않으면 안되는 最小限度의 利益率(required minimum rate of return)이다. 이 必要利益率은 일반적으로 資本費用(cost of capital)이라고도 한다. 이 必要利益率이 投資計劃案의 採用의 여부를 결정하는 拒否率이라고 하면 이 必要利益率과 投資價值와는 어떠한 關聯을 갖는 것인가를 究明할 필요가 있다. 즉 이것은 D. 뉴란드가 傳統的인 投資理論의 利益率法의 接近方法을 비판하고 이에 대신하여 投資價值極大化의 主張을 提示하는 실마리가 된다<sup>50)</sup>.

〈圖 I-2〉는 〈圖 I-1〉과 비교하여 다음의 4 가지 점에서 다른 內容을 포함하고 있다. 첫째는 限界利益率, 利子率, 總利益의 曲線은 동일하나, 左側의 斜線部分은 株主自身이 企業에 공급한 資產을 의미하고 또한 이것은 他人資本을 조달하여도 一定하다고 假定되고 있다. 이 株主의 資產은 利益을 발생시키므로 總利益을 나타내는 曲線은 負債가 없을 때에도 이보다 훨씬 높다.

〈圖 I-2〉 投資理論의 修正



50) Ibid., pp. 100~102.

둘째는 利子率線은 水平을 이루다가 어느 時點부터 上向으로 움직이고 있다. 그 理由는 어느 限度 이상으로 多額의 負債을 조달하는 企業은 이에 수반되는 財務上의 危險을 債權者에게 負擔시키는 것이 되므로, 이것은 報償할만큼의 利子를 支給하지 않으면 안되기 때문이다. 이 利子率曲線은 限界利子率曲線(marginal interest curve)이라고 한다. 이 限界利子率曲線은 限界利子率이 限界利益率과 均等하게 되는 때에 總利益은 極大化된다는 것이다.

세째는 圖示하바의 總利益의 K倍라는 曲線이 있다. 이것은 總利益을 一定率 K로 資本化한 價值(capitalized value)를 나타내는 曲線이다. 이 曲線은 負債의 調達에 의하여 企業의 所有主에게 危險을 수반하지 않는다면 企業의 投資價値를 나타내게 되는 것으로 總利益曲線의 極大點이 되는 동일한 投資量에서 極大點에 도달한다. 그러나 負債가 증가하는데 比例하여 危險이 증가하면 이 점을 고려하여 總利益을 더 높은 率로서 資本化하지 않으면 안된다. 이로 인해서 投資價値를 나타내는 曲線은 總利益의 K倍를 나타내는 曲線과 일치하지 않고 약간 下廻해서 먼저 極大點에 도달되고 있다. 이 점이 最適擴張點(point of optimum operation)이며, 企業이 이 點을 넘어서 投資를 擴大하면 企業은 더 많은 期待利益을 올릴 수 있을지 모르나, 그 過程에 있어 不當하게 危險을 부담하게 되어 株式의 市價(market value of stock, 投資價値)가 下落하게 될 것이다.

네째는 必要利益率曲線은 負債를 조달한 경우 普通株의 投資價値——株主의 純現在價値——가 下落하므로, 이것을 유지하기 위하여 올리지 않으면 안되는 最小의 必要利益率을 나타내는 限界曲線이다. 이와 같이 D. 듀란드는 負債를 조달하는 경우 단지 그 資本費用만을 보상하는 정도의 利益만으로는 不充分하므로 投資價値의 下落分을 보상하기 위하여 약간 높은 水準의 利益率을 필요로 한다고 한다. 이 曲線은 最適擴張點에서 限界利益率曲線과 交叉한다. 즉 이 點에서 左邊에서의 追加的 投資는 必要利益率보다 높은 利益을 올려 投資價値를 上昇시키는데 대해서, 이 點에서 右邊에서의 追加的인 投資는 必要利益率보다 낮은 利益밖에 올리지 못하므로 投資價値는 下落하게 된다. 따라서 投資價値는 必要利益率과 利子控除前의 限界利益率과의 交叉點에서 極大化되어 결국 이 點에서 最適投資量이 결정되게 된다. 그러므로 最適投資量의 決定을 지도하는 것은 利益極大化의 原理가 아니고 投資價値極大化의 原理에 의한 것이라고 할 수 있다. 投資決定에 중요한 역할을 한 것은 必要利益率 혹은 資本費用曲線이며, 이것은 利益을 資本化하기 위하여 사용되는 方法에 의존하고 있는 것이다. 利益을 資本化하는 방법 가운데 한 方法에 의하면 必要利益率曲線은 借入金이 전혀 없는 點에서 利子率曲線과一致하나, 다른 方法에 의하면 必要利益率曲線은 언

제나 利子率曲線의 위에 위치하고 있다. 이들 서로 다른 방법으로 말미암아 企業價值에 대한 評價論의 對立으로 발전하게 되는 것이다. 이에 대하여서는 다음 章에서 검토하기로 한다.

요컨대 投資決定의 目的은 實現利益의 時期 및 期待利益의 質 즉 期待利益의 不確實性을 고려하게 되면 利益極大化의 原理에서 株式投資價值의 極大化原理로 移行되어야 한다는 것을 理解할 수 있을 것이다.

## II. 企業價值의 評價와 配當關係說

企業에 있어서의 企業財務 및 投資決定의 目的이 株式投資價值의 極大化에 있다는 것을 앞의 章에서 論證하였다. 이 投資價值를 規定하는 基準이 되는 要因이 어떤 것인가를 究明하는 것은 投資決定에 있어 매우 重要的 課題이다. 오늘날 株式投資價值 혹은 持分의 價值를 規定하는 要因에 대하여 서로 對立되는 主張이 거듭되고 있는데, 이것은 研究者들이 設定하는 前提가 서로 相異한데에 基因한다고 하겠다. 이 경우 相異한 前提란 企業의 資本構成에 있어 負債가 存在하지 않는 경우의 株價의 規定과 負債의 레버리지作用이 株價에 미치는 影響을 究明하기 위한 모델의 設定이 서로 다르다는 것을 말한다.

먼저 企業의 資本構成에 있어 負債가 存在하지 않는 경우의 企業價值의 評價에 대하여 考察하기로 한다. 利益說에 의하면 株價는 다른 事情에 變化가 없는 限 配當과는 관계없이 利益의 函數로서 規定된다고 한다. 利益說의 代表的인 論者라고 할 수 있는 F. 모디그라니 및 M. H. 밀러(Franco Modigliani and Merton H. Miller)의 다음과 같은 말에 의하여 그들이 利益說을 主張하고 있다는 것을 確信할 수 있다. 즉 「經營者가 주로 株主의 利益을 極大化 할 수 있도록 하기 위하여 行動한다고 假定하는 限에 있어서는, 留保利益은 普通株에 대하여 全額納入된 權利附의 增資와 같은 것으로 볼 수 있다. 그러므로 當面의 目的을 위하여서는 어느 時期에 있어 利益의 흐름을 現金配當과 留保利益으로 어떻게 區分할 것인가 하는 것은 단순한 하나의 詳細한 說明에 지나지 않는다」<sup>51)</sup> 하는 것이다. 이에 대하여 다른

51) Franco Modigliani and Merton H. Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and The Theory of Investment", *American Economic Review*, XL VIII (June, 1958), reprinted in Stephen H. Archer and Charles A. D'ambrosio 1967, p. 129. 利益說을 主張하는 論者는 F. Modigliani and M.H. Miller 이외에도 E. Solomon, *Measuring a Company's Cost of Capital*, *Journal of Business*, Oct., 1955. J. Dean, *Capital Budgeting*, 1951. J. Fred Weston, *The Management of Corporate Capital, A Review Article*, *Journal of Finance*, April, 1961 등이 있다.

對立되는 見解로서는 B. 그라함, D. L. 도드 및 S. 코틀(B. Graham, D. L. Dodd and S. Cottle) 등이 있다. 그들에 의하면 일반적으로 容認된 投資價值의 理論에 있어서는 配當의 主要한 役割에 대하여 完全하게 論述되고 있다. 즉 그 理論에 있어서는 普通株의 價值는 將來에 있어 支給되는 配當全部를 각각 現在價值로 割引하여 合計한 것이라고 說明되고 있다고 한다<sup>52)</sup>. 그리고 配當說의 代表的 論者인 M. J. 골든(Myron J. Gordon)에 의하면 다른 事情에 변화가 없다면 株價는 配當의 函數라고 한다. 그러므로 利益 및 投資는 配當의 흐름을 規定하는 意味만을 갖는 것이라고 主張한다. 즉 配當 및 配當性向이 持分의 價值와 資本費用에 중대한 영향을 주는 것이라고 主張하고 있는 것이다<sup>53)</sup>.

다음에 다른 側面에서 企業의 資本構成에 負債가 存在하는 경우의 持分價值의 評價에 대하여도 D. 듀란드는 純營業利益說(net operating income)과 純利益說(net income)이 있다고 한다<sup>54)</sup>. 純營業利益說은 資本市場은 企業全體의 純營業利益을 資本化하므로, 이 全體企業의 市價에서 負債의 市價를 공제하면 持分의 市價를 결정할 수 있다고 하는 것으로, 이 說은 負債와 持分價值의 合計가 負債의 比率과 관계가 없다고 主張하는 것이다. 이 評價論에 對立되는 純利益說에 의하면 企業持分의 評價는 純利益(減價償却費, 稅金, 利子 등을 控除한 후)의 資本化에 의하여 求하여진다고 主張한다. 그러므로 이 說에 의하면 企業의 總價值는 持分價值와 負債의 市價의 合計와 一致하게 된다고 한다.

이들 評價論의 기본적인 差異는 營業利益과 投資量을 일정하다고 하면 資金調達方法의 選擇에 대한 基準이 서로 다르다는 데에 있다고 생각할 수 있다. 먼저 純營業利益說에 의하면, 利子發生에 의한 純利益의 減少와 負債의 증가에 따르는 持分에 대한 危險의 增加가 수반하는 割引率의 增大는 新規負債의 市價에 꼭 均等한 額의 정도로 持分價值를 減少시키

52) B. Graham, D. L. Dodd and S. Cottle, *Security Analysis: Principles and Techniques*, 4th ed., 1962, pp. 480~481.

53) Myron J. Gorden, *The Investment, Financing and Valuation of the Corporation*, 1962, p. 45. 配當說을 주장하는 論者로서는 James E. Walter, *Dividend Policies and Common Stock Prices*, Journal of Finance, March, 1956. J.B. Williams, *The Theory of Investment Value*, 1938 등이 있다. James T.S. Porterfield는 配當政策이 株主의 富에 影響을 미치는 條件으로서 다음과 같은 事項을 예로 들고 있다. (1) 現在의 配當支給이 將來의 配當에 관한 市場의豫測에 영향을 미치는 경우, (2) 株價形成에 이와 같은 將來의 配當에 대한 市場割引率이 現在의 時點에서 보아 가까운 配當과 먼 配當에 있어 相異한 경우, (3) 配當支給이 投資政策에 영향을 미치는 資金分配의 狀態에 있는 경우, (4) 資本利得(capital gain)과 經常的 所得에 대한 課稅效果가 相異한 경우, (5) 配當支給과 그를 위한 資金調達이 企業의 資本構成을 變化시키는 경우 등이다.

54) David Durand, op. cit., pp. 103~104.

게 된다. 그러므로 이 說에 있어 最適資本構成은 課稅效果를 無視하게 되면 성립되지 않는다. 이에 대하여 純利益說은 純利益의 減少와 危險의 增加는 負債의 調達額 혹은 負債比率이 다음에 따라 持分의 市價를 減少시키게 된다. 그러므로 負債比率은 課稅效果를 무시하여도 株式持分의 市價에 현저한 差異를 가지고 오게 되어, 一定한 投資量에 대한 負債의 最適依存度가 存在한다고 볼 수 있다. 이들 純營業利益說과 純利益說의 概念과 兩者間의 見解에 대하여는 다음 章에서 具體的으로 論議하기로 한다.

이곳에서 우리는 企業價值의 評價論 가운데에서 우선 株價와 配當 및 利益과의 關係에 대한 問題를 檢討하므로써 企業價值가 어떠한 要因에 의하여 實質로 영향을 받는가에 대하여 究明하여 보기로 한다. 먼저 利益說의 觀點에 대하여 吟味하고 다음에 配當說에 의한 評價를 吟味한다. 이들 吟味過程에 있어 우리는 配當의 株價의 問題뿐만 아니라 前述한 바의 投資 및 不完全市場의 要因, 危險 및 不確實性의 問題를 관리시켜 그妥當性與否에 대하여서도 간단히 考察하여 본다.

### 1. 利益說에 의한 評價

利益說을 吟味하는데 있어 確實性條件下에서의 영향과 不確實性의 조건을 고려한 경우와는 구별할 필요가 있다. 두 가지 條件下에 있어 공통하는 假定으로서 다음 3 가지를 設定할 수 있다<sup>55)</sup>. 즉 첫째로 企業은 負債를 사용하지 않고 自己資本만에 의하여 經營된다는 것, 둘째는 完全市場 즉 投資者は 모든 情報에 정통하고 있어合理的인 投資行動을 할 수 있는 環境에 있다는 것, 세째는 確實性 즉 이 條件下에서는 先見之明이라는 것은 존재하지 않고, 危險引受에 대한 프레미엄이 없으며(危險이 없으므로), 또 特權的인 投資機會(完全市場에 있어서는 이들 機會는 이미 利用되었기 때문에)도 없는 다시 말하면 전연 危險性이 없는 環境이다. 이들의 條件下에서는 配當에 관한 決定은 오직 最適의 投資決定에 의하여서만 規定된다고 할 수 있다. 즉 完全市場과 確實性이 부여되는 경우에는, 財務管理者(經營者)가 最適投資計劃을 발견하고 株主에게 極大化된 現金配當의 現在價值를 配分하기란 어렵지 않은 副產物의 性質을 가지는 것이다. 그러므로合理的인 株主에게 있어서의 關心事는 配當政策이 아니라 最適投資의 決定이라고 할 수 있다.

다음에 不確實性의 요소를考慮하는 경우에는 어떤가의 問題가 있다. 이 경우의 假定條件에 대하여는 다음과 같이 整理할 수 있을 것이다<sup>56)</sup>.

55) Alexander A. Robichek & Stewart C. Myers, *Optimal Financing Decisions*, 1965, pp. 50~51.

56) Ibid., p. 51.

첫째, 장래의 配當은 不確實하지마는 모든 投資者 사이에 있어서는 將來配當의 期待額과 危險性에 대하여는 意見이 일치하고 있다.

둘째, 企業이 어떠한 投資計劃을 채용한다고 하더라도 投資者 사이에 있어서의 일치되어 있는 危險크라스<sup>57)</sup> (risk class)에 대한 認識에는 변화가 없다.

세째, 負債은 전혀 존재하지 않는다.

이상과 같은 假定의 條件下에 있어서는 現在 및 將來의 모든 期間에 걸쳐서 投資決定 計劃이 일단 내려진限에 있어서는 配當政策은 株價에 아무런 變化를 가지고 오지 않는 즉 無差別의 관계가 성립된다고 F. 모디그리니 · M. H. 밀러 및 J. 린트너는 主張한다<sup>58)</sup>. 이 論據를 좀더 追求하여 보기로 한다. 먼저 一定한 平均利益이 期待되고 오직 自己資本만에 의하여 經營되고 있는 企業을 가정한다. 이 企業을 보통 모든 利益을 配當으로 株主에게 支給하고 減價償却費에 상당하는 金額만을 再投資한다(負債가 존재하지 않으므로 再投資를 위한 資金源은 없다). 그런데 갑자기 이 企業은 有利한 投資機會가 나타나서 減價償却費상당액을 초과하는 많은 資金이 필요하게 되었다(이 時點을  $t=0$  라 한다). 이 投資資金은 增資에 의하든가 또는 配當額의 減少에 의하든가에 의하여 調達하여야 할 것이다.

이 追加投資額  $I_0$ 는 매년 一定額의 期待所得增加分을 企業收益으로 발생케 한다. 이것을  $\Delta\bar{y}$ 라고 한다.  $k$ 를 危險이 없는 一般利子率(가령 負債의 利子率로 생각할 수 있다)이라 하면, 여기에서  $\Delta\bar{y}/k$ 는  $I_0$ 보다 크므로,  $t=1$ 의 時點에 있어서의 企業의 價值은  $(\bar{y} + \Delta\bar{y})/k$ 로 될 것이다. 이 企業의 價值은 追加投資分  $I_0$ 를 초과한 만큼 增大되고 있는 것이다. 이

57) F. 모디그리니와 M. H. 밀러는 企業의 利益率 혹은 資本費用을 그 技術과 生產物의 類型에 의하여 分類하기 위한 방법으로 危險크라스를 考慮한다. 즉 이것이 意味하는 것은 企業은 同一한 技術을 사용하고 同一한 製品을 生產하는 限에 있어서는 어떤 一定한 危險크라스에서 다른 危險크라스에의 移行은 할 수 없다고 한다.

그러나 일 반적으로 危險크라스라고 할 때 각기 크라스의 內容에 어떤 部類가 속하여 있으며 相異한 크라스가 外部의 分析者에 의하여 어떻게 識別되는가는 實證의 問題라 하겠다. 이 경우 다음의 두 가지 基本問題는 留意되어야 한다고 생각된다. 하나는 產業과는 同一한 概念이 아니라 할지라도 적어도 그것과 密接한 關係가 있어야 한다. 企業이 그 所有資產을 사용하여 얻을 수 있는 利益의 確率分布의 基本的인 特徵은相當한 程度까지 그 製品과 技術에 달려있다고 볼 수 있기 때문이다. 둘째는 크라스와 크라스를 区分하는 적절한 境界는 어떤 것인가 하는 것은 研究對象이 되는 각자의 特定問題에 의존한다. 예를 들면 市場의 일 반적 인 趨勢에 관심을 경주하는 經濟學者の 경우는 資產選擇(포토포리오)를 計劃하려는 投資者나 資本調達上의 戰略을 策定하려는 企業經營者보다는 훨씬 폭넓은 크라스로 区分할 것이다.

58) A. A. Robichek & S. C. Myers, op. cit., pp. 51~52.

경우 우리는 完全市場의 條件을 假定하여 論議하고 있으므로, 이러한 有利한 投資計劃은 즉시 舊株主에 알리지고 또한 投資計劃이 實제로 執行되기 전에 株價에 유리한 영향을 주어 株價는 上昇하게 된다. 舊株主의 立場에서는 追加投資가 현재의 配當을 減額시킨 資金에 의하여 행하여지든 혹은 增資에 의하여 행하여지든 舊株主의 保有株式의 現在價值에 대한 영향에는 變化가 없다. 즉 配當政策은 株價에 대하여 아무런 관계가 없는 것이 된다는 것이며, 이것은 舊株主에게 지급되는 현재의 配當減少는 이들 舊株主가 實現하는 資本利得(capital gain)과 경화하게 相殺된다는 것을 뜻한다.

## 2. 配當說에 의한 評價

配當說의 입장을 지지하는 論者는 「利益說은 일련의 不當하게 과도히 制限된 假定下에서 설정되어 있기 때문에, 不完全市場과 資本支出과 配當政策과의 사이에 고려되는 關聯에 충분히 留意할 수 없는 結果에 빠지고 있다」<sup>59)</sup>고 하여 너무 지나친 非現實的假定條件下에서의 論據에 대하여 批判을 하고 있다. 現實의 世界는 完全市場이 아니고 不完全市場이며 많은 복잡한 問題를 제기하는 不確實性을 내포하고 있다. 그러므로 配當說에 있어서는 不完全市場의 要因을 考慮하는 동시에 負債의 存在를 일반적인 企業經營에 있어서의 正常의인 것으로 想定하며, 또한 企業利益은 그 全額이 配當으로 外部에 支給되는 것이 아니라 그 一部는 社內에 留保된다는 것을 想定하고 있다. 이와 같은 觀點에서 配當說은 不完全市場 혹은 不確實性의 條件下에 있어서 配當政策이 企業價值에 어떻게 影響을 미치는가를 論證하는 동시에 앞으로 더 究明하여야 할 問題는 어떤 것인가에 대하여 考察하여 보기로 한다.

### A. 株式價值와 配當

1株에 대한 株價는 일반적으로 當該企業에 의하여 支給되는 將來에 있어서의 配當의 現在價值라고 생각할 수 있다. 이 一連의 配當의 흐름은 資本化의 期間(혹은 投資者의 시간적인 展望範圍——investor time horizon), 成長 및 割引率 등과 어떤 特徵的인 관계를 가지고 있고 더구나 이들 要素는 變動的인 것이다. 이제 우리는 配當說에 의한 企業評價에 대하여 그 기본적인 出發點이 될 수 있는 M. J. 골돈의 株式評價基本모델을 먼저 이해하여 본다<sup>60)</sup>. 우리는 M. J. 골돈의 配當說을 이해하기 위하여 E. M. 러어너와 W. T. 칼튼(Eugne

59) James E. Walter, *Dividend Policy and Enterprise Valuation*, 1957, p. 1.

60) Myron J. Gordon, *op. cit.*, p. 45.

M. Lerner and Willard T. Carleton)의 要領있는 解說에 의하여 도움을 받고자 한다<sup>61)</sup>.

M. J. 콜돈은 投資者의 收入分(investor's returns)을 어떤 率  $g$ 로 증가하는 配當의 흐름으로서 定義하고 있다. 그리고 이 率  $g$  즉 配當의 時間的 成長率  $g$ 는 현재의 配當支給水準에 比例的이고 또 그는 投資者의 시간적인 展望範圍은 無限이고 割引率은 가지 각색으로 定義되는 하나의 函數라고 前提한다. 그러므로 만일 現時點의 配當이  $D_0$ 이라고 하면 將來 어느 時點에 있어서의 配當의 흐름의 變化는

$$\frac{dD}{dt} = gD \quad (1)$$

로 나타낼 수가 있다. 將來에 있어서의 配當의 흐름의 現在價值는 그 額面價值보다 틀림없이 작을 것이다. 將來에 있어서의 配當의 흐름의 現在價值  $V_0$ 를 1로 하고,  $k$ 를 市場割引率이라고 하면 將來의 時點에 있어서 다음의 等式이 성립된다.

$$\frac{dV}{dt} = -kV \quad (2)$$

i) 微分方程式과 앞의  $dD/dt=gD$ 의 微分方程式에 대한 풀이는

$$D_t = D_0 e^{gt} \quad (3)$$

$$V_t = V_0 e^{-kt} \quad (4)$$

로 된다. 여기에서  $D_t$ 는  $t$  時期에 있어서의 配當水準을,  $V_t$ 는 장래 配當收益分의  $t$  時期에 있어서의 現在價值를 나타내고 있다. 이를 두 微分方程式 (3)式과 (4)式을 積分하면 株式價值  $P_0$ 를 얻을 수 있다. 이것은 株式價值는 將來의 모든 配當의 흐름의 現在價值에 均等하게 된다는 것을 의미한다.

$$P_0 = \int_0^{\infty} D_0 e^{gt} e^{-kt} dt \quad (5)$$

이때 積分을 성립시키는 必要條件은  $k > g$ 이며, 그 이유는 配當增加率  $g$ 가 市場割引率  $k$ 보다 크다는 데에 있는 것이다. 여기에서 (3)式을 풀면,

$$P_0 = \frac{D_0}{k-g} \quad (6)$$

로 된다. 이 式은 株式價值란 株主가 받는 收入分  $D_0$ 를  $k-g$ , 즉 市場割引率 마이너스 配當成長率로 資本還元한 것으로 定義되고 있음을 의미한다. 예를 들면 어떤 株式的 現在配

61) Eugene M. Lerner and Willard T. Carleton, "The Integration of Capital Budgeting and Stock Valuation", *American Economic Review*, Sept., 1964, reprinted in S.H. Archer and Charles A. D'ambrosio ed., *Theory of Business Finance: A Book of Readings*, 1967, pp. 634~652.

當 즉 株主가 받는 收益이 2.00 달라이고, 配當은 年間 3%의 率로 成長한다고 한다. 만일 投資者가 集團으로 9%의 投資收益率을 期待한다고 하면 株價는 다음과 같이 될 것이다.

$$P_0 = \frac{2.00}{0.09 - 0.03} = \frac{2.00}{0.06} = 33.33(\text{달라})$$

그리고 이 式은 다른 條件이 同一하다면 配當의 成長率이 높아지면 높아질수록 또는 現在의 配當이 증대하면 할 수록 株價는 더욱 上昇하고, 이와는 反對로 市場割引率이 높아지면 높아질수록 株價는 低下된다는 것을 의미한다.

그러나 이 M. J. 골돈의 基本모델도 企業의 資本構成에 負債가 존재하지 않는다는前提에 성립되고 있으므로, 將來配當의 增加는 전적으로 期待內部留保利益에 의한 投資의 效率에 의존하게 된다. 만일 投資收益率  $r$  가 언제나 一定하고, 企業收益 가운데 內部留保利益으로 되는 部分을 比率  $b$  로 確保한다고 하면 M. J. 골돈의 모델은 다음의 式으로 고쳐 쓸 수 있다.

$$P_0 = \frac{(1-b)Y_0}{k-rb} \quad (7)$$

여기에서  $Y$ 는 企業의 期待純利益이다. 그리고 配當成長率  $g$  대신에 期待純利益 가운데 再投資를 위하여 留保되는 比率  $b$  와 投資收益率  $r$  的 積이 사용되고 있다.  $A_0$ 를 企業의 總資產이라고 하면 (7)式은 다시 다음과 같이 고쳐 쓸 수가 있다.

$$P_0 = \frac{(1-b)rA_0}{k-rb} \quad (8)$$

### B. 市場割引率 $k$ 의 檢討

(8)式의 단계까지 일단 株式價值의 基本모델의 展開를 하였는데, 이 式의 構成要素의 하나인 市場割引率  $k$ 의 性格에 대하여 검토하여 본다. 먼저 M.J. 골돈의 모델에 있어서는  $k$ 를 어떻게 定義하고 있는가를 살펴보고, 다음에 M. J. 골돈과 약간 다른 接近方法을 이용하고 있는 E. J. 목크(E. J. Mock) 등의 論據를 살펴보기로 한다.

(ㄱ) 골돈의  $k$ 에 대한 論證  $k$ 를 단지 一般市場割引率이라고만 설명하는 것은 그 性格이 不明確하다. 오히려  $k$ 는 株主에 의하여 配當의 흐름이 割引되는 割引率 혹은 株主가 投資對象에 대하여 요구하는 利益率이라 하는 것이 좀더 分明할 것이다. 그러나  $k$ 의 內容에 대하여 더욱 구체적인 定義가 필요하다. 즉 市場은 어떠한 率로써 이豫想配當의 흐름을 割引하는가의 問題가 분명히 具體化될 필요가 있다. (8)式의 段階까지는  $k$ 는  $g$ 보다 크다는前提로 되어 있다.  $k$ 가 函數가 아니라 一定한 數值라는 생각은 現實的인妥當性이 희

박한 것으로<sup>62)</sup>, M. J. 골든은 다음과 같은 函數로서  $k$ 의 内容을 나타내고 있다<sup>63)</sup>.

$$k = \alpha + \Psi_{rb} \quad (9)$$

여기에서  $\alpha$ 는 外部的 危險 즉 成長性 없는 또는 危險性 없는 證券의 利子率(가령 國債의 利子率 등)이고,  $\Psi$ 는 外部的 危險 즉 證券의 危險크라스 (危險의 程度)를 규정하는 것이다. 그러므로  $\Psi$ 는 0에서 1까지 사이의 值를 갖는 定數이다. 이곳의 危險은 經營上의 危險(business risk)을 뜻한다.

이곳에서는 企業의 資本構成에 있어 負債는 존재하지 않는다는 假定下이므로 内部危險은 없고 危險性이라고 하면 모두 外部의 危險이다.  $\Psi$ 가 0이라는 것은 전혀 經營上의 危險이 없는 상태이고,  $\Psi$ 가 1인 때는 危險이 最大인 경우이다. 요컨대  $\Psi$ 는 經營上의 危險係數라 할 수 있다. 그리고  $rb$ 는 投資收益率과 利益留保率의 積이며, 이것은 企業의 總成長率인 동시에 利益 및 配當成長率을 의미한다. 결국  $\Psi_{rb}$ 는 内部利益留保率  $b$ 도 결코 一定하지 않으며 또 장래의 投資收益率도 一定하지 않다는 認識을 M. J. 골든을 하고 있다. 즉  $r$ 나  $b$ 도 一定值가 아니며 不確實性 및 危險性의 條件下에 있어 언제나 變動하는 것으로 고려하게 된 것이다.

(1) 목크의  $k$ 에 대한 論證 E. J. 목크(E. J. Mock), R. E. 숄츠(R. E. Schultz), R. G. 숄츠(R. G. Schultz) 및 D. H. 슈케트(D. H. Schuckett) 등은  $k$ 를 다음과 같이 파악하고 있다<sup>64)</sup>.

$$k = \alpha + S(V) \quad (10)$$

$\alpha$ 는 M.J. 골든의 경우와 같이 危險性 없는 證券의 利子率,  $V$ 는 장래의豫想配當 흐름의 變動係數(degree of volatility) 그리고  $S$ 는 累積된 株主의 危險選好函數(cumulative stockholder risk preferences)이다. M. J. 골든과 E. J. 목크의 割引率에 관한 式의 다른 點은 M.

62) 일반적으로  $k$ 는 企業의 어떤 行動과는 獨立的으로 定하여지고, 어떤 「주어진」 또는 「固定된」 值로 간주한다. 投資計劃의 評價에 있어  $k$ 가 一定하다고 보는 假定은 有用한 고찰을 可能하게 하지 마는 한편 分析上의 困難을 가지고 온다는 것을 이해하여야 한다.

63) M.J. 골든은 (9)式에 도달하기에 앞서 샤플로(E. Shapiro)와의 共同論文 "Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit," Management Science III, 1956,에서 (7)式으로부터 直接導出되는 值로서  $k$ 를 定義하고 있다. 즉  $k = \frac{(1-b)Y_0}{P_0} + rb = d + rb$ 이다. 여기에서  $d$ 는 現在配當利益率이다. 골든은 이 式을 訂正하지 않으면 안되었던 理由로서 다음의 3 가지를 생각할 수 있다.

① 이 式에 있어서는 内部利益率  $b$ 가 一定하다고假定되었다.

② 將來의 投資에 대하여서도 一定한 投資利益率  $r$ 를 생각하고 있다.

③ 그러므로 株主가 將來配當에 흐름을 一定利益率  $k$ 로割引하는 것을 想定하고 있다.

64) E. J. Schultz, R. G. Schultz and D. H. Schuckett, *Basic Financial Management*, International Textbook, 1968, Chap. 8.

J. 골돈이  $\Psi_{rb}$ 로써  $k$ 의 變動部分을 파악하고 있는데 대해서, E. J. 목크 등은  $S(V)$ 를 가지고  $k$ 의 變動部分을 파악하려고 한 점에 있다. 이들 相違點을 분명히 하기 위하여  $S(V)$ 要 素를 검토하여 보기로 한다.

② 變動係數  $V$ ……企業에 있어서의 投資에서 발생하는 利益 또는 配當은 每期에 一定하지 않고 危險에 의하여 변동한다. 이 變動係數는 期待收益의 흐름에 대한 信賴度에 의하여 测定되는 것으로, 危險意識이 발달한 投資費는  $V$ 가 0에 接近함에 따라 期待利益의 흐름에 의하여 더 큰 價值를 두게 된다.  $V$ 는 M. J. 골돈의 式의  $\Psi$ 에 해당하는 것으로 企業規模가 크고 多角經營 및 技術革新에 의하여 競爭力이 증대하면 작은 值가 되고 反對의 경우에는 큰 值로 된다. 〈表 II-1〉의 A企業과 B企業의 比較에 의하여  $V$ 의 性格을 분명히 이해할 수 있다. A企業의 投資金額은 10,000 달라, B企業은 5,000 달라라고 한다. A企業의 期待收益率은  $1,000/10,000$ 로서 10%, 變動係數  $V$ 는 14%인데 대해서, B企業은 각각 20%와 22.2%이다. 요컨대 A企業의 投資案은 保守的인 性格인데 비하여 B企業의 投資案은 期待

〈表 II-1〉 A企業과 B企業의  $V, r$ 의 比較

	純收益 $x$	確率	期待值	$x - \bar{X}$	$(x - \bar{X})^2$
A 企 業	800달라	.10	80달라	(200)달라	40,000달라
	900	.20	180	(100)	10,000
	1,000	.40	400	—	—
	1,100	.20	220	100	10,000
	1,200	.10	120	200	40,000
		1.00	1,000		100,000
B 企 業	0	.10	0	(1,000)	1,000,000
	500	.20	100	(500)	250,000
	1,000	.40	400	—	—
	1,500	.20	300	500	250,000
	2,000	.10	200	1,000	1,000,000
		1.00	1,000		2,500,000

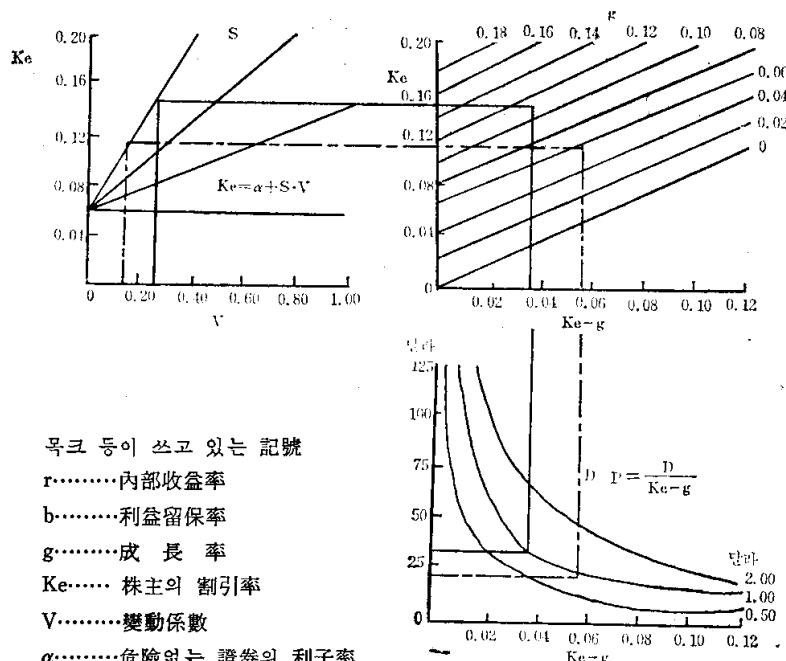
收益率도 높고 또한 變動係數도 큰 值인 危險性이 높은 計劃案이라고 할 수 있다.

③ 株主의 危險選好函數  $S$ ……이 函數는 각종의 危險水準  $V$ 에 있어 株主에 의하여 요구되는 投資收益률이다.  $S$ 의 결정은 株主數가 많은 企業일 수록 어렵다. 그 이유는 그러한 企業에 있어서는 개개의 株主危險에 관한 選好 즉 効用函數를 측정하기란 거이 不可能하기 때문이다. 그렇지만 E. J. 목크 등은 株主數가 많은 企業의  $S$ 는 일반적으로 거이 동일하다고 생각한다. 그 根據는 개개의 投資者는 각자의 資產選擇(portfolio)의 分散作業을 통하여 损

失의 危險을 最小限으로 행동하기 때문이다. 그러므로 개개의 投資者가 證券의 差金賣買에 의하여 危險의 平準化를 기할 수 있으므로, 개개의 株主危險選好函數와 거이 관계없이 經營者가  $S$ 를 결정하여도, 오히려 株主層이 주어진  $S$ 에 適應되도록 행동한다는 것이다.

요컨대 E. J. 목크 등에 의하면  $k$ 의 變動은  $S$  라기보다  $V$ 에 의하여 결정된다고 하는 것이다. 이 관계를 앞의 (6)式과 (10)式을 사용하여 圖表化하면 〈圖 II-1〉과 같다. 이것은 〈表 II-1〉의 예에 의하여  $V$ 의 차이가 株價에 어떠한 영향을 주고 있는가를 나타내고 있다. 즉 〈圖 II-1〉에 있어 A企業과 B企業은 동일하게 현재의 配當額을 1달라로 假定하였다<sup>65)</sup>. A企業의  $V$ 는 14%, B企業은 22.2%이고  $S$ 는 일단 .40이라고 한다. 그結果로 A企業의 株價는 18 달라, B企業의 株價는 26 달라로 결정된다.

〈圖 II-1〉 株價와 變動係數와의 관계



- 목크 등이 쓰고 있는 記號
- r.....内部收益率
  - b.....利益留保率
  - g.....成長率
  - $Ke$ .....株主의 割引率
  - $V$ .....變動係數
  - $\alpha$ .....危險없는 證券의 利子率
  - D.....配當
  - P.....株價
  - $S$ .....株主의 危險選好函數

65) *Ibid.*, p. 408.

### C. 株價모델과 不確實性

우리는 앞에서 市場割引率  $k$  가 配當成長率  $rb$  보다 크다는 說明이외의 더욱 넓은 내용에 대하여 구체적으로 吟味하였다. 이제 M. J. 골돈의 (8)式을 중심으로 하여 論議한다. (8)式에 M.J. 골돈의  $k$  의 論證인 (9)式을 대입하면 (11)式을 얻을 수 있다.

$$P_0 = \frac{(1-b)rA_0}{\alpha + \Psi_{rb} - rb} \quad (11)$$

만일 經營上의 危險이 없다고 한다면,  $\Psi_{rb}$  가 0 으로 되므로 株價  $P_0$  는 장래의 資產投資利益의 成長率을 100%로 하여 計算을 하게 된다. 配當率이 1 즉 利益이 전혀 企業內에 留保되지 않는 경우에는 配當說의 모델이나 利益說의 모델에 있어서는 동일한 株價를 形成하게 된다. 그러나 經營上의 危險이 1 이라고 한다면 株主의 觀點에서는 장래의 配當成長은 전부 割引되고 信賴度는 0 으로 된다. 그러므로 投資者로서는 企業利益에 대하여 配當支給의 比率이 낮은 株式이나 利益의 全部를 配當으로 지급하는 株式에 있어서나 兩者가 동일 配當額인 한에 있어서는 株價에 아무런 差異가 없다는 것이 된다. 資本化率이란 期待收益을 대상으로 하는 것이기 때문에 그와 같은 論調는 마땅한 것이라고 할 수 있다.

(11)式에 의하여 配當政策의 变화에 따라 株價를 極大化할 수 있는 경우의 必要條件을 구할 수 있다. 가령  $P_0$  의  $b$ 에 관한 第1次偏導函數는  $r$  가  $\alpha/(1-\Psi)$  인 경우 0 로 된다.

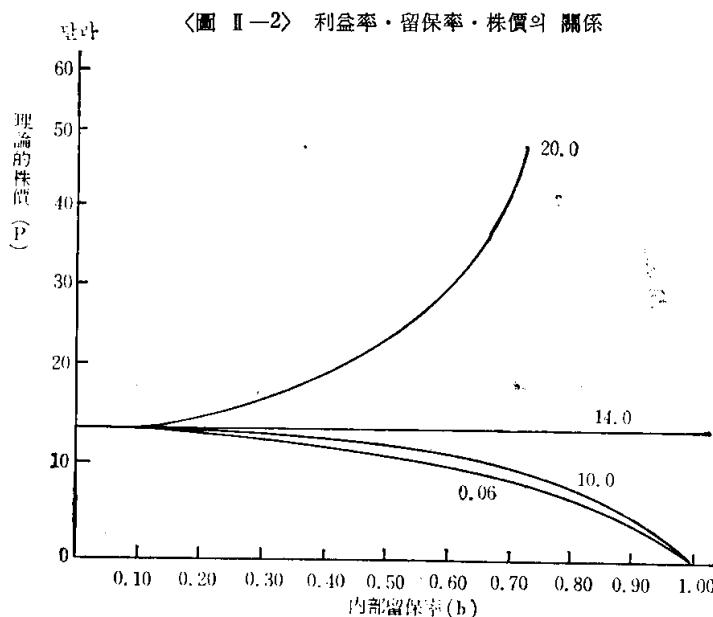
$$\frac{\partial P_0}{\partial b} = 0$$

그러므로 經營上의 危險이 0 인 경우 株價를 極大化하기 위한 條件은 다음의 두 가지 點이 된다. ① 配當支給額의 근소한 变화에 基因하는 株價의 变화가 0 이어야 한다. ② 企業은 期待內部收益率이 危險이 없는 證券의 利子率과 균등하게 될 때까지 投資活動을 지속하여야 한다. 이 상태는 소위 確實性下의 完全均衡狀態에 대응하는 상태이다. 그러나 現實의 不確實性下의 상태에 있어서는 經營上의 危險이 0 보다 크게 된다. 이로 말미암아 内部期待收益率에 대한 拒否點(cut-off point)도 上昇하고 이것은 危險이 없는 證券의 利子率보다 높게 된다.

이 拒否率은 실제로는 企業의 投資決定에 있어 특히 관련을 갖는다. 配當說에 기초하고 있는 株價모델에 現在 및 所望스러운 株價, 利益留保率, 經營上의 危險值 등을 고려한다면 요구되는 内部投資收益率이 결정되게 될 것이다. 이 收益率은 株價를 極大化하는 企業投資의 拒否點이 되는 것이다.

다음 M. J. 골돈의 株價에 대한 基本모델 즉 일반적인 株價方程式을 〈圖 II-2〉와 같이

圖表化함으로써前述한 바의 假說例인 B會社에 대하여 内部留保率 혹은 内部投資利益率의 변화가 理論的 株價에 어떠한 영향을 주는가에 대하여 본다<sup>66)</sup>. [여기에서 株主의 市場割引率  $k$  를 14%, 株式 1株에 대한 收益을 2달라로 한다.  $k$  와 内部投資利益率  $r$  가 均等한 경우에는, 利益說이 主張하는 바와 같이 内部留保率  $b$  와는 關係없이 株價는 一定하다. 圖示에 의하면 橫軸에 平行線으로 이 事實이 표시되고 있다. 한편  $r$  가  $k$  보다 작은 경우에는,  $b$  가 커짐에 따라 理論的 株價  $P$  는 低下되게 된다. 圖示에 의하면 右向하여 下落되는 線으로 표시되고 있다. 이와 같은 現象은 이 會社가 同一 危險크라스의 다른 投資對象으로부터 株주가 받을 수 있는 利益率보다도 낮은 利益率로 再投資하고 있기 때문에 발생하는 것]



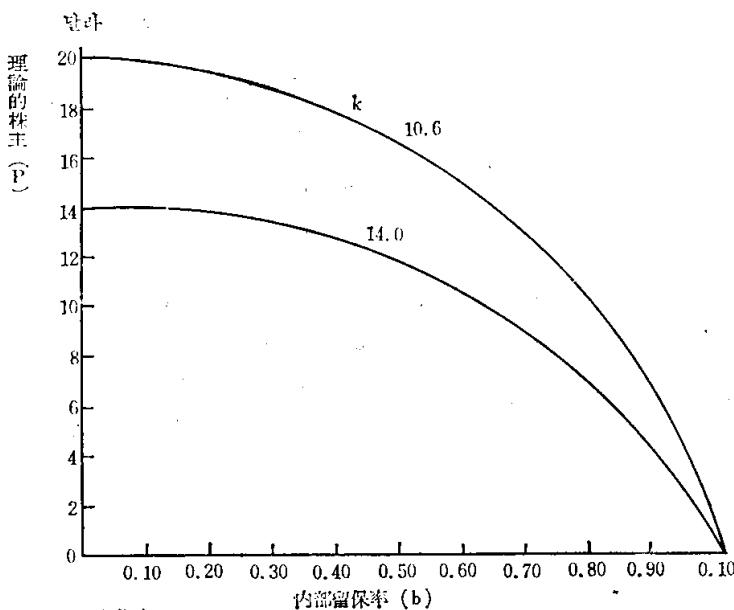
이라고 하겠다. 反面에  $r$  가  $k$  보다 큰 경우에는,  $b$  가 커짐에 따라  $P$  는 上昇한다. 圖示에 의하면  $P$  는 右向하여 上昇하는 線으로 표시되고 있다. 이  $P$  線이 急激하게 上昇하고 있는 것은 利益의 많은 部分을 配當으로 받는 것보다도 株주에게 있어서는 内部留保率을 크게 하여, 株價의 上昇에 의한 資本利得을 얻는 것이 課稅의 効果面에서 有利하다고 생각되는 事情을 反映하는 것이다.

다음에 株주의 市場割引率  $k$  로 대표되는 危險의 要因이 각각의 水準의 内部留保率에 있어 어떻게 理論的 株價에 영향을 주는가를 〈圖 II-3〉에 의하여 說明할 수 있다. 이 圖表

66) *Ibid.*, p. 410.

에 있어서는  $k$  가 14%의 경우와 10.6%의 경우를 比較하고 있다. 株式 1株에 대한 利益을 2달라,  $r$  를 20%로 한다.  $k$  와  $r$  와의 差가 큰 쪽이(여기에서는 10.6%가 크다) 株價가 높게 되지만,  $b$  가 커짐에 따라 株價의 下落되는 率이  $k$  와  $r$  와의 差가 작은 것(여기서는 14%) 보다 크다는 것을 理解할 수 있다.

〈圖 II-3〉 市場割引率·留保率·株價의 關係



#### D. 財務리버리지와 配當率

株主에게 있어 가장 有利한 狀態의 負債比率이 存在하고 또한 이 負債比率은 一定하다고 假定한다. E. M. 러어너와 W. T. 칼튼은 현실적인 특징인 모든 企業의 資本構成에 있어 負債의 존재를 (11)式에 公식적으로 導入하는 방법을 다음과 같이 展開하고 있다<sup>67)</sup>.

企業資產의 변화는 自己資本의 변화와 負債의 변화에 의하여 발생하는 것이 일반적이다. 그리고 自己資本의 변화는 留保利益과 幾等하다.

$$dA = dE (= Ar_L b) + dL \quad (12)$$

여기에서  $r_L$  는 期待內部收益率의 전체액이 아니고, 負債에 대한 利子費用을 공제한 差額인 期待內部收益率이다. 負債의 변화는 여기서  $\mu$  이 어떤 定數인 경우  $dL = L\mu$  로 나타낸다. 만일 自己資本에 대한 負債比率이 一定하다고 假定하면 다음의 式이 성립된다.

67) Eugene M. Lerner and Willard T. Carleton, *Ibid.*, in Stephen H. Archer and Charles A. D'ambrosio, ed., *op. cit.*, pp. 643~645.

$$\frac{dE}{dL} = \frac{E}{L} = \frac{Ar_L b}{L\mu} \quad (13)$$

$Z=L/A$  (負債比率) 라 하면,

$$\mu = \frac{Ar_L b}{A-L} = \frac{Ar_L b}{A-Az} = \frac{r_L b}{1-Z} \quad (14)$$

(12)式과 (14)式으로부터

$$dA = Ar_L b + \frac{L(r_L b)}{(1-Z)} \quad (15)$$

로 되어 다음과 같은 式이 유도된다.

$$\frac{dA}{A} = \frac{r_L b}{1-Z} \quad (16)$$

(16)式은 企業資產의 근소한 增分比는 바로 우리가 定義한  $g$  이다. 이 (16)式은 다음의 式으로 고쳐 쓸 수 있다.

$$P = \frac{(1-b)r_L A}{\alpha + \gamma r_L b - \frac{r_L b}{(1-Z)}} \quad (17)$$

(17)式에 있어서는  $k$  즉  $\alpha + \gamma r_L b$  가  $Z$ 와 아무런 관계가 없다는 것을前提하고 있다. 다시 말하면 市場割引率 즉 株主가 投資計劃에 대하여 요구하는 投資收益率은 負債比率 즉 負債를 도하므로써 생기는 財務的 危險을 전혀 고려하지 않고 있음을前提하고 있는 것이다. 그러나 이前提가 現實的으로 유용하지 못한 것은 분명하다. 企業財務에 있어 負債의 여러 水準에 있어서의 市場割引率의 行態가 문제로 다루어지고 있는 것은 이미 알려져 있다<sup>68)</sup>.

68) F. 모디그리니와 M. H. 밀리의 命題은 이 문제에 있어 論爭의 실마리가 되었다. 命題 I :  $V \equiv S + D = \frac{\bar{X}}{P_k}$  즉  $V$ =企業의 總評價額,  $S$ =企業의 普通株의 市場價值,  $D$ =企業의 負債의 市場價值,  $\bar{X}$ =利子支給 前의 期待正常利潤(期待純營業收益),  $P_k$ =資產利益率, 즉  $k$  번째의 風險크拉斯에 속하는 一連의 不確實性 또한 純粹한 持分收益의 期待值(純利益흐름)에 대한 割引率(資本化率)로, 이 命題에 의하면 企業의 評價額總市場價值는 그 納稅前利益을 적당한 割引率  $P_k$ 로 割引하여 資本還元하므로서 구한다고 한다. 이 경우 株主가 받는 利益에도 債券保有者가 받는 利子에도 동일한 割引率을 적용하기 때문에, 企業의 評價는 資本構成에 관하여 不變이라고 結論하고 있다. 命題 II :  $i = \frac{P_k(S+D)-rD}{S} = P_k + (P_k - r) \frac{D}{S}$ , 이 命題은  $D$ 에 대한 利子率을  $r$ 라 하면, 株主에게 남은 利益은  $\bar{X}-rD$ 로 된다. 株主가 이를 利益을  $i$ 率로 割引한다면 自己資本의 市場價值는  $S = \frac{\bar{X}-rD}{i}$  즉  $i = \frac{\bar{X}-rD}{S}$ 로 된다. 命題 I에 의하여  $\bar{X} = P_k(S+D)$ 이다. 따라서 命題 II가 誘導된다. 命題 II는 命題 I의 變形에 지나지 않는다. 실제로 더 하나의 命題로서 命題 III이 있다. 이것은 즉  $p^* \geq p_k$ 이란 投資計劃에 대하여 적용하는 制約式으로 投資計劃案에 대한 拒否率은 投資計劃案에 대한 資金의 調達方法과는 無關係이라고 하는 것이다. 여기에서 이 記號를  $r^* \geq r$ 로 나타낼 수 있다. 이 不等式가 성립될 수 있는 投資計劃案만이 許容된다. 그러나 이 命題은 無意味하다. 그것은 均衡의 分析에 있어  $p_k$ 가 가능한 唯一한 利益率이기 때문이다.

F. 모디그리아니와 M. H. 밀러는 (17)式에 의하여  $k$ 는 負債와 自己資本의 合計額의 平均收益이 一定하므로 그와 더불어 리니아하게 上昇하게 된다고 하고, 더 격렬한 論爭點은  $k$ 는  $z$ 의 낮은 水準에 대해서는 變化하지 않는다는 것이다. 그러나 일단  $z$ 가 지속해서 上昇하면  $k$ 는  $r_{LB}/(1-z)$ 보다 더 빠르게 上昇한다고 한다. 이와 같이 보면, 財務的 危險(financial risk)과 經營上의 危險(business risk) 사이에는 函數關係가 있다는 것을 알 수 있다<sup>69)</sup>. 예를 들면 經營上의 危險이 작아지면 株主가 받아드릴 수 있는 財務的 危險部分은 커지게 될 것이다. 그 결과로 누진적으로 巨額의 負債가 企業의 資本構成에 존재하게 되면, 株式價格이 처음에 上昇하였다 하더라도 후에는 下落하게 될 것이다.

이와 같이 負債比率의 변화가 있는 경우에는 앞의 M. J. 골든의  $k$ 의 論證으로서의  $k$ 의 式을 수정할 필요가 있게 된다.  $k$ 의 定義는 다음과 같이 分解될 수 있다.

$$k = \alpha + \psi r_{LB} + \phi(\psi) z \quad (18)$$

여기에서  $\phi$ 는 1보다 큰 定數이다. 市場割引率은 危險이 없는 證券의 利子率 및 經營上의 危險을 고려하여 設定되는 동시에, 經營上의 危險에 대한 負債比率의 영향 및 그 相互關聯性이 신중히 참작되지 않으면 안된다. 그러므로 최종적인 配當說에 의한 株價모델은 다음과 같이 될 것이다.

$$P = \frac{(1-b)r_{LA}}{\alpha + \psi r_{LB} + \phi(\psi)Z - \frac{r_{LB}}{(1-Z)}} \quad (19)$$

負債에 대한 利子를 공제한 나머지의 期待內部投資利益率 ( $Y_L$ )는 所望스러운 株價, 留保利

69) 財務的 危險 및 經營上의 危險에 대하여 다음과 같이 E. 소로몬은 말하고 있다. 前者は 財務的 不確實性(financial uncertainty)라 부르며, 또 일반적으로는 leverage, 内部危險(internal risk)라고도 한다. 이 危險은 他人資本을 利用하는 경우에만 발생하는 自己資本利益의 不確實性을 말한다. 따라서 企業資本이 自己資本만에 의하여 調達된 경우는 이 危險은 발생하지 않으며, 自己資本利益率은 總資本利益率의 變化와 同等하게 된다. 그러므로 財務的 危險은 借人資本利子率이 높으면 높을 수록 또는 負債比率이 크면 를 수록 擴大된다. 經營上의 危險은 企業의 營業活動에 本來 수반되는 不確實性 또는 危險性을 말하며, 일반적으로 營業活動의 成果를 나타내는 營業利益의 相對的 安定性에 의하여 測定되고 이 危險은 企業의 投資에 의하여 規定된다. 經營上의 危險의 要因은 일반적으로 ① 全體로서의 政治的, 經濟的 動向, ② 特定產業部門의 動向, ③ 特定企業의 經營上의 諸要因動向에 의하여 規定된다. 調達資本이 實제로 投下되면 企業의 將來營業構造는 變化하고 經營上의 危險이 變化한다고 생각된다. 이에 의하여 經營上의 危險의 정도가 變化하면 財務的 危險의 정도도 變化한다. 이 兩者的 關聯에 대하여는 Solomon의 The Theory of Financial Management, 1963, p. 70을 參照. J. M. 케인즈는 財務的 危險을 그의 一般理論에서 借入者의 危險과 貸付者의 危險(borrower's risk and lender's risk)로 區分하고 있다(J. M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936, pp. 144~145).

益率, 經營上의 危險 등이 주어진다면 다음의 式에 의하여 求할 수 있다.

$$Y_L = \frac{(1-Z)(\alpha + \phi(\bar{Y})Z)}{1-\bar{Y}+YZ} \quad (20)$$

요컨대 最適投資計劃의 설정은 株價를 極大化하는 投資收益率을 결정하는 것이며 결국 이것은 株價모델에 포함되어 있는 利益留保率  $b$  와 負債比率  $Z$  的 最適值를 求하는 것이 된다.

### 3. 利益說과 配當說의 統合可能性

앞에서 우리는 F. 모디그라니와 M. H. 밀러를 중심으로 하는 利益說과 M. J. 골돈의 配當說을 吟味하면서, 利益說이 가정하는 制約條件이 非現實的인 점을 지적하면서 이들 條件을 품 경우의 配當說이 合當하다는 것을 檢討하였다. 이곳에서는 配當說과 利益說의 要點을 再檢討하면서 兩說의 統合可能性에 대하여 言及하여 본다.

配當說에 있어서의 論據는 投資者는 一連의 利益의 흐름에 配當과 留保利益으로 分할되는 점에 대하여 無關心하지 않다는 데에 있는 것이다. 그러나 이에 대하여 利益說은 企業의 價值는 企業의 收益力 즉 投資에 의해서만 결정되는 것이며, 利益의 흐름이 配當과 留保利益 등의 어떠한 형태로 分割되는 企業價値에 대하여 아무런 影響을 미치지 않는다고 한다.

이들 兩說을 再檢討하는데 있어 利益說의 論者인 F. 모디그라니와 M. H. 밀러의 나머지 假定을 그대로 하고, 단지 不確實性下의 문제로서 配當을 검토하여 본다. 다음에 그들의 假定 즉 證券去來費用과 發行費用 및 課稅效果에 대한 假定을 풀고 고찰하여 본다. 配當說은 현재 配當의 支給을 통해서 投資者的 不確實性의 문제를 해결하는 方向을 제시한다. 그러므로 配當과 資本利得과의 차이가 나타나게 된다. M. J. 골돈에 의하면 投資者的 不確實性에 대한 意義는 現金配當이 장래에 延期되면 될수록 加速度的으로 높아진다고 한다<sup>70)</sup>. 만일 企業이 현재의 配當을 감소시켜 利益을 再投資하면, 현재의 配當은 減少하고 장래의 配當은 증가하게 된다. 이 경우 割引率이 將來가 되면 될수록 높아진다고 하면, 現在 또는 가까운 將來의 配當이 減少한다는 것은 株價下落을 가지고 한다. 그러나 이와는 달리, 가령 現實的으로 확실한 가장 有利한 投資機會가 있어 이에 많은 利益이 再投資되어 配當의 減少分 이상으로 報償하는 경우도 있을 수 있다. 이와 같은 論點은 配當支給이 가지는 다른側

70) Myron J. Gordon, "The Saving, Investment and Valuation of a Corporation", *Review of Economics and Statistics*, 1962, in James C. Van Horne, ed., Foundation for Financial Management, pp. 434~459.

면이라 할 수 있는 投資者에 대한 情報提供의 役割과 密接하게 關聯되어 있다. 配當이란 企業이 一般投資者에게 利益을 올리고 있다는 事實을 報告하는 것이며, 이것은 株價에 有利한 영향을 미치게 된다. 즉 企業이 利益向上의 決意를 口頭로 表明하는 것보다 實質적으로 配當支給을 하게 되면 投資者的 不確實性 및 危險에 대한 의구심을 없애는데 큰 도움을 준다는 것은 自明한 것이다.

그러나 일반적으로 現在配當이 將來配當보다 株主에게 있어 選好되는 다른 이유는 株價變動의 不安이 장래에 있어 존재하기 때문이다. 즉 不確實性下에 있어서는 投資者は 保有株式의 일부를 處分하는 경우를 고려하여 株價가 變動하는 요인을 不安하게 생각한다. 그러므로 資本利得보다도 現在에 있어 確實하게 받을 수 있는 配當을 選好하게 된다.

다음에 證券去來費用과 發行費用을 0로 하는 制約을 풀고 確實性下의 條件의 不完全市場의 條件下에서 고찰하여 본다. 株主의 立場에서 보아 企業價值는 極大化하는 목적에서 는 證券賣買去來費用을 가능하면 낮게 하는 것이 要請될 것이다. 여하간 이 費用은 投資者の 立場에서는 内部留保보다도 현재의 現金配當을 選好하게 하는 要素로 된다. 이에 대하여 證券發行費用은 利益이 内部留保되는 것을 選好하는 立場을 뒷받침하는 要素로 된다. 즉 配當으로서 支給되는 金額만큼의 資金이 外部로부터 調達되어야 하는 경우, 發行費用은 그만큼 負의 性質을 갖는다. 끝으로 課稅效果가 없다는 假定을 做 경우를 생각하여 본다. 예를 들면 配當에 대한 稅率과 資本利得에 대한 稅率은 서로 다를 것이다. 일반적으로 資本利得에의 稅率이 낮은 傾向이 있는데, 이 差異는 利益의 内部留保를 選好하게 하는 立場을 뒷받침하는 것이다.

요컨대 不確實性, 不完全市場의 條件下에서 配當說은 약간의 負의 要素는 있어도 전반적인 점에서 配當이 株價와 밀접한 關聯이 있다고 論證할 수 있다.

—— 다음 號에 계속 ——