

株價極大化型 財務意思決定에 關한 研究

張 謨 鎬*

目 次

- | | |
|-----------------|----------------------|
| 1. 서 언 | 4) 주주부극대화원리와 주가극대화원리 |
| 2. 기업목적의 형성 | 4. 주가극대화의 결정요인 |
| 1) 목적소유설 | 1) 확실성하의 주가결정 |
| 2) 제도설 | 2) 불확실성하의 주가결정 |
| 3) 조직목적설 | 3) 성장하의 주가결정 |
| 4) 개인목적설 | 5. 재무의사결정의 행위 |
| 3. 극대화원리와 주가극대화 | 1) 소유자와 경영자 |
| 1) 이익극대화원리 | 2) 경영자와 기업 |
| 2) 매출액극대화원리 | 6. 결 언 |
| 3) 부가가치극대화원리 | |

1. 서 언

근대기업경영에 있어서 중요한 연구과제의 하나는 기업의 목적과 경영자의 의사결정행위와의 관계에 관한 추구이다. 그것은 근대기업이란 이미 한 사람이 소유하는 개인경영체가 아니고 소유와 경영이 분리된 주식회사로서의 거대기업군에 의하여 자본주의 경제체제가 지배되고 있으며, 이러한 거대기업군의 경영을 전담하고 있는 주체는 경영자이며 그들의 의사결정행위는 기업소유자인 주주를 비롯하여 종업원 고객 소비자 등과의 이해관계에 결정적인 영향을 미치는 중요한 요소가 되고 있기 때문이다.

원래 인간이란 동일인의 경우에도 이해관계에 있어서는 의사와 행위를 달리 할 수도 있는 것이다. 하물며 기업의 소유와 경영이 이질적인 타인에 의하여 각각 담당되고 있다면 그에 참여하고 있는 다수 개개인의 경영의사결정도 그 기업의 목적과 반드시 일치된다고는 볼 수 없다.

기업경영에 있어서 소유자인 주주의 욕구(기업목적)와 경영관리자의 행위를 규제하는 경영관리자 자신의 의사결정은 달리 될 수도 있을 것이며, 어떤 의미에서는 그것은 당연하다고도 볼 수 있는 것이다.

그러나 기업경영의 이상(理想)은 기업목적에 경영관리의 의사결정이 일치되므로써 그 성과달성은 극대화가 가능하다고 기대될 수 있다.

이러한 관점에서 현실의 기업재무활동은 그 성과의 극대화달성을 위하여 기업목적을 어

*수산경영학과 교수(경영학)

떻게 설정하고 있으며, 또한 경영자의 의사결정은 어떻게 수행되고 있는가를 명백히 할 필요가 있다. 만약 그러한 목적설정과 의사결정행위가 일치되지 않는다면 그 이유는 어디에 있으며 그 차이는 개선 가능한가에 대하여도 파악하지 않으면 아니된다.

이러한 양자의 관계를 필자는 기업재무이론의 입장에서 고찰하여 보고자 한다.

2. 기업목적의 형성

기업경영의 목적이란 高田馨 교수에 의하면 경영이념과 경영목표의 두 요인을 포함하는 것으로 그것은 의사결정의 원점(原點)으로서 중요한 역할을 하며, 나아가서는 환경변화에 의하여 그의 개선이 요구되고 있다는 것이다.¹⁾ 따라서 기업목적의 설정은 기업의 전략적 문제의 하나이며 그것은 경영전략을 도출하고 나아가 각종의 개별개혁을 탐구하고 이것을 평가·선택하는 결정규범(rule)으로서 의의를 가지는 것이다²⁾라고 하였다.

이러한 기업목적에 대한 어프로치(approach)의 방법에는 이해관계 등에서 기업자체의 입장과 주주의 입장³⁾ 등 학자에 따라 여러가지 견해가 있으나 여기에서는 목적소유설·제도설·조직목적설·개인목적설에 관해서만 검토하기로 한다.

1) 목적소유설(目的所有說)

목적소유설은 이익극대화 또는 비용최소화라고 하는 목적이 기업에 부여되어 있다고 보는 견해로서 이것은 전통적인 기업이론에 입각한 기업개념을 근거로 하고 있다.

전통적인 기업이론은 마아샬(A. Marschall)이래의 「마이크로」경제이론을 기초로 하여 주로 시장경제를 구성하는 기업의 경제적 분석을 주축으로 하고 있다. 이 이론에 의하면 기업이란 가격결정과 자원배분을 고려하는 추상적 개념하에 한계수익과 한계원가가 일치되는 점에서 생산량이나 가격 및 투자를 결정하는 주체로서 가정되고 있다.

이 전통적인 경제이론에 입각한 기업이론에 있어서의 가정에는 ① 욕망·자원·지식 등의 집적이 일정하며 불변하다는 가정(항상성의 가정), ② 욕망·자원·지식 등의 집적은 상호 또는 기업행동과는 독립되어 있다는 가정(독립성의 가정), ③ 기업의 목적과 목표는 이익(이윤)을 극대화하는데 두고 있다는 가정(행동동기의 가정), ④ 기업경영의 의사결정에 필요한 정보는 완전히 알려져 있다는 가정(정보의 가정), ⑤ 기업내에서의 개인의 결정이나 행동은 기업의 이익극대화의 목적에 대하여 완전한 관계 상호조화된다는 가정(조직의 가정) 등이 있다.⁴⁾ 곧 이러한 가정을 전제적 조건으로 하여 전통적 기업이론이 성립되어 있는 것이다.

1) 高田馨著, 經營目的論, 千倉書房, 1980, p. 55.
 2) 占部都美著, 企業の意思決定論, 白桃書房, 1969, p. 139.
 3) 占部都美著, 現代の企業行動, 1967.
 4) 宮川公男著, 意思決定の經濟學(Ⅱ), 1969, p. 63.

또한 기업이론에서는 기업목적은 이익극대화 혹은 비용극소화에 두고 있으나 이 목적은 결정하는 것이 아니고 오히려 기업에 처음부터 부여되어 있는 것이라 보고 있다. 따라서 기업목적과 기업가목적은 동일한 것이며, 또한 기업의 종사자는 기업가로부터 급료·상여 등의 지급을 받는 대가로서 기업가의 목적에 종속하는 것이라 보고 있다. 이것은 기업활동을 구성하는 집단으로서 기업가와 종사자라고 하는 두 집단의 존재를 인정하고 있으나 후자는 전자 곧 경영자와 기업가의 범위에 포함되는 것이라 보고 있는 것이다.

이러한 견해는 전통적 기업이론이 완전 자유경쟁을 전제로 한 소규모생산의 소수기업에 의한 활동이라는 시대배경에 두고 있으며, 이런 점에서 현대기업의 행동에 대하여는 역사적 현실을 무시한 추상론에 그치고 있는 것이다. 따라서 전통적 기업이론에서는 기업을 시장 경제 속에서 생산재요소를 최적으로 결합하여 이익극대화를 목적으로 하는 생산량 가격 투자 등에 관한 결정을 하는 기관으로서의 제기업구조를 구명하지 못하고 있다.

곧 기업의 내부구조에서 나타나는 제문제를 처리하지 못하고 기업과 의사결정자를 전지전능(全知全能)의 합리주의적 인격자라 가정하고 있는 것이다. 여기에서 실제로 기업경영의 의사결정에 이용가능한 정보 문제나 집행업무 등의 분석 수단과 기법 또는 경영자의 직능 지위 등에 대하여도 전혀 무시되고 있는 것이다. 여기에 목적소유설의 최대 결합이었다고 하겠다.

2) 제도설(制度說)

제도설은 전통적인 기업이론에 입각한 목적소유설의 비판에서 나타난 것으로서 제도적 경영학에 이론적 근거를 두고 있으며, 「소유와 경영의 분리」라고 하는 현대기업의 제도적 구조를 구명하는 데서 기업의 목적을 설정하려고 하고 있다.

占部都美 교수에 의하면 제도화란 소유자와는 별개의 제도적 존재로서 기업 그 자체가 하나의 제도로서 성립하는 것이라 의미하고 있다.⁵⁾ 그러나 실제로는 기업이라는 제도를 어떻게 이해하느냐에 따라 제도설에 있어서 설정하는 기업목적이 다양하게 나타나 있다. 몇 가지 예를 들어 고찰하면 다음과 같다.

먼저 제도적 경영학의 창시자인 베블렌(Thorstein Veblen)에 의하면 ① 19세기의 산업제도도 주요한 제도의 하나이다. ② 사회구조의 진화는 제도의 자연도태의 한 과정이다. ③ 유한제급제도는 사회구조에 대해서 뿐만 아니라 사회 각 구성원의 개인적 성격에 대하여도 영향력을 가지고 있다. ④ 사고 습관의 적응은 제도의 발전이 된다. ⑤ 일정한 사회에 작용하는 제도의 체제는 관습과 같은 성질의 것이므로 그것은 필연적으로 불안정한 것이며, 시간의 경과와 더불어 지속적인 방법이기에는 하나 필연적으로 변화할 것이다.⁶⁾ 라고 이해하고 있다.

5) 占部都美著, 企業の意思決定論, 白桃書房, 1969. p. 140.

6) 占部都美著, 企業形態論, 1968, p. 25.

張 設 篇

따라서 「베블렌」이 주장하는 제도로서의 기업은 근대 자본주의를 움직이고 있는 제도적 세력이며 기업가는 투자와 시장의 기구를 통하여 생산과정을 지배하고 경제활동의 방향을 결정하는 산업계에 있어서의 지배적 지위를 점하고 있다⁷⁾는 것이다. 또한 그는 현대의 기업활동은 물리적 기초인 기계과정 제도와 정신적 기초인 소유권제도라고 하는 두 상이한 제도적 기초위에서 성립되며 어느 한쪽이 없어도 아니된다고 보고 있다.⁸⁾

이에 대하여 코몬스(J. R. Commons)는 「베블렌」의 영향을 받고 있으나 기업으로서의 제도를 다음과 같이 규정하고 있다. 곧 「기업으로서의 제도란 「고잉 콘선」(Going Concern)이다. 이 제도는 활동규율을 설정하는 집단행동에 있어서 그에 따라 개인의 행동은 규율화되고 개개인의 관계도 안정화되며 그것에 의하여 규율화되는 것이다. 그리고 활동규율이란 개인의 행동을 지속적으로 활동적으로 지배하는 집단행동을 규율화하는 것이며, 집단행위는 거래를 최소 분할단위로 하고 거래는 교섭거래(Bargaining Transaction), 배분적 거래(Rationing Transactions), 관리적 거래(Managerial Transactions)로 구분하며 이들 세 가지의 거래단위의 거래활동의 총화를 「고잉 콘선」으로서의 제도라 하고 있다.⁹⁾

이와 같이 「코몬스」가 주장하는 제도로서의 기업은 「고잉 콘선」이며, 그의 적용론적 원리는 능률의 원리와 희소성 원리가 상호계약적 관계에 있다고 하는데서 성립되는 것이라 생각된다.

또한 휘슬러(Wissler)는 경영의 제도화란 사업경영의 행동이 매일매일 거래활동에 있어서 확실성을 가지고 예측할 수 있는 것을 의미한다¹⁰⁾고 하여 「코몬스」와 유사한 견해를 나타내고 있다.

그리고 고오든(R. A. Gordon)은 소유와 경영이 분리된 기업을 곧 제도라고 보고 그 위에서 현대기업의 목적은 단기 이익의 극대화원칙에서 장기이익의 극대화원칙으로 이행하고 있다고 주장하고 있다. 곧 그에 의하면 18·19세기경 개인기업가의 의사결정은 투기적이며 단기적 이익의 극대화 원칙이 그들의 행동을 지배하여 왔다. 이에 대하여 소유와 경영의 분리라고 하는 기업의 제도적 배경하에서는 이익개념이 기업 그 자체의 이익으로 변화하고 동시에 기업의 이익원칙은 단기적 이익의 극대화가 아니고 장기적 이익의 극대화의 추구로 변화하여 온 것이라 하였다.¹¹⁾ 그러나 그가 주장하는 장기적 이익극대화원리에는 중대한 결함이 포함되어 있다. 그것은 장기적 이익극대화란 개념으로서의 이해되거나 현실의 의사결정에 대하여는 명확한 결정기준은 되지 못하기 때문이다.¹²⁾

또한 같은 제도학파에 속하는 드락커(P. F. Drucker)는 「기업이란 제도는 소유와 경영의 분리라고 하는 근대기업에 있어서 기업자체의 구조적 논리의 지배를 받아 특히 생존의 욕

7) T. Veblen; The Theory of Business Enterprise, 1923, 小原敬士譯, 企業の理論, 1965, p. 6.

8) op. cit., p. 55.

9) 占部都美著, 企業形態論, 1968, p. 35.

10) W. Wissler: Business Administration, 1931, p. 769.

11) 占部都美著, 企業の意思決定論, 白桃書房, p. 141.

구를 가지고 거기에 자기 목적을 가질 때 하나의 제도다]라고 하였으며, 「기업에 있어서 그의 하부구조로서 통일적 기술단위를 두고 이 기술단위를 조직화하고, 또한 이것을 사회적 경제적 조직으로서 조직화하는 것을 기업제도」라고 하였다.¹³⁾

그리고 기업이 생존하기 위하여는 그의 생존에 필요한 치명적인 중요성을 가지는 다원적 영역에 대하여 개개의 최저 필요한 목표수준을 설정하여 최저 필요한 성과를 확보하는데 목적이 있다고 하였다. 이러한 기업의 목적으로서는 ① 마케팅의 목적 ② 생산성의 목적 ③ 혁신의 목적 ④ 인간조직의 목적 ⑤ 수익성의 목적 등을 들고 있다.¹⁴⁾

이러한 점에서 볼 때 「드락커」의 기업목적론은 타면에서는 다원적 목적의 설정을 주장하고 있다고 하겠다.

이상에서 고찰한 바와 같이 제도설에 의한 기업목적의 설정에는 사람에 따라 견해를 달리하고 있으나 공통적으로는 소유와 경영의 분리론에 기초를 두고 있으면서 그 윗단계에 있어서의 이해에 다소 견해를 달리하는 데서 목적의 설정도 자연 달리되고 있다고 하겠다. 이것은 결국 각 견해에 있어서의 현실적인 획일성이 희박하다는 것을 뜻하게 된다. 이 점에서 제도설은 그 목적설정에 대한 합리성을 판정하기 위한 객관적인 측정척도를 제공하지 못하고 있다는 비판을 받고 있는 것이다.

3) 조직목적설(組織目的說)

조직목적설은 버나드·사이몬(C. I. Barnard, H. A. Simon)에 의하여 대표되는 근대조직론에 입각하여 추구되고 있는 기업목적설이다.¹⁵⁾ 이 설에서는 기업가의 목적과는 별도로 조직에 공통된 목적이 있으며 그 목적의 추구가 곧 기업목적이라고 하는 것이다.

근대조직이론이란 제도학과에서 명확히 한 기업에 있어서의 소유와 경영의 분리라고 하는 제도적 배경을 기초로 하면서도 거기에서 근대기업이 안고 있는 제문제로서 구명하지 못한 경영자의 직능 지위를 추구하고 나아가 조직의 본능이나 성격 및 매카니즘에 대하여 분석을 가하여 기업목적설을 설정하려고 하는 견해이다.

그러나 이 근대조직론에 있어서의 조직이란 단순히 기업이론으로서 의식적으로 총괄된 인간의 활동이나 제력(諸力)의 체계¹⁶⁾로서 모든 종류의 조직에 공통된 이론으로서 전개되고 있다. 따라서 이 이론은 기업이론이라기 보다는 광범한 조직일반에 관한 이론이기 때문에 여기에서는 기업의 경제이론과 조직이론과의 융합이 되어 있지 않는 것이 특징이다.

기업의 입장에서 근대조직이론에 입각한 기업조직을 고찰하여 보면 다음과 같이 정리할

12) 前掲書, p. 141.

13) P. F. Drucker: Concept of the Corporation, 1946, pp. 4-10.

14) P. F. Drucker: Business Objectives and Survival need; Note on the Discipline of Business Enterprise, The Journal of Business, Vol. 31. No. 2 April, 1958, pp. 84-85.

15) C. I. Barnard: The Functions of Executive, 1938, pp. 60-61.

16) 高宮晋著, 現代經營學の系譜, 日本經營出版社, p. 120.

張 設 篇

수 있다. 곧 현대조직이론에서는 기업가 종업원 주주 고객등 기업조직의 구성원들이 상호 대등한 입장과 관계에서 조직에 참가하고 있는 것으로 생각할 수 있다. 곧 기업조직의 구성원들은 조직에 참가함으로써 공통적인 조직목적의 달성에 공헌하고 거기에서 각자는 그 개인적 목적이나 혹은 개인적 동기를 만족하는 것으로 생각할 수 있는 것이다. 그리고 조직에의 참가를 계속하게 되면 조직은 존속할 수 있게 되고 거기에서 조직균형이 유지된다는 것이다.

조직의 균형을 위하여는 조직구성원들의 공헌을 도출하여야 하며 그것을 위하여는 충분한 유인과 공헌의 균형이 추구되어야 하는 것이다.

마아치·사이몬(J. G. March, H. A. Simon)은 조직균형이론을 구성하는 중심적인 과제에 대하여 다음과 같은 5개조건을 들고 있다.¹⁷⁾

- ① 조직은 조직의 참가자라고 하는 다수개인의 상호관계적인 사회적 행동의 시스템이다.
- ② 각 참가자개인 혹은 집단은 조직에 대한 공헌을 하는 유인으로서 조직으로부터 보수를 받는다.
- ③ 각 참가자는 조직에서 제공된 유인이 조직에서 요구된 공헌에 상등한 경우나 혹은 그보다 클 때 비로소 조직에의 참가를 계속한다.
- ④ 각 참가자의 집단이 공급하는 공헌은 조직이 참가자에 제공하는 유인을 생산하는 원동력이다.
- ⑤ 그리하여 유인의 원동력인 공헌의 성과가 참가자의 공헌 도출에 필요한 유인을 공급하는데 충분한 경우에만 조직은 존속한다는 것이다.

이와 같은 중심적 이론적 명제로서 조직균형을 도모하기 위하여 「버나드」는 대내적 균형을 도모하는 방법으로서 적극적인 유인의 증가와 부담의 감소를 피하고 또한 대외적 균형을 도모하기 위하여는 첫째 조직내부의 각 요소를 통합하고 복합적인 조직 전체에 통합하는 조정기능을 도모하고, 둘째는 기업시스템의 각 부분인 생산시스템 인사시스템 영업시스템을 조직의 종축으로 하여 효용의 생산과 교환을 위하여 유기적인 전체에 통합하는 조직기능을 도모하고, 셋째로 환경변화에 적응하여 각 요인간의 전략적 요인을 탐구하고 의사결정을 하여 환경과 조직과의 균형을 이루어가는 조정기능을 도모하는 것이 필요하다고 하였다.

이와같이 조직균형론에서는 조직구성원은 개인적인 목적을 만족시키기 위하여 개인적 목적과는 다른 독자적인 조직목적의 달성에 대하여 공헌을 제공하는 것이라고 하였다. 그리고 각 개인으로부터 조직의 존속에 필요한 공헌을 제공받기 위하여는 「유인 \geq 공헌」의 균형을 갖게 하는 것이 필요하다고 한다.¹⁸⁾

이와같이 근대조직론에 입각한 조직목적설은 기업조직을 구성하고 있는 구성원이 적극적

17) J. G. March, H. A. Simon : Organization, 1958, p. 84.

18) J. G. March, H. A. Simon : op. cit., pp. 149~153, p. 256.

으로 조직에 참가하고 그것을 계속할 수 있게 하도록 하는데 조직목적 설정하려고 하는 것이 특징이라 하겠다. 그러나 이것만으로서 조직에 참가하는 각 개인의 의구를 다 충족할 수는 없는 것이다.

4) 개인목적설

개인목적설은 근대조직론을 기초로 한 조직목적설을 수정한 견해로서 그것은 사이어트·마아치(R. M. Cyert, J. G. March)의 「기업행동이론」에 기초를 두고 있다. 「사이어트·마아치」에 의하면 조직이란 여러가지 요구를 가지는 개인 혹은 집단의 연합체(Coalition)¹⁹⁾이며 그 조직을 구성하는 각 개인에게는 각각 다른 목적이 있으므로 그들 사이에서 의견의 완전 일치라고 하는 것과 같은 공통목적을 유도할 수 있다고 하는 생각에 대하여 의문을 가지고 있었다. 그 이유로서는 “조직을 개인의 집합이라고 생각하는 한 각 개인에게는 각각 다른 목적이 있으며 그들 사이의 대립이 진실로 해소되는 것은 일반적으로 기대할 수 없기 때문이라는 것이다. 따라서 조직속에는 개인적 목적은 있을지라도 조직자체의 목적은 처음부터 존재할 수 없기 때문에 조직이 조직을 구성하는 사람들의 개인목적과는 별도로 독자적 목적을 가진다고 하는 것은 일종의 의제라 생각하고 있다.²⁰⁾ 곧 조직체는 본래 목적이 없으며 그 속에 있는 인간만이 목적을 가진다는 것이다.

이러한 이유에서 개인목적설에서의 기업목적의 설정이란 기업에 참가하는 개인적 요소를 목표로 구성되어 있는 연합체속에서 서로 밀고 당기는 거래과정을 통하여 자연적으로 형성되어간다고 하는 것이다.

이때 기업의 목표형성에 직접 관여하는 것은 경영자 관리자 및 종업원 등의 내부경영자층이며 그의 주주 고객 정부 거래처 금융기관 협동조합등 외부 경영층은 기업의부에서 간접적으로 기업 목적형성에 기여하는 것이라 한다.

따라서 기업목적이란 기업의 각 부문조직에 있어서의 목적의 집합으로서 곧 생산목표 판매목표 이익목표 또는 시장점유율목표 등과 같이 각각 독립된 만족수준의 집합이라 하고 있다.

이와같은 견해는 기업조직을 개인의 연합(Coalition of Individual)이라 규정하고 있는 기업의 행동이론과도 상통하는 것이다.

기업의 행동이론은 기업이론과 조직론을 결합한 이론으로서 그것은 내용적으로는 한편에서는 순수한 가설적인 단일 경영자기업을 전제로 한 기업이론에 조직의 개념을 도입함으로써 기업의 의사결정을 조직의 의사결정으로서 파악하고 그것에 의하여 실제의 과점기업(寡占企業)의 행동을 기술하려고 하는 것과 같은 보다 현실적인 기업이론을 확립하려고하

19) R. M. Cyert and J. G. March : A Behavioral Theory of the Firm, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliff, N. J., 1963, p. 26

20) ibid.

고 있으며 다른 면에서는 모든 조직을 전제로 한 조직론에 있어서의 대가를 기업에 한정함으로써 보다 심화된 기업조직론을 확립하려고 하는 이른바 양면에서 상호교류를 도모하는 논리에 입각하고 있다고 하겠다.²¹⁾

위에서 몇가지 어프로치 방법에서 기업목적형성을 고찰하여 보았으나 이 중에서 목적소유설과 제도설은 전통적인 기업이론에 입각하여 기업목적설을 설정하려고 하고 있다. 그러나 전자는 이익극대화에 기업목적설을 일원화하는 입장을 취하고 있는데 대하여 후자는 기타의 조직목적설 및 개인목적설에서와 같이 기업의 목적을 일원화하지 아니하고 다원적으로 설정할 것을 내용으로 하고 있다. 이것은 이들 원리가 전통적 기업 이론에 대한 비판적 입장에서 있기 때문에 주로 기업의 현실을 이해하는 견해의 차이에서 초래된 결과라고 할 수 있다.

그러나 여기에서 중요한 것은 이와같이 다양한 기업목적설에 대응하기 위하여는 다양한 경영재무의 최적결정이 가능할 수 있어야 할 것이다. 곧 기업목적의 실현을 위하여 경영재무문제에의 접근이 가능하여야 하는 것이다. 그러나 이에 대한 가능성에는 아직도 거리가 있으며 그에 대한 이론적 연구도 현단계로서는 시론적(試論的) 단계를 벗어나지 못하고 있다. 곧 현실에 있어서는 森昭夫교수가 지적하고 있는 바와 같이 기업목적규정에 있어서 재무연구의 영역에서 가장 통설적인 것은 주주의 부극대(富極大) 혹은 주가극대 기업평가극대 등을 재무결정을 위한 최적성의 판정기준으로 하는 고전적 기업관에 기초를 두고 있는 것이다.²²⁾

그럼 다음에서 고전적 기업이론에 입각하고 있는 극대화론에 있어서 주가극대화원리의 형성과정과 그 본질을 파악하여 보기로 한다.

3. 극대화원리와 주가(株價)극대화

극대화원리(Maximization Principle)란 소유의 조건에 있어서 또는 그 조건을 좌우할 수 있는 한에 있어서는 가급적 극대의 수준을 달성하려고 하는 원리이다.²³⁾

이 원리는 다른 여러가지 명제(命題)와의 결합하에 각각 특정의 극대화원리를 창출하여 왔다. 예를 들면, 이익(이윤)과 결합하여 이익극대화원리를, 매출액 또는 매출증가율과 결합하여 매출액극대화원리 또는 매출증가율극대화원리와 같은 각종 원리를 도출하여 왔다. 주가극대화원리도 이 범주를 벗어나지 못한다. 그러나 모든 극대화원리의 효시는 이익극대화원리이다.

이익극대화원리는 전술한 바와같이 전통적인 기업이론인 고전파(古典派)경제 이론을 근거로 하고 있으며 그의 가장 가까운 파생원리로서 가장 중요한 것은 매출액극대화원리와

21) 高宮晋著, 前掲書, p. 263.

22) 森昭夫·後藤幸男·小野二郎編, 最適經營財務論, 有斐閣, 1978, p. 3.

23) 高田馨著, 經營目的論, 千倉書房, 1980, p. 121.

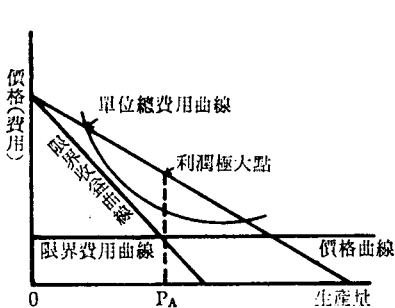
부가가치극대화원리 및 주가극대화원리라 할 수 있다. 이들 극대화원리의 본질과 특성을 개별적으로 고찰하여 보자.

1) 이익극대화원리

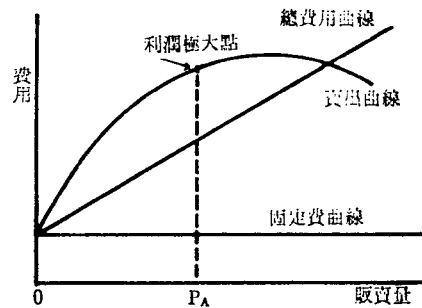
이익극대화원리(Profit Maximization Principle)는 고전파경제이론에 의한 전통적인 기업이론으로서 고전적인 비용이론을 기초로 하여 이익극대화를 설명하고 있다. 즉 완전자유경쟁하에 있어서 기업은 한계비용과 한계수익이 상호일치된다고 하는 점에서 생산량이 결정되고 이익도 극대화가 가능하다고 하는 것이다.

이것을 그림으로 표시하면 다음 <그림-1>과 같다. <그림-1>에서 가로에 생산량을 취하고 세로에 가격 또는 비용을 취한다. 여기에서 가격은 직선적으로 저하하고 변동비는 비례비(比例費)라고 하는 두 전제를 가정한다. 이 그림에서 한계비용과 한계수익이 교차하는 점에서 수선을 내리면 그것과 가격곡선과의 교차점이 이익극대점이 되며 이때의 생산량은 OP_A 로 표시된다.

또한 판매량과 비용과의 관계에서 보면 <그림-2>에서와 같이 나타난다.



<그림-1>



<그림-2>

이때의 이익극대점은 총비용곡선과 매출곡선으로 둘러싸인 영역속에서 최대의 폭이 되는 점이다. 또한 판매량은 OP_A 로서 <그림-1>에서와 같다.

이 두 그림에서 명백한 것은 이익극대화는 두가지의 특징을 나타내고 있다는 것이다. 그 하나는 이익극대화를 지향하는 것은 극대점을 지향하는 것이 되며 이것은 항상 최고의 조건으로서 추구되고 있다는 것을 의미하는 것이다. 둘째로는 이 이익극대화원리는 가능성(can)의 개념을 가진다는 점이다. 가능성의 개념은 기업의 존속과 성장이라고 하는 기본목표와 관련하여 생각할 때는 그 기본목표와는 아주 동떨어진 개념이다. 그 이유는 존속성을 가능성의 개념으로서는 충분히 설명할 수 없기 때문이다.

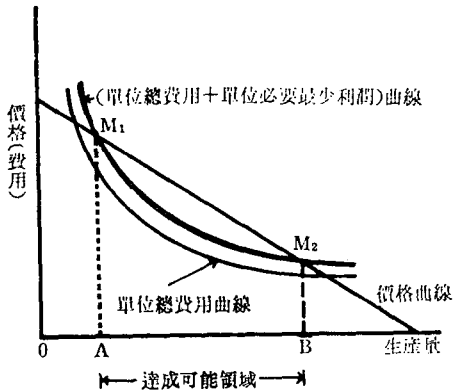
이러한 이유에서 극대화원리는 이익이외의 다른 척도를 설정하여 보충하지 않으면 안된다는 결론을 나타내고 있다.

2) 매출액극대화원리

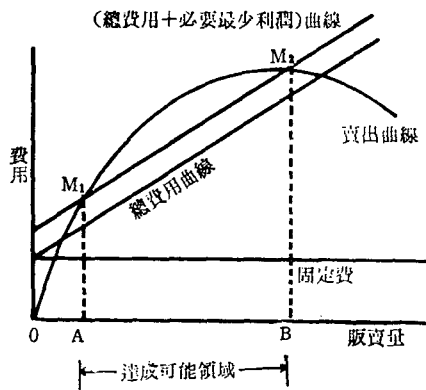
이 원리는 이익극대화원리의 결합을 보완하는 방법의 하나로 매출액을 극대화의 척도로서 적용하자는 것이다.

이 원리는 보물(W. J. Baumol)에 의하여 소개되고 있다.²⁴⁾ 그에 의하면 이 원리는 이익(윤)원리를 인정하면서도 그것을 필요 최저한도로 억제한다는 견해이다. 곧 매출액을 극대화하여 필요최저한도의 이익을 확보할 것을 주장한다.

이 원리를 그림으로 표시하면 <그림-3>, <그림-4>와 같다.



<그림-3>



<그림-4>

먼저 위의 <그림-3>에서 보면 총비용곡선위에 총비용과 필요최저이익을 합한 곡선을 긋고 그것과 가격곡선과의 교점을 M₁, M₂라고 하면 총비용에 필요최저이익을 가한 곡선상의 M₁, M₂사이의 어느 곳에서 매출액극대화는 실현된다는 것이다. 그리고 M₁, M₂에서 각각 가로축에 수선을 내리고 그것과 생산곡선과의 교점을 각각 A, B라고 하면 그 \overline{AB} 가 달성가능한 대상영역이 된다고 판단한다.

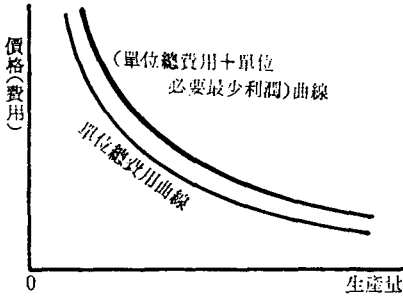
다음에 <그림-4>에서는 가로축에 판매량을 취하고 매출곡선과의 관계에서 보면 총비용곡선의 상부에 필요한 최저이익을 합한 곡선을 긋고 그것과 매출곡선으로 둘러싸인 두점 M₁, M₂사이의 어느 선상에서 필요한 최저이익이 실현될 것이다. 그리고 M₁, M₂에서 가로축으로 수선을 내려 그 교차점을 A, B라고 하면 매출액극대화를 실현가능하게 하는 판매량은 \overline{AB} 의 영역이 될 것이다. 「보물」은 이때의 매출액극대치는 M₂가 된다고 했다.

위 그림의 설명에서 알 수 있는 바와 같이 매출액극대화원리는 그림상에서는 극점을 지향한 것으로 보이나 사실은 가능성의 개념이 아닌 필요조건으로서 이것은 마스트(must)의 개념이다. 그러므로 매출액극대화에서는 이익극대화에서의 가능성과 다른 「마스트」의 개념을 가지는 극점을 지향하고 있다고 하였다.

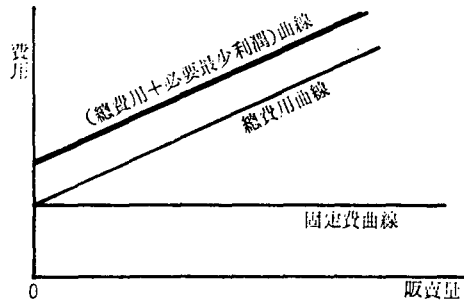
24) W. J. Baumol : Business, "Behavior Value and Growth, Revised edition" on the Theory of Olegopdy Economical, Vol. XXIV No. 99, 1958. 8.

株價極大化型 財務意思決定에 關한 研究

다음에는 이 원리에서 가정하고 있는 가격과 비용에 대하여 수요곡선을 소여의 것으로 가정하고 있으나 이것도 사실상 현실적으로는 그 실현성이 거의 불가능하며 곤란하다는 점을 고려할 때 그 결과는 「어떻게 되겠는가」라고 하는 점을 고려하여 볼 필요가 있다. 이 점을 가미하여 보면 <그림-3>과 <그림-4>는 <그림-5> <그림-6>과 같이 변형된다.



<그림-5>



<그림-6>

<그림-5> <그림-6>의 두 그림에서 매출액극대화는 굵은 선상의 어느 곳에서 실현될 것이 분명하다. 이것은 「마스트」의 개념이 선으로 변화한 것이며 그의 본질적인 변화는 없는 것이다.

여기에서 이 원리는 이익극대화원리에 있어서의 가능성(can)의 개념보다도 더 강력한 의사표시로서 곧 달성해야 한다는 의지가 포함되어 있는 「마스트」의 개념을 가지고 있다는 것을 알 수 있다.²⁵⁾

가능성의 개념이란 달성목표이며 그것은 항상 최고의 조건을 지향하고 있다는 것을 뜻하나 「마스트」의 개념은 반드시 해야 한다는 강한 의지이며 여기에서는 필요최저한도의 이익 획득을 지향하는 것이다. 따라서 이것은 목표라기보다는 일종의 제약조건이 되는 것이다. 그러므로 전자보다는 아주 강력한 의사표시이다.

이와 같은 매출액극대화 원리 그 자체를 순수한 기업목적으로 설정하자는 것이다. 그 이유로서는 「보물」에 의하면 첫째, 이 원리는 시장경쟁의 지위를 확보하고 그것을 유지하는 것을 가능케 하고 있으며, 둘째로는 이 원리는 소유와 경영의 분리에 의하여 경영자의 이익관계와 소유자의 이해관계가 서로 다르다는 것을 표시하고 있으며, 셋째로는 이 원리의 실현은 경영자의 명성에 효과적으로 작용한다는 것이다.²⁶⁾

이상과 같은 「보물」의 매출액극대화 원리에 대하여 高田馨 교수는 다음과 같이 정리하고 있다.

- ① 「보물」이 주장하는 매출액극대화 원리는 현실을 파악하고 현실에서 문제를 도출하

25) 高田馨著, 經營目的と責任, 千倉書房, 1971. pp.69~70.

26) 高田馨著, 經營目的論, 千倉書房, 1980. p.131.

여 의사를 주장하고 있다.

② 따라서 그것은 주주·소유자·자기자본가 등의 입장에서가 아니고 경영자(전문경영자)의 입장에 입각하고 있다.

③ 이익을 제약함으로써 이익수준과 만족수준을 동일하게 보고 있다.

④ 이와 같은 이익의 제약이 가해지는 데서 매출액극대화(점)는 두가지 방법에서 출현된다. 즉 매출액극대화 원리에 있어서 매출극대점은 단순한 한계분석의 응용에 의하여 한계매출이 제로(0)가 될 때 결정되는 경우와 또한 그 극대점보다 낮은 점에서 결정되는 경우가 있다는 것이다.²⁷⁾

그러나 「보물」이 주장하는 매출액극대화 원리는 현실에 입각하여 문제해결을 시도하고 있으나 현실에 있어서 반드시 매출액극대화지향만으로 달성될 수 있으며, 또한 기업이 요구하는 제목표(諸目標)는 유익한 성과만을 초래한다고 할 수 없을 정도로 현실의 기업환경은 복잡다양화되어 있다. 곧 시장경쟁의 격화와 인건비의 급등, 공해문제의 발생 등으로 기업이 사회적 구성체로서의 임무를 무시하고서까지 많은 이익을 추구하여야 한다는 것은 현실에서는 기대할 수 없는 실정에 있는 것이다.

3) 부가가치극대화 원리

이 원리는 경제학의 부가가치개념을 극대화 원리에 적용한 것이다.

부가가치란 원래 사회경제학의 개념으로서 구체적으로는 생산국민소득을 구성하고, 또한 그 분배액인 임금, 지대, 이자, 이익 및 조세와 같은 분배국민소득의 원천이 되는 것을 총괄하는 개념이다.

이 부가가치의 개념은 물적 생산성을 기초로 하여 부의 생산과 분배를 통하여 사회경제에 공헌하는 것으로서 바꾸어 말하면 사회적 존재로서의 기업관에 입각하여 기업의 참다운 생산성이나 경영성과를 파악하는데 유용한 개념으로서 인식되고 있다.

이 부가가치개념을 극대화원리에 도입한 것은 위에서 설명한 이익이나 매출액을 도입한 극대화 원리에 의해서도 근대기업의 목적(財務目的)을 충족할 수 없기 때문에 새로운 척도로서 시도한 원리이다.

극대화에 부가가치의 개념을 도입하면 노무비·이자·가옥비·지대 및 세금 등은 기업자 이익과 마찬가지로 비용으로서가 아니고 이익의 일부로서 처리되게 된다. 즉 순매출액에서 외부에 지급되는 원가를 공제한 것을 극대화하게 되는 것이다. 이 원리를 부가가치 극대화의 원리라 한다.²⁸⁾

부가가치극대화 지향의 기업행동을 그림으로 표시하면 <그림-7>에서와 같다. <그림-7>에 의하면 총비용곡선에서 전급부(前給付) 원가곡선을 공제한 부분과 가격곡선 및 총비용곡선

27) 高田馨, 前掲書, p. 44.

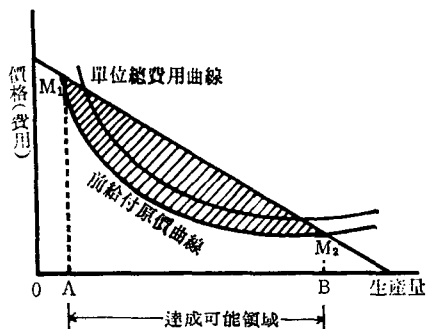
28) 末松玄六著, 中小企業成長論, 1961. p. 16.

株價極大化型 財務意思決定에 관한 研究

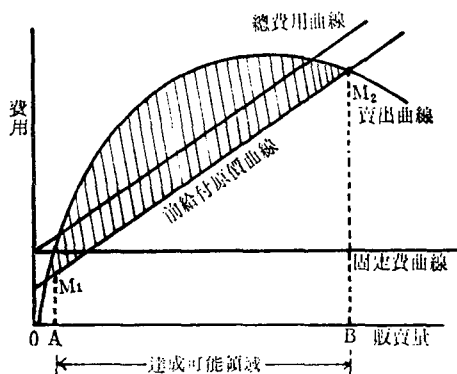
으로 둘러싸인 부분을 더한 영역이 구하는 부가가치를 실현하는 영역이 된다. 기업은 이 영역내에서 부가가치극대화의 실현을 위하여 행동을 취하게 된다. 그 이유는 부가가치극대화는 생산량에서 전급부원가를 공제한 것을 극대화하는 것이기 때문이다. 따라서 이 대상 영역은 매출액극대화의 실현영역보다 광범위하다.

이와 같이 부가가치극대화를 지향하는 근본개념은 기업의 존속과 성장을 목적으로 하므로 동시에 기업의 수익극대화와 계속성의 획득이 가능한 데에 있다.

이 원리를 매출곡선과의 관계에서 보면 <그림-7>은 <그림-8>과 같다.



<그림-7>



<그림-8>

<그림-8>에서 보면 총비용곡선보다 아래에 있던 전급부원가곡선과 매출곡선으로 둘러싸인 M_1' , M_2' 사이의 영역이 실현가능한 영역이 된다. 기업은 이 영역내에서 부가가치를 극대화하도록 기업행위를 실시하게 될 것이다. 그리고 이 부가가치극대화에 의하여 기업은 가능성과 필요조건을 다같이 충족하는 것이므로 기업의 존속과 성장이라고 하는 기본적인 목표를 실현할 수 있는 가능성을 가지게 되는 것이다.

그러나 부가가치극대화 원리는 실용상에 있어서 중대한 문제가 있다.

부가가치의 계산방식에는 가산법과 공제법이 있으며, 또한 계산기준의 설정에 있어서도 생산액기준과 매출액기준이 있다. 이론상의 계산기술로는 어느 방법, 어느 기준을 적용하든 그 결과는 일치되게 되어 있으나 실제에 있어서는 그 작업이 대단히 곤란하다.

예를 들어 상업의 경우는 생산이라는 공정(工程)이 존재하지 않으므로 부가가치는 반드시 매출액기준이 되는 것이다. 그러나 제조기업의 경우는 당기에 생산된 제품이 당기에 전부 판매된다고는 보장되지 않으므로 재고가 남게 된다.

따라서 부가가치라고 하지만 공업의 경우는 당기 생산품을 기준으로 한다면 그 생산액에서 그 속에 포함되어 있는 외부 구입가치를 공제한 생산액기준부가가치와 당기의 매출액을 기준으로 한 매출액 속에 포함되어 있는 외부구입가치를 공제한 매출액기준부가가치의 두가치를 계산하여야 한다. 즉

$$\text{생산액기준부가가치} = \text{생산액} - \text{외부구입가치}$$

張 設 篇

매출액기준부가가치=매출액-의부구입가치
가 된다.

이 두 종류는 생산액=매출액이 아닌 경우는 엄밀히 구별되어야 한다. 이를 구별하지 않는 경우에는 부가가치를 계산하더라도 그것은 매출액기준부가가치도 아니고 생산액기준부가가치도 아닌 전혀 의미가 없는 수치가 되고 만다.

다음에는 가산법(加算法)에 있어서 인건비 등은 부가가치가 아니라는 점이다. 가산법에 의하면

$$\text{부가가치} = \text{순이익} + \text{인건비} + \text{조세공과금} + \dots$$

등의 계산식으로 나타나므로 순이익, 인건비, 조세공과금 등이 부가가치로 오해되기 쉽다는 점이다. 부가가치를 가산법에 의하여 계산하는 것은 계산상의 편의에 의한 것일뿐 인건비나 이익·지급이자 등의 합계 곧 부가가치라는 뜻은 아니다. 그것은 부가가치에서 공제되어야 할 과목들이다.

부가가치는 총생산액에서 그 생산을 위하여 다른 기업으로부터 구입하여 소비한 원재료 등 타기업의 생산물의 가치를 공제한 수치이다.

이러한 이유에서 부가가치계산은 공제법에 의해서만 계산되어야 한다고 주장하는 사람들도 있으나 공제법에 의한 계산 역시 위에서 본 바와 같이 그리 쉬운 것이 아니다. 그리고 공제법에 의한 사고는 손익분기점론이나 직접원가계산에 있어서의 한계수익의 계산방법과 유사하며 그것은 부가가치와는 그 내용을 달리하나 오히려 부가가치법보다 더욱 우월한 점도 있다. 따라서 부가가치극대화 원리는 일반적으로 기업의 제문제를 총괄할 수 있는 경영 목적적으로는 부적당하다고 인식된다.

4) 주주부극대화원리와 주가극대화원리

주주부극대화원리란 이익극대화, 매출액극대화 또는 부가가치극대화 및 기타 제극대화의 원리와 마찬가지로 경영의 모든 의사결정을 포괄하는 것과 같은 전반적인 목적은 아니더라도 내부적인 투용자의 재무결정에 대한 명확한 목적만이라도 제대로 충족할 수 있는 척도의 추구에서 제의된 원리의 하나이다.²⁹⁾

따라서 이 원리도 「솔로몬」을 비롯하여 많은 학자들에 의하여 인정되고 있는 바와 같이³⁰⁾ 어떤 구체적인 일련의 경영결정을 내리기 위한 광범한 문제해결을 위한 판정기준은 아니며 적용영역은 적으나 이용가능한 판정기준으로서 일반화되고 있는 것이다.

29) Ezra Solomon: The Theory of Financial Management, Columbia University Press, New York, 1963.

30) • Margolis: The Analysis of the Firm; Rationalism, Conventionalism and Behaviorism, Journal of Business, XX, pp.187~189.

• March and Simon: Organization

• Mason: The Apologetics of Managerialism, Journal of Business, XXXI, pp.1~11.

「솔로몬」에 의하면 주주부극대화 원리의 배경을 다음과 같이 설명하고 있다.

곧 기업에 있어서 이익과 수익성은 구별되며 이중 전자는 소유자지향의 개념이며 국민소득중 기업에 자기자본을 제공하는 사람들에 환원되는 금액과 그 비율을 의미하는 것이다. 또한 그것은 소유자를 위한 최대의 부를 창출하고 동시에 이 부를 소유자 혹은 기업내의 소유자 계정에 분배하는데 관계가 있는 것이다.

후자는 업무적인 개념이며 이에 관계되는 것은 새로운 부의 생산 혹은 창조뿐이다. 이와 같이 한정된 의미에서 개개의 행동지침(course)의 잠재적인 수익성은 사회자원의 경제적 운용을 위한 판정기준이 되며 이익의 극대화는 경제적 효과를 추구할 뿐이다. 개별기업이 보다 효과적인 자원운용에 의하여 초래한 이익의 처분이나 개별기업이 산출하는 소득과 부의 잠재적인 증가의 배분 등에 관해서는 상관할 것이 없다는 것이다.

자원의 적용에 의하여 필요한 투입물의 가치합계액 이상의 경제적 가치를 발생시키는 가능성이 있으면 수익성이 있는 것이며, 행동지침으로서의 수익성과 이 의미에서의 이익극대화는 단지 자원과 투자안과의 의사결정중에서 유리한 것을 선정하고 그렇지 않은 것은 배제하는 것 뿐이다. 또한 이 지침의 목표는 기업의 최대한의 경제적 가치를 발생하는 것과 같은 제자원의 최적이용량과 최적결합법을 보증하는 것이며 이 과정에서 재무적 의사결정이 수반된다는 것이다.

이 의미에서 보면 이익극대화 원리가 재무관리 목적으로서 적합하나³¹⁾ 이익극대화라고 하는 용어는 어휘의 혼란을 초래하기 쉽고 이것은 업무목적이라고 하는 특정의 한정된 의미로 사용하는 것은 위험하며, 또한 협의의 이익극대화도 기술적인 이유에서 업무목적의 개념으로서 적당하지 못하다는 것이다. 그러므로 이 용어를 포기하고 그것을 사용하는 데서 필연적으로 발생하는 혼란을 회피하여야 한다는 것이다.³²⁾ 그 이유로서는 극대화하려는 이익의 불명료성과 이익극대화를 판정하는데 있어서 타이밍(Timing) 그리고 이익이 무시되고 있다는 점 등을 들고 있다.³³⁾

따라서 「솔로몬」은 이러한 결함을 보완하기 위한 한가지 방법으로서 기대이익액 또는 비율보다는 오히려 그 효용면(효용극대화)에서 고려되어야 하나 그것도 상대적으로는 주관적인 선호에 의하여 그 효용척도가 표시된다. 그러므로 오히려 그 이상의 문제를 야기할 수 있으므로 결국 그에 대체되는 방법으로서 부의 극대화 혹은 순현재가치의 극대화라고 하는 개념의 적용이 적절하다고 볼 수 있다.³⁴⁾

<부의 극대화>

원래 부란 미래의 수입·지출에 대한 유열(流列)의 현재가치 및 자본화가치라 규정하고

31) Ezra Solomon *op. cit.*, pp. 22~23.

32) *ibid.*

33) *op. cit.*, pp. 24~26.

34) *ibid.*

있다.³⁵⁾ 그러나 부극대화란 재무관리의 목적에서 보면 여러가지의 관점, 곧 소유자의 관점, 사회적 관점, 경영자 관점에 따라 그의 의미를 다소 달리할 수도 있으나 이 중에서 경영적 제자원의 가장 효과적인 이용방법을 반영하고 따라서 사회경제적인 부를 극대화하는 것은 주주의 관점이라는 것이다.³⁶⁾

이것은 마오(Mao, J. T. C)에 의해서도 주장되고 있다.

「마오」에 의하면 주주의 부극대화를 재무관리목적으로서 인정하는 근거는 최소한 다음 두가지 점에 있다고 한다. 그 첫째는 실체문제로서 주주는 투자가치(곧 주가)를 증대시키도록 회사업무를 관리, 운영하는 재무관리자를 선호하고 그렇지 못한 경영자는 언제나 경질된다는 점이다. 둘째로는 재무관리자는 이론적으로는 주주의 피용자(被傭者)이므로 그는 고용주의 최선의 이익을 위한 기업운동을 할 의무가 있으며 주주에 대한 최선의 이익이란 투자가치의 증대에 있는 것³⁷⁾이라고 하였다.

그럼 주주의 부극대화 곧 기업의 순현재가치의 극대화는 어떤 것인가를 알아보자.

「솔로몬」에 의하면 기업의 순현재가치는 다음과 같이 산출된다.³⁸⁾

먼저 순현재가치 = W , 자기 자본액 = C , 자산의 조(粗) 현재가치 = V 라고 한다면 순현재가치(W)는 다음식으로 표시된다.

$$\text{순현재가치}(W) = \text{자산의 조현재가치}(V) - \text{자기자본액}(C)$$

여기에서 순현재가치(W)는 목적자산의 획득과 행동방침을 따르는데 필요한 자기자본을 조현재가치에서 공제한 것이다. 곧 순현재가치(W)는 장래 이익의 크기(E)와 그 질(k) 및 이 이익을 실현하는데 필요한 투자자본액(c)에서 합성되는 수치이다.

자산의 조현재가치(V)는 평균이익을 고정된 단순한 경우는 기대이익의 흐름(E)을 할인율(k)로 나눈 값이며($V = E/k$) 또한 기대이익의 흐름(E)은 $E = G - (M + I + T)$ 로서 표시된다.

여기에서 G 는 어떤 자산 혹은 행동방침에 있어서 장래 기대되는 년평균조수익의 흐름이며 감가상각 혹은 감모상각충당금 조세 이자 기타 주요제외상의 공제전 이익의 흐름이다.

M 은 G 의 계획수준을 유지하는데 요하는 년평균재투자액이나 그 M 은 관습적으로 인정되는 감가상각비나 감모상각비를 웃돌거나 혹은 밀도는 경우도 있다. T 는 조세의 지급에 충당되어야 할 연간전적유출액이며 과세재산 및 조이익(G)과 동등액의 소득을 기초로 하여 관습적으로 산출한다.

I 는 외부원천의 타인자본에 대한 이자우선배당, 기타의 주요제외상에 충당되어야 할 연간 전적지급액이다.

그리고 기대이익의 흐름(E)에 성장경향이 없는 단순한 경우에 있어서는 주주에 대한 연

35) *ibid.*

36) 諸井勝之助述, 財務意思決定における最大化規準, 會計 第109卷 第3號.

37) Mao, J. T. C, Corporate Financial Decision, 1976, pp. 20~21.

38) Ezra Solomon.

간에상배당액(D)도 또한 $G-(M+I+T)$ 로 표시된다.

위에서 기술한 순현재가치의 규정에 있어서 어려운 문제는 (E)의 책정액 (k)의 규정이 다. 곧 이들의 올바른 결정을 발견하기 위하여 무엇을 측정하고 또한 더(加)한 측정치를 어떻게 결합하는가가 문제된다.

목표의 정식화(定式化)를 위하여는 (E)의 극대화보다도 순현재가치의 극대화쪽이 더욱 완벽하고 우월하게 된다. 그 이유는 순현재가치의 정형화에는 (E)의 질적면이 포함되어 있으며 또한 (E)의 발생하는 시기적 측면에서 발생하는 문제까지도 처분할 수 있기 때문이다. 예를들면 경영자의 선택이 필요할 때 둘이상의 (E)의 흐름이 그 총액과 질뿐아니라 타이밍(Timing)에 있어서도 상이한 경우가 많다. 이러한 경우의 올바른 처리를 위하여는 단순히 (E)를 극대화하는 것만으로서는 불충분하며 순현재가치의 정식화에 의하여서만 가능하다. 곧 재무관리자가 투융자의 결정을 내리는 경우에 극대화하여야 할 올바른 목표가 되기 때문이라고 한다.³⁹⁾

위에서 보는 바와 같이 기업의 순현재가치로서 평가되는 주주의 부극대화원리는 요약하면 현대의 전형적인 기업에서 나타나 있는 주주, 소유의 대중화, 전문경영자층의 상대적 자주화 경향을 배경으로 하는 이른바 소유와 경영의 분리 혹은 경영자지배의 등장에 근거를 두고 전개된 극대화원리라고 할 수 있다.

이와같은 부의 극대화(Wealth Maximization)원리는 諸井교수가 지적하고 있는 바와같이 화폐의 시간가치(Time Value of Money)의 불확실성(Uncertainty)을 측정치에 반영시키는데 있어서 이익개념보다 우월하기 때문에 경제주체의 재무적 행위목적으로서 적절하다고 하겠다.⁴⁰⁾

이것은 새로운 재무이론의 분석방법이 신고전파적 근대경제 이론에 부합되기 때문이다. 여기에서는 주주부극대화가 경제행동의 기본원리이며, 기업목적=주주목적이라는 가설이 강력하게 지원되고 있다고 할 수 있다.

〈주주부극대화와 주가극대화〉

상술한 주주부극대화원리는 일반적으로 주가극대화원리와 동일하게 사용되고 있다. 이것은 주주가 가지는 부의 대상인 주식을 공개하는 주식회사(Publicly Held Corporate)에 한정한다면 원칙적으로 동일시하여도 무방하다고 하겠다. 그러나 엄격한 기업의 배당금을 지급하는 경우 주가는 반드시 배당락(配當落)이라는 현상을 일으키게 되므로 이때의 주주부는 배당락주가 플러스 받은 배당금이라야 한다. 이점에서 주주의 부극대화는 주가극대화가 아니다.⁴¹⁾ 그러나 이러한 경우는 일상적인 현상이 아니므로 보통은 주주부극대화와 주가극대화는 동일하게 취급되며 또한 주가극대화로 대체하여 사용되고 있는 것이 일반적이다.

39) Ezra Solomon, op. cit., pp.26~28.

40) 諸井勝之助述, 前掲書, p.562.

41) 森昭夫述, 最適經營財務決定の基礎理論.

森昭夫・後藤幸男・小野二郎編, 前掲書, p.5.

4. 주가극대화의 결정요인

기업에 있어서 극대화행동을 진술한 「솔로몬」의 순현재가치공식에서 이해될 것이나 여기에서는 각도를 달리하여 그의 결정요인을 파악하기로 한다.

주가결정에 관한 가장 오래된 연구로서는 존 윌리엄스(John Williams)의 투자가치의 이론⁴²⁾과 MM이론 등이 있다. 이들 이론의 발전을 근거로 하여 확실성하(確實性下), 불확실성하(不確實性下) 또는 성장기업의 경우등 환경여건에 따라 주가결정의 요인을 고찰하기로 한다.

1) 확실성하의 주가결정

현대기업에 있어서 주가결정은 일반적으로 배당과 이익에 의하여 영향을 받는다. 곧 확실성하의 기업에 있어서 발생하는 증권을 모두 주식의 형태로 간주할 때 주가는 기업의 총시장가치와 일치되며 그것을 투자주식에서 오는 자본이득(Capital gain)과 배당에서 결정된다.

먼저 배당에서 보면, 어떤 기업의 일정 영업기 곧 제 t 기 기말의 1주당 배당금($D(t)$)은 제 t 기 기수와 그 다음기($t+1$)기수의 주가를 각각 $P(t)$, $P(t+1)$ 그리고 이 기업에 적용되는 제 t 기의 자본화율을 $\rho(t)$ 라고 한다면 자본시장의 균형상태에서는 다음의 관계식이 성립된다.

$$\rho(t) = \frac{D(t) + P(t+1) - P(t)}{P(t)} \quad \text{①}$$

여기에서 $\{P(t+1) - P(t)\}$ 는 자본이득이므로 이에 제 t 기의 배당($D(t)$)을 합하면 투자수익이 되며 그것을 투자액액 $P(t)$ 으로 나눈 수익률은 투자가가 이 기업에서 요구하는 이익률인 자본화율($\rho(t)$)와 동일하게 된다. 따라서 이 식은 다음 ②식으로 표시될 수 있다.

$$P(t) = \frac{D(t) + P(t+1)}{1 + \rho(t)} \quad \text{②}$$

곧 이 기업의 주가는 제 t 기 뒤의 배당을 포함한 주가를 자본화율로 할인한 현재가치와 동일하게 된다.

여기에서 기업의 주가 곧 총시장가치($V(t)$)를 제 t 기의 배당금지급총액 $D^*(t)$, 제 t 기의 기발행주식수(既發行株式數) ($N(t)$), 제 t 기에 시가($P(t+1)$)로 발행되는 신주식수(新株式數) ($M(t)$)와 같다고 하면 그 관계식은 다음과 같이 된다.

$$\begin{aligned} V(t) &= P(t)N(t), \\ V(t+1) &= P(t+1)\{N(t) + M(t)\} \end{aligned}$$

42) 諸井勝之助先生選歴記念. 現代經營財務論. 東京大學出版會, 1984. p.9.

그리고

$$D^*(t) = D(t)N(t)$$

제t기의 영업이익(순이익)을 $X(t)$ 라하고 제t기중에 투자를 $I(t)$ 만큼 한다고 하면 제t기에는 다음과 같은 예산통제수식이 성립된다.

$$I(t) = X(t) - \{D^*(t) + P(t+1)M(t)\} \quad \textcircled{3}$$

위의 ①식과 ③식에서 기업의 총시장가치 $V(t)$ 는 다음과 같은 관계식으로 나타낼 수 있다.

$$V(t) = \frac{1}{1+\rho(t)} \{X(t) - I(t) + V(t+1)\} \quad \textcircled{4}$$

또한 확실성하에서는 기업의 장래 영업이익과 투자는 확실하므로 위의 제관계식에서 다음 식이 유도된다.

$$V(t+1) = \frac{\{X(t+1) - I(t+1) + V(t+2)\}}{\{1+\rho(t+1)\}}$$

$$V(t+2) = \frac{\{X(t+2) - I(t+2) + V(t+3)\}}{\{1+\rho(t+2)\}}$$

.....

또한 이들 관계식을 ④식에 대입하면 다음 식이 얻어진다.

$$V(t) = \sum_{\tau=0}^K \frac{X(t+\tau) - I(t+\tau)}{\prod_{\tau=0}^{\tau} \{1+\rho(\tau)\}^{\tau+1}} + \frac{V(T+K)}{\prod_{\tau=0}^K \{1+\rho(\tau)\}^{\tau+1}}$$

이 식에서 제2항은 일반적으로 $K \rightarrow \infty$ 일 때 제로(0)가 된다고 하는 것이므로⁴³⁾ 결국 확실성하에서는 기업의 총시장가치 $V(t)$ 는 장래의 영업이익과 투자에 의하여 영향을 받으며 그 관계식은 다음 ⑤식이 된다.

$$V(t) = \sum_{\tau=0}^{\infty} \frac{X(t+\tau) - I(t+\tau)}{\prod_{\tau=0}^{\tau} \{1+\rho(\tau)\}^{\tau+1}} \quad \textcircled{5}$$

여기에서 기준을 제0기로 하면 $(t=0)\rho(\tau)=\rho$ 가 되므로 ⑤식은 다시 다음 식으로 전환할 수 있다.

$$V(0) = \sum_{\tau=0}^{\infty} \frac{X(T) - I(T)}{(1+\rho)^{\tau+1}}$$

2) 불확실성하의 주가결정

자본화율의 개념에 MM이론의 기본적 사고를 적용하여 보면 기업의 어떤 기의 기수총시장가치는 자본화율, 그 기의 영업이익, 투자에 관한 예상과 한 기 뒤의 기업의 총시장가치에 대한 확률예상이 가능할 때 그들의 함수로서 확실성의 경우와 똑같은 형태로 특정화 할

43) D. Durand, 1957, pp. 348~363. Modigliani and Miller. 1959, p. 664. 및 Miller and Modigliani, 1961, No. 14, p. 421.

수 있다. 그 산식은 다음과 같다.

$$\bar{V}(0) = \frac{X(0) - I(0) + \bar{V}(1)}{1 + \rho(0)} \quad \text{⑥}$$

이 ⑥식에서 \bar{V} 는 1기뒤의 총시장가치($V(1)$)의 기대치이다. 따라서 1기후 그 기업의 총시장가치를 장래의 영업이익과 투자에 관한 예상의 특정함수로서 나타낼 수 있다면 그 기업의 총시장가치는 장래의 영업이익과 투자로 나타내는 기업평가식이 될 것이다. 곧 부채와 주식의 시장가치총액의 합으로 정의된다. 따라서 부채의 시장가치총액은 보통 그 장부가액과 거의 일치되므로 주식의 시장가치총액은 위의 기업평가식으로 표시되는 기업의 총시장가치와 부채의 장부가액과의 차이에서 구하는 주식평가액이 된다.

예를들면 제0기수에 어떤 기업의 영업이익과 투자를 각각 확률변수 $X(t), I(t) (t=0, 1, 2, \dots)$ 로 표시하고 이에 대한 투자가의 예상이 주관적인 경우 동시확률 분포 ϕ_0 라고 가정하자. 또한 투자가는 일반적으로 제t기에 있어서 예상 $\phi(t)$ 를 제t기의 기업의 총시장가치로 전환한 함수 $U(\phi_t)$ 와 예상 ϕ_t 를 제t기의 자본화율 $\rho(t)$ 로 전환한 함수 $\zeta(\phi_t)$ 라고 가정하면 이러한 경우 일반적으로는 어떤 기의 예상 곧 그에 따라 결정하는 기업의 총시장가치와 자본화율은 그 이전의 기의 영업이익, 투자의 실현치에 따라 확률적으로 변동될 것이다. 그러므로 그 이전의 기에서 보면 그 기의 기업의 총시장가치와 자본화율은 확률변수가 될 것이며 제1기에서 보면 그 기의 예상 $\phi_{(1)}$ 는 어떤 확률분포에 따르는 ϕ_0 에서 결정할 수 있다. 따라서 현시점에서 제1기의 총시장가치 $\bar{V}_{(1)} = U(\phi_{(1)})$ 와 자본화율 $\bar{\rho}_{(1)} = \zeta(\phi_{(1)})$ 의 주변확률분포를 도출할 수 있다.

반대로 제0기의 영업이익, 투자의 실현치가 부여되고 있다고 가정할 때, 이 조건하에서의 제1기의 예상 곧 조건부의 동시확률분포가 결정되는 것이므로 그것을 ϕ_1' 로 표시하자. 다시 말하면 제 1기이후의 영업이익 투자의 조건부확률분포가 결정된다. 마찬가지로 같은 조건하에서 그 기업의 제1기의 총시장가치 $V'_{(1)}$ 와 자본화율 $\rho'_{(1)}$ 도 결정된다.

또한 그 기업의 제2기의 예상 및 총시장 가치는 제0기의 실현치가 부여되어 있다고 하는 조건에서 제1기의 영업이익과 투자의 실현치에 의존되므로 역시 조건부의 확률변수가 될 것이다. 따라서 조건부 확률변수로서의 제1기의 영업이익, 투자 및 제2기의 기업의 총시장가치를 각각 $\bar{X}'_{(1)}, \bar{I}'_{(1)}, \bar{V}'_{(2)}$ 로 표시한다면 위의 ⑥식은 이 경우에도 성립할 것이므로 이들 관계는 다음 ⑦식으로 정리될 수 있다.

$$V'_{(1)} = \frac{X'_{(1)} - I'_{(1)} + \bar{V}'_{(2)}}{1 + \rho'_{(1)}} \quad \text{⑦}$$

단 이 식에서 $X'_{(1)}, \bar{V}'_{(1)}, \bar{V}'_{(2)}$ 는 각각 조건부 확률변수의 기대치가 된다.

다음에는 제0기의 영업이익과 투자가 없다고 하는 경우에서 보자.

이때에는 $\bar{X}'_{(1)}, \bar{I}'_{(1)}, \bar{V}'_{(2)}$ 및 $\rho'_{(1)}$ 는 각각 확률변수가 될 것이다. 그리고 기업의 제1기의 총시장가치 $\bar{V}'_{(1)}$ 는 $X'_{(1)}, \bar{I}'_{(1)}, \bar{V}'_{(2)}$ 의 기대치가 각각 $\bar{X}'_{(1)}, \bar{V}'_{(2)}$ 의 기대치와 같으며

로 ⑦식의 관계는 기업의 제1기 총시장이치가 확률변수의 분수형태로 표시되므로 기대치 $\bar{V}_{(1)}$ 는 다음 식으로 나타낼 수 있다.

$$\bar{V}_{(1)} = \frac{\bar{X}_{(1)} - \bar{I}_{(1)} + \bar{V}_{(2)}}{1+x}$$

※ 단 x 는 자본화율에 대응하는 변수이다.

이러한 경우 만약 투자가는 복잡한 현실에서 한정된 합리성⁴⁴⁾만을 적용할 수 있다면 그는 동시확률분포에서 매기(每期)의 자본화율에 대하여 어떤 판단을 한다고 가정하기보다는 오히려 영업이익과 투자에 관한 동시 확률분포에서 기업의 위험성을 판단하고 하나의 자본화율을 정하여 그것을 장래의 각기의 공동자본화율로서 적용할 수 있다는 것도 생각할 수 있다. 이와 같이 투자가의 한정된 합리성 원칙에서 자본화율의 가정을 전제로 한다면 동시 확률분포 ϕ 에서 결정되는 매기의 일정자본화율을 ρ 로 표시하면 ⑦식은 다음 식으로 유도된다.

$$\bar{V}_{(1)} = \frac{\bar{X}_{(1)} - \bar{I}_{(1)} + \bar{V}_{(2)}}{1+\rho}$$

이 식은 또한 다음과 같은 관계를 성립시킨다.

$$\bar{V}_{(1)} = \frac{\bar{X}_{(1)} - \bar{I}_{(1)} + \bar{V}_{(2)}}{1+\rho}$$

이와 같은 관계가 기업의 각기의 기대총시장이치에 대하여도 성립한다고 간주된다면 확실성의 경우와 동일한 수속을 인용하여 ⑧식과 같은 기업평가식을 얻는다.

$$V_{(0)} = \sum_{T=0}^{\infty} \frac{\bar{X}(T) - \bar{I}(T)}{(1+\rho)^{T+1}} \quad \text{⑧}$$

곧 기업의 총시장이치는 장래의 각 기의 기대영업이익에서 기대투자액을 공제한 것을 자본화율 ρ 로 할인한 현재가치와 같다. 여기에서 자본화율 ρ 는 영업이익과 투자에 관한 예상에서 결정되는 값이므로 자본구성에 의존되는 것은 아니다.

또한 ⑧식은 불확실한 수익을 초래하는 자산(증권)의 가치를 구하기 위한 위험프리미엄법의 공식과도 일치한다.⁴⁵⁾

이상에서 주식의 시장가치 $S_{(0)}$ 를 구하기 위한 주식이공식은 제0기의 부채의 시장가치 총액을 $B_{(0)}$ 로 한다면 다음 ⑨식으로 표시된다.

$$S_{(0)} = V_{(0)} - B_{(0)} \quad \text{⑨}$$

3) 성장하의 주가결정

경제성장기에 어떤 기업(Z)이 장래의 각기마다 계속적인 순투자를 예정하고 그 결과 총

44) H. A. Simon, 1957, part IV. Rationality and Administrative Decision Making, pp. 196~206.
譯書 “合理性と意思決定”, pp. 367~381.

45) Robichek and Myers, 1965, pp. 79-86.
Modigliani and Miller, 1958, p. 262.

자산과 영업이익의 성장이 예상된다고 가정하자.

이때 투자가는 그 기업에 대하여 영업이익과 투자에 관하여 예상할 때 그 기업이 성장상태에 있다고 하는데서 투자액을 각기 기수의 총자산에 대한 순투자율 (=순투자/기수총자산) 곧 총자산의 성장율로 생각하고, 한편 영업이익에 관해서는 총자산에 대한 각기의 영업이익율로 간주하고 이 성장율과 영업이익율에 대한 주관적인 동시확률분포 ϕ 가 부여되어 있다고 가정하자. 그리고 제0기수의 총자산 $A_{(0)}$ 를 소여라고 한다면 제1기, 제2기의 각 기수의 총자산은 각각 $A_{(0)}\{1+\bar{g}_{(0)}\}$, $A_{(0)}\{1+\bar{g}_{(0)}\}\{1+\bar{g}_{(1)}\}$ 로 예상된다. 이것은 일반화하면 제t기 기수의 총자산(확률변수)은 $A_{(0)}\{1+\bar{g}_{(0)}\}\{1+\bar{g}_{(1)}\}\cdots\{1+\bar{g}_{(t-1)}\}$ 가 될 것이다. 따라서 제t기의 예상영업이익(확률변수)은 $\tilde{\pi}(t)$, $A_{(0)}\{1+\bar{g}_{(0)}\}\{1+\bar{g}_{(1)}\}\cdots\{1+\bar{g}_{(t-1)}\}$ 로 표시된다. 총자산과 영업이익에 대한 동시확율은 앞의 성장율과 영업이익율에 대한 동시확률분포에서 유도된다.

성장이 예상되지 않는 경우에 대하여 MM이론에서는 투자가의 투자결정에서는 기업의 예상영업이익으로서 각기의 예상영업이익의 기간평균을 사용할 것을 가정하고 있다.⁴⁶⁾ 이 가정을 인용하여 성장율과 영업이익율에 관한 예상을 그들의 기간적 평균치로 접근시킬 것을 가정한다. 따라서 투자가는 그 기업의 성장율을 기간평균의 성장율로 한다면 그것은 다음 ⑩식으로 표시된다.

$$\bar{g} \equiv \lim_{T \rightarrow \infty} \left[\frac{r}{r-c} \{1+\bar{g}(t)\} \right]^{\frac{1}{T}} \quad \text{⑩}$$

그리고 영업이익율을 기간평균의 영업이익율(확률변수) π , 곧

$$\tilde{\pi} \equiv \lim_{T \rightarrow \infty} \frac{1}{T} \sum_{t=0}^{\infty} \tilde{\pi}(t) \quad \text{⑪}$$

로 간주한다고 가정하자.⁴⁷⁾ 이때 평균영업이익율 $\tilde{\pi}$, 평균성장율 \bar{g} 도 각기 독립된 것으로 변환되어 있다고 가정한다면 일반적으로 제t기의 총자산을 $(1+\bar{g})^t A_{(0)}$, 투자는 $\bar{g}(1+\bar{g})^t A_{(0)}$, 영업이익은 $\tilde{\pi}(1+\bar{g})^t A_{(0)}$ 로 표시될 것이다. 따라서 그들의 기대치는 각각 $(1+\bar{g})^t A_{(0)}$, $\bar{g}(1+\bar{g})^t A_{(0)}$ 및 $\tilde{\pi}(1+\bar{g})^t A_{(0)}$ 가 될 것이다.

위와 같은 투자가의 정보처리과정을 거친 뒤에 기업의 평가가 행하여 진다면 기업의 총시장가치 $V_{(0)}$ 는 ⑧식에 $X(t) = \tilde{\pi} \bar{A}(t) = \tilde{\pi}(1+\bar{g})^t A_{(0)}$ 및 $I(t) = \bar{g} \bar{A}(t) = \bar{g}(1+\bar{g})^t A_{(0)}$ 를 대입하여 다음 ⑫식을 유도한다.

$$V_{(0)} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{\tilde{\pi} - \bar{g}}{1+\rho} \left(\frac{1+\bar{g}}{1+\rho} \right)^t A_{(0)} = \frac{\tilde{\pi} - \bar{g}}{\rho - \bar{g}} A_{(0)} \quad \text{⑫}$$

5. 재무의사결정의 행위

전항에서 볼 때 추가결정은 주식시장의 조건, 시장가격의 조건, 부채거래의 조건 등에

46) MM理論에서 가정된 合理性의 原則에 귀결한다는 것은 결국 人間은 복잡한 상태를 가능한한 단순화하려는 성향을 가졌다고 하는 것으로 이것은 行動科學的으로 타당하다고 하였다. 그리고 이러한 가정은 投資家가 장래의 각기의 利益을 하나의 변수로 대리하는 것을 의미한다.

47) Modigliani and Miller(1958), p. 256.

의하여 영향을 받고 있다는 것을 알 수 있다. 이것은 기업의 소유자인 주주라고 하는 투자가(개인 또는 기관)가 자본시장을 통하여 기업에 대한 자본공급자로서 기능하며 동시에 투자대상으로서 주식을 선택하는데서 형성되기 때문이다. 따라서 기업경영에 있어서 재무의 사결정은 투자가로서의 개인 및 개인과 기업과의 사이의 자금수급을 연결하는 자본시장을 통하여 형성되는 것이라 할 수 있다.

그러나 기업경영에 있어서 의사결정의 주체는 경영자이므로 기업에 있어서 재무의사를 최종적으로 결정하는 것은 경영자의 행위인 것이다. 여기에서 기업에 있어서 경영자의 재무의사결정행위와 소유자의 목적과 기업목적의 동일하다는 것과 일치하고 있는가 없는가의 문제가 주가극대화 및 밀접한 관계에 있다는 것을 알 수 있다. 이 문제에 관하여는 소유자와 경영자와의 관계 및 기업과 경영자와의 관계 및 기업과 경영자와의 관계 등에서 파악되어야 한다고 생각된다.

1) 소유자와 경영자

기업이 개인경영 곧 동일한 인물에 의하여 소유되고 경영되는 경우에는 실제로 그 기업의 목적과 경영자의 의사결정과의 사이에는 사실상 착오란 있을 수 없는 것이다. 그러나 소유와 경영이 분리되고 있는 주식회사 기업에 있어서는 어떠한가.

소유와 경영이 분리된 기업에 있어서의 경영자는 소유자의 대리인이다. 해리 및 샬(C. W. Haley & L. B. Schall)도 경영자란 기업소유자의 이익을 위하여 기업을 운영하는 고용 대리인으로서 간주된다고 하겠다.⁴⁸⁾ 따라서 경영자는 소유인(所有人)인 주주에게 전적으로 봉사하는 대리인이라 할 수 있다. 그러나 현실에 있어서 경영자는 단순한 소유자의 대행자나 편자(便者) 또는 대표자가 아니라 경영자는 소유자로부터 기업의 운영을 위양받고 있는 자주재량권을 가지는 대리인이다.

대리인으로서 자주재량권을 행사하는데 있어서는 완전시장과 같은 이상적인 상황하에서는 소유자가 당해기업의 업적에 관한 정보를 비용을 들이지 않고 자유로운 이용이 가능하기 때문에 경영자는 의사결정에 있어서 선택의 여지를 전혀 가지지 못할 것이다. 따라서 경영자의 모든 의사결정은 소유자의 부극대화, 곧 주가극대화로 되지 않을 수 없는 것이다. 만약 그렇게 하지 않을 경우에는 경영자의 위치(입장)는 아주 난처하게 될 것이다.

반대로 불완전시장하에 있어서는 소유자와 경영자와의 관계는 이익면에서 다소 괴리되었으므로 그의 정도에 따라서 경영자의 재무의사결정행위에는 차이가 나타날 것이다. 이러한 경우 현실적으로는 기업소유자와 잠재적 소유자는 자기들의 이익에 위배되지 않도록 경영자의 의사결정행위를 통제하려고 할 것이다. 그러나 소유자는 경영자의 의사결정행위가 현실적으로 주가극대화에 귀결되는지 어떤지를 직접 명확하게 파악하지 못하는 경우가 일반

48) C. W. Haley & C. B. Schall, *The Theory of Financial Decision*, 2nd edition.

小野二郎・長濱穆良編, 不確實性下の財務決定, 有斐閣, 1982, p. 36.

적일 것이다.

현실사회는 대단히 복잡하여 경영에 참가하지 않는 소유자로서 경영정보의 수집과 입수가 매우 곤란한 상태에 있다. 더우기 경영의부에서 경영자의 의사결정 과정에 개입한다는 것은 더욱 곤란할 것이다. 그래서 소유자는 경영자가 자기들의 이익을 최대한 보호하고 보장하는 행동을 하여 주기를 기대하고 경영의 의사결정권을 그들에 위양하고 있는 것이다. 특히 오늘과 같은 불완전경쟁시장하에 있어서 주주는 주가극대화보다도 오히려 일정 수준 이상의 이익보장을 기대하고 있을지도 모른다. 아니 후자에 의존하고 있을 것이라 생각된다. 이런 점에서 현실의 경영자는 단순한 기업소유자의 대리인이 아닌 자주적 재량권을 가진 대리인이라 생각된다.

이 점에 대하여는 濱村 교수도 다음과 같은 이론을 들어 강력히 지지하고 있다. 그에 의하면, ① 경영자가 기업을 계속적으로 존속 유지하고 또한 그렇게 하기 위하여 수익성 및 주가를 형성하고 어느 정도의 수준을 유지하고 있다는 점, ② 금일의 기업소유자는 경영자의 수행하는 의사결정에서 실제로 괴리되어 있으며 그 내재적 정책에 관한 정보에도 비교적 둔하며 경영자가 수익성 혹은 주가극대화 지향의 의사결정을 하고 있는가 없는가에 대하여도 직접 확인한다는 것은 거의 불가능하다는 점, ③ 기업경영자는 실제로 그 조직의 다른 구성원을 지휘하고 통제하는 힘을 가지며 또한 그러한 지위에 있다는 것이다.⁴⁹⁾

이상과 같은 점에서 볼 때 기업경영자는 그 목적형성이나 의사결정에 대하여 일정한 제약을 받으면서도 자주적으로 선택력을 행사하는 것이 농후하다고 하겠다. 그리고 이러한 경영자의 자주적 선택력의 기준은 반드시 주가극대화만이 아니며 다른 요소 곧 경영자의 자기 고유의 욕구나 동기의 달성이 될수도 있는 것이다.

2) 경영자와 기업

경영자의 욕구에 대하여 「버나드」는 「인센티브의 경영분석」에서 저명도, 위신, 개인적 세력 및 지배적인 지위획득의 기회제공을 의미하는 개인적 비물질적인 「인센티브」는 생존에 필요한 최대한의 물질적보수가 주어진 뒤에 협동적 활동을 확보하는데 극히 중요하다고 하였다.⁵⁰⁾ 여기에서 경영자의 물질적 보수란 보통은 그들의 소득과 보수에 의하여 대표된다.

경영자의 소득과 보수의 증대는 기업의 주가상승보다는 오히려 그 기업의 규모의 성장에 의하여 증대되는 경향이 있다. 또한 규모의 성장은 그에 종사하는 개인의 위신, 지위, 권력 및 정보에 대한 욕구의 충족이 되는 것이다. 일반적으로 기업규모의 확대·성장은 그 조직에 있어서 계층의 증가와 동시에 조직의 수평적 분화를 강화한다. 따라서 경영자의 보수

49) 濱村章述, 株價極大化型財務意思決定論について, 現代企業の諸問題, 千倉書房, 1982, pp. 266~267.

50) 前掲書, p. 268.

혹은 소득이 증가되고 워싱턴 서고 지위 승진의 기회도 증가된다. 그뿐 아니라 경영자의 의사결정에 있어서 권한 직무 책임의 증대에 수반하여 의사결정행위에 대한 자유재량권의 폭도 확대되고 지식 기술에 대한 정보도 더욱 전문화, 고도화를 요구하고 동시에 그와 같은 정보의 수집기회도 증가된다. 따라서 경영자의 지배력행사와 뽐내고 으시대는 욕구충족의 기회는 더욱 더 증가할 것이다.

이와같은 사실은 기업경영자의 의사결정행위가 그 기업의 수익성 및 주가극대화를 지향하는 것보다 오히려 그 기업의 규모확대와 성장 등의 지향을 할 가능성을 갖게 하는 것이라 생각된다.

그렇다고 현대기업경영자 모두가 오로지 그러한 기업규모 확대와 성장의 극대화행위만을 취하려고 한다는 것은 아니다. 말하자면 현대기업경영자는 주가수준의 향상·유지와 혹은 그러한 목적에 제약을 받고 있으면서도 실제로는 기업규모확대의 극대화를 도모하는 행동이나 욕구 충족 또는 동기 달성을 취하려고 할 것이 예상된다는 것이다. 이것은 濱村 교수가 지적한 각종 반증에서도 알 수 있다.

곧 교수에 의하면, ① 개인기업의 과잉투자설비 혹은 과잉시설의 보유 ② 다양화를 위한 설비 ③ 콘글로메리트, 합병 ④ 인적자원에 대한 과잉투자 ⑤ 경영자 혹은 관리자의 위신 상실 방지를 위한 비용지출 ⑥ 경영자의 각종 교만성(Perk)과 허세적인 교체비(Liberal expense account)에 관련된 비용지출 ⑦ 조직스택의 존재 ⑧ 조직의 X비효율의 존재 ⑨ 미이용생산적용역(경영자용역 및 직무포함) ⑩ 기업간 조직의 존재 등이다.⁵¹⁾

이러한 사실은 단적으로 요약하면 현실의 대기업이 지급하고 있는 기업성장관계 비용의 과다(過多)가 주가극대화 지향이라 하기에는 무리가 있으며 이것은 오히려 기업규모의 확대 또는 성장의 지향이다. 경영자 자신의 욕구충족 또는 동기달성을 위한 의사결정행위의 결과라고 생각된다.

이러한 점에서 보면 금일의 경영자는 경영자로서 의사결정을 주체적인 판단에 의한 행동 여지도 없는 또는 할 필요도 없는 존재가 아닌 것이다. 곧 금일의 경영자는 그 소유자인 주주에 전적으로 봉사하는 대리인으로서 주주부극대화 곧 주가극대화를 위한 재무관리기능을 대행하는 사람이라기 보다 경영자 자신에 위양된 권한의 자주행사자로서의 재량권자라 할 수 있을 것이다. 우리 나라의 기업경영자는 주가형성이나 기업가치의 극대화지향에 어느 정도의 관심을 가지고 재무의사결정행위를 하고 있는가에 대하여는 자료가 없으므로 알 수 없으나 미국 등 선진자본주의 경제사회의 기업소유자는 경영자가 주가형성 수준의 극대화지향 혹은 소유자의 최선의 이익이 될 수 있도록 행동할 것이라는 것을 막연히 믿고 있는 것 같다. 경영자도 그렇게 하는 것이 당연하다고 믿고 있을지도 모른다. 사실은 이러한 경영자의 행동목적은 정확하게 판단한다는 그 자체도 곤란한 문제이다.

51) 前掲書, p. 269.

6. 結 言

이상에서 경영자의 재무의사결정행위가 주가극대화 목적이라는 곧 기업목적=주주목적을 위하여 과연 실시되고 있는가의 여부에 대하여 경제적·이론적 배경과 행동과학적 요인 등에서 고찰하여 보았으나 양자의 사이에는 어느 정도의 괴리가 있다는 것을 결론지을 수 있다. 특히 현실에 있어서 경영자는 주가극대화 지향행위보다도 기업의 유지 존속이라는 필요이익이나 경영자의 욕구충족 혹은 동기달성에 의존하는 경영자의 자주재량권에 의하여 수행하는 경향이 있을 것을 짐작케 한다. 그렇다면 어떻게 하여 이러한 괴리가 있음에도 불구하고 주가극대화 목적론이 최근 재무관리의 이론적 연구에 있어서 지배력을 갖게 되었는지 의문이 되지 않을 수 없다.

이 점에 대하여는 기업경영자가 현실에 있어서 주가극대화행동을 취하고 있다는 확고한 증거는 없으나 그러한 목적설정이 실제로 급변하는 근대자본주의 경제체제하에서의 기업경영지표로서 유익하다는 것을 가정할 수도 있으나 그보다는 오히려 기업경영재무의 연구에 있어서 그러한 가정만이라도 기업목적으로서 설정하여 두는 것이 최근 새로운 재무이론 연구에 있어서의 분석기법 곧 계량적·통계적 분석기법의 적용이 가능하고, 따라서 신고전파적 [마이크로]경제이론에 근거를 둘 수 있었다고 하는 점에 기인한다고 생각된다. 다시 말하면 주가극대화 원리가 경제행동의 기본원리로서 적절하게 전개될 수 있으므로서 기업목적과 주주목적의 일치라고 하는 가설을 강력히 지지할 수 있는 이론적 근거가 될 수 있다는 점에 있다고 생각된다.

A Study on the Financial Decision-making for Stock Value Maximization

Soo-Ho Chang

Summary

One of the most important research works in modern business enterprise is the relation between the purpose of business enterprise and decision making behavior of manager. It is because the coincidence of the former and the latter is considered an ideal type in evaluating the result of business management.

Here I have set up assumptions in order to solve the above statements:

- (1) What purpose does the modern business enterprise set up and what kind of economic background does it have?
- (2) What is the theory of maximization of stock value among the purposes of business enterprise?
- (3) What kind of decision making do we do in the maximization of stock value in business administration?
- (4) How is the behavior of business financial manager's intention and decision made?

The result pursued under the above assumptions shows that business manager's behavior of decision making is affected according to the degree that he gets some information, but basically is determined in consideration of his autonomous standpoint, namely the stability of business enterprise and the stability of manager himself while he faithfully performs his duty which is entrusted by stockholders.

Therefore we come to the conclusion that there is a little gap between a manager's behavior of decision-making and the purpose of stock value maximization.