

REMM과 재무관리의 이해

오 현 탁*

요 약

M. C. Jensen과 W. H. Meckling이 쓴 “The Nature of Man” 논문의 핵심은 역시 REMM(Resourceful Evaluative Maximizing Model)이다. REMM이라는 용어는 새롭지만 개념은 200년 이상의 연구와 경제학과 사회과학과 철학적 토론의 산물이라는 것이다. REMM에서의 핵심은 Resourceful이다. 어떤 이론이나 정책이건 어떤 가정과 한계가 있다는 의미로 사용할 수도 있다.

재무관리의 모태인 경제학에서 지금까지 사용된 모델은 고전 경제학시대부터 일관되어 왔던 추상적 의미의 이익(효용)극대화 모델이다.

재무관리는 그 목적이 궁극적으로 인간의 소비선호체계들(people's consumption preference) 극대화 하는 것이고, 한정된 자원(scare resources)을 시간에 따라 어떻게 배분하여 효용(utility)을 극대화하는 것을 중심과제로 삼고 있다. 효용의 극대화를 위한 자원배분은 생산자원을 어떻게 배합하여 가치생산을 극대화하느냐 하는 생산에의 배분문제와 생산된 재화 및 서비스를 사람들의 욕구충족을 최대로 하는 소비에의 배분문제로 나뉘어 생각해 볼 수 있다.

그런데 적어도 재무관리에서는 후자는 다루지 않고 가치생산의 문제만 다룬다. 이러한 가정하에서 재무관리의 목표와 이에 따르는 재무관리이론(가정)의 전개는 가치창조와 소비에의 배분을 통한 효용의 극대화를 다루는 경제학의 이론을 답습함으로써 일부 혼선을 불러올 수 있다.

위험에 대한 재무담당자(투자자)의 태도를 재무관리의 입장이 아니라 경제현상 전체에 해당되는 입장에서 다루므로 각 각의 교재마다 투자자의 부 또는 수익에 대한 효용과, 위험과 수익에 대한 무차별곡선이 달리 표현되고 있다. 재무관리 책에서는 재무관리의 가정하에서 투자자의 수익에 대한 효용, 그리고 수익과 위험에 대한 무차별곡선이 정립되어야 할 것이다.

* 전북대학교 경영학부 교수

I. 서 론

M. C. Jensen과 W. H. Meckling이 “The Nature of Man”¹⁾의 글을 발표한지 10년이 지났다. 그 동안 이 논문에 대해 가장 많이 인터넷 접속이 이루어질 만큼 논문에 대한 관심도 대단했다.

이 논문의 핵심은 역시 REMM(Resourceful Evaluative Maximizing Model)²⁾이다. 저자들이 밝힌 바대로 REMM이라는 용어는 새롭지만 개념은 그렇지 않다. 이는 200년 이상의 연구와 경제학과 사회과학과 철학적 토론의 산물이라는 것이다.

지금까지 경제학에서 사용된 모델은 고전 경제학시대부터 일관되어 왔던 추상적 의미의 이익극대화 모델이다.

2004년 초에 “자녀를 둔 아버지가 자녀에게 바라는 직업”에 대한 설문조사결과를 뉴스로 보도한 바 있다. 자녀가 갖기를 희망하는 직업순위는 교사, 공무원, 의사, 교수, 변호사 등의 순으로 나왔다.

대부분의 부모는 일반적으로 교사, 공무원 보다는 교수, 변호사, 회계사가 더 좋은 직업이라고 생각할 것이다. 그러나 자신의 자녀의 Resourceful(재력, 실력, 의지 등을 감안한, 그래서 한계를 고려한)이 소위 보다 좋다고 생각되는 직업에 미칠 수 없는 것으로 판단되면 차선으로 가능성이 있는 직업 중에서 보수나 자기실현의 기회 외에 여가, 여유, 정년보장 등의 평가요소를 추가하여 이에 대해 가중치를 부여하여 가치평가를 함으로써(Evaluative) 최적화(Maximization)를 이루는 모델을 선정하려 한다.

고전적 최적화인 이익의 극대화라는 막연한 개념은 오늘날 일반적 모델로 적합하지 않다. REMM이 인간행동에 대해 체계적으로 합리적 부분을 가장 잘 설명한다고 말한다. 또한 재무대리인 모델과 조직이나 기업의 지배구조에 대한

1) M. C. Jensen and W. H. Meckling, Journal of Applied Corporate Finance, Summer 1994, Vol.7, No.2, pp.1-19.

2) 굳이 번역하자면 자원적으로 가능성 있고(물질적, 지식적 자원과 의지를 포함), 그래서 한계를 고려하고, 가치평가 능력이 있는 상태에서 이익극대화를 하려는 모델.

기초적 이해를 제공한다고 한다.

본 글에서는 REMM을 개괄적으로 소개하고 재무적 관점에서의 적용과 학문적 입장에서의 이해를 논의한다.

II. REMM의 개괄

Jensen과 Meckling은 사회과학에서 통상 자주 사용하는 5가지 모델을 열거한다. 그것은 다음과 같다.

- ① 경제적 모델(또는 현금극대화모델)

The Economic Model(or Money Maximizing Model)

- ② 사회학적 모델(또는 사회적 희생모델)

The Sociological Model(or Social Victim Model)

- ③ 심리학적 모델(또는 계층욕구의 모델)

The Psychological Model(or Hierachy of Needs Model)

- ④ 정치적 모델(또는 완전대리인 모델)

The Political Model(or Perfect Agent Model)

- ⑤ 자원적으로 충분하고 가치평가적 이면서 최적화 모델

The Resourceful Evaluative, Maximizing Model

위 모델들이 각각의 본질적 요소에 따라 어떤 형태로 특성화 되지만 그것이 결코 각각의 관측을 명쾌히 설명하지 못하고, 특히 일반적 인간행동에 대해서는 더욱 그렇다. 이 모델 중 REMM은 용어가 다소 새롭다 하더라도 여러 분야에서 200년 이상의 연구와 결론의 산물이다.

흔히 REMM이 체계적으로 인간행동의 합리적인 면을 가장 잘 설명한다고 주장한다. 이것은 기업의 재무, 조직 지배구조에 대한 기초이론을 제공하기도 하는데 바로 이것이 대리인 이론이다.

REMM은 다음의 가정을 한다.

- I. 각 각의 개인은 모든 사물의 가치평가에 주의를 기울인다.
- II. 각 각의 개인은 교환이나 대체재를 통하여 만족을 추구한다.
- III. 각 개인의 욕구는 무제한이다.
- IV. 각 개인은 극대화를 추구한다.
- V. 각 개인은 잠재가능성을 갖는다.³⁾

REMM에서 Resourceful을 이해하는 좋은 방법은 인간의 행동에 새롭게 부과된 제한에 대한 반응을 보는 것이다. 즉, 제한에 대한 새로운 대체안, 예를 들어 차량속도에 대한 55마일 제한 법률이 있게 되자 사람들은 55마일의 속도 제한이 70마일로 달리는 것과 비교하여 추가된 운전시간의 가치와 위반하였을 시의 벌금 등을 비교하여 유리한 쪽으로 행동하는 것처럼 다양한 방법으로 대체한다. 이런 사람들의 방식을 REMMs라 할 수 있다.

속도제한에 대한 경찰의 추적에 대해서도 마찬가지이다. 돈을 들여서 방송을 이용하거나 감지 장치를 구매하고자 할 때 벌금과 비교하므로 가치를 평가하여 행동하려 할 것이다. 소득세법 등에 대해서도 법이 바뀔 때마다 인간의 행동은 마찬가지 일 것이다.

이처럼 Resourceful이란 자원이 있고 잠재력이 있고에서 부터 변화에 대한 인간의 창의적 행동을 포함한다. 소집단부터 전체 사회까지 조직은 개개인들로 이루어지기 때문에 조직을 과학적으로 이해하려면 인간의 가장 중요한 특질을 가능한 한 잘 내포하는 복합체에 기초를 두어야 할 것이다. 이러한 생각에 가장 부합된 행동모델을 REMM이라 할 수 있다.

인간 행동의 다른 측면은 설명할 수 없었다 할지라도 각각 나름대로 인간행동의 중요한 측면을 설명하는 대안 모델들이 있다. REMM은 이 모델들의 각각의 장점을 통합한다. REMM은 경제적 모델들로부터 사람은 잠재가능하고, 자

3) 개인은 물적 인적자원을 가지며 창조적 이지만 가정 I ~ III에서는 이것을 말하지 않는다.

기 관심적이며 극대화 주의자라는 것을 채택하지만 단지 현금수입과 부에만 관심이 있는 것이라는 개념은 배척한다. 심리적 모델로부터 REMM은 상품에 대한 수요탄력도가 특정규칙을 갖는다는 것의 가정을 취하기도 한다. 그럼에도 욕구체계의 개념을 현대화 하여 사람들은 욕구를 갖는다는 가정을 함으로 대체 원리를 교란시키지 않는다.

REMM은 사회학적 모델로부터는 사회라는 것이 기준 노동량을 위반하는 사람들에게 비용을 부과한다는 가정을 취하지만 그 편익이 충분히 크다면 개인들은 사회적 기준노동량으로부터 이탈하여 행동한다는 가정도 흡수한다. 이것이 사회가 변화하는 방법이라고 생각한다.

REMM은 정치적 모델로부터 사람들은 이타주의(altruism)을 수용할 수 있다는 가정을 한다. 즉 자신의 복지를 최대화하면서 다른 사람에 관심을 갖고 그들을 돌본다고 가정도 흡수한다.

그러나 개개인들이 완전한 대리인이라는 개념은 수용하지 않는다. REMM의 사용을 위해서는 측정상황에 따라 REMM이 활용될 수 있도록 세부사항이 더해져야 한다. 우리 가까이 있는 문제에 보다 적절한 대중의 맛과 선호를 지정해야만 한다. 예를 들어 사람들이 미래의 상품에 대해 양적 할인율을 갖는다는 명백한 가정을 함으로써 그들은 레저를 명예나 우정 그리고 자기실현과 같은 무형제와 비교하여 평가한다는 것과 같은 것이다. 이러한 가정들과 어떤 상황에서 사람들이 선택하고 있는 기회와 지식과 결합하는 것은 강한 미래지향적 모델을 이끌어 낼 것이다.

REMM의 가장 핵심적인 것은 Resourceful이다. Resourceful은 욕구가 없다는 것을 의미한다. 어떻게 보면 보이지 않는 상황에서는 욕구가 발생하지 않는다. 따라서 Resourceful은 한계가 있다는 것을 암시하기도 한다. 정치가, 관리자, 대학생, 전문직, 자선가, 노동자 모두 그들은 Resourceful이며 Evaluative한 Maximiger이다. 그들은 환경이 주는 기회에 창의적으로 반응하며, 원하는 것을 할 수 없게 하는 제약을 풀기 위해 노력한다. 그들은 돈 뿐만 아니라 거의 모든 유행 무형제에 관심을 갖는다. 명예, 권력, 사랑, 이타주의 등 사회나 조직에 대한 도전은 게임의 규칙과 교육과정을 수정해나가므로 희소자원을 효과적으로

사용하는 것은 증가시키는 범위 안에서 REMM의 창의적 에너지를 두드리고 있다.

REMM은 아주 도처에 있다.

Ⅲ. REMM과 재무관리의 가정

1. 기업재무관리의 목표

재무관리는 돈의 관리(handling money)와 관련된 학문이다.⁴⁾ 재무관리의 목적이 궁극적으로 인간의 소비선호체계를 (people's consumption preference) 극대화 하는 것이라면 한정된 자원(scare resources)을 시간에 따라 어떻게 배분하는 것이 중심과제라 하겠다.⁵⁾ 자원배분은 생산자원을 어떻게 배합하여 가치생산을 극대화하느냐의 생산에의 배분문제와 생산된 재화 및 서비스를 사람들의 욕구충족을 최대로 하는 소비에의 배분문제로 나뉘어 생각해 볼 수 있다.

그런데 적어도 재무관리에서는 후자는 소비경제학, 후생경제학이나 사회복지 문제에 미루고 전자만을 가정하고 의사결정의 문제를 다루고 있다. 물론 가치생산의 문제도 무엇이 적절한 것인지 결정하는 것은 시장에서의 소비자들의 몫이지만 직접적으로 소비자의 욕구를 직접 겨냥하지 않는다. 그래서 재무관리는 가치평가 문제를 먼저의 과제로 삼고, 그 다음 그 가치와 대비되는 비용을 측정하여 양자를 평가하여 가치생산의 의사결정을 하는 과정으로 진행된다.

따라서 기업 재무관리의 구체적인 목적으로 기업의 생존, 시장점유율의 확대, 기업규모의 확대, 이익극대화, 도산방지 등 여러가지 다양한 목적을 생각할 수 있지만, 기업가치 극대화 목적은 위의 다양한 목적이 안고 있는 문제인 수익과 위험의 상반된 개념을 내포하고 있고, 이익극대화 또는 회계적 이익극대화 목

4) W. R. Lasher, Practical Financial Management, 2nd, South-Western College Pu. 2000, p.3.

5) Zvi Bodie and R. C. Merton, Finance, P-H, 2000, p.2.

적처럼 추상적인 개념에서 벗어나 화폐의 시간의 가치 개념을 잘 나타내는 구체적인 것으로 이를 재무관리의 목표로 삼고 있다.

가치극대화목적은 어떻게 보면 REMM이 보여주고 있는 REMM이외의 모델이 안고 있는 한계를 극복하고 대체안을 찾아 구체적 해답을 찾아가는 것과 상통할 수 있다. 이는 일본이나 한국기업이 매출확대나 기업규모위주의 경영전략을 구사했다면 미국은 기업가치 극대화 개념의 목적을 추구했고 오늘날 미국스타일의 경영이 성공했다고 볼 때 현실적으로도 이를 증명한다고 할 수 있다.

2. 재무담당자의 위험과 수익에 대한 태도

이상의 개념적 정리를 토대로 재무관리의 이론적 정립을 위해 위험에 대한 재무담당자(투자자)의 태도 문제에 대해 언급할 필요가 있다.

지금까지 발행된 교과서에서는 상당히 많은 곳에서 재무관리의 목적이 궁극적 목적인 효용극대화나 소비자의 소비선호체계라는 것을 염두에 두고 다루어 왔다.

그러나 REMM의 Resourceful, Evaluative적 사고에서 생각하면 사람들의 효용은 기대수익이나 부(富)외에 위험자체도 그 대상이 될 수 있다. 사람들의 직접적 만족차원에서의 효용은 그 대상이 무엇이든 사람들만이 가질 수 있는 영역이다. 조직이나 기업의 효용은 사람들의 만족을 충족시키는 도구 즉, 재화나 서비스와 같은 가치물이고, 가치를 결정하는데 할인요인으로 작용하는 위험은 기업효용의 대상이 될 수 없다. 그러기 때문에 기업재무는 인간의 효용극대화를 위한 도구인 가치의 생산의 극대화를 위한 기대수익의 증대와 위험이 내포되는 자본비용의 축소를 목표로 하고 연구되어 왔다. 소비선호에 관한 배분은 충분한 자원이 확보된 다음의 문제이므로 재무에서는 가치창조의 문제를 주로 다루어 왔다는 것이다. 또한 재무관리는 여러기간에 걸쳐 자원을 배분하는 방법을 제공해주는 개념과, 가치를 평가하고, 의사결정을 하고, 그것을 수행하도록 도와주는 실천적 방법과 이론적 모형으로 발전해 왔다

경제학에서 궁극적인 목적으로 삼는 것은 사람들의 효용의 극대화이다. 그래

서 사람들은 때에 따라서는 돈을 들여서 잼블링을 함으로 위험을 즐기면서 자기의 효용을 만족시킬 수 있다. 그러나 재무관리에서는 가치창조를 목표로 하기 때문에 돈을 주고 위험을 즐기는 것은 안된다. 위험을 감수할 때는 위험에 대한 대가를 충분히 예견될 때만 가능한 것이다. 이것이 경제학과 재무관리의 기본적 관점의 차이이다.

기업에서 우선적인 주인은 돈을 제공한 주주들이다. 경영자나 재무담당자는 주주들의 이익을 대변하는 대리인(agent)의 자격으로 주주의 부의 극대화, 기업가치의 극대화에 전력하게 된다. 이 주주의 부나 기업가치는 가시적으로 주가에 반영되어 우리들이 쉽게 눈으로도 볼 수 있다. 그래서 주주의 부, 기업가치, 주가는 같은 맥락에서 볼 수 있는 것이다.

전통적으로 많은 경제학자와 경제분야 종사자들은 기업의 목표를 이윤의 극대화라는 개념으로 사용하여 왔다. 막연히 단순하게 받아들인다면 이해하기 쉽고 누구나 수긍하는 개념이지만 경영자가 기업의 대리인이라면 충분히 예견된 수익과 위험을 평가하여 기업가치증대에 도움이 되지 않는 태도는 취하지 않아야 한다. 개인적 효용을 위한 태도는 취할 수 없다는 것이다.

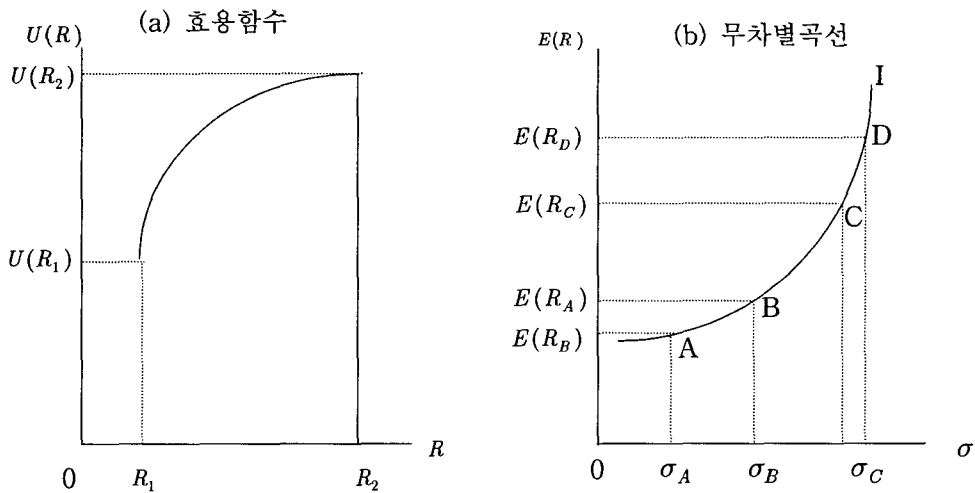
그럼에도 불구하고 많은 재무관리 교재에서 투자자나 재무담당자의 위험에 대한 태도에 대해 여러 가지 방법으로 표시하고 있다. 주로 기대효용과 위험에 대한 태도, 그리고 기대수익과 위험에 대한 무차별곡선(indifferent curve)에 의해 표현하고 있다.

기대위험과 위험의 관계는 수익에 대한 기대효용(expected utility)의 관계와 수익에 대한 기대치효용(utility of expected value)⁶⁾의 관계로 나타내는데 투자자의 합리적 행태는 기대효용의 극대화를 목표로 하는 것이다.

[그림 1]은 비교적 오랫동안 사용된 교재에 소개된 위험에 대한 투자자의 태도에 관한 것이다.⁷⁾

6) 기대효용은 모든 발생가능한 수익률로부터 얻게될 효용의 가중치, 기대치효용은 발생가능한 수익률의 가중평균인 기대수익률로부터 얻는 기대수익률의 효용 즉, 기대수익률효용.

7) 정한규, 재무관리원론, 경문사, 2000, pp.133-135.
김형찬, 재무관리, 법문사, 1996, pp.143-147.



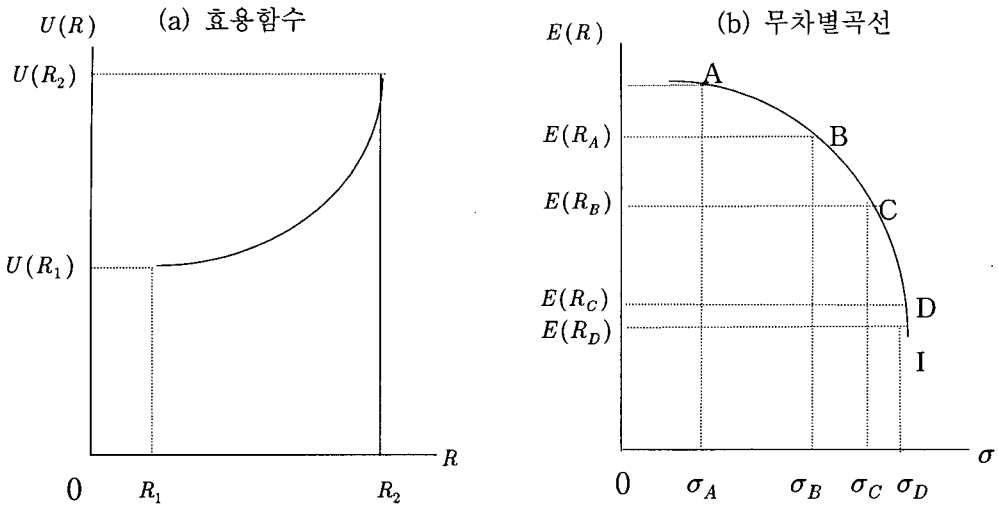
[그림 1] 위험회피형의 효용함수와 무차별곡선

이 그림은 위험회피형(risk averse) 투자자의 효용함수로 수익률이 증가함에 따라 효용이 증가하지만 효용의 증가율이 감소하는 즉, 한계효용이 체감하는 우상향의 아래로 오목한(concave) 함수이다. 위험회피형 투자자의 합리적 목적은 기대효용극대화(expected utility maximization)이다.

위험과 기대수익의 무차별곡선은 위험이 증가할수록 한계효용체감분을 위험에 대한 대가 즉, 위험프리미엄으로 요구하는 형태를 나타내고 있다. 이는 평균·분산정리(mean-variance theorem)⁸⁾에 의해 확실성하에서나 불확실성하에서도 기대효용의 극대화를 설명할 수 있다.

[그림 2]는 위험선호형(risk loving) 투자자의 효용함수와 무차별곡선으로 수익률이 증가함에 따라 효용과 효용의 증가율이 함께 증가하는 즉, 한계효용이 체증하는 아래로 볼록한(convex) 우상향의 함수이다. 무차별곡선은 높은 기대수익·낮은 위험 조합과 낮은 기대수익·높은 위험의 조합이 같은 만족이라는 것을 표현하고 있다. 이는 기대수익이 낮아지더라도 위험이 증가하면 수익에 대한 효용은 감소하지만 위험에 대한 효용이 증가하여 총효용에는 변함이 없다는 것을 의미한다. 즉, 위험을 즐기기 위해 돈을 지불해도 좋다는 표현이다.

8) 수익률의 확률분포가 정규분포이거나 효용함수가 2차함수이면 기대효용함수는 평균과 분산함수로 전환할 수 있다.



[그림 2] 위험추구형의 효용함수와 무차별곡선

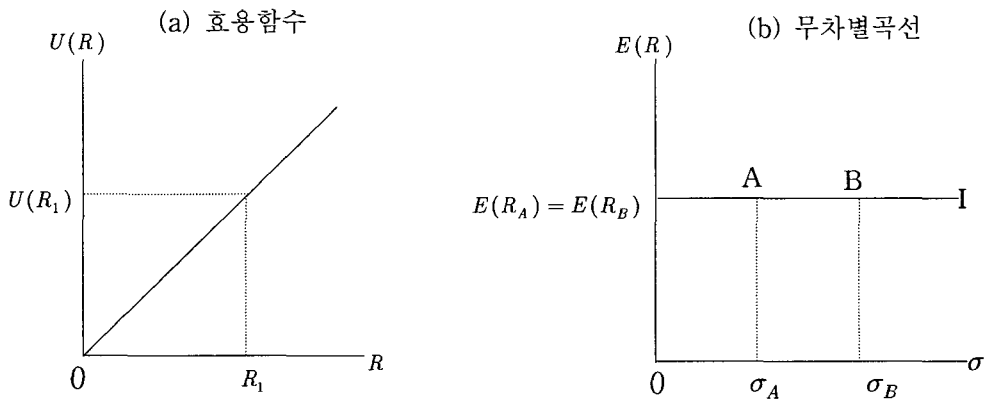
앞에서 언급했듯이 소비경제에서는 잼블링을 너무 좋아해서 돈을 들여 잼블링으로부터 얻을 수 있는 효용을 증대시킬 수 있다. 그러나 재무관리에서는 기업재무목표에서나 대리인의 입장에서 있을 수 없는 일이다.

[그림 2-b]에서 A점이 500원의 주식이고, D점이 500원의 복권이라고 할 때⁹⁾ 개인 입장에서 하찮은 금액이고, 좀 즐기기 위해 양자 모두 같은 만족을(무차별하다) 갖는다고 할 수 있다. 그러나 5억의 주식과 5억의 복권 중 선택하라고 하면 절대 무차별하다고 하지 않을 것이다. 따라서 재무관리 교재에서는 경제학에서와 재무관리에서의 차이를 분명히 하고 표현되어야 할 것이다.

[그림 3]은 위험중립형(risk neutral) 투자자의 효용함수와 무차별곡선이다. 수익률이 증가함에 따라 효용은 증가하나 효용증가율은 변하지 않는 즉, 직선의 효용함수를 나타내고 있다. 무차별곡선은 수익에만 관심이 있고 위험은 고려하지 않겠다는 의미이다. 그러나 재무관리에서 합리적 투자자는 기대수익과 위험의 함수로 표현되는 가치의 극대화를 목표로 하기 때문에 예견된 위험에 대한 대가를 고려해야만 한다. 즉, 이성적 투자자란 위험에 대한 프리미엄을 요

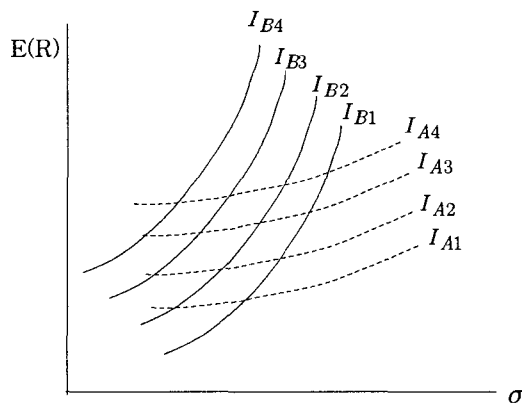
9) A점은 D점보다 수익은 높고, 위험은 낮다. 일반적 생각으로 주식이 복권보다 수익이 높고, 위험이 낮다고 인식할 수 있을 것이다.

구하는 위험회피적 투자자를 말한다. 따라서 전혀 위험을 고려하지 않겠다는 투자자의 표현은 재무관리의 입장에서는 달리 표현되어야 할 것이다.



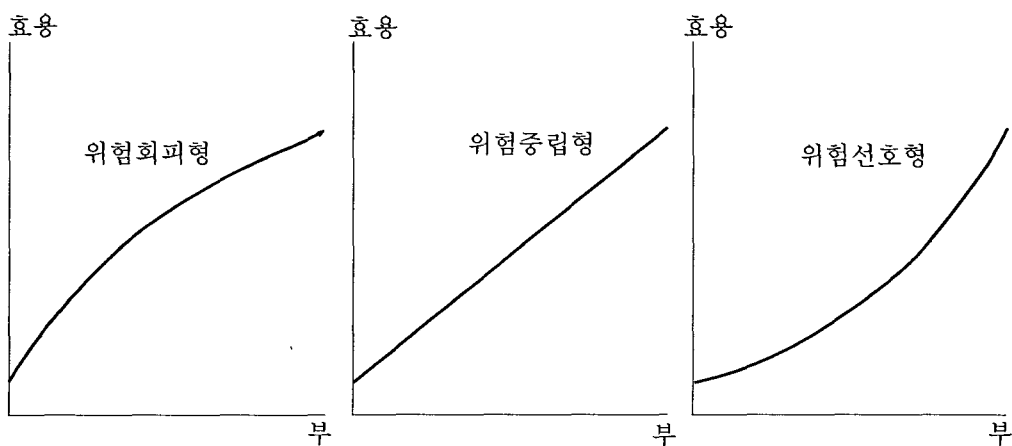
[그림 3] 위험중립형의 효용함수와 무차별곡선

[그림 4]는 이성적 투자자는 위험회피형이어야 하고 투자자의 위험에 대한 회피 정도에 따라 무차별곡선이 상이함을 보여 주고 있다. 즉, 투자자 B가 투자자 A보다 위험프리미엄을 더 크게 요구하고 있기 때문에 위험에 대해 더 회피형이다.

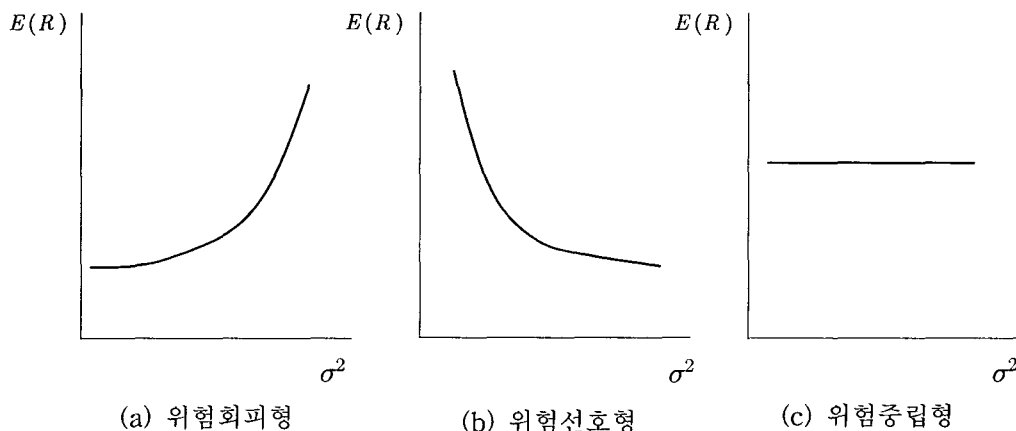


[그림 4] 이성적 투자자의 무차별곡선(위험회피형)

[그림 5]는 투자자의 위험에 대한 효용함수를 나타낸 것으로¹⁰⁾ 투자자의 유형을 위험을 가급적 회피하려는 위험회피형, 위험과는 관계없이 투자수익에 따라 행동하는 위험중립형, 위험에 대한 보상이 적어도 위험이 큰 투자대상에 기꺼이 투자하려는 성향이 있는 위험선호형으로 구분하여 설명하고 있다.



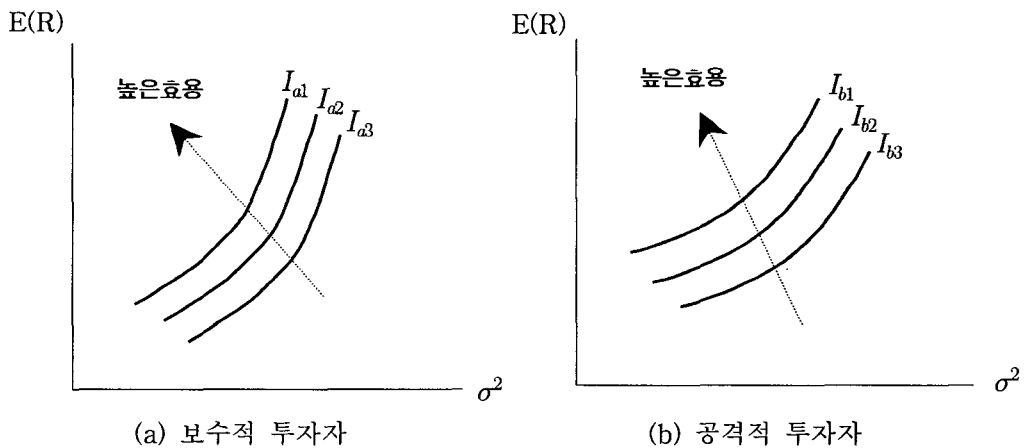
[그림 5] 투자자의 효용함수



[그림 6] 투자자의 유형별 무차별곡선

10) 이정규 · 김동욱 · 김진우, 재무관리, 홍문사, 2000, p.97.
 민성기, 재무관리원론, 창민사, 2005, p.141.

[그림 6]¹¹⁾은 [그림 1], [그림 2], [그림 3]과 유사하지만 위험선호형의 무차별곡선이 아래로 볼록한 형태가 다른 점이다. 한계효용체감의 법칙에 따른다면 무차별곡선은 아래로 볼록해야 한다. 그러나 여기서 아래로 볼록형은 아래로 오목형 보다 위험이 중간 정도의 비슷한 수익과 위험의 조합에서 위험이 작아지거나 커지면 보다 높은 수익이 있어야 같은 만족을 얻는다는 것을 뜻하기 때문에 아래로 오목형이 더 큰 위험형으로 한계효용체증법칙을 나타내고 있다. 물론 위험을 즐기기 위해에 많은 돈을 들여 효용을 창출하는 소비경제학의 입장에서 말이다.



[그림 7] 위험회피형의 무차별곡선형태

[그림 7]은 위험회피형의 경우라도 회피정도에 따라서 무차별곡선의 기울기가 가파른 보수적 투자자 (a)와 기울기가 완만한 공격적 투자자 (b)로 구분하고 있다.¹²⁾ 이는 앞에서 지적했듯이 [그림 6]은 경제학적 입장이고, [그림 7]은 재무관리적 입장이라고 설명할 수 있겠다.

11) 장영광, 현대재무관리, 신영사, 2005, p.225.

김영규 · 감형규, 재무관리, 2004, p.195.

12) 장영광, 현대재무관리, 신영사, 2005, p.225.

박정식 · 박종원 · 조재호, 현대재무관리, 다산출판사, 2001, pp.231-235.

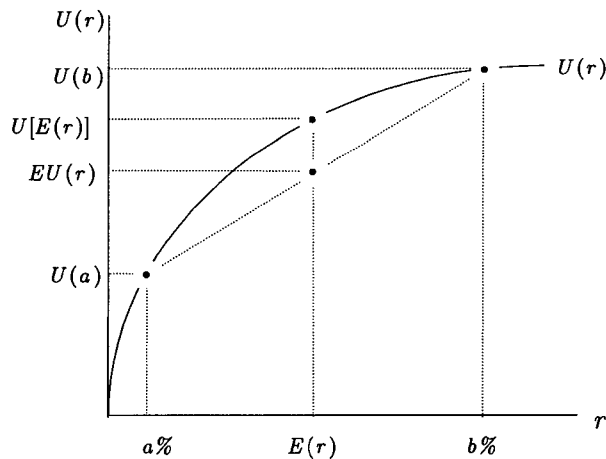
[그림 8]은 기대효용과 기대치효용에 대한 설명이다.¹³⁾ 기대효용(expected utility)은 효용의 기댓값으로 발생가능한 수익률의 확률을 가중치로 하여 모든 발생가능한 수익률로부터 얻게 될 효용의 가중평균이고, 기대치의 효용(utility of expected value)은 발생 가능한 수익률의 가중평균인 기대수익률로부터 얻는 기대수익률의 효용이다.

위험에 대한 기대효용[EU(r)]과 기대치효용[U[E(r)]]의 상대적 크기에 따라 다음 세가지 형태로 구분된다.

위험회피형 : $EU(r) < U[E(r)]$

위험중립형 : $EU(r) = U[E(r)]$

위험선호형 : $EU(r) > U[E(r)]$

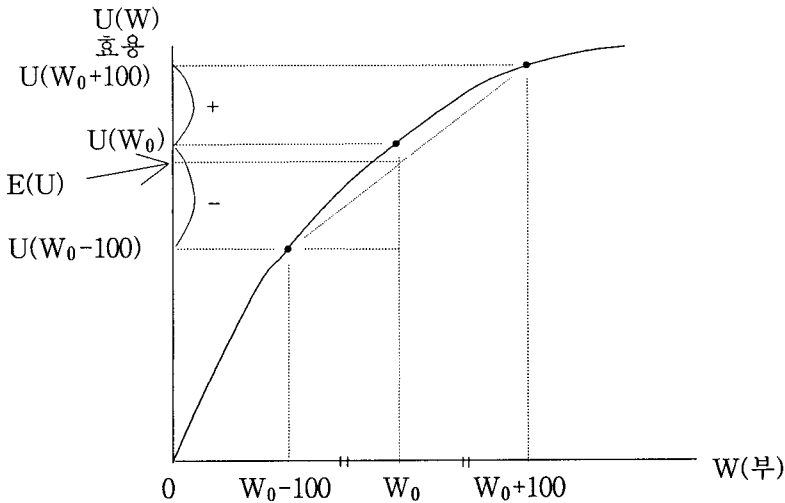


[그림 8] 위험회피형의 기대효용과 기대치효용

[그림 8]은 공정게임에 있어서 $a\%$ 의 실패확률과 $b\%$ 의 성공확률이 있다고 할 때 $EU(r) < U[E(r)]$ 의 효용함수를 갖는 투자자는 확실한 수익률로부터 얻는 확실한 효용을 불확실한 수익률로부터 얻는 평균적 효용보다 더 선호하는 즉, 위험을 회피하는 형태를 보여주고 있다. 재무관리의 입장에서는 절대적으로 가치

13) 지 청 · 장하성, 현대재무관리, 무역경영사, 2000, pp.219-224.

를 크게하는 태도를 유지해야 하기 때문에 당연히 이러한 효용함수를 갖는 투자자행태이어야 한다. [그림 9]에서도 앞의 예와 같은 내용을 설명하고 있다.¹⁴⁾



[그림 9] 위험회피형의 기대효용과 기대치효용

IV. 마치며

M. C. Jensen과 W. H. Meckling이 쓴 “The Nature of Man” 논문의 핵심은 역시 REMM(Resourceful Evaluative Maximizing Model)이다. 저자들이 밝힌 바대로 REMM이라는 용어는 새롭지만 개념은 그렇지 않다. 이는 200년 이상의 연구와 경제학과 사회과학과 철학적 토론의 산물이라는 것이다. 또한 REMM에서의 핵심은 Resourceful이다. 어떤 이론이나 정책이건 어떤 가정과 한계가 있다는 의미로 사용할 수도 있을 것이다.

재무관리의 모태인 경제학에서 지금까지 사용된 모델은 고전 경제학시대부터 일관되어 왔던 추상적 의미의 이익(효용)극대화 모델이다.

재무관리는 그 목적이 궁극적으로 인간의 소비선호체계를(people’s consumption preference) 극대화 하는 것이고, 한정된 자원(scare resources)을 시간에 따라

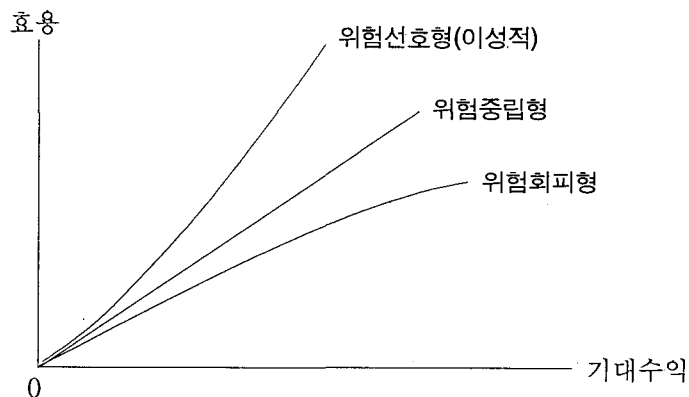
14) 임석필, 재무관리, 창민사, 2004, p.155.

어떻게 배분하여 효용(utility)을 극대화하는 것을 중심과제로 삼고 있다. 효용의 극대화를 위한 자원배분은 생산자원을 어떻게 배합하여 가치생산을 극대화하느냐 하는 생산에의 배분문제와 생산된 재화 및 서비스를 사람들의 욕구충족을 최대로 하는 소비에의 배분문제로 나눠 생각해 볼 수 있다.

그런데 적어도 재무관리에서는 후자는 다루지 않고 가치생산의 문제만 다룬다. 이런 가정하에서 재무관리의 목표와 이에 따르는 재무관리이론(가정)의 전개는 가치창조와 소비에의 배분을 통한 효용의 극대화를 다루는 경제학의 이론을 답습함으로 일부 혼선을 불러올 수 있다.

위험에 대한 재무담당자(투자자)의 태도를 재무관리의 입장이 아니라 경제현상 전체에 해당되는 입장에서 다루므로 각 각의 교재마다 투자자의 부 또는 수익에 대한 효용과, 위험과 수익에 대한 무차별곡선이 달리 표현되고 있다. 재무관리 책에서는 재무관리의 가정하에서 투자자의 수익에 대한 효용, 그리고 수익과 위험에 대한 무차별곡선이 정립되어야 할 것이다.

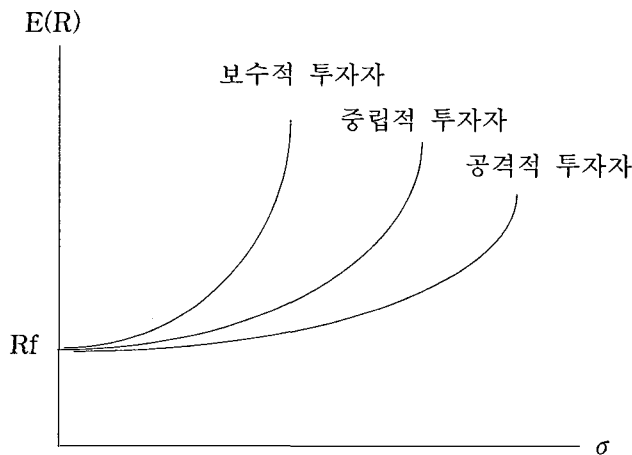
앞에서 설명한 내용을 정리하자면 [그림 10]과 같은 수익에 대한 효용함수가 일반적 소비지나 투자자의 심리를 나타내는 표현일 것이며 이 세가지 유형 중 위험회피형이 바로 재무관리의 입장에서 이성적 투자자가 되어야 할 것이다. 즉, 대가 없는 투자의 확대는 안된다는 것이다. 위험에 대한 프리미엄이 없는 투자는 재무관리의 입장이 아니라는 것이다.



[그림 10] 기대수익에 대한 투자자의 효용의 형태

[그림 11]은 이성적 투자자인 위험회피형의 기대수익과 위험에 대한 무차별곡선을 표시한 것이다. 재무관리에서는 투자자는 항상 위험회피형이어야 하며, 다만 위험회피도가 상대적으로 높으면 보수적 투자자(defensive investor)로 명명하고, 상대적으로 낮으면 공격적 투자자(aggressive investor), 그리고 상대적으로 중립적 태도를 보이면 중립적 투자자로 구분하여 표현하는 것이 일반적 위험과 수익에 대한 소비자나 투자자의 무차별곡선과 구분이 되리라 사료된다. R_f 는 무위험이자율을 나타내는 것으로, 만일 시장에 무위험이자율과 유사한 이자율이 존재한다면 위험에 대한 태도와는 무관하게 무위험이자점에서 투자점이 선택될 수 있을 것임으로 이와 같이 표현할 수 있을 것이다.

무위험자산이 존재하지 않는다면 <그림 7>과 같이 무차별곡선의 기울기에 의해 투자자의 형태를 나타내면 된다



[그림 11] 이성적 투자자의 수익과 위험에 대한 무차별곡선

참 고 문 헌

김영규 · 감형규, 재무관리, 2004, 195.

김형찬, 재무관리, 법문사, 1996, 143-147.

- 민성기, 재무관리원론, 창민사, 2005, 141.
- 박정식 · 박종원 · 조재호, 현대재무관리, 다산출판사, 2001, 231-235.
- 이정규 · 김동욱 · 김건우, 재무관리, 홍문사, 2000, 97.
- 임석필, 재무관리, 창민사, 2004, 155.
- 장영광, 현대재무관리, 신영사, 2005, 225.
- 정한규, 재무관리원론, 경문사, 2000, 133-135.
- 지 · 칭 · 장하성, 현대재무관리, 무역경영사, 2000, 219-224.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling, *Journal of Applied Corporate Finance*,
Vol.7, No.2, (Summer 1994), 1-19.
- Lasher, W. R., *Practical Financial Management*, 2nd, South-Western College
Pu. 2000, 3.
- Zvi Bodie and R. C. Merton, *Finance*, P-H, 2000, 2.