

## 企業의 目標와 株主富의 極大化에 관한 考察

朴 秀 雄\*

〈目 次〉	
I. 序 言	IV. 財務意思決定과 基準
1) 研究의 目的	1) 企業의 目標와 意思決定
2) 研究의 方法	2) 意思決定의 主體
3) 研究의 範圍	3) 財務意思決定의 基準
II. 企業의 目標와 株主富의 極大化	4) 極大化, 最適化, 滿足化
1) 企業의 目標	V. 株主富의 極大化에 對한 問題點
2) 企業目的, 目標의 類型	1) 企業의 價值最大化는 株價의 最大 인가
3) 株主富의 極大化	2) 財務意思決定의 主體는 株主가 되 는가
III. 企業評價의 一般論	3) 株主의 概念은
1) 企業의 評價	4) 富의 極大化는 바람직한가
2) 企業의 評價方法	VI. 結 言
3) 株主富의 極大化, 企業價值 極大, 株價의 最大	

### I. 序 言

#### 1) 研究의 目的

人口가 증가되고 人間이 삶을 위해서 주위의 환경과 접하는 정도가 점차 복잡하여짐에 따라  
존속을 위한 이의 극복에 대한 노력은 必然的인 것이다. 더불어 人類의 生活은 環境의 變化에  
따라서 自生되는 企業이라는 하나의 사회조직체가 탄생되므로 점차 나아지고 있는 것이다.

企業이 하나의 國家나 社會單位에서의 역할은 두말 할 나위도 없이 좋은 製品을 生産하고  
훌륭한 서비스(Service)를 적절한 價格으로 제공함은 물론 국가나 사회에 속하여 있는 많은 사  
람을 고용하는 것이 本質的인 것으로 규명되고 있다.

그러나 이러한 것은 어디까지나 企業을 國家經濟의 면에서 보았을뿐이지 기업의 主體들의 입  
장에서 보면 企業自體가 이 목적만을 다한다고 욕구충족이 되는 것 만은 아니며 또 기업이 이  
목적을 훌륭히 다 완수하였다고 해서 존속 가능하여지는 것이 아니다. 企業의 本질이 그렇다고  
하지만 企業의 要素인 資本, 勞動, 또는 人的, 物的要素를 제공하는 者에게 적절한 반대급부를  
부여하여 주지 않으면 企業은 자체적인 추진력을 잃고 계속 존속되어 나갈 수 없기 때문이다.

\* 經營學科 助教授

이들 主體들을 좀더 세분화하여 보면 企業內的으로는 주주, 경영자, 관리자, 종업원이 있어 직접, 간접으로 이해관계가 얽혀있고 企業外的 環境으로는 사회적, 경제적, 기술적, 정치적, 자연적 환경등에 支配를 받으며 한편으로는 이에 대해서도 상호이해관계에 따라 서로가 적절한 교호를 하게 되어 있다.

여기에서 企業은 국가경제적 측면을 떠나 企業의 出資者로써 企業內外에서 가장 주축이 될 수 있다고 하는 株主와 주주이외의 다른 利害關係者을 위해서 어떠한 급부를 주어야하며 또 기업 유지에 어떻게 이들이 계속 기여할 것인가에 대한 學者들의 논란으로 經營學理論上 企業의 目的, 目標論이 많이 대두되고 있는 실정이다.

즉 기업은 利益追求와 社會奉仕라는 양측면에서 적정성이 유지되어야 한다는 것과 오로지 株主를 위해서 기업이 계속영위될 때 이들의 욕구를 모두 충족시킬 수 있다고 보는 것이 代表的인 두가지 見解라고 할 수 있다.

株主의 利益도 이제는 富의 개념으로서 경영의 제반분야에서 그의 궁극적인 목표를 설정함이 과연 타당한가?

그렇게 보았을 때 企業의 評價는 어떻게 할 것이며 企業의 價値는 어디에 있는가 등의 여러가지 문제들이 파생되고 있는 것이다. 이러한 問題들을 좀더 체계적으로 부각시켜 이와 관련된 株主富의 極大化의 제반문제를 검토하여 새로운 研究對象으로 認識하여 보고자함이 本研究의 目的이다.

그리고 현재까지 거론되고 있는 理論에 한정되지만 本 論文의 研究方法과 範圍內에서 특히 財務管理論의 측면에서 연구를 진행시켜 부각되는 문제점을 파악하므로 궁극적인 本 論題研究의 出發點으로 삼고자 한다.

## 2) 研究의 方法

本 研究는 論題가 뜻하고 있는 바와 같이 실증적 고찰은 기업의 환경이 복잡하고 광범위하며 업종과 유형도 다종다양하여 순수 理論의 측면에서만 研究가 가능할 것이다. 따라서 近來에 이르러까지 논술되고 있는 이론이나 견해를 나름대로 體係를 세워 區分하고 취합하여 비교 검토하기로 한다.

이를 위해서는 國內外的 서적을 中心으로 연구하여야 하는데 특히 이론의 生成이 취약한 국내서적은 이 부분에 대한 어떤 特定한 논술을 발견하기가 어렵다. 그러므로 자연히 美國이나 日本의 서적을 중심으로 연구하지 않을 수 없다. 또 근래에 와서 주된 經營學 研究方法인 미국의 실증적, 분석적 연구에서 탈피하여 經營學의 이론적 측면을 많이 탐구하고 있는 일본의 유명학자들의 서적을 탐구하고자 한다.

그러나 이의 연구도 앞에서 언급한 國家社會의 經濟的 측면이 아닌 經營學의 측면에서 다각도로 연구가 가능하다고 하겠다. 本 論題에 따르는 여러문제 중 특히 기업가치평가, 주가등이 중심을 이루므로 財務管理論의 측면에서 논술한 서적을 주로 참고 하고자 한다.

株主富의 極大化 문제와 주로 관련되고 있는 이익극대화의 문제, 기업목표 또는 기업목적

과 관련되는 기업의 평가, 기업의 가치, 재무의사결정, 기업재무행동의 기준등 여러 측면이 있겠으나 이를 要約해서 세가지 측면으로 구분하여 연구방향을 설정하고자 한다.

우선 기업의 目標과의 연관된 연구이다. 기업의 목표에 따라서 主體의 우위가 달라질 수 있으므로 주주의 문제가 대상이 되는 本論文의 성격상 이러한 제반관계를 명확히 규명 연구하고자 한다. 다음 기업목표의 成果를 측정하는 企業의 評價 문제가 다루어져야 할 것이다. 왜냐하면 기업의 평가도 다종다양하여 주주부의 극대화를 측정하게 되는 동기와 그 타당성이 중요시되기 때문이다. 이와같이 기업의 목표와 기업의 평가문제가 주주부의 극대화 문제와의 사이에서 규명이 되면 이의 合理的 이행을 목적으로 하고 있는 財務管理的 측면에서 財務意思決定의 기준과 행동지침으로서의 주주부의 극대화 문제를 파악하고자 한다.

또 연구과정에서 파생되는 諸問題에 관한 학자들의 견해를 규합하여 정리함으로써 이들에 대한 문제점이 재조명되어 이후의 보다 깊은 연구과제로 할 수 있을 것이다.

아직 재무관리의 理論的 研究가 괄목할 만큼 큰 발전을 이루지 못하고 있는 실정과 입수한 限定된 참고자료로서 상호 비교 검토하여 問題點을 찾아보는 데 불과하지만 이러한 문제점은 이후 分明히 斯學에서 정확히 정리정돈될 것으로 믿는다.

### 3) 研究의 範圍

株主富의 極大化에 관련된 제반문제를 研究함에 있어서 체계적인 방향설정을 모색한 결과 우선 企業의 目標가 대두되는데, 企業의 目標는 바로 企業의 評價와 연관된다고 볼 수 있다. 비기업의 목표를 달성하려면 여기에 합치되는 意思決定基準이 확립되어야 할 것이다.

이러한 基本方向下에서 극히 개념적, 일반론적인 입장에서 1次的으로 問題를 제기함에 역점을 두어 다음과 같이 研究의 範圍에 대한 體系를 세웠다.

I에서는 研究의 目的에 대해서 자세히 논한다. 기술적인 자료인 몇몇 참고서적에 의한 비교 검토方法的 研究方法를 들었으며 본 研究의 범위에 대한 개괄적인 설명을 하였다.

II에서는 企業의 目標에 대한 여러견해와 目的과 目標와의 관계 및 여기에 수반된 간단한 분류를 시도했다. 또 株主富의 極大化의 정의를 찾는 데 노력하였다.

III에서는 企業評價의 一般論으로 기업평가의 의의와 평가방법 및 평가의 주대상과 내용에 대해서 검토하였다.

IV에서는 財務意思決定 基準과 目標와의 관계, 意思決定의 基準과 主體에 대한것을 파악하여 보았으며 最適化와 滿足化의 合理性을 다루었다.

V에서는 이상의 研究에서 主된 문제를 제기할 수 있는 問題點 즉 기업의 가치최대는 바로 株價의 最大化인가? 意思決定의 主體는 결국 株主人가? 또 과연 株主라고 하면 누구를 지칭하며 오늘날의 企業에서 富의 極大化는 바람직한 것인가에 대하여 여러 보조적인 문제와 아울러 들었다.

VI에서는 本研究의 結言으로서 本研究에서 제기된 문제에 대한 이후의 깊은 연구의 必要性和 韓國經營學의 다음 研究단계는 바로 이 部門이 될것이라는 것에 역점을 두어 論하였다.

## II. 企業의 目標과 株主富의 極大化

### 1) 企業의 目標

企業의 目的을 企業의 目標라고 혼돈하기도하고 企業의 指導原則이라고도 한다.

원래 目的(objective)이란 최종적으로 달성하려고 의도하는 최종적인 成果내지 結果(ends)를 말하는데 대해 目標(標的: goal, target)란 測定可能하고 보다 구체적인 質的, 量的目的으로서 企業활동의 구체적인 管理基準인 것이다.<sup>1)</sup>

企業의 目的이 국가와 사회에 기여하는 本質的인 면에서 보면 앞에서도 논술한 바와 같이 좋은 製品과 훌륭한 써비스(Service)를 적정한 價格으로 제공함은 물론 완전고용에 이바지하여야 된다고 보지만 企業 자체적인 면에서는 이러한 추상적인 측면만으로는 그 목적을 원만히 수행하여 나갈 수 없다. 왜냐하면 企業은 우선 계속기업(going concern)으로써 그 존속을 유지하려고 하면 企業에 직, 간접으로 참여하는 모든 利害關係者들에게 동기부여와 성과배분을 할 수 있을끔 목적에 따른 목표가 구체화되어 그 진행이 계속 측정되어져야 하기 때문이다. 또 企業 경영의 각 부분에서 하나의 指導原理가 정하여져야 당해 企業을 그 원리에 맞추어서 經營하여갈 수 있을 것이다.

그러나 오늘날 이러한 企業목적 또는 企業목표는 보는 시각에 따라서, 성과의 측정방향에 따라서 여러가지의 견해로 논의되고 있는 實情이다.

한편 실제적인 입장에서 보면 企業의 目的과 目標가 혼용되지만 企業의 목표가 하위개념으로서의 구체성을 갖고 있는 것은 분명하다. 오늘날 企業들은 실제 이러한 指導原理를 실무적인 입장에서 얼마만큼 깊이 인식하고 있는가 하는데도 많은 의문을 낳는다고 할 수 있다.

위에서의 企業이라는 말대신 학자에 따라서는 經營이라는 말로 바꾸어 經營目的이 各人各樣으로 사용되고 있지만 경영목적이라 할 때는 經營理念과 經營目標의 합성체라고 생각된다. 경영이념은 經營신조(management creed), 經營信念(management belief), 經營理想(management deal)의 의미를 가지고 있고 경영목표는 management goals, objectives의 意味가 있다.<sup>2)</sup>

### 2) 企業目的 目標의 類型

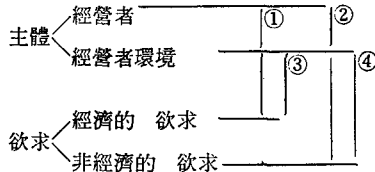
企業의 目的論은 많은 견해와 주장이 엇갈리고 있으며, 이 목적을 單一目的論으로 보는 경우와 多元目的論으로 보는 경우가 있는데 多元目的論은 그 수단과 목적이 서로 뒤엉켜있어서 이를 파악하기에는 어려움이 있으나, 주로 單一目的論을 주장하는 학자들이 많으므로 그 대표적인 3가지 유형을 예로서 들고자 한다.

① 目的, 目標論에서 多元性이 파생되는 意味와 原因은 企業주체의 다원화와 욕구의 다원화

1) 金元銖, 理論經營學, 經文社, 1983, p. 262.

2) 高田馨, 經營目的論, 殖産堂, 1983, p. 14.

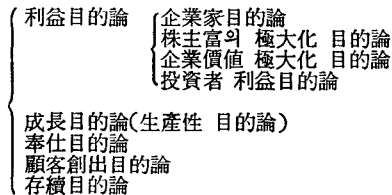
로 多種의 主體가 多種의 欲求를 갖는데서 비롯된다고 볼 수 있다. 즉 아래와 같이 크게 4가지로 분류되며 특히 經營者 環境과 經濟的 欲求를 관련시키는 ③의 경우에는 경영자 환경중에서 가장 밀접한 주주와 종업원의 경우로 株主의 經濟的 欲求와 從業員의 經濟的 欲求로 나누어 지게 된다.<sup>3)</sup>



② 指導原則을 말할때는 收益性原則(profit principle)과 經濟性原則(economic principle)으로 보통 區分한다 이들원칙도 이해 관계자와의 이해관계와 장기적 입장에서 보면 결국 수익성원칙이나 경제성원칙이 동일하다고 보는 견해도 있어 이의 논란은 아직도 끝이 없다고 하겠다.

- 收益性的 原則: 영리성 원칙, 자본에 대한 이익의 관계
- 經濟性 原則: 적정수익성의 원칙, 최대최고의 수익 극대화가 아닌 적당한 수익만을 추구하는 원칙

③ 單一目的論의 일반유형을 들면 다음과 같다.<sup>4)</sup> 앞에서 언급한 이외에 천체적인 經營活動의 지도원칙이나 기업목적은 미국의 유명한 經營學者인 데이비스(R. C. Davis)가 말한 「社會에 대한 經濟的 責任(써어비스)의 原則」이기도하며 그것은 또 드러커(P. F. Drucker)가 「現代的 企業의 목적은 바로 고객의 창조에 있다」라고 말하듯 어디까지나 고객창조적이어야 한다고 한다.<sup>5)</sup>



### 3) 株主富의 極大化

주주부의 극대화는 2)-①에서 경영자환경(株主)과 경제적욕구(利益 또는 富)에서 生成되는 경영의 목표 또는 기업의 목표론이다. 2)-②에서는 수익성원칙에서 資本에 대한 利益을 극대화한다고 볼때 企業의 出資者 또는 所有主인 주주의 이익을 극대화하는 것과 관련하여 볼 수 있다. 2)-③에서는 이익목적론중 株主富의 極大化가 여기에 해당된다.

부의 극대화란 개념은 근래에 와서 特히 대두되고 있는 것으로 종래까지는 앞서서도 언급되고 있는 바와같이 主로 利益 또는 利潤의 極大化로 표현되어 왔었다. 즉 利益이란 개념과 계산

3) 高田馨, op. cit. p. 98.

4) 金元銖, op. cit. p. 265.

5) 韓義永, 經營學總論, 茶山出版社, 1982, p. 285.

인식에 있어서 財務管理論의面에서 볼때 다음과 같은 문제점이 있어 결국 오늘날 富의 극대화  
로 바뀌게되었다.<sup>6)</sup>

企業의 經營成果나 結果인 利益은 우선 매출이익, 영업이익, 경상이익, 稅後이익, 경영자본  
이익, 종자본이익, 株當利益등 많은 개념적 차이가 있는데 여기에서 이익은 어느것을 지칭하여  
야 될 것인가?

기업의 이익은 기업에 따라 매년 一定하게 획득될 수도 있고 초기에 많은 이익이 또 후기에  
많은 이익이 획득될 수도 있어서 이익획득의 세가지 경우를 생각할때 만약 金額이 同一하다면  
당해 기업들의 이익이 동일하다고 보아야 할 것인가? 하는 時間性이 전혀 고려되지 않고 있는  
것이다.

또 오늘날의 기업은 복잡한 여러環境下에 놓여 있으므로 危險과 不確實이 기업에 따라 모두  
다른 각각의 特性을 가지고 있다. 그러므로 동일한 이익이 예측된다고 하더라도 위험의 정도여  
하에 따라서 다르게 價値를 評價해야 된다는 것이 지배적인 견해이다.

여기에서 Solomon 교수는 이러한 문제점을 해결하기 위해서 이익은 株當利益으로 하며 時間  
性和 危險 및 不確實性을 모두 고려하여 계산된 現在價値法(present value method)에 의하여  
계산되어야 함을 주장하여 많은 학자들의 인정을 받고 있는 실정이다.

한편 株主의 問題에 對해서는 자본주의의 이념에 입각한 주주지향적인 관점이 가장 논리적으  
로 타당하다고 보지만 利益 그 자체는 자본가나 투자자 입장에서 보는 것이므로 협동적 생산실  
체인 기업의 이익이 투하된 資本만에 의해서 획득되는 것은 아니며 따라서 자본가나 투자자에  
게만 分配되는 이익목적개념에서 벗어나야 한다고 보아 株主富의 極大化 目標論은 완전히 무  
시되기도 한다.<sup>7)</sup>

### Ⅲ. 企業評價의 一般論

#### 1) 企業의 評價(Business Evaluation)

기업의 평가는 長期的인 成長 發展을 위한 종합적 잠재적 경영능력을 측정, 분석, 평가하는  
것을 말한다고 정의된다. 또 오늘날의 企業評價의 中心은 주주 또는 투자자나 흡수기업의 입  
장에서의 평가가 아니라 하나의 영구존속체로서의 기업이 가지는 成長力 즉 환경변화에 대한 대응  
능력인 綜合經營能力의 평가에 두고 있다고도 한다.<sup>8)</sup> 이러한 기업평가는 종래와 같은 재무적  
인 입장(유동성, 수익성...)에서만 평가되어서는 안되며 이를 포괄적인 입장에서 短期的으로 재  
무요인(定量的 要因), 中期的으로 제품요인(定性的 要因), 長期的으로 경영관리요인(定性的 要  
因)을 대상으로 평가하여야 한다고 정의한다. 이상 3가지를 포함한 기업평가의 정의를 보면  
결국 기업의 평가는 바로 經營의 能力評價로 대등시하고 있는 것이다.

6) Brigham, Financial Management, The Dryolen Press, 1982, p.10.

7) 金元銖, op. cit. p. 267.

8) 金元銖, 經營學原論, 經文社, 1984, p. 428.

이렇게 볼 때 경영능력 자체를 企業의 價値로 볼수있으나 하는 문제가 대두되며 경영능력은 어떻게 計量化하여 비교하고 價値를 줄 수 있겠는가의 어려운 문제를 포함하고 있다고 할 수 있다. 그러나 數量化하기 힘든 기업의 평가 대신에 수량화로서 구체적인 기업의 가치를 평가할 수 있는 여러방법도 많이 제시되고 있다.

## 2) 企業의 評價方法

① 일반적으로 企業의 評價를 企業의 價値評價로 보아 기업이 가지고 있는 자본가치액의 측정과 경영상태의 良否의 판단을 위한 경영전반에 걸친 평가로 구분한다. 전자는 人的·物的 구성요소의 조직체인 기업전체가 자본으로 갖는 가치를 측정하는 것을 말하며 기업이 발행하고 있는 주식의 가치측정과 주식의 투자대상으로 갖는 有利性을 판단하는 것이라고 한다.<sup>9)</sup>

a. 純資產價額方式: 기업가치 =  $\frac{\text{장부가액 또는 처분가액이나 재조달가액}}{\text{발행주식총수}}$

b. 附加價値生産性比較方式: 기업가치 =  $\frac{\text{평균부가가치생산액}}{\text{평균기업가치 또는 사용총자산액}}$

c. 原價比較方式: 給付生産에 要한 원가를 이미 그 기업가치를 알고 있는 타기업의 원가와 비교함으로써 당해기업의 평가를하는 방식.

d. 類似業種比較方式: 경영활동의 주요지표(배당, 이익, 순재산, 생산액, 매출액)에 대하여 이미 기업가치를 알고 있는 유사기업, 유사업종과 비교하여 기업의 가치를 평가함

e. 廣義의 期待收益還元方式

㉑ 現金割引法(discount cash-flow approach): 內部收益率法~內部收益率 P를 구하여 당해기업 자본코스트 r과 비교

㉒ 投資機會法(current earnings plus future investment opportunities approach): 기업의 현재의 기대순이익과 기업이 갖는 새로운 투자기회에서 기대순이익의 증분에 의한 주식자본가치를 측정

㉓ 配當流列法(stream of dividend approach): 주식자본가치는 그 주식의 기대배당의 흐름의 현재가치에 의해 결정된다고 하는 평가방식

㉔ 利益流列法(strean of earnings approach): 기업의 주식자본 가치를 장래에 기대되는 순이익의 흐름의 현재가치에 의해 표시하려는 방식

② 最適資本構造論에 의한 企業評價

최적자본 구조란 기업의 가치를 극대화 시켜 주는 資本構成, 즉 기업전체의 加重平均資本費用이 최저가되는 自己資本과 他人資本의 組合을 말한다. 최적자본구조론은 레버리지(leverage)와 기업평가를 연결시켜 검토하는것으로서 기업이 어느정도의 부채를 이용하는 것이 기업의 가중 평균 자본비용이 최저가되고 기업의 가치가 최대로 증대 되는나 하는 것이다.<sup>10)</sup>

9) 沈炳求外2人, 財務管理, 新星印刷社, 1980, pp.565~71.

10) 朴廷堯, 現代財務管理, 茶山出版社, 1982, p.35.

여기에 대한 이론으로는 a. NI법(Net Income approach), b. NOI법(Net operating income approach), c. 傳統的見解(traditional approach), d. MM이론(Miller and Modigliani) 등이 있다.

### ③ 配當政策의 模型에 의한 企業價值決定

株價 즉 企業價值가 결정되는데 配當이나 利益이 어느정도 영향을 미치느냐 하는 문제가 확실하지는 않지만<sup>11)</sup> 아래의 세가지 유형을 간단히 언급하겠다.<sup>12)</sup>

#### a. Graham and Dodd의 配當理論

기업의 성장정도, 경제성장, 주주의 성격에 의하여 배당이 株價(企業價值)에 영향이 다르게 미친다.

#### b. James Walter의 模型

배당과 기업가치는 반드시 일률적이지는 않지만 새로운 投資機會의 收益性에 따라서 배당정책을 수립해야 한다.

#### c. Solomon 模型

배당과 이익접근법으로 기업의 가치 및 주가의 결정.

#### d. Gordon의 模型과 MM의 模型

미래에 받게될 配當金이 기업의 가치인 株價에 영향을 미친다 또는 그렇지 않다.

### 3) 株主富의 極大化, 企業價值極大, 株價의 最大

企業의 評價는 여러가지의 방법에 의해서 할 수 있고 평가의 主體에 따라서 그 평가의 방향도 각각 상이하다. 오늘날 기업은 株主를 위해서 계속 경영되고 존속되어야 된다는 기업자체에 한정된 의견이 支配的이고 보면 기업을 평가하는 것도 주주에 의해서 주주가 평가하는 것이 주종이 되겠다.

株主는 企業의 內外的 主體中에서 당해기업에 대한 위험부담을 가장 많이하고 있으므로 상대적으로 많은 기대이익을 주장하더라도 마땅하다고 보는것이다. 그러므로 企業은 주주가 많은 利益을 획득할 수 있도록 경영되어야만하는데 그이익, 즉 富는 결국 株價의 最大라고 하는 것이다.<sup>13)</sup>

株價의 最大야말로 기업의 소유주가 갖는 企業價值極大라고 보는 견해로 다시말하면 주식자체는 株式會社를 소유하고 있다는 개념으로 주식 소유자의 재산권이 중요시되기 때문이다. 그러므로 주주의 자산가치평가를 주식의 時價에 의한 市場價值로서 기업의 가치를 평가하고 이의 최대가 주주부의 극대화가 된다고 본다.<sup>14)</sup>

그러나 株主의 財產權인 기업의 가치를 주식의 시장가적으로 평가할 수 있겠으나 이것은 어디까지나 단기적인 입장에서 가능할는지 모르지만 장기적인 입장에서 보면 오늘의 주가가 장래

11) 紫川林也, 新版投資決定論, 同文館, 1979, pp.25~6.

12) 釜山産業大學校, 論文集, 第3輯, 1982, p.252.

13) 沈炳求外 2人, op. cit. pp.271~3.

14) 沈炳求外 2人, op. cit. p.51.



에도 계속해서 보장된다는 것은 없다. 따라서 長期의 입장에서는 당해기업의 제품이나 경영의 능력을 평가하여 이를 주주부의 극대화로 삼는것이 옳다고 볼 수 있다. 그러나 대부분의 학자들은 막연히 장기적 입장에서 富의 極大化가 기업가치 최대화라고 견해를 밝히고 있다.<sup>15)</sup>

① 주가의 최대화 문제는 아래의 자본시장문제가 대두되므로 완전하다고 할 수 없을 것이다. 期間을 나누어 설명할 필요없이 그 국가사회의 資本市場이 效率的市場假說下에 있다고 한다면 미래의 기업경영의 예측결과나 제품의 정도가 당해주식의 現時價에 충분히 반영되고 있으므로 현재의 주가에 의해서 평가하여도 타당할 것이다.<sup>16)</sup> 즉 효율적시장가설도 理論的인 面에서는 훌륭하고 상당한 인정과 호응도를 얻고 있으나 실제시장에서 特別히 韓國의 資本市場에서 보면 이러한 이론하의 시장이 꼭 성립된다고 보는 것은 어렵다. 예로서 수년전의 海外建設會社의 株價가 하늘 높은줄 모르고 뛰었어나 오늘 현재의 주가는 그 바닥을 헤메고 있다. 이러한 점에서 장래의 주가가 상당히 오를 것이라고는 아무도 예측하지 못하게 된다.

따라서 株主富의 極大化 자체에 대해서는 별다른 異議가 없다고 하여도 企業의 價値 極大化는 바로 株價의 最大라고 표현하는 것은 많은 異論이 제기될 수 있을 것이다.

#### IV. 財務意思決定과 基準

##### 1) 企業의 目標와 意思決定

企業의 目的 또는 經營目的은 경영의사결정의 原點이 되며 경영목적의 基本問題로써 認識對象化가 요구됨은 전술한 바와 같다. 의사결정과정에서 대해서는 이미 알고 있는 바와같이 많은 문헌에서 상세히 논하여지고 있다.

일반적으로 最適化를 목적으로한 의사결정과정은 ① 대체안의 선정 ② 각각의 대체안에 따른 結果의 예측과 평가 ③ 最良의 대체안의 선택의 3活動을 基本的인 과정요인으로 포함하고 있다. 그리고 上記 ①②③의 전체에서 經營目的이 필요불가결의 요인으로 되고 있다. 즉 ① 대체안을 선정할때 經營目的의 달성에 유효하다고 생각되는 대체안이 되지않으면 안되며 ② 대체안에 따른 結果의 예측과 평가도 경영목적의 달성에 연관되지 않으면 意味가 없고 ③ 最良의 대체안의 선택은 경영목적의 달성을 위한 最良의 代替案 선택에 있다.

最適化原理를 취하지 않고 滿足化原理를 취할때는 欲求水準에 의하여 결정되는 必要最小의 水準以上の 성과를 획득하는 대체안을 선택하게 되지만 여기에서도 경영목적의 대체안 선택의 근거가 된다. 다만 목적한 경영목적 달성 수준이 욕구수준에 의해서 限定되어진데 불과하다.

經營目的은 직접적으로 경영자가 담당하기 때문에 經營意思決定의 경우는 경영자가 직접으로 경영목적에 의해서 上記 ①②③을 행한다. 管理者나 作業者의 의사결정에 있어서는 最終的으로 경영목적에 연관되어 部分目的 또는 手段目的을 근거로하여 각각의 의사결정을 행한다. 이렇게

15) Weston & Brigham, Essentials of Managerial Finance, Holt R & W, 1982, pp.5~6.

16) 朴廷寬, op.cit, p.25.

하여 직접적 또는 간접적으로 경영목적이 意思決定의 基本이 된다.<sup>17)</sup>

## 2) 意思決定의 主體

企業의 형태를 여러가지로 분류할 수 있지만 일반적으로 經營學에서는 가장 보편적이고 그 數나 量에 있어서도 가장 큰 比重을 차지하는 株式會社制度의 企業을 대상으로 한다.

기업경영상 意思決定을 하는데는 의사 결정의 주체를 확실히 한 후에 그 주체의 목적이 어디에 있나를 먼저 명확하게 하지 않으면 안된다.<sup>18)</sup>

그러면 주식회사에 있어서의 主體는 누구인가?

여기에 대해서 주주, 경영자, 부문관리자, 종업원, 그리고 사회봉사나 고객창조 등의 기업목적에 감안한 사회, 고객등을 들 수 있겠다. 오늘날 資本과 經營이 分離되어 가고 있는 시점에서는 주로 株主나 經營者중 한편이나, 두편의 절충에 의한 의사결정이 주로 이루어진다고 할 수 있지만 많은 學者들이 과연 株主와 經營者중 어느편이 主體인가에 대해서 논란이 많은 것이다.

經營者가 主體라는 입장에서 보면 경영과 자본이 분리되어 경영자는 당해기업에 위탁받아서 경영하므로 어디까지나 利害關係者와 조정하는 기능면에서 그 主體的 역할을 한다고 본다. 즉 경영자가 주주를 의식한 주체로서의 역할은 사회나 다른 이해관계자가 용납하지 않을것이라고 보기 때문에 어쩔수 없이 각 이해관계자들의 조정역할 밖에는 알 수 없다는 것이다.

한편 株主가 의사결정의 주체가 된다고 보는 견해는 자본과 경영이 분리되어 있다고 하지만 經營者는 株主들이 임명하고 또 경영자는 주주들의 신임을 받아야하기 때문에 어쩔수 없이 주주가 그 주체가 되어야 한다고 본다.<sup>19)</sup>

그러나 여기에서 하나의 극단적인 주체의식보다는 그 社會나 당해기업의 環境에 따라서 주주 또는 경영자의 어느 편에 좀 더 가까운 의사결정을 할 수 있을 것으로 간주되어진다.

## 3) 財務意思決定의 基準

의사결정의 기준은 IV-1)에서 論한 바와 같이 당해기업의 企業目的 또는 目標에 일치시키지 않으면 안된다. 部門管理의 하나인 재무의사결정도 동태적인 環境하에서 어떻게 행하여져야 하는가를 이론적으로 분석하기 위하여서는 企業의 行動原理를 파악할 필요가 요청되는 것이다.<sup>20)</sup>

따라서 논의되고 있는 株主富의 極大化가 企業의 目標가 된다면 재무관리의 목표도 여기에 맞추어야 함은 물론 재무의사결정기준도 반드시 주주부의 극대화에 두어야 할 것이다.<sup>21)</sup>

그러나 우리가 일반적으로 기업의 목적을 설정하여 이를 行動의 基準으로 한다고 하여도 下

17) Solomon & Pringle, An Introduction to Financial Management, Gpco., 1977, pp. 7~8.

18) 細井卓, 財務管理論, 中央經濟社, 1981, p. 55.

19) Van Horne, Financial Management and Policy, Practice, Hall Inc., 1974, pp. 7~8.

20) 沈炳求外 2人, op. cit. p. 20.

21) 別府祐弘譯, Solomon 財務理論, 同文館, 1981, pp. 28~32.

位の 細細한 部門에 까지는 이를 적용하지 못하는 것이다. 그러므로 企業의 目標을 上位의 개념으로 各管理의 行動基準을 下位の 개념으로 또는 학자에 따라서는 이를 추상화된 목표와 구체화된 목표로 나누기로 한다.<sup>22)</sup>

하여튼 상위의 개념으로는 부의 극대화, 단기적으로는 이익극대화 또는 주가의 최대화, 장기적으로는 부의극대화, 자본유지의원칙, 계속기업의원칙 등으로 論하여지고 下位概念으로는 집행적 재무활동과 관리적 재무활동에서 流動性和 收益性 및 安全性의 원칙을 기준으로 삼고 또는 수익성의 증가와 위험도 경감을 원칙으로도 삼는다.<sup>23)</sup>

기업의 공통성 및 동질성을 감안한다면 하위의 개념은 수익성 증가와 유동성 유지의 행동기준이 타당할 것이다. 즉 Solomon이 주장하는 財務管理의 機能은 投資決定, 資本調達決定, Van-Horne이 주장하는 자본조달, 투자결정, 配當政策의 기능도 어디까지나 주주부의 극대화라는 기업의 목표를 대전제로 수익성증가와 유동성 유지에 목적을 두고 있다고 할 수 있다.<sup>24)</sup>

한편으로는 기업의 목표를 주주의 부의 극대화에 두므로 재무의사결정도 이에 基準을 둔다고 하나 意思決定에는 財務的 要因과 非財務的 要因으로 반드시 재무적요인만 있는 것이 아니다.<sup>25)</sup> 또 기업의 본질을 감안할때 주주부의 극대화는 차선적인 의사결정기준이지 의사결정 목적자체는 되지 못한다고 한다.<sup>26)</sup>

#### 4) 極大化, 最適化, 滿足化

IV-1)에서 이미 論한바 있지만 궁극적으로 企業의 目標인 株主富의 極大化에 대한 개념상 극대화를 충분히 충족시킨다는 것은 매우 어려운 실정이다. 더욱 여러기업의 各部門管理에 있어서는 극대화보다는 당해기업의 環境에 가장 적합할 수 있는 最適化의 타당성을 인정하여 오히려 최적화를 목표 또는 행동기준으로 삼아야된다는 주장도 있다. 그리고 극대화나 최적화가 이뤄질 수 없는 環境支配下에서 잘 이루어지지 않을때 조그마한 성과에도 만족할 수 밖에 없는 滿足化의 概念을 論하는 학자도 있다.

어쨌든 기업이 필요최소의 수준이상의 성과로 만족할지라도 목표는 極大化에 두어야하지 않을까? 管理上의 合理性을 감안한다면 最適化에 두고 결국 최선을 다한 滿足化의 과정이 될 것 같다.

이와같이 극대화나 최적화 및 만족화에 대해서는 아직 뚜렷한 구분이나 규명이 잘 되고 있는 연구실적들을 발견하지 못했으나 이에 대해서도 앞으로 많은 논란이 제기될 것으로 여겨진다.

22) 細井卓, op. cit. p. 247.

23) Weston & Brigham, op. cit. pp. 5~6.

24) 諸井勝之助, 經營財務講義, 東大出版會, 1983, pp. 2~5.

25) 細井卓, op. cit. p. 248.

26) Solomon & Pringle, op. cit. p. 14.

## V. 株主富의 極大化에 對한 問題點

經營學의 理論上 株主富의 極大化에 관한 것은 자주 거론되고 있으나 앞에서 개괄적으로 論한 바와같이 確實히 규명되지 않고 있는 問題點들이 허다하다. 다만 이러한 問題를 體系있게 파악하여 보고자 企業의 目標, 企業의 評價, 財務意思決定 基準과 연관시켜 간략히 검토하여본 결과 다음과 같은 몇가지의 代表的인 問題點을 제기시킬 수 있겠다.

### 1) 企業의 價值最大化는 株價의 最大인가

기업의 가치는 주가만으로 評價할 수 있겠는가?

기업의 所有株인 株主의 입장에서는 株價의 最大化야말로 궁극적인 目標인가?

企業의 價值評價는 어떤 방법이 가장 바람직한가?

### 2) 財務意思決定의 主體는 株主가 되는가

現代社會의 狀況에는 株主가 企業經營上의 主體가 될 수 있을까?

財務意思決定은 株主를 의식하여야 하나?

財務意思決定은 經營者가 아닌가?

### 3) 株主의 概念은

소주주와 대주주중 어느 株主를 말하나?

경영참가 주주와 비참가 주주중 어느 株主인가?

全體의 株主가 당해기업에 대해서 공평한 권리를 갖고 있나?

### 4) 富의 極大化는 바람직한가

極大化가 存在할 수 있나?

意思決定 基準은 最適化가 아닌가?

滿足化는 타당한 理論이 될 수 있나?

## VI. 結 言

여러학자의 연구실적에 의하면 대부분 株主富의 極大化가 바로 財務管理의 目標이며 企業의 目標라고 간주하고 또 意思決定의 基準이라고 한다. 그러나 앞에서 제기된 여러 問題에 대해서는 많은 學者들의 견해는 있지만 여기에 대한 뚜렷한 정리와 주장은 찾아보기 힘들다.

즉 재무관리의 목표는 企業의 目標에 따라 달라질 수 있으나 결국 企業의 利益 또는 株主의 富와 관련이 있는데 여기에 대한 적절한 論理전개가 어려울 것이다. 또 企業의 평가문제도 그 용도와 다루는 측면에 따라서는 반드시 企業의 資本價値額 評價가 절대적인 것만은 아니며 효율적인 자본시장의 존재여부와 의사결정기준에 주가의 최대화가 어떻게 活用될 것인가 등 아직 도 애매한 問題들로 산적되어 있다.

그러나 우선 V에서 제기한 問題들에 대해서는 하나하나 별도의 研究가 이후 계속되어야 할 것 같다. 企業의 評價, 企業의 目的과 目標, 意思決定基準 등은 우리나라에서도 이 分野에 대한 깊은 研究가 要望되며 이러한 연구가 밀바침이 될 때 學問의 發展은 한 단계 더 앞설 것이 分明하다고 본다.

본 論文을 통해서 완벽히 정리되지 못한채 문제 제기를 하게된데 대해서는 아직 연구의 부족이 分明함을 시인하고 또 一部門에 대해서는 다음기회에 별도의 연구를 하겠음을 약속한다. 학문의 어려움을 다시한번 실감하고 이번 계기로 득하게된 Solomon & Pringle의 "An Introduction to financial management"에서 본 글귀를 적으며 끝을 맺고자 한다. "價値는 所有者에 의해서 決定되고, 社會는 고도의 경쟁에 의존하며, 아담스미스의 보이지 않는 손이 效率的인 決定을 보증한다."

## 참 고 문 헌

1. 韓義泳, 經營學總論, 茶山出版社, 1982.
2. 金元銖, 經營學原論(全訂版), 經文社, 1984.
3. 金元銖, 理論經營學, 經文社, 1983.
4. 鄭守永, 新經營學演習, 博英社, 1978.
5. 金元銖, 經營學問題演習, 經文社, 1981.
6. 沈炳求 外2人, 財務管理, 新星印刷社, 1980.
7. 李鍾演, 財務管理論, 貿易經營社, 1984.
8. 朴廷寔, 現代財務管理(2改訂), 茶山出版社, 1982.
9. 西澤 修, 財務管理演習, 同文館, 1983.
10. 紫川林也, 新版投資決定論, 同文館, 1979.
11. 諸井勝之助, 經營財務講義, 東大出版會, 1983.
12. 細井 卓, 財務管理論, 中央經濟社, 1981.
13. 古川榮一 還曆記念論文集, 現代經營學と財務管理
14. 藻利重隆, 經營學의 基礎, 森山書店, 1982.
15. 高田馨, 經營目的論, 殖産堂, 1983.
16. Solomon & Pingle,  
An Introduction to Financial Management G. Pco., 1977.
17. Van Horne,  
Financial Management and Policy, Prentice Hall Inc., 1974.
18. Weston & Brigham,  
Essentials of Managerial Finance, Holt R& W, 1982.

19. Brigham, .  
Financial Management. The Dryolen Press, 1982,
20. Johnson & Brigham,  
Issues in Managerial Finance. The Dryolen Press, 1980.
21. 高橋昭三, 現代經營財務, 稅務經理協會, 1984.
22. 山田珠夫, 企業財務と選擇理論, 多賀出版, 1982.
23. 釜山産業大學校, 論文集, 第3輯, 1982.
24. 別府祐弘, Solomon 財務管理論, 同文館, 1981.