

經營財務論의 發展에 관한 研究

朴 秀 雄*

<目 次>

- | | |
|--|--|
| <p>I. 序 論</p> <p>1) 研究의 目的</p> <p>2) 研究方法와 範圍</p> <p>II. 財務論의 展開</p> <p>1) 經營學과 財務論</p> <p>2) 學說史的 考察</p> <p>III. 財務論의 成立의 歷史的 背景</p> <p>1) 會社金融論의 成立</p> <p>2) 綜合管理的 財務論의 成立</p> <p>3) 投資決定論的 財務論의 成立</p> | <p>IV. 投資決定論的 財務論의 批判</p> <p>1) 株價極大化 財務決定의 矛盾</p> <p>2) 計數의 計測 不完全性</p> <p>3) 全體投資家의 同一性·同質性의 不當</p> <p>V. 財務論의 方法과 體系樹立</p> <p>1) 傳統의 方法과 近代의 方法</p> <p>2) 財務理論의 問題領域과 發展</p> <p>3) 財務論의 體系</p> <p>VI. 結 論</p> |
|--|--|

I. 序 論

1. 研究의 目的

우리나라 經營學 學問의 생성을 한국인의 최초저서인 經營經濟學(정수영, 1954)의 출간을 처음으로 보면, 이제 그 역사는 30년 정도가 된다고 볼 수 있다. 이렇게 짧은 기간동안 독일 경영학의 학풍이 짙은 고유의 理論經營學을 계승했다고 할 수 있는 韓國經營學을 재 익히기도 전에 美國經營學이 밀려들어와 미처 정리정돈 및 소화할 충분히 못하면서 미국경영학 쪽으로 발전되고 있는 것이 사실이다. 그러므로 우리나라 경영학은 그 生成부터 고유의 한국역사상의 학문줄기를 찾고 확립하기 전에 외세에 의한 학문이 형성되어 우리나라 企業의 現實的인 活動과는 그 거리를 멀리하고 있다.

經營學의 體系上 관리기능적인 면의 하나로 보고 있는 財務論 또는 財務管理論도 그 사회의 학문생성배경을 전혀 무시한 채 現存하는 거대한 규모의 기업과 上場企業만을 대상으로

* 釜山産業大學校 商經大學 經營學科 副教授

연구하는 미국의 학문도입으로, 이들 이론들의 적용이 우리나라 현실에 맞지 않는 것은 당연하다고 할 수 있다. 또한 여기에 대한 반성론이 일부에서 일어나고 있지만, 아직까지 여러 학자들의 주장이나 이론을 충분히 소화하기 보다는 소개에 거치므로 여러이론이 제각기 난립되어 그 방향 감각을 잃고 있다고 볼 수 있다.

이와 같은 우리나라의 學問의 成立過程을 볼 때 向後의 理論的 體系의 구축을 위해서는 선진국의 財務論發展을 깊이 연구하지 않고는 매우 어려운 것이 사실이다. 그리고 현재 선진국 이론의 모순점도 냉철히 평가·분석하여야 하며, 앞으로 새롭게 발전되는 연구체계도 어느정도 예측하고 있어야 한다.

특히, 동 연구분야는 아직까지 우리나라에서 주목할 만한 연구발표나 저서도 거의 없는 것 같다. 이러한 이유는 대부분의 학자들이 교재편찬 및 선진국의 새로운 이론의 학습에 여념이 없고, 또 이 방면의 연구교재도 희박하다고 볼 수 있다. 다만 이웃 일본에서 오래전부터 나름대로의 경영학 수립에 반성이 잇따른 결과, 근래에 와서 현저하게 이 부분에 대한 研究發表가 나오고 있으므로 우리나라도 멀지 않아 이 부분의 연구가 전개될 것으로 생각되어 우선 問題提起를 하는데 거칠지라도, 누구든 서둘러 研究할 필요성이 있는데 본 研究의 目的이 있다.

2. 研究의 方法

본 연구는 歷史的 發展의 고찰이므로 자연히 외국의 문헌에 의존할 수 밖에 없다. 그러나 근대 經營學에 영향을 미치고 있는 美國이나 獨逸의 經營學서적을 총망라하여 소장하고 있지 못하고 그 범위도 광범위하여 最近에 구한 이 방면의 서적과 종래부터 다소 알려진 내 용을 종합하였다.

특히, 日本經營財務研究會가 여러 교수를 동원하여 집중적으로 연구된 발표논문 제7권이 매우 도움이 되었다. 그리고 오래전부터 서서히 財務論의 뿌리를 캐고 있는 일본의 노학자들의 비록 단발적이긴 하지만 이 부분의 論評도 方向 감각을 잡기에 충분했으며, 理論經營學의 본고장이라 할 수 있는 독일학자들의 해박한 분석력에 의한 주장과 이론이 同 研究에 많은 영향을 미쳤다. 그러므로 한국경영학 또는 재무론의 체계수립에도 그대로 적용하여 깊은 연구를 할 수 있는 계기도 충분히 될 것으로 생각된다.

研究의 범위로는 1. 序論에 이어 2에서 財務論의 展開를 간략하게 들었다. 자세히 설명하려면 한이 없고, 지면도 허락하지 않으며, 또 널리 알려져 있으므로 그럴 필요도 없다. 3에서 財務生成의 歷史的 背景을 전부터 알려졌던 것 보다는 좀더 구체적으로 들어보아 한 학문이 생성되기 위해서는 社會의 一面에서의 강력한 요청이 있어 왔음을 보았다. 4에서는 近代 또는 現代의 財務論의 批判을 들어 보았다. 이점은 우리들이 깊이 반성하여야 할 가장 중요한 요점으로 강조된다. 5에서는 전통적 연구방법론과 근대적 연구방법론을 새로운 시각에

서 분석하여 관찰하였고, 나아가 재무론 발전의 자취를 보고, 또 學問의 體系樹立에도 여러 가지의 학자들의 견해를 들어 보았다. 6. 결론에서는 본 연구를 총정리 하였다.

II. 財務論의 展開

1. 經營學과 財務論

人間이 生活하는데 필요한 商品의 生産이나 서비스(service)를 제공하는 것을 社會內에서 담당하는 부문이 企業이다. 그러므로 국가경제의 조직에서 상품이든 서비스가든 生産을 담당하는 企業을 대상으로 기업의 諸活動을 연구하는 것을 經營學이라고 한다. 경영학은 19C말에서 20C초에 학문적 체계화가 생성되었다고 일반적으로 보고 있다. 따라서 財務論도 이때부터 연구가 시작되었다고 할 수 있는데, 기업의 종류중 個人企業, 會社企業, 公企業 등에서 주로 會社企業을 대상으로 한 會社金融論에 치중한 연구가 시작되었던 것이다.

현실적으로 機能面에서 경영학의 一分野인 財務論이 경영활동내에서 어떠한 위치에 있으며 어떠한 特質을 가지고 있는가를 명확하게 하여야 할 필요가 있다. 그렇지만 우선 企業이나 經營를 각각 어떻게 이해하여야 하며 이에 대한 研究나 方法도 다종다양하게 이루어지고 있어서 아직까지도 그 定說이 없는 상황에 부딪히게 된다. 이러한 상황에서 財務論을 확립하기란 매우 어렵다. 예를들면 企業자체를 일정한 목적을 달성하기 위하여 협동하는 인간의 組織活動 一般을 연구한다고 하는 주장에 따르면, 사회제도가 기구로서의 生産을 담당하는 것만으로 보는 社會的·國家的 견지에서와는 전혀 다른 측면에서 다루는 것이 된다.

또한 研究對象이 같더라도 研究方法에서 經營活動을 통한 法則性이나 內的인 관련을 해명하려는 理論的 研究를 목적으로 하기도하고, 경영활동의 合理化나 效率化를 올리기 위한 方法論的·管理論的 研究를 꾀하기도 하여 일치되지 않고 있다. 이 이외에도 조직론적 연구나 기능론적 연구, 그리고 경제학적 연구 등으로 다채롭다.

특히, 財務論에 있어서는 1943년 헌트(P. Hunt)가 종래의 資本調達問題를 중시한 전통적 會社金融論을 비판하여 調達資本의 效率的인 운용 중시의 방향으로 그 연구를 전환하여야 한다고 제기한 이래,¹⁾ 그 방법론에 있어서 계속해서 변천해 오고 있다. 그러므로 經營學에서의 財務論의 특질을 한마디로 이야기하기는 매우 어렵다고 할 수 있다.

2. 學說史的 考察

財務管理論의 학설사적 고찰은 아직까지 우리나라에서는 구체적으로 연구된 바가 거의 없

1) P.Hunt, "Financial Policy of Corporations," Quarterly Journal of Economics, LVII, 1943.

는 것 같다. 다만 개괄적인 설명에 지나지 않고 있으므로 이에 대한 고찰이나 재무이론의 본질에 대한 연구는 日本의 細井 교수나 諸井 교수를 들수 있는데 여기에서는 諸井 교수의 정리를 간략하게 간추려 보고자 한다.²⁾

여러 學說의 전개를 통하여 3가지 형으로 나누어 설명한다.

(1) 고찰의 대상을 주로 資金調達面에 한정하려는 것으로 企業金融論 또는 會社金融論이라고도 하는 형.

증권금융론으로서 株式金融과 私債金融에 중점을두어 주식과 사채를 둘러싼 制度論的 考察에 주안점을 두고 있다. 그러므로 증권금융과 함께 외부자금조달을 구성하는 銀行融資에 대하여서도 中小企業의 경우는 거의 제외되고 있다. 또 外部資金調達에 비하여 內部資金調達인 自己金融에 대해서도 소홀히하고 있다. 원래 自己金融은 기업의 이익이나 감가상각충당금에 의하여 再投資되는 부분이므로 자금조달의 면보다 투자면이 더 강하다고 볼 수 있다. 그러므로 岡村 교수같은 학자는 기업이익을 원천으로 하는 자기금융 문제를 오로지 配當政策의 側面에서 논하고 있다.

(2) 資金調達과 運用의 쌍방을 研究對象으로 하지만 외부자금조달에 관련하는 制度論的 考察에는 그다지 관심을 나타내지 않는 綜合管理的 財務論, 즉 주된 관심을 기업내부에 두고 있으므로 企業에서의 財務活動의 有效한 관리를 위한 연구에 중심과제를 두고 있는 형이다. 그러므로 이 형이 管理論的 性格을 가지고 있으므로 오늘날 우리나라에서 일반적으로 부르는 財務管理論의 유래가 여기에 있다고 본다. 이 부분에 대한 대표적인 학자는 古川 교수인데 그의 이론을 요약하면 다음과 같다.³⁾

기업의 財務活動은 執行的 財務活動과 管理的 財務活動의 2가지가 있다. 집행적 재무활동은 現金의 出納이나 保管에 관한 활동을 대상으로 하는 재무관리로 집행적 재무관리 또는 협의의 재무관리라고도 한다.

다음 관리적 재무활동은 기업의 각종 집행적 재무활동을 자본순환과정으로 파악하고, 이들의 經營活動을 대상으로 행하는 종합적 관리활동을 대상으로 하는 間接的 財務管理, 또는 광의의 재무관리를 말한다. 財務管理計劃을 수립하기 위한 目標設定은 재무활동을 대상으로 하는 협의의 재무관리는 現金收支의 均衡 또는 財務流動性의 유지에 두고, 관리적 재무활동을 대상으로 하는 광의의 재무관리는 企業投資의 순환과정을 통하여 收益性의 증식을 꾀하는 관점에서 資本收益性의 向上을 갖는 財務計劃의 목표를 필요로 한다. 여기에서 경영관리론적 성격을 갖는 광의의 재무관리론이 후자에 해당된다.

(3) 經濟學的 性格을 갖고 있으며 주식회사 기업의 재무적 의사결정을 중심적인 연구과제로 한다. 이 형은 재무의 범위를 投資(資金連用)와 資金調達로 보는 것으로, 또는 現代 經營財務論이라고도 하여 근본내용은 제 2의 형과 같다.

2) 日本經營財務研究學會, 現代經營財務의 本質, 中央經濟社, 1985, pp. 1 ~ 3.

3) 古川榮一, 改訂 財務管理, 經林書房, 1981, pp. 49~52.

의사결정이 없는 경영관리가 없다면 재무관리도 의사결정과 깊은 관계가 있다. 이러한 점에 관련시켜 2형과 3형을 價値概念에서 확실히 구별할 수 있다. 管理論的 財務論은 會計的 價値概念을 사용하는데 대하여, 現代 經營財務論은 經濟學的인 市場價値 概念을 사용한다. 다시 말하면 관리론적 재무론은 재무계획의 목표로서 매우 유동성과 자본 수익성의 향상을 도모함에 있어서, 예를들면 資本收益性의 경우 利益과 資本을 일정한 회계기준에 의해서 측정되는 會計的 價値에 둔다는 것이다. 즉 감가상각도 비용으로 감안하여 이익을 계산하고 자본이나 자산도 회계처리에 의한 장부상 금액을 기준으로 한다. 財務活動性에 관련되는 流動比率이나 資本構成의 척도도 마찬가지로 회계적 기준에 의한다. 現代經營財務論에 의한 經濟學的 價値에서의 利益에 관한 솔로몬(solmon)⁴⁾의 설명을 본다.

純利益E=現金流入G-(평균재투자액M-세금지불T-이자지불I)

G: 연간획득되리라 예상되는 減價償却前·稅支拂前·利子支拂前의 총이익

M: 총이익을 기대하는 수준을 유지하는데 필요한 平均再投資率

또 自己資本의 價値評價에 있어서도 아래 式에 따른다.

$$V = \frac{E}{K_e}$$

V: 自己資本價値

K_e : 資本化率

E: 純利益

자본화율은 위험 프리미엄(risk premium)의變化에 따라 변화하며, 이는 투자자가 투자대상에 內在하는 위험평가에 따라 결정하므로 투자가 행동에 의한다. 자본화율이 자본시장에서 결정되면 자본화의 대상이 되는 어떤 현금흐름에 의한 순이익도 자본시장을 통하여 결정되게 된다.

솔로몬의 이와 같은 現代經營財務論의 가치개념은 資本市場을 통하여 결정하는 것이 타당하다고 보는 것이다.

III. 財務論生成의 歷史的 背景

1. 會社金融論의 成立

회사금융론은 주식회사와 그에 대한 금융이 고도로 발달하여 전개되기 시작한 미국에서 시발되었다. 즉 남북전쟁 이후 國內市場의 統一과 擴大는 급속히 철도건설을 촉진하여 회사금

4) Ezra Solman, The Theory of Financial Management, Columbia University Press, 1963, pp. 20~21.

용의 성숙에 결정적 역할을 하게 되었다. 막대한 고정자본이 필요한 철도망의 건설은 社會의 구석구석에서 株式會社의 制度를 이용하여 資本을 모을 수 있었던 것이다. 철도건설 자금의 조달과정에서는 會社證券도 多種多樣化하였는데 보통주나 우선주와 함께 담보부 사채, 전환 사채, 수익사채 등도 있었다. 여기에서 銀行 등이 증권인수에 참여하는 것이 불가피하였으며, 「資産 2 信表示」나 「議決權信託」을 이용하여 철도회사의 설립이나 합병 등에 적극 참여 하므로서 창업자 이득과 支配集中의 金融的 政策이 전개되었다.

19C 중엽에서부터 1880년 이르기까지 철도회사에 이어 各産業部門에 점차적으로 보급되기 시작하였다. 이러한 결과 각 산업부문에서 大規模經營이 이루어지게 되어 드디어는 각 산업 부문에서의 獨占化가 촉진되게까지 되었다.

이러한 현상을 뒷받침하는 것으로, 1860년대는 칼텔(Cartel)조직이 성행하기 시작하였고, 1879년에는 스탠다드 오일 트러스트를 계기로 1880년에는 트러스트(Trust)에 의한 企業合同이 성행하였다. 1890년 유명한 反트러스트법인 셔어먼 法(Sherman Anti-trust Act)에 의하여 칼텔이나 트러스트가 금지되었다. 이러한 결과 持株會社가 탄생하였다.⁵⁾

이와 같이 第一次 企業合同 運動의 여파와 더불어 회사금융의 정책으로 회사설립과 기업 합동을 投資銀行家가 적극적으로 추진하게 되어 산업독점체와 금융독점체와의 밀착에 의한 金融資本의 재패가 확립되었다. 世紀의 轉換期에서 독점형성과 같이 전개된 주식회사의 복잡다기한 증권금융의 제도와 실무에 대응해서 財務의 研究가 대두하게 되어 體系化되기 시작하였다.

그 선구적인 연구로서는 그린(T.L.Green), 미드(E.S.Meade) 및 리프레이(W.Z.Ripley) 등의 연구가 있지만, 일반적으로 1914년에 출판된 듀윙(Dewing)의 「會社金融政策論」⁶⁾에 의해서 학문적 체계가 성립하게 되었다고 보고 있다. 위의 책은 1953년에 간행된 제5판에 의하면 1500페이지에 달하는 2 권의 책으로서 기업이 발행하는 주식이나 사채에 대한 證券制度論的 고찰과 기업이익에 대한 會計的 說明 및 회사설립·합병·도산·회사갱생 등에 대한 制度的 記述이 저자의 해박한 지식으로 상세히 전개되고 있다.⁷⁾

2) 綜合管理的 財務論의 成立

회사금융론이 投資銀行家의 관점과 독점적 거대 주식회사의 資本調達方法을 중시하여 왔으나, 1920년에 이르러 이에 대한 비판이 대두되었다. 투자은행가적 시점에서 경영자적 관점으로 分析視覺의 전환과 자본조달보다도 자본운용 중시를 위한 연구내용으로 전환을 꾀하게 되었던 것이다. 이러한 이유는 第一次 世界大戰後의 불황 극복책으로서 전개된 産業合理化에

5) 高橋昭三, 經營財務의 基礎理論, 同文館, 1984, pp. 30~32.

6) A.S.Dewing, The Financial Policy of Corporations, Ronald, N.Y., 1915: 15th ed, N.Y., 1953.

7) 諸井勝之助 회갑기념 편집위원회, 現代經營財務論, 東京大學出版會, 1984, p. 1.

의한 자본의 효율적 운용이 자연 중요시되게된 데에 연유된다. 표준화원리에 기초한 과학적 관리법이 모든 분야에 침투되어 1919년 듀폰사의 「경영위원회 콘트롤 차트(Executive Committee Control Charts)」의 확립으로 상징되는 바와 같이 豫算統制·標準原價計算·動態的經營分析 등의 관리회계적 수단에 의한 종합적인 경영관리의 기법이 성립된 것을 들 수 있다.

특히, 1923년 출판된 맥킨제이·미치(McKinsey & Meech)의 「財務管理論」⁸⁾에서는 이러한 역사적 요청을 반영하여 톱 메네지먼트(Top management)를 위한 管理會計制度의 확립을 재무관리의 중심에 두어 예산제도나 콘트롤러(controller)의 조직을 통하여 資本의 效率的 運用의 계획을 확립하는 것이 재무론 연구의 주제가 된다고 제창하였다.

또한, 1919년에 시작된 대공황은 과잉설비와 불건전한 재무상태에서 많은 기업이 파산하게 되었고, 방만한 대부나 주식투기에 바쁘던 은행도 도산의 권에 들어가게 되었다. 1936년 설립된 TNEC(임시국민경제조사위원회)의 조사에서 밝혀졌듯이 기초가 확립된 大企業은 설립 확장이나 갱신에 필요한 자금을 이익유보나 감가상각기금에 의한 自己金融을 증대시하여 외부에 자금원천을 회피했다. 또한 불황이나 경기침체하의 도산위험을 피하고 기업유지·존속을 시키기 위해서는 수익성만을 믿을 것이 아니라 재무 유동성이나 지불능력의 유지도 강한 관심을 끌어 자금수지의 금액적·시간적 적합관계를 어떻게 유지하여 갈것인가를 중시되게 되었다.

이와 같이 자기금융의 증대와 자금수지의 균형유지가 중시되어지는 상황에서 會社證券의 발행등에 의한 외부자금의 조달보다 기업내부에서의 자본지출·배분·회수를 어떻게 效率的으로 이끌어 갈 것인가에 관심이 가져져, 利益管理나 豫算統制의 관리회계적 기법에 의한 종합적인 경영관리를 목표로 하게 되었다. 1937년 님펠과 시볼(C.E.Knoeppel & E.G.Sybold)의 이익관리,⁹⁾ 1943년 헌트(P.Hunt)의 유명한 논문¹⁰⁾을 전기로하여 1953년의 하워드·업턴(B.B.Howard & M.Upton)의 共著 「經營財務序說」¹¹⁾ 등에 의한 재무관리 연구가 성행했다.

3. 投資決定論的 財務論의 成立

제 2 차 세계대전후 近代經濟學의 投資理論을 구체화하여 기업에서의 자본의 지출·배분과 조달의 결정문제를 연구하는 投資決定論的 財務論이 현저하게 발전되게 되었다. 제 2 차 대전후의 경제성장과 컨글로머리트(Conglomerate)적 합병 및 기관투자자의 증대에 의하여 해결해야 할 재무상의 문제에 대응하는데 있었다. 이러한 문제에 대한 웨스톤(Weston)의 몇 '가

8) J.O.McKinsey & S.P.Meech, Controlling the Finance of Business, Ronald Press, N.Y., 1923.

9) C.E.Knoeppel & E.G.Sybold, managing for Profit, N.Y., 1937.

10) P.Hunt, O.P., Cit.

11) B.B.Howard & M.Upton, Introduction to Business Finance, Mc Graw-Hil, N.Y., 1953.

지 지적을 들어 보면 다음과 같다.¹²⁾

① 제 2차 대전후의 記述革新은 製品의 라이프 사이클(life cycle)의 단축과 신제품의 개발 경쟁을 추구하여 기업으로 하여금 陳腐化된 설비의 갱신과 新産業部門으로의 進出投資를 하게하였다.

② 이로인한 販賣競爭이 격하게 되었다. 즉, 經營의 多角化와 靑島로머리트적 合併을 중심으로 한 第3次 企業合同運動의 바람이 불기 시작하였다.

③ 이와 동시에 개인투자자는 쇠퇴하고 機關持株의 증대로 상징되는 「저축과 투자의 흐름이 機關化現象」으로 진전되었다.

이러한 상황을 근거로해서 기업은 長期利潤의 極大化를 지향함과 함께 投下資本의 회수나 내부자금형성에 관련되는 현금흐름(cash flow)에 중대한 관심을 갖게 되어 長期의 經營計劃 및 資金計劃을 세우는 것을 중요하게 여겼다. 이를 추진하는데 시스템어프로치(system approach)나 計量經濟學의 分析技法이 구체적으로 적용되기 시작한 것이다. 즉, 1951년 딘(Dean)의 「資本豫算論」의 출판이 계기가 된다. 여기에서 이윤극대화를 꾀하기 위한 최적의 자본지출배분과 자본조달의 결정문제를 限界分析의 方法 즉, 추가적 자본지출에 기대되는 收益率(資本의 限界效率)과 追加的 資本의 調達(限界資本 cost)의 비교에 의해서 명확히 하도록 시도되었다.¹³⁾ 나아가 솔로몬(solomon)에 의하여 불확실한 장래의 기대수익율의 측정과 자본코스트의 측정에 관한 문제에 관심을 갖도록 연결된다. 여기까지는 순수한 설비투자에 관련된다고 볼 수 있다.

또한, 1958년에는 MM(F.Modigliani & M.H.Miller)에 의한 「資本構成과 資本cost의 무관련성」의 논문이 발표되었다.

앞에서 말한 바와 같이 기업합병이나 기관투자자의 투자에 관련되는 주식소유의 가장 합리적인 방법으로서 설비투자에 관련되는 연구와 병행하여 마코윗치(Harry Markowitz)의 포트폴리오선택이론이 발표된¹⁴⁾ 것이 큰 계기가 된다. 그리고 기업의 가치는 결국 資本市場에서의 株價에 의해서 결정되며, 기업이 거대화되어 전문경영인에 의한 경영을 보면 의사결정의 주체는 경영자이지만 이 경영자는 주주의 대리인이므로 株主富의 極大化가 재무적 의사결정의 기준이라는 필연설이 주장되게 되었다. 여기에서 株價문제는 자본시장이론을 통해서 설명될 수 있는데, 이 이론에는 1964년 샤프(Sharpe)의 자본자산가격결정 모형(CAPM)이 대표적이며 이에 대한 수정이론이 지금도 계속중이다.

12) J.E.Weston, The Scope and Methodology of Finance, Prentice-Hall, Englewood cliffs, 1966, Preface pp. 29~39.

13) J. Dean, Capital Budgeting, Columbia University Press, N.Y., 1950.

14) Harry Markowitz, Portfolio Selection, Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, March, 1952.

IV. 投資決定論的 財務論의 批判

投資決定論的 財務論은 1950년대부터 미국의 그 당시의 둘러싸고 있는 다음과 같은 상황에서 재무의사결정문제에 따라 부득이 하게 탄생되었다.

- ① 企業合併을 어떻게 하면 가장 이익을 극대화 할 수 있을까
- ② 시설의 확장 및 신시설에 대한 투자문제의 중요성
- ③ 전문경영자의 주주대리에 의한 경영에서의 의사결정주체로 주주를 염두에 둔 株主富의 極大化에 기준을 둘 수 밖에 없는 점.
- ④ 기관투자자의 주식에 대한 투자로 인한 투자론적 재무론의 발달.
- ⑤ 資金의 供給者인 주식투자자를 의식하지 않을 수 없다.

이상의 몇가지 시대적인 문제로 인하여 日本이나 韓國도 會社金融論이나 財務管理論의인 財務論보다는 투자결정론적 재무론에 훨씬 더 연구의 열을 기울이고 있으나, 투자결정론적 재무론이 결국 진실된 재무론이 될 수 없으며, 그 자체가 가지고 있는 몇가지 문제점을 들어 이에 대한 반론이 요즈음와서 한층 고조되고 있다.

이러한 이론에 대한 特質을 우선 살펴보면 다음과 같다.¹⁵⁾

- ① 거의 예외없이 資本市場의 均衡分析의 理論이며, 또는 그것을 기초로한 이론모델(model)의 전개에 있다.
- ② 方法論的으로는 新古典派 近代經濟學의 分析技法에 의거하여 數理解釋的·計量分析의 方法을 한결같이 구사하고 있다.
- ③ 이상의 특질의 결과 불가피하게 고도로 추상적이 되어 때때로 非現實的이 되고 있다.
- ④ 재무의 현상을 한 측면에서만 보아 一般性和 共通性을 찾고, 또 거기에 주안점을 두고 분석고찰하고 있다.

이러한 특질을 가지고 발전한 현대 경영재무론, 이론적 재무관리론, 투자결정론적 재무론에 대한 비판 중 森昭 교수는 수차례 걸친 폭넓은 견해를 간추려 다음과 같이 정리하고 있다.¹⁶⁾

1. 株價極大化 財務決定의 矛盾

주가극대화에 따르는 재무의사결정이론으로 資本構成, 配當政策, 投資決定 등의 중요한 財務決定의 전부를 一元的 體系的으로 전개할 수 있다는 장점은 부정할 수 없다. 또 不確實性에 관한 예측곤란한 문제도 특수한 평가방법에 의하여 금액으로 전환시키는 것을 자본시

15) 日本經營財務研究會, op. cit, pp. 18~20.

16) 森昭夫稿, 企業財務研究의 動向과 問題點, 國民經濟雜誌 149권 1호, 1984, 1.

장의 이론을 통하여 가능하게 한 점도 무시할 수 없다. 그렇지만 금일의 企業目的이 株主의 利益이나 富의 極大化만으로는 설명할 수 없는 것이 企業理論의 상식이나 지배적 의견이라는 것을 고려하지 않는 모순이 있다. 경영자가 주주를 대리하여 그들의 利益을 위하여 經營한다는 것은 사실이지만 株主利益=企業利益이라는 것은 假說에 불과하여 절대적인 것은 아니며, 다만 주주이익을 무시하고는 행동할 수 없다는 점이 긍정될 수 있기 때문에, 오늘날까지 전개되고 있다. 확실히 經營者支配의 狀況에 기업이 도달한다고 하여도 기업이 投資市場의 환경조건에 따라 행동하면 시장의 제약에서 벗어날 수 없어서 경영자는 주주의 이익을 무시할 수 없다. 그러나 주주의 富의 極大化가 꼭 의무만은 아니다. 그래서 株價極大型 最適化의 理論은 근대경제학적 분석기법을 도입하여 전개하는 것은 편리하고 유용한 것을 인정하지만 그 目的規定의 非現實性에 대한 反省이 너무 희박하다고 본다.

기업경영의 영역에도 이러한 것은 金融資産에 불과한 財務的 領域의 투자에만 한정하게 되어¹⁷⁾ 機能資本家나 經營者에 대한 규모확대를 위한 투자 즉, 生産性 領域에 대한 투자와는 그 성격을 달리하고 있다. 그러므로 본질적으로 생산영역에서의 資本의 支出과 調達을 대상으로 하는 財務論보다는 다분히 증권투자론이나 증권시장론의 성격이 강하다. 諸井敎受도 이 점에 대해서 다음과 같이 언급하고 있다.¹⁸⁾ 기업에서 資本支出의 구체적인 내용으로는 設備投資나 固定的 在庫投資가 상당한 부분을 차지하지만 의식적으로 감안하지 않고 證券投資만 대상으로 하게 된 것은 資本豫算의 理論에서 포트폴리오(portfolio)理論으로 관심이 移行된 데 불과하다.

한편으로 최근의 獨占의 大企業이나 多國籍企業에서는 내부유보금의 확대로 자금운영면에서의 금융자산투자가 증대되어 이러한 금융적 거래에 의한 수익이 본래적인 經常的 營業수익보다도 큰 것을 많이 볼 수 있다. 따라서 투자결정론적 재무론의 중요한 대상이 되고 있는 재무적 영역의 투자가 재무정책에 있어서 적지않은 역할을 하고 있는 점은 부정할 수 없다.

그러나 이 문제는 個別資本의 廻轉運動에서 생기는 遊休화폐자본의 효율적인 이용이나 企業支配 또는 기업의 집단화 계열화를 위한 투자의 문제로 본래적인 재무론의 일부분밖에 되지 않는다. 끝으로 산업기업의 금융자산의 거래에 의한 수익이 영업거래의 이익을 상회하는 사태는 資本의 합리적 지출·배분의 기능을 하는 것 보다는 오히려 기업의 投資政策의 잘못을 나타내고 있지 않는가 본다.

2. 計數의 計測 不完全性

우선 모든 투자의 채택여부나 우선 순위를 결정할 때 資本코스트(cost)를 적용하는데, 이 자본 코스트를 사전에 정확히 계측하여 파악하는 것이 사실상 불가능하다.

17) H.Albach, *Investition und Liquidität*, 1962, pp. 48~55.

18) 諸井勝之助, *經營財務講義*, 東大出版會, 1979, pp. 70~72.

또 불확실한 장래에서 投資로부터 기대되어지는 투자보수의 대소와 그 불확실성의 정도를 투자자가 어떠한 방법으로 파악하여 계측하느냐 하는 것은 명확히 밝히기 어렵다. 그래서 불확실한 정도를 確率이나 分散·共分散 등의 계수에 의존해서 理論을 전개하지만 實務적으로 과연 될 수 있을까 하는데 많은 의문을 갖게 된다. 기대수익율과 위험의 측정에서도 그때 그때 어떻게 정확히 계산하여 파악할 수 있는가는 不可能하다. 이러한 이유로서 기업의 재무정책이 歷史的·社會的 事實의 본질에서 동일한 환경조건하에서 동질적인 행위를 계속해서 반복한다고 할 수 없으므로 여기에 確率을 부여한 자체가 본질적으로 不當하다고 본다. 또 一般均衡방법에 있어서도 현실의 기업은 특히, 獨占的인 주식회사의 재무정책은 시장에 영향을 주어 市場의 不均衡을 가져오게 하는 경우가 많다. 그리고 사실은 시장이 불균형하게 놓여 있으므로 추상적인 완전경쟁시장의 諸假說을 기초로한 일반균형분석에 의한 이론이 어디까지가 本質이며 有效性을 갖는가가 의문이다.

3. 全體投資家の 同一性·同質性的 不當

理論分析에서 전체투자자의 同一性·同質性을 가정하고 있지만 이러한 가정은 支配集中機構로서의 株式會社의 本質이나 歷史的 現實과는 꽤 거리가 있다. 즉 理論적으로 前提하는 投資家は 전부 위험회피적이라고 하는 점, 기업과 주가에 관한 정보가 평등히 입수될 수 있고 그것이 즉각적으로 投資家行動에 반영된다는 점, 또 투자자의 예상이나 기대가 同一하며 전 투자자가 동일한 조건하에서 차입가능하다는 것 등을 보자. 株主는 支配的 大株主와 從屬的 零細株主로 대립된다고 볼 수 있다. 다시말하여 會社支配를 위한 투자행동과 安定的인 행동은 異質性을 가지고 있다. 그리고 시장을 이끌어가는 職業的·投機的 投資家와 여기에 이끌려가는 일반투자자로 나누어 볼 수도 있다. 앞서서도 열거했지만, 기관투자거나 법인투자회사는 증가하지만 개인투자자가 시장을 떠나는 최초의 시장환경하에서의 歷史的 現實을 결국 完全競爭市場의 諸前提를 불가능하게 한다.

V. 財務論의 方法과 體系樹立

1. 傳統的 方法과 近代의 方法

재무론의 방법과 과제는 2가지의 측면에서 볼 수 있다.¹⁹⁾ 첫째, 研究主題가 자본조달로부터 자본운용의 문제로 移行한 것을 확인하고 특히 자본의 支出·分配問題의 중요성에 착안한 것, 둘째, 資本調達諸制度의 分析을 주요내용으로 한 傳統的 方法에서 새로운 방향인 리

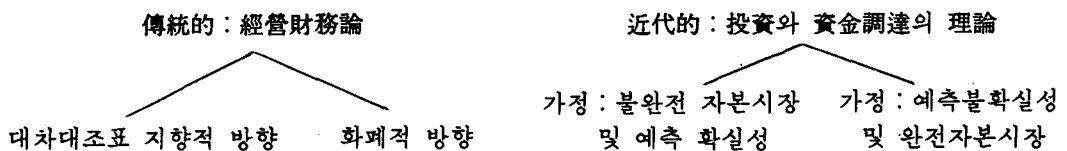
19) 日本經營 財務研究會 op. cit., p. 134-138.

益管理,豫算制度 등의 관리회계적방법에 의한 財務管理的 接近方法으로 전환하고 나아가서는 近代經濟學의 기법에 의한 財務의 意思決定方法의 解明에 주력하는 規範的 財務論의 生成發展을 論하게 된 것. 前者는 대상영역의 확대경향을 보이는 것이며 後者는 고찰방법의 변화에 조명하고 있다. 특히 오늘날에는 記述的 說明이나 接近에 의한 전통적 재무론의 방법에 대한 상대개념으로 分析的·수량적 접근방법에 의한 近代의 規範적 재무론을 들고 있다. 어느 학문이고 연구에 있어서 研究對象, 認識目的, 研究方法 등이 명확히 되어야 함은 분명하나 이 역시 학자들의 주장이 분분하여 앞의 인용서에서 富永敎受는 슈미드(Schmidt)의 재무론에 대한 고찰방법의 의의구명을 인용하여²⁰⁾ 기초개념을 해명하고 있다. 즉 전통적 방법 또는 경영재무론과 근대적 방법 또는 投資와 資金調達 理論의 대조적인 상이와 특징에 대해서 다음과 같이 검토 반영하고 있다.

觀 點	方法別	傳 統 的 方 法	近 代 的 方 法
① 接近方法의 基本的特徵		자본조달의 제도와 수단을 技術的으로 설명	합리적·목표적합적 의사결정을 위한 規範的연구
② 財務機能의 인정		경영의 한 부분영역으로 인정	기업전체적인 문제를 고찰
③ 投資와 投資調達의 위치		생산과 판매를 원활히 하기 위하여 이들의 혼란을 막기 위한 것으로 투자와 자금조달을 본다.	이 두가지에 관한 결정이야말로 최종적으로 중요한 기업정책의 核으로 본다.
④ 企業役割을 보는 눈		기업을 생산장소로 보기 때문에 화폐 또는 자본의 재화의 생산판매에 사용되는 중요한 것.	기업은 투자대상이다.
⑤ 財務目標		투자계획에 있어서 流動性이 증시되어 收益性 目標는 제 2차적인 고려대상	수익성을 財務的 有利性으로 보아 유동성은 문제로 잘 삼지 않는다.
⑥ 企業觀		기업은 그 자체의 목표를 갖는 組織體로 보는 것으로 부터 출발 (entity개념)	기업을 개인의 자기목표를 달성하는데 이용하는 용구로 본다. (agency개념)

이상과 같이 6개항으로 나누어 파악하고 고찰 방법을 주로한 다음의 표로써 한층더 이해를 돕고 있다.

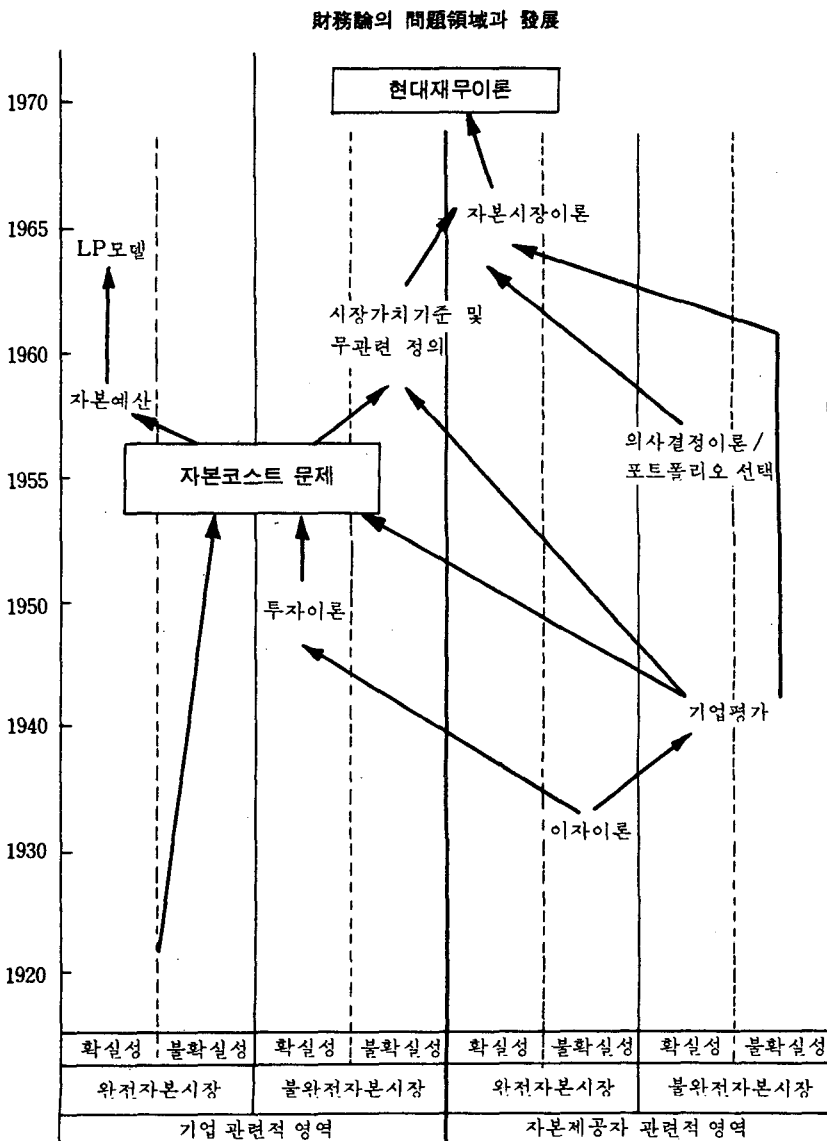
財 務



20) Schmidt, R.H.(Grundzüge) der Investitions und Finanzierungstheorie, Wiesbaden, 1983.

2. 財務理論의 問題領域과 發展

슈미트는 현대재무이론의 발전단계를 다음 표와 같이 11단계로 구분하고 있다. 즉 예측이 확실한 경우의 投資理論不確實性下의 意思決定, 資金調達理論의 3 가지 문제영역에서 다루고 있다. 특히 現代財務理論이 「자본시장에 기초를 두어 구성되어 있으며 기업에 最適의 投資 및 자금조달의 의사결정기준을 제시하고 있는 투자 및 자금조달의 이론의 방향」이라고 규정하여 다음 4 가지의 요점으로 특징지운다.



出處 : Schmidt, R. H., Grunzüge, p. 268.

- ① 투자는 불확실성하의 의사결정이다.
- ② 자본제공자는 위험을 회피하고 있다.
- ③ 대량의 주식거래를 위한 조직적인 시장이 존재하고 투자가는 다각화에 의한 위험을 회피할 수 있다.

④ 시장의 주식시세는 대다수의 투자가의 예측과 평가의 결과를 반영하고 있다.

이러한 現代財務理論도 자본시장의 완전성이나 비현실적인 가정에서 출발하였고 전통적 경영재무론을 대상으로 하는 문제를 소홀히 하고 있다. 그래서 위의 4가지 요점에 현실적인 문제의 접근으로 자본시장완전성의 가정을 다소 수정하여야 할 필요가 있다. 그러므로 시장 불완전성이나 불균형을 가정하고 실용적인 타협하에서 계속 연구되지 않으며 또 그렇게 될 것으로 예견된다.

3. 財務論의 體系

財務論이 경영에 있어서 재무와 관계되는 일부분으로 또는 그 대상에 있어서도 편파적으로 다룬 바가 적지 않다. 그러므로 이들을 종합적으로 이해하기 위해서 확대순환하는 個別資本의 周期的인 운동에 맞추어 파악할 필요가 있으며 또한 주식회사의 자본의 動化·動員에의 기초가 되는 의제자본의 운동법칙이 경영재무정책에 어떻게 관철하여 재무문제를 모순없이 풀 수 있어야 할 필요가 있다.²¹⁾ 이러한 점을 감안하여 그 체계를 다음과 같이 세울 수 있다.

① 의제자본의 운동법칙의 규정을 인정하면서 資本集中과 支配集中의 틀로서 역사적 전개를 하여온 株式會社金融의 여러가지 기법을 理論的·歷史的으로 분석하는 기초가 되도록 하여야 한다. 종전까지는 주식회사의 자본조달문제의 제도론적 분석에서만 치우쳐 자본조달문제를 확대순환하는 자본의 周期的 運動과의 관련하에 파악한다는 관점이 결여되었다. 즉 자본의 회전·순환의 시점이나 주식회사를 지배하고 있는 經濟法則의 인식을 결여한 利害得失論의 分析方法에 국한하였던 것이다.

② 기업의 규모확대와 성장을 위한 長期固定的인 자본의지를 배분과 소요자본의 조달에 관한 의사결정이나 계획·관리를 대상으로 연구되어야 한다. 이것은 投資決定論的 財務論이나 資本豫算論이 주요 연구대상이 된다는 것으로 장기고정적인 투자의 관리를 경영중심에 두어서 투자계획의 收益性計算과 所要資本의 조달코스트추정을 주요한 내용으로 하는 것이다. 그래서 한계적인 투자수익율과 한계적인 자본코스트와의 균형분석에 의해서 最適投資決定의 처방을 얻기위한 연구과제가 되어야 한다는 것이다.

③ 財務管理論이 중요시하고 있는 日常的·內部的 財務問題를 運轉資本管理로서 고찰하여야 한다. 즉 화폐收支를 시간적으로 금액적으로 適合시키는 것이 財務流動法 또는 財務的 流

21) 高橋昭三, op. cit., pp. 46~51.

動性의 유지인데 소위 일상적 재무 활동은 자본의 순환회전에서의 재무유동성에 목적을 둔 활동으로 이를 運轉資本管理의 問題로 보자는 견해다. 이러한 基本的인 體系에 보완해서 다음 몇가지를 더 들수 있다.²²⁾

① 오늘날 자본주의제국에 있어서 資本市場과 財務政策의 동향에 커다란 영향과 변화를 가져다 준 機關持主·法人持主의 증대 등에 의한 이해관계자 집단(Interest group), 주식상호보유 증대, 계열용자, 기업진단의 자본지출이나 배분에 관한 재무정책의 특징을 명확히 밝혀 내어야 한다.

② 多國籍企業이나 資本市場의 國際化의 발전으로 유로대출(Euro credit), 유로본드(Euro bond)을 중심으로한 통일적인 국제자본시장의 확대 및 다국적은행의 발전등에 의한 재무정책의 국제화가 필요하다. 그러므로 다국적기업의 재무정책은 국제적 규모로 운영되는 자본의 순환·회전과 집적·집중이 異種의 각국통화의 흐름에 따른 환위험 및 각국의 자본시장의 제도적·기능적 상위 등에 대한 특수한 연구도 필요하다.

③ 국가의 독점기업정책의 일환으로 公企業 부문의 현저한 확대 등에 따라 私企業의 재무정책연구만으로 公企業의 재무정책을 설명할 수 없으므로 이에 대한 재무정책의 특수성도 밝혀 내어야 한다.

VI. 結 論

이 논문의 요점을 한마디로 말하면 한 社會를 지배하고 있는 어느부분의 學問은 반드시 그 학문이 있기전에 그 社會의 현상에 그 학문이 태동되게끔 강력한 요청이 있었다는 사실을 周知하여야 한다는 것이다.

그리고 社會科學 分野에서의 하나의 理論은 現實社會에 어느정도 부합되어야 하고 또 당해 분야를 미래로 이끌어 가기위한 方向提示를 할 수 있어야 함이 마땅하다. 그러나 우리의 財務論이 生成되는 과정을 볼 때 우리나라 企業史와는 어느 하나 맞아 떨어지는 것이 없고 다만 그 현상이 어렴풋이나마 비슷한 時代가 있었지만 선진이론을 적용하기에는 역시 거리가 먼 것이었다.

특히, 오늘날 우리나라에서 성행하는 投資決定論의 財務論에 관한 이론은 조금도 반성이 없이 美國財務論 그대로를 습득하려고 노력하기에 급급하고 있는 점은 매우 유감스럽다. 日本經營學者들이 일찍부터 선진이론을 재빨리 도입·번역하여 출간하고 여기서 이를 自主化함으로써 새로운 경영학을 구축해 나가는 점은 매우 본받을 만하다고 볼 수 있다.

22) D.M.Katz, Bank Control of Large Corporations in the United States, University of California Press, Barkeley, 1978, p. 146.

따라서 본 연구도 큰 깊이가 없고 내용이 불충분하지만 우리나라 財務論의 반성에는 어느 정도 자극을 줄 수 있을 것 같다. 앞으로 한 章, 한 章에 대한 연구를 여건이 허락하고 능력이 닿는 한 계속해서 할 생각을 하고 있으며 우수한 많은 학자들이 동참하여 이끌어 주었으면 좋겠다.