

資本費用과 財務構造에 關한 研究

吳 東 弦

目	次
I 序 論	III 企業의 評價와 「레버리지」
II 資本費用의 測定	1. 純利益 法
1. 資本出處別 資本費用	2. 經營業利益 法
가. 長期負債의 費用	3. 傳統의 方法
나. 短期負債의 費用	IV 資本構造
다. 優先株의 費用	1. 傳統의 最適資本構造論
라. 普通株의 費用	2. 自己資本 對 負債關係
마. 社內留保金の 費用	3. 固定費用 補償率
2. 加重平均資本費用	V 要約 및 結論

I 序 論

資本費用은 特定 時點에서 어떤 投資提案을 採擇할 것인가 그리고 企業의 全体資產의 構成을 어떻게 할 것인가를 決定하는데 重要한 役割을 한다. 即 投資에서 期待되는 收益率이 資本費用보다 高率일때 그 投資提案을 受諾하므로서 長期的으로 企業의 資產價値를 極大化 시킬수 있고, 企業의 資產價値가 極大化되어야만 企業의 궁극적 目標인 株主에 對한 富의 極大化가 可能하고 이는 長期的으로 株式의 市價를 통하여 반영된다. 그러므로 資本費用이 란 投資案에 對한 資本의 配分割當을 爲한 拒否率의 役割을 擔當하고 있으며, 이는 理論的으로 企業의 資產價値를 維持시키기 爲한 投資로 부터의 最少限의 收益率이라고 할 수 있다. 이러한 觀點에서 資本費用은 資本의 使用을 正當化시켜 줄 수 있는 必須的 投資收益率이 되며, 모든 投資로부터의 收益率은 最少限 資本費用보다는 高率이어야 한다는 點은 資本費用이 財務上의 指標로도 利用되고 있음을 말해주는 것이다.

投資決定 以外에도 資本費用은 企業의 價値評價와 資本構成에 重要한 役割을 하고 있다. 企業의 價値를 評價하는데는 그 企業으로 부터 期待할 수 있는 장래의 利益이나 配當의 現在價値를 算出해야 되는데, 資本費用이 이때에도 現價値를 求하기 爲한 割引率로 利用된다. 그리고 資本構成은 本質的으로 資本費用에 依한 資本調達의 結果이므로 資本費用의 測定이

資本構成의 기본이 된다. 그러나 資本費用의 測定方法에는 여러學者들간의 論爭의 對象이 되고 있다. 理論적으로 資本費用은 投資에 使用된 資金의 機會費用이라는 點에는 異議가 없으나 그 機會費用을 어떻게 測定하느냐가 學者들 間에 意見이 區區한 實情이다.

資本費用의 測定에서 야기되는 가장 큰 難題는 장래의 不確實성에 있다. 만약 장래가 確實하다고 假定하면 資本費用은 곧 利率이 될 것이다. 利率과 資本費用의 差異를 明確히 하기 爲하여 企業의 出資者인 株主와 債權者를 比較해 보면, 債權者는 企業經營에서 야기되는 諸般 不確實성을 認定치 않고 그러니까 장래에 어떤일이 發生하더라도 約束된 元利金の 償還은 반듯이 지켜야 한다고 믿는 企業의 資金供給者이고, 反面 株主는 企業의 不確實성을 認定한 出資者이기 때문에 어떤 一定한 金額의 配當은 要求하지 않는다. 따라서 株主는 장래의 不確實性에서 오는 위험을 甘受하기 때문에 債權者보다는 企業으로 부터의 보다 많은 惠澤이 있어야 할 것이다. 따라서 不確實性을 考慮하여 測定된 資本費用은 不確實性을 度外 視한 利率보다 高率이어야 할 것이다. 그러기 때문에 資本費用은 利率이 「플러스」 α 라고 할 수 있으며, 이 α 를 어떻게 測定할 것인가는 點이 不確實性에서 오는 資本費用測定이 문제다.

本稿에서는 資本費用의 測定과 이를 基礎로하는 企業의 評價問題와 資本構成에 對하여 記述하고자 한다.

II 資本費用의 測定

一般的으로 財務管理者가 따르는 原則은 어떤 投資提案이든 그 收益率이 最少限 資本費用보다 높아야 한다는 것이다. 이러한 原則은 所要資金을 新株나 社債發行을 통한 外部金融에 依하거나 똑 같이 適用된다.

外部金融일 경우 資本費用은 負債나 優先株에 對한 契約上の 報酬과 普通株에 對한 配當과 그 成長을 포함한다. 內部資金의 費用은 機會費用 卽 그것을 社內에 留保하지 않고 配當으로 支給할 경우 얻을 수 있는 收益이다. 個人所得稅 때문에 外部에서 새로운 資金을 調達할 때 보다 留保에 依한 경우 費用이 더 작을 것이다.

資本費用과 資金調達方法間에는 밀접한 聯關係가 있다. 資本構成上的 負債와 自己資本의 相對的 比率이 새로운 資金調達費用, 따라서 全体資本費用에 影響을 미치게 되며, 이러한 것은 Leverage증가로 利益의 量이 增加함과 同時에 위험도 增加하여 自己資本의 資本費用이 增加한다.

全体資本費用의 測定에 가장 合理的인 方法으로 認定되고 널리 使用되는 方法은 加重平均法이며, 이는 나중에 자세히 說明하고 우선 個別資本費用을 測定하는 基準을 살펴보면 資本

費用은 實際에 있어서 追加資本에 對한 限界費用이다. 追加資本의 導入으로 資本構成比率은 달라진다. 卽 調達前의 比率로 새로운 資本을 획득하기란 여러가지 面에서 現實的으로 어려운 일이다. 따라서 加重値가 달라짐에 따라 資本費用도 變하게 된다. 그러므로 企業이 새로운 投資提案을 考慮할 때 現在의 限界資本費用의 加重平均을 決定해야 하며, 現在의 投資이기 때문에 投資의 經濟性 역시 過去의 費用이 아니라 現在費用으로 比較해야 한다.

1. 出處別 資本費用

가. 長期負債의 費用

負債의 費用은 契約上의 費用이며, 利子支給은 營業外費用으로 處理되므로 課稅對象에서 除外된다. 따라서 利子에 稅率을 乘한 部分만큼 利得을 볼 수 있다. 特히 社債인 경우 發行費用 및 上場手數料 등이 필요하며, 또 現在의 資本費用을 計算하는 것이 目的이므로 利子率과 企業의 營業狀況 등이 變動으로 그 額面價格과 市場價格과는 달라지는 경우가 普通이다. 따라서 ① 各目上의 利子率 ② 發行費用 ③ 割増 또는 割引發行의 경우 그 差額 등을 考慮해야 한다. 따라서 社債의 資本費用 K_b 는 다음과 같다.

$$K_b = \frac{\text{年利子 (+割引差額/期間 또는 -割増/期間)}}{(\text{額面價格} + \text{市場價格})/2}$$

위의 公式에서와 같이 期間이 길수록 實際利子率에 接近할 것이다. 例를들어 額面 ₩ 1,000, 利率 4%, 25年滿期의 社債가 ₩ 1,000에 팔린다면 이때의 자본비용은 4%이다. 이 社債가 5年後 一般的인 利子率의 上昇趨勢로 ₩ 900에 去來된다고 하고 이때 이 社債의 殘存期間과 같은 滿期의 4%, ₩ 1,000의 社債를 새로 發行한다면 投資家의 實質利子率은 다음과 같다.

$$K_b = \frac{₩40 + (\text{₩}100/20)}{(\text{₩}1,000 + \text{₩}900)/2} = 4.5\%$$

發行費用을 計算에 넣으려면 分子에 發行費用을 滿期期間으로 나누어 합하면 된다. 勿論 이렇게 計算된 數値는 課稅前의 費用이다.

그런데 企業이 만일 一定量의 負債를 그 企業의 資本構成에 繼續的으로 留置시키려는 方針下에 있다면, 그 負債는 實質的으로 償還되지 않음다는 結果가 된다. 勿論 一定한 負債는 償還되나 이는 同額의 새로운 負債로 代替되기 때문이다. 이러한 경우에 負債는 企業의 資本構成에 있어서 하나의 固定된 몫의 役割을 하게 되므로, 이때의 負債費用은 利子率이 아닌 永久年金 (perpetuity)의 公式¹⁾에 根據해야 한다. C_t 를 負債의 利子費用으로하고, I_0

1) 沈炳求, 財務管理, 博英社, 1973, p. 191

를 負債의 實際 調達金額이라 하면, K_b 는 다음과 같이 表示된다.

$$K_b = \frac{C_t}{I_0}$$

나. 短期負債의 費用

負債費用은 一般의 長期負債를 對象으로 하며, 短期負債는 資本構成에는 事實上 깊은 關係가 없으나 이를 說明하면 다음과 같다.

첫째, 信用去來는 割引期間內라면 明示의 費用은 없다. 다만 信用을 얻기 爲한 管理費用이나 이미 商品價格속에 信用費用이 포함되어 있는 경우가 있으나 正常的으로 볼때 이를 確認하기란 것이 不可能한 것이다.

둘째, 短期借入에 對한 利子는 普通 契約上의 年利子率이다. 그러나 實際利子率은 借入의 割引如何 또는 均分償還되는가 滿期에 가서 一時償還되는가 등에 依해서 달라진다. 만일 年4%, 額面 ₩ 1,000의 社債에 銀行借入이 割引으로 實受取額이 ₩ 960이라면 實質利子率은 $\frac{₩ 40}{₩ 960} = 4.16\%$ 가 될 것이다.

割引을 하지 않더라도 12個月 均等償還된다면 利子率은 거의 두배 (8%)가량 될 것이다. 即 ₩ 1,000의 借入이지만 企業이 全期間동안 實際使用 할 수 있는 資金은 그 半 (₩500)에 不過 할 것이다. 또 銀行은 경우에 따라서는 相當히 많은 保證殘額을 要求하는 경우가 있다. 即 ₩ 100,000을 4%로 借入한 경우 平均 ₩ 20,000을 預金殘額으로 두도록 要求한다면 實質利子率은 $\frac{₩ 4,000}{₩ 80,000}$ 인 5%가 된다.

다. 優先株의 費用

優先株의 費用은 그 配當의 函數라고 定義할 수 있다. 優先株의 配當은 負債의 利子和 같이 企業이 定해진 期間에 꼭 支給해야 할 拘束力은 없으나, 大部分의 경우 普通株의 配當이 支給되려면 優先株의 配當支給이 先行되어야 한다. 그러므로 普通株의 株主의 立場에서는 優先株의 配當이 實際의으로는 利子和 흡사하게 取扱되어지는 것이다.

優先株의 費用은 配當價格比率 表示할 수 있는데, D_p 를 優先株의 配當, P_n 를 優先株의 發行으로 부터 企業이 얻을 수 있는 實質의인 株當價格이라고 하면,

$$\text{優先株費用} = \frac{D_p}{P_n} \text{가 된다.}$$

例를 들어 어떤 企業이 額面 ₩ 1,000에 發行된 5%優先株는 投資者에게 年 ₩ 50을 支給해야 하며, 따라서 投資收益率은 5%가 된다. 그러나 뒤에 株當市價가 ₩ 900으로 떨어졌다면 그의 投資收益率은 5.55%가 될 것이다. 따라서 市價가 떨어진 지금 다시 새로운 資金을 優先株發行으로 調達하기 爲해서는 最少限 5.55%의 收益率을 保障해야 한다.

現代로서는 優先株을 發行한 일이 없는 企業은 證券市場에서 類似한 企業이 發行한 優先株을 調査하고 위의 公式에 依해서 그 費用을 計算하게 된다. 勿論 두 企業의 危險의 程度와 發行費等を 比較해야 한다.²⁾

라. 普通株의 費用

普通株은 企業의 未來 經營實績에 依해서 持分에 比例하여 參加하므로 負債나 優先株과 달리 固定支給이 없다. 普通株로 資金을 調達하는 경우 그 發行價格은 市場價格과 비슷하다. 그러나 現在의 利益, 價格比率은 成長率이 0인 경우를 除外하고는 資本費用이 되지 않는다. 普通株의 費用은 利子率과 그 企業이 屬한 위험「클래스」에 依하여 決定된다. 그러나 그외에도 重要的 또 하나의 要素 即 企業利益의 未來成長率에 依해서도 左右되며 좀더 具體적으로 살펴보면 다음과 같다.

1) 利益과 價格, 利益比率

未來利益은 配當의 根據가 되고 投資家の 投資資本에 對한 收益이 되므로 新株의 發行價格을 決定할 때나 投資家가 그 價格이 正當한지를 判斷하는 資料가 된다.

市場에서 去來되는 株價는 未來利益을 反映한다. 價格은 需要와 供給의 結果인데 企業의 未來利益의 豫想과 그에 對해 支拂하려는 價格에 依해서 形成된다. 利益에 對한 豫想과 그 信賴度는 國際情勢, 國內經濟, 産業, 企業等に 따라 顯著히 變動하므로 株價도 이를 反映한다. 그러나 市場價格 變化에 對한 企業의 態度는 負債나 優先株 그리고 普通株에 있어 각각 다르다. 固定收入으로 限定된 社債나 優先株의 所持者는 그 利子率이나 配當率의 높고 낮음에 關心을 기울인다. 그러나 經營者의 主要 關心事는 普通 追加的인 負債나 優先株의 發行에 不利하도록 一時的이나 現利子率이 지나치게 높지나 않은가 하는 것이다. 優先支給分의 追加發行은 資金에 對한 欲求, 資本構成 그리고 利子等に 依해 決定된다.

2) Dilution

普通株을 發行하여 資金을 調達할 경우 가장 큰 問題는 舊株에 對한 效果이다. 만일 未來의 普通株에 對한 利益이 適切히 豫測되고 그 豫測이 價格形成에 反映된다면, 未來의 價格變動幅은 극히 微小할 것이다. 그러나 現實적으로 經濟의 變動狀況에 따라 과대하게 높거나 낮거나 하는 수가 많다. 即 新株가 一定價格으로 發行되는 경우 그 發行價格은 나중에 實現될 利益, 即 未來利益에 比하여 너무 높거나 낮거나 할 수 있다. 實際利益이 豫想보다 너무 높을 경우의 價格은 그 反對로 너무 낮게 策定되었던 것이고, 따라서 新株發行前 株式所有者 即 舊株主는 潛在利益에 있어서 損害를 보는데 이것이 dilution(稀薄)이다. 新株發行時 企業의 收益力은 舊收益率로 企業의 收益力을 維持하기에 充分치 못한 資本을 導入하므로써

2) A. E. Gruneward & E. E. Nemmers, Basic Managerial Finance 1970, p. 346, p. 487

「딜루션」이 일어난다. 따라서 市場價格이 낮게 形成되어 있는 경우 新株發行을 期待할 것이다.

그와 反對로 實際利益이 豫想보다 顯著히 낮을 경우도 생각할 수 있는데 이때는 新株價格이 너무 높게 決定된 것이고, 新株購買者는 損害를 보게 될 것이다. 即 新株主는 未來의 收益力으로 適切히 評價된 量보다 더 많은 資金을 供給한 셈이다.

이제까지 본바로 普通株를 追加發行하는 適切한 時期와 價格은 利益이 不確實하고 따라서 利益과 價格間의 關係가 不確實하고 流動的이기 때문에 쉽게 決定되는 것이 아니다.

3) 成長과 普通株費用

普通株의 費用이란 企業이 投資에 所要되는 資金을 普通株의 發行에 依하여 調達하고자 할 때 發生되는 諸費用을 말한다. 가령 어떤 企業이 純利益의 全部를 配當으로 分配하고 있으며, 他人資本의 利用을 全的으로 禁하고 있기 때문에, 앞으로의 資金調達은 新株式의 發行에만 依存할 수 밖에 없다는 假定下에 普通株의 費用을 測定해 보면 다음과 같다.

即 어떤 投資에 所要되는 資金을 普通株의 發行에 依하여 調達하고자 할 때, 그 投資로부터 期待되는 收益率은 최소한 그 投資를 拒否하더라도 企業이 豫想할 수 있는 收益率보다는 高率이어야 할 것이다.

EA를 企業이 新投資 없이도 豫想할 수 있는 株當配當이라 하고, P는 株式의 市場價格, FC는 發行費用이라 하면 이때의 普通株의 費用 Ke는 다음과 같이 計算한다.³⁾

$$Ke = \frac{EA}{P - FC}$$

普通株는 滿期日이 없으므로 未來에 資本化하게 되는데 短期 長期를 莫論하고 成長率을 追加하여야 한다. 現在의 市場價格과 未來의 成長價格間의 差異는 豫想資本利益⁴⁾이 될 것이다. 그러나 未來價格 그 自体는 資本化된 未來配當과 成長의 함수이므로 다음과 같이 된다.

$$Ke = \frac{EA}{P - FC} + \text{成長率}$$

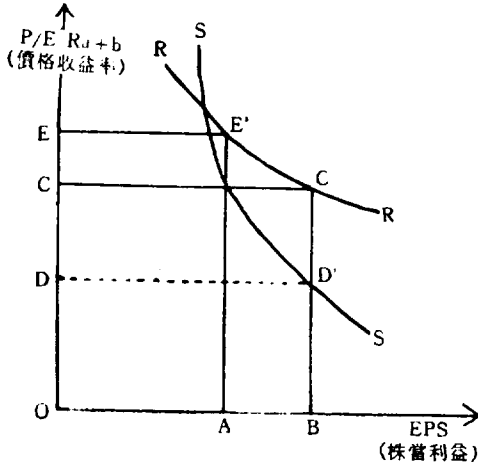
4) 價格과 利益比率의 彈性

普通株의 價格과 利益比率이 株當利益의 變化에 어떻게 反應하는가를 살펴보면 [圖1]에서 보는 바와 같이 價格 利益比率과 株當利益(點E')에서 株當價格(P/E)는 E로 表示되는데 [圖1]에서 OAE'E의 四角形에 해당한다.

3) A. E. Gruneward & E. E. Nemmers, op. cit., p. 351

4) 資本利益(Capital gains)은 購入價格보다 높은 水準으로 株式를 處分한 경우 그 差額을 말한다, 따라서 株主의 利益에는 配當과 資本利益이 포함된다,

〔圖1〕 株當利益에 對한 價格利益比率의 彈力性



그런데 株式의 收益率이 資本費用보다
는 높으나 現在의 資產收益率보다는 아
래인 어떤 投資提案은 株當利益을 增加
시킬 것이고, 따라서 OA는 OB로 移動
할 것이다. 왜냐 하면 投資提案이 企業
의 現在의 資產收益보다 낮은 收益率을
획득하기 때문이다. 그러나 P/E比率은
여러가지 要因(例를 들면 投資提案의 收
益性은 市場에 依해 評價된다)에 依하여
C에서 D까지 떨어 질 수도 있다.

만약 P/E가 C'까지만 떨어진다면 株當
價格 OBC'C는 上昇하지만 D'까지 繼續 下落한다면 株當價格은 도리려 下向하게 된다. 이
와같은 現象을 P/E比率의 彈力性이라 한다. P/E比率이 相對的으로 株當利益에 比해 非彈
力的의 即 [圖1]에서 曲線 RR이면 平均以下の 追加資本의 導入이 即時 企業의 價値를 떨어
뜨리지 않으나 그 反對로 彈力的의 即 曲線 SS를 顯示시킨다면 새로운 追加資本의 投資는 全
體의 企業價値는 即時 떨어진다.

5) 成長率의 決定

企業의 利益成長이 市場의 豫想을 超過하면 現在의 購買者는 매우 有利한 投資를 行할 수
있게 되고, 따라서 經營者는 이 價格에서의 新株發行을 꺼리게 될 것이다. 그러나 反對의
경우 成長率의 둔화가 豫想된다면 新株發行의 機會도 생각한다.

이와같이 株式의 市場價格은 未來의 成長率에 敏憾한 反應을 보인다. 그러나 成長率의 測
定이 任意判斷의 경우를 除外하고는 事實上 計算이 固難하며 오직 市場狀況의 變動에 敏憾
할 필요가 있다. 即 普通株의 資本費用은 株式의 市場價格과 發行費用은 會計學的으로 처리
할 수 있는 눈에 보이는 費用 이므로 그 測定이 容易하고, 配當率의 算出도 지극히 쉬우나
問題는 成長率의 決定이다. 勿論 過去의 成長率을 參考하는 方法으로 最近 5年間의 平均成
長率이 10%이고 配當率이 2%라면 資本費用은 12일 것이라고 推定할 수도 있으며 또한 同
一 産業內의 他企業과 比較하여 近似值은 求할 수도 있다.

마. 社內留保金의 費用

大部分의 企業에서 社內留保金은 投資財源의 가장 重要한 몫을 차지하고 있다. 社內留保
金은 負債와 같이 利子를 支給할 義務도 없고 普通株와 같이 一定한 發行費用이 存在하는
것도 아니므로 社內留保金을 資金調達의 源泉으로 投資를 行할 때는 아무 費用도 存在하지

않은 것으로 判斷하기 쉽다. 그러나 機會費用이라는 概念에서 볼때 社內留保金の 利用은 確實히 費用이 다르기 마련이다. 그 代表的인 機會費用은 利益金の 社內留保로 株主들이 희생한 配當을 들 수 있다. 事實 1원의 社內留保는 1원의 配當을 희생한 것이라고 할 수 있다. 따라서 社內留保에 對한 그 機會費用의 算出은 企業이 利益의 一部를 社內에 保留하지 않고 株主들에게 配當으로 分配할 때 各者 株主가 그의 配當을 投資하므로써 期待할 수 있는 收益率에 根據하게 된다. 그러나 株主는 과연 留保를 通하여 效率的으로 投資되는 것인가 그리고 오히려 個人이 더 훌륭한 投資機會를 포착할 수 있는 것은 아닌가 하는 생각에서 再投資에 對해 不滿을 가질 수도 있다. 事實 經營者는 留保利益을 安價한 資金調達의 源泉으로 생각할 뿐만아니라 利益을 超過한 配當은 위험하고 一部の 留保는 극히 理想的이라는 見解를 갖는게 普通이다. 成長企業의 大部分은 每年利益의 相當한 部分을 留保하고 있음을 들 수 있다. 留保利益을 費用이 없는 資金으로 생각하는 경우도 있겠으나 資源의 最適配分과 機會費用이란 觀點에서 여러가지 問題가 있다.

1) 留保利益의 費用

個人所得稅와 資本利益稅 그리고 手數料 등을 無視할 경우 1원의 配當은 1원의 價値 그대로가 投資者인 株主에게 傳해진다. 그러므로 새로운 利益과 過去の 利益이 同質的이라면 割引率도 同一하므로 1원의 再投資는 그 1원이 現價 1원의 利益을 얻을 수 있을 때 正當化된다.

그러나 稅金을 考慮한다면 個人所得의 경우 株主에게 1원이 支給되더라도 實際로는 1원보다 적은 돈이 손에 들어간다. 卽 30% 限界所得層에 屬하는 株主라면 70%만이 取得可能하다. 또한 「브로-커」를 通해서 再投資한다면 그 手數料도 考慮해야 한다. 卽

k = 再投資된 配當의 機會收益率, kr = 留保利益의 資本費用, t = 株主의 限界所得稅率, b = 手數料라고 하면

$kr = k(1-t)(1-b)$ 를 表示한다.

예를들어 機會收益率이 10%인 投資에 手數料가 1%, 그리고 限界所得稅率이 40%라고 하면

$$kr = 0.10(1-0.40)(1-0.01) = 5.94\%$$

위의 경우 株式을 永遠히 保有한다는 것이나 만약 最低 6個月을 保有한 다음 處分한다면 資本利益稅가 賦課된다. 資本利益稅 25% 또는 限界所得稅의 半中에서 낮은 것을 擇하므로 위의 例에서 $kr = 0.10(1-0.20)(1-0.01) = 7.92\%$ 가 된다.

이들은 極端的인 두가지 相異한 경우이며 實際의 留保費用은 이 中間이 될 것이다.

그러나 모든 株主가 單一한 限界所得層에 屬한다고 볼 수 없으므로 正確한 計算은 어렵

다. 그러므로 平均値를 算定하거나 任意로 推定하여 代用한다.”

2) 普通株와 留保利益의 結合費用

實際의 경우 資本豫算編成時 普通株와 留保利益의 結合費用을 使用하는 例가 많은데 그 方法을 說明해 보면 다음과 같다.

利益의 增加는 利益의 再投資로 過去보다 높은 收益率을 율림으로 해서 實現된다. E를 利益, D를 配當이라고 하면 E-D의 再投資가 可能하며 再投資로 因한 配當增加率을 g라고 하면 株式의 市場價値는 配當을 資本化한 것이다.”

$$MP = \frac{D}{ke-g}$$

따라서 $ke = \frac{P}{MP} + g$ 로서 普通株의 資本費用과 一致한다. 따라서 企業全體의 資本費用을 求할 때는 이 公式으로 自己資本費用을 求하면 된다. 이때에 留保利益의 資本費用을 나타내는 ke 代身에 普通株의 資本費用 kc를 代替하면 되고 特히 留保利益에 關心이 있다면 $kr = k(1-t)(1-b)$ 를 使用하면 될 것이다. 만일 모든 利益이 配當으로 支給되면 成長이 없을 것이며 이 경우 $\frac{D}{MP} = \frac{E}{MP} = ke$ 가 될 것이다.

2. 加重平均資本費用

앞에서 살펴 본 바와 같이 資金出處別로 求한 個別資本費用은 적절한 加重方法에 依하여 企業全體의 平均資本費用을 測定해야 한다. 特히 企業全體의 資本費用은 資本豫算編成에 있어서 重要한 役割을 하므로 正確性이 要求되나 이것도 個別資本費用과 같이 問題點이 많다 企業의 資金出處別 資本費用이 [表1]과 같다고 假定한다면 加重平均資本費用은 約 7.5로 計算된다.

加重平均資本費用

[表1]

資本構成 (1)	比率 (2)	費用 (3)	加重平均費用 (2×3)	비	고
負債	30 %	2.5 %	0.75 %		
優先株	10	6.0	0.60		
普通株	20	10.5	2.10		
社內留保金	40	10.0	4.00		
加重平均資本費用			7.45 %		

- 5) 留保利益에 對한 課稅調整은 事實上 困難하기 때문에 便宜上 아주 無視하여 普通株의 費用과 同一한것으로 使用하자는 主張도 있다.
- 6) Ezra Solomon, The theory of Financial Management, Columbia University Press 1963, p. 55 이하

加重平均資本費用的 計算에서 가장 중요한 問題로 되는 것은 이것이 果然 投資提案의 評價에 利用될 수 있는 眞正한 意味에서의 企業의 資本費用이 될 수 있는가 하는 것이다. 다시 말하면 7.5%가 이 企業의 株價를 最少限度 現象 維持시켜 줄 수 있는 投資의 必須收益 率인가의 問題에 對한 解答은 얼마나 精確히 個別資本費用을 測定할 수 있으며, 또 얼마나 正確한 加重原則에 依存했는가에 달려 있다. 資金出處에 依한 個個의 資本費用은 正確히 測定할 수 있다는 假定下에 加重原則의 重要性에 對하여 說明하면 다음과 같다.

一般的으로 個個의 資本費用에 對한 加重平均値를 求하는에는 企業이 現在保有하고 있는 資本構成의 比率에 根據하고 있다. 換言하면 現在 이 企業은 가장 理想的인 資本構成狀態下에 있다는 것을 뜻한다. 理想的인 資本構成이란 企業이 保有하고 있는 他人資本과 自己資本의 比率이 그 企業의 收益性, 流動性 乃至 經營上의 諸般 危險性에 비추어 가장 適切한 配合를 이루고 있다는 것을 意味하며, 이와 같이 理想的인 資本構成의 加重値에 根據한 加重平均費用만이 바람직한 그 企業의 資本費用이 될 수 있다.

따라서 加重平均値를 求하기 前에 企業의 現在の 資本構成이 適切한가를 判斷할 수 있어야 하며, 그러기 爲해서는 理想的인 他人資本과 自己資本의 比率에 對한 本質的이고도 基本的인 基準을 設定하여야 한다.

그러나 現段階에서는 企業의 現在の 資本構成이 일단 理想的인 것이라고 假定하고 加重原則에 對한 其他의 問題點을 考察해 보면 加重平均値를 適用시키는데 있어서 우선 나타나는 問題는 資本構成에 있어서 個個의 構成要因의 比率을 算出하고자 할 때 帳簿價値와 市場價値 中에서 어느것에 依存해야 할 것인가 하는 問題이다.

[表1]에서의 加重平均資本費用을 計算하는 例에서는 T會社의 貸借對照表에 依했으므로 歷史的 原價와 帳簿價格을 基準으로 加重値를 計算 하였다. 만약에 資本構成을 이루는 個個의 調達된 資金에 對한 帳簿價値와 市場價値가 各各 相異한다면 이들에 依해서 算出되는 加重平均資本費用도 달라질 것이다. 예를 들어 [表1]의 假定에서 이 企業은 株當市價가 50원인 普通株을 200萬株 가지고 있다고 하고, 計算의 便宜上이 企業의 負債(社債)와 優先株의 市場價値는 帳簿價値와 同一하다고 假定하고 個個의 資本費用은 [表1]과 같다고 할 때 이 企業의 市場價値에 依한 加重平均資本費用은 [表2]와 같다.

市場價値에 依한 加重平均資本費用

[表2]

單位: 100萬원, %

資本構成 (1)	金額 (2)	比率 (3)	費用 (4)	加重平均費用(3×4)
負債	30	0.214	2.5	0.54
優先株	10	0.072	6.0	0.43
自己資本의 市場價値	100	0.714	10.0	7.14
平均資本費用				8.11

[表2]에서의 自己資本은 普通株와 社內留保金の 合計가 아니고 普通株의 總市場價値로 나타나 있다. 株式의 時價가 그 株式의 帳簿價値보다 클 때 市價에 依한 加重平均資本費用은 帳簿價値의 것보다 높게 된다. 따라서 어떤 加重價値에 依할 것인가가 문제가 된다.

理論的으로는 市場價値에 依한 加重價値가 더 妥當性이 있다. 왜냐하면 企業의 株當時價는 그 企業의 價値를 反映하고 있는 것이고, 資本費用測定의 궁극적인 目的도 그 企業의 株當市價를 極大化시켜 주는데 있기 때문이다. 事實 株式의 帳簿價格은 그 株式의 實際的인 價値와는 直接的인 聯關이 缺如되어 있고 市價와 帳簿價格의 隔差가 크면 클수록 株式의 帳簿價値란 별다른 意味가 없다고 할 수 있다.

그러나 株式의 市場價格을 基準으로 하여 加重價値를 求하는에는 實際적으로 困難한 點이 많다. 왜냐하면 株式의 時價 特別히 普通株의 時價는 變動幅이 아주 크게 나타날 수 있기 때문이다. 만일 株式의 市價가 正常化된 狀態가 아니라면, 市價의 變動은 加重價値에 影響을 미치게 되어 이에 根據한 加重平均資本費用은 시시 各各으로 變動하게 된다. 이와 比較할 때 帳簿價格의 利用은 보다 安定된 加重價値를 算出할 수 있고 維持가 可能하다는 強點을 갖고 있다. 이와같이 市價에 依한 加重價値는 理論的으로는 여러가지 面에서 妥當性을 갖고 있으나 實際로 適應하는에는 여러가지 問題點이 있기 때문에 加重平均資本費用을 算出하는에는 帳簿價格에 依한 加重價値에 依하는 傾向이 많으며⁷⁾ 여기서 企業의 評價問題가 登場한다.

Ⅲ 企業의 評價와 「레버리지」

企業이 一定한 額數의 投資를 爲해서 負債를 調達했을 경우 이 增加된 負債가 企業의 潛在的인 利益에 어떤 影響을 미치며, 資本費用은 어떻게 變하는가 하는 問題를 本項에서는 다루고자 한다. Leverage에 對해서는 여러가지로 定義할 수 있으나⁸⁾ 여기서는 資本에 對한 負債의 比重으로 생각하고자 한다. 또한 여기서는 便宜上 資本을 長期資本으로 보고 長期負債와 自己資本을 中心으로 「레버리지」의 分析을 行하고자 한다.

企業의 評價方法에는 大體로 純利益에 依한 方法과 營業利益 方法의 두가지와, 이들 두가지의 中間形態인 傳統的 方法 세가지 評價方法이 있다. 이들 세가지의 評價方法을 說明하기 爲하여 똑같은 資產과 純營業利益 年 2,000원을 가지고 있는 A, B. 두會社의 例를 들기로 한다.

A會社는 純全히 自己資本만으로 構成되어 있으므로 利子支給을 隨伴하지 않고 純營業利益 2,000원이 바로 A會社의 純利益이 된다. 만약 이 純利益 2,000원을 年 20%의 資本¹⁾으로

7) James Van Horue, Financial Management and Policy, pp. 128~129

8) Ezra Solomon, op. cit., p. 81

스트」로 資本化한다면 이 企業의 評價額은 ₩ 2,000/0.20 혹은 10,000원이 된다. A會社는 負債가 전혀 없기 때문에 總資本의 市場評價額도 역시 10,000원이 된다.

한편 B會社는 負債 및 自己資本으로 總資本이 構成되어 있는데 年 10%의 利子支給을 隨伴하는 社債 3,000원을 가지고 있기 때문에 年 300원의 利子를 支給하고 있다. 이 會社의 경우에는 A會社보다는 總資本의 評價方法이 좀더 複雜하게 될 것이다. 利子支給에 對한 稅金效果를 無視하고 앞에서 列舉한 세가지 方法을 위의 例를 가지고 說明하려 한다.

1. 純利益「어프로치」

純利益 法은 純營業利益에서 利子支給額을 差減한 純利益을 資本化하여 이를 自己資本의 評價基準으로 決定한 다음 이를 自己資本費用으로 資本化하여 自己資本의 評價額을 計算하고 여기에 負債에 對한 市場價額을 加算하여 企業의 總評價額을 計算하는 方法이다. 이를 앞에서 든 B會社의 例를 가지고 說明하면 [表3]과 같다.⁹⁾

純利益 法 (B會社)

[表3]

區 分	金 額
純營業利益 (NOI)	2,000원
支給利子 (10%)	300 "
自己資本에 對한 純利益 (NI)	1,700 "
自己資本「코스트」(Ke) (資本化率)	20%
自己資本에 對한 市場平價額 (S)	8,500원
負債總額 (B)	3,000 "
總評價額 (V=B+S)	11,500 "
複合資本「코스트」(Ko)	17.4%

[表3]에서 보는 바와 같이 純營業利益 2,000원에서 負債額 3,000원에 對한 利子支給額 300원을 差減한 것이 一般株主에게 돌아갈 純利益이 된다. 이 1,700원을 自己資本에 對한 資本化率인 自己資本「코스트」로 資本化하면 (Ke=0.20) 自己資本에 對한 市場評價額이 8,500원이 된다. 이를 가지고 複合資本「코스트」를 計算하면 17.4%가 된다.

純利益 法은 새로운 負債를 통한 資本調達이 純利益에 對해서 전혀 影響을 미치지

9) 複合資本「코스트」 17.4%는 다음과 같이 算出한 것이다.

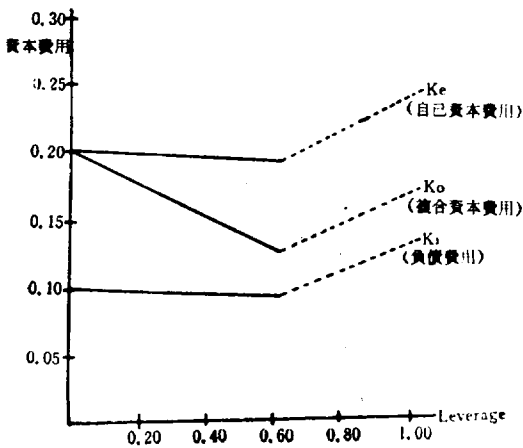
$$K_o = K_i W_1 + K_e W_2 \dots \dots K_o = 0.10 W_1 + 0.20 W_2$$

$$\therefore \begin{cases} W_1 = B / (B + S) \\ W_2 = S / (B + S) \end{cases} \quad \therefore \begin{cases} W_1 = 3,000 / (3,000 + 8,500) \\ W_2 = 8,500 / (3,000 + 8,500) \end{cases}$$

$$\therefore K_o = 0.174 \text{ 혹은 } 17.4\%$$

않고 그 負債 對 自己資本比率이 어느 程度 妥當한 범위내에서 市場에 依한 資本化率이 增加하지 않은다는 것을 假定하고 있다. 이를 달리 表現하면 企業의 評價額은 最少限도의 妥當한 「레버리지」領域안에서는 Leverage가 增加함에 따라 繼續 增加하고 이 領域을 넘어서는 企業의 危險이 增加하기 때문에 企業에 對한 市場評價額이 減少하기 시작하고, 따라서 企業의 包括的인 複合資本費用이 上昇하기 시작한다는 것이다. 이를 圖示하면〔圖2〕와 같다.

〔圖2〕 純利益 法에서의 資本費用과 Leverage



〔圖2〕에서 Leverage가 客觀的으로 妥當하다고 認定되는 0.60(負債0.60) 自己資本 (0.40)까지는 自己資本費用인 Ke와 負債費用인 Ki가 不變한다. 따라서 複合資本費用 또는 加重平均資本費用인 Ko는 이點에 이르기까지 계속 下向한다. 그러나 이點을 지나서는 Ke와 Ki가 企業의 危險이 急上向하게 됨에 따라서 複合資本費用도 上向하기 始作하며, 企業의 市場評價額도 또한 下向하기 始作한다.

2. 純營業利益 法

純營業利益 法은 純利益 法과는 달리 負債에 對한 固定的인 利子支給額을 無視하고, 資本化率 그 自体가 企業의 複合資本費用이 되므로 이는 「레버리지」의 變化에 關係없이 不變하게 된다는 것이다. 따라서 이 경우에는 自己資本費用이 Leverage에 따라 變하게 된다 企業의 複合資本費用이 Leverage에 따라서 變하지 않고 一定하므로 企業에 對한 市場評價額도 Leverage에 關係없이 恒常 一定하고 變하지 않은다는 것이다. 이를 앞의 會社의 例를 가지고 說明하면〔表4〕와 같다.

純營業利益 法

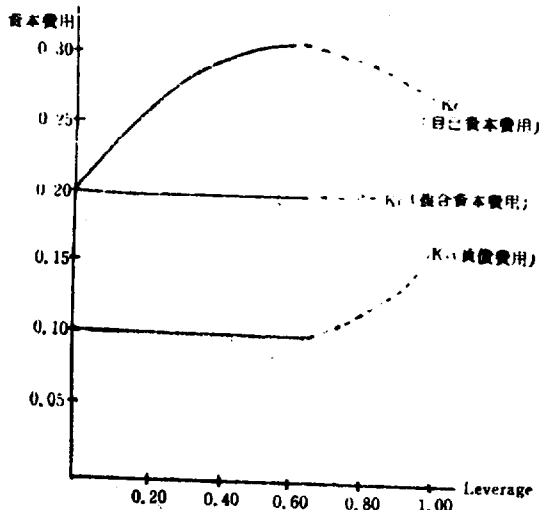
〔表4〕

區 分	金 額 %
純營業利益 (NOI)	2,000원
資本化率 (複合資本費用)	20%
總 評 價 額 (V)	10,000원
負 債 總 額 (B)	3,000원
自己資本에 對한 市場評價額 (S=V-B)	7,000원
自己資本 「코스트」	24.3%

[表4]에서 보는 바와 같이 純營業利益「어프로치」에서는 負債에 對한 利子支給額을 考慮하지 않기 때문에 純營業利益인 2,000원을 複合資本費用 20%로 資本化하여 企業의 總評價額 10,000원을 얻는다. 여기에서 負債總額인 3,000원을 差減한 7,000원이 自己資本에 對한 評價額이 된다. 이를 가지고 自己資本「코스트」를 計算하면 34.3%가 된다.¹⁰⁾

純營業 利益法은 純利益 法과는 正反對로 比較的 저렴한 負債「코스트」를 가진 負債에 依한 資本調達은 增加된 負債로 因하여 企業에 있어서의 純利益에 影響을 미치게 되고, 이때의 企業의 總市場評價額은 資本構造나 「레버리지」에 關係없이 一定하며, 이를 換言하면 企業의 劃一的인 複合資本費用 K_0 는 [圖3]에서 보는 바와 같이 資本構造의 變化에 關係없이 恒常 一定하고 負債의 資本費用 K_i 는 어느點 即 Leverage가 0.60인 點까지는 不變하고 그 限界를 넘으면 急激히 上昇되게 된다. 따라서 自己資本費用은 Leverage가 增加함에 따라서 처음부터 急激히 上昇하게 되고 一定한 點을 지나 負債「코스트」가 上昇하기 始作하면서 부터 自己資本「코스트」는 下落하기 始作한다.

[圖3] 純營業利益 法에서의 資本費用과 Leverage

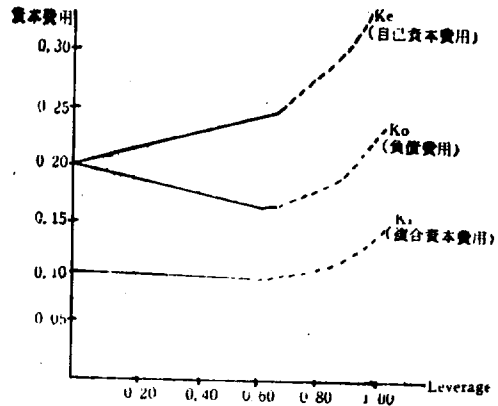


에 影響을 미치므로 「레버리지」가 增加함에 따라서 [圖4]에서 보는 바와 같이 自己資本費用 K_e 가 上昇하기 始作하나 그 上昇의 程度가 純營業利益法에서 보다 緩慢하다. 따라서 Leverage의 增加에 따라 複合資本費用인 K_0 는 一定線에 이르기까지 繼續的으로 下向하고 그 限界를 넘어서면 市場評價額이 急激히 下落한다.

3. 傳統的方法

傳統的方法은 純利益 및 純營業利益 法の 中間形態라 하여 Intermediate Approach라고도 하는데 傳統的方法은 「레버리지」의 增加는 自己資本費用

[圖4] 傳統的方法에서의 資本費用과 「레버리지」



10) Ezro Solomon, op. cit., p. 83에 있는 算式에 위의 收值를 代入하면 $K_e = 0.20 + (0.20 - 0.10) \times 3,000 / 7,000$ 이므로 $\therefore K_e = 0.234$ 혹은 23.4가 된다.

Ⅳ. 資 本 構 造

前項에서는 企業의 評價方法을 提示하기 爲하여 純營業法, 純利益法 그리고 傳統的方法을 提示하고 이들 方法이 內包하고 있는 Leverage와 資本「코스트」와의 關係를 簡單히 說明하였다. 여기서는 企業의 評價方法을 中心으로 하여 資本「코스트」, 企業의 評價, 그리고 資本構造를 直結시켜서 最適資本構造란 무엇인가, 그것이 實際하는가를 模索하고 자기자본과 負債와의 關係等を 살펴 보려고 한다.

1. 傳統의 最適資本構造論

元來 最適資本構造論은 經濟學의 限界原則에서 由來한 것이다. 그런데 限界原則은 限界費用, 限界收益 및 生産量과의 關係를 通해서 研究되어 오던 것으로 限界費用曲線과 平均費用曲線이 交叉되는 點에서 企業의 最適操業度가 形成되며, 이點이 平均費用이 最低點이 되는 것이다.

이와 같은 理論을 資本構造에 適用한다면 資本의 限界費用曲線과 平均資本費用曲線의 交叉되는 點에서 最適資本構造가 實現된다고 볼 수 있다. 이 點에서 企業의 複合資本費用은 最低點을 이룬다. 따라서 最適資本構造는 가장 理想的으로 負債와 自己資本構造를 算定하여 企業의 市場價額을 極大化하고 企業의 資本費用을 極少化하는 Leverage를 말한다.¹¹⁾

Solomon에 依하면 企業의 市場價額은 資本構造에 있어서 Leverage가 增加함에 따라서 어느 點까지는 계속 增加하고 이 點을 지나서는 企業의 危險이 介在하지 않은 範圍內에서 市場評價額이 거의 變하지 않으며 이 限界點을 지나면서 부터 市場評價額이 下落한다.

이러한 Leverage의 增加에 따른 市場價額 및 資本費用의 變化現象을 [圖5]에서 段階의 으로 說明하면 다음과 같다.

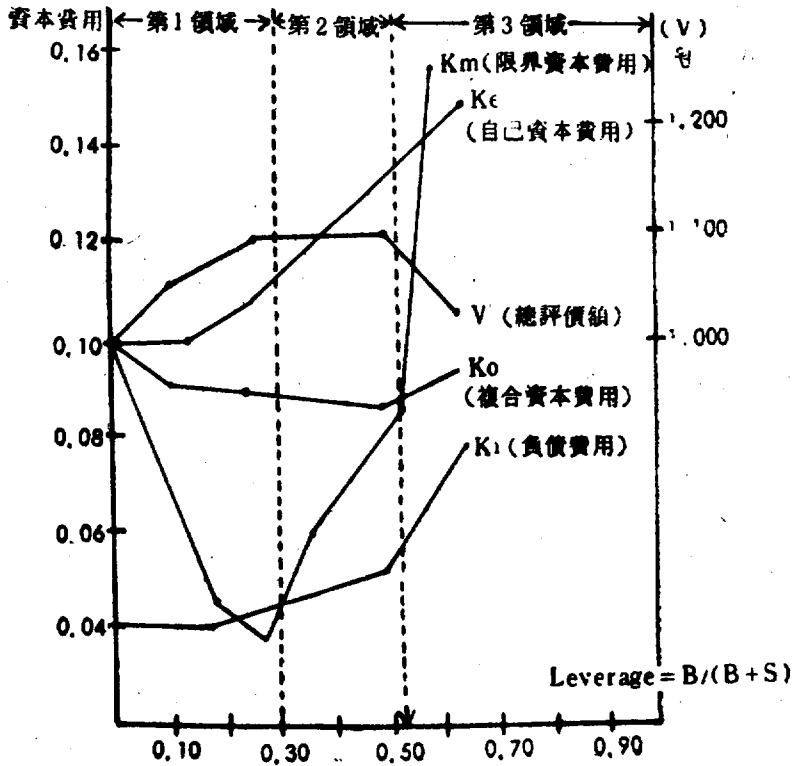
第1段階에서는 Leverage가 增加함에 따라 市場評價額이 增加되는 領域이라고 볼 수 있다. 이 領域內에서 純利益을 資本化하는 自己資本費用은 Leverage의 增加에 따라 上昇하고 있다. 그러나 自己資本費用 即 K_e 의 上昇度는 比較的 저렴한 負債「코스트」를 利用하므로서 얻어지는 純利益의 增加분보다 적기 때문에 複合資本費用 K_0 는 계속 下落하고 있다. 이 領域內에서는 資本市場이나 혹은 債權者들이 自己資本에 對한 負債比率이 危險할 程度로 많지 않다고 믿기 때문에 負債Cost인 K_i 는 거의 變하지 않거나 變한다 하더라도 약간 上昇할 뿐이다.

第2段階는 「레버리지」의 增加가 企業의 市場評價에 거의 影響을 미치지 않은 領域이다. 이 領域內에서는 自己資本에 대한 純利益, 利子支給額 및 自己資本費用, 他人資本費用과 「레버

11) Ezra Solomon, op. cit., pp. 144~145

리지」의 變化가 거의 相殺되어 企業의 市場評價額인 V에는 아무런 影響을 미치지 않는다. 따라서 複合資本費用도 「레버리지」의 變化에 影響을 받지 않고 계속 같은 程度를 維持하게 된다.

〔圖5〕 「레버리지」와 資本費用



第3段階에서는 資本市場이나 企業의 債權者의 立場에서 보아 負債에 대한 依存度가 너무 크기 때문에 따라서 企業의 危險이 增大된다. 그러므로 이 領域內에서는 負債費用 K_i 가 急증하기 始作하고 이에 따라 自己資本費用 K_e 역시 上昇하기 始作한다. 이것은 企業에 대한 市場評價額의 低落을 가져오게 되고 複合資本費用인 K_o 도 上昇하게 된다.

以上에서와 같이 資本費用과 Leverage의 變移現象을 살펴보면 第2領域에서 最適資本構造가 形成되며, 이는 點이 아닌 領域으로 나타난다고 할 수 있으며, 여기서 限界費用의 理論을 適用시켜 보면 限界資本費用 K_m 은 限界負債費用과 負債의 增加로 因해서 야기되는 自己資本費用의 增加가 가져다 주는 純利益의 減少분을 合한 것이라고 볼 수 있다. 따라서 複合資本費用 K_o 와 限界資本費用 K_m 이 相互 交叉하는 點에서 最適資本構造가 形成된다.

그러나 Solomon에 依하면 限界負債費用이 複合資本費用보다 크거나 같을 때에 「레버리

지]의 最適利用이라고 하였다.¹²⁾ 따라서 그의 理論은 點일 수도 있고 혹은 領域일 수도 있다고 하였다. 그러나 最適資本構造는 限界資本費用 K_m 와 複合資本費用 K_o 가 一致하는 點에서 形成된다고 보는 것이 妥當하다고 생각되며, 따라서 最適資本構造는 領域이라고 보는 것 보다는 오히려 點이라고 보는 것이 理論적으로 妥當하다.

2. 自己資本 對 負債의 關係

資本構成上의 負債水準을 決定하는데 그 중 가장 많이 쓰이는 것이 長期負債 對 自己資本比率이다. 따라서 만일 負債가 自己資本을 超過하면 그 指數는 1보다 크고 그렇지 않으면 작다. 또한 總資本에서 長期負債가 차지하는 比率인데 分母가 長期負債와 自己資本의 합이 되는게 前者와 다르다. 短期負債라고 해서 Leverage效果가 전혀 없는 것은 아니지만 이들 計算에서는 除外 시키는 것이 普通이다.

大企業에서의 流動負債는 全体財務構造에서 볼때 小額에 不過하며 最終的인 指數에는 별로 重大한 影響을 미치지 못하며, 오히려 計算을 複雜하게 하기 때문이다. 그러나 販賣業의 경우에는 이들 資本需要의 大部分이 販賣額의 季節的인 變動等과 같은 事情 때문에 流動負債로 資本需要를 充足하게 되므로 例外가 될 것이다. 또한 大部分의 中小企業의 경우도 역시 短期負債의 相對的인 比重을 無視할 수 없으므로 반듯이 考慮 對象이 되어야 할 것이다.

負債에 대한 安全「쿠션」을 測定할때 普通株와 함께 優先株를 포함시키는 것이 合理的이다.¹³⁾ 債權者에게는 利益과 清算分配에 있어서 어떤 形態의 株式이든 下位의 것이 되기 때문이다. 그러나 優先株도 固定的인 配當을 支給해야 한다는 點에서 負債처럼 크지는 않지만 Leverage效果를 이룬다. 이와같이 Leverage效果는 支給하는 比率와 벌어들이는 比率과의 差에 달려 있다. 優先株의 資本費用은 課稅控除效果가 없으므로 負債보다는 그 隔差가 심하지 않고 더구나 累積配當도 可能하다. 그러나 優先株에 대한 配當의 失敗는 結果적으로 그 企業의 모든 證券의 市場價値를 떨어 뜨리게 되므로 社債所持者는 普通株 뿐만 아니라 優先株에 依해서도 影響을 받는다. 더구나 그 企業이 利益을 增大시키기 爲해 새로운 資金이 必要한데 普通株의 市場價格은 低水準에 있으므로 自己資本에 依한 資本調達은 어렵게 되고, 따라서 合理的인 條件으로 資金을 調達하여 收益力을 回復시킬 수 없기 때문에 既存의 모든 證券所持者들은 被害를 입을 것이다.

自己資本 對 負債比率을 計算할 때에 大体로 普通株의 價値評價에는 帳簿價格을 使用한다. 債權者는 利益을 利子支給의 源泉으로 생각하기 때문에 收益力이 낮거나 그 變動이 심하면 歷史的 原價 即 帳簿價格을 使用하므로서 保守的인 立場을 취할 수 있다. 그 反對로 展望이 매우 밝은 企業에서 帳簿價格을 使用하면 그 企業의 負債利用能力을 制約하는 結果가

12) Ezra Solomon, *Foundation in Financial Management*, 1966, pp. 406~412

13) 서울大學校 附設 韓國經營研究所, 經營實務, 1973, 第7卷3號, pp. 39~41

될 것이다.

債權者 護基準으로서 그리고 企業의 負債利用能力을 評價하는 方法으로서 다음의 固定費用補償率이 使用 된다.

3. 固定費用補償率

固定費用補償率은 때때로 利子補償率이라고도 불리워지는데 後者는 利子費用과 納稅前利益¹⁴⁾의 利子費用에 대한 比率로서 $\frac{\text{納稅前純利益} + \text{利子費用}}{\text{利子費用}}$ 이 된다.

그러나 固定費用補償率의 計算에는 分母에 利子費用뿐만 아니라 固定費의인 性格을 갖는 地賃, 집세 및 減債基金 등이 포함된다.¹⁵⁾ 따라서 이 比率은 그 支給의 形態가 利子이든 元金이든 間에 固定的인 支出을 營業利益이 「커버」할 수 있는가를 나타내 주므로 特히 債權者가 여럿일 때 더욱 重要性을 띤다.

왜냐하면 한 債權者의 元金償還이 지체될 경우 다른 債權者의 利子支給을 危險하게 하기 때문이다. 1年以上의 期間에 걸쳐 일어나는 實際 負債水準에 대한 利子費用에 充當될 利益은 그때 그때 經濟的 與件의 變化에 따라 變動한다. 그리고 利益의 變動幅이 심할수록 그 比率은 높아야 한다. 또한 經濟不況에 對備해서 利子費用에 필요한 最少限의 「쿠션」이 마련 되어야 한다. 만약 負債調達後 최소한 安全을 維持할 수 있는 利益의 確保가 不可能할 경우 追加的인 負債調達은 어렵게 될 것이며, 비록 그것이 可能하다 하더라도 利益의 減少 때문에 株主는 그들의 地位를 상실하거나 심한 損失을 입을 것이다.

利子補償率이 커질수록 그리고 負債比率이 작아질수록 企業의 財務危險은 줄어든다. 그러나 進取的인 財務管理者라면 比率이 安全性에 滿足하지 않고 負債를 利用하여 比率에 영향을 미침이 없이 普通株의 株當利益을 效果的으로 增加시킬 것이다.

그러나 適正負債比率은 產業에 따라, 期間의 經過에 따라 그리고 債權者의 性格에 따라 달라질 수 있다. 예를들어 大規模의 成長企業群에 屬한 產業의 負債調達能力은 中小企業에 비해 훨씬 클 것이다. 또한 經濟狀態가 好況期에 있어서는 債權者나 企業所有者나 모두 未來에 대해 樂觀的이고 負債의 導入이 相對的으로 自由로울 것이다. 따라서 一律的인 基準을 提示하기란 극히 어려운 문제다.

V. 要約 및 結論

以上에서 資本費用의 測定과 最適資本構造를 敘述하였는데 이를 간단히 要約하면 負債에

14) 納稅前利益 대신 納稅後利益을 使用하기도 하는데 後者에 비해 前者는 時間 經過에 따른 所得稅率의 變化效果를 除去할 수 있는 利點이 있다.

15) 沈兩求外, 財務管理, 1973, pp. 48~49

依한 資金의 調達은 相對的으로 그費用은 저렴하나 그로 因한 財務危險의 增加로 無限히 이루어질 수는 없다. 따라서 負債導入에 依한 普通株의 株當利益의 增加가 財務危險의 增加를 증가하는 範圍를 超過하면 企業에 不利한 影響을 미칠 것이다. 이것이 最適 Leverage 또는 最適資本構造의 문제이다. 그러나 最適資本構成에 대해서는 傳統的인 最適資本構造인 限界費用과 限界收益을 中心으로 概括的으로 考察하였으며, 그리하여 大體로 U字型으로 되어 있다고 믿어지는 複合資本費用曲線과 限界資本費用曲線이 交叉하는 點에서 最適資本構造가 形成되고 그에 따라 企業의 市場價值曲線은 접시형으로 나타난다.

그리고 最適資本構造는 企業內的으로는 資本費用과 Leverage 變化現象에 依하여 形成된 것이며 企業外的인 要因들이 높은 水準의 最適 Leverage 領域을 形成시키고 있는데 이들 企業外的인 要因들을 列學하면 다음과 같다.

첫째로 正常的인 金融市場과 資本市場이 있어서 價格決定이 所謂 Price Mechanism에 依해서 合理的 또는 自律的으로 決定되고 있지 않다는 點이다. 例를 들어 우리나라의 利子率 體系는 매우 多樣하여서 金融機關이 自律的으로 利子率을 評價하여 適用할 수 없게 되어 있기 때문에 大體로 借入하는 企業에 대한 危險을 考慮함이 없이 一律的으로 規定에 依하여 利子率이 適用되고 있다. 이로 말미암아 變動的인 負債「코스트」曲線이 나타나고 企業은 낮은 「코스트」에 依存하는 것이 「코스트」面에서 항상 有利하게 된다.

둘째로 貨幣債務者는 「인프레」로 德을보고 債權者는 損害를 본다는 「알키안·케젤」의 理論을 빌릴 필요도 없이¹⁶⁾ 「인프레」로 因한 負債選好가 企業의 높은 「레버리지」水準을 誘發하고 있다는 點이다.

셋째로 稅金의 問題다 原來 負債「코스트」는 課稅後基準으로 計算하면 負債「코스트」 $K_i(1-t)$ 로 計算되는데 여기서는 稅率가 높으면 높을수록 負債「코스트」 K_i 는 저렴해지는 것을 나타내고 있다. 따라서 「코스트」面에서의 $K_i(1-t)$ 와 自己資本「코스트」 K_e 와는 稅率이 높아지면 높아질수록 그 격차가 커지게 된다.

넷째로 國內金融市場과 國際金融市場에 있어서의 金利의 심한 隔差때문에 外債에 依存하는 傾向이 많이 나타나고 있는데 이상과 같은 企業外的인 要因들이 企業의 資本費用과 資本構造에 많은 影響을 미치게 하고 있다.

그러나 이러한 資本構造論을 實際 實務家들에게 適用시키는데는 많은 問題點들이 남아 있는데 우선 個別資本費用의 測定부터가 容易하지 않고 會計處理의 未熟課稅效果의 相異와 위에서 言及한 企業外的인 要因에 依한 資本調達方法의 特殊性等を 充分히 考慮하여야 하기 때문이다.

그러나 經營者가 自己企業의 最適資本構造를 알고 있거나, 혹은 同質의 危險「클래스」를

16) 趙益淳, 資產費用의 計算, 經營研究 第82號, pp.97~101

形成하고 있는 産業의 資本構造를 認識한다는 것은 市場評價額의 極大化와 資本「코스트」의 極少化라는 企業의 目標를 스스로 수행하는 結果가 되고 나아가서 企業金融의 合理化를 摸索하는 길이 될것이고, 모든 經營者가 이와같은 計量的인 分析에 關心을 가질 때에 우리 나라의 모든 企業은 最適資本構造를 形成하게 될 것이다,