

[書 評]

Smith, Eiteman共著

Essentials of Investing

尹 桂 燮

이 책은 비교적 최근에 정리된 投資論에 관한 教科書로서 投資論을 처음 受講하는 사람들을 對象으로 著述된 것이다. 著書들은 칼리포니아大學校 經營大學(로스안젤레스 所在)教授이다. 著書들이 느낀 것처럼 投資論에 대하여 一般學生들에게 가르칠 基礎的인 教科書는 사실 드문 實情이었다. 1960年代 中半以後에 와서 投資論에 관한 教科書가 나오기 시작했지만, 投資論에 대한 各種論文과 事例研究 등이 投資論의 各分野에 좋은 業績을 쌓아놓고 있는데 비하여, 이를 橫的으로 整理하고, 投資經驗이 없는 學生들과 같은 一般人에게 알맞게 편찬된 教科書는 드문 형편이었던 것이다.

1970年代初에 들어와서 “An Introduction to Investment”, “Essentials of Investment” “Investment Analysis”와 같은 教科書들이 나오기 시작하였고, 이 책도 이러한 教科書들중의 하나이다.

그런데 이 책의 題目은 다른 投資論 教科書들이 使用하는 “investment”라는 名詞대신에 “investing”이라는 動名詞를 사용하고 있다. 著書들은 이에 대해서 投資라는 概念은 投資者에게 有用한 많은 代替手段의 分析이라는 단순한 說明에서 떠나, 이들 代替手段에 대한 情報의 分析이나 投資者들의 目的과 一致하는 投資決定을 하기 위한 繼續的인 過程이라고 생각하여 “investing”을 使用하였다고 說明한다.

이 책은 5部, 21章으로 構成되어 있는데 傳統的인 投資理論과 아울러 새로운 投資理論에 대하여 投資를 행하는 過程에 따라 說明하고 있다.

第1部에서는 投資過程에 대한 概括的인 說明을 하고 있는데 이책이 다루는 많은 主題의 出發點이 된다. 投資者가 어떠한 態度로 投資에 임하여, 어떻게 意思決定을 할 것인가에 대한 序論으로 시작하여 포트폴리오에 관한 概論을 說明한 다음, 第2部에서는 投資를 하는데 있어서 各種 評價技法을 株式, 社債와 같은 投資對象에 따라 說明하고, 특히 稅法이 保護하는 投資에 대한 評價와 特徵에 대해서 說明하고 있다.

第3部에서는 投資者가 投資의 對象을 결정하고, 投資를 하기로 決定하는데 필요한 證

券分析에 대한 說明으로, 財務諸表分析, 會計資料의 調整, 未來收益의 豫測등을 說明하였다.

第4部에서는 美國의인 狀況이 강한 것이지만 公共企業에 대한 投資, 輸送業, 機關投資者에 대한 投資, 投資會社에 대한 投資등을 다루고 있다.

第5部에서는 投資者가 證券市場에서 活動하기 위하여 알아 두어야 할 證券市場의 各種機關과 關係法規를 紹介하고, 投資節次와 投資情報, 投資時點, 評價方法들을 說明하고 있다.

本教科書의 記述方法의 특징은 최근의 投資論이 상당한 數學과 統計學의 基礎를 가지고 있어야 하는데 비하여 비교적 이를 쉽게 풀이하려고 努力하였다는 점이다. 또한 美國의 實際事例들을 가지고 說明하여 美國의 初步者들에게는 상당히 알기쉽게 整理하였다. 筆者들의 說明대로 이 冊을 읽고 나면 "Wall Street Journal"이나 기타 各種 經濟新聞의 證券欄을 關心있게 읽을 수 있게 著述되었다.

各章別로 內容을 살펴보면,

第1章은 이 冊의 序論部分으로 投資의 必要性和 投資對象을 直接投資對象과 間接投資對象으로 나누어 說明하고 있다. 이 冊의 主要對象은 여러가지 投資對象중에서 證券 다시 말해서 株式和 社債및 國公債이다. 그리고 이러한 對象을 論議하는데 있어서 그 屬性으로 收益과 危險을 檢討하고 있다.

第2章은 投資過程에 관한 章으로서, 投資過程은 投資政策, 投資分析, 投資評價와 投資資產의 포트폴리오構成의 4段階로 나누어 說明하고 있다. 이러한 各段階別 活動은 각각 여러 단계로 구성되는데, 이러한 投資過程은 포트폴리오의 構成에 따른 投資金額을 어떻게 적절하게 割當하여 그 價値를 極大化하는가 하는 것이다. 따라서 이 冊의 重點이 投資分析和 投資評價에 놓여져 있음에도 불구하고, 계속 포트폴리오 計劃의 重要性을 강조하고 있다.

第3章은 포트폴리오를 概括적으로 說明하고 있는 바, 포트폴리오를 構成한 결과로서 나타나는 期待收益과 危險을 감안하여 가장 效率的인 포트폴리오를 어떻게 決定할 것인가를 說明하고 있다.

포트폴리오를 선택하는데 있어서 全體포트폴리오의 기대수익과 위험을 비교하여야 하게 되므로, 期待收益과 危險을 각각 說明하였다. 이 期待收益이란 획득 가능한 收益의 相對的인 確率에 의해서 加重된 平均價額으로 정의하고, 危險은 收益의 分散이나 標準偏差로서 測定할 수 있다고 說明하고 있다. 또한 危險을 分散시키기 위해서는 陰(-) 相關關係를 가진 資產끼리 結合시켜 효율적인 포트폴리오를 구성하게 하는 것이 從來의 教科書의 主張이었다. 그러나 最近에 流行되는 위험의 代替的 測定方法은 β 계수로서 표현되는 volatility

變數이다. 이것은 對數線의 기울기로 表示되며, 포트폴리오의 收益과 全市場의 收益과 關係를 나타내게 한다. 그리고 흔히 問題가 되는 分散投資의 實用化水準에 대해서 Latane과 Young은 8내지 16종목일때가 가장 낮은 위험수준을 나타내준다고 하고 있으나 이 冊에서는 研究結果의 引用이 없이 단지 10~15종목의 증권으로 構成된 포트폴리오가 충분한 分散效果를 나타내준다고 主張하고 있다.

第4章은 評價에 관한 章으로서, 證券의 價値와 評價의 概念을 說明하고 있다. 證券價格은 證券이 가지고 있는 內在價値와 比較해서 評價되어야 하기 때문에 여러가지의 價値概念이 필요하고, 이를 認識하는 作業이 必要하다. 특히 未來收益을 評價하기 위해서 確實性和 割引率, 利子率을 評價의 要素로 하는데, 이제는 인플레이션과 稅務問題도 評價要素가 되어야 한다. 第5章은 債券의 特質과 評價, 第6章은 株式의 特徵과 評價를 說明하고 있다. Graham과 Dodd가 優先株를 社債와 같은 區分으로 說明하고 있는데 비해 이冊은 傳統的인 方法으로 株式에서 優先株를 說明하고 있다. 그리고 社債와 함께 株式의 等級體系를 說明하고 從來의 假定이었던 無限定한 投資期間이 非現實的이라는 것을 主張하고, 그대신 限定된 期間下에서 普通株에 대한 價値評價 모델을 적용하였다.

第7章은 다른 投資論 教科書와는 달리 租稅要因을 投資에 고려하여 稅法에서 認定하는 여러가지 有利한 機會를 포착하여 投資함으로써 經濟的 利得에 대한 可能性을 높여려는 投資評價에 대해서 구체적인 說明을 하고 있다. 이것은 종래의 理論들이 稅金을 고려하지 않고 平面的으로 收益費用을 對比하기 때문에 稅金을 利益處分으로서가 아니라 費用의 性格으로 생각할 때 稅金效果를 考慮하여 投資를 評價하자는 것이다. 그러나 美國의 稅法이 保障한 “稅金을 輕減해주는 投資”라는 것은 상당한 危險을 수반하고 있다. 石油探査, 牧畜業등은 稅金을 輕減해주어 利益을 얻게하는 대신에 상당한 위험을 감수하지 않으면 안된다.

第8章은 有利한 投資機會를 發見하기 위해서 特定產業과 企業의 特性과 屬性을 分析하는 過程을 概觀하고 있다. 證券分析家가 업무에 두어야 할 것은 株價水準의 合理性, 特定產業의 性格, 特定企業의 未來에 대한 합리적인 意見을 형성하는데 相關關係가 있는 質的, 量的 要因들이다.

第9章은 財務諸表分析으로서 證券分析에 있어서 量的分析의 代表的인 方法이다. 本論에서는 各種 財務諸表중에서도 특히 資金運用表를 重要하게 생각하여 여러가지 分析比率를 提示하고 있다.

第10章은 前章의 財務諸表分析에 이어 會計上의 調整事項에 대한 說明으로, 投資資產의 評價, 聯結財務關係, 製品系列의 業績評價, 年金問題, 減價償却, 非經常的인 項目의 處理

등을 說明하고 있다.

第11章은 未來收益을 어떻게 豫測, 評價할 것인가를 說明한 章으로서 過去成長率에 의한 推定, 最小自乘法에 의한 推定, 配當收益, 株價收益倍數의 推定을 說明하고 있다.

다음은 第4部로서 部全體가 다른 投資論教科書와는 다른 이 冊의 特性으로서 非製造業에 대한 投資를 各業種別로 說明하고 있다.

第12章은 公益企業에 대한 投資分析으로서, 公益企業은 固定資產에 巨額投資를 하는 대신에 一定地域에 市場獨占을 하게 하는 것이 一般的이다. 그러나 獨占이라고 해서 無限히 利潤追求를 할 수 없는 것은 公益企業이라는 特徵때문에 各種行政規制와 關係法規의 規制를 받게 된다. 따라서 公益企業의 未來收益에 대해 評價하기 위해서는 一般製造業과는 달리 危險을 평가하여야 한다.

第13章은 美國經濟에서 중요한 地位를 점하고 있는 輸送產業에 대한 投資分析으로서, 鐵道와 航空運輸에 대해서 說明하고 있다. 이 產業의 規則的인 特性和 經濟에 대한 기여도때문에 一般投資家들은 매우 많은 評價를 해왔는데, 要約財務諸表를 토대로 產業分析을 행하고 있다.

第14章은 商業銀行이나 保險會社와 같은 機關投資家에 대한 投資分析으로 이 業種에서 投資者들이 기대하는 것은 配當이 아니고 利子이므로 債券投資를 많이 하게 되는데, 비교적 株式投資에 비해서 安全性은 높으나 收益性은 낮은 것이 보통이다. 따라서 各投資者들은 포트폴리오에서 이들 金融機關에 대한 投資에 대해 특별한 安全性을 고려하여 價値모델에 算入시키는 것이 일반적이다.

第15章은 投資會社에 대한 投資로서 美國의 경우 投資信託會社, 브로커會社外에도 各種機關의 年金, 基金등 많은 投資機關이 있는 바, 이 중에서도 특히 一般投資者로 부터 資金을 委託받아 證券市場에 投資하는 投資會社에 대한 投資分析을 說明하고 있다. 證券投資에 經驗이 없거나, 小額投資者인 경우에 이러한 投資會社에 投資하게 되는데, 결국 間接적으로 證券投資를 하는 셈이 된다. 이 章에서는 특히 mutual fund에 대한 投資에 重點을 기울이고 있는 바, 配當分配金, 投資利得分配, 純資產價値에 대한 評價에 대해서 說明하고 있다.

第16章은 前述한 非製造業과는 달리 서비스 業體에 대한 投資를 다루고 있다. 일반적으로 이들 業體의 評價에 대해 製造業과 같이 分析·評價하는 경우가 많은데, 人間的인 特性에 대해서 보다 考慮하여야 한다. 그러나 아직은 人的 活動中心企業에 대한 分析이 잘 이루어져 있지 않은 바 이 冊에서는 이에 대해서 豫備的인 試圖를 한 것 뿐이다.

第17章은 美國의 證券市場을 說明하고 있다. 특히 가장 去來規模가 큰 뉴욕證券去來所를 說明하고, 證券去來所와 場外市場에서 이루어지는 去來의 方法을 說明하고, 美國 金融市場과 證券去來에 대한 聯邦政府나 州政府의 規制에 대해서 간단히 說明하고 있다.

第18章은 投資家가 그의 投資를 決定하는데 있어서 수행하는 節次에 관한 說明으로, 證券會社의 選定證券의 管理, 多樣한 注文方法에 대한 구체적인 說明과 信用去來에 대해서 說明하고, 各種 手數料과 稅金을 說明하였다.

第19章은 證券投資에 필요한 各種情報에 관한 說明으로 情報의 重要성과 情報의 形態, 産業과 經濟情報, 企業情報, S.E.C.의 情報, 電算處理된 情報, 投資권유에 대해서 說明하고 있다.

第20章은 投資時點에 대한 說明으로 市場豫測을 하는 方法, 證券賣買時點을 公式的으로 選擇하려는 公式的인 投資方法과 市場區表分析技法과 달라고스트平均法을 說明하고 있다.

第21章은 證券投資의 最終的인 段階로서 證券投資結果를 評價하고자 하는 것으로, 포트폴리오의 評價段階가 된다. 評價의 特性和 收益의 評價및 危險을 調整한후의 收益, 變動率에 대한 評價와 賣買行爲를 자주 하게 됨에 따라 發生하는 去來費用에 대해서 說明하였다.

以上の 것이 概略的인 이 冊의 內容이다. 앞서서도 說明한 바와 같이 이 冊은 投資理論에 대한 一般概論이라고 할 수 있다. 各章이 비교적 平易한 內容으로 모든 事項을 빠짐없이 說明하려고 努力하고 있다.

다른 投資論 教科書에 비해서 特徵이라고 할 수 있는 것은 非製造分野에 대한 投資를 業種別로 說明하였다는 점이다. 아직까지 投資論 教科書의 대부분은 製造業, 非製造業 특히 서비스業의 區別이 없이 說明을 가하고 있다. 著者들의 說明처럼 이 冊의 試圖가 완벽한 것은 아니나 그런대로 特色이 된다고 할 수 있다. 그러나 한편으로 다른 冊들이 가지고 있는 理論的으로 깊은 說明은 비교적 적은 편으로 특히 최근에 研究의 進展이 계속되어온 포트폴리오 理論에 대한 比重이 적고, 評價理論의 紹介도 羅列的인 說明에 그치고 있다. 그러나 이것은 著者들의 主張대로 初步的이고, 重要한 것만 다룰려는 意圖였다고 생각할 수도 있다. [Irwin 出版社, 1974年 刊]