

<書評>

James C. Van Horne

Financial Market Rates and Flows

Prentice Hall, Inc. Englewood Cliffs, New Jersey 1978, pp. 241

閻相基

(1) 序

個人이든企業이든 또는政府이든 間에 어떤經濟單位가經濟活動을 영위하는中一定期間에收入이支出보다 큰 경우(surplus unit) 및反對로支出이收入보다 큰 경우(deficit unit)가均衡을 이를 때보다 더 많이 일어난다. 國家의經濟發展을 지속적으로成長시키기爲하여는 이러한經濟單位들의資金의供給과需要를연결시키는財務證券市場의發達이前題가되어야한다. 만약 저축성향이 높다고 하더라도 저축의一般的形태가財務資金의形태가 아니라現物資產인 경우에는 이를必要로 하는deficit unit와의연결이곤란하여貯蓄과投資需要가乖離되는 현상이 일어나기 쉽다. 金融市場이發達되려면surplus unit가要求하는,例를 들어투자의수익성, 안정성, 유동성 및 성격에 맞는財務證券이市場에서供給되어야하는 한편 이러한財務證券은資金의需要者들의requirement, 即資金貸與의滿期 및利子率들도同時에充足시킬 수 있어야만均衡이 이루어지는 것이다. 結果的으로資金의各其 다른供給者와需要者를充足시키기爲하여財務證券의종류도이자, 안정성, 유동성, 만기 등의측면에서 다양해지며 이러한財務證券의종류가다양할수록資金의供給者및需要者를유치하기쉬워金融市場이더욱더發展을하는 것이다.

分析의측면을달리하여볼때, 金融市場에다양히제시되어있는財務證券들은만기, 유동성, 안정성等의차이로因하여서로性格을달리하고있으므로그차이가利子率의差異로나타나며資金의供給者나需要者는자기의特殊한必要에따라選擇하게되는데 Van Horne은그의著書에서市場의財務證券들의利子率의差異를理論的인측면에서說明하고자하고있다.

(2) 内容

一般的으로相異한財務證券의差異는各證券의滿期, 發行機關의破產危險度, 中間회수

筆者: 서울大學校 經營大學 經營研究所 研究員, 서울大學校 經營大學 助教授.

條件, 租稅감면 및 면제조항, 發行市場, 發行通貨, 留存基金有無 等에 依해서 左右된다. 이中 Van Horne은 第四章과 第五章에서 滿期와 財務證券利子率의 關係를, 第六章에서는 發行機關의 破產危險度와 利子率의 關係를, 第七章에서는 中間回收條件과 利子率의 關係를 그리고 第八章에서는 租稅的 側面과 利子率의 差異의 關係를 다룸으로써 發行市場 및 通貨에서 일어나는 利子率의 關係를 취급하지 않았다는 아쉬움을 남기고는 있으나 一般的으로 財務證券의 利子率의 差異를 이해하는 데는 많은 도움을 주고 있다.

#### (a) 滿期와 財務證券利子率 關係

다른 條件이 同一하더라도 財務證券의 滿期가 相異하면 利子率이 서로 틀린다는 것은 財務證券 利子率 差異에 가장 重要한 要因이며 또한 靜的인 意味에서가 아니라 動的인 意味에서 未來의 利子率의 變化에 對한 市場의 預測이 現在 金融市場에 반영되어 있다는 점에서 理論的으로 제일 紛爭이 있는 것이다. 이에는 Expectation理論, Market Segmentation理論 Liquidity premium理論 等 3가지 理論이 있으나 Liquidity premium理論은 Expectation理論에 대한 一部 수정이론이며 獨自의 意味는 크지 못하다. 단지 Market Segmentation理論은 아직도 金融實務家들 사이에서 인정을 많이 받는 理論으로써 短期物의 需要나 供給은 長期物의 需要와 供給과는 別個의 市場을 이룬다는 것으로 1960年 初 Kennedy政府下의 operation twist 정책의 理論的 바탕이 되기도 한 것이다.

그리나 많은 財務管理를 研究하는 學者들과 마찬가지로 Van Horne 역시 Expectation理論을 더 重視하고 있으며 이 理論의 检증에 使用되는 市場의 error-learning機能에 對한 實證的研究結果를 많이 제시하고 있다. 株式市場이나 換率市場이나 先物市場이나 間에 完全競爭에 가깝도록 많은 數의 投資家들이 경쟁적으로 利潤을 추구하는 경우 長期物과 短期物間に 裁定去來로 因하여 두 市場이 연결되어 滿期에 따라 利子率이 틀린 것은 未來 利子率의 추이에 對한 市場豫測 때문이라는 것이다. 물론 이 未來에 對한 市場豫測이 늘 正確하다는 것은 아니고 實際로도 ex post分析을 할 때는 많은 오류를 저지른다는 것을 알 수가 있다. 그러나 ex ante 基準으로 볼 때 어떤 特定한 投資家도 계속적으로 競争市場下에서 결정된 市場豫測보다 우월하게豫測을 할 수는 없다는 것이다. 이러한 金融市場의 効率性은 역시 절대적 基準에서 객관적으로 證明할 수는 없다. 단지 相對되는 假說 即 개별적인 利子率豫測모델等이 市場豫測보다는 우월하지 못하다는 간접적인 증명을 通하여 種定적인 결론을 내릴 수 밖에 없으며, 이는 株式市場 및 外換市場의 効率性 證明에서도 마찬가지다.

第5章에서 저자는 滿期의 개념을 약간 더 깊게 分析하여 Duration이란 개념을 도입하였다. 即 一般的으로 利子率의 變動에 영향을 받지 않기 위하여서는 證券의 滿期와 現金이

必要한 時期를 일치시켜야 한다고 主張하나 이는 特殊한 경우 即 證券取得後 滿期日까지 아무 利子도 받지 않다가 滿期日에 가서 元利金을 받을 때만 적용될 수 있다. 만약 滿期日 전에 利子를 받는다면 그 利子를 어떤 再投資率로 운용하느냐에 따라 滿期日에 가서의 價值가 틀리지므로 單純히 滿期日과 現金必要日의 機械的一致는 적절한 利子率變動 危險防止方法이 될 수 없다는 理論이다. 이 理論은 Van Horne이 처음으로 主張한 것이 아니라 1938年 Frederick R. Macaulay가 처음으로 主張한 것이나 그 개념을 投資결정에 도입할 必要性을 이 册에서 特히 強調하고 있는 點이 特異하다.

(b) 發行機關의 破產危險度와 利子率의 關係

第六章에서 著者는 滿期日이 동일하다 하더라도 그 發行機關이 政府냐 企業體냐에 따라, 그리고 企業體 中에서도 그 財務構造의 良・不良에 따라 發行證券의 利子率이 相異하다는 데 分析의 焦點을 맞추고 있다. 必要에 따라 租稅率을 변화시켜 收入을 조절시킬 수 있는 政府는 定義上 破產을 할 수가 없으며, 때문에 政府發行證券은 危險無證券이라 하여 같은 滿期物中에서는 가장 利子率이 낮다. 反面에 會社에서 發行한 證券은 그 會社의 財務構造가 나쁠수록 發行證券의 利子率이 높아야 投資家들이 選擇을 할 것이므로 政府發行證券과 利子率 차이가 있게 마련이다. 그런데 危險度의 差異에 따른 利子率의 差異는 언제나 一定한 것이 아니라 경기의 變動에 따라 變化한다고 著者は 主張하고 있으며 實證的으로 경기가 最惡의 경우였던 1974年에는 그 차이가 3.5%가량이나 올라갔다가 1976年에 경기가 회복되면서는 1.5%정도로 그 差異가 줄어들었음을 보여주고 있다. 여기서 著者が 特히 強調하는 점은 破產의 意味가 꼭 發行機關이 實際로 破產 선고를 하여 支拂不能상태에 들어가는 것만을 뜻하는 것이 아니라 元來 支拂하기로 했던 利子支拂日 및 元金支拂日의 연기도 資金의 現價에 미치는 영향이 크기 때문에 넓은 의미의 破產에 포함시킬 수 있다고 하는 점이다. 即 뉴욕市가 實際로 破產한 적은 없지만 1974年부터 支拂기간 연장 등을 통해 支拂기간을 어김으로서 뉴욕市 發行證券을 保有하던 投資家들이 資金의 現價가 惡化되어 實際上의 損害를 보게 되었음을 일컫는 것이다.

(c) 中間回收條件과 利子率의 差異

利子率이 멀지 않은 未來에 바뀔 것이라는豫測일 때, 特히 利子率이 下落될 것이라고豫測될 경우, 發行機關은 滿期日 以前에 發行證券을 회수시킬 수 있는 權限을 條項에 삽입시키는 경우가 있다. 만약 利子率이 10%일 때 發行했다가 利子率이 7%로 下落되었을 때 10%의 證券을 회수하고 7%로 새로 發行하면 發行機關은 利益이 되나 投資家로 보아서는 막대한 損害를 보게 되므로 이러한 中間回收條件이 있는 경우에는 없는 경우 보다 利子率이 높

은 것이一般的이라는 理論인데 우리나라의 경우에는 적용이 되지 않는다.

(d) 租稅的側面과 利子率의 差異

주지하는 바와 같이 美國은 50個의 州가 合衆國을 이루고 있고 따라서 연방정부는 州에 세금을 매길 수 없는 관계에 있으며, 州정부가 發行하는 채권의 利子收益에 對해서는 所得稅를 부과하지 않고 있다. 따라서 一般會社債의 利子收益보다 租稅의 혜택을 받고 있어 州정부가 發行하는 증권은 租稅감면 부문만큼 利子率이 낮다는 것이다. 이는 물론 누진율에 따라 소득세율이 높은 投資家일수록 그 利益의 폭이 클 것이기 때문에 州政府發行증권은 主로 부유층들이 많이 投資하게 된다.

上記한 바와 같이 著者는 證券의 利子率差異 決定要因中에서 滿期, 破產危險度, 中間回収條件 및 租稅감면의 측면에 分析의 焦點을 두어 주로 國內的인 측면에서 利子率差異의 分析을 하였으나 現今에 와서는 이보다 국경을 넘어서면서 생기는 이자율의 差異가 더 커서 이러한 要因들을 생략하고 있다는 점에서 本書의 限界를 나타내고 있다. 가령 같은 US\$ 증권이며 또한 같은 만기, 위험도, 회수조건 및 조세감면조건이라도 美國內市場과 유로市場間에는 엄연한 利子率의 差異가 있으며 더욱이 通貨의 단위가 틀릴 때에는 換率의 變動豫測에 따라 名目利子率이 7~10%以上 틀려지는 경우가 허다하기 때문에 이러한 國際의인 측면을 無視한 포트폴리오 운영이란 있을 수 없다. 그러나 證券들의 利子率差異에 대한 체계적이고 論理的인 설명을 해주는 유일한 著書라는 점에서 화폐금융론학자, 投資論을 강의하는 사람이나 實際로 投資하는 수많은 投資家들이 必히 읽어둘만한 著書라 하겠다.