

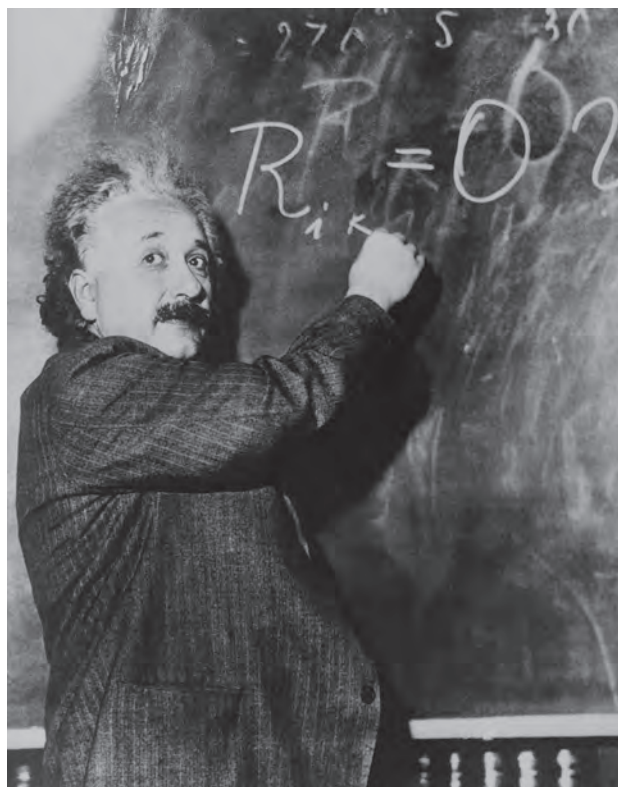
25

재무학에 대해 알게 된 것과 아직 모르는 것

이제 요약할 시간이다. 재무학의 가장 중요한 6가지 아이디어에 대해 간략히 살펴보면서 이 장을 시작하고자 한다.

물론, 여전히 해결해야 할 많은 퍼즐이 있다. 우리는 재무학에서 가장 중요한 해결되지 않은 9개의 문제를 열거할 것이다.

우리는 여러분에게 재무학의 핵심을 제공하려고 하였으나, 한 권의 책에서 알아야 할 모든 것을 배울 수 있다면 그것은 재미없는 주제일 것이다. 따라서, 상급 재무학 강좌에서 만나게 될 중요한 주제를 간단히 제시한다.



안타깝게도 아인슈타인은 재무학의 풀리지 않은 문제를 해결하려고 시도하지 않았다.

© Keystone-France/Gamma-Keystone/Getty Images

25.1 우리가 알게 된 것: 재무학에서 가장 중요한 여섯 가지 개념

재무학에서 가장 중요한 여섯 가지 개념은 무엇이라고 생각하는가? 다음은 저자들이 만든 목록이다.

순현재가치 (5장)

중고차의 가치를 알고 싶다면 중고차 시장에서 가격을 보면 된다. 유사하게 미래 현금흐름의 가치를 알고 싶다면 자본시장에서 호가되는 가격을 보면 된다. 시장에서는 미래 현금흐름에 대한 청구권이 거래된다. 보수를 많이 받는 투자은행가는 단지 현금흐름의 간접적인 딜러라는 것을 기억하라. 자본시장에서 지불해야 하는 것보다 싼 가격으로 주주를 위해 현금흐름을 살 수 있다면 이는 주주투자의 가치를 증가시키는 것이다.

이것이 순현재가치(NPV)의 단순한 아이디어이다. 투자안의 NPV를 계산하는 것은 투자안이 비용보다 더 가치가 있는가를 묻는 것이다. 투자안의 현금흐름에 대한 청구권이 투자자들에게 별도로 제공되고 자본시장에서 거래된다면, 그 현금흐름들이 얼마나 가치가 있는가를 계산하여 투자안의 가치를 추정한다.

이것이 미래 현금흐름을 기회자본비용, 즉 투자안과 같은 정도의 위험을 갖는 증권이 제공하는 기대수익률로 할인하여 NPV를 계산하는 이유이다. 잘 작동하는 자본시장에서는 동등한 위험을 갖는 모든 자산은 동일한 기대수익률을 제공하도록 가격이 결정된다. 현금흐름을 기회자본비용으로 할인하여, 투자자가 이 수익률을 벌 것으로 기대하는 가격을 계산한다.

대부분의 좋은 아이디어들처럼 순현재가치 기준은 명확하다. 이것이 얼마나 중요한 아이디어인지 주목하라. NPV기준은 아주 다양한 수준의 부와 위험에 대한 태도를 가진 많은 주주가 같은 기업에 참여하고 전문 경영자에게 운영을 위임할 수 있도록 한다. 그들은 경영자에게 하나의 단순한 지시만 내린다. 이는 “순현재가치를 극대화하라.”이다.

위험과 수익 (11장과 12장)

일부 사람들은 현대 재무학은 전부 자본자산가격결정모형에 대한 것이라고 말한다. 이것은 지나친 과장이다. 자본자산가격결정모형이 발명되지 않았다 하더라도 재무관리자에게 주는 우리의 충고는 본질적으로 동일한 것이다. 이 모형의 매력은 위험한 투자의 요구수익률을 생각할 방법을 제시한다는 것이다.

다시, 이것은 매력적인 간단한 아이디어이다. 두 종류의 위험이 있다. 분산투자하여 없앨 수 있는 위험과 없앨 수 없는 위험이다. 사람들이 관심 있는 위험은 없앨 수 없는 위험, 즉 분산불가능한 위험이다.

투자안의 분산 불가능한(nondiversifiable), 즉 시장 위험은 투자안의 가치가 이 경제에 속한 모든 자산의 총가치 변동에 의해 영향을 받는 정도로 측정할 수 있다. 이것을 투자안의 베타라고 한다. 자산의 요구수익률은 베타에 비례하여 증가한다.

많은 사람이 자본자산가격결정모형의 강한 가정에 대해 걱정하거나, 투자안의 베타를 추정하는 어려움에 관심이 있다. 사람들이 이것들을 걱정하는 것은 옳다. 어느 날, 우리는 지금보다 훨씬 좋은 이론을 개발해 낼지도 모르지만¹⁾ 좀 더 정교한 이론도 자본자산가격결정모형의 두 가지 중요한 아이디어를 포함할 것으로 확신한다.

- 투자자는 위험을 싫어하고 위험에 대한 보상으로 더 높은 수익을 요구한다.
- 중요한 위험은 투자자가 없앨 수 없는 위험이다.

1) 우리는 35년 동안 이것을 예측해왔다고 고백한다. 어느 날 우리가 옳다고 할 것이다.

효율적 자본시장 (7장)

세 번째 중요한 아이디어는 증권 가격이 이용 가능한 정보를 정확히 반영하고 새로운 정보가 이용 가능하게 되자마자 이에 신속히 반응한다는 것이다. 이 효율시장이론(efficient-market theory)은 “이용 가능한 정보”의 정의에 따라 세 범주로 나누어진다. 약형(또는 랜덤워크이론)은 가격이 과거의 가격에 담긴 모든 정보를 반영한다고 한다. 준강형은 가격이 공공연하게 이용 가능한 모든 정보를 반영한다고 한다. 그리고 강형은 가격이 얻을 수 있는 모든 정보를 반영한다고 주장한다.

효율적 시장의 아이디어를 오해하지 마라. 이 개념은 세금이나 비용이 없다고 말하지 않는다. 또한, 영리한 사람과 어리석은 사람이 없다고 말하는 것도 아니다. 투자자가 실수를 범하였다고 말하는 것도 아니다. 이것은 단순히 자본시장에서는 경쟁이 매우 심해 머니 머신이 만들어질 수 없으며, 증권 가격은 투자자가 이용 가능한 최선의 정보를 근거로 자산의 진정한 가치를 반영한다는 것을 의미하는가?

효율적 시장가설은 광범위하게 검증되었으며, 검증결과는 여러 가지 가격 “비정상(anomalies)” 또는 간단한 투자 전략으로 이익 기회가 발생하는 것으로 나타났다. 우리는 7장에서 이러한 이상 현상의 몇 가지 예를 보여주었다. 그러나 학술지에는 이제 수십 개 이상의 퍼즐이 가득하다. 이것은 투자자들이 몇몇의 가격결정 이상 현상(anomalies)과 단순한 투자전략으로 이익을 얻을 수 있는 기회들을 의미하는가?

불행히도 우리 모두에게 이 증거는 쉽게 벌 수 있는 돈으로 번역되지 않았다. 우수한 수익은 애매모호하며, 소수의 뮤추얼 펀드 관리자만이 일관성 있게 그러한 수익을 창출할 수 있었다. 실제 시장에서 비정상 수익률을 구현하는 것은 과거 수익 데이터베이스에서 이를 발견하는 것보다 훨씬 분명히 어렵다.

MM의 무관련 명제 (16장과 17장)

모딜리아니와 밀러(MM)의 무관련 명제는 자본조달정책이 투자자에게 가는 총현금흐름을 증가시키지 않는다면 자본조달 정책을 통하여 가치를 증가시킬 수 없다는 것을 의미한다. 단순히 같은 현금흐름을 다시 포장하는 자본조달결정은 가치를 증가시키지 못한다. 재무관리자는 종종 기업이 얼마나 빌려야 하는가를 묻는다. MM의 대답은 차입이 회사의 자산이 발생시키는 총현금흐름을 변화시키지 않는다면 기업가치에 영향을 주지 않는다고 말한다.

밀러와 모딜리아니는 배당정책이 현재와 미래 주주에게 가는 총현금흐름에 영향을 주지 않는다면 기업가치에 영향을 주지 않는다는 것을 보이기 위해 유사한 논리를 사용하였다. 투자와 차입이 고정된 경우, 회사가 배당금을 늘릴 수 있는 유일한 방법은 자사주 매입을 줄이거나 더 많은 주식을 발행하는 것이다. 둘 중 어느 경우든 기업은 단순히 오른쪽 주머니에 돈을 넣고 왼쪽 주머니의 돈을 빼가는 것이다.

동일한 아이디어가 역으로도 성립될 수 있다. 단순히 현금흐름을 나누는 것이 가치를 증가시키지 않는 것처럼 여러 현금흐름을 조합하는 것도 마찬가지이다. 이것은 두 회사 전체를 결합하여 총현금흐름을 증가시킬 수 없다면, 총가치를 증가시킬 수 없다는 것을 의미한다. 그러므로 단순히 다각화를 위한 합병은 이점이 없다.

이러한 관련성 없는 명제는 “가치 보존”의 한 형태로 생각할 수 있다. 단순히 두 회사를 합쳐서 가치를 올릴 수 없고 총 현금흐름을 여러 부분으로 분할하여, 예를 들어 부채와 자기자본 청구권으로 분할하여 가치를 창출할 수는 없다. 전체는 단지 부분의 합계이다.

옵션 이론 (23장)

일상 대화에서 우리는 자주 “옵션(option)”이란 말을 “선택(choice)” 또는 “대안 (alternative)”과 동의어로 사용한다. 이와 같이 우리는 어떤 사람이 여러 가지 옵션을 가지고 있다고 말한다. 재무학에서 옵션은 한정적으로 오늘 정해진 조건으로 미래에 거래할 기회를 말한다. 영리한 경영자는 흔히 내일 자산을 사거나 팔 수 있는 옵션에 대해 오늘 돈을 지불할 가치가 있다는 것을 안다.

10장과 23장에서 기업은 미래 유연성을 주는 자본투자안에 추가로 돈을 지불하려고 한다는 것을 보았다. 또한, 많은 증권이 회사나 투자자에게 옵션을 제공한다. 예를 들어, 전환사채는 소유자에게 채권을 주식으로 교환할 수 있는 옵션을 준다.

경영자는 과거보다 훨씬 더 많은 시간을 할애하여 옵션에 대해 검토한다. 이것은 부분적으로 경영자들이 위험을 제한하는 데 옵션을 더 많이 사용하기 때문이다. 또한, 경영자와 경제학자들은 많은 자산이 숨겨진 실물옵션을 포함하고 있다는 사실을 알게 되었다. 예를 들어, 투자안을 포기하고 잔존가치를 회수할 기회는 풋옵션이다.

옵션이 널리 이용된다면, 이것을 평가하는 방법을 아는 것이 중요하다. 최근 위대한 재무학 발전 중 하나가 블랙, 쇼츠, 그리고 머튼(Black, Scholes and Merton)이 만든 옵션 가격결정을 위한 공식이다. 23장에서 옵션가격결정의 요인을 간단히 살펴보았다.

대리인 이론

현대 주식회사는 경영자와 종업원, 주주, 채권자를 포함하는 많은 구성원이 있는 팀이다. 이 기업의 구성원들은 함께 일할 수 있도록 하기 위한 일련의 공식, 비공식 계약에 의해 함께 묶인다.

오랫동안 경제학자들은 모든 구성원이 공통된 목표를 위해 행동한다고 가정하였다. 그러나 지난 20년 동안 이해의 충돌이 있을 수 있다는 것과 기업들이 이러한 충돌을 어떻게 극복하려고 하는가에 대해 많이 알게 되었다. 이러한 아이디어를 집합적으로 대리인 이론(agency theory)이라 한다.

예를 들어, 기업의 주주와 경영자 사이의 관계를 고려하자. 주주(주인)는 경영자(그의 대리인)가 기업 가치를 극대화하기를 원한다. 경영자가 그렇게 하도록 장려하기 위해, 기업은 경영자의 보상과 그가 창출한 가치를 연결하려고 한다. 게다가, 주주의 이익을 지속적으로 소홀히 하는 경영자는 자신의 기업이 인수되고 쫓겨날 위협에 직면하게 된다.

비록 대리인 이론을 독립된 장으로 나누지는 않았지만, 이 이론은 다음 질문을 생각하는 데 도움이 된다.

- 기업가는 벤처캐피탈 투자자에게 자기 회사에 투자하라고 어떻게 설득할 수 있는가? (15장)
- 채권 계약에서 숨겨진 조건들의 근거는 무엇인가? (16장)
- 합병, 인수, 그리고 LBO는 단순히 다른 경쟁자를 “제거하려는” 시도인가? 또는 이것들이 기업가치를 극대화하려는 경영자의 유인을 변화시키는가? (21장)

이 여섯 가지 아이디어는 흥미 있는 이론인가 아니면 평범한 상식인가? 이들은 재무관리자의 업무의 기본업무로 지칭한다. 이 책을 읽고 이 아이디어들을 정말로 이해하고 응용하는 방법을 안다면, 많은 것을 배울 것이다.

25.2 우리가 아직 모르는 것: 재무학에서 해결되지 않은 아홉 가지 문제

모르는 것은 절대 없어지지 않기 때문에 재무학에서 우리가 모르는 것의 목록은 영원히 계속될 것이다. 여기 생산적인 연구를 하기에 적절하다고 생각되는 해결되지 않은 아홉 가지 문제가 있다.

투자안의 위험과 현재가치는 무엇이 결정하는가?

좋은 자본투자안은 양(+)의 NPV를 갖는 투자안이다. NPV를 계산하는 방법을 길게 이야기하였다. 어떻게 NPV를 계산하는지 어느 정도 설명하였지만, 10장에서 회사가 경쟁 우위를 가질 때 투자안이 양(+)의 NPV를 가진다고 설명한 것 말고는 양(+)의 NPV를 가지는 투자안을 찾는 방법에 대해서는 거의 이야기하지 않았다. 그러나 어떤 기업은 많은 수익을 올리는 반면 같은 산업에 속한 다른 기업은 그렇지 못한 이유는 무엇인가?

언제 우월한 수익률이 단지 황재인가, 이익인가, 그리고 언제 이러한 이익은 예상, 생성되고 계획될 수 있나? 그들의 원천은 무엇이며 경쟁에 의해 이익이 사라지기 전에 얼마나 오래 지속되는가? 이 중요한 질문에 대해서는 알려진 바가 거의 없다.

이와 관련된 문제가 있다. 왜 어떤 실물자산은 위험하고 다른 것은 상대적으로 안전한가? 12장에서 투자안의 베타가 다른 몇 가지 이유를 제안하였다. 예를 들어, 영업 레버리지의 차이 또는 투자안의 현금흐름이 국가 경제의 성과에 반응하는 정도 등이다. 이들은 유용한 실마리이지만, 아직 우리는 투자안의 베타를 추정하는 일반적인 방법을 알지 못한다. 그러므로 투자안의 위험을 평가하는 것은 아직 주로 육감과 경험(seat-of-the-pants)의 문제이다.

위험과 수익-우리가 무엇인가 놓치지 않았는가?

1848년 존 스튜어트 밀(John Stuart Mill)은 “다행히도 현재 또는 미래에 작가가 분명히 밝혀야 할 가치의 법칙은 더 이상 없다. 이 이론은 완전하다.”라고 썼다. 오늘날 경제학자들은 이것에 대해 그렇게 확신하지 못한다. 예를 들어, 자본자산가격결정모형은 자산의 가치에 대한 위험의 영향을 이해하는 데 크게 공헌하였으나, 통계적 및 이론적인 많은 수수께끼가 남아있다.

통계적인 문제는 자본자산가격결정모형을 최종적으로 증명 또는 반증하기 어렵기 때문에 발생한다. 저베타 주식의 평균 수익률은 너무 높고(즉, 자본자산가격결정모형이 예측하는 것보다 더 높다), 고베타 주식의 수익률은 너무 낮은 것으로 나타난다. 그러나 이것은 모형 그 자체가 아니라 검증이 이루어지는 방법과 관련된 문제일 수 있다.

우리는 또한 기대수익률이 기업규모와 주식의 장부가치 대 시장가치 비율과 관련된 것으로 보이는 수수께끼 같은 발견을 설명하였다. 물론, 이러한 발견들은 다시 반복될 것 같지 않은 우연한 일치일 수 있다. 그러나 우연한 일치가 아니라면, 자본자산가격결정모형은 진실의 전부가 아닐 수 있다. 아마도 기업규모와 장부가치-시장가치 비율은 베타와 함께 투자자가 요구하는 기대수익률을 정확히 결정하는 어떤 다른 변수 x 와 관련될 수 있다. 그러나 아직 변수 x 를 알 수 없고 그것이 중요하다는 것을 증명할 수 없다.

반면에 이론적 측면에서는 자본자산가격결정모형의 간단한 가정을 완화하려는 작업이 진행되고 있다. 여기 한 예가 있다. 당신이 좋은 와인을 좋아한다고 가정하자. 당신이 그랑 크뤼 샤토(grand cru chateau)의 지분을 사는 것은 개인적인 부의 많은 부분을 투자해야 하고 그 결과 상대적으로 분산되지 않은 포트폴리오를 갖게 된다고 해도 타당할 수 있다.

일반적으로 두 사람이 서로 다른 취향을 갖고 있다면, 서로 다른 포트폴리오를 갖는 것이 타당할 것이다. 당신은 와인 제조업에 투자하여 소비 수요를 헷지할 수 있는 반면, 다른 사람들은 배스킨라빈스(Baskin-Robbins)에 투자하는 것이 더 나을 수 있다. 자본 자산가격결정모형은 그러한 세계를 다룰 만큼 폭이 넓지 않다. 이 모형은 모든 투자자가 같은 취향을 가지고 있다고 가정한다. “헷지 동기”는 없고, 따라서 그들은 동일한 위험자산 포트폴리오를 갖는다.

머튼은 헷지 동기를 가질 수 있도록 자본자산가격결정모형을 확장하였다.²⁾ 매우 많은 투자자가 같은 것에 대해 헷지를 하려고 한다면, 이 모형은 더 복잡한 위험-수익 관계를 의미한다. 그러나, 아직 누가 무엇을 헷지하는가가 명확하지 않아서 이 모형은 검증하기 어렵게 남아있다. 이러한 추가 헷징 동기에 대한 풍부한 가능성을 고려할 때, 베타를 증가하는 많은 대체 위험 측정치가 있고, 단순한 자본자산가격결정모형에 대해 많은 잠재적 경쟁자들이 있다.

그 동안, 위험과 수익을 연결하는 불완전하지만 매우 유용한 방법인 CAPM을 인정해야 한다. 분산가능한 위험이 중요하지 않다는 이 모형의 가장 기본적인 메시지가 거의 모든 사람에게 받아들여진다는 것도 인식하라.

효율적 시장이론에 중요한 예외가 있는가?

효율적 시장이론은 매우 설득력 있으나, 완벽한 이론은 없다. 반드시 예외가 존재한다.

분명한 예외의 일부는 단순히 우연의 일치일 수 있다. 왜냐하면 연구자들이 주식 성과를 더 많이 연구할수록 더 많은 이상한 우연의 일치를 찾아낼 것 같다. 예를 들어, 초승달 전후의 일별 수익률은 보름달 주변의 수익률의 거의 두 배라는 증거가 있다.³⁾ 이것이 우연한 관계라는 것 외에 다른 것이 있다고 믿기는 어렵다. 이러한 관계에 대해 읽는 것은 재미있을 수 있으나, 심각한 투자자나 재무관리자의 관심거리는 아니다. 그러나 모든 예외가 그렇게 쉽게 간과될 수는 없다. 예를 들어, 기업공개 이후 몇 년간 기업의 주식은 상대적으로 성과가 저조한 것으로 보인다. 일부 학자는 이것이 주식시장이 비효율적이고 투자자들이 한결같이 기업공개에 대해 일관적으로 늦은 반응을 보이는 것을 의미한다고 믿는다. 물론, 투자자가 결코 실수를 저지르지 않을 것으로 기대할 수는 없다. 그들이 과거에 반응하는 데 늦었다면, 자신의 실수에서 교훈을 얻어서 미래에는 좀 더 효율적으로 주식 가격을 매길 것인가를 보는 것은 흥미로운 것이다.

일부 연구자들은 효율적 시장이론이 인간 행동의 중요한 특징을 무시한다고 믿는다. 예를 들어, 심리학자들은 사람들이 미래를 예측할 때 최근 사건을 지나치게 강조한다는 것을 안다. 우리는 아직 그러한 행동학적 관찰이 명백한 이상현상을 이해하는 데 어느 정도 도움이 될 것인가 알지 못한다.

1990년대 말 닷컴 붐 동안, 주가는 천문학적인 수준으로 상승하였다. 나스닥 종합주가 지수는 1995년 초부터 2000년 3월 최고치까지 580%나 상승하였다. 그리고 나서 거의 80%를 하락하였다. 아마도 그러한 극단적인 가격 움직임은 표준평가기법으로는 설명될 수 없다. 그렇지만, 어떤 이들은 투자자들이 비이성적 열광(irrational exuberance)의 소용돌이에 휩쓸리면서, 주가는 투기적 버블을 만들어 내기 쉽다는 주장도 있다. 이제 일부 투자자들이 과도하게 흥분하기 쉽다는 것은 맞지만, 왜 전문적인 투자자가 고평가된 주식에서 헤어나지 못하는가? 아마도 그들 자신의 돈이 걸려 있다면 그렇게 할 것이지만 성과를 측정하고 보상하는 방식 때문에 전문 투자자들도 일반 투자자들처럼 행동하게

2) R. Merton, "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model," *Econometrica* 41 (1973), pp. 867-887을 보라.

3) K. Yuan, L. Zheng, and Q. Zhu, "Are Investors Moonstruck? Lunar Phases and Stock Returns," *Journal of Empirical Finance* 13 (2006), pp. 1-23.

되는 것이 아닌가 생각된다.

이것들은 중요한 질문들이다. 자산 가격이 때때로 미래 현금흐름을 할인한 값에서 벗어나는 이유를 충분히 이해하려면 훨씬 많은 연구가 필요하다.

경영진은 부외부채(off-balance-sheet liabilities)인가?

7장에서 우리는 기업의 시장가치가 기업이 관심을 가지는 값인 내재가치와 같아야 한다고 주장했다. 하지만 때로는 가격이 내재가치와 같지 않은 것처럼 보인다. 예를 들어, 폐쇄형 펀드의 유일한 자산은 보통주 포트폴리오이다. 내재 가치는 여기에서 쉽게 관찰할 수 있어야 하지만, 폐쇄형 펀드 주식은 종종 펀드 포트폴리오의 가치보다 낮은 가격에 판매된다. 다른 예들이 많다. 예를 들어, 부동산 주식은 종종 회사의 순자산의 시장 가치보다 낮은 가격으로 판매되는 것으로 보인다. 1980년대 초 많은 석유 대기업의 시장 가치는 석유 매장량의 시장 가치보다 낮았다. 애널리스트들은 텍사스 서부 지역보다 월가에서 석유를 더 싸게 구입할 수 있다고 농담했다.

이 예들은 기업의 시장 가치와 기초 자산의 가치를 비교하는 것이 상대적으로 쉬운 경우이다. 이러한 사례는 빙산의 일각일 수 있으며 가치가 더 어려운 다른 기업에서도 유사한 불일치가 널리 퍼져 있을 수 있다. 그렇다면, 빙산의 일각이 뜨거운 감자가 될 수 있다.

우리는 기업이 자산의 시장 가치보다 낮은 가격으로 판매될 수 있는 이유를 이해하지 못한다. 한 가지 가능성은 시장 가치와 자산 가치 사이의 차이가 경영의 가치를 반영하는 것일 수 있다. 물론, 시장 가치가 자산 가치보다 작은 경우, 시장은 경영자의 부가가치를 음(-)으로 간주하는 것으로 보인다. 따라서 이는 경영진이 부외부채가 될 수 있다고 제안하는 이유이다. 아마도 투자자들은 경영자가 자신의 이익이나 자신이 좋아하는 프로젝트를 위해 기업의 현금흐름을 너무 많이 뽑아낼 것을 우려할 수 있다. 물론, 경영자는 회사에 자신의 인적 자본을 투입하고 그 개인적인 투자에 대한 합리적인 수익을 기대한다. 대부분이 기업들, 경영자와 직원은 주주 및 채권자의 금융 자본-내부자들의 인적 자본과 외부 투자자들의 금융 자본-을 공동으로 투자한다. 지금까지, 우리는 이 공동 투자가 어떻게 작동하는지 거의 알지 못한다.

자본구조를 어떻게 설명할 수 있는가?

모딜리아니와 밀러의 자본구조에 대한 논문은 기업가치는 실물 변수, 즉 회사가 생산하는 상품과 부과한 가격, 부담하는 비용에 달려있다고 강조한다. 자본조달결정은 단지 현금흐름을 투자자에게 배분하기 위한 포장 방법에만 영향을 준다. 포장 안에 들어가는 것이 포장 그 자체보다 중요하다.

기업이 얼마나 빌리는가는 정말 중요하지 않은가? 이것이 중요할 수 있는 몇 가지 이유가 있다. 한 가지 가능성은 세금이다. 부채는 법인세 절약효과가 있다. 이 절세효과는 투자자가 부채이자에 대해 지급해야 하는 모든 추가적인 개인세금 이상을 보상한다. 아마도 경영자는 잠재적인 파산비용에 관심이 있을 것이다. 아마도 자본구조의 차이는 성장 기회의 상대적인 중요성의 차이를 반영할 수도 있다. 지금까지, 이러한 가능성은 어느 것도 관련성이 증명되거나 확실히 배제되지 않았다.

이 문제의 결론은 우리가 여전히 납득할 만한 일관성 있는 자본구조 이론을 가지고 있지 못하다는 것이다. 이것은 이 주제에 대한 논쟁이 부족하기 때문은 아니다. 아마도 우리는 너무 많이 묻고 있다. 수천 개 기업의 부채와 자기자본에 대한 선택에서 도출된 모든 것을 설명할 수 있는 유일한 이론은 없을 것이다.

배당 논쟁을 어떻게 해결할 수 있는가?

배당 논쟁을 해결하지 못한 채 17장 전부를 배당정책에 할애하였다. 많은 사람이 배당은 좋은 것이라고 믿는다. 또 다른 사람들은 배당이 나쁜 것이며 자사주매입이 좋은 것이라고 믿는다. 여전히 또 다른 사람들은 기업의 투자결정이 영향을 받지 않은 한 배당 결정은 거의 관련이 없다고 믿는다. 충분하지 않다면, 우리는 대개 중간적인 관점을 갖지만, 그것에 대해 독단적일 수 없다.

아마도 문제는 우리가 잘못된 질문을 하고 있다는 것이다. 배당이 좋은지 나쁜지를 묻는 대신 아마도 언제 높은 배당금 또는 낮은 배당금을 지급하는 것이 합리적일지 물어야 할 수도 있다. 투자 기회가 적은 성숙한 기업의 투자자는 높은 배당금 지급으로 부과되는 재무 규율을 환영할 수도 있으나, 반면에 젊은 기업 또는 현금잉여가 많은 기업의 경우 자사주매입의 세금 우위가 더 큰 영향을 줄 수 있다.

회사가 현금을 분배하는 방식은 지난 수십 년 동안 바뀌었다. 점점 더 많은 회사가 배당금을 지급하지 않은 반면, 자사주매입의 규모가 커졌다. 이는 많은 투자기회를 가진 소규모 고성장 기업의 비율이 증가한 것을 부분적으로 반영할 수 있지만, 완전한 설명이 되지는 않는다. 배당정책의 이러한 변화에 대한 이해는 해당 정책이 기업가치에 어떻게 영향을 미치는지 이해하는 데 도움이 될 수 있다.

합병의 파도를 어떻게 설명할 수 있는가?

두 기업이 합병을 원하는 이유는 많이 있을 수 있다. 특정한 합병 하나만 본다면 그 합병이 타당한 이유를 생각해 내는 것이 가능하다. 그러나 그렇게 되면 합병 하나하나마다 특정한 가설이 만들어질 것이다. 우리가 필요한 것은 합병의 파도를 설명할 일반적인 가설이다. 예를 들어, 2002년에는 아무도 합병을 하는 것 같지 않다가, 5년 후에는 모든 사람이 합병을 하는 것 같다. 왜 그런가?

우리는 재무적 유행의 다른 예를 생각할 수 있다. 예를 들어, 때때로 끝없는 투기적 신주발행과 이것에 대한 끝없는 수요가 있는 것처럼 보이는 활발한 신주 발행 시기가 있다. 최근에 경제학자들은 투기적 거품의 새로운 이론을 개발하고 있다. 아마도 그러한 이론이 불가사의한 재무적 유행을 설명하는 데 도움이 될 것이다.

유동성의 가치는 얼마인가?

재정증권과 달리 현금에 이자를 지급하지 않는다. 한편, 현금에 재정증권보다 더 큰 유동성을 제공한다. 현금을 많이 보유할수록 이 유동성의 가치는 줄어든다. 보유 자산 중 현금비중이 낮을 때, 약간의 추가 현금도 매우 유용할 수 있다. 상당히 많은 현금을 가지고 있을 때는 추가 유동성은 크게 가치가 없다. 불행히도 우리는 실제로 현금의 유동성 서비스를 어떻게 평가할 것인가를 이해하지 못한다. 따라서, 우리는 얼마만큼의 현금이 충분한지, 그리고 기업이 이를 빠르게 조달할 수 있어야 하는지 말하기 어렵다. 운전자본 관리를 논의한 장에서 우리는 주로 “충분한” 유동성을 확보해야 한다고 공허하게 말하는 것으로 이러한 문제를 회피했다.

유동성에 대한 더 나은 지식은 회사채가 어떻게 평가되는가를 이해하는 데 도움이 될 것이다. 이미 우리는 회사채가 국채보다 낮은 가격으로 팔리는 이유의 일부를 알고 있다. 회사채는 위험하다. 하지만, 하위등급 회사채와 국채의 가격 차이는 너무 커서 기업의 채무불이행 가능성만으로는 설명될 수 없다. 가격 차이는 부분적으로 회사채가 국채보다 유동성이 떨어지기 때문으로 보인다. 그러나 유동성의 차이를 어떻게 평가할 것인가를 알 때까지는 정말로 그 이상은 말할 수 없다.

투자자들은 어떤 시점에는 다른 시점보다 유동성을 훨씬 높게 평가하는 것 같다. 유동

성이 갑자기 고갈되면, 기업은 차입하기가 매우 어렵다는 것을 알게 된다. 이는 투자자들이 비우량 모기지시장에서 채무불이행률이 높아지는 것을 우려하게 된 때인 2007~2009년의 금융위기 동안 나타났다. 이러한 모기지대출을 실행한 많은 은행은 이를 재포장하여 미국과 해외 금융기관들에 유통시켰다. 음악이 멈추기 시작하자, 아무도 누가 이 패키지를 갖고 있는지를 확신하지 못했다.

달러들은 점차 채권을 사거나 파는 가격을 고시하는 것을 꺼리게 되었고, 은행은 서로 빌려주는 것을 경계하게 되었다. 연초에 연방은행 목표 이자율보다 0.1% 높은 금리에 빌릴 수 있었던 은행들은 이제 4%의 스프레드를 지불해야 한다는 것을 알게 되었다.

금융 시스템이 위기에 처하기 쉬운 이유는 무엇인가?

금융 시장은 대부분 잘 작동하지만, 때때로 우리는 시장이 왜 멈추거나 막히는지 그 이유를 이해하지 못하며, 이에 대해 관리자가 어떻게 반응해야 하는지 상대적으로 적은 조언밖에는 할 수 없다.

2007년에 시작된 위기는 금융시스템의 취약성에 대한 반갑지 않은 생각을 불러 일으켰다. 순간 모든 것이 잘되는 것 같았다가 다음 순간에 시장이 붕괴되고 은행이 파산하고, 그리고 얼마 지나지 않아 경제는 침체 상태에 있다. 우리는 주요 금융 위기가 종종 신용 호황과 자산 가격 거품에 의해 시작된다는 것을 알고 있다. 거품이 터지면, 주택 가격과 주가는 종종 급격히 하락하고, 종종 깊은 불황이 뒤따른다. 이러한 금융 위기에 대한 이해는 제한적이다. 원인을 발생시키는 것이 무엇이고, 원인을 예방할 수 있는 방법과 발생 시 관리 방법을 알아야 한다. 위기 예방은 훌륭한 관리 시스템, 잘 구성된 보상 체계, 그리고 효율적인 위험 관리를 결합해야 한다.

금융 위기를 이해하는 것은 앞으로 몇 년 동안 경제학자와 금융 규제 기관의 몫이 될 것이다. 다음 위기가 오기 전에 최근의 마지막 위기에 대해 이해할 수 있기를 기대하자.

이것으로 해결되지 않은 문제의 목록을 마친다. 우리가 생각하는 가장 중요한 9가지를 제시했다. 더 흥미롭고 도전적인 다른 것들이 있다면, 반드시 자신의 목록을 구성하고 그것에 대해 생각해 보라.

25.3 마무리하는 말

우리는 이 장의 제목을 “우리가 재무학에 대해 알게 된 것과 아직 모르는 것”이라고 붙였다. 우리는 다소 겸손하게 세 번째 절을 추가해야 할 것 같다. “우리가 재무학에 대해 알지만 말하지 않은 것”. 결국, 이 책은 재무학의 입문서이고 우리가 단지 맛보기만 한 많은 주제가 있다. 여기 세 가지 예가 있다.

- 투자결정은 항상 자금조달에 부수효과를 가져온다. 모든 돈은 어떻게든 조달되어야 한다. 때때로 이러한 부수효과는 중요하다. 예를 들어, 투자안으로 말미암아 기업이 더 많은 부채를 발행할 수 있다면 이는 가치 있는 절세효과를 가져온다. 새로운 투자안을 평가할 때 이런 자본조달 부수효과를 어떻게 고려할 것인가? 우리는 이 주제를 13장에서 가중평균 자본비용을 계산하는 방법을 보일 때 잠깐 언급하였으나, 투자안 평가에서 자금조달의 부수효과를 어떻게 고려할 것인가에 대해 많은 연구가 있다.
- 우리는 14장에서 회사가 돈을 조달하기 위해 팔 수 있는 다양한 청구권을 강조하였다. 우리는 주요 청구권들을 설명하였으나, 우리가 크게 무시한 다른 것들이 있다. 리스가 한 예이다. 회사는 자산을 매입하기보다는 리스를 한다. 왜냐하면, 이것이 편리하고, 어떤 환경에서는 세금 혜택이 있기 때문이다. 현재 리스를 평가하는 많은 방법이 알려져 있다.

- 대기업의 경리담당자는 환율과 이자율, 상품 가격의 변동에 대해 걱정한다. 경영자가 이러한 위험에 대해 헷지하는 것을 돕도록 옵션과 선물, 선도계약, 스왑을 포함한 다양한 수단이 발명되었다. 재무학의 많은 최우수 두뇌들이 이러한 새로운 도구들을 고안하고 평가해왔다. 우리는 단지 옵션 평가 문제를 다루었고 선물을 평가하는 것에 대해서는 전혀 언급하지 않았다. 이는 흥미진진한 분야이며, 이에 대해 더 많은 것을 배울 수 있는 책과 논문은 부족하지 않다.

이 소개를 통해 매력적인 재무학에 더 깊이 빠져들기를 희망한다.

연습문제 QUESTIONS AND PROBLEMS

여러분이 여기까지 왔다면 이제 잠시 쉴 자격이 있다. 따라서 우리는 이 장의 끝에 심각한 문제를 전혀 제시하지 않았다. 대신 “Trivial Pursuit” 퀴즈를 포함한다. 재무학의 명인이 되는 데는 답을 꼭 알 필요는 없다. 또한, 대부분은 이전 장에서 찾을 수 있다. 그러나 이들은 멋진 디너 파티에서 친구들에게 깊은 인상을 주는 데 도움이 될 것이다.

1. 다음 나라 화폐 중 다른 하나는 무엇인가? [10점]

- 호주
- 말레이시아
- 홍콩
- 뉴질랜드
- 싱가포르
- 대만
- 미국

2. 다음 나라 화폐의 공통점은 무엇인가? [10점]

- 에스토니아
- 핀란드
- 아일랜드
- 그리스
- 포르투갈

3. 국채는 다양한 이름으로 알려졌다. 어떤 나라에서 다음 국채를 발행하는가? [각 2점]

- Bunds
- JGBs
- Gilts
- OATs
- Tesobonos

4. 다음 각 지수는 각 나라의 주식시장 성과를 측정한다. 어느 나라인가? [각 2점]

- CAC Index
- DAX Index
- FTSE Index
- Hang Seng Index

- Nikkei Index

5. 각 선물시장이 위치하고 있는 도시는? [각 2점]

- CME
- SHFE
- LME
- NYMEX
- TFX

6. 회사 이름은? [각 2.5점]

- 세계 최대 보험사 중 하나인 이 기업은 신용부도스왑의 손실을 충당하기 위해 미국 정부로부터 \$800억 이상의 긴급 대출을 요구했다.
- 2007년 이 영국은행의 예금자는 돈을 찾으려고 지점마다 장사진을 쳤다.
- 이 전직 투자 은행 대기업은 2008년 9월 파산 신청을 했다. 당시 미국 사상 최대 규모의 파산이었다.
- 이 은행은 2008년 9월에 10일 동안의 은행 운영 후 문을 닫았다. 이는 미국 역사상 가장 큰 은행 파산이다.

7. 두 합병기업을 짝지어라. [각 2점]

인수기업	피인수기업
Vodafone	Warner Lambert
Citicorp	Travelers Group
Anheuser-Busch	Time Warner
Pfizer	SAB Miller
AOL	Mannesman

8. 다음 은행은 어느 나라에 속하는가? [각 2점]

- ICICI
- BBVA
- Sberbank
- Bank of Communications (BoCom)
- Mizuho Bank

9. 어느 주에서 주요 미국 주식회사가 보통 설립되는가? [10점]

- 앨라바마
- 캘리포니아
- 델라웨어
- 일리노이
- 메릴랜드

10. 다른 것 하나를 골라내시오. [10점]

- 버티플라이
- 단주
- 스트래틀
- 버티컬 스프레드

11. 다음 약자가 의미하는 것은? [각 2점]

- CFTC

- FDIC
- PCAOB
- FSOC
- SEC

12. 다른 것 하나를 골라내시오. [10점]

- 델타 항공
- 유나이티드 항공
- 알래스카 항공
- 아메리칸 항공
- 유에스 항공

13. 다음 사건을 날짜와 연결하십시오. [각 2점]

- | | |
|----------|---|
| • 1963 • | • 첫 번째 금융 선물계약이 시카고에서 거래되었다. |
| • 1972 • | • 첫 번째 스왑이 (세계은행과 IBM 사이에) 체결되었다. |
| • 1973 • | • 첫 번째 유로본드가 (이탈리아 회사 Autostrade에 의해) 처음 발행되었다. |
| • 1981 • | • 미국에서 옵션시장이 처음으로 설립되었다. |
| • 1997 • | • 미국 재무부가 물가연동채권을 처음으로 발행하였다. |

14. 다음 아시아 국가와 그 나라 통화를 연결하십시오. [각 2점]

- | | |
|---------|------|
| • 중국 • | • 바트 |
| • 한국 • | • 동 |
| • 미얀마 • | • 차트 |
| • 태국 • | • 원 |
| • 베트남 • | • 위안 |

15. 어느 해에 미국 주식시장이 43% 하락하였는가? [10점]

- 1931
- 1939
- 1987

16. 뉴욕증권거래소의 브로커는 자주 주식을 애칭으로 부른다. 다음 애칭은 어떤 주식을 말하는가? [각 2점]

- LUV
- RIG
- HOG
- BID
- ZEUS

17. 다음 각 조직은 거래에서 큰 손실을 입었다. 각 회사와 손실의 주요 원인을 연결하십시오. [각 2점]

- | | | |
|------------------------|---|-------------|
| • Barings | • | • 구리 선물 |
| • Metallgesellschaft | • | • 닷케이 지수 선물 |
| • Allied Irish Bank | • | • 원유 선물 |
| • Procter & Gamble | • | • 통화 |
| • Sumitomo Corporation | • | • 스왑 |

18. 다음 재무학 교수들의 공통점은 무엇인가? [10점]

- Harry Markowitz
- Merton Miller
- William Sharpe
- Eugene Fama
- Robert Shiller
- Robert Merton
- Myron Scholes

19. 다음 개인과 인용문을 연결하십시오. [각 2점]

- | | |
|-----------------------|---|
| • Gordon Gekko | • a. “음악이 멈출 때... 일이 복잡해질 것이다. 하지만 음악이 재생되는 한 일어나서 춤을 추어야 한다. 우리는 여전히 춤을 추고 있다.” |
| • Charles Prince | • b. “고객의 요트는 어디에 있는가?” |
| • John Maynard Keynes | • c. “국가의 기본적인 상황이 건전하다고 믿어서... 나와 내 아들은 미래를 위해 건전한 보통주를 구매하고 있다.” |
| • John D. Rockefeller | • d. 주식 시장은 “말하자면 Snap, Old Maid, Musical Chairs의 게임이다. 그가 Snap을 너무 빨리도 너무 늦게도 말하지 않고 게임이 끝나기 전에 이웃에게 Old Maid를 전달하는 사람, 음악이 멈추면 의자를 스스로 확보하는 사람이 승리자이다.” |
| • Fred Schwed | • e. “탐욕은 좋은 것이다.” |

20. 국제적으로 발행된 채권은 자주 별명으로 불린다. 예를 들어, 남동 아시아에서 발행된 채권을 “dragon bond”라고 한다. 다음 나라의 채권시장에서 외국 기업이 발행한 채권을 무엇이라고 하는가? [각 2점]

- 일본
- 네덜란드
- 스페인
- 영국
- 미국

연습문제 해답 ANSWERS TO QUIZ

1. 말레이시아 통화는 링기트이다. 다른 통화는 각각 달러라고 한다.
2. 이들은 모두 유럽통화기구(EMU)의 일원이며, 따라서 모두 유로화를 사용한다.
3. Bunds = 독일
JGBs (Japanese Government Bonds) = 일본
Gilts = 영국
OATs (Obligations Assimilables du Trésor) = 프랑스
Tesobonos = 멕시코

4. CAC Index = 프랑스
DAX Index = 독일
FTSE Index = 영국
Hang Seng Index = 홍콩
Nikkei Index = 일본
5. CME (Chicago Mercantile Exchange) = 시카고
SHFE (Shanghai Futures Exchange) = 상하이
LME (London Metal Exchange) = 런던
NYMEX (New York Mercantile Exchange) = 뉴욕
TFX (Tokyo Financial Exchange) = 도쿄
6. a. AIG
b. Northern Rock
c. Lehman Brothers
d. Washington Mutual
7.

인수기업	피인수기업
Vodafone	Warner Lambert
Citicorp	Travelers Group
Anheuser-Busch	Time Warner
Pfizer	SAB Miller
AOL	Mannesman
8. ICICI = 인도
BBVA = 스페인
Sberbank = 러시아
Bank of Communications = 중국
Mizuho Bank = 일본
9. 텔라웨어
10. “단주”는 100주 미만으로 사고파는 주문을 말한다. 다른 용어는 모두 옵션의 조합을 말한다.
11. CFTC = Commodity Futures Trading Commission
FDIC = Federal Deposit Insurance Corporation
PCAOB = Public Company Accounting Oversight Board
FSOC = Financial Stability Oversight Council
SEC = Securities and Exchange Commission
12. 알래스카 항공은 파산법 11장의 파산 절차를 통하지 않은 유일한 항공사이다.
13. 1963 첫 번째 유로본드가 (이탈리아 회사 Autostrade에 의해) 처음 발행되었다.
1972 첫 번째 금융 선물계약이 시카고에서 거래되었다.
1973 미국에서 옵션시장이 처음으로 설립되었다.
1981 첫 번째 스왑이 (세계은행과 IBM 사이에) 체결되었다.
1997 미국 재무부가 물가연동채권을 처음으로 발행하였다.
14. 중국 = 위안

한국 = 원
 미얀마 = 차트
 태국 = 바트
 베트남 = 동

15. 1931

16. LUV = Southwest Airlines
 RIG = Transocean
 HOG = Harley-Davidson
 BID = Sotheby's
 ZEUS = Olympic Steel

17. Barings 니케이 지수 선물
 Metallgesellschaft 원유 선물
 Allied Irish Bank 통화
 Procter & Gamble 스왑
 Sumitomo Corporation 구리 선물

18. 모두 재무경제학에 대한 공헌으로 노벨상을 받았다.

19. Gordon Gekko (영화 Wall Street 에서) = e
 Charles Prince (2007년 Citigroup의 CEO가 은행의 레버리지 대출이 왜 그렇게 빠르게 확장되고 있는지에 대해 언급) = a
 John Maynard Keynes (The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936의 저서로) = d
 John D. Rockefeller (1929년 대공황 시작에) = c
 Fred Schwed (1940년 이 제목의 책에서) = b

20. 일본 = Samurai bond
 네덜란드 = Rembrandt bond
 스페인 = Matador bond
 영국 = Bulldog bond
 미국 = Yankee bond

당신이 얻은 점수:

0~50	노력하고 있다
51~80	나쁘지 않다
81~120	아마도 투자 은행가가 될 것 같다.
121~160	아마도 이미 투자 은행가일 것이다.
161~200	아마도 부정행위를 했을 것이다.