
인플레이션이 기업의 투자 및 자금조달 의사결정에 미치는 영향

김광수

강원대학교 경영대 교수

kjkim@kangwon.ac.kr

이유

강원대학교 경영대 교수

yuyi@kangwon.ac.kr

거시경제적관점에서 보면 인플레이션이 유형자산 소유자들의 자산배분을 유리하게 변동시키고 채무자의 부채 경감효과도 아울러 가져올 수 있다고 보는 시각이 지배적이다. 그러나 만약 전체 경제와 관련된 일반론적 사고가 각 개별기업에 적용된다면 거시적 관점에서 기대되는 효과가 그대로 나타날 지에 대해서는 아직 충분히 검증되어 있지 않다.

따라서 본 연구에서는 인플레이션이 투자 및 자금조달결정에 어떤 영향을 미치고, 이 과정에서 어떤 변수들이 작용하고 고려되어야 하는지에 대하여 살펴보고자 한다.

<색인어> 인플레이션, 투자, 자금조달

I. 머리말

인플레이션이 투자 및 자금조달과 같은 재무적 활동에 미치는 영향을 고찰할 때, 가장 중요하게 대두되는 문제는 일반적 물가상승이 화폐가치 하락 때문에 유형자산 소유자 또는 채무자에게 언제나 유리하게 작용할 것인가 하는 것이다.

실제로 거시경제적 관점에서 보면 인플레이션이 유형자산소유자들의 자산배분을유리하게 변동시키고[1] 채무자의 부채 경감효과도 아울러 가져올 수 있다 [2]고 보는 시각이 지배적이다.

이러한 견해는 주로 유형자산 소유자 또는 채무자로서의 기업에서 일방적 물가상승 시에 채무이득이 발생할 것이라는 데에서 비롯된 것이다. 그러나 만약 이렇게 지극히 일반적이고 동시에 전체 경제와 관련된 일반론적 사고가 각 개별기업에 적용된다면 과연 거시적 관점에서 기대되는 효과가 그대로 나타날 수 있을지에 대해서는 아직 충분히 검증되어 있지 않다.

따라서 본 연구에서는 인플레이션이 투자 및 자금조달결정에 어떤 영향을 미치고, 이 과정에서 어떤 변수들이 작용하고 고려되어야 하는지에 대하여 살펴보고자 한다.

II. 물가상승과 채무이득

화폐의 구매력은 일반적 물가상승 시에 감소된다. 화폐의 실질가치가 하락하면 채권자는 손실을 입게 되고 이에 반하여 채무자는 이득을 얻게 된다. 왜냐하면 채무자는 시간이 경과하면서 구매력이 감소된 화폐로 부채를 상환할 수 있기 때문이다.

실제로 물가상승은 명목적 부채의 실질적 가치를 감축시킨다. 따라서 순화폐 채무자는 보다 낮은 실질가치의 화폐액으로 상환하고 순화폐 채권자는 보다 낮은 실질가치의 화폐액으로 반환 받는다는 생각을 가질 수 있다.[3]

이 논리에 의하면, 명목적 채무가 존재하는 경우, 화폐가치하락은 자동적으로 채무이득을 발생시킨다. 즉, 채무자는 채권자가 구매력에서 상실한 것을 얻게 된다. 이 때문에 일반적 물가상승 시에는 자금조달에서 타인자본을 선호하는 사람이 기업이익의 관점에서 적합하게 행동하는 것이라고 할 수 있다. 그러나 이 견해에 대해서는 다음과 같은 비판이 야기될 수 있다.

먼저 원칙상의 의문이 제기된다. 물가상승 시 채권자는 거의 확실하게 구매력 손실을 입게 되기 때문에 채무자가 채무이득을 계상하는 것이 과연 정당한 것인가 하는 것이다. 타인자본으로 인하여 발생하는 채무이득은 인플레이션 시에 그 기간의 물가상승률과 타인자본잔액을 요소로 하여 계산된다. 그러므로 채무이득은 화폐의 구매력 감소의 함수이다. 만약 채무이득이 실제로 이러한 형태로 나타난다면, 이는

투자안 들의 수익성 평가에서 계산되어야 할 것이다.

그러나 이는 현금유입이 산출된 이익만큼 증가될 때에 한하여 행해질 수 있는 것이다.[4] 하나의 예를 통하여 구체적으로 살펴보기로 한다.

어떤 투자자가 t_0 시점에서 주식을 무이자부[5] 차입금을 가지고 투자목적으로 1억 원에 매입하였는데 t_1 시점에서 이를 모두 9천만 원으로 다시 매각하였다고 한다. 이 거래로 다음의 현금흐름이 발생할 것이다.

차입금조달 t_0	+ 1억 원
투자유출액(주식매입) t_0	- 1억 원
주식매각유입액 t_0	+ 9,000만원
차입금상환 t_0	- 1억 원
<hr/>	
현금흐름 과부족액 t_1	- 1,000만원

만약 이 기간에서 물가상승률이 20%라고 간주할 때 계산상으로 결정되는 채무이득 2천만 원(=0.2 · 1억 원)이 투자안의 수익성평가에서 함께 고려된다면, 다음과 같이 계산될 것이다.

차입금조달 t_0	+ 1억 원
투자유출액(주식매입) t_0	- 1억 원
주식매각유입액 t_1	+ 9,000만원
차입금자본의 가치저하로 인한 인플레이이익(채무이득) t_1	+ 2,000만원
차입금상환 t_1	- 1억 원
<hr/>	
현금흐름 잉여금 t_1	+ 1,000만원

불리한 투자에서 놀라운 방법으로 유리한 투자가 되었다. 이 결과는 현금흐름이 변화되지 않았음에도 불구하고 도출되었다. 따라서 계산상 발생하는 잉여금 + 1,000 만 원은 실제의 이익이 아니다. 물론 이를 이익으로 산정하는 것은 그릇된 것이다. 왜냐하면 채무자는 이 기간의 거래에서 화폐가치하락과 채권자손실에도 불구하고 실제로 손실을 입었기 때문이다.

이제 손실이 아마도 화폐가치 하락율만큼 높아졌을지도 모른다고 말할 수도 있다. 이에 관한 한, 채무이익이회피된 추가적 손실에서 발생할 지 모른다. 그러나 여기에서도 투자결정에서 관건이 될 수 있는 실제적 현금흐름이 나타나지 않는다. 이러한 투자는 일반적 물가상승 시에 다수의 투자자들이 매력적인 것으로 생각하지 않는다고 간주되었기 때문에 화폐가치 하락으로 인해 손실이 발생한다고 반대로 생각될 수도 있다. 따라서 화폐가치가 하락하지 않았더라면, 심지어 이익이 실제로 발생했을 것이라고 생각할 수도 있다.

이 가정들은 재무적 수익성의 각 평가원리가 오직 개별적 현금흐름들에 근거를 두고 있다는 모든 가설들에 대하여 반론을 야기시킬 것이다. 이는 원칙상 상이한 두 시점의 현금잔액들이 비교될 수 있다는 것을 의미한다.[6] 일반적 물가상승이 발생하고 그래서 채권자가 그의 화폐에서 구매력손실을 입게 된다는 이유만으로, 경우에 따라서는 현금이 유입되지 않는 ""이익""을 채무자에게 직접적으로 계산하도록 하는 것이 과연 정당한 것인가?

이러한 관점들을 고려함으로써 보다 나은 결론들을 도출할 수 있다. 즉, 다음과 같은 질문이 제기될 수 있다. 재무계획에서 본래 유입잉여금에 침전되어 있는 ""가치하락이익""에 관한 이익들이 고려되지 않는가? - 따라서 추가로 고려되는 경우, 이중계산이 행해지는 것이 아닌가?

이 질문에 대답하기 위하여 채무이익의 현상에 대하여 널리 인용되는 정의를 보다 상세히 살펴볼 필요가 있다.

“인플레이션이 진행되는 동안 일정액의 화폐를 사용하여 일반적으로 점점 더 적은 양의 재화와 서비스를 취득할 수 있다. 따라서 화폐 소유자는 인플레이션의 결과로서 일반구매력을 상실한다. 미래에 수취될 것으로 기대되는 화폐액은 단지 인플레이션의 결과로서 일반 구매력의 금액이 감소되어 나타난다. 이와 유사하게 미래에 지급될 일정금액의 화폐는 인플레이션 발생시에 감소된 일반 구매력의 화폐로 지급될 것이기 때문에 지급부담이 더 적어진다.”[7]

이 정의는 가치하락이익 내지 손실의 성격을 명백히 밝혀주고 있다. 물가상승의 척도로서 간주되는 일반지수가 변화하면, 인플레이션의 결과로 반드시 가치하락손익이 나타난다. 어디에서도 현금흐름의 발생이 요구되지 않는다. 이보다는 오히려 채무이익은 오로지 일반적 물가상승 시에만 발생할 수 있고 현금흐름으로 표출되지 않기 때문에 추가적으로 계산되어야 한다고 생각하는 사람들이 많다. 그래서 채무이익을 특별히 추가적으로 결정하고 이를 잉여금 결정에 포함시킬 것을 권고하고

있다.

“화폐성 항목들에서의 일반물가수준 이익은 일반물가수준에서의 변동에 기인하여 발생하고 그리고 현금수지와 같은 후속사상들이 발생하지 않는다. 따라서 …………… 이들 손익은 일반물가수준이 변동한 기간의 순이익부분으로서 인식되어야 할 것이다.”[8]

채무이득을 결정할 때 권고되는 기법은 (주식매입의) 상기 예에서 설명된 기법과 일치한다. 두 경우에서 부채의 가치하락으로 인한 양(+)의 채무적 기여액이 소득계산 또는 자금조달 계산에서 모두 고려되고 있다.

그러나 이 처리방식은 잘못된 것이다. 경제적 활동들에 기인한 성과는 어떤 시점에서든지 현금잉여금에 침전되어야 한다. 왜냐하면 이는 채무적 자금의 흐름을 전제로 하기 때문이다. 성과가 일반적으로 현금으로 표현되어야 한다면, 물가상승 시에 화폐의 구매력손실에 기인한 성과도 어떤 시점에서든지 현금흐름 잉여금에서 표현되어야 한다. 그렇지 않다면 이 성과는 존재하지 않을 것이다. 그럼에도 불구하고 채무적 수익성의 결정에 기여하는 계산법들에서 이루어지는 가치하락손익의 결정 및 계산은 이 원리를 위배하고 있다.

따라서 물가상승 시에 채무적 수익성을 측정하고자 하는 사람은 채무이득이 발생하는 경우에는 이를 특별히 결정하여서는 안 된다. 왜냐하면 이 이득은 이미 계산에 포함된 현금흐름들의 일부분이기 때문이다.[9]

Ⅲ. 채무이득과 “레버리지 효과”

개별경제적 관점에서 일반적 물가상승 시의 채무 이득은 화폐의 구매력손실에 기인하여 자동적으로 발생하는 것이 아니고, 이 이익은 기업에서 일반적 물가상승 때문에 구매시장에서의 증가된 비용을 보상하기 위하여 요구되는 것보다 더 높은 가격을 판매시장에서 책정하여 관철시킬 수 있을 때에 비로소 실현될 수 있는 것이다. 먼저 이러한 이익의 실현은 기업의 자금조달방법(자기자본조달 또는 타인자본조달)과도 무관한 것이다. 만약 이러한 이익이 개별적 경우에 따라 실현된다면, 그때 그때의 이익금액은 화폐의 일반구매력손실과는 전혀 무관할지도 모른다. 이 경우 일반적 채권손실의 크기는 무의미한 것이다.

일반적 물가상승으로 인한 이익의 발생과 그 크기가 기업개별적인 것이라 하더라도, 기업이 물가상승 때문에, 경우에 따라 이익을 실현하거나 또는 이익을 실현하지 못한다는 것을 의미하는 것은 결코 아니다.

수요인플레이와 원가인플레이로 분류되는 경제학적 인플레이의 구분[10]은 이 사실을 표현한 것이다. 현저한 수요증가가 나타나는 경우 구매시장에서의 원자재 가격의 상승은 대부분 보상적 판매가격 상승을 초과 실현함으로써 계속 전가시킬 수 있다.

이에 대하여 원가부담 인플레이의 경우에는 이것이 흔히 불가능해진다. 기업은 전자의 경우 초과지출과 관련하여 화폐가치 하락으로 승자가 되고 후자의 경우 패자가 된다. 그러나 이는 수요인플레이의 경우에도 개별기업 심지어 모든 경제부문에 있어서 정반대로 나타날 수 있다. 원가부담인플레이의 경우에도 마찬가지로 상이하게 나타날 수 있다.

따라서 일반적 물가상승 시에 화폐의 구매력 손실에 기인한 이익의 발생에 어떤 자동성도 존재하지 않는다고 말할 수 있다. 만약 이와 같은 이익이 발생한다면 이들은 두 가지 속성에 기인한 것이라고 할 수 있다.

- a) 이러한 이익들은 구매가격상승보다 높은 판매가격상승 때문에 발생한다.
- b) 이러한 이익들은 현금흐름들의 부분이고 현금잉여금으로 나타난다.

이들 속성들에 기초를 둔다면 물가상승 시 주장되는 타인자본활용의 장점들이 잘 알려진 기법들을 통해 표현될 수 있다.

기업의 내부수익률(총자본수익률)이 요구되는 타인자본이자율보다 더 크다면, 타인자본조달은 언제나 유리하다. 이 경우 부가적인 타인자본조달은 자기자본 수익률의 극대화를 위한 지렛대로서 작용할 것이다. 이 경우 이른바 타인자본의 레버리지 효과[11]가 언급될 수 있다. 따라서 언급된 바의 조건하에서 내부수익률이 타인자본이자율보다 더 큰 경우 모든 추가적인 타인자본의 차입으로 채무이득이 발생하게 된다. 이는 물가상승 시에서와 마찬가지로 물가안정 시에도 적용된다. 일반적 물가상승 시에 앞서 서술된 형태의 관계가 나타난다면, 다시 말해서 구매시장에서의 가격상승이 판매가격상승을 통하여 초과보상 될 수 있다면, 내부수익률이 높아지고 타인자본의 추가적 차입은 유리해진다. 타인자본의 레버리지효과가 증대되고 이는 추가적 채무이득을 발생시킨다.[12]

추가적 타인자본의 활용을 통한 채무이득의 발생은 이와 같이 물가상승 시 실질적으로 구매가격상승과 판매가격인상의 관계에 의존한다. 그러나 이것이 또한 일반적 물가상승 시에 채무이득이 자동적으로 발생한다는 것을 의미하는 것은 물론 아니다. 즉, 구매가격상승이 판매시장에서 극복되지 않는다면 음(-)의 추가적 레버리지 효과가 발생한다. 다시 말해서 화폐가치하락에도 불구하고 이익이 감소된다. 경우에 따라서는 화폐가치하락에도 불구하고 타인자본 조달로 인한 손실이 발생한다.

하나의 예(참조. 표4)를 통해 채무이득, 타인자본조달 그리고 레버리지효과 사이의 관계들을 명백히 밝혀 보기로 한다. 물가상승 시의 타인자본조달의 효과를 나타내기 위하여, 50억 원을 타인자본으로 조달하여 투자한다고 가정한다.

계속적인 물가상승이 관련 재화 및 용역들에 동일적으로 나타난다고 가정한다면, 하나의 물가지수를 통하여 계산될 수 있다. 계속적 물가상승률은 매 기간 10%라고 가정한다. 물가안정 시에 실현되는 현금흐름잉여금은 이 비율만큼 증가한다. 이자율은 매기간 5%에 달하고 이는 물가상승 시에도 변하지 않는다. 여기에서는 이미 인

상된 이자요구를 내포한 채권자의 물가상승 예상은 다루지 않기로 한다. 이 문제는 관련부분에서 별도로 분석하기로 한다. 실현된 잉여금들은 비례적 소득세(60%)가 부과된다고 하자.

<표 4> 물가상승이 차입조달 된 투자들에 미치는 영향

(단위 : 억 원)

기간	현금흐름			타인 자본의 조달과 상환	이 자	소득세		잉여금투자자 부터의 순이익		기말의 잉여금(합계)	
	물가 안정	지수	물가 상승			물가 상승	물가 상승	물가 상승	물가 상승	물가 상승	물가 상승
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
			(2)-(3)			[(2)-(6)] -0.6	[(4)-(6)] -0.6	(11)-0.1 0.4	(12)-0.1 0.4	(2)-(6)- (7)+(9)	(4)-(6)- (8)+(10)
0	--	--	--	+50	--	--	--	--	--	--	--
1	30	1.1	33.00	--	2.5	16.5	18.30	--	--	11.00	12.20
2	30	1.21	36.30	--	2.5	16.5	20.28	0.44	0.488	22.440	26.208
3	30	1.331	39.93	--	2.5	16.5	22.458	0.898	1.048	34.338	42.228
4	30	1.4641	43.923	--	2.5	16.5	24.854	1.374	1.689	46.712	60.486
5	30	1.6105	48.315	-50	2.5	16.5	27.489	1.868	2.419	9.580	31.231
기말자산의 명목가치										9.580	31.231
물가상승시의 기말자산의 실질가치(지수 1.6105)										19.392	
물가상승으로 인한 실질적 자산증가액(19.392-9.580)										9.812	

이 모델을 완전히 작성하기 위해서는 개별기간들에서 임의적으로 사용할 수 있는 자금들의 채투자에 대한 가정들도 또한 설정되어야 한다. 여기에서 매 회기 말 실현되는 잉여금들은 매기간 10%로 이자증식되고, 그리고 나서 총이자수익에 다시금 60%의 소득세가 부과된다고 가정한다. 모든 현금흐름들은 기말과 기초 사이에서 발생한다고 하자. 그러면 물가지수는 이 흐름들의 명목가치를 적절하게 나타낼 수 있을 것이다.

이 예는 물가상승 시의 타인자본조달이 기업자산에 미치는 영향들을 명백히 나타내 준다.

물가안정 시의 경우 100% 타인자본조달 된 투자를 통하여 세 차감 후의 기말가치(명목가치=실질가치)가 9억 5,800만원으로 나타난다. 따라서 새로운 자기자본이 이 크기로 발생한다. 이 효과는 부채의 레버리지효과라고 한다.

타인자본 조달을 통하여 이자유출액보다 더 높은 총 유입잉여금을 실현한다면 세 차감 후 남는 자금은 자기자본으로 귀속될 것이다. 앞에 주어진 채투자의 예에서

수익률은 19.16%이고 t_0 시점에서 투자된 자금 50억 원과 관련되어 실현되었다.

일반적 물가상승은 이 효과를 증대시킨다. 현금흐름잉여금의 신속한 증가로 인하여 제5기에서 물가안정시의 경우에서보다 총 61.05% 초과 수취된다고 가정한다면, 실현된 기말자산의가치는 9억 5,800만원에서 31억 2,310만원으로 증가될 것이다. 자산의 명목적 기말가치들의 비교에서 이와 같이 물가상승으로 인하여 자기자본에 미치는 부채의 레버리지 효과를 볼 수 있다 - 새로운 자기자본이 31억 2,310만원의 크기로 나타난다. 이는 최초 투자된 화폐액의 62.46%이다.

그러나 실질가치가 관찰되어야 한다. 왜냐하면 실현된 자산의 물가상승으로 인한 가치가 중요한 관심대상이 되기 때문이다. 표에서 실질가치를 보여주고 있다. “통화 팽창된” 물가상승효과를 제거하기 위하여 명목가치가 디플레이트 되었다. 물가안정 시의 명목적 자산과 물가상승시의 디플레이트된 자산은 직접적으로 비교될 수 있다. 이들은 자산의 실질가치 즉, 재화와 용역을 취득할 수 있는 자산의 능력을 판별하는 측정표준액이다.

양 자산 측정액 크기의 비교에서 나타난 차액은 물가상승으로 인하여 순자산이 증가했다는 것을 의미한다.

예에서는 물가상승에도 불구하고 타인자본비용, 다시 말해서 이자비용이 일정하게 유지되었다. 이것이 높은 채무이득발생의 주요한 이유이었다. 이러한 상황은 임차계약에 이자증액수정조항 또는 기타의 이자조정규정이 없는 경우에 나타날 수 있다.[13]

그러나 채권자는 일반적 물가상승 시에 채무자에게 어떤 요구도 하지 않고 그대로 있는 것이 아니라, 자본 위탁에 대하여 마찬가지로 증가된 보상을 요구한다. 즉 채권자는 임차계약을 수정하려고 하거나 또는 새로이 위탁될 대여금에서 물가상승률에 맞추어 보다 높은 이자수익을 얻으려고 할 것이다. 만약 채권자가 물가상승 때문에 대여금자본의 가치하락을 예측하고 있다면 그는 아마도 먼저 그의 이자율을 인상시킬 것이다.

따라서 “기업의 화폐가치 하락은 오직 과거에 이미 조달되었던 타인자본에 관하여서만 유리해진다.”[14]고 할 수 있다.

이 문제에 관련하여 두 가지 의문이 제기된다. 첫째, 채권자들이 그들의 이자수익에서 화폐가치 하락을 예측할 수 있다는 가정에 기초를 두는 것이 과연 실제적인가? 둘째, 채권자들이 그들의 이자수익에서 화폐가치하락을 실제로 예측한다고 하면, 물가상승 시에 나타날 수 있는 상기 언급된 바의 채무이득의 이점이 제거되거나 아니면 완전히 불리한 것으로 뒤바뀌게 되는가?

일반적인 경우, 이러한 채권자 예측의 가정이 실제적인가에 대해서는 의심의 여지가 많다. 실제로 이자의 전개와 화폐가치 하락률 전개의 비교는 방법상의 취약성 때문에[15] 일반적 물가상승이이자에서 정확하게 예측된다고 하는 결론을 곧바로

도출할 수 없다. 그러므로 완전한 예상이란 미래의 물가상승의 예측이 불가능하기 때문에 좀처럼 볼 수 없다. 일반적으로 이자비용의 인상은 물가상승을 충분히 반영하지 못한다.[16] 게다가 이자는 경쟁가격이아니다. 이자는 이보다 오히려 경제정책적, 경기정책적 그리고 구조정책적관점에서 제시되는 금융기관의 대책들을 통하여 영향을 받고 있다. 그러므로 이자에 미치는 영향들은 화폐가치 하락과 관련되지 않는 요소들이라고 말할 수 있다. 특히 이들 요소들은 물가변동에 따라 나타나는 이자의 유연성에 영향을 미친다.

채권자가 이자율조정을 통하여 물가변동을완전히 예측한다고 가정하는 것은 일반적인 경우 비실제적이라고 하더라도 그러나 만약, 개별적 경우에 이와 같은 예측이 이루어진다면, 채무이득에 관하여 어떻게 나타날 것인가 하는 의문이 제기될 것이다.

앞에서 든 예에서 자산의 가치하락에 대한 채권자예상의 결과들이 명백하게 표현될 수 있다. 채권자가 이자를 인상시켜, 그의 자본 및 이자흐름들의 가치하락손실을 완전히 제거할 수 있다면 채권자의 실질적인 이자수익을 통하여 미래 물가변동을 완전히 예상할 수 있다고 말할 수 있다. 만약 채권자 예상이 그대로 적중된다면, 타인자본조달 된 투자로부터 실현될 수 있는 잉여금은 감소될 것이다. 그러나 이자인상으로 실현되는 추가적인 현금흐름유출은 세무상 사업을 위한 지출로 간주될 것이기 때문에 과세측정표준액과 아울러 지급될 수익세도 동시에 감소될 것이다. 예에서 채권자가 대여금의 가치하락분 뿐 아니라 대여기간에서의 가치하락분도 추가적 이자로서 요구함으로써 일률적 물가상승률로 측정된 그의 자본의 화폐가치하락손실을 방지할 수 있다고 가정한다면, 물가상승으로 인한 채무이득은 기대할 수 없을 것이다.

이를 기초로 할 때 필수적인 이자인상액의 계산은 다음과 같은 전제들에서 비롯된다:

(1) 가치하락에 대한 기간별 이자흐름의 조정은 매기의 이자흐름(t_0 시점과 관련된)과 동일한 실질가치를 나타낼 수 있을 만큼 행해진다.

(2) 일련의 기간이 경과하면서 자본(t_0 시점과 관련된)에서 나타나는 가치하락 손실 30억 5,300만원=50억 원 · 0.6105)에 대한 조정이 계속 행해진다.

다음의 <표 5와 6>에서 예상액들의 계산과 이자에서의 완전한 물가상승예상이 기말자산의 실질가치에 미치는 영향들을 보여주고 있다. 채권자 예상이 완전할 경우에 발생할 기말자산의 실질가치 10억 1,190만원은 물가안정 시에 실현되는 자산 9억 5,800만원보다 훨씬 더 크다. 얼핏 보아서 이 결과는 놀라운 것임에 틀림없다. 왜냐하면 일률적인 물가상승률에서 채권자가 그의 이자수익에서의 물가변동을 정

확하게 예상하고, 이에 의해 채무자에게서 물가변동으로 인한 자산이익들을 제거시킨다면, 타인자본을 통한 물가상승의 실질자산증가는 나타나지 않을지도 모르기 때문이다.

<표 5> 예상이자인상액 계산(단위 : 억 원)

기간	이자 흐름	승수	예상부분 계산이자 (반올림)	자본	승수	예상부분 이자	예상액
1	2.5	0.1	0.25	50	0.1	5.00	7.750
2	2.5	0.21	0.525	50	0.11	5.50	8.525
3	2.5	0.331	0.828	50	0.121	6.05	9.378
4	2.5	0.4641	1.160	50	0.1331	6.66	10.320
5	2.5	0.6105	1.526	50	0.1464	7.32	11.346
Σ	12.5		4.289			30.53	47.319

<표 6> 예상 이자인상액이 기말자산의 실질가치에 미치는 영향

(단위: 억 원)

기간	현금흐름	타인자본의 조달과상환	예상이자	수익세	잉여금의재투자 로인한순이익	기말잉여금 (누계)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
				$[(2)-(4)] \cdot 0.6$	$(7) \cdot 0.1 \cdot 0.4$	$(2)-(4)-(5)-(6)$
0	—	+0.—	—	—	—	—
1	33.00	—	7.75	15.15	—	10.10
2	36.30	—	8.525	16.67	0.404	21.609
3	39.93	—	9.378	18.33	0.864	34.695
4	43.923	—	10.320	20.16	1.388	49.526
5	48.315	-50	11.346	22.18	1.981	16.296
기말자산의 명목가치						16.296
기말자산의 실질가치(지수1.6105)						10.110

보기에서 물가상승으로 인하여 나타난 현금흐름잉여금의 증가액은 채권자자본과 이자지급을 위하여 요구되는 예상액보다 확실히 더 크다. 따라서 채권자의 완전한 예상에도 불구하고 실질자산증가액이 나타날 수밖에 없다.

만약, 획일적 물가상승률과 채권자의 완전한 예상과 같은 한정적인 전제들에서

벗어난다면, 보다 광범위한 효과를 기대할 수 있다.

(1) 획일적 인플레이션을 가정하는 경우라도, 새로 조달되는 타인자본을 위하여 상술된 바만큼의 채권자 예상을 현실적으로 기대할 수 없다.

(2) 실제로 가격들은 상이하게 상승한다. 실령 채권자가 100%의 예상을 할 수 있다고 해도, 채무자는 물가상승 이익을 실현할 수 있다. 즉 채무자의 판매가격이 채권자가 이자율 조정을 위하여 기준으로 이용하는 가격들보다 더 빨리 인상된다면, 채무자는 물가상승이익을 실현할 것이다. 이에 반하여 판매가격이 보다 천천히 인상된다면, 반대의 효과가 나타난다. 이 경우 부채의 증가와 화폐가치하락에도 불구하고 채무손실이 발생한다.

이들 효과에서 흔히 추측되는 현저한 수익감소는 앞에서 자주 거론되었던 바의 화폐가치하락에 대한 채권자의 이자율 조정에서 비롯되지 않는다는 것을 확인할 수 있다. 현실적으로 이자율은 앞선 사례의 고찰에서 가정되었던 것보다 덜 유동적이기 때문에 가정된 효과들 또한 기대하기 어렵다.

이제까지의 고찰에서 자기자본의 수익성이 계속적 타인자본조달을 통하여 추가로 증대될 수 있는 경우인 일반적 물가상승 시의 타인자본조달 수익성을 언급하였다. 이는 궁극적으로 기업이 판매가격에서 구매가격 상승분을 계속 극복할 수 있고, 타인자본 이자비용은 항상 총자본수익을 보다 낮을 것이라는 가정에 그 근거를 두고 있다. 그러나 이 두 조건들은 반드시 충족되는 것은 절대 아니다. 이 조건들이 실제로 충족되지 않는다면 타인자본조달은 음(-)의 결과를 가져 온다. 즉 일반적 물가상승에도 불구하고 채무이득 대신에 채무손실이 발생한다.

요컨대, 계획된 수익증가액이 과대 평가된 것으로 입증되면, 일정률의 이자지급의 원천인 잉여금이 감소될 것이다. 이 결과 자기자본 수익률이 감소되고 그리고 타인자본은 고정적 이자지출 및 원금상환을 수반하기 때문에 지급불능의 위험이 발생한다.

수익이 계획대로 실현되는 경우에도 비용측면에서 불의의 변동이 나타날 수 있다. 예컨대 수요초과가 크게 나타나는 경우 중앙은행의 제한적인 금융 및 여신정책으로 인하여 이자율이 인상되고 따라서 저렴하게 상환될 차입금들이 보다 비싼 차입금으로 상환되지 않으면 안된다. 결국 여기에서도 자기자본수익률이 감소되고 지급불능의 위험에 부딪치게 된다.

극단적인 경우에서도 역시 공통적으로 발생할 수 있는 전술된 바의 위험들에서 타인자본조달의 확충이 물가상승 시에 반드시 의미 있는 자금조달방법이 되는 것은 아니라는 것을 보여주고 있다. 자본구조의 위험은 미래의 재무상태가 부채의 레버리지효과로 인하여 자기자본수익률의 저하를 초래하는 경우에서 볼 수 있다. 타인자본에 대한 자기자본의 비율이 클수록 그리고 총자본수익과 타인자본이자 차액이 적을수록, 음(-)의 결과가 더욱 크게 나타난다. 극단적 경우에는 총자본수익과

타인자본이자의 차액은 음(-)의 값이 된다.

<표 7> 자기자본수익률에 미치는 부채의 레버리지효과

대체안	총자본	총자본수익률		자기 자본	타인 자본	타인자본의 시장이자		세금차감 전순이익	자기자 본의수 익률 (%)
		%	절대값			%	절대값		
1	100,000,-	+10	+10,000-	100,000,-	±0	±0	±0	+10,000-	+10
2	150,000,-	+10	+15,000-	100,000,-	50,000-	+6	+3,000-	+12,000-	+12
3	200,000,-	+10	+20,000-	100,000,-	50,000-	+6	+3,000-	+13,000-	+13
					50,000-	+8	+4,000-		
4	250,000,-	+10	+25,000-	100,000,-	50,000-	+6	+3,000-		
					50,000-	+8	+4,000-	+13,000-	+13
					50,000-	+10	+5,000-		
5	300,000,-	+10	+30,000-	100,000,-	50,000-	+6	+3,000-		
					50,000-	+8	+4,000-		
					50,000-	+10	+5,000-	+12,000-	+12
					50,000-	+12	+6,000-		
6	300,000,-	+10	+30,000-	100,000,-	50,000-	+12	+6,000-		
					50,000-	+8	+4,000	+9,000-	+9
					50,000-	+10	+5,000		
					50,000-	+12	+6,000-		
7	300,000,-	+8	+24,000-	100,000,-	200,000-	.	+21,000-	+3,000-	+3
8	300,000,-	+6	+18,000-	100,000,-	200,000-	*	+21,000-	-3,000-	-3

예[17] (참조. 표 7)는 대체적 경우들에서 급부경제적 위험이 일정할 때 부채의 레버리지효과를 나타낸 것이다. (급부경제적 위험이란 완전한 자기자본조달의 경우에도 마찬가지로 존재하는 손실발생위험을 말한다.)

예의 측정치들이 보여주는 바와 같이 수익이 유리하게 전개되는 경우에서 타인자본의 부가적 투자는 자기자본수익률의 계속적 증가를 가져 온다. 이는 예에서 총자본수익률(내부이자)이 타인자본에 대하여 지급될 시장이자보다 더 큰 경우에서 볼 수 있다(대체적 경우 1-3)¹⁾. 그러나 시장이자가 총자본수익률과 동일한 경우에는 자기자본수익률은 더 이상 증가하지 않는다. 따라서 이 경우에 위험한계가 나타나

1) 예에서 타인자본이자가 상승하는 것은 가정한다. 이는 - 기업가치와 부채크기의 의존에 관한 가설을 고려하지 않고 - 채권자가 높은 자본구조위험을 보상받아야 한다는 데 그 근거를 두고 있다

게 된다(대체적 경우 4)

대체안 5와 6은 자기자본수익률에 대한 타인자본조달의 위험 - 레버리지위험 - 을 나타내고 있다. 즉 부가적 타인자본이 내부이자보다 높은 이자율로 차입된다면, 이는 반드시 자기자본수익률의 감소를 가져오게 된다(대체적 경우5). 저렴한 차입금을 보다 비싼 차입금으로 상환해야만 하는 경우에도 동일한 효과가 나타난다. 한편 새로운 차입금이 기업투자의 내부이자율보다 더 높은 이자율로 차입되는 경우에도 또한 자기자본 수익률이 감소된다(대체안 6).

대체안 7과 8은 대체안 6과 타인자본이자율이 같다고 가정하고, 수익감소의 효과, 즉 타인자본이자(율)이 일정할 경우 총자본수익률의 감소가 자기자본수익률에 미치는 효과를 나타내고 있다. 여기에서 내부수익률이 8%에서 6%로 비교적 적게 인하되었지만 이로 인하여 자기자본수익률은 +3%에서 -3%로 크게 감소되는 것을 볼 수 있다.

레버리지위험은 - 이 예에서 보여주는 바와 같이 - 자기자본지분이 비교적 적은 경우에 상대적으로 커진다. 특히 가격변동이 심한 경우, 자본투자계획에 있어서 수익과 타인자본이자의 전개에 관한 예측이 매우 곤란해지기 때문에 일반적 물가상승 시에 타인자본조달을 과대확충시키는 위험, 즉 그릇된 재무정책을 수립할 위험을 피할 수 없게 된다.

IV. 요약 및 결론

이제까지의 투자 및 재무의사결정 영역에 관한 설명들로부터 물가상승 시에 흔히 주장되는 채무이득발생의 자동성은 개별경제적으로(개별기업에서) 존재하는 것이 아니라고 주장될 수 있다. 채무자는 채권자가 ""일반적"" 화폐구매력의 감소(이것이 아무리 정확히 측정될 것이라 하더라도)로 인하여 상실한 것을 모두 이익으로 반드시 실현하는 것은 아니다.

채무이득은 다른 모든 이익들과 마찬가지로 어떤 시점에서든 현금잉여금을 전제로 한다. 따라서 채무이득이 발생할 경우, 채무이득은 투자수익성분석에서 추가적 현금흐름으로서 고려되어서는 안된다. 채무이득은 이보다는 오히려 현금흐름의 구성요소이다.

채무이득의 실현여부는 개별적 상황에 달려 있다. 기업이 구매시장에서의 물가상승분을 판매가격인상을 통하여 초과보상 할 수 있고 따라서 투자된 자본의 내부수익률이 상승할 경우, 타인자본이자율이 총자본수익률 이하로 낮아진다면 모든 추가적인 타인자본이자는 채무이득의 증가에 기여하게 될 것이다. 그러나 언급되었던 바의 (추가적) 레버리지효과는 물가상승 시에 반드시 나타나는 것은 아니다. 만약 필요조건들이 충족되지 않는다면 반대상황이 나타날 것이다. 이에 관한 한, 타인자본에 의한 자금조달이 일반적 물가상승 시에 적절한 자금조달방법이라고 말할 수 없다. 레버리지효과에 내재하고 있는 레버리지위험이 고려되어야 할 것이다.

참고 문헌

1. Deutsche Bundesbank : Entwicklung des Geldvermögens und der Verpflichtungen von 1950 bis 1971, in : Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 25. Jahrgang, Nr. 3, März 1973, S. 24-52, hier S. 25.
2. Bettermann, K. A. : Die Geldentwertung als Rechtsproblem, in : ZRP 1974, S. 13-19, hier S. 15. Vgl. auch Zeitel, G. : Geldentwertung und Nominalwertprinzip in der Besteuerung, in : Wirtschaftsdienst 1973 / V, S. 249-252, hier S. 250-251.
3. Vgl. Büschgen, H. E. : Investition und Finanzierung im Zeichen von Geldwertverschlechterung, in: Wpg 1974, S. 12.
4. Vgl. zu den folgenden Überlegungen Jacobs, O. H. : Die Bedeutung von Schuldnergewinnen bei Geldentwertung im handels- und steuerrechtlichen Jahresabschluss sowie in den verschiedenen Erhaltungskonzeptionen, in : Bilanzfragen, Festschrift zum 65. Geburtstag von Prof. Dr. Ulrich Leffson, hrsg. v. Jörg Baetge, Adolf Moxter und Dieter Schneider, Düsseldorf 1976, S. 235-253, hier S. 240-242.
5. Vgl. zu möglichen kompensativen Wirkungen des Zinses Weiter unten(S. 58-61).
6. Dieser Gedanke liegt auch dem Kongruenzprinzip zugrunde, wonach der Totalgewinn der Summe der in den einzelnen Perioden erzielten Zahlungsüberschüsse gleicht - Vgl. Schmalenbach, E. : Dynamische Bilanz, 13. verbesserte und erweiterte Aufl., bearbeitet von Dr. Richard Bauer, Köln und Opladen 1962, S. 64-66.
7. Accounting Principles Board of the American Institute of Certified Public Accountants, Statement of the Accounting Principles Board. Financial Statements Restated For General Price-Level Changes, New York 1969, S. 8 (Tz. 17). (Hervorhebungen v. d. Verf.)
8. ebenda., S. 17(Tz. 41)(Hervorhebungen v. d. Verf.)
9. Vgl. Jacobs, O. H. : Die Bedeutung von Schuldnergewinnen bei Geldentwertung im handels- und steuerrechtlichen Jahresabschluss sowie in den verschiedenen Erhaltungskonzeptionen, a. a. O., S. 241-242.
10. Vgl. Stobbe, A. : Gesamtwirtschaftliche Theorie, Berlin, Heidelberg, New York 1975, S. 419.
11. Vgl. Gutenberg, E. : Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Dritter Band,

Die Finanzen, 7. Aufl., Berlin, Heidelberg, New York 1975, S. 184-187, sowie Schneider, D. : Investition und Finanzierung, a. a. O., S. 493-498.

12. Vgl. auch Heigl, A. : Ertragsbesteuerung unter Inflationsbedingungen, in : Wist 1973, S. 388-393, hier S.391 ; Jacobs, O. : Die Bedeutung von Schuldnergewinnen bei Geldentwertung im handels- und steuerrechtlichen Jahresabschluß sowie in den verschiedenen Erhaltungskonzeptionen, a. a. O., S. 242; Mertens, P., Döllinger, W., Lämmermann, G., Meyer, H., Purucker, G., Riedel, K., Riefler, K. M. : Substanzerhaltung bei Scheingewinnbesteuerung, a. a. O., S. 98-114.

13. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 23. Jahrgang, Nr. 4, April 1971, S. 25-29, hier S. 29 .

14. Hax, H. : Unternehmensführung und Geldentwertung, a. a. O., S. 82.

15. Vgl. dazu Ziercke, M. : Die redistributiven Wirkungen von Inflationen, Göttingen 1970, S. 130-131.

16. gl. Nölling, W. : Sind Geldwertsicherungsklauseln unvermeidbar?, in : Probleme der Indexbindung, Beihefte zu Kredit und Kapital, Hefr 2, hrsg. v. Werner Ehrlicher, Berlin 1974, S. 105-117, hier S. 110 : Nölling weist im Zusammenhang mit der Indexierungsproblematik auf die weithin akzeptierte Hypothese hin, >>...■ daßInflationsgewinne und-verluste generell aus dem zeitlichen Vorsprung miteinander konkurrierender Gruppen resultieren,...<<

17. Vgl. auch Votnbaum, H. : Finanzierung der Betriebe, 5. neu bearbeitete Aufl., Wiesbaden 1977, S. 48.

The Effect of Inflation on the Financial and Investment Decisions of Individual Companies

Kwang - soo Kim & Yu Lee

Abstract

It is generally considered from the point of view of macroeconomics that inflation has an effect favorable to the owners of tangible assets in the allocation of assets and lightens the burden of debtors in the redemption of their liabilities.

But, this effect of inflation has not yet been fully verified in the case of individual firms.

Accordingly, in this article I will examine the effect of inflation on the financial and investment decisions of individual companies.

Key Words : Inflation , financial and investment decision