

우리 나라 資本市場에 關한 研究

—社債市場을 中心으로—

吳 東 弦

I

一般的으로 企業이 必要資金 調達은 크게 나누어서 內部資金에 依하는 方法과 外部資金에 依하는 두가지 方法이 있는데 企業資金 調達の 主宗을 이루는 것은 外部資金이라고 할 수 있으며, 이러한 外部資金을 調達하는 方法에는 社債 또는 株式의 發行을 통한 資本市場으로 부터의 調達方法과 金融機關으로 부터의 借入에 依한 方法의 두 가지로 나눌 수 있다.

그런데 現在와 같이 金融機關의 金利水準이 낮은 經濟條件下에서도 企業이 外部資金의 調達方法으로서 現實의인 金利水準에 依한 社債나, 配當金 支給義務 및 企業經營에의 參加를 許諾하는 株式發行에 依한 資金調達方法보다는 低率의 金利에 依한 金融機關으로부터의 借入이 有利할 것으로 생각되지만 現在 우리 나라 實情에서는 借入條件이 相對的으로 까다로울 뿐만 아니라 一時에 巨額의 資金調達が 困難하기 때문에 近來에 와서 많은 上場會社들은 一時에 巨額의 資金은 容易하게 調達할 수 있는 社債를 發行하고 있는 實情이다.

여기서 企業이 必要資金을 調達하는 데 他人資本의 一種인 社債發行보다는 有價增資에 依한 調達方法이 所望스러운 것으로 생각되지만 增資에 따르는 配當壓力과 經營支配權에 對한 危險이 隨伴되기 쉽고, 이에 比해서 社債는 比較的 저렴한 資本費用이 들어 많은 企業들이 社債發行을 하고 있으며, 政府當局에서도 國民經濟의 均衡的 發展과 直接金融에 依한 長期安定資金 調達로 企業의 財務構造를 改善하려고 公社債의 發行促進을 期하고 있다.

특히 經濟가 成長發展하면 할수록 資金調達에 있어서의 社債市場을 爲主로한 資本市場의 役割은 더욱 더 重要하게 된다. 그것은 資本市場이 國民의 遊休資金을 直接的으로 大量 吸收할 뿐만 아니라, 그 配分過程에 있어서도 動員된 資金을 可及的 經濟原則에 付合되게 各 能產業 및 企業에 配分계 하는 效率的인 機能을 保有하고 있기 때문이다.

우리 나라에서도 1960年 以來 資本市場育成을 爲한 諸般施策이 多角的으로 模索되어 왔으며, 특히 1972年 企業公開發行法의 制定과 더불어 資本市場의 育成은 一層더 積極的으로 推進되고

2. 논문집

있으며 1975년 156,255,000,000원, 1976년에는 59.5%가 증가한 262,225,000,000원 이상이 자본시장을 통하여 산업資金化 했으며 1977년上半期에는 無慮 197,766,000,000원이 調達되는 等 括目할만한 成長을 示顯하기에 이르렀다.

그러나 그동안의 자본시장育成은 企業公開의 促進과 더불어 株式市場의 育成에 그 力點이 주어져 왔으며, 公社債市場의 均衡的인 發展에 對해서는 充分한 政策的 配慮가 賦與되지 못하였으며, 그 結果 株式市場은 크게 成長發展했으나 相對的으로 社債市場은 그 發展이 沈滯되고 있는 實情으로 이와 같은 現象은 資本市場의 發展은 株式市場과 社債市場의 均衡的인 發展위에서 만 可能하다는 資本市場發展의 基本原則에 비추어 早速히 解決되어야 할 重大한 問題라고 생각 한다.

그러므로 本稿에서는 이와 같이 沈滯되고 있는 社債市場의 育成이라는 問題意識下에서 우리나라 社債市場의 現況을 分析檢討하여 그것을 바탕으로 問題點을 導出하여 糾明하고 나아가서 社債市場의 育成方案을 模索해 보고져 한다.

II

1. 社債發行의 現況

1971年 以前까지만 하여도 우리 나라의 資本市場은 事實上 社債市場이 不在한 가운데 株式市場에 依하여 그 命脈이 維持되어 왔다. 勿論 1971年 以前에도 一部企業에서 轉換社債, 一般無担保社債 等を 發行한 實績이 있으나, 이는 一般投資對象으로 부터의 公募에 依해서 發行된 것이 아니고 金融機關으로부터 資金을 借入하기 爲한 便法으로 發行한데 不遇하였으며 그 實績은 <表 1>과 같다.

<表1>에서 보는 바와 같이 發行條件을 놓고 보더라도 市場實勢와 乖離된 것이 大部分으로서 市場에 出廻되더라도 一般大衆의 投資意慾을 誘發하기에는 不適合한 것들이었다.

이와 같이 沈滯一路를 걸던 社債市場이 1972年 政府가 8.3措置를 通하여 私債의 凍結 等を 비롯한 一連의 財政緊急命令과 그에 따른 私金融陽性化方案을 模索하고 이와 併行하여 投資公社가 保證制度의 開發을 契機로 비로소 社債의 一般公募가 始作되었으며, 特히 1972년에 다섯 차례에 걸친 公金利의 引下調整이 斷行되었으며, 이로서 1968年初에 30%에 達했던 支拂公金利가 12.6%로 引下되는 等の 政策的 配慮가 相對的으로 社債의 消化促進에 하나의 活力素의 役割을 했으며, 同時에 發行者인 企業側에 있어서도 1971年 以後 繼續된 不況의 余波로 企業의 財務狀態가 惡化되므로 말미아마 社債의 公募에 積極性을 보이기 始作했으며, 이미 言及한 바와같이 8.3措置에 依한 私債의 凍結 및 私金融陽性化施策 等으로 社債市場의 育成發展의 契機가 造成되었고, 一般企業의 社債發行은 一種의 「봄」을 이루었으며 이와같은 一連의 事實들이 社債市場의 發展에 도움이 되었다.

<丑1>

單位：百萬元

年度別	社債의 種類	發行 會社	發行額	引受 機關	發 行 條 件		
					期 限	利 率 (年%)	担 保
1967	轉換社債	韓一시멘트	130	韓國產業銀行	5.5年	10	—
	"	聯合鐵鋼	100	"	"	"	—
	"	東洋시멘트	270	"	6年	"	—
	"	日新産業	100	"	"	"	—
1968	"	韓一시멘트	70	"	5.5年	—	—
	"	雙龍시멘트	700	"	5~6年	11~12	(借換發行)
	"	東洋시멘트	30	"	6年	11	—
	"	全 紡	120	開發金融	"	18	—
1969	一般社債	國泰觀光	290	韓國產業銀行	5年	20	—
	担保附社債	靑丘木材	120	信託銀行	3年	後取27.5%割引	不動產
	"	第一毛織	200	"	"	"	"
	"	東口紡織	100	"	"	"	支給保證
	"	백용섬유	55	"	"	"	不動產
	"	大韓毛紡	200	"	"	"	"
1970	"	金星社	320	"	"	"	支給保證
	轉換社債	全州製紙	300	開發金融	2~3年	20	不動產
	"	韓國毛紡	150	"	"	"	"
	"	韓國유리	100	"	"	"	"
	"	신도리코	30	"	5年	"	"
	"	大韓유리	100	"	"	"	"
"	大韓重機	100	"	"	"	"	

資料：韓國產業銀行，經營指導 시리즈 第38號에서 作成

그 以後 1973年에 와서 企業公開促進에 따른 優良株式의 大量出廻와 景氣上昇에 따른 留保利益의 增大로 企業側의 社債發行意慾이 退潮로 因하여 社債發行이 一時的으로 鈍化傾向을 나타냈으나 全般的으로 볼 때 社債發行은 꾸준한 增加現象을 나타내고 있다.

<表2>에서 보는 바와 같이 1972년에는 35個種目에 全体的 40.1%인 99億2千4百萬원, 1963년에는 12個種目에 全体的 6.3%에 不遜한 34億5千萬원, 1974년에는 37.5%인 278億7千萬원, 1975년에는 21.4%인 334億5千萬원, 1976년에는 32.9%인 862億8千萬원, 1977年 8月現在 이프 全体的 60.2%를 나타내고 있고, 1088億4千萬원을 調達함으로써 資本市場을 통한 企業資金調達에서 社債市場이 急速한 伸張을 이룩하였으며, 이와같은 調達實績은 企業公開가 強力히 推進되고 그에 따라 優良株式이 大量으로 出廻되는 가운데 이루어졌다는 點에서 더욱 그 意義가 크다고 하겠다.

4 는 문 점

<표2>

單位：百만원

年度別	株 式		式		有價增資件數		社 債		合 計
	募 集		賣 出		件 數	金 額	件 數	金 額	
	件 數	金 額	件 數	金 額					
1968	2	160	-	-	10	20,317	-	-	20,477
1969	12	2,211	-	-	8	6,145	-	-	8,356
1970	9	2,068	-	-	13	5,083	-	-	7,151
1971	4	850	-	-	7	2,090	-	-	2,940
1972	6	955	1	125	31	13,733	35	9,928	24,741
1973	35	17,756	12	3,719	52	29,623	12	3,450	54,548
1974	12	9,227	7	5,110	61	32,080	59	27,870	74,287
1975	48	27,287	14	12,588	68	82,929	67	33,450	156,255
1976	56	40,559	31	33,445	81	101,941	112	86,280	262,225
1977.1	1	600	-	-	2	1,543	1	400	2,543
2	-	-	1	520	1	120	17	16,400	17,240
3	-	-	-	-	2	1,585	10	10,700	12,285
4	-	-	-	-	7	5,500	16	17,400	22,900
5	7	3,290	3	1,410	17	14,900	13	9,600	29,200
6	15	19,403	9	8,450	7	7,073	17	15,750	50,676
7	-	-	-	-	2	2,732	22	19,150	21,882
8	1	600	-	-	5	3,760	26	19,440	23,800

資料：韓國證券去來所，株式

그러나 이와 같은 現象은 <表 3>에서 보는 바와 같이 美國의 境遇 1972년에 全体の 66.4%인 262億9千百萬「달러」, 1973年 65.4%인 208億5千3百萬「달러」, 1974년에는 83.4%인 351億3千2百萬「달러」, 1975년에 81.6%와는 懸隔한 差異를 나타내고 있다.

<표3>

美國의 有價證券 發行狀況

單位：百萬弗

年度	株 式		式		社 債		合 計
	普 通 株		優 先 株		金 額	構 成 比	
	金 額	構 成 比	金 額	構 成 比			
1972	9,912	25.0	3,372	8.5	26,291	66.4	39,575
1973	7,648	24.0	3,375	10.6	20,853	65.4	31,876
1974	4,017	10.6	2,254	6.0	31,532	83.4	37,803
1975	4,564	13.3	1,780	5.2	28,101	81.6	34,445

資料：Survey of Current Business에서 作成

그런데 여기서 看過할 수 없는 것은 이렇게 우리 나라의 社債市場이 量的으로는 括目할 만한 成長을 示顯하고 있으나, 起債市場의 質的인 構造面에 있어서는 아직도 다음과 같은 許多한 問題點들을 간직하고 있다는 것이다.

첫째, <表4>에서 보는 바와 같이 社債의 種類上으로 우리 나라에서는 保證社債, 一般無担保社債, 轉換社債의 세가지 種類만이 發行되고 있다는 點이며, 이 中에서도 轉換社債는 그 發行이 大端히 不振하여 1972年 以來 5件에 12億5千萬원으로 同期間中 社債發行額의 1%程度에 不過했으며, 特히 期間이 經過할 수록 保證社債에의 依存도가 높아지고 있는 것이 注目되는 事項으로서 社債發行額 가운데 保證社債가 占有하는 比率은 1972年 36.3%, 1973年 49.3%, 1974年 50.1%, 1975년에 와서는 無慮 71.6%로 높아졌으며 1976년에는 거의 全部가 保證社債에 依存하고 있는 實情이다.

<丑4>

社債의 種類別이 公募狀況

單位: 百萬元, %

區 分	年度	1972	1973	1974	1975	1976	累 計
		種目數	21	6	28	17	
一般社債	金 額	6,028	1,750	13,700	8,950	—	30,428
	構成比	60.7	50.7	49.2	25.8	—	24.9
	種目數	13	6	30	48	59	156
保證社債	金 額	3,600	1,700	13,970	23,950	47,280	90,500
	構成比	36.3	49.3	50.1	71.6	99.6	74.1
	種目數	1	—	1	2	1	5
轉換社債	金 額	300	—	200	550	200	1,250
	構成比	3.0	—	0.7	1.6	0.4	1.0
	種目數	35	12	59	67	60	233
社債合計	金 額	9,928	3,450	27,870	33,450	47,480	122,178
	構成比	100	100	100	100	100	100

資料: 韓國投資公社, 投資

둘째, 公募社債의 發行條件에 있어서는 長期債는 거의 없고 3年 滿期의 短期債가 大部分을 차지하고 있다는 點이다. 韓國證券去來所가 發行하는 「株式」에 따르면 社債公募가 始作된 1972年의 境遇를 보면 韓國스레트의 一般社債와 全州製紙의 一般社債(2年 6個月 滿期)를 除外하고는 全部 2年滿期 一時償還의 條件으로 發行되었으며, 1973년에는 全部가 2年滿期 一時償還이었고 1974년에는 2年滿期가 45件, 3年滿期 13件, 其他 1件이었으며, 1975년에는 2年滿期 18件, 3年滿期 47件, 其他 2件이었으며, 1976년에는 全種目이 3年滿期 一時償還條件으로 發行되었다. 이와 같은 推移로 미루어 發行社債의 償還期限이 점차적으로 長期化되고 있다고 할 수 있으나 3年滿

期の社債로서는景氣變動에對處하기爲한一時的資金調達에利用되고 있을뿐이고長期固定施設을爲한資金調達方法으로는不適合하며 이와 같은意味에서中期 및長期債의開發이重要的課題라고 하겠다.

2. 社債發行市場의 制度

社債의發行도株式과 같이企業資金調達을爲한資本證券의一種이지만株式의境遇와는 달리償還이前提되고利子支給이定해진確定利子附債務證券의發行이라는데 그特徵이 있다. 따라서社債는一般적으로株式에比하여 그〔發行頻도가 높으며 또社債權者는株主와는別途로保護해야 할必要性도 있기 때문에 그發行形態에 있어서株式의境遇와多少의差異가 있으며, 또한發行條件의設定에 있어서도償還期限,支給利子率等社債市場特有的事項이 있는데 여기서는社債의發行形態 및發行條件을中心으로우리나라社債市場의發行制度를 살펴보기로 하겠다.

가. 社債의 發行形態

理論적으로社債의發行形態는社債의發行에 따르는發行危險,發行事務等을 어떻게負擔하느냐에 따라直接募集,委託募集,引受募集,總額引受의 네가지로區分된다. 이 가운데直接募集의 방법은起債會社가直接社債投資者를募集하는 것으로서起債會社는募集에必要的 모든事務節次를 스스로履行하는 동시에應募額이不足할 때는社債不成立의發行危險도 지게되며, 따라서起債會社는金融 및證券市場에正通하고 또發行機構를 스스로常備해야 하므로一般的인社債發行方法이 되기는困難한形態이다. 그러므로一般的인社債發行形態라고 하면通常委託募集,引受募集,總額引受 등의間接發行을 뜻하는 것으로 된다. 우리나라에서도商法上以上の 세가지의發行形態가 모두利用될 수 있는 것으로 되어 있다.

그러나實際證券市場의運營상으로 볼 때 우리나라에서는總額引受의方法이 많이利用되고 있다. 即 1975年 9月以前에는發行會社의形便과引受機關과의契約에依하여委託募集,殘額引受 등의選擇으로運用되어 왔으나, 그以後引受團의「公募周旋 및引受業務에關한協定」의規定에依하여總額引受制度로一貫하고 있다. 이러한總額引受制度는發行者로서는發行에 따르는危險을 지지 않기 때문에安心하고所要資金을調達할 수 있다는點에서 가장合理的인制度라고 할 수 있다.

그런데 우리나라에서의總額引受制度는名實相符한先引受後賣出의機能을遂行하지 못하고總額引受와殘額引受의中間形態를取하고 있다. 即引受團은引受와同時에公募를 하고 그殘量을保有 또는割引賣却하고 있다는 것이다. 總額引受란元來販賣展望이不透明한有價證券을一次先引受한 뒤引受機關의販賣網, P.R機構를通하여 널리宣傳한 다음適當量을 알맞는時期에適正한價格으로一般投資家에게賣出하는方法인데對하여 우리나라의總額引受制度는 이와 같은機能을完全히充足하지 못하고 있는實情이라고 하겠다. 이러한問題點은

특히 社債發行과 關聯하여 두드러지게 나타나고 있다.

勿論 社債消化의 促進을 爲해서는 投資者의 參與를 提高시키는 일이 一次的 要件이 되겠지만 그에 못지 않게 引受機關 및 引受制度의 圓滑한 運用이 重要な 要件이 되는 바, 現行 總額引受制는 引受機關 特히 證券會社의 資金動員力이 不充分하기 때문에 所期의 機能을 充分하게 發揮하지 못하고 있는 實情이다.

나. 社債의 發行條件

社債發行의 條件에는 利率, 償還期限 및 方法, 發行價格 등이 包含된다. 이 가운데 가장 重要的 要素가 되는 것은 利率로서 이것은 企業으로서는 資本「코스트」를, 投資者에게는 投資收益率을 決定하는 要素인 同時에 證券市場의 運營上으로는 資金의 需給을 均衡시키는 媒介體이기도 하기 때문이다. 그러므로 社債利率의 이와 같은 諸般特殊性을 考慮하여 通常 銀行預金의 金利와 貸出金利의 中間線에서 流動的으로 策定하는 것이 合理的이라고 생각된다.

그러나 우리 나라에서는 銀行金利가 國際水準으로 下向調整되지 않은 限 實質市場金利와 乖離되고 있으며, 따라서 社債利率 策定の 指標가 되지 못하고 있으며, 그러기 때문에 社債金利는 市場實勢와는 別途로 政策的인 見地에서 定해지고 있는데 그 內容은 <表 5>와 같다.

<표 5>

社債金利의 上下限幅

單位: %

區 分	現 行		改 正	
	表 面 金 利	Range	表 面 金 利	Range
保 證 社 債	18.6	17-19	17.6-18.6	10-21
無 担 保 社 債	19.5	18-20	19.5	10-21
新 種 社 債	-	-	15-17	15-21

資料: 大韓證券業協會, 證券, 第10號

이와 같은 社債金利의 彈力的 運用은 社債의 一般消化가 어려운 點을 감안하여 發行社債의 需給均衡을 期할 수 있도록 한 것이며 現在로서는 <表 5>에서 보는 바와 같이 保證社債, 一般無担保社債가 다같이 17-19%로 限定되어 있으며, 新種社債는 15-17%로 定해 있다. 特히 實際發行에 있어서는 社債利率에 差等を 줄 수 있는 客觀的 基準이 마련되어 있지 않고, 保證社債는 18.6%, 無担保社債는 19.5%의 利率이 適用되고 있다.

다음으로 償還期間 및 方法에 關한 制度를 살펴보면, 保證社債의 境遇 3年據置 一時償還이, 無担保社債는 2年 據置 一時償還이 慣行化되어 있을 뿐 償還期間을 調整하는 制度는 未備되어 있는 實情이다.

한편 社債의 發行價格에 對하여 살펴보면, 社債는 元來 確定利率附 債券이므로 株式의 境遇와 같이 發行價의 算定이 重要視되는 事項은 아니지만 發行條件의 彈力化를 爲하여 發行價를

調整할 境遇도 없지 않으며, 利率를 變動시키기가 困難할 때에는 發行價의 調整에 依하여 應募者收益率을 調整할 必要가 생기게 된다는 것이다. 그런데 우리 나라의 社債發行에 있어서는 額面價 發行만이 採擇되고 있을 뿐 割引發行에 對해서는 거의 全無한 實情이다.

要컨데 우리 나라의 社債發行에 있어서는 發行條件을 彈力化할 關聯制度들이 全般的으로 未開發된 狀態이며 그 結果 利率, 償還期間, 發行價 등이 硬直化되어 있는 實情이다.

3. 流通市場의 現況

1960年 以來 우리 나라의 證券市場은 發行市場에서와 마찬가지로 流通市場에 있어서도 壓倒的으로 株式市場에 偏重되어 왔다. 勿論 證券去來所의 開設 初創期로 부터 所謂 「1.17國債波動」이 있기까지는 債券去來가 總證券去來額의 40~60%를 占有함으로써 證券市場이 組織的 市場으로 體系를 갖추는 데 크게 寄與했는데 1962年 以後 政府가 株式市場育成에 重點을 두게 됨에 따라 債券의 去來는 激減했으며, 1962年에서 1970年 사이에 있어서의 債券의 去來量은 有價證券 總去來額의 10%를 넘지 못했으며, 그나마도 우리 나라의 債券市場은 1971년까지는 會社債의 去來는 거의 全無한 가운데 國公債偏重의 市場으로 存續해 왔다.

그런데 社債의 流通市場은 1972年 社債의 公募發行과 더불어 비로소 形成되기 始作했던 것이다.

會社債市場의 胎動을 본 1972年 以後에 있어서도 <表 6>에서 보는 바와 같이 企業公開의 活潑한 推進에 따른 優良株式의 大量出廻로 社債去來는 株式去來의 附隨的 地位를 벗어나지 못하였다.

<表 6>에서 보는 바와 같이 會社債의 去來量은 社債市場의 胎動期인 1972年 98億3千7百萬, 1974年 40億千8百萬, 1976年 437億4,800萬원을 나타냄으로써 4年間 約 5倍의 伸張을 이룩하였으나 有價證券의 總去來量에 對한 社債去來量의 比重은 극히 低調한 狀態를 벗어나지 못하고 있는 形便이다.

더우기 會社債의 賣買回轉率을 보면 會社債去來의 流通性이 매우 低調한 實情으로 <表 7>에서 보는 바와 같이 會社債의 賣買回轉率은 1973年의 1.6%를 最高로 1972年 1.3%, 1974年 0.6%, 1975년에는 1.1%에 머물어 극히 低調한 實情인데 對하여 同期間에 있어서 株式의 賣買回轉率은 40~50%에 達함으로써 社債의 賣買回轉率과 對照를 이루고 있다.

한편 會社債의 賣買回轉率을 다른 債券과 比較해 보면 <表 8>에서 보는 바와 같이 1975年中 各種 債券의 回轉率은 道路國債가 8.9%, 徵發補償證券 12.7%, 對日補償請求證券 33.8%, 電力債券 19.0%, 國庫債券 0.1%, 産業金融債券 8.9%, 國民住宅債券 6.0%, 住宅債券 0.1% 등으로 國庫債券과 住宅債券을 除外하고는 會社債의 1.2%보다 훨씬 높은 水準에서 形成되고 있다.

<丑6>

年度別 證券의 去來實績

單位：百萬圓

年度	證 券		株 式	
	去 來 額	約 定 代 金	去 來 額	約 定 代 金
1963	1,684	1,103	57,654	26,000
1964	1,050	708	316	27,084
1965	214	165	43	9,271
1966	114	85	48	11,160
1967	44	36	72	24,917
1968	32	26	76	19,894
1969	412	520	98	41,942
1970	4,201	3,567	78	42,142
1971	10,957	7,181	49	33,775
1972	9,838	8,391	83	70,269
1973	8,553	7,418	129	160,129
1974	4,018	3,149	157	178,946
1975	16,377	13,323	310	333,488
1976	43,748	36,680	591	628,165
1977. 1	5,645	5,510	94	94,194
2	2,401	2,293	138	143,869
3	4,808	3,752	88	100,546
4	5,152	2,788	65	64,680
5	2,892	2,275	54	55,764
6	9,889	9,153	98	98,800
7	16,336	15,926	92	102,473
8	10,408	9,557	102	112,908

資料：大韓證券業協會，證券，第14號에서 作成

<丑7>

株式과 社債의 賣買回轉比較

單位：百萬圓，%

年 度	發 行	償 還	未償還殘額 (A)	去 來 額 (B)	賣 買 回 轉 率	
					社債(C)	株 式
1972	9,928	—	9,928	128	1.3	39.4
1973	3,450	—	13,378	220	1.6	42.5
1974	27,870	9,628	31,620	199	0.6	38.0
1975	33,450	3,750	61,320	647	1.1	50.4

資料：韓國證券去來所，株式，第14號에서 作成

註 ① $C = \frac{B}{A} \times 100$

② 未償還殘額은 年末殘額임

③ 去來額은 約定代金으로 表示했음

10 논문집

勿論 賣買回轉率만을 平面的으로 比較하는 것에 依하여 去來의 圓滑與否를 速斷하기에는 약간의 無理가 없는 것도 아니지만 어떻게 이를 通하여 會社債去來가 不振했었다는 一面을 찾아 볼 수 있는 것이다.

<표8>

1976年度 上場債券의 賣買回轉率

單位: 百萬元, %

種 類 別	區分	上 場 殘 額 (A)	去 來 額 (B)	回 轉 率 (C)
道 路 國 債		9,432	840	8.9
徵 發 補 償 證 券		18,252	2,312	12.7
對 日 補 償 請 求 證 券		3,012	1,018	33.8
國 庫 債 券		7,500	6	0.1
產 業 金 融 債 券		58,917	5,254	8.9
電 力 債 券		23,085	4,385	19.0
國 民 住 宅 債 券		29,816	1,793	9.0
住 宅 債 券		17,769	9	0.1
社 債		52,150	646	1.2
計		219,933	16,377	7.4

資料: 韓國證券去來所, 株式

註 ① $C = \frac{B}{A} \times 100$

② 上場殘額은 年末殘額임

다음으로 會社債의 收益率을 通하여 社債流通市場의 現況을 살펴 보면 <表 9>에서 보는 바와 같이 1972年 上半期의 28.0%를 最高로 해서 1974年 下半期의 18.6%를 下限으로 大體的으로 20%의 水準을 오르내리고 있다. 이와 같은 收益率은 <表 10>에서 보는 바와 같이 日本의 境遇 1976年 上半期의 社債利率 8.8%~9.1%의 約 2倍를 上廻하는 높은 水準이기는 하지만 這間 우리 나라의 物價上昇과 金融機關의 預金利率, 後進國에서 中進國으로 發展하는 데 必要한 資本의 不足等을 아울러 考慮할 때 大體로 市場實勢를 反映한 水準으로 받아들일 수 있다.

<표9>

金融機關預金利率과 公社債利率比較

單位: %

年 月 日	預金利率	公 社 債 發 行 利 率							
		建國國債	復興國債	道路國債	補償證券	產金債	住宅債	電力債	公募社債
1962. 2. 1	15.0	5.0	2.0	—	—	5.0	—	—	—
1965. 9. 30	30.0	—	—	—	—	—	—	—	—
1968. 10. 1	25.2	—	—	20.0	—	—	24.0	—	—
1969. 6. 1	22.8	—	—	20.0	—	24.0 21.8	25.0 21.8	—	—
1971. 6. 28	20.4	—	—	20.0	5.0	21.8 20.0	21.8	24.0	—
1972. 1. 17	16.8	—	—	16.0	—	17.0 16.5	16.5	17.4 16.5	28.0 20.0
1972. 8. 3	12.0	—	—	12.0	—	12.4 12.0	—	12.6	26.0 17.0
1974. 1. 24	15.0	—	—	—	—	13.2 12.4	13.2	15.0	19.5 18.6
1976. 8. 2	16.2	—	—	—	—	—	—	—	20.0

資料: 大韓證券協會, 證券, 第10號

<丑10>

日本의 社債利率 및 發行條件

等 級	朝 限	年 利 率	發 行 價 (額面100圓)	應 募 者 利 益 (年)
AA	10 또는 7年	8.8	99.50 (96.75)	8,894 (8,857)
A	"	8.9	99.50 (99.75)	8,994 (8,958)
BB	"	9.0	99.50 (99.75)	9,095 (9,058)
B	"	9.1	99.50 (99.75)	9,195 (9,158)

資料: 大韓證券業協會, 證券

註: 여기서 等級 AA는 純資產 1,000億圓以上, 自己資本比率 15%以上, 配當率 8% 以上
 A는 純資產 450億圓以上, 自己資本比率 15%以上, 配當率 8%以上
 BB는 純資產 60億圓以上, 自己資本 15%以上, 配當率 8%以上,
 B는 純資產 40億圓以上, 自己資本 20%以上, 配當率 10%以上

그러나 이와 같이 높은 社債利率은 結果的으로 企業의 資本費用을 上昇시킬 뿐만 아니라 企業評價를 惡化시킨다는 點에서 重要한 問題라고 아니할 수 없으며 아울러 社債의 利率이 이와 같이 높은 것은 部分的으로는 債券의 流通性이 不充分한 데 起因된다는 點도 看過할 수 없는 問題라 생각한다.

이와 같이 社債의 利率이 金融機關의 預金金利보다 顯著히 높은데도 不拘하고 市中의 遊休資金을 大量의으로 吸收하지 못하고 있는 것은 社債의 流通性이 低調한 때문에 해석된다.

4. 流通市場의 制度

證券市場은 發行證券이 發行主体로 부터 投資者에게 이르는 發行市場과 이미 投資者의 所有로 歸屬된 既發行證券이 다른 投資者에게 轉賣되어 流通하는 流通市場으로 構成되며, 流通市場의 基本的 構造는 證券去來所와 場外市場·即 店頭市場의 두가지 市場組織에 依하여 形成되고 있다.¹⁾ 流動市場에 있어서는 應當 證券去來所가 그 中心이 되지만 債權에 있어서는 店頭市場의 重要性도 看過할 수 없다.

그러나 우리나라 證券市場에 있어서는 店頭市場은 찾아볼 수 없고 大部分의 賣買가 證券去來所를 通하여 集中的으로 이루어지고 있다. 이와 같은 現象은 社債市場의 規模가 零細하여 證券去來所가 모든 去來를 担當할 수 있다는 데도 理由가 있으나 다른 한편으로는 店頭去來를 促進시킬 수 있는 組織化된 制度가 未備된 데도 重要한 까닭이 있다고 본다. 即 우리 나라에서도 店頭去來를 法的으로 禁止되어 있는 것은 아니고 다만 場外市場인 店頭市場에서의 投機만을 禁止하고 있지만 場外市場을 組織化할 具體的인 方案들을 講究하지 않고 있다. 그래서 우리 나라에서는 流通市場이라고 하면 곧 證券去來所를 뜻하는 것으로 認識되고 있는 實情이다.

證券去來所는 上場證券을 對象으로 繼續的으로 證券의 大量賣買去來를 行하는 高度로 組織化

1) Bogen, J. I., Financial Hand Book, 1962, pp. 65-66

된 市場機構로서 經濟的인 機能에는 一般的으로 資本轉換機能, 價格形成機能, 및 保險的 機能 등의 세가지를 主要機能으로 하고 있다.²⁾ 그리고 이와 같은 機能을 遂行하기 爲하여 證券의 上場制度, 賣買去來制度, 去來員制度 등의 各種 制度를 갖추고 있다. 여기서는 社債去來의 圓滑化라는 前提下에 上場制度和 去來制度를 中心으로 考察해 보고자 한다.

가. 上場制度

證券의 上場이란 證券去來所를 通하여 當該證券에 對한 自由 公開의 市場을 開設하는 것으로서 여기에는 證券의 新規上場, 上場證券의 管理, 上場證券의 上場廢止 등에 關한 諸般事項이 包含된다. 먼저 證券의 上場制度를 살펴 보면 現行證券去來은 第73條에서 發行會社의 申請이 있고 「大統領令이 定하는 바에 依하여 證券去來所에 登錄을 畢하고 財務部長官의 認可를 받은 證券에 限하여 上場하는 것으로 하고 있으며, 例外的으로 「公益 또는 投資者의 保護를 爲하여 必要하다고 認定되는 有價證券의 上場을 命할 수 있다」고 證券去來法 第 76條에서 規定하고 있으며, 具體的으로 上場要件을 提示하면 다음과 같다.³⁾

첫째 社債의 上場은 證券去來所에 上場株式의 發行人에 限함을 原則으로 한다.

둘째 社債의 發行은 既發行株金總額이 2億원 以上이어야 한다.

셋째 發行한 後 1年 以上 經過하지 않은 債券이라야 한다.

넷째 當該債券의 未償還額面總額이 60% 以上으로 市場性이 있다고 認定되어야 한다.

다섯째 發行額面總額이 1億원 以上이어야 한다.

다음으로 上場廢止에 있어서는 發行會社가 廢止를 申請하는 境遇와 證券去來所가 一方的으로 廢止하는 두가지 境遇가 있는데 두 境遇 모두 證券去來法 第75條 規定에 依하여 財務部長官의 承認을 얻어야 한다. 다만 證券去來法 第77條에 依하여 財務部長官은 必要한 境遇에는 既上場 證券의 上場의 廢止 또는 賣買去來의 停止를 命할 수 있도록 規定하고 있다. 그런데 上場을 廢止할 수 있는 條件은 다음과 같다.⁴⁾

첫째 既發行株式金額總額이 2億원 未滿일 境遇

둘째 未償還額面總額이 1億원 未滿이거나 發行額面總額이 百分之10에 未達될 때.

셋째 償還殘存月數가 6個月 未滿으로 市場性이 없다고 認定될 때.

넷째 其他規定 등의 違反이나 會社의 合併이 이루어졌을 때 등이다.

한편 上場證券의 管理에 있어서는 企業公示에 關한 事項이 制度의 主內客을 이루고 있다. 即 證券去來法 第78條에 依하여 上場法人은 每事業年度마다 事業報告書를 提出해야 하고 特히 社債와 關聯하여 ① 上場社債의 償還 또는 買入消却에 關한 決定事項 ② 轉換社債의 轉換計劃書 ③ 債權期限의 利益喪失에 關한 通知書 ④ 社債權者 集合召集 通知書 ⑤ 社債權者 集合決議 通

2) Bogen. J. I., op. cit., pp. 68-69.

3) 韓國證券去來所, 有價證券上場審査基準 參照

4) 韓國證券去來所, 有價證券上場廢止規定 參照

知書 등을 證券去來所에 通告하도록 規定하고 있다.

나. 賣買去來制度

우리 나라에서 採用되고 있는 賣買去來의 形態는 證券去來所 業務規定 第4條 3項에 當日決濟去來, 普通去來, 特約日決濟去來, 發行日決濟去來의 4種이며 이 가운데 發行日決濟去來는 株式去來에만 適用되므로 社債去來의 形態는 3種으로 되어 있으나, 現在 우리 나라에서는 普通去來가 一般的으로 使用되고 있고, 證券去來所가 別途로 定하는 境遇에 限하여 當日決濟去來 및 特約日決濟去來를 使用하고 있다.

우리 나라의 普通去來制度는 1962年 1월에 證券去來法이 公布되고 實物去來와 清算去來의 折衷型인 普通去來制度를 導入했으나 同年 6月부터 中止되었다가 1971年 12月 1日부터 크게 改革된 바 있는데 現在 그 決濟期限은 賣買契約를 締結한 날로부터 3日째 되는 날에 決濟하는 것으로 日本의 普通去來, 美國의 Regular way와 같은 制度다.

그런데 普通去來制는 元來 實物去來의 硬直性과 清算去來의 投機性을 解消, 緩和시키고 去來에 適當한 彈力性을 賦與하기 爲하여 兩制度의 折衷形態를 取한 것으로서 이 制度는 一種의 短期的 清算去來라고 할 수 있다. 그리고 普通去來의 이와 같은 特長을 살리기 爲해서 信用去來制를 補完적으로 實施하는 것이 一般化되어 있다. 이런 뜻에서 우리나라에서도 證券會社의 對顧客 信用供與에 依한 信用去來方式이 導入되어 있다.

그러나 우리 나라 證券市場에 있어서 信用去來는 市場第一部 種目에 限하여 許容되고 있으며 會社債去來에서는 이러한 信用去來의 利用이 不可能하게 되어 있다.

요컨대 우리 나라의 社債市場에서는 店頭去來와 信用去來가 모두 利用되지 못하고 있는 가운데 普通去來만이 施行되고 있는 形便이다. 이러한 點에서 社債流通市場의 制度上的 單純性과 未開發相을 찾아 볼 수 있으며 重要な 問題點으로 登場되고 있다.

II

앞에서 우리 나라 社債市場의 現況과 制度를 살펴 보았는데 여기서 우리 나라 社債市場이 量的으로는 括目할만한 成長을 이룩하였으나 發行 및 流通의 質의인 面에서는 株式市場과 均衡있게 開發成되지 못하고 있음을 確實히 把握할 수 있었다.

이제 앞에서 分析 檢討한 結果를 綜合하여 社債市場의 問題點을 導出整理해 보며 다음과 같이 集約시킬 수 있다.

1. 發行市場의 問題點

첫째 社債種類的 單純性을 指摘할 수 있다.

<表 4>에서 이미 본바와 같이 一般社債 60.7%, 保證社債 36.3%, 轉換社債 3.0%로서 保

證社債의 比率이 相對的으로 높는데 保證社債는 그 性格上 長期債의 發行이 困難하며 따라서 長期資本調達이 어려울 뿐만 아니라 이와 같은 社債種類的 單純性으로 因하여 投資家의 多樣한 需要「패턴」에 效果的으로 對處하지 못하고 있다.

둘째 發行價格과 利子率 等の 發行條件이 硬直化되어 있다.

社債發行條件의 硬直性은 <表 8>에서 본바와 같이 債券回轉率을 低下시키는데 그 原因은 社債의 流通價格보다 發行價格이 높음으로써 發行市場의 利子率과 流通市場의 收益率間의 乖離를 심화시키고 發行市場에서의 社債消化에 커다란 制約要素가 되고 있다.

세째 社債의 發行主体別 發行條件의 等級化가 不備된 데도 問題가 있는데 이는 投資家에 對하여 危險度에 따라 投資對象을 選擇할 수 있는 合理的인 基準을 提供하지 못하고 있다.

네째 總引受制度가 所期の 先引受 後賣出의 機能을 제대로 發揮하지 못하고 있다는 點이다.

이러한 것은 社債種類的 單純性, 發行條件의 便宜性, 流通性의 不足으로 因한 投資家의 消極性도 問題지만 引受機關의 引受資金을 爲始한 引受能力이 不足에 起因되는 것으로 생각한다.

2. 流通市場의 問題點

첫째 社債의 流通性이 貧弱하다는 것이 가장 重要한 問題다.

流通市場의 問題란 結局 社債의 流通性을 어떻게 提高시키느냐로 集約되기 때문이다. 이와 같은 流通性의 不足은 投資家의 社債市場에의 參與를 困難케 할 뿐만 아니라 나아가서 發行市場을 萎縮시킨다는 點에서 發行 및 流通의 兩面에 걸쳐 中心的인 問題로 登場된다고 하겠다.

둘째 流通機構의 未備를 들 수 있다. 卽 社債의 流通을 圓滑히 하기 爲한 店頭市場이 거의 이루어지지 않고 있다는 것이다. 店頭去來는 債權去來에 있어서 不可缺하게 要求되는 制度인데 우리 나라에서는 消極的인 規制만이 法制化 되어 있는 實情이다.

세째 投資者 保護가 未洽하다는 點이다.

現行制度上的 投資者 保護는 主로 企業公示에 依存하고 있으며, 社債權者로서의 特殊한 權利는 充分히 保護되지 못하고 있는 實情인데 이와 같은 現象은 現行法이 大陸法의 傳統에 따라 社債權者 保護에 있어 所謂 滿期加速化라는 社債權者集會의 方式에 依하는 것을 爲主로 하고 있는데 이러한 制度는 一般投資者에 對해서는 效果的인 保護對策이 될 수 없는 것이라 하겠다.

그런데 現在는 이와 같은 投資者 保護의 未洽을 補完하기 爲한 方便으로 保證社債에 依하여 무마시키고 있는 셈이지만 保證社債의 發行은 앞에서 言及한바와 같이 社債種類的 單純化를 加速화시킴으로써 發行市場을 萎縮시킬 充分한 要因을 內包하는 것이다. 그러므로 앞으로 社債市場에서 保證社債에의 依存은 脫皮해야 할 것이며, 따라서 投資者保護問題가 根本的으로 解決되어야 할 것이다.

以上으로 社債市場의 問題點을 導出해 보았는데 이것을 要約해 보면 發行市場에 있어서는 發行制度의 單純性과 運營의 硬直性으로 因한 社債의 消化不振이 中心問題라 하겠으며, 流通市場에서는 流通構造의 未備로 因한 流通性 不足이 中心問題로 集約할 수 있다.

IV

1. 社債種類의 多樣化

發市市場의 問題點 中에서 社債種類의 單純性이 社債消化不振의 한가지 要因으로 指摘되었으며. 이와 關聯하여 社債種類의 多樣化가 社債消化를 圓滑하게 하고 나아가서 社債發行市場의 促進策이 될 것이다.

특히 現在 우리 나라의 社債消化 不振의 重要한 原因은 一般投資家들이 社債에 對한 無關心에 있다고 생각되며 이들을 社債市場으로 吸收하기 爲해서는 于先 社債가 安全한 投資對象이라는 社債의 有利性을 認識시킴과 同時에 適切한 誘引을 提供하는 것이 要求되고 있는데 現在 많이 發行되고 있는 保證社債는 投資의 安全性은 어느程度 保障되고 있으나 適切한 誘引은 거의 提供하지 못하고 있는데 이러한 誘引要素를 提供할 수 있는 몇가지 社債를 들면 다음과 같다.

가. 轉換社債

轉換社債는 轉換으로 因하여 株式化할 수 있으므로 投資家의 立場에서 보면 Inflation hedge 機能과 어느 程度 投機的 收益을 期待할 수 있다는 點에서 有利하며 商法 第513條에서 轉換社債의 發行을 許容한 것도 이때문으로 보인다.

특히 現在 證券市場에 集中되고 있는 大部分의 資金이 浮動性 遊休資金이라는 것과 株式發行市場의 過熱로 말미암아 株式買入이 어렵게 되어 있는 證券市場의 事情을 勘案할 때 轉換社債는 消化展望이 밝은 社債의 種類라고 할 수 있다. 아울러 發行者인 企業側에서도 轉換이라는 誘因을 提供하는 代價로 發行條件을 有利하게 定할 수가 있다는 點에서 환영받게 될 것으로 생각한다.

이와 같이 轉換社債가 發行者와 投資者 兩側에 다 같이 有利한데도 發行이 不振한 것은 첫째 發行節次가 複雜하기 때문으로 생각되는데 轉換社債의 發行에 對하여 商法 第513條는 定款의 變更 또는 株主總會의 特別決議에 依하여 轉換條件, 轉換으로 因하여 發行할 株式의 內容과 轉換請求期間을 定해야 한다고 規定함으로써 實際發行에 많은 制約이 되고 있는데 轉換社債의 發行을 促進하기 爲해서 그 發行節次를 簡素化하여 一般社債와 같이 理事會의 決議事項으로 移讓하는 것이 바람직 한 것이다. 그리고 株式으로 轉換할 수 있는 轉換率은 株式의 優良度에 따라 調節할 수 있도록 하고 轉換權의 行使는 少額株主의 範圍를 벗어나지 못하도록 規制함으로써 支配權의 急激한 變化에서 오는 經營의 不安定要素를 事전에 豫防해야 할 것이다.

勿論 轉換社債의 發行에는 여러가지 異論이 提起될 것이며, 特히 株主의 權利 保護問題가 爭點이 될 것이며 그 中에서도 「株主의 新株引受權」이 되겠는데 이와 같은 株主의 權利는 여러가지 經營內外의 事情이 同一하다면 妥當히 保護되어야 하겠지만, 圓滑하고 機動性 있는 企業資金 調達에 于先하여 主張될 수는 없을 것으로 생각되며 特히 企業公開를 推進하고 있는 基本精神이 企業資金 調達의 合理化와 株式의 大衆化 및 이를 통한 資本과 經營의 分離에 있다면 이와 같은 精神은 社債의 發行에까지 一貫性있게 追求되어야 할 것이다.

나. 新株引受權附社債

轉換社債와 더불어 開發되어야 할 것으로 新株引受權附社債를 들 수 있다. 新株引受權附社債는 發行會社의 有價增資時 新株買收權이라는 誘引劑로서 社債消化를 促進할 수 있다는 點에서 轉換社債와 類似한 機能을 갖고 있으며 우리나라 政府當局에서도 社債發行 增大 및 消化促進策의 一環으로 그 發行을 制度化한 新種社債에 該當되는 것으로 現行 商法上의 明文規定이 없으며 그 發行實績도 극히 低調한 實情이다. 그런데 新株引受權附社債의 發行도 轉換社債의 發行方法과 同一한 것으로 解釋되며 轉換社債에서 이미 指摘한 바와 같이 簡素化 되어야 所期의 效果를 거둘 수 있을 것이다.

新株引受權附社債는 앞에서 言及한 바와 같이 發行會社의 有價增資時 社債權者에게 新株引受權을 賦與하며 發行會社 株式의 優良度에 따라 社債利率을 調整할 수 있도록 하는 居置式 金利調整附 社債로 長期資本 調達을 可能케하는 彈力利子附債券이라 하겠다. 이와같은 社債는 韓國投資公社에서 幹事한 大韓製糖 社債와 大韓製粉의 社債가 여기에 該當된다. 이와 같은 新株引受權附社債의 發行 및 消化를 促進시키기 爲해서는 社債와 新株引受權을 分離시켜 去來의 目的物이 될 수 있도록 하는 措置가 必要하다. 即 證券關係法規上에 新株引受權證書가 去來의 對象이 될 수 있다는 規定을 分明히 합과 同時에 新株引受權이 獨自의 有價證券으로서 去來될 수 있도록 別個의 市場이 提供되어야 할 것이다.

다. 利益參加社債

利益參加社債는 社債權者에게 一定額의 利子を 支給할 것을 約束한 以外에 企業의 利益의 分配에도 均霑하는 權利가 賦與된 社債를 말한다. 이러한 利益參加社債는 獨逸에서 比較的 많이 發行되고 있는데, 利益參加의 方法에 따라 一定率로 하는 方法과 利益의 몇 %以內라는 最高限度만을 定하는 方法 등이 있고, 이와 類似한 形態로서 收益社債라는 것이 있는데 이는 美國에서 開發된 社債로서 企業利益의 有無와 多寡에 따라 一定率의 利子を 支給하는 社債다. 이와같은 社債는 發行市場의 利率과 流通市場의 收益率의 格差를 解消시킴으로써 發行市場의 增大와 流通性을 提高시키는 效果를 期待할 수 있을 것이다.

2. 發行條件의 彈力성과 等級化

우리 나라 社債市場에서의 또 하나의 重要한 問題는 發行條件의 硬直性이라 하겠다. 이러한 硬直性 問題는 지금까지 公募社債의 大部分이 證券會社 및 投資信託 等に 依하여 政策的으로 引受 消化되어 왔기 때문에 은폐되어 온 감이 있으나 近來에 와서 이들에 依한 引受 및 消化能 力の 限界를 들어냄으로써 비로서 심각하게 부각되고 있다. 따라서 우리 나라 社債市場은 一般 投資家를 社債消化에 參與시킴으로써만 效果的인 消化促進을 期待할 수 있는 狀況에 이르렀으며 이러한 狀況에 있어서 社債發行 條件이 硬直性이라는 것은 社債消化에 決定的인 制約要因이 되고 있다.

왜냐하면 硬直的인 發行條件下에서는 投資家は 優良企業이나 短期保證社債에는 應募할지 모르나 그에 미치지 못하는 社債에는 消極성을 보일 것이 豫想되며 結局 社債發行의 圓滑化를 不可能하게 할 것이다. 特히 證券市場에 集中되는 資金은 다른 資金보다 收益率에 敏感한 遊休資金이라는 것을 看過해서는 안될 것이다.

따라서 發行條件에 關한 限 市場의 自由로운 價格「메카니즘」을 最大限으로 許容하는 것이 資本市場育成의 基本原則이라 하겠다. 勿論 一時에 發行條件을 價格「메카니즘」에 맡겨 버리면 여러가지 副作用이 豫想되므로 점진적으로 實行해야 할 것이며, 그렇지만 原則에 對해서는 最大限으로 充實해야 할 것이다.

勿論 短期的으로 볼 때 發行條件의 彈力化는 資本「코스트」를 上昇시키는 結果를 招來한다고 해서 바람직하지 못한 것으로 받아들일 수도 있으나, 發行量의 增大에 依한 必要資金의 合理的 調達이 一次的인 考慮事項인 以上 發行利率의 上昇은 불가피한 것으로 받아들여야 할 것이며 長期的으로 본다면 投資家の 社債市場에의 參與擴大를 通하여 發行利率을 低下시키는 것이 可能한 것이다. 그런데 社債의 發行條件을 彈力化한다고 할 때 社債의 利率을 市場收益率과 連結 시킨다는 것과 社債의 發行條件을 種目別로 等級化한다는 意味를 內包한 것이다. 왜냐하면 社債는 發行者에 따라 信用度, 即 危險度を 달리하기 마련이며 이러한 點도 發行條件에 反映되어야 하기 때문이다.

그런데 이와같은 危險度を 發行條件에 反映하기 爲해서는 社債等級制의 導入이 必要하며, 이와같은 等級制度를 導入키 爲해서는 日本과 美國 等 先進國의 制度를 分析檢討하여 參酌해야 할 것이며, 이러한 觀點에서 몇가지 事項을 列舉하면 다음과 같다.

첫째 社債等級制 實施의 目的을 分明히 해야 된다. 即 社債의 等級化는 發行條件의 彈力化에 主目的을 두어야 하며 起債統制의 手段으로서가 아니라 發行條件의 合理化를 爲한 指標로서 使用되어야 한다. 이렇게 함으로써 不良債券의 發行을 抑制하여 投資家를 保護하는 附隨的인 效果도 期待할 수 있을 것이다.

둘째 社債等級化의 基準이 있거셔도 當該企業의 信用度가 一次的 要件가 되져야 하며, 株式

分析에서와 같이 企業의 量的分析과 質的分析을 通하여 投資家를 바르게 誘導할 수 있도록 해야 하고 아울러 이러한 社債等級制度를 導入키 爲해서는 專門担当者 養成과 制度的 뒷받침이 先行되어야 할 것이다.

3. 引受機能 強化 및 證券會社의 大形化

社債發行의 擴大成立되기 爲해서는 起債市場 育成이 무엇보다 重要하나, 한편 證券會社를 비롯한 引受機能의 強化가 더욱 重要하다.

그런데 現在 우리 나라 社債發行의 增加는 投資信託에 크게 依存하고 있으며, 2個의 投資信託專業會社와 3個의 綜合金融會社가 公社債投資信託을 運營하고 있는데 依存도가 매우 높은데, 앞으로 起債市場의 擴大를 爲해서는 單純히 投資信託依存體制를 止揚하고 一般投資者나 機關投資者에의 投資對象으로써 投資期間의 短縮化機能을 갖추기 爲하여 債券流通市場을 現實化시키고 引受機能을 強化시켜야 한다. 이를 爲해서 證券會社의 資本金의 擴充을 爲始한 大型化와 引受金融의 擴大供給이 要請된다.

아울러 社債引受機關은 分賣活動을 보다 積極적으로 展開해야 하며 投資者의 低邊擴大를 爲한 弘報活動을 展開해야 할 것이다. 例컨데 投資公社나 投資信託의 受益證券規模를 擴大하며 나아가서 株式型受益證券에 社債의 編入比率를 上向調整하며 勤勞者의 財形貯蓄中の 證券貯蓄에 社債도 포함시키는 方案이 講究되어야 할 것이다.

4. 店頭市場의 開發 및 組織化

社債의 流通市場에 있어서 證券去來所에 못지않게 店頭市場의 機能이 극히 重要한데 社債가 店頭市場에서 去來되는 理由는 첫째 發行種目數가 많기 때문에 그 全部를 證券去來所에서 集中的으로 去來하기란 技術적으로나 節次上으로 어렵다는 것과, 둘째 債券은 一般的으로 種目別로 個性이 뚜렷하지 못하므로 個個의 債券을 全部 上場시킬 意義가 없으며, 셋째 債權去來에는 法人의 多量去來가 相當한 몫을 차지하고 있어 市場集中의 賣買를 實施하게 되면 必要以上으로 價格變動을 일으킬 念慮가 있다는 點 等이다.

그러므로 美國이나 日本等の 先進國의 境遇에 去來所市場은 價格形成機能을 店頭市場은 去來의 圓滑化를 提高시키는 機能을 擔當하는 것으로 分化되고 있으나 우리 나라의 社債市場은 그 歷史가 日淺할 뿐만 아니라 去來規模도 아직은 年間 300億에 不遇하며 投資層도 극히 制限的인 狀態로서 去來所市場과 店頭市場의 分化가 이루어지지 않고 있다. 그리고 制度上으로도 店頭市場을 組織化할 對策이 마련되어 있지 않다. 이와 같이 社債去來를 去來所에 集中시킨 것은 社債市場의 初期段階에서는 어쩔 수 없는 것으로 받아들여지고 있다.

그러나 近來에 와서 證券市場이 急成長하여 株式公募는 勿論 社債의 公募 역시 크게 伸張되고 있으며, 따라서 發行市場과 더불어 流通市場의 均衡的인 育成이 當面課題로 되고 있다. 特

히 流通市場의 改善 乃至 育成問題는 社債市場에 있어서 더욱 심각한 것으로 提起되고 있다. 따라서 社債의 流通市場育成이 時急하며 그의 一環으로 店頭市場의 開發育成이 要請되는데 이와같은 問題를 達成하기 爲해서는 먼저 店頭去來를 組織化하는 方案이 講究되어야 하는데, 먼저 店頭去來에 關한 諸般原則을 定하고 去來時勢 및 去來實績을 公示하는 등 去來秩序를 確立 하므로써 一般投資家들이 信賴하고 參與할 수 있는 與件을 造成해야 할 것이다. 그리고 店頭市場을 制度化하는데는 다음의 여러가지 點을 充分히 考慮해야 될 것이다.

첫째 店頭市場의 組織化에 있어서는 證券業協會를 中心으로 하여 業界가 自發적으로 先導해야 할 것이다.

둘째 店頭去來의 公正 圓滑한 施行을 爲해서는 業者間 賣買가 활발해야 하며 業者間市場이 同時적으로 育成되어야 한다. 日本의 公社債時勢交換「센터」나 뉴욕市場에 있어서의 業者間 時勢交換(Pink Sheet)이 그 한가지 例이다.

마지막으로 店頭市場에서의 去來種目を 嚴選해야 한다. 特히 店頭市場開發의 初期段階에서 一般投資家가 安心하고 參與할 수 있는 與件을 造成한다는 意味에서 不可避하게 要求되는 事項이라 하겠으며, 例를들면 上場會社의 社債에 對해서만 店頭去來를 許容하는 方法 등이 그것이다.

5. 社債利子에 對한 租稅의 減免

社債의 消化 및 流通性提高策의 一環으로서 社債利子에 對한 租稅減免措置를 講究할 必要가 있다.

現行 所得稅法의 規定에 依하면 公募社債의 100分之3 未滿을 所有한 投資者의 社債利子は 100分之5를, 其他의 利子所得에 對해서는 100分之25를 課稅하는 것으로 되어 있다.

그런데 이와같은 利子所得稅의 課稅는 租稅의 一般原則에서 볼 때 지극히 타당한 것이지만 社債의 消化促進 및 流通性 提高라는 見地에서 政策的으로 緩和할 必要가 있다. 이러한 措置는 日本에서도 少額貯蓄者非課稅制度가 施行되고 있다.

아울러 法人의 一時的 社債保有를 助長하기 爲하여 法人이 取得하는 社債利子所得에 對해서도 租稅의 減免措置가 講究되어야 할 것이다. 이렇게 함으로써 企業의 一時的 遊休資金을 社債市場으로 吸收하는 것이 可能할 것이며, 이로써 社債의 流通性 提高에 寄與할 것으로 期待된다.

4次 經濟開發五個年計劃에 있어서는 自立經濟의 完成을 第1의 目標로 삼고 있다. 이는 國民貯蓄을 充分히 提高시켜 投資財原需要에 充尼케 함으로써 지금까지의 開發過程에서 繼續되었던

海外貯蓄에의 依存을 止揚하는 것을 意味한다. 國民貯蓄의 增加는 金融貯蓄과 證券貯蓄이 擔當해야 하며 이는 間接金融貯蓄의 伸張에 限界性이 있으므로 점차 直接金融貯蓄 依存度를 높임으로써 極大化할 수 있을 것이다.

4次經濟開發五個年計劃中 金融貯蓄計劃은 16조 4,887억 원으로 國民貯蓄 25조 9,284억 원의 63.6%를 차지하며 證券貯蓄은 7조 9,703억 원으로 金融貯蓄의 48.3%를 차지할 計劃이다. 特히 總貯蓄에 對한 金融貯蓄의 比重이나 金融貯蓄에 對한 證券貯蓄의 比重은 다같이 增加되므로 이들의 相對的인 重要性을 알 수 있으며 1975年 金融貯蓄은 1조 1,590억 원이었으나 1981년에는 4조 7,873억 원으로 年平均 28.3%씩 伸張되며, 特히 證券貯蓄은 4,962억 원에서 2조3,977억 원으로 30.2%씩 成長될 것으로 計劃하고 있다.

그러나 證券貯蓄中에서 資本市場이 차지하는 比重은 1975年 31.5%에서 1981년에는 33.1%로 增加될 것으로 計劃하고 있는데, 앞으로 점차적으로 擴大될 것으로 생각한다.

어쨌든 資本市場의 資金調達, 即 發行市場規模는 1976年 2,622억 원으로부터 1981年の 7,900억 원에 이르기까지 年平均 24.7%의 增加率로 計劃되고 있다. 그런데 資本市場中에서도 企業公開가 限界에 이르게 되면 企業의 資金調達은 社債發行에 더욱 依存하게 될 것이다.

이와같이 社債發行의 擴大를 爲해서는 起債市場의 育成이 무엇보다 重要하나, 한편 證券會社를 비롯한 引受機能의 強化가 더욱 重要하다. 이미 1976년에는 社債의 發行額이 863억 원으로 企業資金調達額 2,622억 원의 32.9%로써 1975年の 21.4%보다, 11.5%가 높아졌으며 1977년에는 58.2%를 차지함으로써 社債의 比重이 훨씬 增加되고 있다.

이와같은 社債發行의 增加는 現在 投資信託에 크게 依存하고 있으며, 2個의 投資信託專業會社와 3個의 綜合金融會社가 公社債投資信託을 運營하고 있으며, 이밖에 投資信託會社는 證券貯蓄의 運營對象으로도 社債를 買入하고 있는 것이다. 그러나 앞으로의 投資信託의 方向은 單純한 投資期間의 短縮化機能에 依한 社債投資信託의 運營보다도 基本的이고 專門的인 投資代行機能으로써 株式型投資信託에 더욱 倚重해야 될 것으로 展望된다.

따라서 起債市場의 擴大를 爲해서는 單純히 投資信託依存體制를 止揚하고 一般投資者나 機關投資者에의 投資對象으로써 投資期間의 短縮化機能을 갖추기 爲하여 債券流通市場을 現實化시키고 社債의 引受機能을 強化해야 할 것이다.

이밖에 앞서서도 言及한 바와 같이 社債種類의 多樣화와 非公開法人의 社債發行 範圍를 지금의 社債發行 後 6個月 以內 企業公開가 司能한 法人으로 하고 있는데 그 範圍를 擴大할 수 있는 方案이 講究되어야 할 것이다.

다음으로 社債金利의 彈力的 運用이다. 社債의 一般消化가 어려운 點을 감안하여 發行社債의 需給均衡을 期할 수 있도록 金利를 彈力的으로 適用토록 해야 할 것이다.

以上과 같은 諸般問題가 解決될 때 비로서 證券市場은 株式市場과 社債市場이 均衡的인 成長

發展이 可能할 것이며 4次經濟開發計劃期間中 資本市場을 通하여 動員될 內資 2조6천억원 調達이 無難할 것이며 이와 같은 內資動員이 順調롭게 이루어 짐으로써 企業의 量的 質的 成長과 國民經濟發展에 寄與하게 되리라 確信하는 바이다.

—Summary—

A Study of the Capital Market in Korea With Emphasis in the Debenture Market

Oh Dong-hyun

I

In general, in order to raise the enterprise funds there are two ways which one is a means of internal funds and the other external funds. Then the principal way raising the enterprise funds is dependent upon external funds, the way of which are also two ways through capital and financial market.

But under the economic circumstance which the level of interest rates of banks are low, it can be considered to raise through the financial market as a favorable method.

In our real conditions, the terms of borrowing are not only complicated but also it is impossible to raise a huge amount of funds all at once.

So most enterprises are issuing the company bonds by means of raising a huge amount of funds at a time, and government also is endeavoring to promote issuing the bonds so as to improve financial structure and stabilize the raise of the bonds as well.

II

1. In Korea, the debenture issue is limited to three kinds of bonds that is a guaranteed bond, a mortgage bond and convertible bond.

2. In case of floatation terms, long-term bonds are scarcely issued and most of them short-term bonds which are due in 2 or 3 years.

3. According to the current marketing system, stock exchange takes charge of it concentrically, and also the organization of an over-the-counter market isn't entirely formed.

III

In these the rehouse to organize and develop the Korean debenture market will be

summarized at:

1. Diversing of the bonds kind;

The factors of investment inducement will be increased and moreover absorption of the bonds can be achieved smoothly as well as aromate the bond market and negotiability.

2. Flexibility and classification of the fleatation terms

Flexibility of the fleatation terms harmonizes the bonds interests with the market interests and also fixation of the rate of interest, credit and profit of the issuer can be settled by the classification of the bonds.

3. Strengthening of an accepted function and the expansion of a security's size;

Asorption of the bonds is dull in present situation. In order to solve this problem and prmote the bonds issue, establishment of an acceptance system must be settled first. Expansion of the company related scurity and expanded supply of an accepting finance are required.

4. Development and organization of an over-the counter market;

Smoothues of the bond circulation can be achieved by a stock exchange must take exclusive chrage of only a price formative function and a dispersive function assign to an over-the-counter market.

To do this purpose the development and organizatin of an over-the-counter market must precede rapidly.

5. Reduction of taxation to bond interest;

An appropriate tax reduction measure must taken for the absorption of the bonds and fromotion of negotiability.