

우리나라 社債市場의 現況과 그 育成方案에 關한 研究

吳 東 弦

I. 序 論

1. 社債의 意義

社債는 資本證券의 一種으로서 企業이 一般大衆으로 부터 資金을 借入하기 爲하여 發行하는 確定利子附 分割債務證券으로서, 社債가 갖는 經濟的 意義는 容易하게 分割·流通될 수 있는 分割債務證券의 發行에 依하여 直接的으로 一般大衆으로부터 社會的 遊休資金을 集團的이고 繼續的으로 吸收하여 그것을 長期固定資本으로 轉化시킨다는데 있다고 하겠다.

勿論 企業이 資本을 調達하는데는 社債의 發行에 依存하는 以外에 自己金融, 株式發行, 短期借入 等의 方法이 있는데 이 가운데 自己金融은 企業의 收益을 源泉으로 하는 것으로 收益의 存在 및 이의 内部蓄積이 前提가 되며, 또한 借入에 依하는 것은 그 金額 償還期間에 限度가 있어 長期的으로 巨額의 資金을 確保하는 方法으로서는 여러가지로 不適當한 바 있다. 뿐만 아니라 特定の 金融機關으로부터 多額의 借入金을 調達받고 있는 企業에 對하여서는 金融機關은 債權確保上의 見地에서 駐在員을 파견하는 경우도 있으며, 때로는 經營權에 간섭하는 경우도 있다. 이에 比하여 株式이나 社債의 發行은 不特定 多數의 投資家를 對象으로 하여 社會的 遊休資金을 吸收하는 機能을 가지고 있으며 더구나 株券이나 債券은 流通性을 갖고 있어서 投資家は 必要에 따라 容易하게 그것을 賣却하므로써 資金을 回收하는 것이 可能하다. 따라서 證券 特히 社債의 發行은 長期에 걸쳐 多額의 資金을 繼續하여 吸收하는 것을 可能케 할 뿐만 아니라, 證券의 所有者는 繼續 變動하기 마련이며 따라서 經營權을 侵害하는 事態가 發生할 念慮도 一般的으로 微小하다고 하겠다. 따라서 企業이 積極的으로 成長發展키 爲해서는 株式·社債 等 證券의 發行에 크게 依存하지 않을 수 없는 것이다.

그런데 株式과 社債는 다같이 資本證券이기는 하지만, 株式은 出資證券인데 對하여 社債는 債務證券으로서 그 經濟的 意義는 重要的 差異가 있는데 첫째, 株式은 利潤證券인 同時에 參加證券으로서 株式의 發行은 企業에 있어서는 無期限의 資金을 調達하는 方法으로 必然的으로 資本의 永續的 膨脹을 가져오는 性質을 갖고 있으나, 社債의 發行은 永久社債와

같은 特殊한 경우를 除外하고는 期限이 確定된 資金調達の 方法이다. 이와같은 立場에서 보았을 때 株式에 依한 資本調達は 財務構造의 健全性이라는 觀點에서 매우 바람직한 方法이라고 할 수 있으나, 다른 한편으로는 企業環境의 變化에 따라 企業資本을 加減調節할 수 없다는 點에서 機動性있는 企業運營을 制約하는 傾向이 있다. 이에 比하여 社債를 發行하는 경우 企業은 필요에 따라 期限을 定하여 이를 償還할 수 있으며 따라서 一定期間이 經過後에 이를 消滅시킴으로써 財務管理의 彈性을 賦與할 수 있다. 요컨대 社債는 不必要한 配當壓力를 除去할 수 있는 同時에 企業環境에 適應할 수 있는 資本調達方法이라고 하겠다.

둘째, 株式의 發行은 企業의 支配關係에 變動을 誘發시킬 수 있으나 社債의 發行은 直接的으로는 支配權 卽, 經營權의 問題나 經營參加의 問題 등을 誘發하지 않는다.

셋째, 株式의 경우에는 그 配當金의 支拂은 稅制上 益金으로 處理되는데 對하여 社債利子 는 稅制上 損金으로 處理하는 것이 可能하다는 點이다. 따라서 企業의 配當政策 如何에 따라서는 社債에 依한 資金調達の 資金「코스트」를 낮추는 效果를 가져오므로써 財務構造를 健全하게 하고 나아가서 企業評價를 良好한 方向으로 好轉시킬 수 있다는 것이다.

넷째, 株式에 依한 資本調達は 證券市場의 市況如何에 따라서는 例를들면 低株價의 경우 동일한 때는 필요한 資本調達は 不可能케 할 뿐만 아니라 株式發行에 依하여 追加資本을 調達하였을 경우 株價의 追加의 下落을 招來하여 繼續的인 資本調達は 困難하게 할 뿐만 아니라 企業評價를 惡化시키므로써 企業의 信用을 阻害시킬 수 있다. 따라서 企業으로서 이와같은 一連의 惡化를 防止하기 爲해서 追加資本의 調達을 株式과 더불어 社債의 發行에 依할 필요가 있는 것이다. 特히나 他人資本의 一部를 形成하는 社債에 依한 資本調達は Leverage effect에 依하여 利益을 擴大시키는 役割을 遂行한다는 것을 充分히 考慮하여야 할 것이다.

2. 社債市場育成의 必要性

國民經濟의 發展은 勿論이거니와 個別企業의 成長發展을 爲해서도 圓滑한 資本의 調達이 그 關聯이 되고 있다. 그리고 證券市場은 이러한 資本의 調達에 있어서 狹意의 金融市場과 더불어 中樞的 一翼을 擔當하므로써 近代資本主義經濟의 불가결한 支柱가 되고 있다. 特히 經濟가 成長發展하던 할 수록 資本調達에 있어서의 證券市場의 役割은 더욱더 重要하게 된다. 그것은 證券市場이 國民의 遊休資金을 直接的으로 大量 吸收할 뿐 만아니라, 그 配分過程에 있어서도 動員된 資金을 可及的 經濟原則에 附合되게 各 產業 및 企業에 配分케 하는 效率的인 機能을 保有하고 있기 때문이다.

이에 우리나라에서도 1960年 以來 資本市場 乃至 證券市場育成을 爲한 諸般施策이 多角的으로 模索되어 왔으며, 特히 1972年 企業公開促進法의 制定과 더불어 證券市場의 育成은 一層 더 積極的으로 推進되고 있다. 그리하여 1976年 上半期에만도 1,500億원 以上이 證券市場을 통하여 產業資本化하는 등 活目한 만한 成長을 示顯하기에 이르렀다.

그러나 그동안의 資本市場育成은 企業公開의 促進과 더불어 株式市場의 發展에 그 力點이 주어지고 있으며, 公社債市場의 均衡의 發展에 對해서는 充分한 政策的인 配慮가 賦與되지 못

<表1>

金融機關引受社債의 發行現況

單位：백만원

年度別	社債種類	發行會社	發行額	引受機關	發行條件		
					期限	利率(%)	擔保
1963	轉換社債	雙龍 시멘트	700	産業銀行	5년	10	
	"	"	200	5個市銀	"	38	
	"	韓一 시멘트	150	産業銀行	"	10	
1965	"	興韓 化纖	280	"	"	11	
1966	"	韓國 群紡	100	"	"	11	
	"	共榮 化學	100	"	3년	"	
	"	綜合技術開發	100	"	"	"	
	"	興韓 化纖	20	"	5.5년	"	
1967	"	韓一 시멘트	130	"	"	"	
	"	聯合 鐵鋼	100	"	"	"	
	"	東洋 시멘트	270	"	6년	"	
	"	日新 産業	100	"	"	"	
1968	"	韓一 시멘트	70	"	5.5년	"	
	"	雙龍 시멘트	700	"	5~6년	11~12	(借換發行)
	"	東洋 시멘트	30	"	6년	11	
	"	全 全	120	開發金融	"	18	
1969	一般社債	國際 觀光	290	産業銀行	5년	20	
	擔保附社債	靑丘 木材	120	信託銀行	3년	후취27.5%할인	不動産
	"	第一 毛織	200	"	"	"	"
	"	東日 紡織	100	"	"	"	支給保證
	"	백흥 섬유	55	"	"	"	不動産
	"	大韓 毛紡	200	"	"	"	"
	"	金星 社	320	"	"	"	支給保證
	"	韓國 나이론	300	"	"	"	"
	"	韓國 毛紡	150	"	"	"	不動産
	轉換社債	全州 製紙	250	開發金融	2~3년	20	"
	"	韓國 윤리	300	"	"	"	"
1970	"	大韓 윤리	100	"	5년	"	"
	"	신도 코	30	"	"	"	"
	"	大韓 重機	100	"	"	"	"

資料：韓國産業銀行，經濟指導「시리즈」제39호

하였다. 그結果 株式市場은 크게 成長發展하였으나 相對的으로 債券 特히나 社債市場은 그 發展이 지체되고 있는 實情이며 이와같은 現象은 證券市場의 正常的인 發展은 株式市場과 社債市場의 均衡인 發展 위해서 이루어져야 한다는 證券市場發展의 基本原則에 비추어 早速히 解決되어야 할 重大한 問題라고 생각된다.

그러므로 本稿에서는 이와같이 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하고 그것을 바탕으로 問題點을 導出하여 糾明하고 나아가서 社債市場의 育成方案을 研究 摸索해 보고져 한다.

Ⅱ. 社債市場의 現況

1. 發行市場의 制度와 現況

가. 社債發行의 現況

1971年 以前까지만 하여도 우리나라의 證券市場은 事實上 社債市場이 不在한 가운데 株式市場에 依하여 그 命脈을 維持해 왔다. 勿論 1971年 以前에 있어서도 一部 企業에서 轉換社債, 一般無擔保社債 등을 發行한 實績은 있으나, 이는 一般大衆으로 부터의 公募에 依해 發行된 것이 아니고 金融機關으로부터 資金을 借入하기 爲한 便法으로 行해진대 不週하였으며 그 實績은 <1表> 과 같다.

<表1>에서 보는 바와 같이 發行條件을 놓고 보더라도 市場實勢와 乘離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.

그러다가 1972年 政府가 8.3措置를 通하여 私債의 凍結 및 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를 開發함을 契機로 비로서 社債의 一般公募가 시작되었다. 特히 1972년에는 5차에 걸친 公金利의 引下調整이 있었으며 이로써 1968年 初에 30%에 달했던 支拂公金利가 12.6%로 引下되었고, 이것이 相對적으로 社債의 消化促進에 寄與하였다. 同時에 發行者인 企業側에 있어서도 1973年 以後 繼續된 不況의 餘波로 企業의 財務狀態가 惡化됨으로 말미암아 社債의 公募에 積極性을 나타내었으며, 이미 言及한 바와 같이 8.3措置에 依한 私債의 凍結 및 私債陽性化施策 등으로 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 「붐」을 이루웠으며, 이와같은 一連의 事實들이 社債市場의 形成에 도움이 되었다.

그 以後 1973年에 와서 企業公開에 따른 優良株式의 大量出廻와 景氣上昇에 따른 企業側의 社債發行意慾의 退潮로 因하여 社債發行이 一時的으로 鈍化되기는 하였으나, 全般적으로 社債發行은 꾸준한 增加를 보이고 있다.

<表2>에서 보는 바와 같이 1972년에는 35種目에 全體有價證券의 90.1%인 99억2천8백만원, 1973년에는 12種目에 全體의 14.2%인 34억5천만원, 1974년에는 66%인 278억7천만원, 1975년에는 45.5%인 334억5천만원이 公募되었으며 1976년에 들어와서는 上半期中에 이미 60種目에 47.6%인 474억8천만원을 發行하였으며, 特히 1974年과 1975年에 와서 社債의 發

<表2>

有價證券 公募狀況

單位 : 백만원

年度別	株 式			社 債			合 計(金額)
	種目數	金額	構成比	種目數	金額	構成比	
1971	4	850	—	—	—	—	850
1972	7	1,080	9.8	35	9,928	90.2	11,008
1973	45	20,763	85.8	12	3,450	14.2	24,213
1974	22	14,337	34.0	59	27,870	66.0	42,207
1975	63	40,061	54.5	67	33,450	45.5	73,511
1976. 1~6	61	52,293	52.4	60	47,480	47.6	99,773

資料 : 韓國投資公社(投資)

- 註 ① 株式募集中 直接募集은 포함되지 않은 數值임
 ② 有價增資中 一般公募分은 公募에 包含시킨 數值임

<表 3>

美國의 有價證券發行狀況

單位 : 백만弗

區 分 年 度	株 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. 1~7	4,564	13.3	1,780	5.2	28,101	81.6	34,445

資料 : Survey of Current Business에서 作成

行은 急速한 企業의 資本調達에 있어서 社債가 占有하는 比重이 各各 66%와 46.6%를 차지 하기에 이르렀다. 이와같은 發行實績은 企業公開가 強力히 推進되고 優良株式이 多量으로 出廻되는 가운데 이루어졌다는 點에서 더욱 그 意義가 크다고 하겠다.

그러나 <表3>에서 보는 바와 같이 美國에 있어서의 1972년에 66.4%인 26,291백만「달러」, 1973년 65.4%인 20,853백만「달러」, 1974년의 83.4%인 31,532백만「달러」, 1975년 上 半期의 81.6%인 28,101백만「달러」와는 懸隔한 差異를 나타내고 있다.

그런데 여기에 看過할 수 없는 것은 이렇게 우리나라의 社債市場이 量的으로는 括目할만 한 成長을 示顯하고 있으나, 起債市場의 質的인 構造面에 있어서는 아직도 許多한 問題點들 을 간직하고 있다는 것이다.

<表 4>

會社債公募狀況

單位 : 백만원

區 分		年 度	1972	1973	1974	1975	1976. 1~6	累 計
一般社債	種目數		21	6	28	17	—	72
	金 額		6,028	1,750	13,700	8,950	—	30,428
	構 成 比		60.7	50.7	49.2	26.8	—	24.9
保證社債	種目數		13	6	30	48	59	156
	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
轉換社債	種目數		1	—	1	2	1	5
	金 額		300	—	200	550	200	12.50
	構 成 比		3.0	—	0.7	1.6	0.4	1.0
社債合計	種目數		35	12	59	67	60	233
	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)

첫째, <表4>에서 보여주는 바와 같이 社債의 種類上으로 우리나라에서는 保證社債, 一 般無擔保社債, 轉換社債의 三種類만이 發行되고 있다는 點이며, 이 中에서도 轉換社債는 그 發行이 大端히 不進하여 1972年以來 5件에 12억5천만원으로 同期間中 社債公募發行의 1%

內外에 不遇하였으며, 特히 期間이 經過할 수록 保證社債에의 依存度가 높아지고 있는 것이 注目되는 事項으로서 社債公募額 가운데 保證社債가 占有하는 比率은 1972년에 36.3%, 1973년에 49.3%, 1974년 50.1%, 1975년에 와서는 71.6%로 높아져 왔으며 1975년 7月 以後는 轉換社債를 除外하고는 全的으로 保證社債만이 發行되고 있다.

둘째, 公募社債의 發行條件에 있어서 長期債는 거의 없고 2~3年 滿期의 短期債가 그 大部分을 차지하고 있다는 점이다. 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 경우를 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이었다. 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이었고, 1976년에 와서는 全種目이 3年滿期 一時償還條件으로 發行되었다. 이와같은 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의 社債로서는 景氣變動에 對處하기 爲한 一時的 資金調達에 主로 利用될 뿐 長期固定施設을 爲한 資金調達方法으로는 不適合하며 이와같은 意味에서 中期 및 長期債의 開發이 重要な 課題로 남아 있다고 하겠다.

나. 發行市場의 制度

前述한 바와 같이 社債의 發行도 株式의 發行과 마찬가지로 企業資本調達을 爲한 資本證券의 發行이기는 하나 株式의 경우와는 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 一般的으로 株式에 比하여 그 發行頻度가 높으며 또 社債權者는 株主와는 별도로 保護해야 할 필요성도 있기 때문에 그 發行形態에 있어서 株式의 경우와 多少의 差異가 있고, 또한 發行條件의 設定에 있어서는 償還期限, 支給利子率 等 社債市場 特有의 事情이 있다.

여기서는 社債의 發行形態 및 發行條件을 中心으로 우리나라 社債市場의 發行制度를 살펴 보기로 하겠다.

1) 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 等を 어떻게 負擔하느냐에 따라 直接募集, 委託募集, 引受募集(請負募集 또는 殘額引受), 總額引受의 네 가지로 區分된다. 이 가운데 直接募集의 方法은 起債會社가 直接 社債投資者를 募集하는 것으로서 起債會社가 募集에 필요한 모든 事務節次를 스스로 履行하는 同時에 應募額이 不足한 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 되기 困難한 形態이다. 그러므로 一般的인 發行形態라고 하면 通常 委託募集, 引受募集(請負募集), 總額引受 等の 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 運營上으로 볼 때에 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 및 引受機關과의 契約에 的依하여 委託募集, 殘額引受 등이 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 발행자로서는 발행에 따르는 危險을 지지 않기 때문에 安心하고 所要資金을 即時 調達할 수 있다는 點에서 가장 合理的인 制度라고 할 수 있다.

그러나 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(證券去來法 2條 6項)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 一般投資大衆에게 賣出하는 것인데 비하여 우리나라의 總額引受制는 이와같은 機能을 完全히 充足하지 못하고 있는 實情이라고 하겠다. 이러한 問題點은 特히 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의 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함으로 말미암아 所期의 機能을 充分하게 發揮하지 못하고 있는 實情이다.

2) 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짓는 要素인 同時에 證券市場의 運營上으로는 資金의 供給을 均衡시키는 媒介體이기도 하기 때문이다. 그러므로 社債利率의 이와같은 諸特性을 考慮하여 通常 銀行預金の 金利와 貸出金利의 中間線에서 流動적으로 策定하는 것이 合理的이라고 생각된다.

그러나 우리나라에 있어서는 銀行金利가 國際水準으로 下向調整되지 않은 限 實質市場金利와 分離되고 있으며 따라서 社債利率 策定의 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 配慮에 依하여 定해지고 있는데 그 內容은 <表5>와 같다.

이와 같은 社債金利의 彈力的 運用은 社債의 一般消化가 어려운 점을 감안하여 發行社債의 供給均衡을 期할 수 있도록 한 것이며, 現在로서는 <表5>에서 보는 바와 같이 保證社債, 一般無擔保社債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 出 客觀的 基準이 마련되어 있지 않고,

<表 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 擔 保 社 債	19.5	18~20	19.5	10~21
新 種 社 債	-	-	15~17	15~21

資料 : 大韓證券協會, 證券, 第10號

保證社債는 18.6%, 無擔保社債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 경우 3年 据置 一時償還이, 無擔保社債의 경우는 2年 据置 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 있다.

한편 社債의 發行價格에 對하여 살펴보면, 社債는 元來 確定利子附 債券인 만큼, 株式의 경우와 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 경우도 없지 않으며, 利率을 變動시키기가 困難한 때에는 發行價의 調整에 依하여 應募者收益率을 調整할 필요가 생기게 된다는 것이다. 그런데 우리나라의 會社債 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 우리나라의 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 狀態이다.

2. 流通市場의 制度和 現況

가. 流通市場의 現況

1960年 以來 우리나라의 證券市場은 發行市場에서와 마찬가지로 流通市場에 있어서도 歷倒的으로 株式市場에 倚重되어 왔다. 勿論 證券去來所의 開設 初創期로부터 所謂 「1.17國債波動」이 있기까지는 債券去來가 總證券去來의 40~60%를 占함으로써 證券市場이 組織的 市場으로 體系를 갖추는데 크게 기여했는데 1962年 以後 政府가 株式市場開發에 重點을 두게 됨에 따라 債券의 去來는 激減하였으며, 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 못하였다. 그나마 우리나라의 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 會社債의 流通市場은 1972年 會社債의 公募發行과 더불어 비로소 形成되기 시작했던 것이다.

會社債市場의 胎動을 본 1972年 以後에 있어서도 企業公開의 활발한 推進과 優良株式의 大量出題로 社債去來는 株式去來의 附隨的 地位를 벗어나지 못하였다.

<表 6>

年度別 債券의 去來實績

單位 : 백만원

區分 年度	債券 去來實績			株式對債券의 去來實績構成	
	去來額	約定代金	前年對比 增減	株式	構成比
1956	908	299	—	394	56.8 : 43.2
1957	6,902	2,001	1,701	414	17.2 : 82.8
1958	4,600	1,482	-519	180	10.8 : 89.2
1959	4,567	2,116	634	763	26.5 : 73.5
1960	2,830	1,330	-786	275	17.5 : 82.5
1961	1,522	911	-419	440	32.6 : 67.4
1962	1,152	821	-90	98,375	99.2 : 0.8
1963	1,684	1,103	282	26,000	95.9 : 4.1
1964	1,051	708	-395	27,039	97.5 : 2.5
1965	214	166	-543	9,271	98.2 : 1.8
1966	115	86	-80	11,160	99.2 : 0.8
1967	45	36	-49	24,917	99.8 : 0.2
1968	32	26	-10	19,984	99.9 : 0.1
1969	412	320	294	41,942	99.2 : 0.8
1970	4,201	3,567	3,246	42,142	92.2 : 7.8
1971	10,957	7,181	3,615	33,775	82.5 : 17.5
1972	9,838	8,391	1,209	70,269	89.3 : 10.7
1973	8,553	7,418	-973	160,129	95.6 : 4.4
1974	4,018	3,149	-4,269	178,946	98.3 : 1.7
1975	16,377	13,323	10,174	333,489	96.2 : 3.8

資料 : 韓國證券去來所(株式)

註 釜山證券去來所의 去來實績은 除外된 것임

<表7>에서 보는 바와 같이 會社債의 去來量은 1972年 128백만원, 1973年 220백만원, 1974年 199백만원, 1975년에는 617백만원으로 3年 사이에 5倍의 伸張을 이룩하였으나 有價證券의 去來總額에 對한 社債去來의 構成比는 <表7>에서 보는 바와 같이 72년 0.2%, 73년 0.1%, 74년 0.1%, 75년에 0.2%를 나타내므로서 繼續하여 0.2%의 水準을 벗어나지 못하였다.

<表 7>

會社債의 去來實績

單位 : 백만원, %

區分 年度	株式		債券				合計		
	金額	構成比	會社債		其他		金額	構成比	
1970	42,142	92.2	—	—	3,567	7.8	3,567	7.8	45,709
1971	33,775	82.5	—	—	7,182	17.5	7,182	17.5	40,957
1972	70,269	89.3	128	0.2	8,263	10.5	8,391	10.7	78,660
1973	160,129	95.6	220	0.1	7,198	4.3	7,418	4.4	167,547
1974	178,946	98.3	199	0.1	2,950	1.6	3,149	1.7	182,095
1975	333,402	96.2	647	0.2	12,675	3.6	13,322	3.8	346,724

資料 : 韓國證券去來所(株式)

註 金額은 約定代金으로 表示된 것임

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 것이 特徵的으로 나타나고 있다. 卽 <表8>에서 보는 바와 같이 會社債의 賣買回轉率은 1973年의 1.6%를 最高로 72년 1.3%, 74년 0.6%, 75년에는 1.1%에 머물어 극히 低調한 實情인데 對하여 同期間에 있어서의 株式의 賣買回轉率은 40~50%에 達하므로서 社債의 賣買回轉率과 對照를 이루고 있다.

<表 8>

會社債의 賣買回轉率

單位 : 백만원, %

區分 年度	發 行 價 額	未償還殘額 (A)	去來額 (B)	賣買回轉率	
				會社債(C)	株 式
1972	9,928	—	128	1.3	39.4
1973	3,450	—	220	1.6	42.5
1974	27,870	9,628	199	0.6	38.0
1975	33,450	3,750	647	1.1	50.4

資料 : 韓國證券去來所(株式), 韓國投資公社(投資)에서 作成

註 ① $C = \frac{A}{B} \times 100$

② 未償還殘額은 年末殘額임

③ 去來額은 約定代金을 表示했음

한편 會社債의 賣買回轉率을 다른 債券과 比較해 보면 <表9>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이 12.7%, 對日補償請求證券은 33.8%, 國庫債券 0.1% 產業金融債券 8.9%, 電力債券 19.0%, 國民住宅債券 6.0%, 住宅債券이 0.1% 등으로 國庫債券 및 住宅債券을 除外하고는 會社債의 1.2%보다 훨씬 높은 水準에서 形成되고 있다. 勿論 賣買回轉率만을 平面的으로 比較하는 것에 依하여 去來의 同辨 여부를 連斷하기는 약간의 無理가 없는 것도 아니지만 어떻게 會社債去來가 不振했었다는 一面을 찾아 볼 수 있는 것이다.

<表 9>

1975年度 上場債券의 賣買回轉率

單位 : 백만원, %

種 類 別	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	6.0
住 宅 債 券	17,769	9	0.1
會 社 債 券	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 $C = \frac{A}{B} \times 100$

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 살펴보면, <表10>에서 보는 바와 같이 72年 上半期の 28.0%를 最高로 해서 74年 下半期の 18.6%를 下限으로 大體의 20%의 水準을 오르내리고 있다. 이와같은 收益率은 日本의 경우 <表11參照> 76년 上半期の 社債利率 8.8%~9.1%의 約2倍를 上廻하는 大端히 높은 것이기는 하지만 這間の 우리나라의 物價上昇과 金融機關의 預金利率, 後進國으로서의 資本不足 등을 아울러 考慮할 때 大體로 市場實勢를 反映한 水準으로 받아 들일 수 있다.

<表10>

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	住宅債券	電力債券	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 17.4)	—
1972. 1. 17	16.8	—	—	16.0	—	(17.0 16.5)	16.5	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 12.4)	15.0	(19.5 18.6)
1976. 8. 2	16.2	—	—	—	—	—	—	—	20.0

資料 : 大韓證券業協會, 證券, 第10號(76, 9)

<表11>

日本 會社債의 利率 및 發行條件

單位 : %

等 級	期 限	年 利 率	發行價(額面100萬)	應募者利益率(年)
AA	10 至는 7年	8.8	99.50(99.75)	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 여기等級 AA는 純資産 1000억萬이상 自己資本比率 15%이상 配當率 8%以上
 A 는 純資産 450억萬以上 自己資本比率 15%以上 配當率 8%以上
 BB는 純資産 60억萬以上 自己資本比率 15%以上 配當率 8%以上
 B 는 純資産 40억萬以上 自己資本比率 20%以上 配當率 10%以上

그러나 이와같이 높은 利率은 結果的으로 企業의 資本費用을 增加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 이와같이 높은 것은 部分的으로는 債券의 流通性이 不充分한데에 起因한다는 點도 看過할 수 없는 問題라 생각한다.

이와같이 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 大量的으로 吸收하지 못하고 있는 것은 社債流通性이 不足한 때문에 해석될 수 있다는 것이다.

나. 流通市場의 制度

證券市場은 發行證券이 發行主體로부터 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에 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된다.¹⁾ 流通市場에 있어서 應당 證券去來所가 그 中心이 되지만 債券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을 통한 社債의 去來는 거의 이루어지지 않고 있으며, 大部分의 賣買가 證券去來所를 通하여 이루어지고 있다. 이와같은 現象은 社債市場의 規模 自體가 弱少하여 證券去來所가 모든 去來를 擔當할 수 있다는 데도 理由가 있으나 다른 한편으로는 店頭去來를 促進시킬 組織化된 制度가 未備된데도 重要한 까닭이 있다고 본다. 即 우리나라에서도 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단을 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 우리나라에서는 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 3가지를 主要機能으로 한다.²⁾ 그리고 이러한 機能을 遂行하기 위하여 證券의 上場制度, 賣買去來制度, 去來員制度 등 各種의 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 간추려 考察해 보고자 한다.

1) 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 諸事項이 包含된다.

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

沈炳求 外, 投資論. 1975. pp. 103-104.

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

먼저 證券의 上場制度를 살펴보면, 現行證券去來法은 第73條에서 發行會社의 申請이 있고 「大統領會社가 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 얻은 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 있다고 證券去來法 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 去來所의 上場株券의 發行人에 限함을 原則으로 한다.

둘째, 社債券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 경우와 去來所가 廢止하고저 하는 경우의 두가지가 있는데, 두 경우 모두 證券去來法 75條에 依하여 財務部長官의 承認을 얻어야 된다. 다만 證券去來法 77條에 依하여 財務部長官은 필요한 경우에 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 경우

둘째, 未償還額面總額이 1億원 未滿이거나 發行額面 總額의 100분의 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 이루어 졌을 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 主內容을 이루고 있다. 即 證券去來法 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 債券期限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 通知書 등을 證券去來所에 通告하도록 定하고 있다.

2) 賣買去來制度

우리나라에서 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 該當되므로 社債去來의 形態는 3種類로 되어 있으나, 現在 우리나라에서는 普通去來가 一般的으로 使用되고 있고,⁵⁾ 다만 證券去來所가 別途로 定하는 경우에 限하여 當日決濟去來 및 特約日決濟去來를 使用하고 있다.

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, 有價證券上場廢止基準.

5) 韓國證券去來所, 業務規定參照.

우리나라의 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 6월부터 中止되었다가 1971年 12月 1일부터 크게 改革된 바 있는데, 現在 그 決濟期限은 賣買契約을 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이다.

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 취한 것으로서 이 制度는 一種의 短期的 清算去來라고 할 수 있다. 그리고 普通去來制의 이러한 特徵을 살리기 爲하여 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 우리나라 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에 있어서는 이의 利用이 不可能하게 되어 있다. 요컨대 우리나라의 社債市場에 있어서는 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 如實하게 찾아 볼수 있으며 重要한 問題點으로 登場되고 있다.

Ⅱ. 社債市場의 問題點

以上에서 우리나라 社債市場의 現況과 制度를 簡略하게 分析 檢討하였으며, 이로써 우리나라의 社債市場이 量的으로는 括目할만한 成長을 이룩하였으나 質的인 面에서의 即 發行 및 流通의 兩面에서 株式市場과 均衡있게 開發育成되지 못하고 있음을 確實히 把握할 수 있었다.

이제 以上の 考察을 綜合하여 우리나라 會社債市場의 問題를 導出整理해 보면 다음과 같다.

1. 發行市場의 問題點

첫째, 社債種類的 單純性을 指摘할 수 있다. 特히 <表4>에서 보는 바와 같이 一般社債 60.7%, 保證社債 36.3%로서 保證社債의 占有率이 높은데 保證社債는 그 性格上 長期債의 發行이 困難하며 따라서 社債에 依한 長期資本의 誘致가 어렵고, 이와같은 社債種類的 單純性으로 因하여 投資家의 多様な 需要「패턴」에 效果的으로 對處하지 못하고 있다.

둘째, 發行價格 및 利率率等 發行條件이 硬直化되어 있다. 이와같은 硬直性은 發行市場의 收益率과 流通市場의 收益性間의 乖離를 發生시켜 發行市場에서의 社債消化를 制約하고 있다.

셋째, 社債의 發行主體別 發行條件의 等級化가 不備된데도 問題가 있는데 이는 投資家에 對하여 危險度에 따라 投資對象을 選別할 수 있는 合理的 基準을 提供하지 못하고 있다.

네째, 總額引受制度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 硬直性과 流通市場에서의 流通性의 不足 등으로 인한 投資家의 消極性때문이기도 하지만, 引受團의 引受能力이 不足에 起因되는 것이다.

2. 流通市場의 問題點

첫째, 社債의 流通이 貧弱하다는 것이 가장 重要한 問題點. 流通市場의 問題點 結局 社債의 流通性을 어떻게 提高시키느냐로 集約되기 때문이다. 이와같은 流通性의 不足은 投資家의 社債市場에의 參與를 困難케 하고, 나가서 發行市場을 萎縮시킨다는 點에서 發行 및 流通의 兩面에 걸쳐 中心的인 問題點으로 登場된다고 하겠다.

둘째, 流通機構의 未備를 들수 있다. 卽 社債의 流通을 圓滑히 하기 爲한 店頭去來가 거의 이루어지지 않고 있다는 것이다. 店頭去來는 債券去來에 있어서는 不可缺하게 要求되는 制度인데 우리나라에서는 消極的인 規制만이 法制化되어 있는 實情이다.

셋째, 投資者保護가 未洽하다는 點이다. 現行制度上의 投資者保護는 企業公示에 주로 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 이와같은 現象은 現行法이 大陸法의 傳統에 따라 社債權者의 保護에 있어 所謂 滿期加速化라는 社債權者集會의 방식에 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로서는 이와같은 投資者保護의 未洽을 補完하기 爲한 手段으로 保證社債에 의하여 무마시키고 있는 셈이지만 保證社債의 發行은 앞에서도 言及한 바와 같이 社債種類的 單純化를 加速化시킴으로써 證券市場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을 脫皮해야 할 것이며, 投資者保護問題가 解決되어야 할 것이다.

以上에서 우리나라 社債市場의 問題點을 간추려 보았으며 다시 한번 集約해 보면 發行市場에 있어서는 發行制度 社債의 種類, 發行條件等의 單純性 乃至 運用의 硬直性으로 인한 社債의 消化不振이 中心問題라 하겠으며, 流通市場에 있어서는 流通構造의 未備로 인한 社債 流通性 不足이 中心問題로 集約할 수 있다.

Ⅳ. 社債市場의 育成方案

1. 發行市場의 育成策

가. 社債種類的 多樣化

發行市場의 問題點 中에서 社債種類的 單純性이 社債消化不振의 한 要因으로 指摘되었으며, 이와 關聯하여 社債種類的 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. 特히 現在 우리나라의 社債消化不振의 原因은 主로 一般投資家들이

社債에 對한 無關心에 있다고 생각되며, 이들을 社債市場으로 誘引하기 爲해서는 우선 安全한 投資對象이라는 社債의 有利性을 認識시킴과 同時에 적절한 誘因을 提供하는 것이 要求되고 있는데 現行 保證社債는 投資의 安全性은 保障되고 있으나 適切한 誘因은 거의 提供하지 못하고 있는데 誘因을 提供할 수 있는 몇가지 社債를 들면 다음과 같다.

1) 轉換社債

轉換社債는 轉換으로 因하여 株式化 할 수 있어 投資家의 立場에서 보면 Inflation hedge 機能과 어느 程度의 投機的 收益을 期待할 수 있다는 點에서 有利하며, 우리나라 商法이 513條에서 轉換社債의 發行을 許容한 것도 이 때문으로 보인다. 特히 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이란 것을 생각해야 하고, 한편으로 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 매우 밝은 種類的의 社債라 할 수 있다. 아울러 發行者인 企業側에서 볼 때 轉換이라는 誘因을 提供하는 代價로 發行條件을 有利하게 定할 수도 있다는 點에서 환영받게 될 것으로 생각한다.

그런데 이렇게 轉換社債가 發行者 및 投資者에게 다같이 有利한데도 不拘하고 그 發行이 不振한 것이 問題인데 結論적으로 말해서 發行節次가 극히 複雜하기 때문이다. 卽 現行 商法은 轉換社債의 發行에 關하여 商法 513條에서 「定款 또는 定款變更의 特別決議에 依하여 轉換의 條件, 轉換으로 因하여 發行할 株式의 內容과 轉換을 請求할 수 있는 期間을 定해야 한다」고 規定하고 있는바, 이 節次가 實際發行에 制約이 되고 있다는 것이다. 그러므로 轉換社債의 發行을 促進하기 爲해서는 그 發行節次를 簡素化하여 一般社債와 마찬가지로 理事會의 決議事項으로 移讓시키는 것이 바람직한 것이다.

勿論 이렇게 함에 있어서 여러가지 異論이 提擧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, 이러한 株主의 權利는 여러가지 經營內外의 事情이 同一하다면 마땅히 保護되어야 하겠지만, 圓滑하고 機動性 있는 企業資金調達에 優先하여 主張할 수는 없을 것으로 생각되며 特히 企業公開을 推進하고 있는 基本精神이 企業資本調達의 合理化와 株式의 大衆化 및 이를 통한 資本과 經營의 分離에 있다면 이와같은 精神은 社債의 發行에 까지 一貫性있게 追求되어야 할 것이다.

2) 新株引受權附社債

轉換社債와 더불어 開發되어야 할 것으로서 新株引受權附社債를 들 수 있다. 新株引受權附社債는 買收權이라는 誘因劑로써 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에서도 社債消化 促進의 一還策으로서 그 發行을 制度化 하겠다고 밝힌바 있다. 그러나 新種社債의 一種인 新株引受權附社債에 對해서는 現行 商法에 明文規定이 없으며 아직 發行의 實績도 全無한 形便이다. 그래서 新株引受權附社債도 轉換社債와 同一한 要件으로 發行되는 것으로 解釋된다.

그러나 新株引受權附社債의 경우도 轉換社債와 같이 特別決議를 거쳐야 된다면 效果的인

發行促進은 期待하기 어려울것으로 생각되며 理事會의 決議事項으로 移讓되어야 할 것이다. 또한 新株引受權附社債의 消化를 促進시키기 爲해서는 社債와 新株引受權이 分離되어 去來의 對象이 되도록 하는 措處가 필요하다, 卽 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.

3) 利益參加社債

利益參加社債는 社債權者에게 一定額의 利子를 支給할 것을 約束한 以外에 企業의 利益金의 分配에도 均沾하는 權利가 부여된 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, 利益의 몇%以內라는 最高限度만을 定하는 方法 등이 있다. 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 및 多寡에 따라 一定率의 利子를 支給하는 社債이다.

나. 發行條件의 彈力性和 等級化

우리나라 社債市場에서의 또하나 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에 依하여 政策的으로 引受, 消化되어 왔기 때문에 은폐되어 온 감이 있으나 最近에 와서 이들에 依한 引受, 消化能力의 限界를 들어냄으로써 비로서 심각하게 부각되고 있다. 따라서 우리나라 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 있어 決定的인 制約要素가 되는 것이다.

왜냐하면 硬直的인 發行條件下에서는 投資家は 最優良企業이나 短期保證社債에는 應募할 지 모르나 그에 미치지 못하는 社債에 對하여서는 消極性을 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 그 어느 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한한 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메카니즘에 맡겨버리면 여러가지 副作用이 豫想되므로 점진적으로 實行해야 할 것이며, 이렇게함에 있어서도 原則에 對해서는 最大한 充實을 期해야 할 것이다.

勿論 短期的으로 볼때 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 받아 들일 수도 있으나, 發行量의 增大에 依한 필요한 資金의 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할 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를 달리하기 때문이며 이러한 點도 發行條件에 反映되어야 하기 때문이다.

그런데 이와같은 危險度를 發行條件에 反映키 爲해서는 社債等級制의 導入이 필요하며, 이와같은 等級制를 導入키 爲해서는 日本과 美國等 先進諸國의 制度를 分析檢討`參酌해야 할 것이며, 이러한 觀點에서 몇가지 事項을 列擧하면 다음과 같다.

첫째, 社債等級制 實施의 目的을 分明히 해야 된다. 即 等級化는 發行條件의 彈力性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 提供되어야 한다. 이렇게 함으로써 不良債券의 發行을 抑制하는 附隨的인 效果를 期待할 수 있을 것이다.

둘째, 社債等級化의 基準에 있어서도 當該企業의 信用도가 一次的 要素가 되어야 한다. 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 正當하게 引導할 수 있도록 해야 한다. 아울러 이러한 社債等級制度를 導入하기 爲해서는 專門擔當者의 制度的 뒷받침이 先行되어야 할 것이다.

다. 引受体制의 確立

社債가 成立되기 爲해서는 引受体制가 제대로의 機能을 發揮함으로써 先引受後賣出機能을 遂行할 수 있어야 한다. 이를 爲해서 引受會社의 資本金이 擴充되어야 하고 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 積極的으로 展開해야 하며 投資家를 開拓함은 勿論 諸般 弘報活動을 展開해야 할 것이다. 例컨대 投資會社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 있어 社債의 編入比率을 上向調整하며 勤勞者의 財形貯蓄中の 證券貯蓄에 社債도 포함시켜야 할 것이다.

2. 社債의 流通性提高

가. 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 못지않게 店頭市場의 機能이 극히 重要하다. 社債가 店頭市場에서 去來되는 理由는 첫째, 發行種目數가 많기 때문에 全部를 上場證券으로 去來하기란 技術的으로나 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 債券去來에는 法人의 多量去來가 相當한 몫을 차지하고 있어 市場集中의 賣買를 실시하게 되면 必要以上으로 價格變動을 일으킬 念慮가 있다는 點等이다. 그리하여 美國이나 日本等の 先進國의 경우와 去來新市場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 우리나라의 會社債市場은 그 歷史가 日淺할 뿐 아니라 去來規模도

아직 年間 10億원에도 未達하고 있으며 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. 이와같은 社債去來를 去來所에 集中시킨 것은 社債市場의 初期段階에서는 어쩔수 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 育成이 當面課題로 되고 있다. 이 流通市場의 改善 乃至 育成問題는 特히 社債市場에 있어서 극히 심각한 것으로 提起되고 있다. 株式의 流通市場의 政府의 企業公開促進에 따라 優良株式의 大量出廻로 好況을 보이고 있는 反面 社債의 流通市場은 萎縮되어 그의 育成이 時急한 形便이며, 그의 一還策으로 店頭市場의 開發이 要請되는 것이다. 이러한 要請은 證券市場의 一次的 役割은 證券의 流通性을 提高시키는데 있으며, 이를 通하여 發行市場의 圓滑化를 圖謀한다는 證券市場論의 一般原則에 依하더라도 극히 當然한 歸結이라 생각한다.

이에 社債의 店頭市場을 育成함에 있어서는 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 諸般規則을 定하고, 去來時勢 및 去來實績을 公示하는 等去來秩序를 確立함으로써 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하는 데는 다음의 諸點이 充分히 考慮되어야 할 것이다.

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

둘째, 店頭去來의 公正 圓滑한 實施를 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센터나 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를 들면 上場會社의 社債에 對해서만 店頭去來를 許容하는 方法等이 그것이다.

나. 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 一還策으로서 社債利子에 對한 租稅減免措處를 講究할 必要가 있다.

現行 所得租稅의 規定에 依하면 (所得稅法 17條 1項 2號 및 144條 1號 (마)(아)) 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 完備할 必要가 있다. 이러한 措處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 免稅하는 措處를 講究한 것이 要望된다. 이렇게 함으로써 企業의 一時的 遊休資金을 社債市場으로 吸收하는 것이 可能한 것이며, 이로써 社債의 流通性 提高에 寄與할 것으로 期待된다.

Ⅶ. 結 論

以上에서 우리나라의 社債市場에 對한 現況과 그 育成方案을 模索했다. 그런데 우리나라 社債市場은 最近에 와서 發行規模面에서 伸張을 보이고 있으나, 株式市場에 比하면 發行 및 流通의 兩面에서 아직 低開發의 狀態를 免하지 못하고 있는데 이와같은 觀點에서 企業公開의 促進과 더불어 社債市場의 育成이 우리나라 資本市場의 健全한 育成을 爲한 當面課題라 하겠으며 이는 企業資本調達の 多邊化 및 効率化 등 圓滑한 企業資本의 調達을 期하고 나아가서 證券市場의 過熱을 防止하고 健全한 資本市場으로 育成한다는 見地에서도 社債市場의 育成은 重要하고도 切實한 政策課題라 아니 할 수 없으며 이의 實現을 爲해서 몇가지 意見を 提示하면 다음과 같다.

첫째, 發行市場의 育成을 爲해서 社債의 等級化의 필요성은 이미 育成方案에서 提示했으며 社債等級制度를 導入하기 爲해서 이를 擔當할 수 있는 專門機關의 設置가 要望된다. 現在 우리나라에서는 證券分析業務를 公認會計士가 擔當하고 있는 實情이나 이것은 公認會計士의 固有機能이 될 수 없기 때문에 證券分析을 專擔할 수 있는 制度의 早速한 마련이 先行되어야 할 것이다.

둘째, 社債權者는 株主와는 별도로 保護받아야 함이 原則임에 비추어 受託會社에 依한 債權管理體制가 造成되어야 한다. 그런데 우리나라에서는 一般社債에 있어서 受託會社指定이 要件化되어 있지 않으며, 또한 善意의 管理者로서 受託業務를 擔當할 受容態勢가 갖추어져 있지 못한 實情인데 이와같은 必要성과 現實的 與件을 아울러 參酌할 때 受託會社의 指定을 法制化하기에는 時機尙早인 감이 있으나 점진적으로 受託會社指定을 慣行化 시킬 필요성은 充分하다고 생각한다.

셋째, 社債의 流通性을 增進시키기 爲해서 店頭市場의 組織化가 바람직한 것인데 店頭市場을 組織化하기 爲해서 우리나라의 大韓證券業協會를 主軸으로 해서 美國의 店頭去來業者의 自治團體인 NASD와 같은 組織을 形成하고 店頭去來를 自律적으로 規制할 수 있도록 公正去來規則, 紛爭處理規則 등을 制定해서 合理的 去來 即 去來의 圓滑化를 期할 수 있도록 해야 할 것이다.

넷째, 社債發行 企業側은 適時 公示制度로서 모든 資料가 投資家에게 傳達될 수 있는 弘報活動을 遂行하며 外務員의 質的向上을 期함으로써 健全한 投資屏을 誘致할 수 있도록 證券關係 要員의 教育을 專擔하는 機構의 設立이 必要하다.

다섯째, 證券市場管理体制의 改善이 이룩되어야 할 것이다. 이 問題는 멀지않은 時期에 證券去來法の 改正으로 改編이 豫想되지만 證券市場의 自律化를 爲해서 證券去來委員會와 같은 機構을 設置함으로써 證券會社들이 스스로 自律的 規制를 할 수 있는 制度的 뒷받침이 必要하다고 생각된다.

以上과 같은 諸般問題가 解決되므로 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 2兆6千億 원 調達이 無難한 것이며 이와같은 內資動員이 順調롭게 이루어지므로서 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.