

우리나라 企業의 資金調達方法에 관한 實證的研究

—社債는 과연 有利한가?—

尹 桂 燮

<目 次>

- I. 序 論
- II. 資金調達方法의 選定
- III. 資金調達方法의 比較
- IV. 結 論

I. 序 論

우리나라 企業體質의 脆弱性에 대해서 가장 먼저 論及되는 것은 財務問題이며, 그중에서도 特히 過重한 負債依存도와 함께 資金調達が 큰 問題가 되고 있다. 우리나라 企業의 倒産原因의 順位는 첫째 資金調達の 困難, 둘째 負債의 過多, 셋째 外上代金の 回收難, 넷째 過多競爭, 다섯째 經營者의 能力不足으로 나타나고 있다. 여기에서 上位 3原因이 전부 財務問題임을 알 수 있다. 이를 다시 細部的으로 보면 私債의 高金利에 依한 償還및 利子支給困難, 銀行融資의 困難, 資本市場에서의 資金調達困難, 借入資本의 運營未備, 設立資本의 不足, 施設投融資過多, 經營者 意慾過多, 市場 및 販路問題 技術水準의 低位性 등으로 나누어져서 역시 資金이 問題임을 알 수 있다. 1971年末 決算法人의 主要經費 內 譯을 國稅廳에서 分析한 것을 보면⁽¹⁾ 企業의 經費支給額中 借款 및 銀行利子の 支給과 함께 私債利子が 가장 많은 比重을 차지하고 있다. 또한 接待費와 機密費中의 一部가 資金調達費用으로 使用됨을 감안할 때 우리나라 企業의 經費는 대부분 金融費用으로 使用됨을 알 수 있다. 더구나 金融費用의 增加趨勢는 急速度이어서 우리나라 企業 負債依存度の 深化와 함께 資金調達の 困難性을 알 수 있다.

〈表 1〉 1972年度 社債發行計劃 및 利率率 ()는 發行豫定

月	發 行 額 (億圓)	年 利 子 率 (%)		비 고
		保 證 付	無 保 證	
2	5.5	25	28	
3	8	—	26	
4	14.5	24	25	
5	20.5	23	25	
6*	10.5	(22)	25~24	
7*	15.0	(20)	(24)	

資料 : 서울經濟新聞 1972. 6. 9
6, 7월은 필자 조사임

1971년부터 業界 全般에 불어닥친 不景氣는 이러한 資金難을 더욱 加速化하기 始作하였다. 1972년에 들어서자 마자 과감한 銀行金利引下는 資金難의 解消보다는 企業의 經費節約에 도움을 주었다. 한편 銀行金利引下에 힘입어 1971년에 流行하였던 優先株 增資와 함께 會社債가 成功을 거두자 大企業들은 다투어 資金調達을 證券市場에 依懶하고 있다. 1969년부터 1972년에 이르는 期間동안 會社債 調達現況을 살펴보면 〈表 1, 2〉와 같다. 이 중에서 1969년 發行分은 상당한 期間에 걸쳐 消化되었으나 最近에 發行되는 會社債는 약간의 例外⁽²⁾는 있으나 대부분 發行되기가 무섭게 賣盡되고 있다. 이렇게 會社債의 人氣가 좋은 理由는 여러가지가 있겠으나 우선 銀行預金 金利보다 社債金利가 높다는데 그 첫째 原因이 있겠다.

또한 不景氣의 餘波로 퇴장된 私債資金이 資本市場에 集中된 原因도 있다. 이것은 72年 上半期中 社債發行이 61億圓이고 그중 證券市場에 上場된 社債總額은 15億圓인데도 不拘하고 流通量은 6월 23일 現在 2천 4백萬圓에 不過한 實情이다.⁽³⁾

(1) 1971年末 決算法人 主要經費內譯(백만圓)

	70	71	增加率(%)
接 待 費	19,907	21,945	10.2
機 密 費	1,101	1,398	27.0
廣 告 宣 傳 費	8,367	9,263	10.7
私 債 利 子	23,322	26,526	13.7
借 款 및 銀行利子	82,256	121,077	47.2

자료 : 서울경제신문 1972. 6. 8

(2) 1972년 6월에 發行된 某會社의 社債는 25%의 有利한 條件中에도 不拘하고 모집기간내에 消化實績이 不振하였다. 이에 따라 財務部는 서비스·레저산업의 社債發行을 抑制하기로 하였다.

(3) 每日經濟新聞 1972. 6. 27日字

(4) 서울經濟新聞 1972. 6. 9日字

<表 2> 연도별 주식공모 현황 일람표

	발행회사	주식종류	액면	공모액	공모방법	주선기관	청약상황		
							청약자수	청약총주수	청약비율
1968.			원	천원			명	주	%
9. 5	전방	보통주	1,000	100,000	모집주선	증권업협회			
11. 20	삼양사	"	"	60,000	"	"			
소계	2			160,000					
1969.									
2. 20	내쇼날프라스틱	보통주	1,000	50,000	모집주선	증권업협회			
4. 21	제일스레트	"	500	48,000	"	한국투자개발			
4. 26	대한전선	"	1,000	102,400	"	증권업협회			
5. 12	진주제지	우선주	"	300,000	총액인수	투자개발공사			
5. 31	미원	보통주	"	50,000	모집주선	"			
6. 7	서울미원	"	"	50,000	"	"			
7. 18	한일시멘트	우선주	"	300,000	총액인수	"			
9. 16	대한재보험	보통주	"	415,000	잔액인수	증권인수단			
10. 1	락회화학	우선주	"	800,000	"	"			
10. 23	대한제당	보통주	"	60,000	모집주선	증권업협회			
10. 17	대한제분	"	500	32,000	"	투자개발공사			
12. 27	풍천화섬	우선주	1,000	70,000	"	"			
소계	12			2,277,400					
1970.									
2. 24	동아제약	우선주	500	200,000	모집주선	투자개발공사	3,199	975,560	243.9
5. 1	금성사	"	500	600,000	잔액인수	"	4,307	1,268,180	105.7
5. 11	남한제지	"	1,000	23,369	모집주선	증권업협회	85	24,930	106.8
6. 1	한국유리	보통주	"	150,000	"	투자개발공사	1,109	292,540	195.0
6. 30	대한전선	우선주	"	500,000	잔액인수	"	2,044	566,050	113.2
9. 2	대한화재	보통주	"	40,000	모집주선	"	240	58,300	145.8
10. 27	부산철관	"	"	50,000	"	"	784	169,250	338.5
12. 18	신진자판	우선주	500	300,000	잔액인수	"	1,628	497,710	82.9
12. 28	동성판유리	"	1,000	205,000	모집주선	"	297	205,370	100.2
소계	9			2,068,369					
1971.									
2. 10	한국유리	보통주	1,000	300,000	잔액인수	투자개발공사	873	301,560	100.5
4. 8	한국스레트*	보통주	1,000	100,000	모집주선	"	207	100,000	100.0
5. 21	동아제약	"	500	250,000	"	"	1,684	675,140	135.0
11. 25	한국주철관	"	500	200,000	"	"	181	404,910	101.2
소계	4			850,000					

주 : 년월은 공모완료시를 기준
발행회사에 의한 직접모집은 제외

*는 모집설립시의 공모로 선착순 마감임

자료 : 한국증권거래소, "주식" p. 25, 1972년 5월호

이것은 社債를 所持하는 사람의 대부분이 社債의 높은 金利獲得을 目的으로 取得했기 때
문인 것이다.

韓國銀行이 發表한 1972年度 1/4분기 資金循環分析에 의하면 資金調達에 있어서 證券市場이 차지한 比重은 34.8%에 達하여 1971年度の 4/4分期の 18.1%나 1971年度 1/4分期の 17.5%에 比해서 括目할만한 成長을 나타내 주었다. 이것은 1971年 4/4分기에 比해서 42.5%, 1971年 1/4分기에 比해서는 118%가 增加한 것을 意味한다.

이에 政府는 당초 1972年度에 社債發行額을 80 億원, 株式에 의한 增資를 10 億원을 策定하였으나 이를 社債 120 億원, 株式 20 億원으로 修正하였다.⁽⁴⁾

이러한 現狀은 過去의 銀行貸出이나 私債에만 依存하였던 企業側으로서는 크게 歡迎할 만하였고 이에 따라 社債發行計劃은 계속 增加하고 있으며 한편 政府側의 努力으로 利子率은 계속 下落一路에 있다.(表 1 參照)

그러면 과연 이러한 會社債의 發行은 企業側의 立場으로 보아 과연 有利한 것인가? 資金調達을 하는데 있어서 銀行貸出, 社債發行, 株式에 의한 增資, 私債調達과 같은 여러가지 方法中에서 어느 方法이 가장 有利한지를 이번 小考에서 關係된 稅法과 連結하여 計算해 보고자 한다.

Ⅱ. 資金調達方法의 選定

資金調達方法은 國內에서는 ① 新株發行에 의한 增資, ② 會社債의 發行, ③ 銀行借入, ④ 私債調達등으로 크게 나누어 볼 수 있으며 國際적으로는 借款導入, 增資株式 및 債券의 海外消化 등의 方法이 있을 수 있다.

여기에서 各 方法의 特性과 長, 短點을 簡略하게 살펴보자.

1. 株式에 의한 增資

株式發行은 株式會社가 가진 資金調達の 特性으로서 가장 널리 알려져 있는 方法이다. 이 小考에서는 株式會社가 創設할 경우의 株式發行은 除外하고 株式會社가 設立된 後 資金을 必要로 하는 경우 즉, 資金調達源泉으로서의 增資만을 對象으로 한다. 따라서 資產再評價에 따른 資本金轉入으로 이루어진 增資 역시 除外하기로 한다. 株式會社가 가지고 있는 強點으로서의 株式發行에 의한 增資와 資金調達は 이미 지난 4年間 26 個社에서 實施되었다.(表 2 參照) 이러한 增資株式의 發行方法은 自己募集과 間接募集이 있는데 本 小考에서는 發行會社에 의한 直接募集은 除外하였으므로⁽⁵⁾ 直接募集分까지 합친다면 그 金額

(5) 自己募集은 株主割當이 中心이 되고, 대부분 無償株를 包括한 有償增資이었기 때문에 資金調達을 위한 增資로서의 性格이 弱하다.

은 늘어날 것이다. <表 2>에서 볼 수 있는 바와 같이 우리나라의 年度別 株式公募 現況은 1968年의 2個社에 의한 試驗的인 試圖과 함께 1969年과 1970年을 頂點으로해서 1971年에는 다시 低調하게 되었다. 이것은 後述하는 社債發行이 계속 增加一路에 있는 것과 좋은 對照가 된다.

發行株式의 內容도 1968年과 1969年에는 普通株 中心이던 것이 1970年에는 優先株 中心이 되었고 1971年에는 다시 普通株 中心으로 돌아 갔다. 이것은 株式發行에 의한 資金調達이 社債에 의한 資金調達보다 企業內, 外에서 많은 不利點을 안고 있다는 것을 企業側이 認識한 것이라고 볼 수 있다.

먼저 株式에 대한 投資者의 認識과 有, 不利點을 살펴보자.

株主는 商法上의 保障에 의하여 利益分配請求權, 殘餘財産分配請求權, 新株引受權, 議決權 등의 株主權을 行使할 수 있다. 그러나 이러한 重要 株主權 中에서 利益分配請求權과 殘餘財産分配請求權은 社債權者보다 不利하다. 即 만약 利益이 없을 경우에는 株主는 配當을 못받지만 社債權者는 利子를 받을 수 있고 殘餘財産分配 역시 負債를 償還한 後의 것이므로 社債權者보다 不利하다.

議決權은 勿論 大株主가 中心이 되므로 아무리 小株主가 帳簿檢査權과 같은 것을 行使하더라도 小株主가 不利하다.

新株引受權은 會社가 잘되어 株式에 「프리미엄」이 붙는 경우에는 有利하나 그렇지 못한 경우에는 新株引受權은 대개 拋棄하게 된다. 最近 民營化가 되려하는 S銀行의 40億 增資는 舊株主들의 新株引受權 拋棄로 公募한 結果 26億 增資에 그쳤다.

따라서 株式을 買入해서 그 會社의 經營에 參加한다는 것은 아주 大資本家에게나 該當하는 일이며, 비록 大資本家가 어느 會社를 買入하고 싶다하더라도 51% 以上을 가진 舊株主가 賣却할 意思가 없는 限 새로운 大資本家의 參與는 不可能하다.

위와 같이 株主權이 實際로 小株主에게 어떤 意味를 갖지 못하게 되는 故로 株式을 買入하는 사람은 配當에 期待를 걸게 된다.

株式配當은 會社가 잘되는 경우에는 銀行預金金利 보다 높게 줄 수 있고, 더구나 資產再評價에 따른 無償株配當은 「인플레이」의 危險이 다른 어떤 投資보다 적으나 會社가 잘 안 될 경우에는 配當은 물론 元金마저 損害보게 되므로 投資家들은 망서리게 된다.

그러면 1971年末 配當實績을 <表 3>에서 보고 과연 配當金은 어느程度 되었나를 알아보자.

1970年과 1971年中 定期預金利率이었던 25% 以上을 配當한 會社는 1970年이 48個上

場會社中 13 個會社, 1971 年 이 50 個 上場會社中 10 個會社였고 1970 年에 비해 1971 年에
 는 14 個 會社의 配當率이 減少하였다. 더구나 50 個 上場會社中 24%에 該當하는 12 個會
 社가 無配當이었다. 뿐만아니라 25% 以上을 現金配當한 會社中 5 個會社는 公募한 優先
 株에 대한 配當率이었다. 이러한 優先株는 企業側으로서는 實際로 社債와 같은 것이다.
 (表 4 참조)⁽⁶⁾ 그리고 優先株는 普通 2 年 내지 3 年을 期間으로 하여 다시 普通株로

<表 3> 上場會社 配當 實施 現況 (단위: %)

	1970		1971			1970		1971	
	현금	무상주	현금	무상주		현금	무상주	현금	무상주
증권거래소	—	—	—	—	미원	30	—	15	50
증권금융	1.7	—	10	—	서울미원	35	—	15	53
상업은행	10	—	10	—	대한제당	20	—	—	—
조흥은행	10	—	10	—	대한염업	10	—	10	—
제일은행	10	—	10	—	대한제분	30	100	25	—
서울은행	10	—	10	—	동아제약	25	—	25	—
한일은행	10	—	10	—	유한양행	16	32.47	16	32.29
개발은행	10	10	10	—	한국제지	미상장	—	30	—
동양화재	17	10	17	3.8	남한제지	25	—	25	—
대한화재	20	—	5	—	프라스타	25	—	15	29.89
해동화재	—	50	20	—	락회화	25	—	25	—
재보험공사	16	—	10	—	금성사	25	—	25	—
등일방직	10	50	9.5	6.6	호남비료	—	—	—	—
전방방직	20	—	20	30	대한철광	—	—	—	—
경방방직	9.5	50	9	—	대한중석	35	25	20	—
한국전력	11	—	10	9	한일시멘트	22	—	22	—
대한통운	10	—	10	—	한국스레트	미상장	—	26	—
서울교통	26.67	—	2.8	—	제일스레트	20	—	50	—
해운공사	—	—	—	—	한국타이어	20	—	20	—
대한항공	—	—	—	—	대한전선	25	—	25	—
조선공사	—	—	—	—	한국기계	—	—	—	—
신진자공	20	—	—	—	한국유리	20	—	10	—
신진판매	25	50	25	—	부산철관	25	—	12	14.35
세계상사	—	—	—	—	한국주철관	25	—	15	—
국제관광	—	—	—	—	총상장회사수 (년말현재)	48개사		50개사	
문화방송	—	—	—	—	배당실시회사수	37개사		38개사	
삼양사	15	—	15	—					

주: ① 한국스레트 Co.는 1972년 1월중 상장으로 상장회사 총수에는 불포함

② 정부관리 기업체의 경우는 민간주를 기준으로 하였고, 보통주와 우선주를 발행한 기업체의 경우는 우선주를 기준으로 하였음

자료: 한국증권거래소 "주식" p. 29, 1972년 5월號

(6) 尹永淵氏는 우리나라 企業의 金融費用에 관한 研究에서 25% 配當 保證付 優先株의 投資價値

<表 4> 상장회사 현금배당 분포

(단위: 사)

배 당 율	1970	1971	비 고
25%이상	13	10	-3
20~25%미만	7	4	-3
15~20%미만	4	7	+3
10~15%미만	11	14	+3
10%미만	2	3	+1
무 배 당	11	12	+1
계	48	50	

資料: 한국증권거래소 "株式" p.29, 1972년 5월號

轉換할 것을 條件으로 하고 있다. 따라서 投資者側은 普通株로 轉換할 경우에 大株主의 橫暴로 配當을 實施하지 않을까 우려하여 優先株를 꺼리게 된다. 實際로 L化學 株式의 경우 이러한 우려 때문에 市場에서 買氣가 적어 다른 株式보다 낮은 價格으로 去來되고 있다. 이러한 立場에서 投資者들은 株式보다는 오히려 社債를 願하게 된다. 이러한 경우는 一部 企業—D 製藥, D 電線, S 自動車, L 化學, N 製紙 等—의 公募增資 成功에도 不拘하고 社債만큼 계속 發行되고 있지 못하다.

이같은 現象은 위와같은 原因으로 投資者側이 꺼리는 理由도 있지만 企業側의 問題도 있는 것이다.

우선 株式을 公募할 경우에 成功하려면 企業側의 營業에 대한 展望과 過去配當實績 등 投資者에게 優良企業이라는 認識이 들어있어야 하므로 餘他企業으로서는 株式公募를 한다면 하더라도 成功하기 힘들다.

보다 큰 문제는 우리나라 企業家의 傳統인 思考方式인 同業을 하기 싫어 한다는 點이다. 尙사 資金이 不足된다 하더라도 經營에 他人을 參加시켜 經營秘密을 누설당하는 것을 願하지 않기 때문이다. 비록 證券市場에 上場되었다고는 하나 과연 眞實한 意味에서 所有와 經營이 分離된 眞正한 株式會社는 極少數에 不過하다.

따라서 企業家側도 株式公募에 의한 增資보다는 社債 發行하는 것을 더욱 願하게 된다. 그리고 投資者가 株式을 買入하는 경우는 이미 上場되어 있는, 또 聲價가 있는 株式(例 韓國電力, 市中銀行株 등)을 擇하게 된다.

2. 社債發行에 의한 資金調達

社債는 株式公募가 資本金을 直接增加시키는데 比해 負債에 屬하게 되며 普通 1年以

는 30.07%라고 主張하고 이것은 銀行金利 17.4% 보다 훨씬 높은 것을 나타낸다.
 參考, 高大 企業經營研究所, 經營研究 第9卷 2號, 1971.10.

상의 借入期間을 갖게 되므로 固定負債에 屬하게 된다. 社債發行 可能法人은 學說이 구구 하나 株式會社가 發行할 수 있다⁽⁷⁾ 는 점에는 異議가 없다.

社債는 社債權이라는 有價證券으로 表示되고 流通性 있는 證券이라는 點에서 株式과 매우 類似하나 단지 支給利率의 表示와 元金償還期限이 明示되어 있는 點이 株式과 다르

<表 5> 社 債 發 行 狀 況

社債種類	發行業體	金額	引受機關	發 行 條 件				
				額 面	轉換및償還	利 子	擔 保	轉換後의株式
69년 擔保社債	청구목적	120	신탁은행	1만원	3년	후퇴 27%	부동산	
	제일모직	200	"	"	"	5% 할인발행	"	
	동일방직	100	"	"	"	"	지급보증	
	백홍섬유	55	"	"	"	"	부동산	
	대한모방	200	"	"	"	"	"	
	금성사	320	"	"	"	"	지급보증	
	한국나이롱	300	"	"	"	"	"	
	한국모방	150	"	"	"	"	부동산	
	소계	1,445						
	轉換社債	한국유리	300	KDFC	"	2~3년 5년상환	전환전 20% 전환후 18%	
전주제지		250	"	"	2~3년 6년상환 (3년거치)	"	"	
쌍용시멘트		700	산은	10만원	5~6년	11~12%	"	
한일시멘트		200	"	"	5년만	11%	"	
동양시멘트		300	"	50만원	6년	11%	"	
홍원화섬		300	"	100만원	5년만	"	"	
일신산업		100	"	10만원	6년	"	"	
한국마방		100	"	100만원	5년	"	"	
기타		100	"	"	69년말전환	"	"	
소계		2,350						
일반사채	국제관광	290	"	100만원	5년	20%		
총계		4,085						
70년 전환사채	대한유리	100	KDFC		2년거치 1년내	20%	인수액의 150%	참가적 우선주
	신도리코	30	"		5년상환	20%	"	배당율 년20% 의결권이 없는 우선주
	대한중기	100	"				"	
총계		230						

자료 : 한국투자개발공사, 사채발행에 관한 연구, 1972. 2.

(7) 論者에 따라서 合名會社, 合資會社도 社債를 發行할 수 있다고 하나 우리나라의 경우 실제로 社債를 發行할 能力을 갖춘 合名, 合資會社가 없다. (參考; 韓國投資開發公社, 社債發行에 關한 研究, 1972. 2)

72년 발행일	발행회사	사채종류	사채이율 (연%)	보증기관	원금의 상환기한 및방법	공모금액 (천원)	인수형태	인수·주선기관
1972. 3. 7	동아계약	일반사채	28	—	2년만기 일시상환	250,000	모집주선	한홍증권의 2사
3.15	대한전선	보증사채	25	투공	〃	300,000	모집주선	투자개발공사
3.20	제일모직	일반사채	26	—	〃	500,000	〃	동남증권의 3사
4. 8	한국제지	일반사채	25	—	〃	250,000	〃	성도증권의 3사
4.12	전방방직	일반사채	26	—	〃	300,000	〃	대유증권의 2사
4.15	동일방직	보증사채	24	투공	〃	100,000	〃	투자개발공사
4.20	동아계약	일반사채	25	—	〃	350,000	〃	한홍증권의 2사
4.21	영진약품	보증사채	24	투공	〃	150,000	〃	투자개발공사
4.25	제일제당	일반사채	24	—	〃	500,000	〃	동남증권의 2사
5. 5	삼양사	보증사채	23	—	〃	300,000	〃	투자개발공사
5. 6	대한팔프	일반사채	26	—	〃	100,000	〃	일국증권의 2사
5.10	일신산업	일반사채	25	—	〃	350,000	〃	한홍증권의 2사
5.11	삼화고무	보증사채	23	투공	〃	300,000	〃	투자개발공사
5.18	남한제지	일반사채	26	—	〃	150,000	〃	삼보증권의 2사
5.20	동양강철	보증사채	23	투공	〃	150,000	〃	투자개발공사
5.24	금성사	일반사채	23	—	〃	500,000	〃	서울증권의 3사
5.25	한국유리	보증사채	23	산은	〃	300,000	〃	투자개발공사
6. 5	전주제지	일반사채	25	—	〃	300,000	〃	
6.10	동양석판	〃	25	—	〃	150,000	〃	
6.15	동일방직(3차)	〃	24	—	〃	200,000	〃	
6.17	해태제과	보증사채	22	투공	〃	400,000	〃	투자개발공사
7. 9	세기상사	일반사채	25	—	〃	200,000	〃	
7.10	대한전선	보증사채	20	투공	〃	400,000	〃	투자개발공사
7.14	한국주철관	일반사채	25	—	〃	200,000	〃	
7.14	삼양사	보증사채	20	투공	〃	500,000	〃	투자개발공사
7.21	대한방직	일반사채	24	—	〃	200,000	〃	

주: 이미 발행된 사채의 매출은 제외함.
 자료: 1) 한국투자개발공사 "투자" 1972년 5월호
 2) 1972.6.5 이후는 필자조사

다.

우리나라의 경우 債券市場은 國公債가 主軸을 이루어 왔으며 純粹한 意味의 社債는 全無한 實情이었다.

그러나 <表 5>에서 볼 수 있는 바와 같이 1969년부터 社債가 發行되었고 急速度로 全企業에 퍼져나가게 되었다.

이와같이 社債가 廣範하게 發行된 것은 株式會社의 경우 上場會社가 아니더라도 社債 募集이 容易하였다는 點과 前述한 株式發行에 의한 資金調達이 여러가지 問題點을 가지고 있기 때문이었다.

그러나 이와같은 社債는 特히 1972年初半부터 暴發的인 人氣를 가지게 되었는데 이것은 經濟環境의 變化때문이었다. D製藥의 一般社債가 發行 數時間만에 賣盡되고 연이어 各會社의 社債가 發行後 數時間 내지 初日에 完全賣盡되는 事態가 계속 되었다. <表 1>에서 보는 바와 같이 이러한 人氣에 힘입어 3월에 一般社債 28%, 保證社債 25%이던 것이 4個月後인 7월에는 一般社債 24%, 保證社債 20%線까지 下落하였으나 人氣는 極小數의 경우를 除外하고는 여전히 좋다.

이것은 前述한 바와 같이 投資與件의 一大轉換이 일어났기 때문이다. 定期預金, 不動產 去來, 個人社債 등이 모두 相對的으로 不利해지게 됨에 따라 株式과 社債가 相對的으로 有利해지게 된 것이다.

定期預金은 4次에 걸친 金利引下調整으로 上場債券의 收益率을 훨씬 下廻하게 되고 또 다시 7月末 또는 8월에 金利 再引下說이 있어 預金金利는 이제 債券 및 株式에 필적되지 못하고 있다.

不動產去來 역시 過去의 높은 投機熱이 이를 抑制하기 위한 各種 稅法과 그린벨트의 設定등으로 침체되기 시작하였다.

個人私債 역시 不景氣에 따른 企業의 利潤幅의 鈍化와 연이은 不渡沙汰로 私債主가 不安을 느끼게 되고, 이들이 담보로 잡은 不動產의 去來가 침체 됨에 따라 債權 回收가 어렵게 되었다. 그러므로 安全企業에 대한 私債는 오히려 利率이 떨어지게 되었고⁽⁸⁾ 今年初에 改正된 法人稅法의 丙配稅率의 上昇으로 私債의 收益率 역시 떨어지게 되었다.

이러한 不況의 條件下에 相對的으로 收益이 높고 安全한 것이 國公債와 株式으로 當年에도 300 億원 程度의 國公債가 發行됨에도 不拘하고 時勢는 계속 올라 年初에 35% 水準이던 市場收益率이 6월에는 20% 線까지 下落하고 계속 下落할 展望을 보이고 있다.

이러한 時期에 20%가 넘는 社債는 人氣일 수 밖에 없다.

지금까지 發行된 社債의 種類는 擔保付 社債, 轉換社債, 一般社債, 保證社債로 社債種類의 大部分이 發行되었다. 그런데 여기에 問題가 있는 것은 擔保付의 擔保가 대부분 부동산이므로 不動產의 價値와 換金性이 오늘날과 같이 低落된 경우에 社債 價選를 고의로 기피할 염려가 있다는 것이다.⁽⁹⁾

(8) 1971年 下半年은 上半期에 비해 500 만원~1,000 만원 規模의 私債는 月 3.6%~3.5%로 下落하고 1,000 만원 以上은 月 3.3%이다. 이는 1972年에 들어와서 더욱 下落하여 3% 線으로 下落되었다. (參考; 大韓商工會議所, 1971年 下半年 私金融利用實態調查報告, 1972. 5)

(9) 물론 發行會社側에서는 利潤에서 減價基金을 設定하므로 問題가 없다고 하나 利益이 發生안

또한 轉換社債 역시 대부분 普通株로 轉換되게 되므로 次後의 配當에 대해서 不安을 느끼게 된다. 그러므로 政府는 社債償還에 대하여 엄격한 規制를 할 必要가 있다. 이것은 投資者의 意慾을 沮害하지 않기 위해서도 반드시 必要한 것이다.

그러면 社債의 發行條件을 따져보자.

現在 우리나라에서 發行되고 있는 社債는 어느 企業에서나 發行할 수 있는 것은 아니다. 社債를 發行하는 條件으로 韓國投資開發公社나 證券引受團의 引受條件을 살펴보자. 왜냐 하던 社債를 發行하기 위해서는 이들의 주선을 받아야 하기 때문이다.

韓國投資開發公社의 保證條件을 보면 上場企業으로서 資本金이 2億이상이고 利益配當 實績이 계속 있어야 하고, 利子로는 年 20% 以上을 支給할 수 있어야 하며, 償還期限은 1年~2年으로 하고 利子支給計算은 3個月 以上の 條件으로 하고 있다.

證券引受團은 上場企業으로서 韓銀優待適格業體이어야 하고 過去 3期동안 10% 以上の 配當實績이 있어야 하며 支給利子は 年 24% 以上 2~3個月을 計算期間으로 하고 償還期間은 1~2年으로 역시 短期로 잡고 있다.

社債發行條件은 擔保付와 無擔保條件이 있으며 保證付는 銀行에 擔保를 提供하고 銀行이 支給保證하는 것이다.

支給利子率은 <表 5>에서 보는 바와 같이 無擔保, 擔保付, 保證付의 順位로 利子率이 낮아진다.

그런데 企業主側으로서 社債 發行에 注意할 것은 社債利子만이 支給되는 것이 아니라는 點이다. 즉 社債를 引受시킬 때에 主計官에 대해 手數料를 支給하는바 投資開發公社의 경우는 保證料 1%, 手數料 1%이다. 證券引受團의 경우는 無保證일 경우 2~3%, 保證債券일 경우는 1~1.5%의 手數料를 받고 여기에 證券印刷費와 廣告費가 0.5~1% 加算되는 것을 考慮하면 發行年度의 總經費는 發行總額의 2.5% 내지 5.5%에 달하여 利子를 包含하면 22.5% 내지 30.5%에 달할 것이 예상되어 결코 善 資金調達方法이 아니라는 것을 알 수 있다.

이와같이 代表的이고 近來에 우리나라 證券市場에서 活用되고 있는 두가지의 資金調達方法을 說明하였는데 資金調達源泉別로 企業利益을 算定하여 比較하므로써 가장 有利한 資金調達戰略을 設定하여 보기로 한다.

될 경우에 문제가 된다. 따라서 이 경우에는 社債를 償還하기 위해서 社債를 發行하는 妥善한 方法이 發生할 餘려가 있다.

Ⅲ. 資金調達方法의 比較

資金調達戰略을 設定하기 위하여 여러가지 資金調達方法을 事例를 通하여 考察하여 보자. 各事例企業의 資金調達 所要額을 1 億원으로 잡고 ① 增資, ② 私債發行, ③ 銀行借入 ④ 私債調達の 4 가지 方法을 資金調達源泉으로 比較하고자 한다. 그런데 위의 여러가지 方法은 稅法上의 區分인 公開法人과 非公開法人에 따라 差異가 생긴다. 特히 두번째의 私債發行은 公開法人中에서도 優良企業에만 해당되므로 非公開法人으로서는 不可能하다.

公開法人의 경우에 있어서도 1972 年度 初盤과 中盤 또 後盤의 與件이 달라지게 되므로 세가지의 경우로 나누어 事例를 設定하고자 한다. 이것은 初盤의 與件에 비해 預金金利와 私債利子金利가 共히 下落하고 또 7月末 또는 8月中에 金利가 再引下된다는 展望이 있기 때문이다.

非公開法人의 경우는 위의 私債調達が 不可能하므로 이 대신에 企業主의 自己資金을 私債로 쓰는 경우의 企業主의 利益을 計算해 보고자 한다. 非公開法人의 경우는 個人 또는 家族企業形態가 대부분이므로 「偽裝私債」가 可能하다.

여러가지 資金調達方法中에서 첫째의 新株發行에 의한 增資는 企業主가 이를 運用하는 데 따라 두가지 方法이 있을 수 있다. 即 新株發行에 의하여 調達한 金額을 直接企業金融에 投入하는 경우와 둘째로는 增資에 의해 調達된 金額을 銀行에 일단 豫入한 뒤 이를 裏面擔保로 하여 貸出을 받는 소위 「兩建預金」의 경우로 나누어 볼 수 있다. 後者의 경우는 1965 年以後 銀行의 逆마진制度和 稅法의 影響으로 節稅의 手段으로 많이 利用되어 왔기 때문에 企業家들은 아직도 이 方法에 매력을 느끼고 있는 형편이다.

1. 公開法人의 事例

가. 某電氣製品製造業의 경우

이 企業은 1972 年 初盤에 1 億원 規模의 私債를 投資開發公社의 保證을 얻어 年利 25%, 利子 年一回 支給, 期間 2 年の 條件으로 發行하였다.

이것을 다른 資金調達方法과 比較하여 보자.

<表 6>에서 볼 수 있는 첫째 경우인 단순한 增資의 경우는 所要資金金額을 調達하기 위하여 年 25% 利子支給을 條件으로 하는 優先株를 發行한다고 假定하자. 여기에는 募集주선 기관인 證券協會에 手數料 1%, 證券印刷 및 廣告料 1%, 기타 費用으로 1%, 정도가 所要되므로 이를 控除한 9천 8백만원을 實際可用資金으로 調達되었다. 이 企業의

<表 6> 1 億원의 資金調達源泉別 企業利益比較(公開法人) 單位: 1,000원

	增 資	增 資 後 兩 建 預 金	社 債	銀行借入	私 債
實際資金調達額	98,000	98,000	97,000	94,000	100,000
經營資本營業利益	26,264	26,264	25,996	25,192	26,800
收入·利子	—	16,200	—	—	—
支給利子其他	—	18,620	25,000	19,000	33,600
課稅前利益	26,264	23,844	996	6,192	-6,800
課稅標準	26,264	23,844	996	6,192	—
法人稅	7,091	6,438	270	1,672	—
納稅後利益	19,173	17,306	726	4,520	—
配當金	25,000	25,000	—	—	—
配當後利益	-5,827	-7,694	726	4,520	-6,800

經營資本營業利益率は 1970 年 現在 26.8%이므로 이 資金을 使用하여 얻는 추가영업이익은 2,626 만원이다. 이 資金으로 인한 收入利子나 支給利子は 發生하지 않으므로 全額이 當期純利益에 附加되어 課稅標準이 된다. 이 企業은 500 萬元 이상의 純利益을 내고 있기 때문에 추가된 2천6백만원의 利益은 27%의⁽¹⁰⁾ 稅率 適用을 받아 7 백만원의 稅金을 내야 한다. 法人稅를 내고 나머지 金額은 1 千 9 百만원이므로 優先株 保障利子 2 千 5 百만원을 내기 위하여서는 약 6 百만원의 赤字를 내게 된다.

둘째의 경우는 增資資金으로 預入한 경우 前경우와는 달리 預金利子を 받고 支給利子を 支給해야 한다. 그런데 收入預金利子は 稅法의 改正에 따라 5%의 源泉徵收를 하게 되므로 17.4%의 2 年定期預金利子率을 계산하여 收入利子 豫想額 1,705 萬 2 千원에서 원천징수 85 萬 3 千원을 공제하면 1,620 만원이 된다. 支給利子は 全額을 貸出받았다고 假定⁽¹¹⁾ 하여 1,862 만원의 支給利子を 支給한다. 따라서 課稅前 利益은 오히려 減少되어 2 千 4 百만원이 되고 이러한 결과로 配當後利益은 약 770 만원의 赤字를 나타낸다. 뿐만아니라 預金利子が 非課稅所得 對象에서 控除되었기 때문에 더욱 不利하다. 따라서 兩建預金의 效果는 이번 稅制改革에서 완전히 消滅되었고 볼 수 있다, 그러나 지금에 와서도 兩建預金式의 資金運營은 할 수 있다.

즉 현재 稅法上 非課稅所得 對象인 社債를 買入하고 이를 擔保로 證券金融에서 資金을 貸出하는 方法이나 그 效果는 未知數이다. 왜냐하면 證券市場의 國公債價格이 계속 변동하고 있기 때문이다.

(10) 法人稅法 22 條의 2 項에 의하여 500 만원을 超過하는 金額 100 분의 27 의 稅率을 적용.

(11) 預金擔保貸出일 경우 一般의으로 元金の 80%를 적용받는 것이 보통이나 이 경우는 企業側에 有利하게 하기 위하여 全額을 貸出받았다고 假定함.

第3方案으로서의 社債의 發行을 보면, 保證付 社債를 發行한다고 假定하고 投資開發公社에 助成을 부탁하여 年利率 25%, 年 1回 支拂條件을 提示하였다.

이러한 경우 投資開發公社의 保證料 1%, 手數料 1%, 其他 費用 1% 등 3%를 控除한 後 9천7백만원이 실제로 調達되어 여기에서 기대되는 經營資本營業利益은 2,599만 6천원이 된다. 여기에서 社債利子 2천 5백만원을 控除하면 課稅前 利益은 99만 6천원이 되고 다시 法人稅 27만원을 控除하면 納稅後 利益은 72만 6천원이 된다.

第4方案으로서 銀行借入의 경우는 간정료, 수입인지대, 기타 費用을 600만원으로 假定하여⁽¹²⁾ 9천 4백만원을 調達한다고 생각하면 經營資本利益은 1,219만 2천원이 된다. 여기에서 一般貸出利子 1천 9백만원을 控除하면 課稅前利益은 619만 2천원이 되고 法人稅 167만 2천원을 공제한 納稅後 利益은 452만원이 된다.

第5方案으로서 私債의 경우는 稅法에서 인정한 가장 높은 利子인 月 2.8%(三種配當所得稅 20% 包含)로 計算하면 課稅前 利益에서 680만원의 赤字가 計算된다.

이를 表로 要約하면 <表 6>과 같은데 結論의으로는 銀行借入이 가장 有利하고 社債發行, 增資의 順으로 有利하다. 그러나 銀行借入과 社債發行이 有利하기 때문에 기업의 負債依存度는 앞으로 減少되지 않으리라 하는 것이다. 이것은 즉 增資로서 自己資本比率를 上昇시켜 企業體質을 改善하려는 努力에 逆行하게 되는 것이다.

2. 某製藥業의 事例

이 會社는 1972年 中盤에 들어와 資金을 調達할 계획을 세우고 新株發行을 할 경우에는 普通株, 社債를 發行할 경우에는 24% 一般社債를 發行할 記劃이다. 그리고 이 會社의 昨年 普通株 配當實績은 20%이었으며 今年에는 15% 配當을 할 예정이다.

이 會社의 經營資本營業利益率은 28.2%이다.

第一方案으로서의 普通株 發行은 證券協會에 引受手數料 1%와 其他 費用 1%를 합쳐 2%를 控除한 9천 8백만원을 調達하였다. 이 資金으로 얻어질 수 있는 利益은 2,763만 6천원으로 法人稅 746만 4천원을 控除하면 2,017만 2천원이 納稅後 純利益이 된다. 여기에서 配當金 1천 5백만원을 支給하면 配當後 利益이 517만 2천원이 남게 된다. 그러나 만약 이 會社가 25% 정도의 優先株 發行을 記劃했다면 482만 8천원의 赤字가 計上될 것이다. 이것은 25%의 配當能力이 없다는 것을 의미한다.

第2方案으로서 社債發行은 一般社債 年利 24%를 支給할 條件으로 發行한다고 假定한

(12) 실제로 이러한 費用은 10%정도 보는 것이 일반적이나 보다 적게 잡아 기업이 유리한 方向으로 하였다.

다. 만약 이 會社가 3個月마다 利子支給을 한다면 年 4회가 되어 投資者 입장에서는 26.16%의 利子支給이 되나 여기에서는 第1回 利子支給을 한다고 假定한다.

이번 發行하는 社債는 一般社債이므로 保證料가 없어 發行費用은 2% 정도가 豫想되어 實際資金調達額은 9천8백만원이 된다. 이 資金을 使用하여 達成 가능한 利益은 2,763만6천 원으로 여기에서 24% 支給利子를 控除하면 263 만 6천원이 納稅前 利益이 된다. 法人稅 69 만 2천원을 支給하면 194 만 4천원이 納稅後 利益이 된다.

<表 7> 1 億원 資金調達源泉別 企業利益比較(公關法人) 單位: 1,000원

	增	資	社	債	銀行借入	私	債
實際資金調達額	98,000		98,000		94,000		100,000
經營資本營業利益	27,636		27,636		26,508		28,200
收入利子	—		—		—		—
支給利子其他	—		24,000		19,000		30,000
課稅前利益	27,636		2,636		7,508		-1,800
課稅標準	27,636		2,636		7,508		—
法人稅	7,464		692		2,027		—
納稅後利益	20,172		1,944		5,481		—
配當金	15,000		—		—		—
配當後利益	5,172		1,944		5,481		-1,800

第3方案으로서 銀行借入은 借入의 諸費用을 控除하고 9천4백만원이 실제 조달가능 금액이라 假定하고 이로 인하여 획득 가능한 利益은 2,650 만 8천원이 된다. 이에 支給利子 1천9백만원을 控除한다 하더라도 課稅前 利益은 750 만 8천원이 되고 法人稅 202 만 7천원을 控除하면 納稅的 利益은 548 만 1천원이 된다.

第4方案으로서 私債調達은 月 2.5%(丙種配當 所得稅 20% 包含) 支給條件으로 하더라도⁽¹³⁾ 제일 不利하여 180만원의 赤字가 豫想된다.

以上과 같이 세가지 方案을 살펴본 결과 둘째번 事例에서는 銀行借入, 新株發行, 私債의 順으로 有利함을 알았다. 그러나 여기에서 둘째번의 新株發行과 社債는 支給條件의 變動에 따라 오히려 바뀔 염려가 있어 첫째번 事例와 그 順位는 實質적으로 같다고 보겠다. 그런데 여기에서 問題가 되는 것은 여전히 銀行借入이 가장 有利하다는 것이다. 더구나 앞으로 金利가 引下될 경우 더욱 有利해 질 것이 豫想된다. 그러나 앞으로 金利가 下落되면 과연 資金供給이 圓滑할 것인지 疑問이 되고 이미 銀行借入을 한 企業의 特惠가 될 염려가 있다. 따라서 앞으로도 우리나라 企業의 他人資本依存度는 輕減되지 않을 것이다.

(13) 1972년초에 비하여 0.5~0.3%가 下落한 金利임.

그리고 社債發行과 新株發行에 의한 增資는 前述한 表에서 言及한 바와 같이 단순한 金額比較만으로 그쳐서는 안된다. 왜냐하면 新株發行에 의한 增資가 社債發行의 경우보다 有利한 點이 많다는 것이다.

첫째 株式에 의한 資金調達은 社債의 경우와 같이 元金償還負擔이 없다는 것이다. 지금까지의 社債調達은 期間이 普通 2年이 되어 비교적 短期間이므로 元金償還負擔이 무거운 편이다. 따라서 이미 社債發行을 한 企業은 元金を 償還하기 위한 社債發行을 하여 妥善환에 빠질 염려가 있다.

둘째 非指定寄附金과 接待費가 많은 企業에 있어서 增資는 改正法人稅法 第18條에 따라 「寄附金과 接待費 또는 이에 類似한 費用의 合計金額이 營業稅課稅標準이 되는 金額 또는 이에 準하는 性質의 金額에 1000分의 10(營業稅 課稅標準이 되는 金額 또는 이에 準하는 性質의 金額이 1억원 未滿인 경우에는 1000分의 12)을 곱하여 算出한 金額과 株式發行資本金額 또는 出資金額(50億원을 最高限度로 한다)에 1000分의 50을 곱하여 算出한 金額의 合計額을 超過하는 金額은 그 支出한 事業年度의 損金에 算入하지 아니한다.」는 條項에 의거하여 500만원의 損金認定限度額이 늘어나기 때문에 陰性費用의 處理가 可能해지는 利點이 있기 때문이다. 그러나 增資의 경우에 配當率을 떨어뜨리지 않기 위한 事業計劃의 치밀성이 要求된다.

3. 非公開法人의 資金調達

非公開法人은 前述한 대로 社債發行이 不可能한 反面 企業主가 自己費金を 僞裝私債로 企業에 投入할 수 있는 경우가 있다.

某 製造業의 資金調達 源泉別 企業利益을 比較하여 보면 <表·8>과 같다.

<表 8> 某製造業의 資金調達源泉別 利益比較(非公開法人)

	增資	銀行借入	私債	僞裝私債
實際資金調達額	100,000	94,000	100,000	100,000
經營資本營業利益(20.5%)	20,500	19,270	20,500	20,500
支給利子	—	19,000	30,000	30,000
納稅前利益(課稅標準)	20,500	270	-9,500	-9,500
法人稅	8,200	108	—	—
納稅後利益	12,300	162	—	-9,500
配當所得稅	2,460	—	—	—
丙配稅	—	—	—	* 6,000
綜合所得稅	2,952	—	—	* 13,500
企業主利益	6,888	162	-9,500	10,500

非公開法人의 경우 기업의 利益은 企業主의 利益이라고 假定하고 같은 資料에 의하여 經營資本利益率을 20.5%라고 보고 計算하여 보면 計算方法은 대체적으로 公開法人의 경우와 같다.

第1方案의 新株發行에 의한 增資는 銀行借入의 경우보다 훨씬 有利하다. 그러나 非公開法人에서 問題가 되는 것은 어느 方法도 僞裝私債로 企業에 投入한 資金에 의해서 얻어지는 利益보다 적다는 것이다.

이것은 改正法人稅法에서도 第18條 11項에서 「一定率以上の 出處가 不分明한 私債의 利子」라고 規定하여 月 100분의 2.8以下로 쓸 경우는 損金으로 認定받기 때문이다. 그런데 요즈음에 와서는 稅法上의 인정한도인 2.8%를 下廻하여 2.5% 정도에서 私債가 去來되고 있는 實情이다. 따라서 本事例에서도 月 2.5%로 계산하였다. 이러한 利益比較에 따라 企業主는 外部資金에 의한 增資가 現實적으로 不可能하고 增資의 경우보다는 法律節次上으로 簡便하고 最終적으로는 財產處分面에서도 有利하여 企業主의 利益面으로 有利한 僞裝私債의 方法을 使用할 것이 豫想된다.

그러므로 增資의 경우가 僞裝私債의 경우보다 有利하게 하려면 丙種配當所得稅를 法人稅稅率과 같이 差等을 두어야 할 것이다.

非公開法人의 資金調達의 경우는 僞裝社債, 增資, 銀行借入의 順으로 有利하여 自己資金에 의한 資金調達が 有利한 것으로 나타났다. 그러나 僞裝私債의 경우도 비록 自己資金이라고는 하나 貸借對照表上으로는 他人資本으로 나타나므로 負債依存度는 輕減되지 않을 것이다.

IV. 結 論

지금까지 公開法人과 非公開法人을 區分하여 資金調達源泉別 利益을 比較하였다. 公開法人의 경우는 投資與件의 變化에도 不拘하고 銀行借入, 社債, 株式發行에 의한 增資, 私債의 順位로 有利하였고 非公開法人의 경우는 僞裝私債, 增資, 銀行借入의 順位로 有利하였다.

앞으로 稅法이나 其他關係法이 모든 法人을 公開化로 推進하고 있음에도 不拘하고 오히려 公開法人의 他人資本比率이 더욱 높아질 우려가 있다.

따라서 銀行借入에 의한 他人資本조달 보다 社債를 擇하고, 社債보다 有利한 增資方式을 만들기 위하여서는 社債의 發行利率은 銀行의 一般貸出金利線으로 引下하여야 한다.

이 경우에 企業家로서는 銀行借入보다 有利하고 投資家로서는 預金金利보다 높으므로 投資意慾은 減少되지 않을 것이다. 그리고 增資가 보다 有利해지기 위해서는 經營資本利益率이 豫想配當率과 諸積立金 積立率의 合보다 1.4 倍 以上이 되는 企業이라야 할 것이다. 이 경우라야 公開發法人이 法人稅를 내고 納稅後利益이 남을 것이다. 그러나 이러한 경우 15% 를 配當한다 하더라도 法定積立金을 고려하여 28% 정도의 經營資本營業利益率이 豫想되어야 하는바 現在 이러한 정도의 收益을 올리는 業積은 全 製造業 67 業種中에서 4 業種 정도에 不過하다. 만약 15% 以下로 配當할 條件이라면 現在 與件으로서 增資할 경우 募集이 안될 것이다. 이것이 現在의 問題點이다. 그러므로 現在는 增資보다 社債發行이 많이 行해지고 있으나 이것 역시 一部企業에 局限된 것이므로 이들 企業의 社債償還能力은 且置하더라도 大部分의 企業은 여전히 資金難에 시달리고 있는 것이다.