

# 證券金融의 基本問題에 관한 研究

閔 庚 晓\*

## 目 次

I. 序 論	IV. 證券市場과 證券金融 問題
II. 證券金融의 概念	1. 金融制度 整備와 證券市場
1. 證券金融의 意義	2. 證券金融制度
2. 證券金融 概念과 證券信用概念	V. 證券金融制度의 問題點 및 改善方向
3. 證券金融과 景氣循環	1. 證券金融制度의 問題點
III. 直接金融과 間接金融 問題	2. 證券金融制度의 改善方向
1. 直接金融과 間接金融의 論理性	VI. 結 論
2. 直接金融과 間接金融의 利害問題	

## I. 序 論

무릇 證券과 金融은 資金의 供給者와 需要者 사이에서 金融機關과 證券業을 媒體로 하여  
相互 补充하고 調整하며 影響을 미치면서 複雜한 움직임을 하고 있는 것으로, 資本市場의  
健全한 育成과 產業資金의 圓滑한 調達·運用을 하여 效率的인 市場을 形成하려면 安定된  
金融支援體制가 마련되어야 하는 것이다. 두말할 나위도 없이 證券市場과 金融市場의 關係는  
매우 密接하며, 兩者的 重要한 接點이 證券金融에 있는 것이다.

이와 같은 觀點에서 證券市場과 關聯된 證券金融에 관한 基本的 諸 問題를 考察하고, 우  
리나라 證券金融制度의 問題點과 改善方向에 대하여 論述하기로 한다.

\* 本 研究所 研究員, 檀國大學校 社會科學大學 經營學科 副教授

## II. 證券金融의 概念

### 1. 證券金融의 意義

證券金融이란 證券去來를 하기 위해 參加하는 個人投資者·機關投資者 및 證券業者에 의한 貨幣資本의 調達이라 할 수 있다. 株式을 媒介로 하여 投下된 貨幣資本은 事業體에 흘러들어 各種 設備投資나 在庫投資 등으로 變하여 生產에 投下되어서 다시는 當初의 貨幣資本 그대로의 狀態로 株主한테 돌아오지 않는 것이다. 이러한 株式이 流通되기 위해서는 最初에 投下된 貨幣資本과는 別個의 貨幣資本 供給이 있어야 한다. 따라서 既發行證券去來를 위하여 必要로 하는 資金需要는 株式을 買入하였을 때의 資金과는 전혀 別個의 相異한 补給을 必要로 하는 資金이다. 또한 新規로 發行된 證券의 去來를 위해서는 이 證券에 投下되는 資金을 調達하는 것이 證券金融의 問題로 되는 것이다. 물론 株式에 의하여 生產에 投下된 貨幣資本은 利潤을 낳고, 그一部는 社內留保되며, 또는 配當으로서 社外 分配되고, 또한 任員賞與金이 된다. 이를 社內留保金이나 株式配當金 또는 任員賞與金의一部는 證券去來를 위하여 還流되는 수도 있는 것이다.

### 2. 證券金融概念과 證券信用概念

證券金融概念을 廣義로 解釋하면, 證券金融에는 여러가지가 있어서 必要에 따라 目的에 맞도록 分類하여야 한다. 우선 證券金融을 證券信用 概念上의 關係를 訓할 目的으로 證券金融의 分類를 하기로 한다. 證券金融에는 「有價證券에 의한 金融」과 「有價證券을 위한 金融」의 두 種類가 있다. 前者は 新規有價證券의 發行으로 資金을 調達하는 「證券發行金融」, 所有하는 有價證券의 賣却에 의해 資金을 調達하는 「證券賣却金融」, 그리고 所有하고 있는 有價證券을 擔保로 하여 資金의 借入을 하는 「證券擔保金融」의 세 가지로 이루어져 있다. 後者は 有價證券 購入에 必要한 資金을 調達하기 위한 「證券購入金融」과 有價證券의 借入을 하기 위한 「證券借入金融」의 둘로 이루어져 있는 것이다.

다음에 企業經營의 立場에서 資金調達을 目的으로 하는 證券金融에 대하여 分類하면, 新規證券의 發行에 의한 長期의 自己資金의 取得을 目的으로 하는 「株式發行金融」, 新規證券의 發行에 의한 長期의 他人資金의 取得을 目的으로 하는 「社債發行金融」, 所有證券의

## 證券金融의 基本問題에 관한 研究

賣却에 의한 短期的 自己資金의 取得을 目的으로 하는 「證券賣却金融」, 그리고 所有證券을 擔保로 하여 短期的 他人資金의 取得을 目的으로 하는 「證券擔保金融」의 네 種類가 있다.

證券金融概念을 狹義로 解釋할 경우에는 證券擔保金融만을 意味할 때가 많고, 金融機關의 立場에서 「證券擔保貸出」(또는 證券貸出)이라 하여, 이것이 證券信用의 概念과 결부된다.

證券會社가 主體가 되어 行하는 證券金融에 局限하여 觀察하면, 證券에 의한 金融의 側面에서, 證券會社는 株式發行金融을 行하고, 社債發行金融을 할 수 있으며, 또한 證券賣却金融도 證券擔保金融도 이루어지고 있다. 그리고 證券會社는 그 專門的 業務의 性質上, 證券을 위한 金融의 側面에 있어서 이론바, 「專門的 證券金融」이 發達하여, 引受業務에 隨伴하여 必要한 資金을 調達하는 「證券引受金融」과, 賣買業務에 隨伴하여 必要한 資金을 調達하는 「證券賣買金融」이 있는데, 前者は 引受業務의 種類에 따라서 「買入引受金融」, 「殘額引受金融」 및 「去來引受金融」으로 細分할 수 있으며, 後者は 證券會社가 自己의 所有證券을 위하여 必要한 買入資金을 調達하는 「證券保有金融」과 顧客의 證券去來와 關聯하여 信用을 供與하기 위하여 行하는 「證券貸借金融」으로 區別할 수가 있는 것이다.

證券會社의 證券保有金融은 理論上 投資的保有金融과 投機的保有金融으로 나눌 수가 있으나, 投機的保有金融은 實際上 顧客과의 去來關係에서 이루어지는 證券貸借金融과 결부하여 일어나는 수가 많다. 證券會社는 去來所上場證券은 물론이고, 널리 店頭株式에 대해서도 賣買하고 있어서 顧客의 注文에 應하여 去來하지 않으면 안된다. 이 賣買去來와 관련하여 必要한 數量의 證券을 保有하는 것은 證券會社 固有의 營業上 不可缺한 投資的保有의一部인 것이다. 그런데 이것이 이따금 大量으로 이루어지게 될 경우, 이에 必要한 資金의 調達이 당연히 問題가 되는 것이다. 또한 證券會社의 投資的保有金融을 廣義로 解釋하면, 證券投資信託의 受益證券 發行과 같은 「證券代位金融」이 重要한 部分을 차지하고 있는 것이다.

證券貸借金融은 證券會社의 日常去來業務에 있어서 아주 頻繁히 일어나는 것이다. 證券會社는 自己計算으로 證券의 信用去來를 할 수가 있어서 원래는 이 範圍內에서 投機的賣買도 할 수 있는 것이다.

證券信用의 概念은 通常 證券擔保金融 또는 證券貸出의 概念과 大體로 表裏一體를 이루고 있다. 보겐파 크루스(Bogen and Kroos) 共著에서 Security Credit는 Security Loan

## 產業研究

과 거의 同義語로 쓰이고 있다.<sup>11)</sup> 그러나 一般的인 證券擔保金融보다는 한층 狹義의 專門의in 意味에서 證券會社에서 行하는 證券擔保金融中 證券貸借金融과 關聯시켜 생각하여야 하는 것이다. 보센과 크루스의 共著에서도 結果的으로는 그렇게 되어 있다고 할 수 있다.

### 3. 證券金融과 景氣循環

一般的으로 景氣가 上昇하면 生產이 擴大되고 經濟가 成長하므로 設備投資가 活潑해 진다. 이 경우 賞與金이나 株式配當金의 一部는 新發行株式 및 債券에 投入되거나 또는 證券去來의 流通을 위해 使用될 것이다. 그런데 增加하는 證券去來量 때문에 資金量이 不足하면 이를 銀行이나 콜市場에서 借入하지 않으면 안된다.

이와 같이 景氣上昇期의 證券金融은 銀行에 대한 依存度를 높이는 것이 正常的 狀態인 것이다. 自由競爭을 바탕으로 하는 資本主義 經濟下에서 證券去來를 위하여 必要한 資金을 補給하려고 하면, 個人이나 法人 또는 證券業者도 金融市場에 依存하는 것이 당연하다. 그리하여 自由로운 金利變動下에서 資金을 獲得하는 形式이 正常的 狀態라고 생각할 수 있다. 그런데 景氣가 더욱 좋아지면 證券去來도 增加하고 이에 대한 資金供給도 增大하지 않을 수 없게 된다. 그리하여 資金의 逼迫狀態가 發生하게 된다. 이것은 設備投資의 資金需要도 增大되므로 設備資金을 위한 需要와 證券去來를 위한 需要가 競合狀態가 되어, 金融市場이 逼迫하고 金利가 上昇하는 傾向이 있기 때문이다. 여기서 金利의 上昇에 의한 株價의 反落現象이 일어난다. 이것이 景氣循環의 一般的 樣相이다. 그러나 自由로운 金利形成이 이루어지지 않고, 또한 銀行이나 콜市場에서의 自由로운 借入에 依存한다는 構造도 未發達된 우리나라에서는 이와는 다른 方法을 取할 수 밖에 없는 것이다.

또한 證券金融과 景氣後退의 關係를 보면, 景氣後退時에는 設備投資需要 · 在庫投資需要가 後退하므로, 企業의 銀行 依存度도 減退한다. 따라서 資金의 緩慢化 現象이 일어난다. 그런데 證券去來도 企業의 狀況이 反映되어 非活潑化하므로 證券去來를 위한 資金需要도 減退한다. 그리하여 金融의 緩慢化, 金利의 低下現象이 일어난다. 어느정도의 低金利狀態가 繼續되면 企業活動의 低下를 反映하여 株價도 또한 最低時勢를 나타내며, 企業活動의 上昇 움직임과 더불어 證券去來 내지 證券金融의 需要도 增大하게 되는 것이다.

---

1) Bogen, J.I. and Kroos, H. E., Security Credit. Its Economic Role and Regulation, 1960.

以上 論述한 것은 自由競爭, 自由로운 金利形成, 그리고 自由로운 資金需給이 이루어지 는 資本主義 經濟의 가장 基本的인 特徵이 存在한다는前提下에서의 움직임인 것이다. 英國이나 美國에서는 이와 같은 自由競爭, 自由로운 金利形成이 이루어지고 있어서 이러한 現象이 나타나고 있다. 그러나 우리나라의 경우에는 狀況이 다른 것이다.

### III. 直接金融과 間接金融問題

#### 1. 直接金融과 間接金融의 論理性

通常의으로 證券을 통한 資金의 流動(貯蓄에서 投資로의 資金의 流動)을 直接金融이라고 하고, 銀行을 통한 資金의 流動을 間接金融이라고 말할 수 있다. 따라서 같은 社債일지라도 銀行保有分은 間接金融이 되고, 個人保有分은 直接金融이 되는 것이다.

經濟가 發展함에 따라 問題點으로 登場하는 것이 첫째로 株式會社의 巨大化, 즉 大規模化 하는 것이다. 그것은 證券이나 去來所와 關係가 있는 것으로 株式會社 중에서도 大規模會社 이른바 上場會社에 局限되는 것이며, 그 외의 株式會社 즉 中小企業에 대해서는 證券도 去來所도 인연이 없는 存在이기 때문이다. 다시 말하면, 企業이 大規模化 하는 경우, 巨大한 設備資金을 어떠한 形態로 調達하는가 하는 것이 問題가 된다. 즉 이 巨額의 長期에 걸친 固定 設備資金을 銀行借入에 의해 調達하는 것이 正道인지, 그렇지 않으면 株式·社債 또는 自己金融과 같은 證券資本에 의하여 調達하는 것이 正常인지 問題가 되는 것이다.

美國이나 英國에 있어서 株式會社의 企業金融의 발자취를 더듬어 보면, 資本主義 經濟發展의 初期인 輕工業 中心의 時代(다른 角度에서 보면 商業的 經營 中心의 時代)에 企業의 資金調達을 어떤 形態로 하였는지 보기로 하자. 처음에는 銀行借入에 主로 資金依存을 하였으나, 經濟의 發展, 企業의 大規模化에 隨伴하여, 銀行으로부터의 借入은 相對的으로 減少되고, 自己金融을 包含하여 證券資本에 대한 依存率이 增加하고 있다. 同時に 이에 對應하여 證券市場도 처음에는 投機 中心의 市場이었던 것이 漸次 投資 中心의 市場으로 變하고 있다. 이와 같이 한쪽으로는 產業의 大規模化, 巨大한 設備資金의 必要性이 蒙起되고, 다른 한편으로는 이에 對應하여 證券市場의 投機市場으로부터 投資市場으로의 脫皮가

## 產業研究

이루어져, 證券資本에 의한 長期 產業資本의 調達이 圓滑히 이루어지게 되는 것이다.

美國이나 英國에서 大企業은 主로 設備資金을 株式이나 社債로서 調達하고 있는데, 특히 株式보다는 社債로 資本을 調達하는 傾向이 강한 것이다. 이 점이 우리나라의 경우와 다른데, 美國이나 英國의 資本調達 實態를 보면, 株式에 의한 資本의 調達이 매우 적은 편이다. 그리고 收益이나 配當과 均衡을 이루는 增資도 잘하려 하지 않는다. 收益이 늘어도 增配當을 할 수 있을 때가 아니면 增資를 안하는 것이다. 時價發行制度를 採擇하면 그렇게 할 수 밖에 없다. 예를 들면, 美國 產業의 證券資本比率은 社債 75%, 普通株 22%, 그리고 一般社債의 發行이 因難한 경우에는 轉換社債를 利用한다. 따라서 社債發行中 轉換社債가 60%를 차지하고 있는 것이다.

이와 같이 美國의 大企業은 社債·自己金融을 包含한 證券資本으로 設備資金을 調達해 나가는데, 그렇게 되면 이제까지 銀行資本에 依存하던 것이 漸次 달라지게 된다. 大企業이 되면 될수록 企業은 銀行에 대하여 預金主이자 借主가 아닌 것이다. 銀行에서는 預金誘致 때문에 苦心하는 것이 아니라 오히려 모인 돈을 어떻게 運用하는 가에 머리를 써야 된다. 銀行과 產業과의 關係가 우리나라와는 正反對이다. 우리나라에서는 大企業일수록 銀行으로부터의 借入이 많으나, 美國에서는 巨大產業이 資金借入을 잘하지 않기 때문에 銀行은 個人貸出, 消費者金融, 住宅金融, 또는 中小企業金融이라는 方向에 注力하고 있다. 이 것이 資本主義 經濟 高度化過程에 있어서의 證券資本과 銀行資本과의 關係인데, 이것은 證券市場의 整備, 合理化, 近代化 및 資本市場의 確立을 前提로 하고 있는 것이다.

이러한 觀點에서 보면, 우리나라에서는 大企業이 모처럼 證券去來所에 上場되어 있으면서도 이를 利用하지 않고(그 責任의 半은 證券市場의 前近代性에 있음), 銀行으로부터의 資金借入만을 생각하고 있는 것이다. 大企業이 自己金融을 包含하여 더 많이 證券資本에 의한 資金調達方法을 擇한다면, 銀行은 좀더 中小企業에 資金을 貸出할 수 있게 될 것이다.

둘째로 問題가 되는 것은 個人所得이 늘고 貯蓄이 늘지 않으면 個人의 돈이 證券 쪽으로 둘지 않는다고 말하는 것이다. 直接金融을 進捲시키려 하여도 經濟成長率은 比較的 높지만 1人當 國民所得이 아직 낮으면 그 實現은 가망이 없다는 論議이다. 이 論議에 의하면, 지금 間接金融에서 直接金融으로의 比重 增進의 必要性을 力說해 보았자 소용이 없다는 것이다. 國民所得의 增加에 隨伴하여 直接金融이 進捲된다는 歷史的 必然性이 있지마

## 證券金融의 基本問題에 관한 研究

는, 그러나 비록 國民所得이 그다지 增加하지 않더라도 證券市場의 本然의 狀態만 確立되어 있다면 直接金融의 흐름을 더 強化할 수 있는 것이다.

公社債投資信託을 取扱하여 銀行預金이 證券界로 流入되었을 때 銀行斜陽論까지 나왔었으나, 이것은 直接金融 比重 增大를 위한 根本問題가 어디에 있는지를 알려준 것이다. 銀行의 貸出이 大企業 中心에서 消費者金融, 住宅融資 또는 中小企業金融 中心으로 變해간다는 것은 證券資本 對 銀行資本의 本質에서 보면 오히려 銀行의 正常化인 것이다. 銀行百貨店論이 論議되나, 萬若 이 百貨店論이 短期金融·長期金融을 함께 銀行에서 取扱한다는 論議라면 그것은 잘못이다. 銀行의 貸出은 預金의 質과 量에 對應해야 할 鐵則이 있는 것이다. 銀行은 大企業·大產業을 위한 現金出納機關, 信用創造機關이 되고, 中小企業을 위한 貸出機關이 되는 것이 證券資本의 本質에서 본 正常的인 모습인 것이다. 다만 株式이나 社債發行까지의 連繫資金을 供給하는 것이 銀行의 役割이라는 것은 말할 나위도 없는 것이다. 以上이 直接金融과 間接金融의 論理이며 歷史的 必然性인 것이다.

### 2. 直接金融과 間接金融의 利害問題

直接金融과 間接金融의 利害問題를 論할 때 가장 크게 다루어지는 것이 코스트論이다. 銀行으로부터 借入하는 것이 企業에게는 가장 값이 싸다는 것이다. 株式을 發行하면 코스트가 높아진다는 思考方式을 事業家들이 가지고 있는데 이것은 根本적으로 잘못된 것이라고 생각된다.

도대체 株式과 借入金을 처음부터 같은 레벨로 생각하는 것 자체가 우스운 일이다. 株式資本은 危險負擔資本으로, 일단 出資되면 이를返還할必要가 없는 것으로서 會社 信用의 基礎로 되어있는 것이다. 또한 만약의 경우에는 減資를 해서라도 責任을 지지 않으면 안된다. 이와 같은 性質을 가진 株式과 銀行借入과를 같은 水準에서 생각한다는 것은 言語道斷이라 할 수 있다. 코스트面에서 比較를 한다면, 銀行借入과 社債와를 比較하여야 하고 그래야 事理에 맞는 것이다. 兩者를 比較하여 銀行借入의 코스트가 싸면 이에 依存하면 되는 것이고, 社債의 코스트가 낮으면 社債를 發行하는 것이 企業經營者로서 해야 할 責務인 것이다. 社債과 銀行借入의 코스트 比較를 하지 않고, 株式發行보다도 銀行借入의 경우가 싸다고 하여 直接金融과 間接金融의 利害得失 問題를 論한다는 것은 잘못이라고 생각된다.

## 產業研究

다음에는 企業의 抵抗力이라는 問題가 있다. 즉 株式資本은 불과 얼마되지 않더라도 대 부분을 銀行에서 借入하여 事業을 하면 되지 않느냐는 論者도 있는 것이다. 만약에 經濟 社會에 恐慌이라든가 不景氣라든가 하는 것이 없는 다시 말하면 恒常 好況이고 經濟成長이 繼續이루어지며, 따라서 破産·倒産같은 것이 일어나지 않는다는 것을前提로 한다면 혹 妥當한 理致인지 모르지만, 現實은 그렇지 못하다.

以上과 같은 觀點에서 볼 때 直接金融의 比重을 좀더 늘려야 하겠다는 判斷이 나오며, 더욱이 時局의 潮流를 감안할 필요가 있는 것이다. 바야흐로 世界는 資本自由化時代·國際競爭의 時代에 접어 들었으며, 從來 우리나라에 有利하였던 低貨金經濟는 사라지고, 設備資金이 더욱 필요하게 되었다. 앞으로는 이제까지와 같은 間接金融偏重主義는 許容될 수 없는 것이다.

## IV. 證券市場과 證券金融問題

### 1. 金融制度整備와 證券市場

#### 가. 公社債市場에서의 金融機能 定着

金融制度를 整備할 경우 金利機能의 回復에는 公社債市場에서 金利機能이 作用하여 이 것이 定着되는 것이 要緒이며, 重要한前提가 된다. 金融制度整備에 있어서는 公社債市場의 正常的 機能이 마련되고 資本市場이 正常화되어야 한다. 이를 위해서는 市場의 育成을 위한 政策的 誘導가 필요하게 된다. 그리하여 證券市場은 公社債市場의 確立을 基軸으로 하여 여러 變化가 일어날 것이다.

#### 나. 株式市場의 正常化

公社債市場이 確立됨에 따라 株式市場에도 一定한 影響이 나타난다. 첫째는 株式市場과 公社債市場間에 有機的 關係가 생기는 것이다. 둘째로는 이와 같은 關係가 생김으로써 株式發行市場이 限界市場이라는 性格에 점점 變化가 일어나, 株式은 단지 社債보다 資金 코스트가 높기 때문에 發行하면 損害라고 하는 것이 아니라, 企業에서 他人資本集中의 基礎가 되는 危險負擔資本의 市場으로서 正常的인 機能을遂行하는 株式市場으로 탈바꿈하게 되는 것이다.

#### 다. 機關投資의 伸張과 證券市場의 組織化

以上과 같은 것이 쌓여서 證券市場의 構造變化가 생기는데, 그 큰 要素는 機關投資者的役割이다. 물론 個人投資者的 株式·公社債의 保有도 增加하나, 그 以上으로 機關投資者的役割이 커진다. 이것은 貯蓄의 形態가 機關化되는 것이 큰 原因이 되기도 한다. 投資信託等이 機關的인 形態로 蓄積되고 또한 公社債市場·株式市場이 正常的인 機能을 함으로써 機關投資者的 投資基準이 더 한층 確立된다. 從來의 狀態에서는 社債投資이나 株式投資이냐, 또는 社債投資이냐 貸出이냐 하는 選別基準을 세울 수 없었으나, 市場의 正常化로 機關投資者的 資金이 豐富해지는 동시에 資產運用面에 있어서도 이를 選別하는 投資基準이 나오게 된다. 이것도 證券市場의 構造를 바꾸는 要素가 된다.

個人의 金融資產選別에 의하여 第1次 配分이 이루어지나, 이것이 機關投資者 其他 金融機關에 累積된 후 證券市場을 통하여 第2次 配分이 이루어진다. 여기에 또한 證券市場의 하나의 機能이 있는 것이다. 이러한 意味에서 個人投資者가 늘기는 하나 그 以上으로 機關投資者가 發行市場·流通市場에서 重要한 役割을 遂行하게 되는 것이며, 이에 의하여 證券市場의 組織化가 進捗될 것이다.

### 2. 證券金融制度

#### 가. 證券金融制度의 概要

證券金融制度는 나라에 따라 다르지만, 대체로 두가지 形態로 나눌 수 있다. 첫째로는, 證券金融業務 專擔機構를 두지 않고 一般銀行 等의 金融機關에서 分散取扱하는 경우를 들 수 있고, 둘째로는 證券金融業務를 專擔하는 機關을 두어 集中的으로 管理運用하는 制度를 들 수 있다. 前者の 경우에 속하는 나라는 美國같은 나라를 들 수 있으며, 뒤자의 경우로는 日本과 우리나라를 들 수 있다. 어느쪽이 더 效率的이냐 하는 問題에 대해서는 論難의 여지가 있으나,一律的으로 말할 수는 없고 다만 이 問題는 그 나라 資本市場의 歷史와 傳統, 金融慣行, 그리고 經濟狀態 등을 충분히 감안하여 실정에 맞는 制度를 택할 필요가 있는 것이다.

美國에서는 오래전부터 證券市場이 發達하여 銀行 等 金融機關이 證券業을 兼營하거나 資產運用上 證券資產의 保有에 큰 比重을 두고, 傳統적으로 證券金融을 優待하여 왔기 때문에 證券會社나 個人이 필요한 경우 언제든지 去來銀行을 통하여 所要資金을 借入할 수

## 產業研究

있었던 것이다. 따라서 證券金融 專擔機構가 別途로 存立할 필요성이 없었다. 다만 第1次世界大戰後 美國經濟의 急激한 發展에 따라 證券市場의 活況으로 過度한 證券金融資金이 證券市場으로 流入되었는데, 이것이 世界大恐慌의 큰 原因中의 하나로 分析되어 銀行의 證券業兼營禁止가 法制化되고 證券金融取扱을 制限하는 措置가 制度化되었다. 그러나 이와 같은 制限措置는 投機的 證券去來에 過度한 金融支援이 이루어지지 못하도록 規制하는데 主目的이 있는 것이지, 銀行이 證券會社나 投資者가 필요로 하는 資金支援을 源泉的으로 抑制하려는 것은 아니었다.

그러나 日本의 경우는 美國과는 달리 證券市場에서 이루어진 賣買去來의 決濟에 필요한 資金과 貸株를 證券金融會社에 集中 處理하도록 하여 實際로 움직여야 할 資金 또는 株券의 數量을 最少限度로 줄일 수 있게 하였다. 金利가 높고 證券金融이 圓滑하지 못하며, 貸株의 慣行이 成熟하지 못한 狀況에서 美國의 賣買制度와 같은 骨格의 賣買方法을 採擇하여야 할 日本으로서는 證券金融會社를 制度化함으로써 이 會社의 中間營利로 因하여 그만금 金리를 더 負擔하는 弊端 등이 있었지만 이 制度를 통하여 美國의 制度를 日本의 體質에 맞도록 日本化할 수 있었던 것이다.<sup>2)</sup>

한편 日本의 證券市場은 金融市場에 比하여 너무나 貧弱하여 安定되지 못한 狀況이었으며, 銀行은 傳統的으로 證券擔保貸出을 忌避하는 傾向이 있어서 證券市場 育成을 위한 效率的 金融支援體制를 갖추기 위해서는 專擔金融機構 設置의 必要性이 있었던 것이다.

日本의 경우 證券金融制度의 特徵은 「短期去來株式預置制度」와 「公社債流通金融制度」에 의해 證券金融會社가 證券金融財源을 中央銀行으로부터 直接 또는 間接으로 支援받을 수 있다는 點이다. 證券金融會社는 貸借去來貸出(우리나라의 流通金融과 類似함)에 의하여 證券會社로부터 받은 擔保株式을 證券去來所에 預託하고 證券去來所로부터 短期去來株式預置證을 發給받아 그것을 短資會社에 擔保로 提供하고 資金을 調達한다. 短資會社는 필요한 경우 이 預置證과 證券金融會社의 約束어음을 擔保로 하여 中央銀行으로부터 資金을 借入하게 된다. 한편 證券金融會社는 中央銀行으로부터 直接 資金을 借入하여 債券市場育成을 위한 公社債擔保貸出을 證券會社에 대하여 施行한다.

2) 藤田國之助, 「日本의 信用去來와 美國의 證據金去來와의 比較」, 證券研究, 第1卷, p. 15., 日本證券經濟研究所.

## 나. 우리나라의 證券金融制度

### (1) 概 要

우리나라에 있어서 證券金融會社는 證券業者가 顧客에 대한 信用供與를 許容치 못하였던 時期에 證券投資金融을 위한 機關으로서 出現하였다. 證券金融會社는 證券業者가 아니고 特殊한 金融機關으로서 認可되었는데, 資金의 貸與와 그 媒介를 重要한 業務로 하고, 兼하여 有價證券의 貸借를 하는 것이다.

우리나라 證券去來法에서 證券市場制度는 日本의 경우와 骨格이 같은데 證券金融制度도 日本과 마찬가지로 證券金融專擔機構를 設置 運用하고 있다. 證券去來法에 의하면, 株式會社로서 財務長官의 許可를 받아서 同法에 定한 證券金融業務를 营爲할 수 있도록 되어 있으며, 이에 의거하여 韓國證券金融株式會社가 그 要件을 갖추어 業務를 開始한 以來 현재에 이르고 있다.

證券金融專擔機構를 두어 資金需給을 集中的으로 管理 運用하는 制度는 日本에 이어 우리나라에서도 採擇하고 있는 制度인데 이러한 制度를 擇한 理由中 다음과 같은 것을 들 수 있다. 즉 우리나라는 日本의 경우와 마찬가지로 傳統的으로 一般金融機關이 證券市場을 不信하는 傾向이 있고, 證券擔保金融을 忌避하는 데에 根本的인 原因이 있는 것이다. 특히 인플레이션이 심하였던 우리나라의 金融機關에서는 換金性이 높고 評價가 容易한 動產擔保보다도 價值保全의 安全性이 維持되는 不動產擔保를 選好하는 傾向이 있기 때문에 만약 證券金融을 專擔하는 機關이 없었다면 현재까지의 風土로 보아 證券金融은 이루어지기 어려웠을 것이며, 따라서 證券市場의 發展은 매우 어려웠을 것이다.<sup>3)</sup>

1955年 10月 韓國證券金融(株)은 設立初期에는 上場된 民間法人이었으나, 資本市場育成에 관한 法律의 制定을 契機로 하여 1969年 2月 政府가 資本金의 50% (總資本 10億 원)를 出資함으로써 證券金融의 擴大強化를 위한 政府의 政策意志를 表明하였고, 1975年 5月에는 IMF 그룹인 I.F.C (International Finance Corporation)에서 出資하게 됨으로써 새로운 經營體制下에 業務機能을 強化하였는데, 1983年 8月에는 資本金을 200億 원으로 增資하여 현재에 이르고 있다. 韓國證券金融株式會社의 金融財源은 5개 市中銀行 및 韓國外換銀行으로부터 調達되는 것이 主宗을 이루고 있고, 남아지는 自己資金과 債務證書

3) 尹桂燮, 「證券金融制度의 問題點과 活性화 對策」, 證券金融 67號, 韓國證券金融株式會社.

## 産業研究

發行에 의한 受信資金 및 證券會社의 一時預託金 등으로 構成되어 있다. 그러나 日本의 경 우와는 달리 證券金融의 財源造成에 있어서 直接 또는 間接으로 中央銀行으로부터의 支援은 그 길이 열려 있지 않다.

1973年에는 證券去來法이 改正되어 信用去來制度를 導入하여 證券會社가 自體能力으로 顧客에게 證券市場을 通한 證券의 買入資金을 融資하거나 賣渡株式을 貸與할 수 있는 걸 이 열렸으며, 1976年에는 다시 同法이 改正되어 證券去來所 市場에서의 賣買去來에 限하는 制限을 풀어서 顧客에게 證券과 關聯된 融資와 貸株를 할 수 있게 함으로써 事實上 證券金融을 多邊化하는 效果를 얻을 수 있도록 하였다. 이러한 證券會社의 自體資金에 의한 金融은 아직은 微微한 實績이지만 證券會社의 成長과 더불어 앞으로 크게 伸張할 것으로 보인다.

### (2) 證券金融業務 內容

韓國證券金融株式會社는 證券引受金融, 證券流通金融 및 證券擔保金融 등을 主業務로 하며, 債務證書發行業務, 還買條件附債券賣買業務 등을 附帶業務로 取扱하고 있다.

### (3) 資金調達 및 運用

韓國證券金融株式會社의 資金調達은 主로 短期借入金(銀行貸出金)에 依存하고 있어서 1983. 4. 1부터 1984. 3. 31 사이의 短期借入金 平均殘額이 56.3 %이고, 預受金이 16.7 %를 차지하고 있으며, 1984. 4. 1에서 1985. 3. 31까지에는 短期借入金 平殘이 54.8 %, 預受金(長期預受金包含)이 17.8 %를 차지하였고, 1985. 4. 1부터 1985. 6. 30까지에는 短期借入金 平殘이 49.1 %, 預受金(長期預受金包含) 平殘이 28.6 %를 나타내고 있다. 그리고 1984. 3. 31 현재 殘額은 短期借入金의 경우 55.4 %, 預受金이 11.1 %이며, 1985. 3. 31 현재로는 短期借入金이 54.7 %, 預受金(長期預受金包含)이 24.8 %를 나타내고, 1985. 6. 30 현재로는 短期借入金이 55.5 %, 預受金(長期預受金包含) 殘額은 21.2 %이다. 資本金은 1984. 3. 31 현재 9.9 %, 1985. 3. 31에 7.4 %, 그리고 1985. 6. 30 현재 7.5 %이다.

한편 調達된 資金의 運用狀態를 보면, 主로 各 證券會社에 대한 貸出金이 大部分인데, 1983. 4. 1부터 1984. 3. 31까지의 貸出金 平均殘額이 72.3 %, 1984. 4. 1에서 1985. 3. 31 사이에는 73.0 %, 그리고 1985. 4. 1에서 1985. 6. 30까지의 平殘은 81.5 %이다. 그리고 1984. 3. 31 현재 貸出金은 73.7 %, 1985. 3. 31 현재 85.4 %이며, 1985. 6. 30 현재 殘額은 84.6 %를 나타내고 있다. 그 內譯은 <표-1>과 같다.

證券金融의 基本問題에 관한 研究

<표-1>

자금조달 및 운용상황

( 1983. 4. 1 ~ 1984. 3. 31 )

( 단위 : 억 원 )

조 달			운 용		
과 목	금액(명잔)	잔액(3.31)	과 목	금액(평잔)	잔액(3.31)
단기차입금	1,051(56.3%)	1,122	예 금	52	36
발행어음	20	340	상품유가증권	392	387
예수금	312(16.7%)	224	대출금	1,349(72.3%)	1,493(73.7%)
기타유동부채	8	16	할인어음	9	18
대하금	30	30	기타유동자산	9	17
기타고정부채	1	17	투자와기타자산	26	31
자본금	166	200	고정자산	30	45
잉여금	78	78			
계	1,867	2,027	계	1,867	2,027

( 1984. 4. 1 ~ 1985. 3. 31 )

단기차입금	1,232(54.8%)	1,487(54.7%)	예 금	47	44
발행어음	274	195	상품유가증권	362	143
예수금	366(16.3%)	555(20.4%)	대출금	1,642(73.0%)	2,311(85.4%)
기타유동부채	5	34	할인어음	103	97
대하금	30	23	기타유동자산	9	13
장기예수금	34	118	투자와기타자산	31	35
기타고정부채	17	22	고정자산	55	75
자본금	200	200(7.4%)			
잉여금	91	84			
계	2,249	2,718	계	2,249	2,718

( 1985. 4. 1 ~ 1985. 6. 30 )

( 단위 : 억 원 )

조 달			운 용		
과 목	금액(평잔)	잔액(6.30)	과 목	금액(평잔)	잔액(6.30)
단기차입금	1,297(49.1%)	1,486(55.5%)	예 금	50	39
발행어음	171	142	상품유가증권	152	146
예수금	609(23.1%)	399(14.9%)	대출금	2,151(81.5%)	2,265(84.6%)
환매부매도채권	54	66	할인어음	174	99
기타유동부채	25	100	기타유동자산	1	7
대하금	21	15	투자와기타자산	24	19
장기예수금	147	169	고정자산	87	101
기타고정부채	22	23			
자본금	200	200			
잉여금	93	76			
계	2,639	2,676	계	2,639	2,676

資料：韓國證券金融株式會社(企劃調查部)

## V. 證券金融制度의 問題點 및 改善方向

### 1. 證券金融制度의 問題點

證券市場의 育成과 機能 提高에 있어서 證券金融 役割의 重要性은 더 말할 나위도 없지만, 그동안 證券金融關聯 施策에 있어서 다소 未洽한 點이 없지 않았는데, 이번에 資本市場育成方案中 證券金融의 擴充 改善問題가 包含된 것은 時宜 適切한 措置로 받아 들여진다.

以下에서 證券金融이 當面하고 있는 基本的인 諸 問題點에 대하여 論及코자 한다.

#### 가. 資金調達上의 問題點

持續的인 經濟成長에 隨伴하여 證券市場의 規模도 擴大되어 왔는데, 經濟規模가 增大됨에 따라서 證券市場에서의 金融에 대한 需要도 增加하게 되었다.

그동안 證券市場의 成長과 더불어 資金調達規模도 增大하였는데, 證券市場에 대한 證券金融支援額은 外形的으로는 增加하였지만 支援比重은 떨어지고 있다.

<표-2>에서 支援比重이 漸次 떨어지고 있음을 알 수 있다(다면, 1983年에는 資本金을 200億원으로 增資하였다).

이러한 狀況은 韓國證券金融株式會社의 資金調達ability이 限界點에 다다르고 있다고 할 수 있는 것이다. 韓國證券金融(株)의 資金調達內譯을 보면, 短期借入金이 전체의 約 60% 內外를 차지하여 큰 比重을 占하고 있다. 이것은 同社의 資金造成 自立度가 낮은 편이기 때문에 金融機關 借入이 늘지 않으면 證券金融支援規模가 擴大될 수 없다는 것을 말해 주고 있는 것이다.

金融機關이 전체 證券市場에 대하여 證券金融財源으로 支援하는 規模는 約 1千餘億원에 不過한데, 他產業에 대한 優先支援傾向으로 支援規模의 擴大는 앞으로도 期待하기 어려울 것이다. 따라서 이 問題를 解決하여 證券金融支援體制를 整備하여야 하는데, 現行制度上 日本의 경우처럼 中央銀行으로부터의 支援體制가 마련되어 있지 않아서 이에 대한 對策이 要請되는 바이다.

그리고 韓國證券金融의 自體資金 造成能力을 보면, 同社의 金融機關 등 借入金을 除外한

證券金融의 基本問題에 관한 研究

<표-2>

證券市場에서의 資金調達規模 및 證券金融支援規模推移

(單位: 百萬원)

年	資金調達規模(A) (1月~12月)	證券金融支援規模(B) (12月末)*	比率( $\frac{B}{A}$ ) %
1977	362,453	33,760	9.3
1978	653,062	59,373	9.1
1979	841,432	71,407	8.5
1980	1,134,848	100,159	8.8
1981	1,342,189	109,997	8.2
1982	2,367,429	127,502	5.4
1983	1,889,093	175,684	9.3
1984	2,283,125	183,401	8.0

\* 證券金融支援規模는 年末 貸出殘額이며, 그 중 證券流通金融의 貸株를 除外시킨 數字임.

資料: 證券統計年報, 1984, 韓國證券去來所.

資金調達額이 1983年 3月末 현재 709億원(40.1%)에 不過하고, 1984年 3月에는 842億원으로 41.5% 밖에 되지 않는다. 그런데 1983年 8月 資本金이 增資되고 (200億원으로), 또한 財務部의 資本市場育成方案의 一環으로 納入資本金 200億원을 400億원으로 늘리게 되어 일단 財源擴大가 되나 그 以上的增資는 어려울 것이다. 여기서 問題는 預受金 實績의 不振에 있다. 同社에서는 短期金融業法 등에 의해 取扱하는 것이 아니고 證券去來法에 의해 取扱하는 것으로 그 範圍가 극히 制限되어 있어서 큰 業績伸張을 期待하기가 어려운 實情이다.

#### 나. 運用上의 問題點

##### (1) 金融財源의 不足

韓國證券金融(株)의 資金調達上의 限界性은 證券會社에 있어서 金融財源의 慢性的不足 을 招來하여 健全한 資本市場育成에 여러 問題點을 蒼起시키고 있다.

그것은 證券會社의 資金計劃樹立을 어렵게 만들고 資金cost를 높게하여 經營基盤을 弱化시킨다. <표-3>에서와 같이 證券會社의 短期借入金 調達에 있어서 韓國證券金融會社에 대한 依存度는 每年 그 比重이 줄어들고 있는데, 이는 同社의 資金不足에서 오는 것으로 그 差額은 銀行의 當座貸越이나 短資市場에서의 어음할인 등에 의해 調達하여야 한다. 韓國證券金融株式會社를 통하여 運營資金과 證券引受資金을 調達하는 경우에는 그 資金의 債

產業研究

還期限이 比較的 길어 安定의 이므로 資金計劃上 餘裕가 있으나, 當座借越이나 어음할인은 그렇지 못한 實情이다.

〈표-3〉

證券會社의 短期借入金調達推移

(單位: 百萬 원)

年度末	短 期 借 入 金			比 率 ( $\frac{A}{B}$ ) %
	證 金 (A)	其 他	計 (B)	
1978. 12	53,473	15,395	68,868	77.6
1979. 12	67,146	29,927	97,073	69.2
1980. 12	96,468	24,582	121,050	79.7
1981. 12	106,383	49,687	156,070	68.2
1982. 3	122,153	41,014	164,167	74.4
1983. 3	149,314	88,680	237,994	62.7
1984. 3	147,920	68,928	216,848	68.2
1985. 3	230,546	114,571	345,117	66.8

資料：證券金融，1985. 7. 韓國證券金融株式會社。

〈표-4〉

證券會社의 短期借入金(證券會社 綜合貸借對照表中)

(單位: 百萬 원)

科 目 日 字	流 動 負 債							小 計
	短 期 借 入 金	流 通 金 融 借 入 金	證 金 借 入 金	預 受 金 委託者預受金	受 入 擔 保 金	其 他 流動負債		
1979. 12. 31	29,927	42,717	24,429	6,993	1,273	1,163	1,987	108,489
1980. 12. 31	24,582	32,620	63,848	7,979	1,883	859	5,982	137,753
1981. 12. 31	49,687	41,592	64,791	7,499	3,298	1,641	6,455	174,963
1982. 3. 31	41,014	42,366	79,787	30,319	16,644	3,779	18,106	233,015
1983. 3. 31	88,680	41,113	108,201	29,229	8,844	3,244	7,540	286,851
1984. 3. 31	68,928	58,856	89,064	75,081	11,425	1,732	13,908	318,994
1985. 3. 31	114,571	58,073	172,473	83,225	13,744	1,631	24,455	468,172
1985. 2. 28	118,904	57,791	142,924	74,478	12,006	1,636	21,642	429,381
1985. 3. 31	114,571	58,073	172,473	83,225	13,744	1,631	24,455	468,172
1985. 4. 30	121,687	58,736	167,725	66,004	14,270	1,624	46,492	476,538
1985. 5. 31	144,032	60,242	156,152	69,406	54,074	5,650	24,589	514,145

資料：證券金融，1985. 7. 韓國證券金融株式會社。

## 證券金融의 基本問題에 관한 研究

### (2) 信用去來를 위한 金融의 硬直化

信用去來를 위한 金融에는 證券業者가 自己의 危險과 負擔으로 資金을 調達하여 이를 顧客에게 貸出하는 自己金融과 韓國證券金融株式會社에 依存하여 貸借去來形態로 顧客에게 融通하는 金融이 있다.

그런데 從來의 韓國證券金融株式會社의 信用供與方式은 投機抑制의 傾向이 強하다. 우리나라의 경우 證券業者의 信用狀態가 낮다는 것, 그리고 金融市場이 未發達狀態라는點 때문에, 信用去來의 採擇에 있어서 韓國證券金融株式會社가 設立되어 이 會社와 信用去來는 密接不可分의 關係를 가지고 왔다. 그럼에도 不拘하고 投機去來를 抑制하는 方向이기 때문에 資金量의 供給에 있어서 中央銀行에서 韓國證券金融株式會社에 대한 資金支援政策을 取할 길이 없어 資金量이 적어서 韓國證券金融株式會社로서는 利幅을 크게 하지 않을 수 없는 것이다.

信用去來에 대해서는 信用去來融資保證金의 現金·代用證券 比率 調整 등 育成方案이 있는데, 이것은 하나의 段階로서 나름대로 상당히 意味가 있는 것이다. 그러나 이것만으로는根本的 解決이 되지 못한다.

證券金融 貸出狀況을 보면 主로 證券流通金融이 大宗을 이루고 있으며, 그 중에서도 信用融資가 대부분을 차지하고 있다. 信用去來 利用比率을 보면, <표-5>에서 1977年 20.2%이었던 것이 1978年에는 8.2%로 떨어졌다가 1979年以後에는 20% 内外를 차지하고 있다. 이러한 現象은 우선 證券金融의 規模가 證券市場의 量的成長을 따르지 못하였다는 것, 그리고 證券市場政策이 主로 信用去來를 中心으로 이루어져 온데에 基因한다고 할 수 있다.

證券金融 貸出殘額狀況 <표-6>에 의하면, 證券流通金融의 比重이 減少하고 證券機關運營資金貸出이增加한 것을 알 수 있다(證券市場沈滯에 의한 證券會社의 資金壓迫으로 因한 것임).

한편 一般證券擔保貸出은 极히 微微한 狀態이며, 引受資金貸出은 證券發行市場의 狀況(好況 또는 不況)에 따라서 增減하고 있는 것이다.

그리고 證券金融에 의한 信用去來比率이 減少하고 있는 데도 證券市場措置에 있어서는 證據金, 信用去來規模 및 信用去來利子率 등에 대하여 規制策과 浮揚策을 써왔다. 그러나 이러한 信用去來를 中心으로 한 株價規制와 浮揚措置는 信用去來利用率이 높아져야 效果

## 產業研究

가 있는데 信用去來에서 流通金融이 縮少되어 이와 같은 措置는 큰 效果를 올릴 수 있게 되었다.

다음으로 들 수 있는 問題點은 證券流通金融에 있어서 融資와 貸株의 不均衡 狀態이다. 證券金融 貸出殘額狀況 <표-6>에 의하면, 證券流通金融中 融資와 貸株를 보면 1976年 末의 전체 貸出殘額中 58.8 %와 0.9 %를 각각 차지하고 있으며, 1981年에는 37.5 %와 0.7 %를 차지하였는데, 그나마도 1982年, 1983年, 1984年 末에는 貸株殘額이 0이다. 그리고 信用去來 및 證券流通金融 利用狀況 <표-5>를 보면, 證券流通金融 新規에 있어서 融資와 貸株의 比率은 1976年에 96.1 %와 3.9 %이며, 1979年에는 97.0 %와 3.0 %이었는데, 1982年부터는 貸株가 거의 0에 가까워 融資와 貸株가 均衡을 이루지 못하고 또 한 證券流通金融의 規模가 證券市場의 場勢에 따라서 證券市場措置의 影響을 크게 받게 됨에 따라 委託賣買手數料에 依存하고 있는 證券會社의 收支狀態는 그 起伏이 심해지고, 韓國證券金融株式會社도 營業上 安定을 이루기가 상당히 어려운 實情이다.

그리고 貸株種目이 8種目에 不過하다는 점이다. 資本市場育成方案에 위해 1次的으로 30개 種目으로 擴大하도록 되었으나, 앞으로 더욱 이를 擴大하여야 할 것이다.

### (3) 證券擔保金融의 利用 低調

一般證券擔保貸出의 利用이 극히 低調하여 <표-6> 證券金融貸出殘額 狀況에 의하면, 1977年 末에 겨우 3.5 %, 1978年에 1.3 %이던 것이 그 다음해부터는 1 %를 下迴하고 있는 實情이며, 그 殘額에 있어서도 1984年 12月 末 현재 6億5千萬원(金貸出殘額의 0.3 %)에 不過하다.

一般投資者 所有 證券을 擔保로 資金을 貸出해 줌으로써 一般大衆에게 證券投資 意慾을 鼓取시켜 證券市場의 安定과 成長을 圖謀하기 위해서도 一般投資者에 대한 證券擔保貸出의 利用이 擴大되어야 하겠다.

## 다. 證券發行金融問題

원래 證券發行金融이라 하면, 新規發行 公社債·株式의 引受金融, 分賣를 하기 위한 分賣金融, 拂込을 위한 拂込金融 등을 들 수 있다. 引受金融에는 株式·債券을 買入하기 위한 買入引受金融, 殘額引受金融, 分賣取扱을 위한 金融 등이 있다. 그런데 이들은 현재 制度의으로 마련되어 있지 않다. 이는 오늘날 우리나라에서는 引受신디케이트나 分賣신디

證券金融立 基本問題立 特別研究

(單位：百萬元)

<五—5> 信用去來與 證券流通金融 利用狀況(申請日基準)

年月 中	去 來 代 金		證券流 通金 融新規			信用種目 去來比率 (B/A)		信用去來比率 (C/A) (C/B)		證券流通金融利用率 (D/A) (D/B) (D/C)	
	總 去 (A)	法 信用去來種目 (B)	信用去來 (C)	融 資	貸 株	計 (D)					
1976	628677	—	—	90,938 (96.1%)	3,675 (3.9%)	94,613 (100%)	—	—	—	15.0	—
1977	1,375,268	957,974	277,208	144,198 (94.0%)	6,000 (6.0%)	153,365 (100%)	69.7	202	28.9	11.2	16.0
1978	1,741,506	—	142,461	126,364 (96.6%)	4,478 (3.4%)	130,842 (100%)	—	8.2	—	7.5	—
1979	1,327,813	—	265,020	243,211 (97.0%)	7,644 (3.0%)	250,855 (100%)	—	20.0	—	18.9	—
1980	1,134,019	—	277,790	234,928 (96.9%)	7,517 (3.1%)	242,445 (100%)	—	24.5	—	21.4	—
1981	2,534,160	2,023,589	440,706	316,702 (97.0%)	9,816 (3.0%)	326,518 (100%)	79.9	174	21.8	12.9	16.1
1982	1,973,469	1,631,653	373,821	249,189 (100%)	64 (0%)	249,253 (100%)	82.7	18.9	22.9	12.6	15.3
1983	1,752,628	1,458,085	332,140	212,629 (99.9%)	239 (0.1%)	212,868 (100%)	83.2	19.0	22.8	12.1	14.6
1984	3,132,982	2,892,094	704,817	365,077 (100%)	10 (0%)	365,087 (100%)	92.3	22.5	24.4	11.7	12.6
1984.	3	226,310	209,226	55,281	24,171	—	24,171	92.5	24.4	10.7	11.6
4	346,224	330,971	82,039	38,287	1	38,288	95.6	23.7	24.8	11.1	11.6
5	288,433	260,899	62,169	29,968	—	29,968	90.0	22.0	24.0	10.4	11.5
6	224,159	209,390	44,833	22,702	—	22,702	93.4	20.0	21.4	10.1	10.8
7	299,737	290,382	70,034	33,703	—	33,703	96.9	23.4	24.1	11.2	11.6
8	246,209	238,634	55,453	23,489	—	23,489	96.9	22.5	23.2	9.5	9.8
9	174,476	157,977	37,013	21,947 9	—	21,956	90.5	21.2	23.4	12.6	13.9
10	134,645	118,822	27,901	18,759	—	18,759	88.2	20.7	23.5	13.9	15.8
11	239,831	218,315	44,382	30,021	—	30,021	91.0	18.5	20.3	12.5	13.8
12	329,118	299,356	71,437	33,649	—	33,649	91.0	21.7	23.9	10.2	11.2
1985.	1	327,558	286,373	77,175	32,169	—	32,169	87.4	23.6	26.9	9.8
2	178,379	157,665	43,006	22,110	—	22,110	88.4	24.1	27.3	12.4	14.0
3	223,317	199,259	44,431	20,568	—	20,568	89.2	20.0	22.3	9.2	10.3
4	226,926	200,735	49,066	25,510	—	25,510	88.5	21.6	24.4	11.2	12.7
5	166,975	146,860	30,850	24,969	—	24,969	88.0	18.5	21.0	15.0	17.0
6	259,404	231,774	81,267	50,561	4,594	55,155	89.3	31.3	35.1	21.3	23.8

資料：證券金融，1985.7. pp. 16—17，韓國證券株式會社

## 產業研究

## 證券金融 貸出殘額 狀況

&lt; 五 - 6 &gt;

(單位：千 원)

年月末	證券流通金融		引受資金 貸出	證券機關運 營資金貸出	株式買入 資金貸出	一般證券 擔保貸出	合計
	融資	貸出					
1976	19,191,490	290,432	3,084,750	10,079,250	—	—	32,645,922
	( 58.8 % )	( 0.9 % )	( 9.4 % )	( 30.9 % )			
1977	4,780,730	13,375	15,280,500	12,527,380	—	1,171,903	33,773,888
	( 14.2 % )	( 0.0 % )	( 45.2 % )	( 37.1 % )		( 3.5 % )	
1978	43,467,258	473,608	2,114,500	13,013,269	—	778,752	59,847,387
	( 72.6 % )	( 0.8 % )	( 3.5 % )	( 21.8 % )		( 1.3 % )	
1979	42,718,354	356,558	—	17,354,000	10,665,553	669,658	71,764,123
	( 59.5 % )	( 0.5 % )		( 24.2 % )	( 14.9 % )	( 0.9 % )	
1980	32,620,430	165,978	14,560,000	31,512,040	21,004,616	461,578	100,324,642
	( 32.5 % )	( 0.2 % )	( 14.5 % )	( 31.5 % )	( 20.9 % )	( 0.5 % )	
1981	41,592,272	817,774	25,580,800	42,486,000	—	337,971	110,814,817
	( 37.5 % )	( 0.7 % )	( 23.1 % )	( 38.3 % )		( 0.3 % )	
1982	42,775,313	—	13,334,700	36,702,000	34,074,706	614,896	127,501,615
	( 33.5 % )		( 10.5 % )	( 28.8 % )	( 26.7 % )	( 0.5 % )	
1983	49,904,459	—	25,623,000	49,455,000	49,811,334	889,799	175,683,592
	( 28.4 % )		( 14.6 % )	( 28.1 % )	( 28.4 % )	( 0.5 % )	
1984.	58,535,048	—	43,107,000	51,109,000	29,999,983	650,126	183,401,157
	( 31.9 % )		( 23.5 % )	( 27.9 % )	( 16.4 % )	( 0.3 % )	
1984. 3	58,854,307	—	25,805,000	46,123,000	19,400,500	659,242	150,842,049
4	59,198,238	1,280	31,963,000	53,800,000	16,128,231	613,158	161,703,907
5	59,554,207	1,280	34,000,000	51,078,000	1,857,506	542,743	147,033,736
6	58,611,769	1,280	31,947,000	50,985,000	—	705,004	142,250,053
7	59,476,900	—	26,731,000	49,604,000	—	728,601	136,540,501
8	59,123,073	—	29,022,000	48,613,000	—	728,787	137,486,860
9	58,309,826	9,200	30,278,000	49,916,000	—	704,112	139,217,138
10	57,736,106	—	55,436,100	47,824,000	—	684,193	161,680,399
11	57,476,166	—	42,778,100	50,664,000	29,999,983	841,403	181,759,652
12	58,535,048	—	43,107,000	51,109,000	29,999,983	650,126	183,401,157
1985. 1	58,773,011	—	56,299,000	52,950,000	29,999,983	569,226	198,591,220
2	57,791,404	—	63,621,000	52,240,000	29,999,983	683,882	204,336,269
3	58,072,601	896	89,866,000	54,927,000	29,944,231	642,840	233,453,568
4	58,735,860	—	94,891,000	52,246,000	22,849,938	562,004	229,284,802
5	60,240,940	—	89,356,000	52,247,000	16,803,735	1,041,104	219,688,779
6	76,114,791	2,952,262	82,161,000	52,763,000	13,890,334	928,625	228,810,012

資料：證券金融，p. 7, 1985. 7. 韓國證券金融株式會社

## 證券金融의 基本問題에 관한 研究

케이트, 株式의 時價發行 등이 未發達狀態이기 때문이다.

만약 分賣金融을 制度化한다면, 서울에 本社가 있는 證券業者는 全國的으로 散在해 있는 證券業者와의 사이에 去來關係를 締結하여, 新規株式이나 公社債를 分賣한다는 構造를 생각할 수 있다. 오늘날 近代의 意味의 分賣組織은 전혀 發見할 수 없으며, 이러한 狀況으로는 分賣金融의 必要가 없다. 이는 현재 우리나라 證券市場의 未發達 樣相이 이와 같은 發行金融의 未備面으로 나타난 것이다. 오히려 發行金融의 未備라기보다도 우리나라 證券市場 自體가 未發達 或者 未備狀態인 것이라 할 수 있다.

### 2. 證券金融制度의 改善方向

#### 가. 短期對策

##### (1) 資金造成 擴大

證券金融 財源不況의 解決策으로는 韓國證券金融株式會社의 金融機關 借入規模를 늘리는 方法과 資金의 自體造成能力을 높이는 方法이 있다.

金融機關 借入規模 擴大問題는 金融機關이 證券金融會社에 대한 貸出에서 받은 어음을 韓國銀行 再割引 適格어음으로 指定하여 證券金融 財源을 中央銀行으로부터 支援받을 수 있게 함으로써 證券金融會社의 借入規模를 늘리는 길도 있다. 그렇지만 이러한 中央銀行의 間接的 支援措置만으로는 未洽하다.

資本市場育成方案에 의하면, 債券引受手數料 積立金 200億원을 出資로 轉換하여 納入資本金 200億원을 400億원으로 增資하고, 또한 證券金融會社가 會社債 200億원을 發行하여 證券需要金融으로 活用하도록 한 것은 證券金融會社의 財源擴充을 위한 措置인 것이다.

資金의 自體造成能力을 높이는 方法으로는 韓國證券金融株式會社의 受信機能 強化를 들 수 있다. 즉 債務證書發行業務를 擴大하여 短資業務를 取扱할 수 있는 길을 터놓는 것이며, 또한 還買條件附債券賣買業務를 적극 開發하는 등 受信能力 向上에 힘써야 하겠다.

##### (2) 信用去來를 위한 金融의 條件改善

信用融資와 貸株가 均衡을 이루어야 株價의 過度한 下落時 信用買入에 의하여 株價가 일단 오르게 되고, 過度히 오를 경우 貸株로 株價를 下落시키고 融資의 償還으로 株價安定을 期할 수 있으며, 過度히 下落하는 경우 貸株를 하였던 投資者가 이를 買入하여 下落이

## 產業研究

업추고 다시 信用買入이 이루어져 株價는 假需給에 의하여 安定되게 되는 것이다. 그런데 이러한 信用去來制度의 均衡이 이루어지지 않고 信用融資만에 重點을 둔다면, 株價上昇時에 過熱되고, 株價 下落時에는 去來의 沈滯를 招來하여 株價回復에 長時日을 要하게 된다.

信用去來制度가 擴大되면 委託賣買手數料를 中心으로 하는 證券會社들에게 沈滯時에도 貸株整理가 이루어져 賣買去來가 活性化되고 株價도 빨리 回復이 되어 證券會社의 收支 安定에도 寄與하도록 한다.

그리고 證券流通金融에 있어서는 限度를 引上 調整하여 證券會社의 信用去來融資力を 높이고 貸株를 擴大 調整하여 信用去來 不均衡의 漸進的改善을 圖謀하여야 한다.

資本市場育成方案을 보면, 市場狀況에 따라 漸次의으로 證券金融會社의 貸株種目을 擴大實施하는 것으로 되어 있다. 즉 株價 急騰落에 대한 緩衝役割機能을 提高시키고, 融資와 貸株의 均衡維持로 株式去來의 活性化를 圖謀하며, 證券金融會社의 貸株種目數를 8개에서 1次의으로 30개 種目으로 擴大하도록 하였다. 그러나 앞으로 더욱 그 種目數를 擴大하여야 하겠다.

또한 信用去來融資保證金의 現金·代用證券 比率을 調整하여 現金 40%인 것을 現金 20%, 代用證券 20%로 調整하도록 한 것 등은 證券金融의 擴充改善의 方策인 것이다.

### (3) 證券擔保金融의 利用擴大

證券金融의 資金事情이 어렵다 할지라도 證券擔保金融을 위한 財源을 積極的으로 마련하며, 一般投資者는 물론이고 法人 등에 대하여도 誠意를 다하여 門戶開放·勸獎을 함으로써 證券擔保金融의 生活化를 圖謀하여야 한다. 그리하여 證券擔保貸出의 利用이 擴大되어야 證券市場의 安定·成長을 期할 수 있는 것이다.

## 나. 長期對策

### (1) 價格構造의 基盤 確立

앞에서 論及한 直接金融·間接金融의 問題는 資本市場의 振興과 確立에 달려 있다고 할 수 있는 것이다. 다시 말하면, 證券市場만 安定되고 確立된다면 自然히 間接金融의 흐름은 直接金融으로 옮겨 오게 되며, 1人當 國民所得이 그다지 크지 않더라도 흘러 들어오게 마련이다. 換言하면, 直接金融·間接金融의 問題는 解決되는 것이다. 그렇다면 問題는 證券市場의 振興策 如何에 달려 있다고 할 수 있다. 따라서 證券市場·資本市場의 振興策의 하

나로서 다음과 같은 方案을 提示할 수가 있는 것이다.

價格構造(Price mechanism)를 좀더 尊重하여 이것이 有效하게 作用할 수 있는 基盤을造成하였으면 하는 것이다. 이것은 가장 基本的인 것으로, 公社債의 發行條件은 流通市場의 價格 즉 價格構造에 따라야 한다는 것이다. 그러나 같은 證券이면서도 株式에 관한 것이 되면 이 價格構造論이 쑥 들어가 버린다. 株式의 發行은 額面發行이면 足하며 時價發行은 좋지 않다고 하는 것이다. 額面發行의 制度下에서는 價格構造는 作用하지 않는다.

원래 額面發行制度는 後進國의 發行制度인 것이다. 어떤 나라이건 資本主義 經濟 初期에는 額面發行制度가 支配的이었으나, 經濟가 發展하고 證券市場이 發達해감에 따라 額面發行에서 プレミ엄附發行 내지 時價發行으로 变모하고 있는데, 이것이 時代의 흐름이다. 時價發行이란, 株式의 發行을 流通市場의 價格構造에 따르게 하는 것이므로, 가장 價格構造를 尊重하는 制度이다. 額面發行制度下에서는 그 價格構造가 無視되기 일수이고, 또한 無視할 수 있는 것이다. 여기에 證券市場의 真正한 發展을 阻害하는 要因이 內包되어 있는 것이다.

다만, 以上은 당장 하여야 한다든가 또는 全面的으로 實施해야 한다는 것은 아니다. 實行에 있어서는 케이스 바이 케이스로 長期計劃으로, 더구나 西獨의 例와 같이 機會를 捕捉하여 證券市場의 情勢를 보아가면서 施行되어야 하는 것이다. 그리고 물론 時價發行의 結果로서 自己資本은 充實化한다. 이것은 美國의 例에서 보는 바와 같다. 여기에 時價發行 問題는 證券市場 振興이라는 目標에서 論할 問題이지 自己資本充實의 目標에서 論할 性質의 것은 아니다.

### (2) 中央銀行으로부터의 直接借入

證券市場機能의 活性화를 위한 證券金融의 支援能力 強化를 위하여 證券金融의 資金調達 源泉을 擴充할 필요가 있다. 그러기 위하여 增資 등의 方法도 講究되어야 하지만 보다 安定된 資金源을 確保하기 위해서는 中央銀行으로부터 直接借入할 수 있는 길이 열려야 하겠다.

### (3) 海外投資需要 漸進的 擴大

우리 經濟의 大勢가 國際化 趨勢로서 體質을 갖추려는 段階에서 證券市場 역시 充分한 態勢를 갖추어 이에 對備하여야 한다. 證券市場의 國際化를 위한 先行條件으로, 投資者를 위하여 信用去來制度의 擴充이 필요하며, 國內企業의 海外證券發行에 관한 制度의 整備와

## 產業研究

海外證券發行誘導가 要請된다. 또한 外國人 直接投資의 段階的 許容方案도 最善策을 講究하여야 한다.

### (4) 先物去來制 導入

앞으로 언젠가는 先物去來도 마련되어야 한다. 上場種目이 많아지고 上場資本規模가 增大하면 危險의 分散을 위해 先物去來가 實施되어야 한다. 이를 위해서는 證券金融의 積極的인 뒷받침과 高度의 水準을 갖춘 投資者가 많이 있어야 한다.

원래 先物去來는 賣買契約을 締結한 때와 그 契約을 履行할 때까지 去來 對象物인 證券의 受渡가 延期되는 것이며, 그 期間에 期日前의 轉賣·還買가 認定되는 去來이다.

先物去來의 特殊한 形態로서 選擇權附去來(Option dealing)가 있는데,<sup>4)</sup> 이를 許容하는理由는 證券賣買의 假需給을 통하여 株價를 보다 安定시키기 위해서이다.

### (5) 證券發行金融의 制度化

新規發行 公社債·株式의 引受金融을 制度化하여 引受신디케이트나 分賣신디케이트, 株式의 時價發行 등을 圖謀할 필요가 있다. 分賣金融을 制度化하여 本社가 서울에 所在하는 證券業者가 全國的으로 散在한 證券業者와 新規 株式이나 公社債를 分賣去來할 수 있도록 한다.

현재 우리나라 證券市場이 아직 덜 發達되어 發行金融이 未備狀態인데, 그러나 언제까지나 이대로 나가야 할 것인가? 長期的으로는 國債의 發行을前提로 하고, 그 發行利子率의 維持, 이를 위한 低金利情勢를前提로 하는 경우에는 앞으로 展開할 수 있는 發行金融의 制度化 즉 證券金融의 引受신디케이트·分賣신디케이트의 制度化는 장래의 意志를 内包하고 있다고 할 수 있는 것이다.

## VI. 結論

證券金融에 있어서 基本的 諸 問題의 解決方向은 株式市場과 公社債市場의 近代化와 直結되는 동시에, 證券市場의 正常化를 통하여 金融市場의 正常化를 促進시키는 方向과도 연결되어 있다. 더구나 公社債市場의 擴大와 正常化, 그리고 健全한 證券金融은 金融正常化

4) Bogen, J. I., Financial Handbook, 1962, p. 93.

證券金融의 基本問題에 관한 研究

의 突破口인 것이다. 더 나아가서 이는 단지 金融·財政政策의 基盤을 이를 뿐만 아니라 인플레이션의 不健全化의 波濤를 막을 수 있는 防破堤인 것이다. 이의 成敗와 遅速如何는 今后의 중요 문제의 하나가 될 수 있다. 또한 證券金融制度의 改善은 證券市場에 있어서 效率的 資本配分에 이바지 하는 바가 크다고 믿는다.

《參 考 文 獻》

1. 尹桂燮, 韓國證券市場分析論, 法文社, 1982.
2. 大韓證券業協會, 證券, 44 호, 45 호.
3. 韓國證券去來所, 株式, 201 호~ 206 호.
4. 韓國證券金融株式會社, 證券金融, 114, 115, 116 호.
5. 福田敬太郎, 證券金融, 千倉書房, 1973.
6. 藤田國之助, 日本の信用取引とアメリカの證據金引受との比較, 證券研究, 日本證券經濟研究所.
7. 日本證券經濟研究所, 證券と金融をさぬぐる諸 問題, 1969.
8. Bogen, J. I. and Kroos, H. E., Security Credit. Its Economic Role and Regulation, 1960.
9. Bogen, J. I., Financial Handbook, 1962.

