



KCMI

Korea Capital
Market Institute

한국과 일본의 주식 신용거래제도 비교 연구

황세운

한국과 일본의 주식 신용거래제도 비교 연구

2019. 1

연구위원 황 세 운



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

우리나라에 주식 신용거래제도가 도입된 것은 1969년 2월의 일이다. 신용거래제도는 상대적으로 주식시장이 성숙하지 못하였던 시기에 시장의 거래수요를 증가시킴으로써 시장유동성을 높이려는 목적으로 도입되었다는 것은 주지의 사실이다. 신용거래제도는 시장의 거래활동을 꾸준히 증가시켜 온 것으로 평가받는다. 이러한 시장유동성의 증가는 주가의 신뢰성을 높일 수 있기 때문에 시장의 가격효율성 유지에 있어서도 중요한 요소로 작용해 왔다.

국내 신용거래제도는 신용거래용자와 신용거래대주로 나누어져 발전해 왔다. 신용거래용자는 주가의 상승을 예상할 때, 그리고 신용거래대주는 주가의 하락을 예상할 때 활용할 수 있는 주식거래기법으로 평가해 볼 수 있다. 그런데 우리나라 주식시장에서는 신용거래용자와 신용거래대주의 활용도에 극단적인 차이가 관찰되어 왔으며, 이에 대해 비대칭성의 완화가 필요하다는 지적이 꾸준히 제기되어 왔다.

신용거래제도가 주식시장에서 꾸준히 역할을 키워왔음에도 불구하고 그간 국내 학계에서는 신용거래제도에 관한 연구가 심도있게 이뤄지지 못한 것이 사실이다. 신용거래 비대칭성의 완화 필요성에 대한 이해가 충분히 이루어지지 않았고, 신용거래제도와 공매도 거래 간의 상관관계에 대한 연구도 부족한 실정이었다. 이러한 상황에서 국내 신용거래제도의 특성을 일본과 비교하여 새로운 발전방향을 모색하는 것은 주식시장의 장기적인 발전을 위하여 의미있는 시도라고 할 수 있을 것이다.

신용거래제도의 비대칭적인 발전이 공매도 거래에도 유의적인 영향을 미친다는 사실도 주목할 만한 부분이다. 개인투자자들이 주식을 빌려올만한 수단은 신용거래대주를 제외하면 거의 없다고 볼 수 있다. 따라서 신용거래제도 활용의 비대칭성을 완화하는 것은 시장의 유동성 제고 측면뿐만 아니라 개인투자자의 공매도 거래에 있어서도 중요한 시사점을 제공한다.

본 보고서의 집필을 위하여 오랜 시간동안 많은 노력을 기울여준 본원의 황세운 연구위원에게 감사의 뜻을 전한다. 또한 보고서의 작성을 위하여 여러 가지 기초자료 조사작업에 도움을 준 이해진 연구원에게도 감사드린다. 보고서의 심사과정에서 지정 토론을 맡아 다양한 개선의견을 제시해준 김준석 선임연구위원을 비롯한 연구조정위원들의 노력도 보고서의 완성에 많은 기여를 하였다. 보고서의 편집작업을 맡아준 김옥엽 연구조원, 신선화 연구조원에게도 감사드린다. 끝으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 견해와 주장이며, 자본시장연구원의 공식 입장이 아님을 밝혀둔다.

2019년 1월
자본시장연구원
원장 박영석

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	xi
I. 서론	3
1. 연구의 배경	3
2. 연구 방법과 구성	5
II. 주식 신용거래제도의 한·일 비교	9
1. 한국의 주식 신용거래제도	9
2. 일본의 주식 신용거래제도	20
3. 한·일 간 주식 신용거래제도 비교로부터의 시사점	26
III. 주식 공매도 거래의 한·일 비교	31
1. 한국의 주식 공매도 거래현황 분석	32
2. 일본의 주식 공매도 거래현황 분석	38
3. 한·일 간 주식 공매도 거래에 관한 비교 및 시사점	40
IV. 결론 및 정책적 시사점	47
참고 문헌	53

표 목 차

<표 II-1> 한국과 일본의 신용거래제도 특성 비교	26
<표 III-1> 유가증권시장 일평균 공매도 거래대금 및 비중	34
<표 III-2> 코스닥시장 일평균 공매도 거래대금 및 비중	36

그림 목 차

<그림 Ⅱ-1> 신용거래의 유형 분류	10
<그림 Ⅱ-2> 증권유통금융의 거래 흐름	13
<그림 Ⅱ-3> 신용거래융자 잔액 변동 추이	15
<그림 Ⅱ-4> 신용거래대주 잔액 변동 추이	16
<그림 Ⅱ-5> 일본 주식시장 신용거래 자금·주식의 흐름	22
<그림 Ⅱ-6> 일본 개인투자자의 주식거래행태 특성 (2017년 거래대금 기준) ..	25
<그림 Ⅲ-1> 공매도 잔고금액 변동 추이	33
<그림 Ⅲ-2> 유가증권시장의 공매도 거래비중 추이	35
<그림 Ⅲ-3> 코스닥시장의 공매도 거래비중 추이	37
<그림 Ⅲ-4> JPX 투자자 유형별 거래비중 및 보유비중 (2017년 기준) ...	39
<그림 Ⅲ-5> JPX 공매도 거래비중 (거래대금 기준)	40

약 어 표

JPX	Japan Exchange Group
JSF	Japan Securities Finance Co., Ltd.
KRX	Korea Exchange
KSD	Korea Securities Depository
KSFC	Korea Securities Finance Corporation
LMT	Loan for Margin Transaction
TSE	Tokyo Stock Exchange

《 Executive Summary 》

국내 주식시장은 현물거래를 중심으로 발전하여 왔지만 신용거래도 꾸준한 증가추세를 보이고 있다. 주식 신용거래의 가장 중요한 역할은 시장의 유동성을 증가시키는 데에서 찾을 수 있다. 거래가 빈번하게 이루어질 때 다양한 투자자들로부터 제공되는 기업에 관한 정보가 가격에 반영될 기회가 많아지고 이로 인해 시장에서 효율적인 가격 발견이 이루어질 수 있기 때문이다. 더욱이 시장에서는 이러한 과정에서 관찰되는 가격에 대해 더 높은 신뢰를 부여한다.

오랜 기간 국내 주식 신용거래는 신용거래용자를 중심으로 발전하여, 자금을 차입하여 주식을 매입하는 거래가 활발히 이루어져 왔다. 반면 동일한 경제적 기능을 가지고 있음에도 불구하고 주식을 차입하여 매도하는 거래인 신용거래대주는 매우 부진하였다. 신용거래는 주가의 상승과 하락에 대해 대칭적으로 작동할 수 있는 제도이지만, 주가흐름의 일방에 대해서만 활용되는 높은 수준의 비대칭성이 관찰된다.

신용거래대주는 개인투자자들에 의한 공매도 거래와 밀접한 관계를 가지고 있다는 점도 주목할 만하다. 공매도 거래를 실행하기 위해서는 먼저 주식을 차입해야 한다. 기관투자자의 경우 주식차입에 큰 제약이 없다. 그러나 개인투자자는 신용도가 상대적으로 낮기 때문에 주식의 직접차입에는 큰 제약이 존재한다. 개인투자자가 이용할 수 있는 주식차입경로는 현실적으로 신용거래대주가 거의 유일하다. 이는 신용거래대주가 활발하게 이루어진다면 개인투자자의 공매도 접근성에 신용거래대주가 유의적인 영향을 미쳐 개인투자자들의 공매도 접근성도 크게 제고될 수 있음을 의미한다.

주식시장의 신용거래는 증권사가 자체적으로 보유하고 있는 자금이나 유가증권을 재원으로 활용하여 서비스를 제공하는 자기신용거래와 증권금융회사에서 차입한 자금을 이용하여 서비스를 제공하

는 증권유통금융으로 나누어진다. 증권유통금융은 다시 증권유통금융 용자와 증권유통금융 대주로 구분된다. 증권유통금융 대주의 운영구조는 증권유통금융 용자에 비해 더 복잡하다. 이는 증권유통금융 용자의 경우 빌려주는 자금이 모든 용자에 대해 동질성을 가지는 반면, 증권유통금융 대주의 경우 빌려주는 주식이 종목별로 각각 다른 상품으로 인식되기 때문이다. 대여상품의 특성으로 인하여 신용거래대주는 대주재원의 마련이 신용거래용자의 용자재원 마련보다 훨씬 더 까다롭다. 이러한 구조적 차이가 제도의 설계에 충분히 반영되지 않는다면 신용거래용자와 신용거래대주의 대칭성은 제대로 구현되기 어려울 것이다.

일본 주식시장은 개인투자자들의 신용거래대주 활용을 지원하기 위해 대주재원을 안정적으로 공급할 수 있는 시스템을 갖추고 있다. 대주재원 마련의 어려움을 일원화된 재원공급 기구를 통해 해결하고 있다. 증권금융회사가 자기의 신용으로 신용매도를 위한 재원을 마련하고 이를 증권사에 공급하면 증권사는 공급받은 재원을 기반으로 개인투자자에게 신용거래 서비스를 제공하는 것이다. 중앙집중방식의 재원공급 기구를 마련하여 차입을 통해 대주재원을 공급하고 운영상의 리스크를 관리하는 데에 전문성을 가지도록 유도함으로써 개인투자자들의 공매도 거래를 체계적으로 지원하고 있다. 이러한 중앙집중방식이 개인투자자들의 공매도 거래제약을 유의적으로 완화시켰음이 학계에서도 보고되고 있다.

신용거래대주를 통해 빌려온 주식은 공매도 거래로 연결되는 것이 일반적이다. 이는 국내 주식시장에서 관찰되는 신용거래제도의 비대칭성이 결국은 공매도 거래활동의 빈도와 상당히 유의적인 관련성을 가짐을 의미한다. 신용거래대주와 공매도 거래 간의 이러한 상관관계를 감안할 때 공매도 거래에 대해 분석의 영역을 확장하는 것은 신용거래제도의 파급효과를 이해함에 있어 중요한 의의를 가질 것이다.

국내 주식시장에서의 공매도 거래는 꾸준한 증가추세를 보이고 있다. 기관투자자와 외국인 투자자를 중심으로 공매도 거래는 일상적인 주식거래기법으로 자리 잡았다고 볼 수 있다. 우리나라 공매도 거래에서 나타나는 특징을 살펴보면 외국인 투자자의 거래비중이 압도적으로 높고 개인투자자의 비중은 지극히 미미한 수준이다. 2018년 6월 기준 공매도 잔고금액은 16.7조원으로 2년 동안 60% 이상 증가하였다. 이중 유가증권시장과 코스닥시장의 공매도 잔고금액은 각각 12.7조원과 4.0조원을 기록하였다.

우리나라 개인투자자의 공매도 참여는 미미한 수준이다. 유가증권시장에서는 공매도 거래의 0.5%, 코스닥시장에서는 공매도 거래의 1.0%가 개인투자자들에 의해 이루어지고 있다. 개인투자자의 공매도 거래가 부진한 것은 공매도 거래에 필수적인 주식대차에 어려움이 크기 때문일 것으로 판단된다. 현실적으로 개인투자자들이 주식을 빌려올 수 있는 경로는 증권사에서 제공되는 신용거래대주 서비스가 유일하다고 볼 수 있다. 그런데 신용거래대주 서비스를 통하여 빌릴 수 있는 주식은 종목과 수량에 제약이 많다. 원하는 종목에 대해 필요한 수량을 실시간으로 차입하는 것이 상당히 곤란하다. 주식차입이 어려울 경우 공매도 거래는 개인투자자들이 일상적으로 활용할 수 있는 거래전략이 되기 어렵다.

일본 주식시장에서의 공매도 비중은 높은 편이다. 2017년 거래대금 기준으로 일본 주식시장에서의 공매도 비중은 무려 38.7%에 이르고 있다. 동일 시점 기준으로 유가증권시장의 공매도 거래비중이 5.5%인 사실과 비교하면 일본 주식시장의 공매도 거래가 우리시장에 비하여 매우 활발하게 이루어짐을 알 수 있다.

신용거래제도가 용자와 대주에 대해 균형있게 발전하기 위해서는 신용거래대주에 대한 보완이 필요하다. 신용거래대주는 현실적으

로 개인투자자들이 공모도 거래를 위해 활용할 수 있는 유일한 전략으로 볼 수 있다. 따라서 신용거래대주의 활용도 제고는 개인투자자의 공모도 접근성 제고에 있어서도 중요한 의미를 가진다. 이를 위해 다음과 같은 접근방식에 대한 검토가 가능하다.

먼저 규모의 경제를 실현할 수 있도록 일원화된 대주 공급 주체를 육성할 필요가 있다. 신용거래를 위한 재원의 마련이 상대적으로 용이한 신용거래용자의 경우 증권사의 역할이 큰 비중을 차지한다. 반면 대주재원의 마련에 있어서는 증권사의 역할이 제한적이며 일원화된 대주 공급기관의 유용성이 커진다. 위험관리와 유동성관리 전문성을 가진 대주기관을 육성함으로써 대주재원 마련에 규모의 경제를 실현할 수 있을 것이다.

대주재원 확보를 위해 차입이나 담보물의 활용도를 높이는 것과 같이 다양한 경로를 모색할 필요성도 인정된다. 신용거래대주의 재원으로 활용할 수 있는 주식은 신용거래용자로부터 발생하는 담보주식 중에서 고객이 담보활용에 대해 명시적으로 동의한 주식으로만 제한된다. 보다 다양한 형태의 대주재원 마련방안을 모색할 필요가 있다. 주식차입에 의한 대주재원 마련은 일차적으로 검토해 볼 수 있는 방안이다. 대주 공급기관이 주식을 차입하여 대주재원으로 활용할 수 있다면 신용거래제도의 비대칭성 해소에 유의적인 역할을 할 수 있을 것이다. 고객에 대한 재무적 인센티브를 강화함으로써 고객의 참여도를 높이고, 표준약관의 사용을 통해 담보활용도를 높이는 방안도 검토해 볼 수 있을 것이다.

« Abstract »

Stock trading in the domestic stock market has developed mainly focusing on cash trading, but margin trading has been also steadily increasing. The most important role of stock margin trading will be to increase the market liquidity. This is because frequent trading is likely to ensure the credibility of the prices observed in the market. Market liquidity can give the confidence in the prices by repeatedly providing opportunities for the information on companies to be reflected in the price.

For a long time, margin trading has developed mainly for margin trading long. On the other hand, despite the same economic functioning, margin trading short was very sluggish. Margin trading is a system that can work symmetrically with respect to rises and falls in the stock price, but there exists a high level of asymmetry in the usage of long and short.

It is also noteworthy that the margin trading short has a close relationship with short selling by individual investors. For institutional investors, there are no significant constraints on stock borrowing. However, since individual investors are relatively lower in the credit grade, it is almost impossible to borrow stocks. The margin trading short is virtually a unique borrowing vehicle available to retail investors. This means that if the margin trading short is active, individual investors' accessibility to short sale can be greatly improved. Thus the margin trading short may have a significant impact on individual investors' short selling activities.

Margin trading is divided into the in-house financing in which securities companies use their own funds or securities as lending resources and the KSFC financing in which funds or securities are borrowed from KSFC. KSFC financing is divided into the long and the short again. The operating structure of the long is more complicated than the short. This is because the funds for the long are homogeneous for all cases, whereas stocks for the short can be different case by case. Due to the characteristics of the short, the provision of loan resources is much more difficult for the short than for the long. If these structural differences are not sufficiently reflected in the design of the margin trading system, the symmetry of the long and the short will not be realized properly.

Japanese stock market has a system that can reliably supply the short services to individual investors. The credit problems on individual investors are solved through a centralized supply mechanism. A securities finance company acquires resources for the short by its own credit and provides them to securities companies for the retail services. The centralized supply mechanism is believed to systematically support the short selling activities of individual investors. It is also reported in the academia that this centralized approach significantly mitigated the short selling restrictions on individual investors.

Short selling in the domestic stock markets has been steadily increasing. Active investor groups in the short selling include institutional investors and foreign investors. The share

of foreign investors in the short selling in Korea is overwhelmingly high and that of individual investors is extremely low. As of June 2018, the short interests amounted to 16.7 trillion won, a 60% increase over the two-year time period. The KOSPI and the KOSDAQ had short interests of KRW 12.7 trillion and KRW 4.0 trillion, respectively.

In the KOSPI and the KOSDAQ, 0.5% and 1.0% of total short selling are done by individual investors respectively. The sluggish short selling by individual investors seems to be due to the difficulty in the stock borrowing, which is essential for short selling. The only way for individual investors to borrow stocks is through the margin service provided by securities companies. Stocks that can be borrowed through the margin service are limited in terms of label and quantity.

Short selling in Japanese stock market is quite active. As of 2017, proportion of the short selling in the Japanese stock market reached 38.7%. As compared with the fact that the proportion of short selling in the KOSPI is only 5.5% at the same time, we can see that the short selling in Japanese stock market is very active.

In order for the margin trading system to develop symmetrically both for the long and the short, it is necessary to add significant system improvement. The margin trading short is the only stock borrowing vehicle that individual investors can rely on. The following approaches can be considered for enhancing the accessibility to the short selling.

First, it is necessary to establish a centralized stock lender. The role of brokerage firms plays a large role in the stock lending. However, their role could be limited due to the difficulties in risk management. A centralized stock lending can be more useful when we consider the economies of scale.

There is also a need to increase utilization of the collaterals from the long and design alternative lending sources. Stocks that can be used as financing resources for the short are limited only to stocks explicitly agreed for lending by the margin long holders. It is crucial to find alternative ways to supply for lending. Stock borrowing in B2B market can be a primary consideration. If stock lenders can borrow stocks by their own credit and use the stocks as lending resources, it could help significantly in resolving the asymmetry of the margin trading system. We can also consider mechanisms to increase individual investors' agreement by enhancing financial incentives and utilization of collateral through the standard terms of condition.

I. 서론

1. 연구의 배경
2. 연구 방법과 구성

I. 서론

1. 연구의 배경

현재까지 국내 자본시장에서의 주식거래는 현물거래를 중심으로 발전하여 왔다. 현물거래는 주식매수의 경우 매수하고자 하는 주식을 보유현금을 활용하여 거래하는 것을 말하며, 주식매도의 경우 이미 보유하고 있는 주식을 이용하여 매도거래를 수행하는 것을 말한다. 그런데 주식거래를 실행함에 있어서 현금이나 주식 현물을 보유하고 있지 않더라도 매수 또는 매도거래를 실행할 수 있다. 현금이나 매도할 주식을 보유하고 있지 않은 상태에서 활용하는 주식거래기법이 신용거래(margin trading)이다. 신용거래 매수의 경우 주식매수를 위한 자금을 차입하여 매수거래를 실행한다. 신용거래 매도의 경우 주식매도를 위한 주식을 차입하여 매도거래를 실행하게 되는데, 신용거래 매도라는 용어보다는 일반적으로 공매도(short sale)라 불리고 있다.

신용거래의 가장 중요한 역할은 시장의 유동성을 증가시키는 데에서 찾을 수 있다. 주식유통시장에서 유동성의 확보는 매우 중요한 의미를 가진다. 거래가 빈번하게 이루어져야 시장에서 관찰되는 가격의 신뢰성이 제대로 확보될 수 있기 때문이다. 빈번한 거래는 기업에 관한 정보가 가격에 반영될 기회를 반복적으로 제공함으로써 관찰되는 가격에 대해 시장의 신뢰를 부여한다. 한편 시장의 유동성 수준은 투자자들의 투자 의사결정에도 유의적인 영향을 미친다. 필요할 경우 신속히 주식을 매입하거나 매도할 수 있는 시장이 존재해야 투자자들의 투자활동이 활발해질 수 있다. 신용거래가 시장유동성을 증가시킨다면 이것이 다시 투자자들의 거래를 촉진하는 결과를 가져올 수 있는 것이다. 신용거래의 이러한 기능을 감안할 때 장기적인 주식시장의 발전을 위해서 신용거래제도를 효율적으로 정비하는 것은 중요한 의미를 가질 것이다.

오랜 기간 국내 주식 신용거래는 신용거래용자(margin trading long)를 중심으로 발전하여 왔다. 즉, 자금을 차입하여 주식을 매입하는 거래는 활발히 이루어져 왔다. 반면 동일한 경제적 기능을 가지고 있음에도 불구하고 주식을 차입하여 매도하는 거래인 신용거래대주(margin trading short)는 매우 부진하였다. 신용거래는 주가의 상승과 하락에 대해 대칭적으로 작동할 수 있는 제도이지만, 주가흐름의 일방에 대해서만 활용되어 온 것이다. 우리 주식시장이 가진 한계점으로 인식할 수 있으며, 균형잡힌 시장의 발전을 위해서 제도의 보완을 모색할 필요가 있다.

국내 신용거래제도의 보완에 있어 일본 신용거래제도는 참고할만한 유용한 사례이다. 일본의 신용거래제도는 용자와 대주 간의 대칭성이 우리나라에 비하여 상대적으로 높다고 평가받는다. 대주를 위한 채권마련이 용자를 위한 자금마련에 비하여 더 어렵다는 사실을 감안하여 대주 공급을 전담할 수 있는 있는 기관을 정비하여 왔는데, 이는 일본 개인투자자가 신용거래제도를 대칭적으로 이용할 수 있게 만든 중요한 요인으로 작용하였다. 신용거래와 관련된 위험을 통제하기 위하여 위험관리기법을 세밀하게 정비하였다는 점도 살펴볼 필요가 있다.

신용거래대주는 개인투자자들에 의한 공매도 거래와 밀접한 관계를 가지고 있다는 점도 주목할 만하다. 공매도 거래를 실행하기 위해서는 먼저 주식을 차입해야 한다. 기관투자자의 경우 주식차입에 큰 제약이 없다. 그러나 개인투자자는 신용도가 상대적으로 낮기 때문에 주식의 직접차입에는 큰 제약이 존재한다. 개인투자자가 이용할 수 있는 주식차입경로는 현실적으로 신용거래대주가 거의 유일하다. 신용거래대주가 활발하게 이루어진다면 개인투자자들의 공매도 접근성도 크게 제고될 수 있음을 의미한다. 개인투자자의 공매도 접근성에 신용거래대주가 큰 영향을 미칠 수 있음이다.

국내 주식시장에서는 공매도에 대한 부정적인 인식이 뿌리 깊게 남아 있다. 그 원인을 찾아보면 공매도가 주가를 하락시킨다는 인식이 크게 자리잡고 있다. 또한 공매도를 악용한 불공정 거래행위로 의심되는 사례가 간헐적으로 발생하여 왔다는 점과 기관투자자나 외국인 투자자들은 공매도를 자유롭게 활용할 수 있지만 개인투자자의 공매도 접근성은 지극히

제한적이라는 사실에서도 일정 부분 기인한다. 불공정 거래행위의 근절을 위해 꾸준히 제도개선을 추진할 필요가 있다. 아울러 개인투자자의 공매도 접근성 개선을 위한 방향성의 모색도 필요할 것이다. 신용거래제도의 효용성을 개선하기 위한 연구는 이러한 측면에서도 의의를 가진다.

본 보고서는 국내 주식 신용거래제도의 바람직한 발전방향에 대하여 살펴보고자 한다. 신용거래가 가진 유동성 제고 기능을 더욱 발전시켜 나갈 필요가 있으며, 극단적인 형태로 나타나는 비대칭성을 완화하기 위한 제도개선 방향을 모색할 것이다. 아울러 비교적 유사성이 높은 일본 주식 시장의 신용거래제도 운영사례를 분석함으로써 국내 주식 신용거래제도의 발전을 위하여 검토할만한 사항들을 점검할 것이다.

2. 연구 방법과 구성

현재까지 주식 신용거래제도는 신용거래용자를 중심으로 활발히 이용되고 있다. 신용거래대주는 신용거래용자보다 크게 발전되지 못한 수준이며, 이는 국내 개인투자자들의 공매도를 활용한 거래를 제약하는 요인 중의 하나로 보인다. 주식시장의 유동성 제고에 상당한 역할을 담당할 수 있는 신용거래제도가 한쪽 방향으로만 활용되고 있으며, 시장의 유동성이 일방적으로만 제공되는 이러한 비대칭적인 모습은 거래의 쏠림현상을 증폭시킬 우려가 있다. 본 보고서는 개인투자자들의 신용거래에 활용되는 신용거래용자와 신용거래대주에 대한 현황을 점검한다. 특히 시장발전이 매우 더딘 신용거래대주에 관한 이슈를 점검하고, 신용거래대주와 밀접한 관계가 있는 공매도 거래의 시장특성에 대해서도 분석을 실시한다. 해외 주식시장에서도 신용거래가 이루어지고 있음을 감안하여 시장유사성이 상당히 높은 일본 주식시장의 신용거래제도를 활용하여 비교분석을 진행할 것이다.

본 보고서는 기본적으로 제도조사에 근거한 비교방법론을 활용하여 분석을 실시한다. 우리나라와 일본의 주식시장에서 접근가능한 시장데이터를 활용하여 공매도 거래와 신용거래에 대한 현황 및 특성을 파악한 후, 양국간의 비교를 통하여 차이점을 분석할 것이다. 공매도와 신용거래제도의 특성을 점검하고 비교함으로써 시장발전을 위한 제도개선 방향에 대한 제언도 도출한다. 비교분석의 대상이 일본으로만 한정되었음도 밝혀둔다.

이러한 목적을 달성하기 위해 다음과 같이 본 보고서를 구성하였다. 먼저 보고서의 II장에서는 우리나라와 일본의 주식 신용거래제도에 대한 비교분석을 실시한다. 국내 신용거래제도와 일본의 신용거래제도 간에 관찰되는 차이점을 분석하여 국내 시장발전을 위한 시사점을 도출할 것이다. III장에서는 우리나라와 일본 주식시장의 공매도 거래에 관하여 전반적인 시장현황을 파악한다. 거래현황에 대한 점검과 시장특성에 관한 비교평가를 실시한다. IV장에서는 이전까지의 분석에서 도출한 결과를 바탕으로 향후 국내 주식시장 신용거래제도의 발전방향에 대한 제언을 제시한다.

II. 주식 신용거래제도의 한·일 비교

1. 한국의 주식 신용거래제도
2. 일본의 주식 신용거래제도
3. 한·일 간 주식 신용거래제도 비교로부터의 시사점

II. 주식 신용거래제도의 한·일 비교

1. 한국의 주식 신용거래제도

가. 국내 주식 신용거래제도 개요

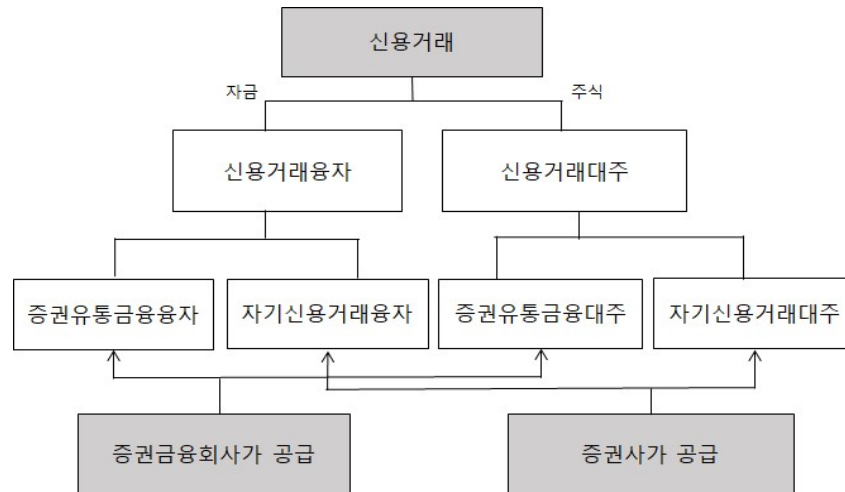
국내 주식시장에서 신용거래는 신용거래용자를 중심으로 발전해 왔으며, 투자자들이 빈번하게 활용하는 일상적인 투자기법으로 인식되고 있다. 신용거래는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)」에 의해 증권사가 그 고객(주로 개인투자자)들에게 제공하는 신용공여를 통해 이루어지는 주식거래이다.¹⁾ 구체적으로 살펴보면 투자자가 거래하는 증권사에 미리 정해진 수준의 보증금(margin)을 납입하고 주식 매수대금이나 매도하려는 주식을 빌려 주식의 매입 또는 매각을 실행하게 된다.²⁾ 신용거래는 자금이나 주식을 차입하는 행위뿐만 아니라 이를 통해 주식을 매입하거나 매도하는 행위까지를 포괄하는 개념이다. 주식매입을 위한 자금을 차입하는 행위는 신용거래용자로, 주식매도를 위한 유가증권을 차입하는 행위는 신용거래대주로 구분된다.

신용거래 서비스를 제공하는 증권사는 보증금을 받고 고객의 주식거래에 대해 자금이나 증권을 대여하여 결제를 처리하며, 위험관리를 위하여 매수한 증권 또는 증권 매도대금을 담보로 잡는다. 신용거래는 증권사가 자체적으로 보유하고 있는 자금이나 유가증권을 재원으로 활용하여 용자를 실시하는 자기신용거래와 증권금융회사에서 차입한 자금을 이용하여 용자를 실시하는 증권유통금융으로 나뉘어진다. 자기신용거래는 증권사가 스스로 마련한 자금으로 고객의 주식매수 자금을 빌려주는 자기신용용자와 증권사가 스스로 마련한 주식으로 고객의 주식매도 증권을 빌려주는 자기신용대주로 구분된다.

1) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제72조(신용공여) 제1항

2) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제69조(신용공여) 제1항 제1호

<그림 II-1> 신용거래의 유형 분류



증권유통금융은 거래소에 회원으로 등록된 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 고객이 증권시장에서의 매매거래에 필요한 자금 또는 증권을 청산기관인 한국거래소를 통하여 빌려주는 서비스이다.³⁾ 증권유통금융은 다시 증권유통금융용자와 증권유통금융대주로 구분된다. 증권유통금융용자는 신용거래와 관련하여 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 고객의 주식매수를 위한 보통거래결제에 필요한 자금을 빌려주는 것이다. 증권유통금융대주는 신용거래와 관련하여 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 고객의 주식매도를 위한 보통거래결제에 필요한 주식을 빌려주는 서비스이다.⁴⁾ 증권사가 자기신용이 아니라 증권유통금융을 이용하여 고객에게 서비스를 제공할 경우, 증권유통금융용자를 통해 신용거래용자의 재원을 확보하고 증권유통금융대주를 통해 신용거래대주의 재원을 마련한다. 증권유통금융을 통해 마련한 재원이 증권사가 고객들에 대해 제공하는 신용거래 서비스에서 더 높은 비중을 차지한다.

3) 이하의 내용은 한국증권금융 업무규정을 참조하여 작성되었다.

4) 한국증권금융 홈페이지 참조(<http://www.ksfc.co.kr>)

신용거래제도와 증권유통금융과의 이러한 관계는 신용거래제도의 특성을 파악하기 위해서는 증권유통금융의 구조를 정확히 이해하는 것이 중요함을 의미한다. 신용거래는 증권사가 고객에게 제공하는 소매거래의 기능을 가지는 반면 증권유통금융은 증권금융회사가 증권사에게 제공하는 도매거래의 기능을 가진다. 증권사는 신용거래 서비스를 제공하기 위하여 자기신용으로 재원을 마련할 수 있는 대안을 가지고 있는 것이 사실이지만, 신용거래제도의 근간에는 증권유통금융이 자리잡고 있다.

증권유통금융은 용자나 대주를 증권금융회사가 개인투자자들에게 직접 제공하는 방식이 아니라 증권사를 통해서 제공하는 방식을 따른다. 자금 또는 주식을 최종 차주인 개인투자자에게 직접 빌려주는 것이 아니라 거래행위에 따른 결제(settlement)를 대신함으로써 증권사를 중개기관으로 삼아 개인투자자와 채권·채무관계를 형성하는 방식이다. 증권유통금융 용자는 자금을 빌려주는 거래이므로 일반적인 대출거래와 유사하다. 다만 용자의 결과로 주식매수가 이루어지는데 차주가 매수한 주식은 자금대여자에게 담보로 제공된다는 점에서 차이가 있다. 매수행위의 결과물을 자금대여자에게 담보로 제공하는 것은 가계가 주택구입을 위해 흔히 이용하는 주택담보대출과 유사한 면이 있다. 용자기간은 최초 90일이며, 이후 60일 단위로 3회 및 90일 단위로 1회 연장하는 것이 가능하다. 용자를 최대한으로 연장할 경우 총 360일까지 빌리는 것이 가능하다. 360일 이내에 상환이 이루어지지 않을 때에는 연체로 처리되며, 연체수수료가 부과된다.

증권유통금융 용자를 통해 담보로 제공된 주식은 고객의 동의과정을 거쳐 증권유통금융 대주의 재원으로 활용할 수 있다. 여기서 고객의 동의는 암묵적인 형태가 아니라 명시적으로 고객이 대주재원으로 활용한다는 사실을 분명히 인지하고 이에 대한 동의의사를 밝힌 경우를 의미한다. 고객의 명시적인 동의를 얻는 절차가 마련되면서 신용거래대주에 활용할 대주재원을 확보하는 작업이 더욱 어려워졌다고 볼 수 있다.

증권유통금융 대주의 운영구조는 증권유통금융 용자에 비해 훨씬 복잡하게 설계되어 있다. 증권유통금융 용자의 경우 빌려주는 자금이 모든 대출에 대해 동질성을 가지는 반면, 증권유통금융 대주의 경우 대출해주는

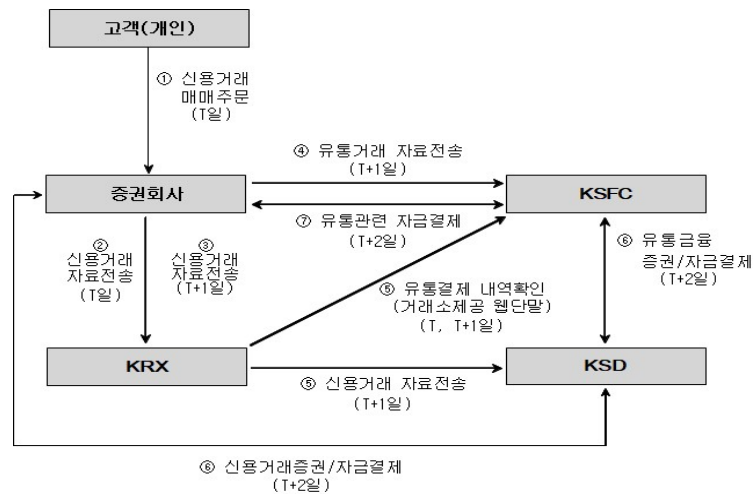
주식이 종목별로 각각 다른 상품으로 인식되기 때문이다. 증권유통금융 대주는 고객에게 주식을 대출해서 주식매도를 실행할 목적으로 이루어지기 때문에 본질적으로 공매도 거래를 위한 서비스이다. 따라서 증권유통금융 대주는 공매도로 분류되어 공매도 규제가 적용된다. 대출기간은 원칙적으로는 70일이지만 증권사의 대고객 대주기간은 통상 60일로 설정된다. 대출만기의 연장이 가능한 증권유통금융 용자와는 달리 만기연장은 허용되지 않으며, 만기일을 지키지 못할 경우 연체로 처리되어 연체수수료가 부과된다.

증권유통금융 대주는 모든 상장종목에 대하여 서비스가 이루어지지 않으며, 보유중인 담보유가증권 중에서 증권금융회사가 정하는 종목에 대해서만 가능하다. 이는 보유중인 담보유가증권의 규모에 따라 대주서비스가 가능한 종목이 달라질 수 있음을 의미한다. 담보유가증권을 보유하고 있는 경우에도 항상 대주서비스가 가능한 것은 아니며 증권금융회사가 사전적으로 마련한 대주가능종목 선정기준을 충족시켜야만 대주가능 종목으로 지정된다. 선정기준은 담보가액, 유동성, 해당 기업의 신용도 등을 반영하고 있다. 증권유통금융 대주에 대한 담보비율은 130%로 설정되어 있다. 담보는 본담보와 부담보로 구성되는데, 본담보는 대주하여 매도한 주식매각대금을 의미하고, 부담보는 본담보만으로는 담보비율을 충족시킬 수 없을 경우 추가로 제출하는 담보를 의미한다. 담보는 주가의 변동을 반영하기 위하여 시가평가를 적용하는데 담보가 부족할 경우 마진콜에 의해 추가담보의 제출이 요구된다. 이러한 부담보의 제출은 현금이나 유가증권의 형태로 이루어진다. 부담보로 인정되는 유가증권으로는 국공채, 은행채, 2개 이상의 신용평가기관으로부터 BBB 이상의 등급을 받은 무보증사채 등이 포함된다. 담보부족 시 부담보의 제출이 당일 마감 전까지 이루어지지 않으면 반대매매가 실행될 수 있으며, 반대매매는 담보로 제공된 자산을 이용해 해당 종목의 주식을 매입하여 상환하는 형태로 이루어진다.

증권유통금융이나 증권사의 자기신용거래를 통해 제공되는 신용거래를 이용하기 위해서는 고객이 거래증권사에 신용거래약정을 맺어야 한다. 신용거래약정을 맺고 신용거래계좌를 개설한 개인투자자는 신용주문을 낼

수 있다. 신용거래계좌는 일반 현금매수/매도를 위해 개설한 증권위탁계좌와는 구분된다. 증권사는 개인투자자의 신용주문에 대해 자기신용을 통해 재원을 공급하는 방식과 증권유통금융을 통해 재원을 공급하는 방식 중에서 선택할 수 있다. 증권사는 고객의 신용주문에 의해 체결된 거래에 대해 거래체결일(T일)에 신용거래 내역을 자기신용과 증권유통금융으로 구분하여 한국거래소에 자료를 전송한다. 증권사는 거래체결 익일(T+1일)에 T일에 체결된 신용거래중 증권유통금융 결제분에 관한 자료를 한국증권금융에 전송한다. 한국거래소는 T+1일에 증권사가 제출한 자료를 이용하여 신용거래에 대한 청산(clearing)을 실시한 후 결제내역을 예탁결제원에 전송한다. 또한 증권유통금융 결제내역에 관한 자료를 한국증권금융에 제공한다. 한국증권금융은 증권사가 제공한 자료와 한국거래소가 제공한 자료를 비교하여 결제내역이 일치하는지를 확인한 후 T+2일에 자금 또는 증권을 결제한다. 자금결제의 경우 한국증권금융은 예탁결제원에 개설한 자금결제계좌를 통해 통합차감 결제하고, 증권결제의 경우 거래소에서 제공된 결제내역을 바탕으로 예탁결제원이 증권사와 한국증권금융 계좌에서 통합차감 결제한 후 증권사와 한국증권금융에 통보한다.

<그림 II-2> 증권유통금융의 거래 흐름



자료: 한국증권금융

나. 국내 주식신용거래 현황 및 평가

1) 국내 주식신용거래 현황

국내 주식시장에서 주식신용거래 현황을 파악하기 위해 살펴보아야 할 통계는 신용거래융자 잔액과 신용거래대주 잔액이다. 신용거래융자 잔액은 고객이 주식을 매수하기 위하여 차입한 자금 중에서 아직 상환되지 않고 차입금으로 남아있는 금액의 합계이다. 신용거래대주 잔액은 고객이 주식을 매도하기 위하여 차입한 주식 중에서 아직 상환되지 않고 남아있는 주식분의 매입가치 합계이다. 신용거래융자 잔액과 신용거래대주 잔액은 주가의 흐름에 따라 잔액의 증감이 일정수준 연동되는 경향이 관찰되기 때문에 고객들이 신용거래를 얼마나 활용하고 있는지를 측정하는 중요한 지표로 활용된다.

2018년 6월말 기준 신용거래융자 잔액은 11.8조원에 이르고 있다. 이중 유가증권시장과 코스닥시장의 신용거래융자 잔액은 각각 6.0조원과 5.8조원으로 나타나는데 유가증권시장에서의 신용거래융자 잔액이 코스닥시장을 약간 상회하는 수준이다. 신용거래융자는 오랜 기간 코스닥시장보다 유가증권시장에서 더 활발하게 활용되었다. 예를 들어 2010년 1분기의 경우를 살펴보면 유가증권시장의 신용거래융자 잔액은 3.0조원으로 코스닥시장의 1.5조원에 비해 2배가 높은 수준이었다. 그러나 코스닥시장에서의 신용거래융자 잔액은 이후 빠른 속도로 증가하였고 2015년 1분기에 최초로 유가증권시장의 신용거래융자 잔액 규모를 추월하게 되었다. 개인투자자들의 거래비중이 유가증권시장보다 코스닥시장에서 상대적으로 훨씬 높게 형성된다는 사실을 감안한다면 신용거래융자가 코스닥에서 더 활발한 이유를 일정 부분 이해할 수 있을 것이다. 2015년 1분기 이후 코스닥시장에서의 신용거래융자 잔액은 꾸준히 유가증권시장을 상회하였는데, 2018년 6월 이후 유가증권시장의 신용거래융자 잔액이 코스닥시장을 다시 상회하는 현상이 관찰되고 있다.

<그림 II-3> 신용거래용자 잔액 변동 추이

(단위: 조원)



자료: 금융투자협회

2018년 6월 기준 신용거래대주 잔액은 132억원에 불과한 수준이다. 이중 유가증권시장과 코스닥시장의 신용거래대주 잔액은 각각 83억원과 49억원이다. 신용거래대주 잔액은 2012년 2분기에 530억원을 넘어서며 사상 최고치를 기록하였는데, 이후 완만한 하락세를 보이고 있다. 2016년 9월에는 340억원을 기록하였고 증권유통금융 대주가 중단된 2016년 11월 이후 큰 폭으로 감소하여 2016년 12월에는 57억원 수준으로 떨어졌다. 증권유통금융 대주가 중단된 것은 신용거래용자의 담보주식이 신용거래대주의 재원으로 활용되기 위해서는 고객의 명시적인 동의를 받아야 한다는 지적이 제기되어 증권유통금융 운영상의 변화가 발생했기 때문이었다. 신용거래 서비스의 제공 과정에서 고객이 동의를 표시하는 절차를 마련하는 기간이 필요하였다. 고객의 동의를 구하는 과정이 추가됨으로써 신용거래제도의 비대칭성은 오히려 강화되는 결과가 관찰된다. 올해 6월 말 기준 유가증권시장과 코스닥시장의 신용거래대주 잔액은 각각 83억원

과 49억원이다. 코스닥시장의 잔액수준이 유가증권시장을 추월한 신용거래용자와는 대조적으로 코스닥시장의 신용거래대주 잔액은 분기 기준으로 한번도 유가증권시장의 잔액을 넘어선 적이 없었다.

<그림 II-4> 신용거래대주 잔액 변동 추이

(단위: 억원)



자료: 금융투자협회

우리나라는 자본시장법에 의해 무차입공매도(naked short sale)를 금지하고 있으며, 차입공매도만 허용되어 있다.⁵⁾ 따라서 모든 종류의 투자자들은 공매도 거래를 하기 위해서 먼저 주식의 차입을 완료해야 한다. 주식의 차입은 주식대차거래나 신용거래대주를 통해 가능하다. 따라서 주식대차거래 잔고와 신용거래대주 잔고의 변동은 주식 공매도 거래와 밀접한 관계를 가진다. 신용거래대주가 개인투자자들이 이용하는 주식대여서비스라고 볼 수 있는 반면, 주식대차거래는 기관투자자와 외국인 투자자들이 이용하는 주식대여서비스이다. 대형 기관투자자와 외국인 투자자는

5) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제180조(공매도의 제한)

신용도가 우수한 경우가 대부분이기 때문에 주식대차시장에서 주식을 빌려오는 것이 간편하고 용이하다. 주식대차시장의 거래지원 시스템도 비교적 잘 정비되어 있기 때문에 기관투자자와 외국인 투자자의 공매도 접근성은 상당히 양호하다고 평가할 수 있다. 일반적으로 개인투자자들은 신용도가 낮은 편이기 때문에 주식대차거래의 참여는 현실적으로 거의 불가능하다. 2018년 6월 기준 주식대차거래 잔고는 총 73조원에 이르고 있으며, 유가증권시장과 코스닥시장의 잔고는 각각 58조원과 15조원을 기록하였다. 동일한 시점을 기준으로 주식 공매도 잔고금액이 16.7조원인 것을 감안하면 주식대차거래 잔고와 공매도 잔고금액 사이에 큰 차이가 존재함을 알 수 있다.

2) 국내 주식신용거래에 대한 평가

신용거래대주와 신용거래용자는 동전의 양면과 같이 서로 대칭적인 구조로 설계된 제도이다. 신용거래대주는 1969년 2월 신용거래용자제도와 함께 도입되었는데, 신용거래용자를 도입하면서 시장수급구조의 균형을 도모하기 위하여 경제적인 대칭의 개념으로서 신용거래대주도 함께 도입되었다.⁶⁾

신용거래대주와 신용거래용자는 대칭적인 형태의 거래구조를 가진다. 자금이나 증권을 확보하지 못한 상태에서 주가의 상승 또는 하락을 예측하며 투자수익 기회를 모색한다는 측면에서 그러하다. 시장에 유동성을 공급한다는 점에서도 이 두 제도는 동일한 경제적 기능을 가진다. 신용거래용자(대주)는 현금(주식)을 보유하지 않았으나 주가상승(하락)을 예측하는 투자자의 거래참여를 가능하게 만들기 때문에 시장의 유동성을 증가시키게 된다. 가격발견기능의 효율성을 높이는 역할도 동일하다.

도입의 취지와 경제적 기능이 흡사함에도 불구하고 이 두 제도는 그 쓰임새에 있어서 큰 차이를 보이고 있다. 신용거래대주 잔액의 변화는 신용거래용자 잔액과 비교해서 살펴볼 필요가 있다. 이는 신용거래대주와

6) 김준석·빈기범(2009)

신용거래용자가 대칭적인 형태로 설계된 제도이기 때문이다. 신용거래용자는 개인투자자들에 의해 매우 활발하게 활용되고 있는 반면, 신용거래대주는 활용도가 매우 저조하다. 전술한 바와 같이 2018년 6월 기준 신용거래용자와 신용거래대주 잔액은 각각 11.8조원과 132억원으로 나타난다. 신용거래용자의 잔액이 신용거래대주의 잔액보다 무려 약 900배나 많다. 신용거래용자와 신용거래대주가 개인투자자에 대해 제공되는 서비스라는 점을 감안한다면 신용거래용자는 개인투자자들이 매우 활발하게 이용하고 있다고 평가할 수 있다. 반면 신용거래대주는 개인투자자들의 활용도가 매우 떨어진다. 기능적 대칭성에도 불구하고 신용거래용자와 신용거래대주가 잔액에 있어서는 비교가 무의미할 만큼의 거대한 격차가 존재함을 알 수 있다. 신용거래용자와 신용거래대주가 완벽한 대칭성을 갖추기까지는 없다 하더라도 현재의 상황은 지나치게 한쪽으로 쏠린 모습이라 평가할 수 있다.

신용거래대주는 개인투자자들이 현실적으로 활용할 수 있는 거의 유일한 주식차입 수단으로 볼 수 있다. 투자자들이 공매도거래를 하기 위해서는 사전적으로 주식을 차입해야 하는데 개인투자자들은 기관투자자에 비하여 신용도가 상대적으로 떨어지기 때문에 개인투자자의 자격으로 주식을 직접 차입하기가 매우 어렵다.

대칭적인 경제적 기능을 가지고 있음에도 그 활용이 대칭적인 모습으로 나타나지 않는 것은 시스템의 설계가 양자 간의 특성을 제대로 반영하지 못하고 있기 때문이다. 신용거래용자는 주식매입 자금을 빌려주는 서비스로 대여의 대상이 현금이다. 반면 신용거래대주는 매도증권을 빌려주는 서비스이다. 대여의 대상이 주식인 것이다. 모든 거래단위가 동질성을 가지고 있는 현금과는 달리 주식은 개별 종목이 완전히 다른 상품으로 인식된다. 이는 A종목 주식 대여를 원하는 고객에게 B종목 주식을 대여해줄 수 없음을 뜻한다. 신용거래대주 서비스를 통하여 빌릴 수 있는 주식은 종목과 수량에 제약이 많은 이유이다.

대여상품의 특성으로 인하여 신용거래대주는 대주재원의 마련이 신용거래용자의 용자재원 마련보다 훨씬 더 까다롭다. 국내 신용거래제도하에

서 대주재원의 마련이 더 어려운 이유를 구체적으로 살펴보면 담보주식을 신용대주재원으로 활용하려면 고객의 명시적인 동의가 필요하다는 점과 증권금융회사가 자기신용으로 주식을 차입해 올 수 없는 제도상의 한계가 대주자원 마련의 제약으로 작용하고 있음을 발견할 수 있다. 현재 우리나라 신용거래에서 대주의 재원으로 활용될 수 있는 주식재원은 신용거래용자를 통해 매입한 후 담보로 제공되는 주식 중에서 고객이 별도의 동의과정을 거쳐 신용거래대주의 재원으로 활용해도 좋다고 동의한 주식으로만 한정된다. 현재 신용거래용자의 규모는 상당히 큰 편으로 볼 수 있지만 개인투자자의 경우 신용거래대주에 대한 인식이 상당히 부정적인 상황이기 때문에 신용거래대주의 재원활용에 대한 동의를 확보하는 데에는 상당한 어려움이 따른다. 동의확보에서 나타나는 어려움은 결국 신용거래대주로 활용할 수 있는 담보주식을 축소시키는 결과로 나타난다.

증권금융회사가 자기신용으로 주식을 차입해서 신용거래대주의 재원으로 공급할 수 없다는 점도 대주재원의 규모를 제약하는 요소이다. 신용거래용자의 담보주식만으로는 대주재원의 공급이 충분히 이루어질 수 없다면 증권금융회사가 자기신용으로 주식을 차입해서 대체재원으로 활용하는 방안을 고민해 볼 수 있을 것이다. 그러나 국내 주식시장에서는 증권금융회사의 이러한 대주 공급이 허용되어 있지 않다. 대주재원의 중요한 공급경로가 차단되어 있는 것이다. 증권금융회사가 자본시장에서 차입한 자금을 신용거래용자의 재원으로 활용할 수 있다는 점을 감안할 때 증권금융회사가 차입한 주식을 신용거래대주의 재원으로 활용하는 것은 대칭성 측면에서 합리적인 구조라 볼 수 있을 것이다. 그러나 국내 주식시장에서는 증권금융회사가 차입한 주식을 대주재원으로 활용할 수 없다는 점이 신용거래대주 활용에 대한 장벽으로 작용하고 있다.

재원의 마련과정에서 발생하는 구조적 차이가 신용거래제도의 설계에 충분히 반영되지 않는다면 신용거래용자와 신용거래대주의 대칭성은 제대로 구현되기 어려울 것이다. 실제로 신용거래용자와 신용거래대주 잔액이 보여주는 극단적인 차이는 양자가 대칭적인 형태로 설계되지 못하였음을 보여준다. 주가의 움직임은 경제활동의 사이클을 따라 상승하거나 하락할

수 있음을 감안할 때, 한쪽 방향으로만 작동하는 제도는 주가흐름에 왜곡을 초래할 수 있다. 완벽히 대칭적인 모습을 구현하는 것은 매우 어려운 작업이겠지만 최소한 현재와 같은 극단적인 비대칭성은 일정 수준 완화시킬 필요가 있을 것이다.

2. 일본의 주식 신용거래제도

가. 일본의 주식 신용거래제도 개요

국내 주식 신용거래제도의 개선방향을 모색함에 있어서 일본 주식시장의 신용거래제도는 참고할만한 매우 유용한 사례이다. 일본의 주식시장에서 개인투자자들의 비중이 미국이나 유럽시장에 비하여 높고, 개인투자자들의 신용거래가 양방향으로 모두 활발하기 때문이다. 일본 주식시장은 오랜 기간에 걸쳐 개인투자자들의 주식거래를 지원하기 위하여 신용거래제도를 정착시켜 왔다. 개인투자자를 위한 신용거래제도의 효율화를 위해 중앙집중방식의 주식대여시장을 발전시켜 왔는데, 이러한 중앙집중방식이 개인투자자들의 공매도 거래제약을 유의적으로 완화시켰음이 학계에 보고되고 있다⁷⁾는 점도 일본의 사례에 관심을 가져야 할 이유가 될 것이다.

일본에서 신용거래제도는 시장의 유동성을 증가시키기 위해 1951년에 최초로 도입되었는데, 주식매입을 위한 자금을 빌려주거나 공매도를 위한 주식을 빌려주는 양방향 대출시스템이다. 신용거래는 주가의 적정성에 대한 평가를 기반으로 투자이익 기회를 실현하는 수단을 제공함으로써 주식시장의 유동성을 높임과 동시에 가격결정의 효율성을 제고하는 기능을 가진다. 증권사의 고객인 개인투자자가 상장주식을 매매하기 위하여 증권사로부터 매수자금이나 매도유가증권을 차입하여 매매 결제를 실행하는 방

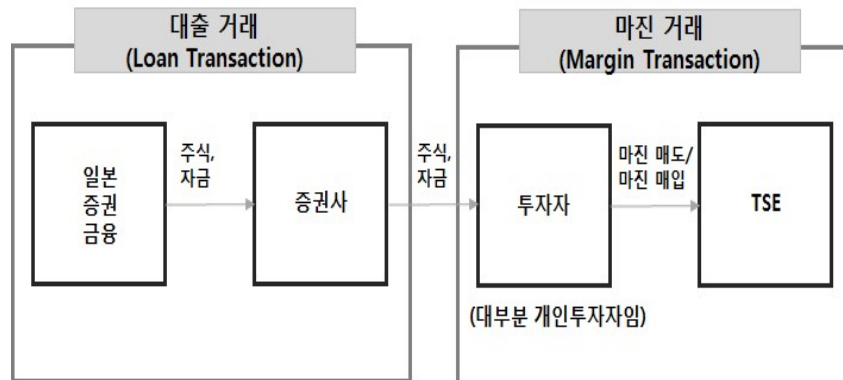
7) Khan, Bremer & Kato(2018)

식으로 설계되어 있는데, 이는 우리나라의 신용거래제도와 상당히 유사한 모습을 가진다.

증권사는 고객의 신용거래매매에 필요한 자금이나 주식을 자체적으로 조달하거나 증권금융회사를 통해 조달하여 투자자에게 제공한다. 일반적으로 증권사는 자체적으로 조달한 자금이나 주식을 우선적으로 고객대출을 위한 재원으로 활용한다. 만일 증권사가 자체적으로 확보한 대출재원이 고객의 수요에 비해 충분하지 않다면 증권금융회사가 제공하는 대출서비스를 이용하여 고객들에게 대출을 실시하게 된다. 이럴 경우 증권금융회사는 증권사의 신용거래 결제에 필요한 자금이나 주식을 동경거래소(TSE: Tokyo Stock Exchange) 결제기구를 경유하여 결제하는 방식으로 서비스를 제공한다. 증권사 영업행위의 특성상 용자보다는 대주의 재원마련이 더 어렵기 때문에 신용매수보다는 신용매도에 대해 증권금융회사에 대한 의존도가 더 높게 나타난다.

신용거래 서비스는 TSE의 회원사로 등록되어 있는 모든 증권사가 제공하고 있다. 증권사는 자기신용과 신용거래대출(LMT: Loan for Margin Transaction)을 통해 개인투자자가 요청하는 신용거래의 재원을 마련한다. 여기에서 신용거래대출은 증권사가 신용거래의 재원을 마련하기 위해 증권금융회사로부터 자금이나 주식을 차입하는 거래를 의미한다. 일본의 증권사들은 다양한 자금조달 경로를 가지고 있기 때문에 자금차입을 위한 신용거래대출을 받는 경우는 상대적으로 빈도수가 떨어진다. 반면 주식조달 경로는 자금조달 경로만큼 다양하지 않기 때문에 주식차입을 위한 신용거래대출은 증권사의 신용거래 서비스에서 매우 중요한 역할을 담당한다. 증권사가 증권금융회사로부터 신용거래대출을 통해 차입한 자금이나 주식은 다른 용도로 활용할 수 없으며 고객을 위한 신용거래 목적으로만 사용해야 한다.

<그림 II-5> 일본 주식시장 신용거래 자금·주식의 흐름



자료: JPX

TSE에서 신용거래가 가능한 종목은 TSE와 일본증권금융회사(JSF: Japan Securities Finance Co., Ltd)가 협의하여 결정한다. TSE에 상장된 종목수는 2017년말 기준 약 3,800개인데, 이중 신용매수가 가능한 종목은 3,774개이고, 신용매도가 가능한 종목은 2,300개이다. 신용매도가 가능한 종목은 모두 신용매수가 가능한 반면, 신용매수가 가능한 종목중 1,474개는 매도는 가능하지 않고 매수만 가능하다. 신용매수와 신용매도가 모두 허용되지 않는 종목은 약 30개인 것으로 나타나는데, 이는 전체 상장주식의 1% 미만이다. 관리종목으로 지정될 가능성이 있거나 투자자보호에 문제가 발생할 위험이 높은 종목에 대해서는 신용거래를 허용하지 않는다.

일본 주식시장에서 신용거래를 원하는 개인투자자는 거래하는 증권사의 계정에 원하는 신용거래 포지션의 30%에 해당하는 증거금(margin)을 납입한 후 신용거래를 시작할 수 있다. 해당 신용거래 포지션은 일일정산(mark-to-market)을 통해 포지션 평가액을 산정한다. 납입한 증거금이 일일정산 과정에서 최초의 신용거래 포지션의 20% 이하로 떨어질 경우 추가증거금 납입요구(margin call)가 발생한다. 이는 신용거래를 이용하는 투자자는 최소한 20% 이상의 증거금을 유지해야 한다는 것을 의미한다.

개인투자자는 증거금을 제공함에 있어서 현금 이외에도 대체담보증권으로 인정되는 유가증권으로 납부할 수 있다. 대체담보증권으로 증거금을 납부할 경우 해당 담보증권의 가치가 변할 수 있기 때문에 일일정산을 통해 담보가치의 변화를 반영하게 된다. 또한 담보자산의 가치를 일정 수준 이상 유지할 수 있도록 대체담보증권에는 헤어컷(hair-cut)이 적용된다. 일반적으로 국채는 95% 수준의 헤어컷이 적용되며, 가격변동성이 높은 주식의 경우 80% 수준의 헤어컷이 적용된다. 증권사가 신용거래대출을 통해 신용거래 재원을 마련하였을 경우 증권사와 증권금융회사 간에도 동일한 방식의 증거금 납입, 일일정산, 헤어컷 등이 적용된다.

신용거래를 위해서는 신용거래 포지션의 30%에 해당하는 증거금을 쌓아야 하는데, 이러한 증거금비율(margin ratio)은 일률적으로 30%가 적용되는 것이 아니라 투자자의 레버리지 수준에 따라 강화되는 방식으로 적용된다. 이는 투자자가 지나친 수준으로 자금이나 주식을 차입하는 것을 억제하기 위한 위험관리가 필요하기 때문이다. 증거금은 대체담보증권으로 납부할 수 있지만 투자자의 레버리지가 높아질수록 대체담보증권이 아니라 현금으로 납부해야 하는 의무 현금비율(cash ratio)이 높아진다. 투자자가 신용거래를 활용하는 규모가 커지게 되면 레버리지로 인한 신용위험이 증가하기 때문에 신용거래 수준에 따라 증거금비율이 상승함과 동시에 현금비율도 커진다. TSE는 신용거래의 대상종목에 따라 증거금비율과 현금비율을 5개의 구간으로 나누어 적용하고 있다. 증거금비율이 높아지면 추가적인 신용거래를 위해 고객이 납부해야 할 현금과 대체담보증권의 규모가 커지기 때문에 신용거래를 할 유인이 줄어들게 된다.

증권사가 개인투자자인 고객에게 제공하는 신용거래 서비스가 제대로 이루어지기 위해서는 대출자산에 대한 재원마련이 매우 중요하다. 전술한 바와 같이 증권사는 일차적으로 스스로 마련한 재원을 활용하여 신용거래의 대출재원으로 활용한다. 자체 재원만으로는 부족할 경우 증권금융회사가 제공하는 신용거래대출을 통해 재원을 마련한다. 따라서 이러한 서비스가 안정적으로 이루어지기 위해서는 증권금융회사가 증권사에 대출재원을 안정적으로 공급할 수 있어야 한다. 일본의 증권사들은 신용매도와 신

용매수 잔고를 매칭(matching)의 과정을 통해 정산한 후 부족분이 발생하면 증권금융회사에 자금이나 주식의 신용거래대출을 신청한다. 증권금융회사는 일차적으로 담보로 제출된 주식과 자금을 대출재원으로 활용한다. 만일 증권사가 신청한 물량을 공급하기에 충분한 재원이 확보되어 있지 않다면 증권금융회사는 추가적인 차입을 통해 주식과 자금을 공급한다. 개인투자자들의 신용거래를 지원할 수 있는 안정적인 재원공급 시스템을 마련하고 있는 것이다.

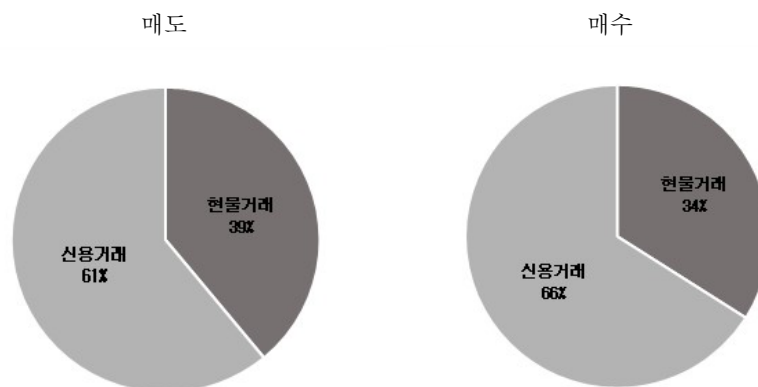
신용매도와 신용매수의 만기는 6개월로 동일하게 설정되어 있다. 신용매도로부터 발생한 현금담보를 신용매수의 재원으로 활용하고, 신용매수로부터 발생한 주식담보를 신용매도의 재원으로 활용한다는 점을 감안하면 신용매도와 신용매수의 만기를 동일하게 가져가는 것은 합리적인 구조라고 볼 수 있다. 만기가 6개월로 설정된 것은 장기투자의 관점에서 보면 만기가 길다고 평가하기는 어렵지만 신용거래가 기본적으로 레버리지 거래의 성격을 가진다는 점을 감안할 때 만기를 지나치게 길게 가져가기도 어렵다는 점을 고려한 것으로 평가된다.

나. 일본의 주식신용거래 현황

일본 주식시장의 개인투자자들은 현물거래보다는 신용거래를 더 많이 활용하고 있다. 개인투자자의 신용거래는 현물거래보다 1.5~2배 정도 더 활발하다. 2017년 거래대금 기준으로 개인투자자의 매도금액은 103.6조 엔으로 나타나는데, 이중 61.0%에 해당하는 63.2조엔이 신용거래이고, 현물거래는 39.0%인 40.4조엔으로 나타났다. 같은 기간 개인투자자의 매수 금액은 97.7조엔인데, 이중 65.8%에 해당하는 64.3조엔이 신용거래이고, 현물거래는 34.2%인 33.4조엔으로 나타났다. 개인투자자의 신용거래에 대한 의존도는 2018년 상반기에도 비슷한 행태를 보이고 있다. 2018년 상반기 개인투자자의 매도거래중 63.7%가 신용거래인 것으로 나타났고, 매수거래중 64.8%가 신용거래인 것으로 나타났다.

일본 개인투자자의 높은 신용거래 의존도는 국내 개인투자자들의 거래 행태와는 상당히 대조적이다. 국내 개인투자자들의 경우 전체 매도중 신용매도의 비중은 미미한 수준이며, 신용매수의 비중도 일본에 비해서는 현저하게 낮을 것으로 추정된다. 일본 주식시장에서 개인투자자들의 신용거래비중이 높은 것은 신용거래와 관련된 인프라가 잘 정비되어 있다는 점에 일정 부분 기인하는 것으로 판단된다. 일본 주식시장에서 증권사 및 관련 유관기관은 개인투자자들이 신용거래를 활용하여 주식매수나 주식매도를 할 수 있도록 서비스를 제공하고 있다. 이러한 서비스들은 개인투자자들이 일상적인 투자전략으로 활용할 수 있을 만큼 구체적이며 포괄적이라는 평가를 받고 있다.

**<그림 II-6> 일본 개인투자자의 주식거래행태 특성
(2017년 거래대금 기준)**



자료: JPX

3. 한·일 간 주식 신용거래제도 비교로부터의 시사점

전술한 바와 같이 한국과 일본의 주식 신용거래제도에 대한 설명을 바탕으로 양자 간의 특성을 비교해보면 기본적으로 우리나라와 일본의 신용거래제도는 상당히 유사성이 높음을 알 수 있다. 우리나라의 신용거래제도를 설계함에 있어서 일본의 제도를 중요한 사례로 참조하였다는 점을 감안할 때 이는 당연한 귀결이라 할 수 있다. 다만 일본의 신용거래제도는 우리나라에 비해 용자와 대주 간의 대칭성을 더 높은 수준으로 구현하고 있다고 평가할 수 있다. 신용거래제도와 관련된 위험을 관리함에 있어서도 더욱 정교한 기준을 마련하고 있음도 관찰된다. 우리나라와 일본의 신용거래제도 특성에 관한 구체적인 비교는 아래의 <표 II-1>을 참조하기 바란다.

<표 II-1> 한국과 일본의 신용거래제도 특성 비교

구 분	한 국	일 본
업무범위	신용거래용자/신용거래대주	신용매수/신용매도
도입시기	1969년	1951년
서비스 제공방향	증권사 → 투자자	증권사 → 투자자
보증금율	최소 40%	최소 30%
담보	현금 또는 유가증권	현금 또는 유가증권
차입비용	용자 이자/유가증권 차입수수료	용자 이자/유가증권 차입수수료
거래가능종목	상장주권 및 ETF	JPX와 JSF가 협의결정
차주	개인만 가능	제한 없음
용자 기간	최대 360일	6개월
대주 기간	70일	6개월
용자 재원	대주 담보현금 및 외부 차입자금	대주 담보현금 및 외부 차입자금
대주 재원	용자 담보주식 중 고객동의분	용자 담보주식 및 외부 차입주식
위험관리방식	추가담보 제출 요구, 반대 매매	추가담보 제출 요구, 누진방식의 보증금율, 현금비율 증가, 반대 매매

개인투자자의 주식 신용거래가 활발한 일본 주식시장에 대한 제도분석은 우리나라 주식 신용거래제도에 다음과 같은 시사점을 제공한다. 먼저 신용매도와 신용매수 간의 대칭성을 유지하기 위하여 단순히 설계구조의 대칭성을 강조하는 것이 아니라 경제적 기능이 대칭성을 가질 수 있도록 양자 간에 차별화된 접근을 시도한다는 점에 주목할 필요가 있다. 신용매수와 신용매도는 주가의 방향성이 반대라는 점을 제외한다면 기능적 동질성을 가진다. 시장의 유동성을 제고하고 가격발견기능의 효율성을 높인다는 점에서 특히 그러하다. 그런데 기능적 대칭성은 설계구조가 대칭적이어야 함을 의미하지는 않는다. 거래되는 상품과 투자자의 거래행태 특성, 수급구조 등을 파악하여 설계구조에 적절한 변형을 주어야 오히려 기능적 대칭성이 확보될 수 있다는 사실을 일본의 주식시장은 잘 인식하고 있다. 신용매수와 신용매도는 고객에게 제공하는 서비스의 성격이 상당히 다르며 수급기반도 상이하다. 신용매수 공급보다는 신용매도 공급이 훨씬 더 까다로운데 이는 주식은 종목마다 다른 상품으로 간주되기 때문이다. 따라서 일본의 주식시장은 신용매도의 원활한 공급을 위하여 상대적으로 더욱 세심하게 지원시스템을 설계해 왔다. 신용거래용자와 신용거래대주 간의 기능적 비대칭성이 극단적으로 나타나고 있는 우리 주식시장이 눈여겨보아야 할 부분으로 판단된다.

일본 주식시장은 개인투자자들의 공매도 거래를 지원하기 위해 대주채원을 안정적으로 공급할 수 있는 시스템을 갖추고 있다는 점도 눈여겨보아야 할 것이다. 개인투자자들은 기관에 비해 상대적으로 낮은 신용도를 가지기 때문에 일본에서도 개인투자자들은 기관투자자들을 상대로 직접적으로 주식을 빌려오기가 매우 어렵다. 일본은 이러한 어려움을 일원화된 채원공급 기구를 통해 해결하고 있다. 증권금융회사가 자기의 신용으로 신용매도를 위한 채원을 마련하고 이를 도매의 개념으로 증권사에 공급하면 증권사는 이러한 채원을 기반으로 개인투자자에게 신용거래 서비스를 제공하는 것이다. 증권사의 경우 고객기반이 충분히 두텁다면 자기신용으로 신용매도에 대한 채원을 마련하는 것을 검토해 볼 수 있지만, 규모의 경제를 이룰 수 있을 정도의 고객기반을 개별 증권사 단위에서 확보하는

것은 쉬운 일이 아니다. 또한 재원확보를 위한 시스템과 리스크를 관리하는 데에도 상당한 비용이 수반될 수 있기 때문에 증권사가 단독으로 이러한 서비스를 제공하는 데에는 한계가 크다. 일원화된 재원공급 기구를 마련하여 차입을 통해 대주재원을 공급하고 운영상의 리스크를 관리하는 데에 전문성을 가지도록 유도하는 것은 개인투자자들의 공매도 접근성 확보에 중요한 의미를 가진다.

신용거래가 레버리지의 성격이 강하기 때문에 개인투자자의 신용위험을 세밀히 관리할 시스템을 갖추고 있다는 점도 중요한 부분이다. 신용거래의 규모에 상관없이 동일한 수준의 증거금비율을 요구하는 것이 아니라 레버리지 규모가 커지거나 변동성이 높은 종목일 경우 더 높은 수준의 증거금비율을 요구하며 증거금중 현금으로 납부해야 할 현금비율도 같이 높아지는 방식을 채택하고 있다. 증거금을 대체담보증권으로 납부하는 것을 허용하여 신용거래의 편의성을 도모함과 동시에 고객의 신용위험을 적절한 수준에서 관리하기 위하여 누진구조의 증거금비율 관리체계를 운영하고 있다는 점은 우리 주식시장의 신용거래 관련 제도의 개선에 있어 중요한 시사점을 제공한다.

III. 주식 공매도 거래의 한·일 비교

1. 한국의 주식 공매도 거래현황 분석
2. 일본의 주식 공매도 거래현황 분석
3. 한·일 간 주식 공매도 거래에 관한 비교 및 시사점

III. 주식 공매도 거래의 한·일 비교

주식 신용거래는 주식시장의 유동성을 증가시키고 가격발견의 효율성을 제고하는 기능을 가진다. 신용거래용자는 주가의 상승이 예상될 때 투자자들이 수익률을 증가시키기 위하여 주로 사용하며, 국내 주식시장에서의 활용도가 상대적으로 높은 편이다. 반면 신용거래대주는 주가의 하락이 예상될 때 투자자들이 수익을 내기 위하여 사용할 수 있다. 이는 신용거래대주가 공매도 거래와 매우 밀접한 관계를 가짐을 의미한다.

신용거래대주는 주식을 매도하기 위하여 해당 종목의 주식을 빌려오는 행위를 의미한다. 따라서 빌려온 주식은 공매도 거래로 연결되는 것이 일반적이다. 이는 신용거래제도의 비대칭성을 완화하는 작업이 결국은 공매도 거래활동의 빈도와 상당히 유의적인 관련성을 가짐을 의미한다. 신용거래대주와 공매도 거래 간의 이러한 상관관계를 감안할 때 공매도 거래에 대해 분석의 영역을 확장하는 것은 신용거래제도의 파급효과를 이해함에 있어 중요한 의의를 가진다.

앞장에서 살펴보았던 한국과 일본 간의 주식 신용거래제도상의 차이는 양국의 공매도 거래활동에 유의적인 영향을 미치는 것으로 판단된다. 일본에서는 개인투자자들의 공매도 거래활동이 우리나라 주식시장에서 개인투자자들에 의한 공매도 거래활동보다 훨씬 활발하다는 사실이 관찰된다. 이는 일본의 주식 신용거래제도가 우리나라 신용거래제도보다 더 높은 수준의 대칭성을 확보하고 있기 때문인 것으로 해석해 볼 수 있다. 일본에서는 개인투자자들이 신용으로 주식을 빌리는 것이 신용으로 자금을 빌리는 것만큼 용이하기 때문에 개인투자자들의 공매도 거래 참여가 활발하다는 평가가 가능하다. 일본의 경우와는 대조적으로 우리나라 주식시장에서는 개인투자자들의 공매도 거래가 부진한 편이다. 신용거래대주를 활용해 주식을 빌려오는 데에는 상당한 제약이 존재하는데, 이것이 개인투자자의 공매도 거래참여를 떨어뜨리는 결과로 이어지는 것이다.

본장은 신용거래제도의 특성에 대한 이해를 바탕으로 신용거래대주의 후선결과인 공매도 거래의 현황을 파악하고 한·일 간 시장특성의 차이를 분석하고자 한다. 이를 위해 한국과 일본 주식시장의 공매도 거래 현황 및 특성을 분석한다. 또한 양국에서 관찰되는 공매도 거래의 행태적 차이가 일정 부분 신용거래제도의 차이로부터 발생하고 있음을 지적함으로써 신용거래제도와 공매도 거래 간의 관계를 분석하고자 한다.

1. 한국의 주식 공매도 거래현황 분석

국내 주식시장에서의 공매도 거래는 꾸준한 증가추세를 보이고 있다. 기관투자자와 외국인 투자자를 중심으로 공매도 거래는 일상적인 주식거래기법으로 자리잡았다고 볼 수 있다. 공매도 거래에서 나타나는 특징을 살펴보면 외국인 투자자의 거래비중이 압도적으로 높고 개인투자자의 비중은 지극히 미미한 수준이라는 점이 관찰된다. 공매도 거래경험이 길고 접근성에 있어서도 더 유리한 외국인 투자자들이 공매도를 적극적으로 활용하고 있기 때문이다. 한편 국내 기관투자자들의 공매도 거래참여는 점진적 증가추세에 있다는 점도 주목할 만하다.

공매도 잔고 공시가 시작된 2016년 6월 이후 공매도 잔고금액은 꾸준히 하게 증가세를 이어왔다. 공매도 잔고는 투자자들이 가지고 있는 공매도 순포지션의 합계를 의미하는데, 대주상환을 통해 청산되지 않은 공매도가 얼마나 누적되어 있는지를 나타내는 지표이다. 국내 주식시장에서 공매도 거래가 활발해지고 있음을 감안한다면 공매도 잔고금액의 증가는 거래확대에 따른 자연스러운 결과로 해석할 수 있다. 2016년 6월 기준 국내 주식시장의 공매도 잔고금액은 10.6조원이었다. 이중 유가증권시장의 공매도 잔고금액이 7.6조원이었고 코스닥시장의 공매도 잔고금액은 3.0조원이었다. 2018년 이후의 기간을 살펴보면 절대적인 기준에서는 유가증권시장의 공매도 잔고금액이 코스닥시장보다 높게 나타나는 상황이 이어지고 있다. 2018년 공매도 잔고금액의 증가율에 있어서도 유가증권시장이 코스닥시장보다 더 높았다.

공매도 잔고금액 공시가 시작된 지 2년이 경과한 시점인 2018년 6월 기준 공매도 잔고금액은 16.7조원으로 2년의 기간 동안 60% 이상 증가하였다. 이중 유가증권시장과 코스닥시장의 공매도 잔고금액은 각각 12.7조원과 4.0조원을 기록하였다. 2018년 상반기로 기간을 좁혀볼 경우 공매도 활동은 다소 주춤한 상황이다. 유가증권시장의 공매도 잔고금액은 상승폭이 크지 않으며, 코스닥시장의 공매도 잔고금액은 1월보다 오히려 감소했다.

<그림 III-1> 공매도 잔고금액 변동 추이

(단위: 조원)



자료: 한국거래소

가. 유가증권시장의 공매도 거래

유가증권시장에서의 공매도 거래규모는 꾸준한 증가세를 보이고 있다. 2017년 기준⁸⁾ 유가증권시장에서의 일평균 공매도 거래대금 규모는

8) 2017년 5월 22일부터 2017년 12월 28일까지의 150 거래일에 대한 평균값이다.

3,090억원 수준인 것으로 나타난다. 이중에서 외국인 투자자의 일평균 거래대금은 2,396억원으로 77.5%의 비중을 차지하고 있다. 국내 기관투자자와 개인투자자의 일평균 거래대금은 각각 683억원과 12억원이며, 22.1%와 0.4%의 비중을 차지하고 있다. 2018년에는 유가증권시장에서의 공매도 거래활동이 전년에 비하여 더욱 활발해지는 추세이다. 2018년 7월 기준¹⁰⁾ 유가증권시장에서의 일평균 공매도 거래대금 규모는 4,078억원으로 나타난다. 일평균 거래대금이 전년대비 30% 이상 증가하였다. 외국인 투자자의 일평균 거래대금은 2,717억원으로 66.6%의 비중을 차지하고 있다. 국내 기관투자자와 개인투자자의 일평균 거래대금은 각각 1,343억원과 18억원이며, 32.9%와 0.5%의 비중을 차지하고 있다. 국내 기관투자자의 공매도 거래활동이 크게 증가한 반면 개인투자자의 공매도 거래는 여전히 미미한 수준이다.

<표 III-1> 유가증권시장 일평균 공매도 거래대금 및 비중

	기관투자자	개인투자자	외국인투자자	합계
2017년	683억원 (22.1%)	12억원 (0.4%)	2,396억원 (77.5%)	3,091억원 (100%)
2018년	1,343억원 (32.9%)	18억원 (0.5%)	2,717억원 (66.6%)	4,078억원 (100%)

자료: 한국거래소(팔호안은 비중)

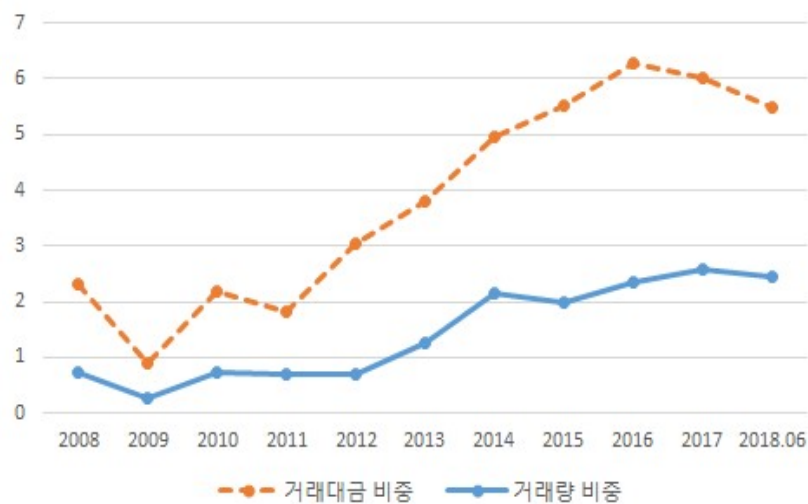
투자자별 공매도 거래활동을 평가하기 위하여 한국거래소가 운영하는 공매도 종합 포털(<https://short.krx.co.kr>)이 제공하는 자료를 사용하였는데, 본 포털은 2017년 5월 22일 부터 투자자 그룹별 공매도 거래 자료를 제공하고 있다.

9) 국내 기관투자자에는 금융투자업자, 보험회사, 집합투자기구, 사모집합투자기구, 은행, 기타 금융기관, 연기금, 국가·지자체의 거래분이 포함된다.

10) 2018년 1월 2일부터 2018년 7월 17일까지의 133 거래일에 대한 평균값이다. 투자자별 공매도 거래활동을 평가하기 위하여 한국거래소가 운영하는 공매도 종합 포털(<https://short.krx.co.kr>)이 제공하는 자료를 사용하였다.

유가증권시장의 일평균 공매도 거래대금이 증가하고 있다는 점보다 더욱 중요한 사실은 전체 유가증권 상장주식 거래에서 공매도 거래의 비중이 증가하고 있다는 점이다. 유가증권시장에서 공매도 거래의 비중은 빠른 속도로 높아지고 있다. 거래량을 기준으로 살펴보면 일평균 공매도 거래량 비중은 2009년 0.26%에서 2018년 6월말 2.45%로 약 10배 가까이 증가하였다. 거래대금 기준으로 공매도 거래비중을 계산하면 거래량 기준보다 2배 이상 높게 나타난다. 일평균 공매도 거래대금 비중은 2009년 0.90%에서 2018년 6월말 5.49%로 증가하였다. 공매도 비중이 거래량 기준보다 거래대금 기준에서 더 높게 나타나는 것은 공매도 거래가 주가가 상대적으로 높은 대형주를 중심으로 이루어지고 있음을 시사한다. 주가가 높은 대형주의 시장유동성이 평균적으로 소형주에 비하여 더 크다는 점이 대형주의 공매도에 일정 수준 영향을 미치고 있다고 해석해 볼 수 있다.

<그림 III-2> 유가증권시장의 공매도 거래비중 추이
(단위: %)



자료: 코스콤

나. 코스닥시장의 공매도 거래

유가증권시장과 유사하게 코스닥시장에서도 공매도 거래는 증가추세를 보이고 있다. 2017년 기준¹¹⁾ 코스닥시장에서의 일평균 공매도 거래대금 규모는 848억원 수준인 것으로 나타난다. 이중에서 외국인 투자자의 일평균 거래대금은 654억원으로 77.1%의 비중을 차지하고 있다. 비중으로 비교하면 2017년 유가증권시장에서의 외국인 투자자 공매도 거래비중과 매우 유사한 수준이다. 국내 기관투자자와 개인투자자의 일평균 거래대금은 각각 188억원과 6억원이며, 22.2%와 0.7%의 비중을 차지하고 있다. 2018년에는 코스닥시장에서의 공매도 거래활동이 전년에 비하여 더욱 활발해지고 있다. 2018년 7월 기준¹²⁾ 코스닥시장에서의 일평균 공매도 거래대금 규모는 1,466억원으로 나타난다. 일평균 거래대금이 전년대비 70% 이상 증가하였다. 외국인 투자자의 일평균 공매도 거래대금은 1,070억원으로 73.0%의 비중을 차지하고 있다. 국내 기관투자자와 개인투자자의 일평균 거래대금은 각각 381억원과 15억원이며, 26.0%와 1.0%의 비중을 차지하고 있다. 국내 기관투자자의 공매도 거래활동이 증가한 반면 코스닥시장에서 개인투자자의 공매도 거래는 미미한 수준이다.

<표 III-2> 코스닥시장 일평균 공매도 거래대금 및 비중

	기관투자자	개인투자자	외국인투자자	합계
2017년	188억원 (22.2%)	6억원 (0.7%)	654억원 (77.1%)	848억원 (100%)
2018년	381억원 (26.0%)	15억원 (1.0%)	1,070억원 (73.0%)	1,466억원 (100%)

자료: 한국거래소(괄호안은 비중)

11) 2017년 5월 22일부터 2017년 12월 28일까지의 150 거래일에 대한 평균값이다.

12) 2018년 1월 2일부터 2018년 7월 17일까지의 133 거래일에 대한 평균값이다.

유가증권시장과 유사하게 코스닥시장에서도 공매도 거래의 비중은 빠른 속도로 증가하고 있다. 거래량을 기준으로 살펴보면 일평균 공매도 거래량 비중은 2009년 0.03%에서 2018년 6월말 0.91%로 약 30배 가까이 증가하였다. 코스닥시장 거래대금 기준으로 공매도 거래비중을 계산하면 거래량 기준보다 2배 이상 높게 나타난다. 일평균 공매도 거래대금 비중은 2009년 0.12%에서 2018년 6월말 2.41%로 약 20배 이상 증가하였다. 유가증권시장과 동일하게 공매도 거래비중이 거래량 기준보다 거래대금 기준에서 더 높게 나타나는 것은 공매도 거래가 주가가 상대적으로 높은 코스닥 대형주를 중심으로 이루어지고 있음을 의미한다. 상대적으로 높은 대형주의 시장유동성이 공매도 거래에 일정 수준 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 절대적인 공매도 거래비중은 유가증권시장이 코스닥시장보다 높지만 공매도 비중의 증가속도는 코스닥시장이 훨씬 빠르다는 점도 주목할 필요가 있다.

<그림 III-3> 코스닥시장의 공매도 거래비중 추이
(단위 : %)



자료: 코스콤

2. 일본의 주식 공매도 거래현황 분석

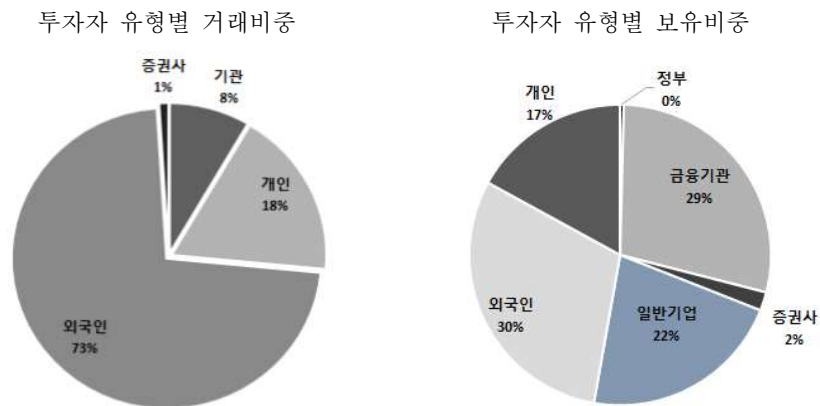
개인투자자에 의한 공매도 거래를 분석할 때 참고할 수 있는 유용한 해외사례로는 일본을 들 수 있다. 일본의 주식시장제도는 국내 주식시장 제도발전에 많은 영향을 미쳐왔다. 따라서 일본 주식시장에서의 공매도 거래특성은 우리나라 주식시장의 공매도 거래를 이해하고 그 발전방향을 검토함에 있어서 중요한 참고사례가 된다.

일본 주식시장은 국내 주식시장과 유사하게 개인투자자의 직접 참여가 활발한 특성을 보이고 있는 반면, 개인투자자의 공매도 거래활동이 국내에 비해 매우 활발하게 이루어지고 있다는 점에서 대조적이다. 일본 주식시장에서 개인투자자의 거래비중(거래대금 기준)은 2017년말 기준으로 18.1%로 나타난다. 동일 시점 기준으로 일본 개인투자자들의 보유비중은 17.0%인 점을 감안한다면 비교적 활발하게 주식거래에 참여하고 있음을 알 수 있다. 일본 주식시장에서 가장 활발하게 주식거래에 참여하고 있는 투자자그룹은 외국인 투자자이다. 일본 주식시장에서 외국인 투자자의 거래비중은 무려 72.5%에 이르고 있어 주식거래에 가장 중요한 거래주체이다. 그런데 일본에서 외국인 투자자의 보유비중이 30.2%라는 점을 감안한다면 활발한 거래활동에 비하여 상대적으로 보유지분의 비중은 낮음을 알 수 있다. 외국인 투자자의 이런 활발한 주식거래참여는 시장조성자(market maker)의 역할이나 고빈도매매(high frequency trading)의 상당 부분이 외국인 투자자에 의해 이루어지고 있다는 사실에서 그 이유를 찾을 수 있을 것이다.

일본 주식시장에서의 공매도 비중은 국내 주식시장에 비하여 매우 높은 편이다. 2017년 거래대금 기준으로 일본 주식시장에서의 공매도 비중은 무려 38.7%에 이르고 있다. 2018년 상반기(1월~6월)의 경우도 공매도의 비중은 크게 다르지 않은데 41.6%를 기록하였다. 미국이나 유럽의 주식시장에서 공매도 거래비중이 30~40%에 달한다는 추정치와 비교해 볼 때 일본 주식시장에서의 공매도 거래비중이 특별히 높다고 평가하기는

어렵다. 다만, 동일 시점(2018년 상반기) 기준으로 유가증권시장의 공매도 거래비중이 5.5%인 사실과 비교할 때 일본 주식시장에서는 공매도 거래가 우리나라 주식시장에 비하여 매우 활발하게 이루어짐을 알 수 있다.

<그림 III-4> JPX 투자자 유형별 거래비중 및 보유비중 (2017년 기준)



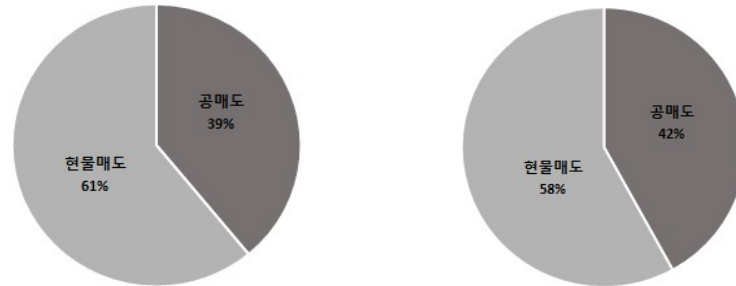
자료: JPX

일본의 개인투자자들은 공매도 거래에 적극적으로 참여하고 있다. 개인투자자의 공매도 거래는 2017년 거래대금 기준으로 전체 공매도 거래의 23.5%를 차지하고 있다. 이는 전체 일본 주식시장 매도금액의 9.1%가 개인투자자들에 의한 공매도임을 의미한다. 동일 시점에 우리나라 유가증권시장에서 개인투자자들의 공매도가 전체 유가증권시장 공매도 거래의 0.4%, 코스닥시장에서 개인투자자들의 공매도가 전체 코스닥시장 공매도 거래의 0.7%에 불과하다는 점과 비교한다면 일본에서 개인투자자들의 공매도 거래참여가 얼마나 활발한지를 알 수 있다. 2018년 상반기의 통계를 살펴보아도 일본 주식시장에서 개인투자자의 공매도 거래비중은 크게 달라지지 않았음을 알 수 있다. 해당 기간 동안 개인투자자의 공매도 거래는 전체 공매도 거래의 21.8%를 기록하였으며, 주식시장 전체 매도거래중 9.1%가 개인투자자들에 의한 공매도였다.

<그림 III-5> JPX 공매도 거래비중 (거래대금 기준)

2017년

2018년 상반기(1월~6월)



자료: JPX

3. 한·일 간 주식 공매도 거래에 관한 비교 및 시사점

공매도 거래현황에서 살펴본 바와 같이 우리 주식시장에서 개인투자자의 공매도 참여는 매우 미미한 수준이다. 유가증권시장에서는 공매도 거래의 0.5%, 코스닥시장에서는 공매도 거래의 1.0%가 개인투자자들에 의해 이루어지고 있다. 개인투자자의 공매도 거래가 부진한 것은 개인투자자들이 공매도 거래에 관심이 없어서라기보다는 공매도 거래에 필수적인 주식대차에 어려움이 크기 때문일 것으로 판단된다.

우리나라 주식시장에서 기관투자자나 외국인 투자자의 경우 상대적으로 높은 신용도를 기반으로 공매도를 위해 필요한 주식을 빌려오기가 용이하다. 주식을 대규모로 보유한 투자자에게 직접적으로 접촉하거나 또는 중개기관을 이용하여 주식을 빌려오는 계약을 체결하는 데에 큰 어려움이 없는 것이다. 그러나 개인투자자의 경우 대규모 주식보유자를 상대로 주식을 빌려오는 것이 매우 어렵다. 개인투자자는 기관투자자에 비해 상환불능위험이 상대적으로 높기 때문에 개인투자자에 대해 신용평가시스템을 갖추지 않고 있는 기관투자자들은 개인투자자에게 주식을 빌려주기가 어려운 것이다.

국내의 경우 개인투자자들이 주식을 빌려올 수 있는 곳이 거의 없기 때문에 개인투자자들의 공매도 거래참여는 매우 제한적이다. 현실적으로 개인투자자들이 주식을 빌려올 수 있는 경로는 증권사에서 제공되는 신용거래대주 서비스가 유일하다고 볼 수 있다. 그런데 신용거래대주 서비스를 통하여 빌릴 수 있는 주식은 종목과 수량에 제약이 많다. 원하는 종목에 대해 필요한 수량을 실시간으로 차입하는 것이 상당히 곤란하다. 주식 차입이 어려울 경우 공매도 거래는 개인투자자들이 일상적으로 활용할 수 있는 거래전략이 되기 어렵다.

신용거래대주 서비스를 통해 접근할 수 있는 종목수가 많지 않고 수량에도 제약이 큰 이유는 신용거래대주의 재원으로 활용되는 주식이 신용거래용자 담보주식으로만 한정되어 있기 때문이다. 신용거래용자 담보주식 중에서도 고객이 대주채원 활용에 동의의사를 명시한 경우에만 신용거래대주에 활용할 수 있고, 고객이 동의하지 않은 경우 신용거래대주 재원으로 사용할 수 없다. 고객의 명시적인 동의를 얻은 신용거래용자 담보주식이라는 한정된 채원만을 사용하기 때문에 신용거래대주의 대상종목과 수량에는 뚜렷한 한계가 존재할 수밖에 없는 것이다. 개인투자자가 직면하고 있는 주식대차에 대한 높은 진입장벽을 완화하기 위해서는 개인투자자들에게 다양한 종목의 주식이 원하는 수량으로 대여될 수 있는 시장환경의 조성이 필요할 것으로 판단된다.

우리나라의 공매도 거래활동과는 대조적으로 일본 주식시장에서는 공매도 거래가 일반화된 거래기법으로 인식되고 있으며 공매도 거래도 매우 활발하게 일어나고 있다. 일본 주식시장의 역사가 우리시장에 비하여 상대적으로 더 길고, 1990년대 이후 잃어버린 20년의 기간 동안 일본의 주식시장이 초장기 박스권에 갇혀 있었다는 점을 감안할 때 공매도 거래가 수익률 확보를 위해 중요하다는 인식이 공유되고 있다.

일본 주식시장에서 공매도 거래가 활발한 것은 외국인 투자자들의 거래비중이 높다는 점에서 일정 부분 기인한다. 일본 주식거래에서 외국인 투자자의 거래비중은 70%를 넘어선다. 외국인 투자자들은 오랜 주식시장의 역사에서 축적된 경험을 바탕으로 공매도 거래에 매우 적극적이라는

사실이 잘 알려져 있다. 일본 주식시장에서 가장 활발한 거래주체가 외국인 투자자이며 이들 외국인 투자자들이 공매도 거래에 적극적이라는 사실을 종합해 볼 때, 일본 주식시장에서 공매도 거래의 비중이 높은 것은 자연스러운 현상이다.

일본의 공매도 거래활동에서 우리나라와 특히 구별되는 점은 일본 주식시장에서 개인투자자의 공매도 거래 참여가 매우 활발하다는 사실이다. 전술한 바와 같이 TSE에서 이루어지는 공매도 거래의 23.5%가 개인투자자들에 의한 공매도 거래이다. 일본 개인투자자들이 전체 주식거래에서 차지하는 비중이 18.1%인 점을 감안한다면 일본 개인투자자들의 공매도 거래가 우리나라에 비하여 매우 활발하다. 일본에서는 공매도가 개인투자자들에게도 보편적인 거래기법으로 활용되고 있음을 알 수 있는 것이다.

일본에서도 우리나라와 동일하게 무차입 공매도는 허용되지 않는다. 따라서 일본의 개인투자자들도 공매도 거래에 참여하기 위해서는 거래를 하기 이전에 주식차입을 완료해야 한다. 일본 개인투자자들의 신용도는 기관투자자나 외국인 투자자에 비해 상대적으로 낮은 수준이다. 이점은 우리나라와 차이가 없다. 그럼에도 불구하고 개인투자자들이 공매도 거래를 실행함에 있어서 크게 어려움을 겪지 않는다. 개인투자자들이 공매도 거래에 별다른 어려움이 없기 때문에 일본에서는 개인투자자들이 공매도 거래에 대해 큰 거부감을 표시하지 않는다고 평가된다.

일본에서 개인투자자들의 공매도 거래가 활발한 것은 개인투자자들을 대상으로 하는 주식대여서비스가 존재하기 때문이다. 신용도상의 이유로 인하여 개인투자자들이 공매도에 활용할 주식을 직접 차입하는 것은 일본에서도 지극히 어렵다. 그런데 일본 증권업계는 개인투자자를 대상으로 주식대여서비스를 적극적으로 제공하고 있다. 일본 증권사들이 제공하는 주식대여서비스는 종목과 수량에 대한 제한이 거의 없는 편이기 때문에 개인투자자들도 주식을 빌려 매도하는 거래기법을 일상적으로 활용할 수 있다.

일본 증권사들이 개인 고객들을 대상으로 이러한 주식대여서비스를 제공할 수 있는 이유는 중앙집중방식으로 주식대차재원을 공급하는 기관이

존재한다는 사실에서 찾을 수 있다. 고객에 대한 주식대여서비스는 증권사들이 제공할 수 있는 서비스 범주에 있다. 그런데 개별 증권사가 포괄적인 주식대여서비스를 제공하는 것은 현실적으로 리스크에 대한 부담이 높다. 증권사의 자발적인 서비스 제공만으로는 경제적으로 최적 규모의 서비스가 제공되기 어려울 것이다. 일본은 이러한 어려움을 중앙집중방식의 주식대여서비스를 설계함으로써 상당 부분 해소하고 있다. 증권사가 스스로 확보한 주식만을 재원으로 활용해 대여서비스를 제공하게 되면 서비스의 수량에 큰 제한이 있기 때문에 주식대여재원을 전문적으로 공급하는 금융기관을 육성하여 주식대여서비스가 양적으로나 질적으로 최적의 수준에서 제공될 수 있도록 정책적 배려를 쏟고 있다.

증권사는 스스로 마련한 주식을 대여재원으로 활용할 수 있고, 중앙집중기관으로부터 주식을 차입하여 고객에게 서비스를 제공할 수도 있다. 후자의 경우 증권사는 대여서비스로부터 발생하는 신용위험을 전혀 부담하지 않는다. 실제로 일본의 신용거래대주 서비스를 살펴보면 자기신용에 의해 대주재원을 마련하는 경우보다 중앙집중기관이 제공하는 대주서비스를 이용하여 고객에게 서비스하는 경우가 압도적으로 많다.

IV. 결론 및 정책적 시사점

IV. 결론 및 정책적 시사점

국내 주식시장에서 신용거래제도는 개인투자자들에게 제공되는 주식신용거래 서비스인데, 오랜 기간 자금을 차입하여 주식을 매입하는 신용거래용자를 중심으로 발전해 왔다. 반면 신용거래용자와 경제적 대칭성을 가지는 신용거래대주는 시장발전이 매우 저조한 상황이다. 주식시장의 유동성 및 가격효율성 제고 측면에서 시장활성화가 필요한 부분으로 볼 수 있다. 신용거래용자와 신용거래대주 간에 나타나는 극단적인 비대칭성을 완화시켜 시장이 주가흐름의 양방향에 대해 균형잡힌 가격효율성을 보일 수 있게 만들어갈 필요가 있을 것이다.

주가의 상승을 예측할 경우 신용거래용자는 개인투자자들에게 유의적인 시장전략으로 활용되고 있으며 시장유동성 확보와 가격효율성 제고에 긍정적인 영향을 미친다. 그렇지만 경제적 대칭성을 가진 신용거래대주는 개인투자자들에게 시장전략으로서의 활용도가 떨어져 의도한 정책적 효과를 기대하기 어렵다. 신용거래제도가 균형을 갖출 수 있도록 제도를 보완하는 것은 장기적인 시장발전을 위해서도 중요한 의미를 가질 것이다.

신용거래대주가 신용거래용자에 비하여 활용도가 크게 낮은 것은 신용거래대주의 재원마련이 어렵기 때문이다. 신용거래대주와 신용거래용자는 서로 대칭적으로 설계되어야 한다. 신용거래대주의 결과로 생성된 주식매도자금은 담보물로 제공되며, 이러한 매도자금은 신용거래용자의 재원으로 활용된다. 대칭적인 관점에서 신용거래용자의 결과로 매입된 주식은 담보물로 제공되는데, 신용거래대주의 재원은 이렇게 담보물로 제공된 주식 중에서 고객이 담보활용에 명시적인 동의를 표시한 주식으로만 제한된다.

표면적으로 평가할 경우 신용거래용자와 신용거래대주를 통해 상호 간의 대출재원 마련이 대칭적으로 이루어지는 것처럼 보일 수 있다. 그렇지만 실제에 있어서는 양자 간의 대칭성이 제대로 확보되지 못하고 있는데, 신용거래용자와 신용거래대주 간의 대출재원의 상품적 특성이 완전히 다르다는 점에서 그 이유를 찾을 수 있다.

신용거래대주의 담보물인 매도자금은 모든 경우 동질성을 가진다. 예를 들어 신용거래대주에 참여한 A고객과 B고객의 담보물인 매도자금은 고객 간에 완전한 동질성을 가지는 것이다. 따라서 신용거래용자의 재원으로 활용하기가 매우 용이하다. 그러나 신용거래용자의 담보물인 매입주식은 종목별로 완전히 다른 상품으로 간주된다. 예를 들어 신용거래용자에 참여한 C고객과 D고객의 담보물이 각각 E기업과 F기업의 주식이라면 이 두 종목은 통합하여 대주재원으로 활용할 수 없는 것이다. 이는 신용거래용자의 대출재원 마련보다 신용거래대주의 대출재원 마련이 훨씬 더 어려움을 의미한다. 현재의 신용거래제도는 신용거래용자와 신용거래대주가 가지는 대출재원 마련의 차별성을 충분히 반영하고 있지 못하며, 구조적으로 신용거래대주의 재원마련에 어려움이 큰 상황이다.

신용거래대주는 현실적으로 개인투자자들이 공모도 거래를 위해 활용할 수 있는 유일한 전략으로 볼 수 있다. 따라서 신용거래대주의 활용도 제고는 개인투자자의 공모도 접근성 제고를 위해 중요한 의미를 가진다. 신용거래대주 재원을 적극적으로 확대한다면 이는 결국 개인투자자들의 공모도 거래 참여 확대라는 결과로 이어질 수 있다.

개인투자자들의 공모도 거래에 있어 가장 어려운 부분은 원하는 종목의 주식을 필요한 수량만큼 빌리기가 매우 곤란하다는 점이다. 신용거래대주 서비스의 확대를 위하여 증권사가 중요한 역할을 담당할 수 있겠지만, 국내 주식시장의 여건상 증권사의 역할만으로는 부족한 측면이 있다. 개별 증권사가 다양한 종목의 주식에 대하여 대출재원을 확보하는 것은 위험관리, 유동성관리, 그리고 지원시스템 구축비용 측면에서 상당히 어려운 일이다. 일본의 사례를 참고하여 신용거래대주의 재원을 효과적으로 마련할 수 있는 방안들을 모색해 보아야 할 것이다.

먼저 규모의 경제를 실현할 수 있도록 일원화된 대주 공급주체를 육성할 필요가 있다. 일본 주식시장에서는 재원의 마련이 상대적으로 용이한 신용거래용자의 경우 증권사의 역할이 큰 비중을 차지한다. 자본시장의 발달과 더불어 증권사의 자금마련 경로가 다양해졌기 때문에 증권사가 자기신용으로 자금을 마련하여 개인투자자들에 대출서비스를 실시하고 있는

것이다. 반면 대주재원의 마련에 있어서는 증권사의 역할이 적으며 일원화된 대주 공급기관에 크게 의존하고 있다. 이는 증권사의 규모가 우리나라보다 훨씬 큰 일본에서조차 개별증권사가 대주재원 확보에 어려움이 크다는 사실을 의미한다. 위험관리와 유동성관리에 전문성을 가진 대주기관을 육성함으로써 대주재원 마련에 규모의 경제(economies of scale)를 실현하고 있다.

대주재원 확보를 위해 차입이나 담보물의 활용도를 높이는 것과 같이 다양한 경로를 모색할 필요성도 인정된다. 현재의 신용거래제도에서는 신용거래대주의 재원으로 활용할 수 있는 주식은 신용거래융자로부터 발생하는 담보주식 중에서 고객이 담보활용에 대해 명시적으로 동의한 주식으로만 제한된다. 이럴 경우 대출재원의 마련에 상당한 어려움이 발생한다. 다양한 형태의 대출재원 마련방안을 모색할 필요가 있다. 주식차입에 의한 대출재원 마련은 일차적으로 검토해 볼 수 있는 방안이다. 대주 공급기관이 자기의 신용으로 기관투자자로부터 주식을 차입하여 대출재원으로 활용할 수 있다면 신용거래제도의 비대칭성 해소에 유의적인 역할을 할 수 있을 것이다. 담보물의 활용도를 높이는 방향에 대해서도 추가적인 검토가 필요할 것이다. 고객에 대한 재무적 인센티브를 강화함으로써 고객의 참여도를 높이고, 표준약관¹³⁾의 사용을 통해 담보활용도를 높이는 방안을 검토해 볼 수 있을 것이다.

신용거래대주 재원의 확보와 더불어 신용거래대주와 관련된 신용위험을 관리하는 방식도 효율적으로 변경할 필요가 있을 것이다. 신용위험의 관리에 있어서 중요한 점은 과도한 레버리지의 사용은 억제해야 하지만 신용거래대주의 활용을 지나치게 불편하게 만들어서는 곤란하다는 사실이다. 누진방식의 증거금 비율제도를 설계하고 필요할 경우 증거금중의 일부를 현금으로만 납부하도록 요구하여 시장전체의 신용위험을 적정한 수준에서 관리하는 방식을 검토해 볼 수 있을 것이다.

13) 고객이 거래증권사와 신용거래를 하게 될 경우 신용거래와 관련된 다양한 세부조건을 구체적으로 기록한 표준 계약조항을 말한다.

신용거래제도의 효율화는 본질적으로 개인투자자의 공매도 거래와 밀접한 관계를 가진다. 미국, 유럽, 그리고 일본 등 선진 주식시장의 발전경과를 살펴볼 때 우리나라 주식시장에서 공매도 거래는 앞으로도 꾸준히 확대될 가능성이 높다. 공매도 거래가 확대됨에도 불구하고 투자자 집단 공매도에 대한 접근성이 현재와 같이 일방적인 모습을 유지한다면 시장접근성 측면에서 바람직하지 않을 것으로 예상된다. 개인투자자들의 신용도가 기관투자자에 비하여 낮다는 점을 감안하더라도 개인투자자들의 공매도 접근성은 과도하게 위축되어 있다고 볼 수 있다. 개인투자자들의 공매도에 대한 접근성을 제고해 장기적으로는 공매도가 개인투자자들에게도 활용가능한 투자전략이 될 수 있도록 발전시켜 나갈 필요성이 있다. 개인투자자들의 공매도 접근성 제고를 위하여 가장 중요한 부분은 신용거래대주 서비스가 확대될 수 있도록 대출재원을 풍부하게 확보하는 일이다. 균형잡힌 신용거래제도의 발전을 통해 개인투자자의 공매도 거래활동을 지원하고, 시장의 유동성을 높이는 방향으로 시장환경을 꾸준히 정비할 필요가 있을 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 김준석·빈기범, 2009, 『주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점』, 자본시장연구원 Issue Paper 09-04.
- 조영석·Youngsik Kwak·김대호, 2014, 공매도 규제와 주식대차거래의 정보효과, 『산업경제연구(Journal of Industrial Economics and Business)』 27집 6호.
- 최현섭·강내철·박상연, 2016, 신용등급이 공매도에 미치는 영향, 『회계연구』 21집 1호.
- 황세운, 2017, 『공매도 규제효과 분석 및 정책적 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 17-06.
- 황세운, 2018, 국내 주식 신용거래의 현황 및 개선방향, 자본시장연구원 『자본시장포커스』 2018-18호.
- Asquith, Paul, Parag A. Pathak, Ritter, Jay R., 2005, Short interest, institutional ownership, and stock returns, *Journal of Financial Economics* 78, 243-276.
- Boehmer, E., Jones, C. M. Zhang, X., 2008, Which shorts are informed? *Journal of Finance* 63, 491-527.
- Chang, E.C., Cheng, J.W., Yu, Y., 2007, Short-sales constraints and price discovery: Evidence from the Hong Kong market, *Journal of Finance* 62, 2097-2121.
- Henry, Ó.T., McKenzie, M.D., 2006, The impact of short selling on the price-volume relationship: Evidence from Hong Kong, *Journal of Business* 79, 671-91.

- Khan, Mostafa S.R., Bremer, Marc, Kato, Hideaki K. 2018, Are short-sales constraints binding when there is a centralized lendable securities market? Evidence from Japan, *Journal of the Japanese and International Economics* 48, 85-96.
- Nagel, S., 2005, Short sales, institutional investors and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics* 78, 277-309.

<웹사이트>

금융감독원	www.fss.or.kr
금융위원회	www.fsc.go.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr
동경거래소	www.jpx.co.jp
한국거래소	www.krx.co.kr
한국예탁결제원	www.ksd.or.kr
한국예탁결제원 증권정보포털	www.seibro.or.kr
한국증권금융	www.ksfc.co.kr

황세운 (Seiwoon Hwang)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Fixed Income Securities & Derivatives
- Corporate Finance
- Corporate Taxation



자본시장연구원

Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143

T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



ISBN 978-89-6089-207-1