주식대차의 구조이해와 우리나라 주식대차제도의 개선방안

2003. 2

연구위원 송 치 승

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

序　言

주식대차는 거래 유가증권 중에서 주식을 대상으로 한 증권대차의 한 유형으로 대여자가 자신의 보유중인 주식을 결제 또는 투자전략차원에서 필요로 하는 차입자에게 대차수수료를 받고 빌려주며, 일정기간이 후 차입자가 되돌려줄 것을 약정하는 거래를 일컫는다. 만일 거래대상 유가증권이 보통 국공채인 경우의 증권대차는 채권대차나 Repo거래를 통해서 이루어진다.

주식대차는 크게는 전체 자본시장의 발전에 도움이 되며, 작게는 시장참여자에게 수익을 높이거나 비용을 낮출 수 있는 매우 유용한 거래이다. 대여자는 증권대여를 통해 추가적인 대차수수료를 얻고, 차입자는 증권조달을 통해 현물시장에서의 인도부족에 따른 결제불이행을 예방할 수도 있고 또는 차익거래를 통한 투자전략을 수행할 수 있다. 또한 주식대차거래는 자본시장에서 가격불균형이 존재하는 경우 적극적인 차익거래를 가능하게 함에 따라 자본시장 전체적으로도 균형가격발견의 촉진, 시장의 유동성 제고로 인한 투자자의 거래비용 절감, 그리고 공매정보의 시장공시에 의한 정보효율성 증대 등과 같은 유익한 효과를 발생시킬 수 있다.

우리나라는 1996년 9월의 주식대차를 시초로 하여 1998년에 채권대차로 확대된 증권대차시스템이 운영되고 있으나, 아직 주식대차 중심으로 거래가 이루어지고 있다. 주식대차는 그 동안 정부와 대차중개기관 등의 활성화 노력에 의해 초창기보다는 비약적인 발전을 이루었으나, 2001년 12월 기준 증권시장의 거래량 대비 주식대차 거래비중은 0.04%로서 같은 시기의 미국 NYSE의 25.2%와는 비교할 수 없을 정도로 낮은 수준이다.

우리나라에서 주식대차시장이 활성화되기 위해서는, 첫째, 무엇보다

도 대여자들의 주식대여에 대한 과도한 부정적 시각의 해소가 필요하다. 왜냐하면 대여주식에 대한 과도한 부정적 시각으로 대여자는 적고 차입자가 많은데 이러한 대차수급의 불균형이 지속되는 한 우리나라 주식대차의 활성화는 곤란하기 때문이다. 둘째, 그 동안의 제도적 발전에도 불구하고 여전히 불필요한 규제부분을 완화 내지 폐지하여 대차주식에 대한 수요와 공급을 확대해야 한다. 셋째, 대차시장이 성격상 장외시장에서 이루어지는 투자은행업무이므로 이들 상업적 업무를 적극 수행할 수 있는 증권회사의 적극적인 역할수행이 필요하다.

이러한 관점에서 본 보고서는 시장참가자들이 주식대차거래의 개념, 구조, 특성 등의 이해를 통해 주식대차에 대한 부정적 시각을 완화시키고자 하였다. 또한 본 보고서는 미래지향적 입장과 증권산업의 경쟁력제고, 자본시장의 균형발전 측면에서 대차수요와 공급을 증대시키기 위한 여러 규제완화와 대차중개시스템의 경쟁성 확대 등을 제시하였다. 본 보고서가 향후 우리나라 주식대차는 물론 증권대차시장의 발전에 도움이 되길 기대한다.

본 보고서는 송치승 박사의 헌신적 노력에 의해 작성되었으며, 많은 분들의 도움에 힘입은 바가 크다. 본 원의 박연정 연구원은 원고정리와 교정에 공헌을 하였으며, 한상만 박사는 보고서 내용에 많은 조언을 해주었다. 증권거래소의 이동철 팀장은 외국 증권대차관련 거래자료의 입수에 도움을 주었다. 국내 대차관련 거래자료는 증권예탁원과 한국증권금융(주) 관계자의 도움을 받았다. 이에 감사를 드린다. 끝으로 본 보고서의 내용은 연구자 개인의 의견이며 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2003년 2월

한국증권연구원

원장 박 상 용

목 차

Ⅰ. 서론 3

Ⅱ. 주식대차거래의 의의와 거래구조 11

1. 주식대차거래의 의의 11
2. 주식대차의 거래절차 23
3. 주식대차거래의 동기 26

Ⅲ. 주식대차거래의 시장구조 37

1. 주식대차거래와 시장참가자 37
2. 청산결제기관의 주식대차시스템 45

Ⅳ. 주식대차거래에 따른 위험의 종류와 관리 55

1. 주식대차위험의 유형과 원인 55
2. 위험관리의 방법과 절차 67

Ⅴ. 주요 국가의 주식대차시스템과 시사점 79

1. 주요 국가의 주식대차시스템의 현황분석 79
2. 외국 현황분석에서 나타난 시사점 101

Ⅵ. 우리나라 주식대차시스템의 현황과 개선방안 109

1. 우리나라 주식대차거래와 제도 현황 109
2. 주식대차제도의 문제점과 개선방안 120
3. 대차중개시스템의 개선방안 144

Ⅶ. 요약 및 결론 157

참고문헌 167

<부록 Ⅰ> 주식대차이외의 증권대차 개념 173

<부록 Ⅱ> 주요 국가의 채권대차 현황 177

표 목 차

<표 Ⅴ-1> 주요 국가의 주식대차 현황 81
<표 Ⅵ-1> 증권대차관련 제도변화 117
<표 Ⅵ-2> 외국인 종목별 소유 한도 현황(2002년 7월말 현재) 127
<표 Ⅵ-3> 외국인 소유한도종목에 대한 대차거래허용(안) 129
<표 Ⅵ-4> 금융기관별 대차거래관련 규정 130
<표 Ⅵ-5> 기관투자자에 대한 대차거래관련 규정정비 방안 133
<표 Ⅵ-6> 대차거래 및 중개 부수업무 신고 현황 135
<표 Ⅵ-7> 개인투자자에 대한 주식대차 제한규정의 정비(안) 138
<표 Ⅵ-8> 금융업종별 대차관련 회계처리 141
<표 부록-1> 기타증권대차거래의 특성 비교 176
<표 부록-2> 주요 국가의 채권대차 현황 178

그 림 목 차

<그림 Ⅱ-1> 주식대차개념의 개요 14
<그림 Ⅲ-1> 대여대리인을 이용하는 경우의 대차흐름도 41
<그림 Ⅲ-2> 대여대리인을 이용하지 않은 경우의 대차흐름도 42
<그림 Ⅲ-3> 청산결제기관의 대여 집합과 할당과정 51
<그림 Ⅴ-1> NYSE와 Nasdaq시장의 월별거래량 기준 대차비율 81
<그림 Ⅴ-2> NYSE와 Nasdaq시장의 월별대차거래량 82
<그림 Ⅴ-3> 영국의 월별 시가총액대비 대차잔액가치 비중 89
<그림 Ⅴ-4> 스위스의 월별 월별 거래대금 대비 주식대차 비중 94
<그림 Ⅴ-5> 일본의 월별 시장거래대금 대비 신규주식 대차거래대금 비중 …98
<그림 Ⅵ-1> 우리나라 주식대차현황(거래대금기준) 111
<그림 Ⅵ-2> 결제목적의 주식대차 비중 추이(거래대금기준) 112
<그림 Ⅵ-3> 주식대차에서의 경쟁 및 상대매매 비중 113
<그림 부록-1> 일본공사채발행잔액, 채권대차대금의 신규 및 잔액 181

약 어 표

ALM : Asset Liability Management

BIS : Bank for International Settlement

Clearstream : Clearstream Banking AG, Frankfurt, Germany

CNS : Continuous Net Settlement

DNS : Daily Net Settlement

DR : Depository Receipts

DTC : Depository Trust Company

DTCC : Depository Trust and Clearing Corporation

DVD : Delivery Versus Delivery

DVP : Delivery Versus Payment

ERISA : Employee Retirement Income Securities Act

ETF : Exchanged Traded Fund

FDIC : Federal Deposit Insurance Corporation

FFIEC : Federal Financial Institution Examination Council

FOP : Free of Payment

FRB : Federal Reserve Board

FSA : Financial Services Authority

GESLA/ESLA : Gilt-Edged/Equity Stock Lending Agreement

GSCC : Government Securities Clearing Corporation

INDEVSL : S.D. Indeval, S.A. de C.V.

ISMA : International Securities Market Association

ISSA : International Securities Service Association

JSDA : Japan Securities Dealers Association

LCH : London Clearing House

LIBID : London Interbank Bid Rate

Monte Titoli : Monte Titoli S.P.A. Istituto per la Custodia e L'amministrazlone Accentrata di Valori

NAIC : National Association of Insurance Commissioners

NSCC : National Securities Clearing Corporation

OSLA : Overseas Securities Lending Agreemenets

PSA : Public Securities Association

REPO : Repurchase Agreement

RMA : Risk Management Association

SCLV : Serviclo de Compensacion de Valores SA

SEAQ : Stock Exchange Auto mated Quotation

SEC : Securities and Exchange Commission

SegaIntersettle : Sis SegaIntersettle AG

SET : Stock Exchange Electronic Trading

STP : Straight Through Processing

SWIF : Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication

Ⅰ. 서 론

Ⅰ. 서 론

주식대차는 대차거래대상 유가증권 중에서 주식을 대상으로 하는 증권대차거래의 한 유형을 일컫는다. 자본시장에서 주식대차의 역할은 매우 중요하다. 무엇보다도 효율적 자본시장의 유지·발전측면에서의 그 중요성을 살펴보면, 첫째, 현물시장과 주식옵션시장, 주식선물시장, 지수선물 및 지수옵션간의 가격불균형이 존재하는 경우에 투자자는 주식대차를 이용한 무위험 차익거래의 기회를 가질 수 있다. 이는 투자자간 경쟁적인 차익거래의 참여를 유발하므로, 주식대차는 이들 자본시장의 균형가격 발견을 촉진시키는 역할을 한다. 둘째, 주식대차를 이용한 차익거래참여는 해당 시장의 유동성을 증가시키므로, 이들 시장에 참여하는 거래자의 호가스프레드가 낮아지는 경향이 있다. 스프레드는 투자자입장에서 거래시 부담해야할 비용이므로, 주식대차는 투자자의 거래비용을 절감시키는 효과를 발생시킨다. 셋째, 특정 기업에 대한 분석에 기초하여 정보거래자는 증권시장에서 공매도를 행할 수 있으며, 이들 기업에 대한 공매정보가 시장에 일별로 공시되는 경우, 정보거래자의 정보이점은 오래가지 못할 수 있다. 투자자들은 해당 기업에 대한 공매정보를 고려하여 이를 해당기업의 유가증권가격에 반영시킬 수 있으므로, 주식대차는 증권시장의 정보효율성을 높이는 역할을 한다.

실제 주식대차시장에 참여하는 참가자는 결제불이행 예방은 물론 자신이 보유한 주식 포트폴리오의 투자수익 제고나 주식대차와 연계한 차익거래를 위한 투자전략차원에서 주식대차를 주로 이용한다. 만일 매도자가 현물거래에 따른 결제일에 해당주식을 매수자에게 인도할 수 없는 경우 매도자 또는 매도자의 주문을 수행한 증권사는 필요 주식에 대한 대차거래를 통해서 결제의 불이행을 막을 수 있다. 연금이나 뮤추얼펀드 운용기관은 자신의 보유 포트폴리오 구성종목을 일정기간 또는 포트폴

리오 교체전까지 대여해줌으로써 대차수수료[1]를 획득할 수 있다. 또한 증권회사와 같은 투자은행들은 주식대차를 이용한 차익거래(예로, 현물과 선물시장간 차익거래, 전환채권 차익거래, 배당관련 차익거래 등)를 수행하여 다양한 무위험 수익을 얻을 수도 있다. 그리고 개인이나 헷지펀드와 같은 투기적 목적의 투자자들은 해당종목에 대한 시장가격과 본질가치를 산정하여 단방향 공매도전략을 구사할 수도 있다. 이처럼 결제의 안정성이나 다양한 투자전략의 구사는 주식대차시장을 활성화시키는 커다란 요인이 된다. 주식대차시장의 활성화는 결국 주식시장과 선물시장이나 옵션시장간 효율성과 연계성을 더욱 강화시키고 있다.

우리나라의 주식대차 역사는 매우 일천하다. 주식대차거래는 1996년 9월에 거래소시장을 대상으로 출발하였고, 1997년에는 코스닥시장으로 확대되었다. 그 동안 정책당국의 규제완화와 대차중개기관들의 노력으로 대차시장은 출범 초기보다는 많은 비약적 발전을 하였다. 그러나 시장전체의 거래대금이나 거래량에서 주식대차가 차지하는 비중은 외국과는 비교할 수 없을 정도로 매우 낮은 수준이다.

그런데, 특이한 점은 주식대차시장과 거의 같은 시기에 출범한 지수선물이나 지수옵션시장은 세계적인 규모로 성장하였다. 사실 수많은 대차종목들로 바스켓을 구성하여 매도하는 경우 선물매도 등과 동일한 효과를 창출할 수 있음에도 불구하고 지수선물이나 지수옵션시장은 활성화된 반면 주식대차시장은 그렇지 못한 것인가? 물론 선물매도와 같은 거래방법이 상대적으로 적은 비용으로 손쉽고 신속하게 거래할 수 있는 장점이 없는 것은 아니지만 주식대차를 이용한 거래는 현실적으로 많은 제약(예, 다양한 대차주식물량의 확보 곤란 등)이 있다.

우리나라에서 주식대차시장이 발달하지 못한 이유는 일부 시장참가

1) 2002년 12월 현재 대차수수료 호가경쟁에 의한 대차수수료는 대략 6%-7%(연기준)로 비교적 높은 수준이다.

자 즉, 대여자들의 주식대차에 대한 부정적시각과 관심부족을 들 수 있다. 주식대차제도가 도입되기 이전에 개인투자자 등이 이용 가능했던 대주제도[2]는 정책당국의 증시수급조절을 위한 증시정책으로 주로 이용되어 왔다. 증권시장이 침체하는 경우 정책당국은 대주제도를 금지시켰고, 이에 따라 주식시장이 과열된 경우를 제외하고는 정부의 규제나 증권사의 보유물량 제한으로 시장참가자들이 대주제도를 이용하는 것은 현실적으로 제한되었다. 왜냐하면 대주가 주식시장의 하락에 기여한다는 부정적 시각이 지배적이었기 때문이다. 주식대차제도 도입이후에도 대주를 포함한 주식대차에 대한 부정적 시각은 크게 줄어들지 않았다. 주식을 대여하려는 입장의 시장참가자들은 대주 또는 주식대차에 의한 공매도가 현물 증권의 가격을 하락시킨다는 부정적 시각을 여전히 지니고 있다. 이는 다음 몇 가지 사실에 의해서 알 수 있다. 첫째, 주식대차가 대여자에게 대여기간 동안 대차수수료와 같은 부가수입을 발생시키고 필요에 의해 대차거래를 종료시킬 수 있는 거래임에도 불구하고, 주식대여가 주식차입보다 항상 적은 만성적인 초과수요상태라는 것이다. 둘째, 대차제도 도입이후의 규제완화에도 불구하고, 아직도 주식대차제도상 여전히 불필요한 규제의 존재(예, 외국인 차입한도 50억 등), 대차수요기반 확대를 위한 제도 미흡(예, 우리사주의 대여불가능, 회계처리의 불분명 등)이 존재하고 있다는 것이다. 그러므로 대여자나 다른 시장참가자들이 주식대차에 대한 부정적 시각을 견지하는 한 우리나라 대차시장의 활성화는 어렵다고 생각한다.

미국, 영국 등과 같은 선진 자본시장에서 대차제도관련 규제완화(대여물량의 확대, 차입자의 확대조치, 대차중개업무의 다양화 등) 등에 의한 대차수요와 공급 확대는 주식대차시장의 활성화에 큰 공헌을 하였다.

---

2) 보통 우리나라는 일본과 유사하게 개인투자자에게 "대주"로 구분하고, 기관투자자의 경우에는 주식대차로 구분하고 있다. 대주제도와 대차제도에 대한 비교설명은 제Ⅱ장에서 상세히 논한다.

이들 나라의 대차시장 활성화는 자국의 시장참가자의 편익제고는 물론 자본시장의 균형발전에도 중요한 선순환 역할을 하고 있다.

우리나라가 자본시장의 균형발전을 이루고 금융의 세계화 추세 속에서 선진자본시장으로 탈바꿈하기 위해서 대차시장의 활성화는 매우 중요한 과제가 아닐 수 없다. 주식대차시장이 활성화되기 위해서는 먼저 주식대차에 대한 올바른 이해가 선행될 필요하다. 주식대차거래 및 제도에 대한 이해를 바탕으로 주식대차시장의 수요와 공급을 제한하는 규제, 대차중개시장에서의 증권회사의 역할 부진 등의 개선 사항에 대한 연구검토가 뒤따라야 한다.

본 보고서는 시장참가자가 주식대차시스템의 개념, 유용성, 시장구조, 위험에 대한 이해를 통해서 주식대차에 대한 부정적 시각을 해소하고, 이를 토대로 우리나라 주식대차시장의 활성화를 위한 개선방안을 제시하고자 한다. 이러한 연구목적 달성을 위해 본 보고서는 다음과 같이 구성하고자 한다. 제Ⅱ장에서는 주식대차의 의의와 유사개념의 비교, 주식대차 거래과정, 주식대차거래의 동기 등에 대한 설명을 통하여 시장참가자가 주식대차를 명확히 이해하도록 한다. 제Ⅲ장에서 주식대차시스템의 시장구조로서 대여자, 차입자, 대차중개기관의 역할, 그리고 주식대차의 청산과 결제시스템의 내용과 절차를 상세히 살펴본다. 제Ⅳ에서는 주식대차거래에 따른 위험의 종류와 원인, 위험관리방법 등을 살펴본다. 제Ⅴ장에서는 미국, 영국, 스위스, 일본 4개국을 대상으로 이들 나라의 주식대차현황, 주식대차관련 제도적 특성과 시장구조 등을 살펴보고, 이들 나라들의 대차거래제도와 대차시스템 특성이 우리에게 주는 시사점을 제시한다. 제Ⅵ장에서는 우리나라 주식대차의 현황을 분석하고, 주식대차거래 활성화를 위한 대차수요와 공급의 확대방안을 제시한다. 또한 우리나라 대차시장의 발전과 증권산업의 경쟁력 제고 등을 위한 대차중개시스템의 개선방안으로 경쟁적인 대차중개시스템의 확대를 살펴보며, 주식대차가 투자전략보다는 결제목적으로 사용되는 경우, 비록 주식대차와

는 그 성격 등이 다르지만 주식대차를 보완하여 자본시장의 결제안정성을 높일 수 있는 자동대차의 도입검토도 살펴본다. 제Ⅶ장에서는 본 연구에 대한 요약과 결론을 제시한다.

이상과 같이 본 보고서를 기술함에 있어 주식대차제도의 개념, 성격, 특성, 제도 등과 같은 대부분은 거래대상을 채권으로 하는 경우 채권대차나 Repo거래에도 그대로 적용된다. 왜냐하면 주식대차란 주식을 거래대상으로 하는 증권대차거래이기 때문이다. 거래대상이 채권인 경우에는 채권대차, Repo거래와 같은 증권대차거래가 된다. 본 연구의 <부록>은 이러한 확장된 증권대차개념에서 마련하였다. <부록 Ⅰ>에서는 주식대차이외의 채권을 거래대상으로 하는 채권대차, Repo거래 등과 같은 증권대차의 개념과 특성을 비교 설명한다. 그리고 시장참가자가 국가별 대차거래시스템의 특성이나 시장구조에 대한 이해의 깊이를 넓히는데 도움이 되도록, <부록 Ⅱ>에서는 각국의 채권대차현황에 대해서 간략히 설명한다.

Ⅱ. 주식대차거래의 의의와 거래구조

1. 주식대차거래의 의의
2. 주식대차의 거래절차
3. 주식대차거래의 동기

Ⅱ. 주식대차거래의 의의와 거래구조

1. 주식대차거래의 의의

주식대차(stock lending and borrowing)는 주식조달을 주된 목적으로 하며, 일부 제한적인 자금조달목적으로도 사용되는 거래이다. 주식대차는 증권대차거래(securities lending transaction)의 한 유형으로 거래대상이 주식인 경우이다. 거래대상이 채권인 경우에는 채권대차와 환매조건부계약(Repurchase Agreement: Repo) 등이 증권대차에 포함되고 있다.[3)]

주식대차는 주식을 보유하고 있는 대여자가 일정 대차수수료를 받고 해당 주식의 차입을 원하는 차입자에게 빌려주고, 차입자가 일정기간이 지난 후 당해 주식을 대여자에게 반환하는 거래행위이다. 주식대차거래에 의해 대여자는 증권대여를 통해 추가적인 대차수수료를 얻고, 차입자는 증권조달을 통해 현물시장에서의 인도부족에 따른 결제불이행을 예방할 수도 있고 또는 차익거래를 통한 투자전략을 수행할 수 있다. 이처럼 주식대차거래는 차입자나 대여자의 경제적 부나 효용을 높일 수 있다. 뿐만 아니라 주식대차거래는 자본시장 전체적으로도 균형가격의 발견촉진이나 현물시장의 유동성 제고로 투자자의 거래비용이 절감되는 효과를 발생시킨다.

본절에서는 주식대차거래의 이해차원에서 주식대차의 개념과 특성을 먼저 설명하고자 한다. 다음으로 주식대차와 매우 혼용하여 사용되고 있는 우리나라나 일본의 대주, 미국의 공매도(short selling)에 대해서 비교설명을 하고자 하며, 주식대차의 일반적인 거래절차와 주식대차의 주요 동기에 대해서도 설명하고자 한다.

---

3) 증권대차의 일반적인 개념은 주식대차와 채권대차를 일컫고 있으나 BIS와 같은 일부 기관은 증권대차의 개념을 확대하여 Repo등도 이에 포함시키고 있다.

가. 주식대차거래의 의의와 특성

주식대차란 대여자가 자신이 보유중인 주식[4]을 결제 또는 투자전략 차원에서 필요로 하는 차입자에게 빌려주며, 일정기간이후 차입자가 대여증권을 되돌려주기로 약정하는 거래이다. 주식대차는 거래이행의 보증을 위해 담보제공은 물론 해당 대여증권과 담보증권에 대한 일일정산과 같은 효율적인 위험관리가 요구되는 거래이다.

주식대차는 주식조달을 주된 목적으로 다음과 같은 경우에 발생된다. 매도자가 주식을 매도하였으나 매수자가 매도자로부터 주식을 인수받지 못한 경우, 차입자인 투자자가 차익거래, 헷지거래, 그리고 투기거래와 같은 투자전략 차원에서 공매도를 하려는 경우 등이다. 차입자와 대여자는 사전에 대차조건(예, 만기, 중도상환, 대차수수료 등)에 대해서 협의하고, 차입자는 대여자로부터 특정 주식을 차입함과 동시에 담보를 제공한다. 이 때 제공되는 담보의 종류로는 현금, 다른 유가증권, 은행발행 신용장(letter of credit) 등이 있다. 대차거래는 대여자와 차입자간의 직접계약에 의해서도 가능하지만 대개 투자은행이나 보관은행(custodian bank)과 같은 중개기구를 통해서 이루어진다. 보통 이들 대차중개기구들은 대여자산과 담보자산에 대한 위험관리는 물론 대차거래기간 동안에 발생하는 각종 업무 보고나 배당금의 처리와 같은 업무 등을 담당한다. 차입자는 대차거래의 종료시까지 대차주식과 담보증권의 시장가치의 변동에 따라 일정담보비율(예, 102%-110%)이 변동하는 경우 증거금(margin) 유지의 책임을 진다.[5] 대차계약의 종료나 환매시 대여자는 차

4) 만일 거래대상 유가증권이 주식대신에 채권인 경우 여기서 설명하는 주식대차의 개념과 특성은 채권대차, Repo거래 등과 거의 유사하다. 이에 관해서는 <부록 Ⅰ>의 주식대차 이외의 증권대차에서 상세히 설명하고자 한다.

5) 만일 담보가치가 대여주식가치보다 하락하는 경우 차입자는 부족담보를 추가로 제공해야 한다. 이에 관해서는 제Ⅳ장에서 상세히 설명한다.

입자에게 담보물을 인도하고 대차주식을 차입자로부터 돌려 받는다.

주식대차는 제한적이긴 하지만 자금조달목적으로도 사용될 수 있다.[6] 차입자가 특정주식의 차입에 대한 담보로써 유가증권 대신에 현금을 제공하고 대여자가 현금을 직접 운영할 수 있는 경우이다. 만일 대여자가 자신이 보유한 주식을 담보로 은행과 같은 자금중개시장에서의 조달비용보다 낮은 비용으로 현금조달이 가능하다면, 그리고 차입자가 어느 특정 주식을 불리한 조간이라도 차입해야만 하는 경우, 대여자는 차입자의 주식차입 요구에 응할 수 있다. 주식대차계약에서 대여자가 현금담보를 직접 운영할 수 있는 경우는 대여자와 차입자간에 현금이용에 관한 특별 약정계약을 맺을 때이다.[7] 일반적으로 현금운영은 담보와 대여자산에 대한 위험관리를 담당하는 보관은행이나 투자은행과 같은 중개기관에서 담당하므로, 대여자는 자금조달목적으로 주식대차를 이용할 수 없다.[8] 현금담보 주식대차계약에서 차입자는 일반적인 주식대차에서와 같이 대여자에게 주식대차수수료 등을 지급하고 대여자는 만기 또는 상환결제시에 약정된 현금이용수수료(rebate)를 차입자에게 제공한다.

이상의 주식대차에 대한 설명을 그림으로 설명하면 <그림 Ⅱ-1>과 같다. 그런데, 주식대차가 자금조달 차원에서 아주 제한적으로 이용되며 주로 주식조달목적으로만 이용되는 것임을 주목할 필요가 있다. 대여인

---

6) 자금조달목적으로는 Repo 등과 같은 증권대차가 일반화되어 있다.

7) 한국증권금융(주)의 경우 현금담보이용에 관한 특별 약관이 존재하고 있다. 매우 드물지만 이러한 약관이 없더라도 대차거래 속성상 대입자와 차입자간의 상호 협의로도 정할 수 있다.

8) 예를 들어 우리나라의 경우 증권예탁원이나 한국증권금융(주)이 중개하는 대차거래에서 현금담보운영은 이들 기관이 직접 담당한다. 2002년 12월 현재 증권업협회의 주식대차약관이 적용되는 증권회사의 직접 중개분의 경우 대여자가 현금담보를 직접 운영할 수 있다. 대여자가 현금담보를 직접 이용하는 경우 대차거래위험이 발생할 가능성이 높기 때문에, 대부분의 대차계약에서는 중개기관이 현금담보를 관리하는 것이 보통이다.

이 현금담보를 직접 운영하는 경우 제Ⅳ장에서 언급하는 신용위험이나 시장위험의 발생 가능성이 높다. 그러므로 특별한 경우가 아닌 경우 차입자는 담보현금에 대한 대여자의 외부사용보다는 보관은행이나 투자은행과 같은 중개기구의 위험관리형 운영을 선호한다.

<그림 Ⅱ-1> 주식대차개념의 개요[9)]

주식대차거래를 이해하는데 있어 주목할 몇 가지 특성은 다음과 같다. 첫째, 대여자가 차입자에게 보유 주식을 대여할 때, 해당 주식의 소유권은 대여자에서 차입자로 이전된다는 사실이다. 대여자가 차입자로부터 담보를 제공받은 경우 대여자는 차입자의 담보사용을 제한하기 위하여 인도받은 담보에 대해 질권의 설정이 가능하다. 차입자가 해당 차입주식의 반환을 이행하지 않는 경우 대여자는 차입자로부터 받은 담보를 처분할 수 있을 뿐이며 대여주식에 대한 소유권을 돌려 받을 권리를 갖지 못한다. 둘째, 대여자가 계약기간 동안에 발생한 배당금, 그리고 신주인수권리 등에 대한 경제적 소유권을 가지며, 다만 주식대차시의 의결권에 한해서 차입자가 행사한다는 것이다. 셋째, 본장의 3절에서 후술하듯

9) 본 그림에서 개시결제와 상환결제에 대해서는 다음절의 주식대차의 거래절차에서 상세히 설명한다.

이, 주식대차의 결제에는 계약의 이행관련 개시결제와 상환결제 두 가지로 나뉜다. 개시결제는 주식대차계약에 따른 대여증권의 소유권 변동과 담보인도가 이루어지는 절차를 말하며, 상환결제는 만기시 대여주식의 반환에 따른 소유권이전과 담보반환이 이루어지는 절차이다. 통상 개시결제는 현물시장의 결제기간보다 짧으며, 상환결제는 현물시장의 결제기간과 동일하게 운영하고 있다. 넷째, 대차거래는 개방형(open) 또는 기간형(term)으로 이루어질 수 있지만 거의 대부분의 계약이 개방형이다. 이에 따라 차입자나 대여자의 어느 일방에 의해 언제든지 대차계약이 종료될 수 있다. 비록 아주 드물게 기간형 거래가 존재하더라도 보통 주식대차거래에서 대여자는 중도 수의상환 요구 시에 벌칙성의 가산금을 물지 않는 것이 보통이다. 기간형 주식대차에서 관행적으로 가능한 중도수의상환 요구는 다른 채권대차나 Repo의 기간형에서는 불가능하다. 이점이 주식대차의 한 특성이기도 하다. 만일 대여자가 의결권 행사를 원하는 경우, 대여자는 의결권 행사일이전 현물시장 결제기간전에 대차계약의 해지를 통보하면 된다.[10] 다섯째, 주식대차에서 현금이 담보로 제공된 경우, 대차중개기관은 대여자를 대신해서 해당 현금을 단기금융상품 등에 투자할 수 있다. 그러므로, 대여자는 상환결제시에 현금담보에 대한 이용료를 리베이트형식으로 차입자에게 제공해야 한다.[11] 보통 현금담보에 대한 이용료(rebate)는 증권대차계약시 대여자와 차입자간의 협의에 의해 정하고 있다. 여섯째, 대여하려는 주식에 대한 수요가 공급보다 많으면 많을수록 대여자가 받게되는 대차수수료는 올라가는 것이 일

10) 의결권 행사를 위해서는 의결권 명부가 확정되는 의결권 행사일 전일 오후 5시까지 주주명부에 등재되어야 한다. 따라서 현행 증권결제 T+2일을 고려시 의결권 결정일 이전 3일전(영업일 기준)에 차입자에 해지를 통보해야만 한다.

11) 주식대차거래에서 현금담보인 경우 대여자가 획득할 수 있는 수익은 대차수수료에서 현금의 단기금융투자수익을 더하고 현금이용료를 공제한 금액이다.

반적이다. 대여자가 보관은행이나 투자은행에 대차관련 업무를 위임하는 경우 대여자는 차입자로부터 수수한 대차수수료의 일부를 이들 중개기관에 제공한다.

나. 주식대차와 유사 개념과의 비교

주식대차계약이 이루어지면 차입자는 담보인도와 함께 대여자로부터 대여주식을 인도 받는다. 차입자가 차익거래수행을 위한 투자 또는 투기목적에서 당해 주식을 차입하여 시장에서 매도하는 경우, 공매도(short sale 또는 short selling)란 표현이 사용된다. 그런데 미국과 같은 주식시장에서 사전적으로 대여자로부터 주식대차계약을 하지 않고도 일정 요건하에서 매도자가 보유하지 않은 주식을 매도할 수도 있다. 즉, 매도자가 자신이 보유하지 않은 주식을 매도하는 것은 원칙적으로 불가능하지만, 매도자가 거래하는 증권회사로부터 매도보증을 얻은 경우에는 가능하다. 이는 보유하지 않은 주식을 매도하는 경우 결제일에 매수자에게 해당 주식을 인도할 수 없는 결제불이행 발생을 막기 위함이다. 미국의 NYSE의 공매도 정의를 살펴보면, 공매도란 매도자가 보유하지 않은 주식을 매도하거나 차입증권의 인도에 의해 결제가 완료되는 매도를 일컫고 있다.[12)]

차입자가 매도 이전에 증권회사를 통해 매도보증을 얻는 절차는 주식대차의 개념에 포함시켜서 설명될 수 있다. 왜냐하면 공매도자가 주식대차계약이 없이 증권회사로 하여금 결제보증을 얻는 행위는 증권회사가 대출중개인(loan broker)으로서 결제일에 결제할 증권을 인도한다는 전제이기 때문이다.[13)] 만일 공매도자가 증권회사의 결제보증하에 특정

12) 이에 관해서는 www.nyse.com/press 참조

13) 대출중개인의 역할에 관해서는 다음장에서 설명한다.

주식을 공매도하고 결제일 이전에 반대매수 포지션을 취하지 않거나 또는 순매도포지션을 유지하는 경우 해당증권회사에게 결제책임이 있다. 이 경우 해당 증권회사 브로커는 필요증권을 주식대차를 통해 마련해야 한다. 그러므로 해당증권을 보유하지 않고 공매도한 자(이하 '비보유공매도자'라 칭하고자 한다)는 비록 자신이 직접 주식대차계약을 체결하지 않았다 하더라도 결제과정까지는 브로커와 암묵적인 대차계약이 발생된 것으로 생각될 수 있다. 따라서 본 연구에서는 NYSE와 같이 비보유공매도와 주식대차에 의한 공매도를 따로 구분하지 않고 공매도 용어를 대차거래차원의 개념에서 사용하고자 한다.

한편, 우리나라와 일본의 경우에는 주식대차란 개념과 함께 대주라는 용어도 존재한다. 이들 나라에서 주식대차개념은 주식대차의 일반적 개념과 동일하며, 주로 기관투자자들이 이용하고 있다. 이에 따라 주식대차는 도매성격의 시장으로 인식되고 있다. 반면, 대주는 증권회사가 보유하고 있는 상품거래물량을 대부의 방법으로 자사의 고객에게 신용공여를 하는 방식을 말한다. 이에 따라 증권회사로부터 대주를 공여 받은 고객은 해당 주식을 시장에서 매도할 수 있다. 대주를 통해 공매도한 고객은 일정 만기일(예로 150일)까지 또는 이전에 해당 주식을 다시 상환함으로써 대주거래계약은 종료된다. 대주제도는 주로 개인들이 이용하므로 소매성격의 시장으로 인식되고 있다. 대주제도는 일종의 신용공여로서 차입자가 담보로써 필요 현금을 사전에 충분히 보충하는 대신에 차입자가 공매도한 매도대금을 담보로써 충원한다는 것을 제외하면 근본적인 틀은 대차거래와 동일하다. 그러므로 본 연구에서는 이들 두 나라의 대주제도도 대차제도의 개념 속에서 파악하고자 한다.

주식대차계약에 의해 차입주식을 매도하는 경제행위는 미국에서와 같이 자신이 보유하지 않더라도 브로커의 보증하에 공매도하거나 일본과 우리나라 대주형태의 공매도 행위와 결과적으로 유사하지만 다음과 같은 면에서 차이가 있다.

첫째, 주식대차에 의한 경우에는 차입자가 매도금액을 자유로이 이용할 수 있지만 그렇지 못한 공매도인 경우에는 차입자가 매도대금을 상환결제시까지 인출할 수 없다. 이는 주식대차에서 차입자가 대여증권의 인수와 함께 담보를 인도하는 특성에 기인한다. 자신이 보유하지 않은 주식의 공매도와 대주에 의한 공매도 행위는 거래증권회사에게 상환결제시까지 신용위험에 노출되게 한다.[14] 그러므로 증권회사는 공매도대금을 일종의 담보로써 상환결제시까지 관리해야 한다.[15] 만일 공매도행위 이후 특정 주식의 가격이 상승하여 일정 담보유지비율에 미달하는 경우, 증권회사는 해당 공매도자에게 추가의 부족 담보를 요청한다.

둘째, 주식대차에 의한 공매도는 대량 또는 소량의 거래행위가 모두 가능하지만 비보유주식의 공매도나 대주의 공매도는 소량거래에 주로 이용된다. 주식대차에서 차입자는 자신이 필요주식에 대한 차입물량을 자신의 신용한도내에서 대여자 또는 대여자가 위임한 대여대리인으로부터 확보할 수 있다. 만일 차입자가 신용도가 양호하고 재무적인 담보요건이 충분한 경우 차입자는 자신이 원하는 주식들과 이에 해당하는 수량을 비교적 손쉽게 확보할 수 있다. 비보유주식의 공매도와 대주에 의한 공매도의 경우에도 공매도 거래자들이 거래하는 증권회사와의 신용도에 따라 공매도의 가능여부와 수량이 결정된다. 그러나 증권회사가 딜링업무를 위해 보유하는 상품물량이나 증권회사 위험관리차원에서 공매도행위에 따른 결제를 대신할 물량은 한정되어 있다. 투자자들이 비보유주식의 공매도와 대주를 대량으로 이용하기에는 아무래도 제약이 뒤따른다.

셋째, 주식대차는 다양한 차익거래의 수행이 가능하지만, 비보유주식의 공매도와 대주의 공매도는 그렇지 못하다. 이는 앞서 언급한 공매도

14) 신용위험의 노출에 관해서는 제Ⅳ장에서 다룬다.

15) 그러나 주식대차에서의 현금담보에 대한 이용수수료가 차입자에게 지급되는 것처럼 매도주식대금에 대한 현금이용수수료가 상환시점에 공매도자에게 지급된다.

자가 이용하려는 주식의 집합(pool)에도 영향을 받지만 무엇보다도 투자자들의 투자능력과 전문성의 차이에 기인한다. 주식대차의 차입자는 주로 딜러나 브로커, 투자은행, 헷지펀드 등과 같은 전문투자기관이다. 이들 전문투자기관은 주식대차를 통해 필요물량을 확보한 뒤 현물시장간, 현물과 옵션시장간, 그리고 현물과 선물시장간의 가격불균형이 발생시 신속한 차익거래의 실행이 가능하다. 반면 비보유주식의 공매도와 대주의 공매도 이용자는 주로 개인투자자들로서 전문투자기관에 비해 투자거래 분석능력과 투자운용능력이 부족하다. 따라서 이들 공매도 투자자들은 포트폴리오 관점보다는 주로 특정 주식에 대한 부정적 신념이나 정보에 기초한 투기적 투자전략을 이용한다고 할 수 있다.

다. 주식대차거래의 유용성

주식대차는 크게는 전체 자본시장의 발전에 도움이 되며, 작게는 시장참여자에게 수익을 높이거나 거래비용을 낮출 수 있는 매우 유용한 거래이다. 여기서는 이를 구별하여 살펴보고자 한다.

1) 시장참여자에 대한 유용성

먼저 대여자입장에서 주식대차의 유용성을 살펴보자. 대여자는 자신이 보유하고 있는 유가증권의 대여를 통해 대차수수료를 얻게 된다. 또한 현금담보의 제공과 함께 대여자가 현금운영이 직접 가능한 경우, 대여자는 현금을 단기금융상품에 투자함으로써 별도의 추가수익도 향유할 수 있다. 비록 대차기간 동안에만 소유권이 대여자로부터 차입자에게로 이전되지만, 해당기간 동안 발생하는 의결권을 제외한 이자, 배당, 신주인수권과 같은 경제적 이익은 대여자가 갖는다. 그러므로, 대여자는 대

차기간 동안에 차입자로부터 대차주식의 반환보증 차원에서 담보를 받고, 담보자산과 대차자산이 일일정산방식으로 위험관리가 이루어지게 됨으로써, 대여자는 주식대차를 이용하여 안정적으로 포트폴리오의 수익을 제고할 수 있다.

다음으로, 차입자입장에서 주식대차의 유용성을 살펴보면, 차입자가 자본시장에서 인도해야할 결제주식을 보유하지 못하고 있는 경우나 투자전략상 차익거래를 수행하려는 경우 차입자는 주식대차를 이용하여 자신의 비용절감 또는 거래수익의 확대를 꾀할 수 있다. 만일 차입자가 현물의 인도결제를 불이행하는 경우, 해당 차입자는 자신의 신용상실은 물론 금전적인 손실도 매우 크다. 왜냐하면, 차입자가 현물인도결제를 하지 못하는 경우, 차입자는 청산결제기관으로부터의 벌칙성 금전부과를 받으면서 결제를 해야하기 때문이다. 만일 증권대차가 이용되는 경우, 차입자는 저렴한 비용으로 결제불이행을 막을 수 있다.

결제불이행 예방뿐만 아니라 투자전략의 일환으로 주식대차가 이용될 수 있다. 금리선물, 지수선물, 지수옵션, 주식선물, 주식옵션에서의 시장가격이 각 금융수단과 연계된 주식시장에서의 가격과 일시적으로 다른 경우, 차입자는 대차거래를 통해 다양한 차익거래전략을 구사함으로써 무위험수익을 얻을 수 있다. 또한 투자자가 예상치 못한 자산가격위험에의 노출을 회피하려는 경우 차입자는 금융파생상품 대신 주식대차를 이용해서도 헷지를 할 수 있다. 미래 자산가격방향을 예측한 투기거래의 실행과 그 위험노출을 헷지하려는 경우에도, 차입자는 주식대차전략을 사용할 수 있다. 주식대차는 세금연기효과를 달성하기 위해서도 이용할 수 있다. 보유주식의 매각으로 자본이득이 발생하는 경우 투자자인 차입자는 보유주식 대신에 주식차입을 통해 매각함으로써 현재의 자본이득세의 납부를 주식대차의 결제기간까지 연기할 수도 있다.

한편, 주식대차거래는 성격상 장외시장에서 이루어지므로 이의 업무

또한 보관기관이나 투자업무를 수행하는 금융기관에서 수행하는 것이 보통이며, 간혹 별도의 대차중개기관이 대차중개업무를 수행한다.[16] 대차거래업무는 차입자와 대여자간 직접 교섭이나 대차중개기능을 수행하는 기관이나 회사를 통해서 이루어질 수 있다. 대차업무의 사전·사후관리 절차의 복잡성과 전문성에 의해 대부분의 대차거래는 이들 중개회사를 통하여 이루어진다. 보관기관이나 투자은행들은 주식대차중개업무를 통해서 부가적인 수입을 창출할 수 있으므로, 주식대차는 이들 금융기관에 유망한 사업이 되고 있다.[17] 주식대차업무의 사업성과 대차업무 수행에의 규모경제[18]는 대차업무를 수행하는 금융기관들에게 경쟁화와 대형화를 유인하는 한 요인이 될 수 있다.

2) 자본시장의 효율성 제고와 시장간 균형발전 도모

주식대차는 자본시장의 가격발견 촉진, 시장 유동성의 증가와 같은 효율성을 높이는데 큰 역할을 한다. 자본시장의 가격불균형(예로 주식옵션시장과 주식시장간 균형가격의 차이)이 존재하는 경우 투자자들은 주식대차를 이용한 경쟁적인 차익 또는 투기거래에 참여할 수 있다. 이에 따라 이들 자본시장의 가격불균형은 해소될 수 있다. 이와 같은 다양한 투자전략의 구사는 주식대차시장의 발전을 촉진시키고, 주식대차시장의 발전은 결국 주식시장과 선물시장이나 옵션시장간 효율성과 연계성을 더욱 강화시키고 있는 측면이 존재한다. 예를 들어, 주식선물과 주식시

16) 별도의 대차중개기관이 존재하는 나라로는 우리나라와 일본이 있으며, 대차중개기관에 대해서는 다음 장에서 상세히 설명하고자 한다.

17) 만일 대차중개업무를 수행하는 투자은행들이 채권을 대상으로 Repo와 역Repo를 동시에 거래하는 경우, 투자은행들은 현금대여업의 기능도 가질 수 있다.

18) 주식대차의 중개에서 위험관리에 이르는 대차업무의 수행에는 어느 정도 이상의 규모경제가 요구되고 있다.

장, 주식옵션과 주식시장의 연계성에서 본다면 특히 중요하다. 주식선물을 매도한 투자자나 풋옵션을 매도한 투자자는 주식대차시장의 주요 차입자가 될 수밖에 없다. 왜냐하면 현물결제방식 하에서 주식대차시장이 활성화되지 않고서는 현물인도에 따른 결제불이행의 우려가 항상 뒤따르게 되기 때문이다.[19] 따라서 주식대차는 자본시장의 균형가격발견의 촉진과 함께 시장의 균형발전에도 기여한다고 볼 수 있다.

또한, 차익거래나 투기거래참여자들이 주식대차를 이용한 적극적인 투자전략을 수행하는 경우, 이런 투자활동은 결국 특정 금융수단의 유동성을 증가시키므로, 해당 금융수단을 거래하는 참여자의 호가스프레드가 낮아지는 경향이 있다. 자본시장에 참여하는 투자자들 입장에서 유동성이 풍부하면 할수록 현금화 또는 유가증권을 교체하는데 드는 비용이 적게 든다. 따라서, 증권대차는 투자자의 거래비용을 절감시키는 효과를 발생시킨다.

한편, 특정 기업이 발행한 유가증권에 대한 분석에 기초로 정보거래자(informed trader)는 증권시장에서 단방향의 공매도(naked short position)를 행할 수 있으며, 이들 기업에 대한 공매정보가 시장에 일별로 공시되는 경우, 정보거래자의 정보이점은 오래가지 못할 수 있다. 투자자들은 해당 기업에 대한 공매정보를 고려하여 이를 해당기업의 증권가격에 반영시킬 수 있으므로, 주식대차는 증권시장의 정보효율성을 높이는 역할을 한다.

---

19) 2002년 1월에 우리나라에 도입된 주식옵션시장이 지수선물이나 지수옵션시장과는 달리 활성화가 어려운 가장 큰 이유중의 하나로 현물결제방식이 지적되고 있다. 현물결제방식이 제대로 작동하기 위해서는 주식대차시장의 활성화가 전제 요건이 된다.

2. 주식대차의 거래절차

가. 거래의 시행

증권회사의 딜러나 시장조성자, 차익거래자, 그리고 헷지펀드 등은 결제불이행을 회피하거나 투자전략상 공매도의 활용, 또는 다른 유가증권대차를 위한 특정담보의 조달 등을 위하여 주식차입을 한다. 반면, 연기금, 보험회사, 뮤추얼펀드 등은 보유주식의 대여를 통하여 대차수수료(lending fee)를 획득하고 보관비용(custody fee)의 절감을 도모하고자 한다. 이러한 차입자와 대여자간의 이해관계로 인해 주식대차시장은 존재하게 되는데, 주로 주가지수에 포함되는 주식, 신주인수권이나 전환권이 있는 주식 등이 거래대상증권이 된다.[20]

차입자나 대여자는 직접 또는 중개기구를 통해서 필요 주식에 대한 차입 또는 대여를 결정한 후에 거래에 앞서 거래상대방의 신용도, 담보의 적정성, 만기, 수수료, 필요증거금을 결정한다. 만기는 주로 개방형이나 기간형(1일, 6개월, 1년 등)으로 되어 있다. 주식대차에 대한 수수료는 차입자와 대여자간의 합의로 결정되며, 일반적으로 특정 증권에 대한 수요가 공급보다 크면 클수록 대차수수료는 높아지게 된다.[21]

담보는 현금, 증권, 은행발행 신용장 등의 세 가지 유형으로 제공되며, 현금이 일반적으로 널리 사용된다.[22] 거래상대방간 신용장을 담보로 사용하기로 합의한 경우 차입자는 대여증권의 시장가치에 해당하는 만큼의 특정 규모액이 기재된 신용장을 제공할 수 있다.[23]

---

20) 거래대상이 국채나 회사채인 경우에는 채권대차나 Repo와 같은 증권대차거래가 일어난다.

21) Repo인 경우에는 초과수요 존재시 Repo이자율은 낮아지게 된다.

22) 미국에서는 주식대차의 경우에 현금이 주로 담보로 제공된다.

한편, 대여자는 대여자산인 주식가치의 변동에 따른 담보의 증감을 차입자에게 요구한다. 원칙적으로, 증거금의 양은 대여 주식의 가격변동성, 유동성, 질, 대여조건, 마진 콜의 빈도, 거래상대방의 신용도 등에 따라 좌우된다. 증권조달목적의 주식대차에서 대여자가 차입자보다 신용도가 높은 경우 대여자는 차입자에 대해 일정 증거금율을 적용한다. 증거금적용비율은 국제적으로 볼 때 현금담보는 100%이고, 유가증권 담보비율은 보통 102%에서 110%사이에 있다.[24)]

나. 대차거래의 시작과 종료

대차거래의 당사자는 대차조건에 관한 확인과정이 필요하다. 대차거래 당사자는 차입자와 대여자 쌍방간 또는 대여자를 대신하는 대리인과 대차조건(대금이나 증권, 담보유형, 증거금 등)을 전화, 팩스, SWIFT (Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication) 등에 의해서 확인한다. 거래내역이 확인되면 대차관련 청산업무를 담당하는 보관은행이나 중개기관은 결제일에 거래당사자가 인도와 지급해야할 채무의무내역을 계산하고 이를 결제시스템 운영기관에 통보한다. 대차거래 채무이행관련 지시사항을 이전 받은 중앙예탁결제기관은 대여주식과 담보증권을 취소 불가능한 무조건적인 방식으로 계좌대체에 의한 결제를 하게 된다. 이로써 주식대차의 개시를 위한 결제절차는 완료된다. 만약 거래당사자가 주식대차의 개시 결제를 하지 않는 경우 연쇄적인 결제불이행의 위험을 초래하지 않고 결제지시를 취소할 수 있다면, 당사자간

23) 홍콩을 제외하고는 신용장이 담보로 제공되는 경우가 드물다.

24) 미국의 담보비율은 현금담보는 100%, 미국내 발행증권의 경우 102%가 적용되고, 해외증권의 105%가 적용된다. 일본의 경우 현금담보는 100%이고, 주식의 경우 102%가 적용된다. 우리나라의 경우 현금담보는 100%이고, 유가증권의 경우 담보비율은 102%이상이 부과된다.

상호합의하에 주식대차거래는 취소할 수 있다.

이러한 개시결제과정에서 차입자가 제공하는 담보의 유형과 결제방식에 따라서 DVP(Delivery versus Payment) 또는 DVD(Delivery versus Delivery)방식의 동시결제와 FOP(Free of Payment)방식의 분리결제가 이루어진다. 대부분의 경우 주식대차의 개시와 상환결제방식은 동일하게 사용되고 있는데, 만약 개시결제가 DVP방식으로 이루어지면 상환도 DVP로 이루어지게 된다. 현금담보나 증권담보의 경우에서 DVP나 DVD방식으로 결제가 이루어지면, 대여자는 대차주식의 인도와 함께 담보물(현금, 증권)을 인도받게 된다. 만일 이러한 동시결제방식이 적용되지 않고 분리결제방식이 적용되는 경우, 대여자는 차입자로부터 담보물을 먼저 인도받은 후에 차입자에게 대여주식을 인도하게 된다. 분리결제방식으로 결제가 이루어지는 경우, 차입자는 결국 원본위험에 노출되는 문제가 있다.

주식대차개시의 결제기간은 일반적으로 조직화된 장내거래 결제기간보다 짧다. 이처럼 대차결제기간이 짧은 이유는 장내거래의 결제불이행방지, 공매도, 즉각적인 유동성공급과 같은 주식대차의 목적을 반영한데 있다. 그러나 상환을 위한 결제기간은 개시결제와는 달리, 장내거래의 결제기간과 동일하다. 왜냐하면 차입자가 차입주식을 이미 매도하여 보유하지 않은 경우 상환의 결제기간이 짧다면 상환결제가 실패할 수도 있기 때문이다.

주식대차의 개시결제가 완료된 후 상환까지의 대차기간동안 대여자는 의결권행사를 제외한 대여주식에서 발생하는 경제적 수익을 받게 된다. 거래의 각 당사자는 의제지급방식(manufactured payments)으로 경제적 수익을 상대방에게 제공하며, 이 때의 의제지급은 원천과세분을 제외한 나머지 차감 분이다. 주식대차의 상환결제까지 차입자는 차입증권의 시장가치 변동에 따른 담보물의 담보가치를 유지할 의무를 지닌다. 대차기간의 만료나 어느 일방의 대차거래종료를 통지한 경우에 상환결

제가 이루어진다. 상환결제는 취소불가능하고 무조건적인 것으로서 차입자는 동일주식을 대여자에게 인도하고, 대여자는 담보를 차입자에게 돌려주는 것이다.[25]

3. 주식대차거래의 동기

주식대차거래의 주요 동기는 크게 결제불이행의 예방 또는 투자수익 제고를 위한 투자전략 차원에서 이용되며, 특히 현물시장의 대차거래와 옵션 또는 선물시장과 연계된 차익거래가 널리 사용되고 있다. 오늘날 주식대차는 다양한 투자거래전략의 수단으로 널리 이용되고 있지만, 딜러나 브로커들이 결제일에 증권인도를 할 수 없어 발생하는 결제불이행과 관련된 비용을 줄이기 위한 수단으로도 주식대차가 이용되고 있다.

가. 결제불이행의 예방 차원

고객이 주식을 매도하고 매도고객이 결제일에 해당 주식을 인도하지 않으면, 해당 증권회사는 주식인도를 할 수 없는 결제불이행에 직면한다. 마찬가지로, 어느 증권회사가 오전에 주식을 매수하고 당일 오후에 해당 주식을 매도하는 경우에도 매도고객이 결제일에 주식을 인도하지 않으면 결제불이행이 발생한다. 그리고 어느 주식옵션시장이나 주식선물시장이 현금결제방식이 아니라 현물인도방식을 채택하는 경우 주식옵션시장에서 풋옵션의 매도자나 주식선물시장에서 매도포지션을 취한 거래

25) 상환결제 실패시 발생하는 위험과 이의 위험관리방법에 대해서는 제Ⅳ장에서 설명한다.

자는 결제불이행에 직면할 가능성이 있다. 왜냐하면 결제일 이전에 반대매매를 하지 않은 경우 매도거래자는 결제물량에 해당하는 주식을 보유하거나 결제일에 맞추어 현물시장에서 매수를 해야만 하기 때문이다.

이러한 경우 비록 어느 거래자가 현금결제대금능력이 있음에도 불구하고 결제일에 주식인도를 못하는 경우 결제불이행이 발생된다. 이 때 주식대차시장을 이용한다면 거래자는 주식차입을 통해 결제를 이행한 다음에 현물시장에서 주식을 매입하여 다시 상환함으로써 결제불이행문제를 해결할 수가 있다.

실제로 결제불이행을 막기 위하여 주식을 차입하는 비용은 적지 않다. 그러나 결제불이행에 의한 결제실패비용 또한 무시할 수가 없다. 만약 어느 증권회사가 주식인도의 실패로 인한 결제불이행을 야기한다면, 해당 증권회사는 청산결제기관으로부터의 패널티 부과와 같은 경제적 불이익은 물론 자신의 신용과 명예의 훼손을 입게 된다. 그러므로 어느 증권회사가 현물인도를 못하는 경우에는 다른 거래회원이나 대차중개기관, 중앙예탁결제기관으로부터 필요주식을 차입하여 주식을 인도해야 한다. 이 때 발생하는 차입관련 운영비용은 결제실패 비용을 최대값으로 하여 정해 질 수 있다. 보통 중앙예탁결제기관으로부터의 차입비용은 보관기관과 같은 대차중개기관으로부터의 차입관련비용보다 높다. 왜냐하면 중앙예탁결제기관으로부터의 차입은 일종의 벌칙성 비용이 적용되기 때문이다. 그러므로 딜러나 브로커는 중앙예탁기관으로부터 주식대차를 하기 이전에 다른 보관기관이나 투자은행을 통해서 필요주식을 차입하는 것이 유리하다.[26]

---

26) 증권회사는 자신의 결제수요를 위해서 외부로부터 증권을 차입할 수 있지만 다른 차입자에게 증권대여를 목적으로 증권을 차입하기도 한다. 이 경우 증권회사는 대여자로부터 차입한 수수료율과 차입자에게 빌려준 수수료율 사이에 스프레드를 얻을 수 있다.

나. 투자전략 차원

금융기관이나 개인 등과 같은 투자자들은 주식대차를 활용하여 자신들의 다양한 투자전략을 구사할 수 있다.[27] 투자자 자신이 보유하지 않은 특정 주식의 차입이 가능한 경우, 투자자는 이런 차입행위를 통하여 차입주식에 대한 매도가 가능하다. 차입자는 공매거래를 적절히 결합시킴으로써 차익 또는 헷지거래, 투기거래, 그리고 자본차익 납세연기거래 등의 투자목적을 달성할 수 있다.

1) 차익 또는 헷지거래 효과의 달성

선물거래에서의 차익거래와 같이 주식대차시장에서도 차익거래가 존재한다. 투자자들은 옵션과 공매 결합 등[28]의 투자전략을 이용하여 차익거래 포지션이나 헷지거래 효과를 얻을 수 있다. 사실 차익거래와 헷지거래는 주식 공매를 설명하는데 중요한 역할을 할 수 있다. McDonald와 Baron(1973)에 의하면, 공매를 이용한 헷지동기는 수익률의 변동성이 높은 주식들에 보다 상대적으로 많을 수 있음을 제시하였다.[29]

---

27) 주식대차나 채권대차와 같은 증권대차를 이용한 투자전략기법과 방법에 대해서는 다음을 참조 Alison Brooks, 1992, 『International Securities Lending』, Book Ⅲ : Borrowers and Their Motives, Asset International Handbooks.

28) 여기서 다른 증권이란 주식옵션, 주식선물, 전환증권, 주가지수선물, 그리고 당해 종목의 가치와 상관관계가 있는 다른 증권을 말한다.

29) 이들은 투자자들의 헤징동기에 의해서 공매가 해당기업의 베타와 正의 관계가 있음을 제시하였다. 이에 관해서는 McDonald, J., and D. Baron, March 1973, "Risk and Return on Short Positions in Common Stock," *Journal of Finance*, Vol. 28, 97-107 참조.

실제로 대차시장을 이용하려는 투자자들의 차익거래동기는 현물주식의 공매와 매수, 현물주식의 공매와 주식옵션 등을 결합하여 구현할 있다. 먼저 투자자들이 현물주식과 공매를 이용한 차익거래유형을 몇 가지 간략히 설명하면, 첫째, 동일 산업에 속한 두 개의 증권이 과거 유사한 가격움직임을 지니고 있고 현재에는 일시적으로 반대로 움직이고 있다면, 과거와 같은 두 주식간의 움직임이 반복된다고 기대하는 투자자들은 값싼 주식을 매입하고 비싼 주식을 공매할 수 있다. 둘째, 많은 주식을 바스켓으로 구성해서 매수한 투자자는 동시에 다른 증권들로 바스켓을 구성해서 공매할 수 있다. 셋째, 주식예탁증서(depository receipts: DR)[30]와 원주(underlying asset)와의 가격차이를 이용하는 것이다. 외국시장에서의 DR가격이 과대 평가되고, 환율변동이 없는 경우 투자자는 외국시장에서 DR을 공매하고 원주거래시장에서 원주를 매한 후 DR로 전환하여 상환할 수 있다.[31]

또한 투자자들의 차익거래동기는 공매와 주식옵션, 공매와 옵션부증권의 권리, 공매와 지수선물 등을 결합한 투자전략을 가능하게 하는데, 몇 가지 유형을 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 현물주식의 하락을 예상한 투자자는 현물의 공매와 함께 헷지비율을 100%미만(가령 60%수준)으로

30) 주식예탁증서(DR)는 외국기업에 대해 자국내 은행들에 의해 발행되는 양도가능한 예탁증서이다. 만일 원주형태로 국제거래를 하는 경우 거래국가마다 주문호가게시나 배당지급의 다양함 등에서 오는 거래의 복잡성이 존재할 수 있다. 그러므로 국제투자자들이 원주 형태의 거래에서 오는 국제간 거래의 복잡함을 회피할 수 있도록 한 금융수단이 바로 DR이다. DR을 구입한 투자자들은 언제든지 요청에 따라 원주로 전환할 수 있다. DR은 자국내 거래소에 상장되어 거래되거나 장외시장에서도 활발하게 거래될 수 있다.

31) DR가격이 공정가격 이하로 과소 평가되었고, 환율변동이 없다고 가정하는 경우, 투자자는 이 기업의 해외시장에서 DR을 빌려서 원주로 전환하여 원주거래시장에서 매각하고 다시 외국시장에서 DR을 매입하여 상환할 수 있다.

해당 주식에 대한 콜옵션을 매입하는 것이다.[32] 이런 차익거래는 주식가격이 하락(상승)하면 공매(콜매입)로부터의 이익이 콜옵션(공매)으로부터의 손실을 상회할 수 있다. 그러나 주식가격이 어느 일정수준에 있는 경우 이런 차익거래는 투자자에게 약간의 손실을 발생시킬 수 있다. 둘째, 전환사채의 전환권이나 신주인수권부사채의 인수권을 이용하려는 투자자는 공매를 이용할 수 있다. 이들 전환권 또는 인수권의 프리미엄이 0에 가까운 경우[33] 차익거래투자자들은 전환권이나 신주인수권을 매입하고 주식을 차입하여 공매를 행한다. 그런 다음에 투자자들은 전환권 또는 신주인수권을 행사하여 차입주식을 상환한다. 이러한 일련의 투자행위를 통해서 투자자들은 차익거래수익을 얻을 수 있다. 셋째, 선물가격이 현물시장의 기초주식에 비해 할인되어 거래되는 경우, 투자자들은 선물을 매수하고 현물주식들의 바스켓을 공매하여 무위험차익거래를 얻을 수 있다.[34]

한편, 공매 또는 옵션매입으로 예상하지 못한 위험에의 노출을 헷지하려는 투자자들은 공매와 현물주식, 공매와 옵션부증권의 권리, 공매와

---

32) 여기서 헷지비율 100%미만이란 하나의 콜옵션에 대해 주식 10주 미만(가령 6주)를 공매하는 것이다.

33) 전환권 또는 신주인수권의 프리미엄은 다음과 같이 계산된다. 즉, 전환권 또는 신주인수권 프리미엄=[(행사가격+주당 전환권 또는 신주인수권 가격)/주가] - 1이다. 전환권 또는 신주인수권의 프리미엄이 0에 가까울수록 주식대차의 수요는 점점 커진다. 왜냐하면 향후 주가상승 기대에 의한 전환권이나 신주인수권의 가치가 높아질 수 있기 때문이며, 비록 이런 기대와는 달리 주가가 하락하더라도 공매에 의해 투자자의 포지션이 헷지될 수 있기 때문이다.

34) 이러한 거래가 제대로 실행되기 위해서는 주식차입 및 공매로부터 얻어지는 수익률이 선물매수 및 만기보유와 관련된 비용보다 커야만 하며, 많은 종목들을 대상으로 한 주식대차가 가능해야만 한다. 비록 선물지수를 구성하는 종목들 전체가 아니라도 최소한 인텍스펀드를 구성하는 종목들에 대한 대차가 필요하다.

옵션 등의 투자결합을 생각할 수 있다. 주식차입에 의한 공매거래나 현물주식보유는 가격변동위험을 수반한다. 그러나 공매거래자가 해당주식을 매입하거나 주식보유자가 해당 주식을 공매하는 경우 이들 투자자의 가격변동위험은 헷지될 수 있다. 또한 전환권이나 신주인수권을 보유한 투자자들은 이들 자산의 가격변동위험을 헷지하기 위해 주식대차에 의한 공매를 이용할 수 있다. 특히, 이들 전환권이나 신주인수권의 프리미엄이 낮거나 내재변동성이 낮은 경우, 이들 투자자들의 가격변동위험 헷지욕구는 커지게 된다. 왜냐하면 주가하락에 기인한 전환권이나 신주인수권가치의 손실은 공매로부터의 이익에 의해 상쇄되며, 반대로 경우에도 상쇄되기 때문이다.[35] 또 다른 헷지거래는 공매와 주식옵션을 결합하는 것이다. 이런 헷지거래 이용방법은 매우 다양하고 복잡할 수 있는데, 몇 가지 간략히 제시하면, 첫째, 공매와 동시에 헷지비율이 100%가 되도록 콜옵션을 매입하는 것이다.[36] 둘째, 공매와 함께 델타헷징을 하는 것이다.[37] 셋째, 공매와 동시에 옵션의 변동성을 이용하는 것이다.[38]

---

35) 투자자들은 전환권이나 신주인수권의 포지션에 대해 전부 헷지를 할 수 있고, 또는 부분 헷지를 함으로써도 스트래들 효과(straddle effect)를 만들 수도 있다.

36) 이는 하나의 콜옵션에 대해 주식 10주를 공매하는 것이다.

37) 델타(delta)는 옵션가격변화를 기초주식가격변화로 나눈 것으로 옵션의 시간가치가 감소함에 따라, 그리고 기초자산의 가격이 변화함에 따라 델타는 변화한다. 만일 투자자가 콜 종목옵션을 매입하고 이를 60%헷지하고자 주식 6주를 공매하고, 델타가 0.5라고 가정하면, 델타헷징을 이용하려는 투자자는 60%의 헷지 효과를 달성하기 위해서 6주가 아닌 3주만을 공매해도 자신이 원하는 헷지효과를 얻을 수 있다.

38) 콜옵션의 가격이 과소 평가되었을 때 콜옵션을 매입하고 이를 헷지하기 위해 기초주식을 공매하고, 옵션의 델타가 변화할 때마다 일별 기준으로 공매주식의 양을 수정함으로써 투자자는 자신의 포지션에 대한 위험을 헷지할 수 있다.

2) 투기적 거래 효과의 달성

공매를 투기적 거래로 이용하려는 투자자들은 해당 주식의 가격움직임에 대한 부정적 신념(pessimistic beliefs)에 기초하여 주가하락시 이익을 얻고자 기대한다. Figlewski(1981)는 투자자들의 이질적인 신념과 공매 사이에 어떤 관련성이 존재할 수 있음을 제시하였다.[39] 만일 오랜 기간 동안 주가움직임에 부(負)의 계열상관이 존재하고, 투자자들이 새로운 정보에 대해서 과민반응(overreaction)[40] 한다면, 시장에서 공매거래는 주가 등락에 영향을 받게 될 것이다. 즉 공매는 주가 상승이후에는 증대하고 주가하락 이후에는 감소하게 된다.[41] 그러므로 만일 공매와 주가수익률간의 정(正)의 관계를 가정하고, 시장이 상승시장인 경우, 투자들의 일별 거래량대비 공매의 비중은 높아지는 경향이 존재할 수 있다.

그런데, 투기적 거래목적으로 공매만을 사용하는 경우 증권가격이 상승하면, 투자자는 공매포지션의 청산 전까지의 가격상승 위험에 무한

---

39) 공매와 투자자들의 이질적 신념과의 관련성 분석을 행하기 위해서 보통 이질적 신념의 대용치로서 분석가의 이익예측, 잔차분산 등이 사용되고 있다. 이에 관해서는 A. Brent, Dale Morse and E. Kay Stice., June 1990, "Short Interest : Explanations and Tests," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, pp. 273-289. Figlewski, S., June 1981, "The Informational Effects of Restrictions on Short Sales : Some Empirical Evidence," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 16, pp. 463-476 참조.

40) 투자자들의 과민반응에 대해서는 W. DeBondt, and R. Thaler, July 1985, "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 793-805 참조.

41) Hurtado-Sanchez(1978)는 1966-1967년 기간 동안의 21개월 공매거래를 연구하여 과거수익률과 공매거래와의 正의 관계를 발견하였다. 이에 관해서는 Hurtado-Sanchez L., "Short Interest : Its Influence as a Stabilizer of Stock Returns", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 13, Dec. 1978, pp. 965-985 참조.

정으로 노출된다. 공매로부터 이득을 얻는 것은 중요하지만 투자손실을 완충시키는 것이 더욱 중요하다. 그러므로 투자자들은 공매만을 이용한 투기적 거래보다는 공매와 현물주식, 공매와 옵션 등을 결합한 헷지거래나 차익거래를 선호하는 편이다.

3) 세금연기 효과의 달성

투자자들은 장기간 보유한 주식에 대해서 시장에 직접 매도하는 대신에 공매를 하는 경우가 있을 수 있다. 만약 투자자들이 기보유 주식을 현재 매도하여 자본이득이 발생한다면, 자본이득세가 적용되는 나라의 투자자들은 세금을 납부해야 한다. 만약 어느 투자자가 납부해야할 세금을 일정 기간 이후로 연기하고 싶은 경우, 당해 투자자는 공매를 통해서 현재의 발생이득에 대한 세금납부를 공매 결제기간까지 연기할 수 있다. 특히, 현재보다 미래 한계세율이 낮아지는 투자자의 경우 세금동기는 매우 커진다.

Dyl(1978), Auster(1978)는 공매도 거래가 세금납부 연기 목적으로 이루어질 수 있음을 제시하였고, 이런 세금목적의 공매가 공매수익금 사용제한을 최소화하기 위하여 과세연도 말에 증가할 수 있음을 주장하였다.[42] 특히, Dyl(1978)은 투자자가 보유 주식을 직접 매도할 지 아니면

42) 미국과 같은 나라에서는 주식대차를 통하지 않은 공매도와 일본과 같은 나라의 대주의 경우 대차결제의 안정성을 위하여 공매도에 의해 발생한 수익금은 공매가 결제되기 전까지 인출될 수 없다. 그러므로 투자자는 이들 공매도로부터의 수익금을 사용하지 못하는 기회비용이 발생할 수 있다. 대차거래를 통하지 않은 비보유주식의 공매도나 대주에 의한 공매도의 경우, 만약 세금연기로부터 발생하는 이득이 기회비용보다 크다면, 투자자들은 세금납부의 연기를 위한 공매도에 참여할 수 있다. 이에 관해서는 다음을 참조함. Auster, R., July 1978, “Tax Consequences of Short Selling”, *Financial Planing Today*, Vol. 2, pp. 185-193. Dyl, E., March-April 1978, “Short Selling and Capital Gains Tax”, *Financial Analysts Journal*, Vol.

주식대차를 통하지 않는 공매를 할 지에 대한 의사결정은 실현될 자본이득의 크기, 투자자의 현재와 미래의 한계세율, 이자율, 공매포지션 청산까지의 경과기간 등에 의존함을 수식으로 제시한 바 있다.

그런데, 이러한 세금절약동기에 의한 공매거래는 자본이득세를 채택하는 미국, 영국, 프랑스, 독일, 스웨덴, 일본 등의 나라에 적용가능하며, 특히 한계누진세율을 적용하는 미국, 영국, 독일의 경우 더욱 세금절약동기가 매력으로 작용할 수 있다.[43] 그런데, 우리나라는 아직 자본이득세를 도입하지 않고 있으므로, 국내시장에서의 내국인이 공매를 이용한 세금절약동기는 존재하지 않는다.

34, pp. 61-64.

43) 주요 국가의 자본이득세 부과 현황에 대해서는 다음을 참조 김문현, 김란영, 2002, 『주식투자이익 과세의 국가별 비교와 시사점』, 한국증권연구원, 조사 02-03.

Ⅲ. 주식대차거래의 시장구조

1. 주식대차거래와 시장참가자
2. 청산결제기관의 주식대차시스템

Ⅲ. 주식대차거래의 시장구조

1. 주식대차거래와 시장참가자

주식대차시장의 주요 참여자는 차입자, 대여자, 이들간에 중개업무서비스를 제공하는 중개기관(intermediary), 청산·결제 및 계좌간 대체업무를 담당하는 기구들이다. 본절에서는 이들 시장참가자가 대차시장에서 수행하는 역할 등을 체계적으로 살펴보고자 한다.

가. 차입자

차입자는 주식대차인 경우 주식차입자를 의미한다.[44] 주식차입은 결제불이행이 발생할 때 즉, 인도해야할 결제주식을 보유하지 못하고 있는 경우나 투자전략상 공매도의 경우에 요구된다. 이러한 주식차입은 대개 다음의 경우 발생한다. 첫째, 주식을 매도한 상태에서 인도할 주식을 아직 인수받지 못한 경우나 주식옵션이행과 같은 파생상품의 계약의 이행을 위하여 아직 매입하지 못한 주식을 인도해야 하는 것처럼 주로 증권결제시스템에서 결제불이행을 예방하기 위해서 주식대차가 요구된다. 둘째, 투자전략상 특별한 포지션을 취하기 위하여 행해진다. 셋째, 딜러시장인 경우 딜러들은 시장조성자로서 고객의 매수주문에 응하기 위하여 주식차입이 비자발적으로 이루어질 수 있다. 넷째, 다른 증권의 차입과정에서 대여자가 요구한 특정조건을 담보증권으로 제공하기 위해 주식차입이 이루어질 수 있다.

---

44) 만일 거래대상이 주식 대신에 채권을 매개로 한 채권대차나 Repo거래인 경우, 자금차입목적의 자금차입자를 차입자라 한다.

주식대차의 주요 차입자[45]는 증권회사 딜러, 헷지펀드, 투자회사 등이다. 이중 딜러들은 투자전략보다는 시장조성자로서의 역할수행이나 결제불이행 예방차원에서 주식차입을 주로 하며, 나머지 투자자들은 결제불이행 예방보다는 공매도를 이용한 다양한 투자전략이나 차익거래전략 차원에서 주식을 차입한다.

나. 대여자

대여자란 주식대차에서 주식대여자이다.[46] 주요 주식대여자는 연금, 보험회사, 뮤추얼펀드와 같은 기관투자자들로서 유가증권을 장기간 보유하는 경향을 지니고 있으며, 스스로 또는 중개기관을 이용하여 대차거래에 참가한다. 이들은 자신들의 장기보유 주식의 대여를 통해서 대차수수료뿐만 아니라 보관기관에 지불해야하는 보관수수료(custody fee)도 절약할 수 있다. 특히, 수익률 순위의 경쟁이 치열한 펀드의 경우, 펀드운용자들은 수익률제고와 관리비용 절감 차원에서 대차거래에 대한 관심이 매우 높다. 또한 은행이나 증권회사들도 보통 대리인 또는 본인으로서 재대여를 행한다. 증권회사의 경우 주식대차는 딜링업무에 따른 재고의 유지관리 차원뿐 아니라 대고객 서비스나 수익창출기회로도 중요한 사업이 되고 있다.[47]

---

45) 채권을 대상으로 한 증권대차시장에서 현금을 차입하거나 증권을 차입하려는 기관은 증권회사의 딜러, 투자은행, 헷지펀드 등이다. 예로써, 증권회사 딜러들은 풍부한 자본을 보유하고 있으나 그들이 매일 취하는 포지션이나 시장조성자로의 활동 정도에 따라서 이들이 요구하는 자금수준은 영향을 받게 된다. 만일 매입포지션을 유지하기 위하여 자금 차입이 필요하다면, 그들은 보유 증권을 담보로 자금을 차입하게 된다. 담보증권을 이용한 자금차입거래의 전형적인 예로는 Repo를 들 수 있다. 이들 거래는 주로 단기의 기간형 또는 개방형이 주를 이룬다. 거래는 은행, 증권회사, 기관투자자와 같은 고객과 접촉하여 이루어진다.

46) 채권대차에서와 같이 자금대여인 경우에는 현금대여자가 된다.

다. 중개기관

주식대차는 차입자와 대여자간의 협상에 의해 이루어지지만 이들 사이에는 보통 하나 이상의 중개기관이 존재할 수 있다. 연금, 보험회사, 펀드관리자와 같은 기관투자자들은 최종 차입자와 직접적으로 주식대차를 협상할 수 있다. 그러나 차입자의 신용과 차입자에 대한 접근가능성, 규모의 경제, 대차거래 전문성 등의 제약조건 등에 의해서 중개기관의 이용이 편리할 수 있다. 왜냐하면 중개기관을 이용하면 시장참가자는 주식대차관리의 복잡성에 기인한 거래상대방의 신용평가, 담보관리, 증권의 수입과 배분, 의결권 행사와 같은 발행회사 사무(corporate action) 등의 서비스를 받기 때문이다. 중개기관이 시장참가자들에게 특화된 서비스를 수행하는 기능에 따라서, 중개기관은 크게 세 개의 범주 즉, 대여

47) 한편, 금융기관들은 보통 채권을 대상으로 한 증권대차를 통해서 현금투자를 할 수도 있다. 이 경우 이들이 이용하는 증권으로는 국채, 양도성예금증서, 기업어음 등이 해당되며, 국채가 주로 이용되고 있다. 증권대차를 이용한 현금대여는 보수적인 금융기관들에게 매우 매력적이다. 왜냐하면, 역repo는 다른 금융수단보다 필요에 따라 만기를 자유롭게 정할 수 있을 뿐만 아니라 충분한 담보가 설정되기 때문이다. 그리고 이러한 현금대여는 증권대여와 함께 이용함으로써 무위험 차익거래도 가능하게 한다. 예를 들어, 어느 금융기관은 Repo거래를 통해 증권을 대여하고 동일한 만기에 대해 역 Repo를 통해서 Repo 매도채권과 동종의 채권을 차입한다. 이처럼 Repo와 역 Repo를 결합한 “Repo book"을 통하여 해당 금융기관은 현금차입이자와 현금대여이자의 차이를 얻음으로써 현금대여업의 기능을 발생시킬 수 있다. 이러한 거래에서 만기가 동일한 형태를 matched book이라 하며, 만기가 다른 형태의 거래를 spread거래라 한다. 만일 이자율이 상승하리라 예상되면 Repo포지션의 만기를 역 Repo포지션 만기보다 길게 가져감으로써 현재의 낮은 이자율로 차입이자를 고정시킬 수 있으며, 반대로 금리 하락이 예상되면 역 Repo의 만기를 보다 길게 가져가고 단기 Repo거래를 연장함으로써 낮은 이자율로 현금을 차입하게 되는 효과를 얻을 수 있다.

대리인(lending agent), 대출중개인(loan broker), 결제주도의 대차중개기관(settlement-driven intermediary)으로 나뉜다. 여기서, 대여대리인과 대출중개인은 차입자의 투자전략을 용이하게 하는데 필요한 장기대여(long-term lending)에 주로 관여하며, 결제주도 중개기관은 결제불이행 예방목적의 단기대여에 관여한다.

대여대리인은 연금, 보험, 뮤추얼펀드와 같은 기관투자자를 대신해서 대여자의 주식과 같은 증권을 보관하고 대여증권집합(pool)을 구성하여 차입자 집단에게 대여하도록 서면계약을 작성한다. 대여대리인은 대차수입에서 고정된 일부분을 자신들이 제공하는 서비스 대가로 받는다.[48] 비록 결제불이행시에 대여대리인은 배상의 일부분을 책임지지만 원본위험(principal risk)은 부담하지 않는다. 대여대리인의 일반적인 형태는 보관기관(global custodian 또는 subcustodian)[49]이나 투자은행이며, 간혹 펀드관리자도 대여대리인의 역할을 수행한다.

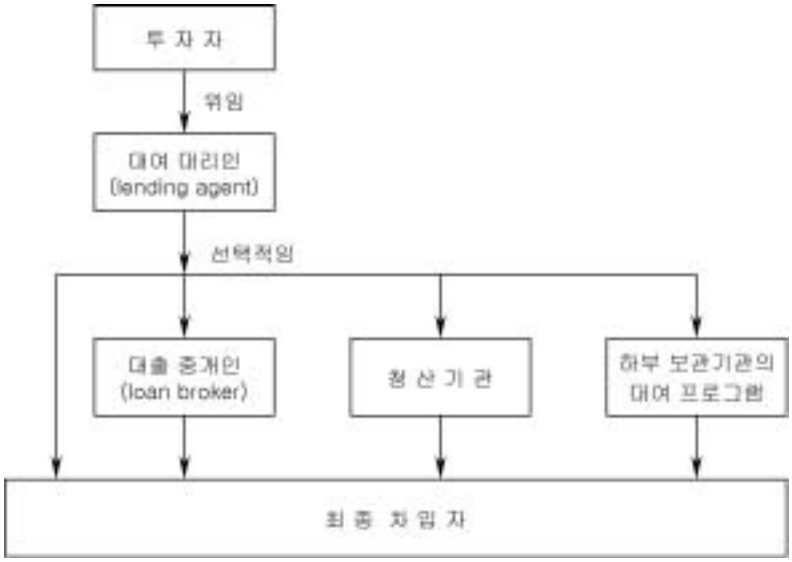
기관투자자들은 대차시장에 직접 참가할 것인지 또는 대차관련업무를 외부용역으로 조달할 것인지를 결정해야 한다. 외부용역조달(outsourcing)은 보관서비스로부터 제3의 대여전문가서비스에 이르기까지 다양하다. <그림 Ⅲ-1>에서처럼, 기관투자자가 대여대리인을 이용한 경우, 대여대리인은 다른 중개기관들을 선택적으로 자유롭게 사용할 수 있다. 그러나 대부분의 경우 대여대리인을 결정함에 있어서 기관투자자는 보관기관에게 전체대여과정 즉, 대여수량, 차입자, 담보물 선정, 현금담보물의 재투자 등의 전반과정을 위임한다. 또한, 기관투자자들은 대차거래 종료의

48) 그러나 차입하려는 주식이 시장에서 매우 주목을 받아 일시적인 과도한 초과수요상태(hot 또는 flash)인 경우에 대여자는 오히려 대차중개기관에 중개수수료를 주지 않거나 추가 대차수수료를 받을 수도 있다.

49) 국제간 대차거래에 있어서 범세계 보관기관(global custodian)은 결제업무에 대해서만 대리인 역할을 수행하는 경우와 대여대리인으로서 대여자의 대리인의 역할을 수행하는 경우로 구분된다.

사후관리로서 대여행위에 따른 각종 보고, 일일정산, 담보 및 증거금의 수령과 인도, 발행회사 사무, 배당금(채권대차인 경우에는 이자)의 분배, 결제업무 등의 업무도 보관기관에게 위임한다. 이와 같은 전반적인 대차관련업무의 서비스는 상업기관인 보관기관에서 수행하며, 예외적으로 한국이나 일본 등의 경우에는 별도의 대차중개기관이 대차관련업무를 서비스하고 있다.[50]

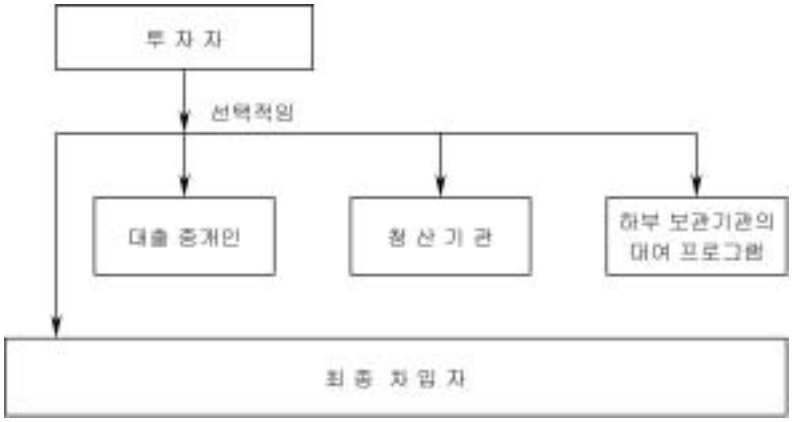
<그림 Ⅲ-1> 대여대리인을 이용하는 경우의 대차흐름도



- 자료 : Alison Brooks, 1992, 『International Securities Lending』, Book Ⅱ : the Role of Intermediaries, Asset International Handbooks, p. 2.

50) 일본에는 일본증권금융이 대차관련 업무서비스를 담당하고 있으며, 우리나라의 경우에는 증권회사, 한국증권예탁원, 한국증권금융(주)가 담당하고 있다.

<그림 Ⅲ-2> 대여대리인을 이용하지 않는 경우의 대차흐름도



- 자료 : Alison Brooks, 1992, 『International Securities Lending』, Book Ⅱ : the Role of Intermediaries, Asset International Handbooks, p. 3.

이와 달리, 기관투자자가 대여대리인을 이용하지 않는 대차프로그램의 운영형태도 있다. <그림 Ⅲ-2>는 기관투자자가 대여대리인을 사용하지 않은 경우의 대차흐름도를 나타낸 것으로, 이러한 운영형태는 매우 다양하다. 즉, 대여자는 중개기관을 거치지 않고 최종 차입자와 직접거래를 하거나 선별적으로 대출중개인을 사용하면서 최종 차입자와 거래하는 경우 등 다양한 형태가 존재할 수 있다. 실무에서는 기관투자자가 주식대차업무에 관여하는 정도에 따라 직접대출(direct lending)과 통제대출(directed lending)로 구분된다. 직접대출은 기관투자자가 주식대차 관련 의사결정과 관리를 스스로 행하는 경우를 말한다. 통제대출은 기관투자자가 자체적으로 주식대차 협상을 진행시키면서 주식대차 프로그램 관리의 전부 또는 일부를 보관기관에 위임하는 형태를 말한다. 위 그림에서 대출중개인은 다른 차입자에게 증권을 빌려주기 위해 각각의 대여자와 건별로 협상하여 대여자로부터 증권을 차입한다. 대여대리자와 달

리 대출중개인은 대차거래관련 고정 수수료를 대여자로 부터 받는 것이 아니라 대여자에게 지급하는 수수료와 차입자에게 부과하는 수수료의 차이를 자신의 수입원으로 한다. 대부분의 나라에서는 딜러가 대출중개인의 역할은 물론 자체적인 증권거래를 행하며, 자체 거래전략을 수행하는 최종차입자이기도 하다. 그런데, 영국의 경우 예외적으로 대출중개인이 자금중개인(money broker)으로서 증권거래를 하지 않는다.

라. 청산 및 결제서비스 제공자

현물시장의 거래는 조직화된 거래소시장이나 장외시장에서 이루어지는 반면에, 대차거래는 일부 나라를 제외하고는 대부분 장외시장에서 이루어진다. 그러므로 대차거래에 따른 청산결제업무는 주로 장외시장의 청산결제업무를 담당하는 기관에서 이루어지고 있다. 주식대차시장의 청산결제는 기본적으로 현물시장의 청산결제와 유사하다. 두 시장간 결제과정에서의 차이점은 대차시장에서는 대차거래기간 동안 요구증거금이 부과되고[51] 담보대체와 같은 증권의 이동이 발생하며 상대적으로 현물시장에 비해 차감결제의 이용도가 낮다는 것이다.

현물시장에서 통상 결제라 함은 매매체결 이후에 청산을 거쳐 대금과 증권의 인수도가 이루어지는 과정을 일컫는다. 이와 유사하게 대차시장에서도 결제라 함은 대차거래의 체결이후에 대차거래 개시와 종료에 이르기까지 담보와 주식의 인수도가 이루어지는 과정이라 말할 수 있다. 대차시장에서의 청산은 앞서 언급한 바와 같이 거래상대방들간의 대차거래내역 즉, 주식, 담보, 가격, 담보유형, 마진, 결제일 등에 대한 확인

51) 최근에는 현물시장에서도 결제의 안정성과 결제비용의 절감 차원에서 차감결제방식중 연속차감결제방식이 도입되는 추세에 있는데, 연속차감방식에서는 요구증거금이 부과되는 특성이 있다.

이후 결제할 의무내역을 계산하는 과정이라 정의할 수 있다.

대차시장에서의 청산업무 수행은 나라마다 다르다. 영국과 같은 나라에서는 중앙예탁결제기관인 CREST가 대차거래에 따른 담보 및 증거금 관리 등의 제반업무를 집중적으로 수행한다.[52] 반면 미국과 같은 나라에서는 투자은행이나 보관은행이 증거금관리 등의 업무를 수행한다.[53] 이들 대차청산업무의 수행기관으로부터 결제의무내역의 확정을 통보 받은 결제기관은 결제일에 계좌간 대체기재(book entry)에 의해서 대여자 계정으로부터 해당증권[54]을 차입자 계정으로 이전시키며, 동시에 차입자 계정으로부터 해당담보를 대여자 계정으로 이전시키는 업무를 담당한다. 이처럼 대차시장의 결제업무는 현물시장에서와 같이 증권결제를 수반하며, 더욱이 담보가 유가증권인 경우 담보계좌관리가 필요하다. 그러므로, 대부분 나라에서 주식대차의 결제업무는 중앙예탁결제기관이 수행한다. 미국의 경우에는 예탁결제기관인 DTC(Depository Trust Company)가 증권대차거래의 결제업무를 담당하고 있다.[55] DTC의 대차거래결제수행 근거는 DTC가 주식장외시장의 결제업무와 현물주식에 대한 계좌간 대체기재와 같은 결제업무수행에 있다하겠다. 1999년에 NSCC와 DTC는

52) 대차시장과는 달리 현물시장의 일부와 파생상품시장의 경우 청산업무는 청산기관인 LCH(London Clearing House)에서 수행한다. LCH는 현물시장인 Virt-X와 런던거래소의 SETS(stock exchange electronic trading service)와 SEAQ(stock exchange automated quotation)거래분에 대한 청산업무를 수행한다.

53) 미국의 경우는 대차거래가 철저히 장외거래이므로 거래소주식시장의 청산기관인 NSCC(National Securities Clearing Corporation)는 대차거래의 청산결제와는 관련이 없다.

54) 역 Repo인 경우에는 대금이 해당된다.

55) 미국 국채의 경우 GSCC(Government Securities Clearing Corporation)가 국채결제기관으로서 Repo의 결제업무를 수행하고 있다. 주식대차관련에서 특이한 사항으로 DTC는 참가자가 원하는 경우 참가자지분에 대한 증권대차내역 즉, 대여잔고와 차입잔고를 구분 관리하는 서비스도 제공하고 있다.

청산결제지주회사인 DTCC (Depository Trust and Clearing Corporation)로 통합되었고, 2001년 7월에는 GSCC도 DTCC에 통합하기로 이사회 결의가 있었으므로, 미국 대차시장의 결제업무는 DTCC가 담당하고 있다고 말할 수 있다. 영국의 경우에는 CREST가 예탁결제기관으로서 당연히 결제업무를 수행하지만 상기에서와 같이 대차관련 담보 및 증거금관리업무도 담당하고 있다.

2. 청산결제기관의 주식대차시스템

만약 결제회원인 어느 증권사가 증권결제과정에서 결제할 주식이 부족하다면, 해당 증권사는 부족한 주식을 결제일 전에 차입을 통해 마련해야만 한다. 결제회원은 부족한 주식을 상업적 대차중개기관에서 마련하는 것이 보통이다. 결제과정에서의 인도불이행 위험의 축소를 통한 안정적인 결제시스템의 운용을 위하여, 청산결제기관이 자동주식대차시스템(automated stocks lending procedures)[56]을 운영하거나 자동주식대차보다는 제한된 형태의 주식대차업무를 운영하고 있다. 이와 같은 청산결제기관이 운영하는 주식대차시스템은 전절의 상업적 민간 중개기구를 매개로 한 주식대차와는 그 성격이나 운영 형태가 다르다.

56) 주식은 물론 채권과 같은 다른 유가증권도 포함시켜 자동증권대차(auto securities lending)란 말이 보다 일반적 표현으로 사용되고 있다.

가. 자동 또는 제한된 주식대차

자동주식대차를 실시하는 나라의 중앙예탁기관은 예탁자와의 계약에 의해 예탁주식을 자동대차 할 수 있다. 주식자동대차란 중앙예탁기관이 대여자의 집합(pool)을 형성하여 차입자나 대여자로부터 어떤 지시없이 필요한 경우 익명으로 자동적인 주식이체를 하는 것이다. 이런 자동주식대차시스템은 보통 참가자의 대여관련 활동을 모니터링하고 추적하면서 잠재적 공매포지션을 밝히고, 차입자와 대여자 계정으로 자동적인 조정을 한다. 이 때 주식대여에 대한 거래상대방은 중앙예탁기관 또는 차입하려는 참가자이며, 대차기간은 전형적으로 매우 짧은 익일물 형태이다. 주식대여자는 대여일에 담보로써 현금이 결제계좌에 이체되며, 상기 현금을 익일물로 투자하여 이자수입을 얻는 것이 가능하다.

자동주식대차 서비스는 정규적인 형태로 사용되도록 설계된 것이 아니라, 최후의 유동성 공급 수단을 목적으로 설계된 것이다. 사실 자동대차시스템은 유용한 기능을 제공한다. 자동대차는 대여자입장에서 볼 때 대여자에게 추가적인 수입원이 되며, 차입자 입장에서는 결제과정의 신속성과 안정성에 공헌한다. 자동주식대차 시스템을 운용하는 청산 또는 결제기관으로는 스위스의 SegaIntersettle(Sis SegaIntersettle AG), 스페인의 SCLV(Serviclo de Compensacion de Valores SA), 독일의 Clearstream(Clearstream Banking AG, Frankfurt, Germany), 멕시코의 INDEVAL(S.D. Indeval, S.A. de C.V.), 이탈리아의 Monte Titoli(Monte Titoli S.P.A. Istituto per la Custodia e L'amministrazlone Accentrata di Valori) 등이 있다. 자동대차시스템은 결제불이행 방지장치로서의 유용성이 높아짐에 따라 최근 그 도입이 확대되는 추세에 있다.

한편, 자동주식대차시스템보다는 강력하지 못하지만 중앙예탁기관에서 결제불이행 방지를 위한 제한적 형태의 주식대차서비스도 존재한다. 즉,

결제불이행 발생시 중앙예탁기관은 대여자의 집합을 조직하여 증권을 인도할 수 없는 거래상대방인 차입자에게 주식을 대여한다. 이런 서비스 형태는 몇 가지 분명하고 강력한 요건으로, 대여대리인으로서의 중앙예탁기관의 개입조건, 차입자가 증권을 상환해야만 할 때, 대여자에게 발생하는 위험을 줄이기 위한 위험관리절차와 법적 구조 등을 요구하고 있다. 일부의 청산기관은 차입자로 하여금 결제시점에서 일시적인 부족분이나 청산기관 또는 중앙예탁기관에의 순부채포지션을 만회하는 것을 가능하게 하는 주식대차프로그램을 개설하고 있다. 예를 들어 미국의 NSCC는 연속차감결제시스템(continuous net settlement system: CNS) 운용상에서[57] 일시적인 주식부족 분을 만회하기 위하여 청산회원들로 하여금 DTC에 있는 그들의 계좌에서 특정 주식이나 회사채를 빌려주는 것을 가능하게 하는 증권대차프로그램을 제공하고 있다. 그런데 NSCC가 주식과 같은 유가증권을 차입하는 경우는 다음과 같은 필요성을 만족할 때로 한정된다. 즉, 차입자가 거래조건에 따라 대여자에게 인도 불가능할 때, 대여자가 공개시장에서 매입(buy-ins)[58]해야만 하는 경우 등이다.

---

57) 연속차감결제(CNS)는 차감결제방식중의 한 형태로서 어느 특정일에 매매체결된 거래의 차감결과를 약정한 결제일에 결제함에 있어서 결제일 당일에 모두 결제되지 않는 경우, 그 미결제 잔량이 다음 날로 이연되어 다음 날의 차감 결제분과 다시 차감될 수 있는 결제방식이다. 그러므로, 미결제 잔고의 이월을 허용하는 특수한 형태의 다자간차감결제방식이라고 말할 수 있다. 최근에는 거래규모가 증대함에 따라 결제위험의 가능성이 점점 커지고 있고, 특히 시장참가자 입장에서 결제를 위한 결제비용 부담을 축소시켜줄 필요성이 대두되면서, 차감결제를 선택하였던 대부분의 나라들은 연속차감결제방식을 도입하려는 추세이다. 자세한 사항은 송치승, 2001, 『청산결제시스템의 신조류분석과 대응방안』, 연구보고서 01-06, 한국증권연구원 참조.

58) 이 과정에서 발생하는 모든 비용은 차입자가 부담한다.

나. 청산결제기관의 주식대차시스템의 특성

청산결제기관은 거래결제와 예탁자산의 안전한 보관관리의 제공자이므로, 이들 기관은 언제 거래가 불이행될 지를 가장 먼저 알 수 있다. 왜냐하면, 이들은 어느 매도거래상대방이 결제일에 필요주식을 확보하고 있지 못함을 알기 때문이다. 또한, 이들 기관은 보관기관으로서 어느 계좌가 차입되어야만 하는 지와 어느 계좌가 특정 주식을 보유하고 있는 지를 알고 있다. 이런 두 가지 업무 특성을 결합하면, 특정 주식을 소유하고 있는 집단으로부터 해당 증권의 부족을 느끼는 집단에게로 주식을 대차하는 업무는 어쩌면 청산결제기관의 당연한 업무중의 하나가 될 지도 모른다.

그러나 앞서 언급하였듯이, 청산결제기관은 유동성위험 방지에 대한 최후 보루로서 결제불이행 예방 차원에서만 주식대차시스템을 제공하고 있다. 다시 말해, 결제일에 인도할 주식이 부족한 경우, 증권매도자는 상업적 목적의 주식대차서비스를 제공하는 중개기관으로부터 필요증권을 먼저 차입하려는 노력을 해야하는 것이다. 필요증권의 희소성이나 갑작스런 인도곤란의 발견에 의한 시간제한 등으로 상업적 중개기구를 통한 주식대차가 불가능할 수 있다. 이런 경우에 청산결제기관은 결제불이행 방지를 위한 안정장치로써 주식대차서비스를 운영할 필요가 있다.

따라서 청산결제기관의 주식대차는 상업적 운영기관의 주식대차와는 다음과 같은 다른 특징을 지니고 있다. 첫째, 청산 또는 결제기관이 운용하는 주식대차의 만기는 초단기로써 1일물이 보통이다. 상업적인 중개기관을 통한 주식대차의 만기는 결제불이행 목적의 경우에는 1주일 미만이지만 투자전략 목적인 경우 보통 1-3개월 이상의 평균 만기를 가지고 있다.[59] 둘째, 청산결제기관으로의 주식대차수수료는 상업기관의 그

59) Alison Brooks, 1992, 『International Securities Lending』, Book Ⅱ,

것보다 보통 높다. 왜냐하면 청산결제기관의 주식대차는 계약의 긴박성과 주식의 희소성 등에 의한 벌칙(penalty)성의 프리미엄이 존재하기 때문이다. 셋째, 대여자와 차입자 모두 청산결제기관의 계좌를 가지고 있기 때문에 주식대차과정에서 실제로 증권의 이동이 불필요하다. 왜냐하면 청산결제기관은 계좌이체 방식으로 주식대차에 의한 변화부문만을 수정하면 되기 때문이다.

다. 청산결제기관 주식대차시스템의 구조와 절차

앞서 잠깐 언급하였듯이, 청산결제기관에서 운용하는 주식대차 서비스는 상업기관의 중개에 의한 주식대차서비스와는 구조가 다르다. 통상 상업적 기관의 대차수수료가 차입자와 대여자간에 협상에 의하여 결정되는 것과 달리, 청산결제기관이 운영하는 주식대차시스템에서는 청산결제기관이 유가증권의 유형과 화폐에 따라서 차입자에게 주식대차수수료를 부담시키고 대여자에게 지급하는 표준수수료율을 정한다. 차입자와 대여자간의 수수료율의 스프레드 차이는 청산결제기관의 보증을 포함한 증권대차관련 서비스에 대한 수수료이다.

청산결제기관의 주식대차시스템에서 주목할 다른 하나는 청산결제기관이 대여자에게 담보를 제공하지 않는다는 것이다. 그러나 차입자는 자신들의 계좌에 있는 이용 가능한 증권을 담보의 형태로 청산결제기관에게 제공해야만 한다. 만일 차입자가 주식대차에 의한 결제불이행을 한다면, 차입자에 의해 제공된 담보는 대여자에게 귀속하는 것이 아니고 보증자인 청산결제기관에 귀속된다.

한편 대여자가 청산결제기관의 주식대차 프로그램에 참가하기 위해

Asset International Handbooks, p. 37 참조

서는 청산결제기관에 대한 권리, 책임, 의무를 정의하는 계약서를 먼저 작성해야 한다. 청산결제기관이 제공하는 자동주식대차나 제한적 주식대차 중 어느 유형을 운용하던지 간에 대여기간은 1일물(overnight) 기준으로 이루어지며, 필요한 경우에 한해서 매일 연장될 수 있다. 평균 만기는 2-3일 정도이며, 대여자는 필요하다면 언제든지 그들의 대여증권의 상환을 요구할 권리가 있다. 대여자가 자신의 현재 대여후 잔여보유수량보다 더 많은 수량을 시장에서 매도하는 경우, 자동주식대차나 제한적 주식대차와 같은 서비스를 제공하는 청산결제기관은 보유초과 매도 분만큼 대여주식에 대해 자동적인 수의상환 요구(recall request)를 행한다. 그러므로 대여자는 이런 매도의 경우에 특별히 수의상환을 요구할 필요가 없다.

이와는 달리 상업적 운영기관의 주식대차거래에서는 대여자가 반드시 수의상환을 요청해야 한다. 수의상환기간은 상업적 운영기관의 주식대차와 동일하게 현물시장의 장내거래 결제기간과 동일하다. 청산결제기관으로부터 수의상환 요구를 전달받은 차입자가 결제일까지 대여주식을 상환하지 못하는 경우, 청산결제기관은 해당 대여자의 계정에 대여자의 선호에 따른 현금 또는 대체증권을 기재한다. 추후 청산결제기관은 이의 보충수수료(supple- mentary fee)를 차입자에게 부과한다.

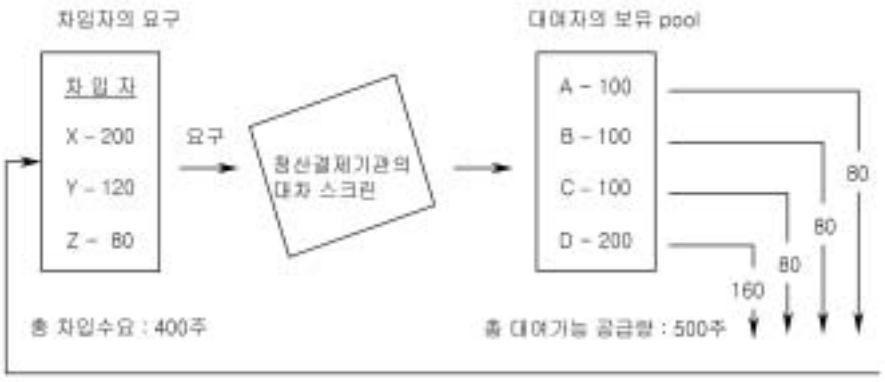
대여증권의 반환(return)은 현재의 차입규모를 감소시키지만 반환증권은 결제처리과정에서 또 다른 잠재적인 차입자에게 이용가능 할 수 있다. 그러므로, 대여가능 포지션은 대여증권의 반환 또는 신규 증권매입에 의해서 증가하게 된다.

청산결제기관은 주식차입을 원하는 차입자에게 필요 수량을 배분하기 위하여 대여가능한 주식의 집합(pool)을 구성한다. 이런 집합의 구성은 대여자에게 적극적인 차입자의 수요에 접근할 수 있게 해주며, 차입자에게는 실질적인 많은 주식에 접근할 수 있게 해준다. 차입과 대출은

자동적으로 결정된 차입수요와 대여공급에 따라 일별로 할당되어 진다. <그림 Ⅲ-3>은 청산결제기관의 대여 집합과 할당과정을 나타내 주고 있다. 이러한 집합의 접근방식은 차입자와 대여자 간에 직접적인 연계가 존재하지 않으므로 여러 면에서 유용하다. 즉, 차입자와 대여자간의 익명성은 물론이고 참가자의 보유포지션에 대한 비밀이 보장된다.

청산결제기관을 통한 대여로부터 대여자가 받게되는 수입은 대여자 자신의 포트폴리오의 구성과 규모에 의존한다. 대여자가 보유하고 있는

<그림 Ⅲ-3> 청산결제기관의 대여 집합과 할당과정



- 자료 : Alison Brooks, 1992, 『International Securities Lending』, Book Ⅱ : the Role of Intermediaries, Asset International Handbooks, p. 42.

주식으로서 시장에서 수요가 있는 것, 선물계약으로 인도가능한 주식, 옵션 또는 다른 파생상품을 지닌 주식, 차익거래를 가능하게 하는 주식인 경우에는 그렇지 못한 경우보다 많은 수입이 발생될 수 있다. 또한 보유포지션의 규모가 클수록 할당되는 대여량도 많게되어 그렇지 않은 경우보다 대여수입이 높게 된다. 이와 같은 청산결제기관을 통한 대여는

상업적 중개기관을 통한 대여보다 다음과 같은 이점을 제공한다. 첫째, 대여중인 증권은 대여자에게 보관수수료를 발생시키지 않는다. 둘째, 대여자에게 지급된 대차수수료는 대여자가 외부의 상업적 중개기관을 통해서 얻은 것보다 적지 않다.

Ⅳ. 주식대차거래에 따른 위험의 종류와 관리

1. 주식대차위험의 유형과 원인
2. 위험관리의 방법과 절차

Ⅳ. 주식대차거래에 따른 위험의 종류와 관리

1. 주식대차위험의 유형과 원인

주식대차거래는 현물증권시장의 청산결제시스템에서 일어나므로, 주식대차시장의 참가자들이 직면하는 위험의 유형과 원천은 현물시장거래에서와 유사하다. 제Ⅱ장의 주식대차의 시작과 종료에서 살펴보았듯이 주식대차에는 두 차례의 결제 즉, 개시결제와 상환결제가 내재되어 있다. 따라서 주식대여로 말미암은 거래상대방 위험(risk for counterparty)은 거래가 이루어 질 때부터 차입된 주식이 상환 결제될 때까지 계속된다. 그러나 거래상대방 신용위험(credit risk)은 주식대여에 대하여 거래상대방의 불이행시에 처분할 수 있는 주식의 가치에 상당하는 현금이나 다른 담보와 교환함으로써 완화될 수 있다. 본절에서는 주식대차거래에 따른 위험의 유형과 원천에 대해서 각각 살펴보고자 한다.

가. 신용위험(Credit Risk)

신용위험은 거래상대방이 주로 파산 등의 결과로 의무기한이 도래하거나 그 이후 어느 시점에서 자신의 의무를 충분한 가치로 결제하지 않을 위험을 말한다. 주식대차거래에 있어서 신용위험은 두 가지 유형 즉, 원본위험과 대체비용위험으로 분류될 수 있다. 원본위험은 거래이행자가 결제불이행자에게 이전한 증권이나 자금에 대해 손실을 입을 위험이다. 대체비용위험은 결제불이행 당사자와의 계약에 있어서 결제되지 않음으로 말미암아 발생되는 미실현 이득(unrealised gains)의 손실에 관한 위험이다.

1) 원본위험(principal risk)

주식대차에 있어서 가장 큰 신용위험은 어느 거래상대방이 원본 위험에 노출될 때에 발생한다. 이러한 원본위험 노출은 주식대차의 개시 또는 상환결제가 기대된 대로 이행되지 않은 경우와 주식대차거래에서 담보가 요구되지 않은 경우에 일어난다.

차입자가 자신의 담보를 인도하기에 앞서 대여자가 주식을 인도하는 경우에 원본위험이 발생한다.[60] 만일 개시결제시점에서 차입자가 담보를 인도하기 전에 대여자가 개시결제를 이행한다면, 대여자는 차입자가 담보물을 제공할 때까지 원본위험에 노출된다. 그리고 주식대차 상환결제시점에서 대여자로부터 담보물을 반환받기 전에 차입자가 먼저 차입주식이나 대금을 인도하는 경우, 차입자는 대여자의 담보물 반환이 있을 때까지 원본위험에 노출되게 된다. 이와는 반대로 대여되는 주식의 인도에 앞서 담보의 인도가 가능한 경우에 차입자는 개시 결제시점에 위험에 노출되고 대여자는 상환시점 위험에 노출되게 된다. 결제와 관련된 원본위험은 동시결제방식(DVP나 DVD)에 의해서 제거될 수 있다. 이러한 절차가 없다면 대여자가 최초 차입시점에 담보의 선 제공을 요구하고 상환 시점에는 차입주식의 인도를 먼저 요구하는 것이 시장의 표준적인 관행이다.

또한, 주식대차거래에서 담보가 제공되지 않는 경우에도 대여자는 개시결제에서 상환결제기간 동안에 원본위험에 노출된다. 그러나 담보가 제공되었다 하더라도 담보처분과 관련된 법안에 제약이 있는 경우에도 대여자에게 원본위험이 발생할 수도 있다. 왜냐하면 상환결제시점에서 차입자가 결제불이행을 하는 경우 대여자는 신속하게 담보를 처분할 수 없기 때문이다.

---

60) 일반적인 증권대차에서 보면 대여자가 채권(채권대차의 경우)이나 대금(Repo거래의 경우)을 먼저 인도할 때이다.

2) 대체비용위험(replacement cost risk)

주식대차거래에서는 개시결제시점에 충분한 담보가 설정되어 있고 동시결제방식(DVP)이 구축되어 있더라도 대차거래 속성상 신용위험의 한 유형인 대체비용위험이 발생할 수 있다. 주식대차가 이루어지고 주식대차거래에서 차입자가 결제불이행을 하는 경우 대체비용위험이 발생한다. 대여자는 차입자의 결제불이행시 차입자로부터 확보한 담보자산을 유동화하고 시장에서 본래 빌려준 주식을 매입하게 된다. 이러한 과정은 정상적 거래자인 대여자에게 본래의 거래를 대체하는데 따른 비용을 발생시킬 수 있다. 따라서 결제불이행 사태의 발생시 대여자의 손실위험 가능성은 담보자산가치보다 대여자산의 시장가치가 높을 때 발생한다.

또한, 이와는 반대로 대여자가 상환결제시점에서 결제불이행을 하는 경우에도 대체비용위험이 발생한다. 대차기간의 만기가 도래한 경우나 대차기간중 거래당사자 어느 한 쪽이 상환결제를 요구한 경우, 증권이나 자금의 차입자는 해당 결제일에 차입주식을 상환하고 동시에 담보물을 반환 받게 된다. 그러나 대여자가 담보물을 반환하지 못하는 경우 차입자는 담보자산으로 대체하기 위하여 차입자산인 주식을 처분할 수 있다. 이 때, 담보자산의 시장가치가 차입자산의 시장가치보다 높다면, 차입자는 대체비용위험에 노출되게 된다. 이러한 대체비용위험의 평가를 위해서는 거래상대방의 결제불이행가능성, 결제불이행 발생시의 신용노출 등에 대한 평가가 필요하다.

거래상대방의 결제불이행 가능성에 대한 평가는 차입자 또는 대여자의 영업활동관계를 통하여 신뢰성을 확증할 수 있도록 그들에 대한 전반적인 신용도의 질을 평가함으로써 추정된다. 현재의 신용노출에 대한 계산은 대개 단순한데, 이는 담보물대비 대여자산의 현재 순시장가치와 같다. 그러나 유동화할 수 없는 증권이 담보 또는 대여자산으로써 선택된 경우에는 여러 문제가 발생할 수도 있다. 즉, 시장유동성이 부족한 자산

에 대한 가치평가를 하는 경우, 신뢰할 만한 자산가격을 얻는 것이 곤란함은 물론 잠재적인 미래 위험노출을 평가하는 것도 상당히 복잡하다.

미래의 잠재적 위험노출은 최근의 재평가일로부터 경과기간, 담보자산이 시장에서 처분되는 시점까지의 결제불이행 이전의 마진 콜, 상기 기간동안의 담보자산의 가격 변동성, 대여자산과 담보자산 가격움직임간의 상관관계 추정치 등에 의존한다. 미래위험노출의 확률분포를 추정하기 위하여 다양한 통계방법론이 사용될 수 있고, 잠재적인 미래위험노출은 이들 추정치들의 최대치(peak)로서 정의될 수 있다. 일반적으로 이러한 위험노출은 대여자산의 가격움직임 방향과 같은 방향으로 움직이는 담보자산을 선택함으로써 감소될 수 있다.[61] 잠재 미래 위험노출의 분포범위는 취득된 담보물의 한도내에서 과도한 집중위험을 피함으로써 축소될 수 있다.[62]

주식대차거래의 참가자들은 종종 서로간에 다수의 거래를 하게 된다. 그런 상황에서 어느 거래상대방이 결제불이행을 하는 경우, 대차거래상대방들은 계약사항이 포함된 모든 계약에 대하여 채무간의 상계(netting of obligation)를 제공하는 법적 계약을 요구할 수 있다. 계약이 법적으로 시행가능한 경우, 신용노출은 시장가치의 총액(gross sum of positive market values)이라기보다는 모든 계약에 대한 순시장가치(net market value)로 평가된다. 이런 경우 담보계약은 신용위험 노출에 상당한 영향을 미칠 수 있는데, 담보는 대여자의 신용위험 노출을 담보만큼 줄여준다. 담보가 잠재 미래 신용위험노출에 미치는 영향은 매우 복잡하다. 특히 담보계약이 다음의 내용을 가질 때 그러하다. 첫째, 담보가치나 신용위험노출에 대한 재계산이 수시로 빈번하게 이루어지지 않도록 하는 담

61) 일례로써, 대여자산과 담보물에 대해 동일한 듀레이션을 갖도록함으로써 이자율변동에 의한 가격변동위험은 최소화될 수 있다.

62) 취득된 담보가 동일 발행자로 집중되는 경우에는 위험의 집중에 의한 잠재적인 미래위험 노출은 커질 수 있다.

보계약이 존재하는 경우이다. 둘째, 신용위험이 어떤 경계치(threshold)를 초과하는 한에서만 거래상대방이 담보를 요구할 수 있도록 하는 담보계약이 존재하는 경우이다. 비록 이러한 담보계약이라 하더라도 담보가 없는 경우보다는 담보가 존재하는 경우, 거래상대방의 미래 신용 노출은 상당히 줄어들 수 있다.

나. 유동성위험(liquidity risk)

일반적인 증권거래과정에서의 유동성위험은 거래당사자가 단기적인 유동성자금의 불충분 등으로 결제일에 결제를 이행하지 못하는 경우를 의미한다. 유동성위험은 결제일 이후에 결제대금 전액이 모두 결제될 수 있다는 점에서 파산 등으로 인한 신용위험과 구분된다.[63]

주식대차거래에서의 유동성위험의 정의도 일반 증권거래과정에서의 유동성위험과 크게 다르지 않다. 대차거래상의 유동성 위험은 거래상대방이 만기나 수의상환 요구에 의한 결제시 채무의 전부를 결제하지 못하거나 이후 불특정 날에 결제를 이행하게 되는 위험을 말한다. 거래상대방이 결제를 못하게 되는 일시적인 이유중의 하나는 그 거래상대방의 어느 한쪽이 결제요건을 충족시키지 못할 만큼 주식[64]에 대한 수요가 크기 때문이다. 이런 경우는 사실 결제불이행이라기보다는 거래의 실패(failed transaction)라고 이야기 할 수 있다. 또 다른 이유로는 공매포지션을 취하고 있는 투자자들이 증권차입포지션을 청산하는데 필요한 증권을 획득하지 못한 때문이기도 하다.

그러나 어떤 상황에서 주식대차는 상당한 유동성 압력을 야기할 수

63) 유동성위험이 다른 계약의 불이행이나 파산 등으로 이어질 수 있어 실제에 있어서는 이러한 구분이 확실하지 않은 경우가 많다.

64) Repo의 경우에는 대금이 해당한다.

있다. 예를 들면, 상대적으로 짧은 결제기간은 거래의 지연이나 취소의 한 원인이 될 수 있다. 실제 거래의 지연이나 취소는 거래상대방으로 하여금 다른 지급 또는 증권결제의무의 이행 실패를 회피하도록 자산을 처분하게 하거나 높은 이자율로 자금을 마련하도록 한다. 이와 관련된 비용은 시장 전반의 유동성에 의해 결정된다.

유동성 압력의 또 다른 잠재적 원천은 주식대차거래의 많은 경우가 어느 한쪽의 거래상대방에 의한 요구로도 종료된다는 사실에서 유래한다. 차입자가 증권을 보유하지 않아 다시 증권을 차입하거나 시장에서 매수해야 하는 경우 차입자에게 발생되는 유동성압력은 확대될 수 있다. 그리고 대여자가 담보를 재이전하거나 재설정을 하는 경우, 담보의 재투자가 차입자의 예상치 못한 고수익의 요구기준을 만족시키기에 부족한 경우, 대여자는 유동성압력에 직면할 수 있다. 주식대차거래에서 기관투자자인 대여자의 경우 포트폴리오 매니저가 대여상태인 주식을 대폭 처분한 경우 유동성압력에 직면할 수도 있다. 많은 기관투자자들은 종종 차입관계를 가지지 않고 있기 때문에 회사는 차입자가 적시에 상환하지 않는 경우 매도 의무를 이행하기 위해서 시장에서 주식을 사야만 하는 경우가 생길 수 있다.

주식대차와 관련된 또 다른 유동성 압력의 잠재된 원천은 주식대차거래에서 담보가 요구된다는 사실이다. 담보설정과 관련하여 대여주식에 비해 담보가치가 크게 하락할 경우, 이는 추가담보에 대한 수요를 발생시키고 결국 유동성 압력을 초래한다.[65]

주식대차시장의 참가자들은 시장성위험(marketability risk) 또는 갭위험(gap risk)이라고도 불리우는 시장유동성위험(market liquidity risk)의 한 형태에 직면하기도 한다. 이는 현재의 시장가격으로 거래가 형성될

65) 채권대차나 Repo계약과 같은 증권대차계약의 경우에는 신용등급의 하향조정과 같은 불리한 신용사건이 일어날 때 추가 담보를 요구할 수 있도록 되어있다.

수 없는 위험으로 해당주식의 시장성부족에 주로 기인한다. 이런 위험은 다음과 같은 경우에 일어날 수 있다 즉, 주어진 포지션이 전형적인 거래량에 비해서 많을 때, 일종의 시장조작(market manipulation)이 존재할 때, 그리고 시장이 전반적으로 결제되지 않은 상태에 있을 때, 시장성위험이 발생한다. 일반적인 증권거래에 있어서 시장유동성위험은 매도-매수호가 스프레드의 폭이나 매매시의 가격변동성의 크기를 가지고 측정할 수 있다. 만일 이들 측정치의 수치가 크면 클수록 이들 자산의 유동성위험은 높다고 말할 수 있다. 주식대차시장에서의 유동성위험은 대여자의 수의상환요구를 맞추기 위하여 차입자가 필요주식을 매입할 수 없는 경우와 연관될 수 있다. 이런 경우는 펀드매니저가 시장가격의 하락을 기대하고 공매도 포지션을 강화한 경우에 종종 발생한다. 유동성위험은 대여자에게 있어 담보가 충분하지 않은 경우에도 분명하게 나타날 수 있다. 왜냐하면 담보는 보통 처분시간의 제한으로 적기 처리를 위해 할인되어 처분되는데, 대여자는 담보가 부족한 경우에 더욱 위험에 노출되기 때문이다.

다. 시장위험(market risk)

시장위험이란 자산의 시장가격변동성 또는 자산가격수준의 불리한 움직임으로부터 손실을 입을 위험을 말한다. 주식대차거래에서 시장위험은 거래상대방이 결제불이행을 한 경우, 이자율 변동과 관련된 부적절한 증거금관리[66]나 현금담보의 재투자 경우 등에서 나타날 수 있다.

---

66) 이는 주식보다는 채권 등을 매개로 한 증권대차거래에서 종종 발생할 수 있다. 기간형 증권대차거래(term securities lending transactions)를 맺는 거래상대방은 현재의 시장 조건에 노출되어 있으므로, 결국 시장위험에 노출될 수 있다. 예를 들면 기간확정형(fixed-term) Repo 자금조달 계약을 맺은 현금차입자는 이자율 위험에 노출된다. 다시 말해서, 대차기간동안에

먼저 거래상대방이 결제불이행을 하는 경우에 발생되는 시장위험을 살펴보자. 결제불이행은 결제이행상대방(solvent party)에게 위험제거를 할 수 없는 상태(unhedged position)를 남기거나 또는 결제이행상대방에게 대차포지션으로부터 발생하는 미실현이득(unrealised gains)의 실현을 불가능하게 한다. 무담보 주식대차에서, 대차기간 동안에 대여증권의 가격이 상승하면 대여자는 시장위험에 노출될 가능성이 있다. 대부분의 주식대차거래가 담보화되기 때문에 주요 잠재적인 위험은 담보대비 대여자산가격의 움직임에 달려있다.

시장위험의 또 다른 원천은 현금담보를 인수하는 경우이다. 현금담보는 대여자에게 증권담보거래에는 없는 레버리지의 추가적인 요소를 부담시킨다. 필요한 현금재투자 수익률을 얻기 위하여, 주식대여자는 전형적으로 대차기간의 일부분만을 현금재투자 기간과 일치시킨다. 예를 들어, 현금담보시에 대여자가 차입자에게 돌려주는 리베이트율은 익일 대차수수료율에 기초로 하지만, 현금담보는 30일 단기금융상품(money market instrument)에 투자할 수 있다. 이것은 개방형(open)의 경우 이자율 변동에 의한 시장위험을 야기시킨다. 이처럼 현금재투자는 결과적으로 차입자에게 지급하는 현금이용수수료율과 대여자의 현금투자자산의 운용수수료 사이에 불일치를 가져올 수 있다.[67]

단기 이자율이 실질적으로 하락한다면, 초기에 매력적이던 차입이자율은 오히려 값비싼 부담으로 작용한다. 마찬가지로 만기가 없는 개방형(open) 또는 계속거래 기준(continuing basis)으로 계약된 Repo 자금조달도 전형적으로 현행 시장조건을 반영하여 조정된 Repo이자율로 매일매일 경신된다. 이는 처음에 예상했던 것보다 더 높은 대차거래비용을 발생시킨다.

67) 주식보다는 채권과 같은 증권대차계약에서 현금담보의 인수와 관련된 시장위험은 1994년 미국시장에서 두드러졌다. 현금담보를 장기 상품과 파생상품에 투자한 증권대여회사는 일련의 예상치 못한 단기 이자율의 상승에 의해 손실을 경험하였다. 즉, 장기 현금투자의 가치가 하락하면서, 단기 듀레이션 대차계약의 만기가 도래하면서, 이들 대여자들은 이자율 상승에 대응하기 위한 신규 대차의 리베이트 금리를 높일 수 없었다. 그러므로 대여

주식대차거래에 내재된 시장위험과는 별도로 금융기관이 거래상대방인 경우 해당 금융기관은 주식대차를 통한 다양한 투자전략과 관련된 시장위험에 종종 노출된다. 제3자에게 주식과 같은 증권을 이전하기 위하여 증권을 차입하는 금융기관은 증권의 시장가격이 상승할 위험성에 노출되게 된다. 왜냐하면, 차입 의무를 청산하기 위하여 나중에 보다 높은 가격으로 해당 증권을 매입해야 할지도 모르기 때문이다. 그러므로 차익거래를 위해 증권을 차입하는 금융기관은 자산의 시장가격의 수준 및 가격변동성의 움직임에 노출되게 된다.[68]

라. 기타 위험

1) 법적 위험(legal risk)

모든 금융계약의 경우와 마찬가지로 주식대차거래에도 이와 관련된 법적 위험이 존재한다. 법적 위험은 어떤 계약이 예상하지 못한 법규정의 변화나 규제의 적용으로 이행될 수 없어서 손실이 발생될 위험을 말한다. 주식대차계약은 여러 가지 이유로 무효로 되거나 이행될 수 없는 경우가 생길 수 있다. 구체적인 사례는 어떤 거래상대방이 계약을 체결할 권한이나 능력이 부족한 경우, 어느 기관이 담보를 제공할 권한이 제

자들은 현금 재투자 자산을 할인된 가격에 처분하여야만 했다. 1994년의 경험은 현금담보를 받을 때 단기자금관리자에 의한 자산부채관리(ALM : asset liability management)의 필요성을 보여주었다. 또한 증권대차성과가 위험측면에서 평가되어야 한다는 인식이 증가되었다. 현금담보의 인수가 일상화 되어있는 시장에서 위험노출을 계량화하는 표준적 접근방법의 개발과 채택은 어쩌면 당연한 결과인지 모른다.

68) Repo거래의 경우 만일 어느 금융기관이 Repo book에서 Repo와 역 Repo의 만기를 일치시키지 않은 경우, 이들 기관은 기대치 못한 이자율의 변동위험에 노출된다.

한되는 경우, 회사정관이나 규칙에 의해 주식대차가 제한되는 경우 등이다. 특히 주식대차는 쌍방향 거래이므로 계약의 강제성 문제가 뒤따른다. 왜냐하면 일단 대차거래계약이 적법하게 체결되면, 거래상대방들은 이후에 증권을 상대방에게 반환해야하는 법적 의무를 지니기 때문이다. 이 경우 계약의 강제성 문제는 주로 거래상대방이 파산하는 경우에 발생될 수 있다. 결제불이행자의 파산대리인(bankruptcy representative)은 대차거래를 통한 결제이행자의 시장가치가 정(正)인 경우에는 주식대차계약이행을 거절하고, 반대로 부(負)의 가치인 경우에는 동 계약이행을 강행할 수도 있다.

또한 비록 담보거래가 정확하게 설정되었다 할지라도, 파산법(insolvency law)에 의해서 신속한 담보처분이 곤란해 질 수 있는 법적 위험이 존재한다. 왜냐하면, 파산법은 담보취득자가 즉시 담보처분하는 것을 방지하는 유보조치를 취할 수 있기 때문이다.[69]

2) 운용 위험(operational risk)

운용위험이란 정보시스템 또는 내부통제장치의 결여로 인해 예상하지 못한 손실이 초래될 위험을 말한다. 그 비용은 거래의 부분적 또는 전반적 가치의 상실 그리고 운용기관이 거래상대방에게 지급하는 범칙금(penalties imposed on the institution by a counterparty) 등과 관련되어 있다. 운용위험은 본래 모든 금융거래활동에 내재되어 있지만 특히 주식대차에 있어서 중요성을 갖고 있다.

왜냐하면 시의적절하고 정확한 정보는 주식대차와 관련된 시장위험과 거래상대방의 신용위험관리에 중요하기 때문이다. 사실 주식과 같은

69) 이외에도 주식대차에 따른 법적 위험은 국내문제만이 아니라 국제간에도 발생하게 된다. 예를 들어, 국제간 직접적인 주식대차 또는 공매도의 제한, 외국인의 소유한도 제한 등이 한 예이다.

증권대차거래는 두 번의 결제를 수반하고 있기 때문에 효과적이고 시의 적절한 결제를 위한 절차와 통제가 필요하다. 주식대차계약에 따른 개시결제와 상환결제사이에 건전한 관리절차는 매일의 이득, 거래상대방 신용한도, 리베이트율 등에 대한 모니터링을 요한다. 관리절차는 또한 적절한 대체지급(substitute payments)의 배분달성을 요한다. 대차주식의 시장가치와 담보 사이의 위험노출에 대한 통제관리가 필요하다. 주식대여자는 주식대차활동이 당해 기업의 나머지 다른 투자활동에 부정적 영향을 미치지 않는 것을 보증하도록 펀드관리자들의 거래활동을 긴밀하게 모니터링을 해야만 한다. 특히, 국제시장에서 주식대차가 이루어질 때 운용위험은 가장 커진다. 국제간 거래에 따른 거래확인과 청산 및 결제업무과정은 아직도 수작업에 의존함에 따라서 거래의 착오 또는 실패의 가능성이 높아진다.[70]

주식대여는 다양한 종합적 관리, 거래, 그리고 운용 및 계좌관리와 관련되어 있기 때문에 거래상대방인 금융기관은 신용평가, 대차업무영업, 현금관리, 운영관리 등의 업무수행에서 보듯이, 대차관련 내부적인 단순업무에서 복잡한 업무에 이르기까지 다양한 대차업무를 수행한다. 그런데, 내부적 통제의 취약성은 사기, 잘못된 위험관리나 정책 고수의 실패 등으로부터의 손실을 야기할 수 있다. 그러한 취약성은 의무수행과 방화벽의 분리[71], 경영감시, 승인을 위한 결제절차, 시스템과 데이터 접근의 제한 및 준법감시, 규제와 통제에 대한 정기적인 감사와 감시 등을 통하여 상당 부분 통제될 수 있다.

---

70) 국제간 거래에서의 수작업에 의한 운용위험, 특히 결제위험을 줄이기 위해서는 각국 중앙예탁결제기관간의 연계가 궁극적으로 필요하며, 이를 위해 유럽과 미국 등의 나라에서는 청산결제기관의 통합과 STP(straight Through Processing)의 추진이 진행중에 있다.

71) 예를 들어 증권대차 협상자는 담보인수에 대해 확인을 할 수 없게 하는 조치 등이다.

3) 보관위험(custody risk)

보관위험은 보관기관의 파산, 해태, 또는 사기의 결과로서 보관기관 내 보유되고 있는 증권의 손실위험을 말한다. 보관위험은 여러 가지 요인 즉, 증권의 법적 지위, 회계관행, 보관기관이 채택하고 있는 보관절차, 보관기관의 부보관기관(subcustodians) 및 다른 중개기관에 대한 선정, 보관계약을 지배하는 법령 등의 다양한 요인에 의해 영향을 받는다. 그러나 보관기관의 파산은 보통 그 자체로서는 시장참가자들의 손실을 초래하지는 않는다.

왜냐하면 주식과 같은 유가증권이 해당보관기관의 다른 보유분과 구분된 별도의 계정에서 보관되어 있어 부도의 경우에도 분리될 수 있기 때문이다. 증권의 손실이란 보관기관의 증권의 보관과 별도 분리의 관점에서 볼 때 법적인 문제나 보관기관의 권한없는 처분 등에 기인한 문제들이 발생하는 것을 의미한다. 보관기관과 부보관기관이 채택한 회계관행과 보관절차는 시장참가자의 손실위험에 대한 잠재적인 노출을 결정하는 중요한 요소가 된다.

주식대차거래에 있어서 보관위험은 주로 담보계약 하에서 발생한다. 담보제공자는 전형적으로 담보수취자의 보관기관을 선택해야만 하기 때문에, 담보제공자는 담보보관에 관한 어떤 제한과 의무를 부과하려고 한다. 법적 계약은 보증, 재보증, 담보화, 재담보화, 대여, 재대여, 매도 또는 다른 방법으로의 담보의 양도, 담보제공자 이외의 이름으로 등록 등의 업무에 대한 보관기관의 능력을 제한 또는 규제할 수 있다. 그러나 담보제공자는 현금담보의 재투자를 포함한 제공담보에 대한 일일관리의 많은 부분을 포기하고 대개 대여대리인이나 대여중개기관 등에 맡기고 있다.

전장에서 살펴보았듯이, 보관기관은 때로 주식대차거래의 대리인으로서 활동을 할 수 있다. 보관기관과 관련된 위험의 원천은 대리인 위험(agency risk)이다. 이것은 대리인이 본인의 신임(principal's confidence)

을 불공정하게 이용할 가능성을 말한다. 이러한 이용은 대리인이 애매한 상황이나 의무를 자신들의 이익 관점에서 해석할 때 발생할 수 있다. 많은 대리인 대차계약은 주식대여 프로그램을 수행 관리하는데 요구되는 적정하다고 판단된 행위를 하도록 대리인에게 책임이나 권한이 허용하고 있다.

그런데 사실 주식대여 프로그램을 관리하는 과정에 있어서 어떤 행동이 대여자의 수익자 또는 대리인의 주주 입장에서 바람직한가 하는 문제는 애매할 수 있다. 주식대차거래의 본인은 대리인 계약에 대한 조건을 알거나 이해하지 못하면 위험에 노출될 수 있다. 그러므로 본인과 대리인 사이에 존재할 지도 모를 법적 계약에 모호성을 피하는 것은 필요하다고 본다.

2. 위험관리의 방법과 절차

주식대차시장에의 참가자들은 전절에서 설명한 제 위험의 노출을 최소화시킴과 동시에 관련 위험을 관리하고자 한다. 예를 들어 거래상대방에 대한 신용평가와 함께 신용한도 부과, 표준약관에 의한 거래의 문서화, 담보와 보증 등과 같은 절차들이 전형적으로 이용되고 있다.

가. 거래상대방위험의 관리 : 신용평가 및 신용한도관리

주식대차가 이루어지면 대차주식의 법적 소유권은 대차개시결제와 동시에 차입자에게로 이전되며, 상환결제와 함께 다시 대여자쪽으로 이전된다. 그리고 배당금 등의 소득은 보통 소유권과 결부되어 귀속되므

로, 차입자는 대차기간 동안에 대차증권으로부터 발생된 소득을 상환결제시 대여자에게 의제배당(manufactured dividends)형태로 지급해야 한다. 주식대차과정에서 대차주식과 담보의 반환, 의제배당의 지급이 정상적으로 이루어지는가는 대차거래참여자 입장에서 매우 중요하다. 거래상대방위험(counterparty risk)이란 위험성격상 신용위험의 형태로서 주식이나 담보의 반환, 그리고 대여자의 의제배당 수취권이 정상적으로 이루어지는가와 관련된 위험이다. 따라서 거래상대방이 이런 대차계약을 충실히 이행하느냐에 따라 거래상대방위험이 발생될 수 있다.

시장참가자들은 일반적으로 거래상대방위험을 축소 또는 미연에 방지하고자 거래상대방에 대해서 신용평가를 한다. 또한 시장참가자들은 하고, 주식대차거래를 하기 이전에 각 상대방에 대한 상대방 신용한도를 설정하기도 한다. 대여자 또는 대여대리인의 역할을 하는 금융기관들은 자신들과 거래할 차입자의 승인 명단을 만든다. 신용검토는 대차승인에 앞서서 거래상대방의 재무적 조건에 대한 공식적인 분석을 수반한다. 이러한 분석의 신뢰성을 제고하기 위하여, 주식대차업무 부서와는 독립된 신용평가집단(credit group)이 거래상대방의 신용상태 등을 검토한다. 시장참가자들 사이에 거래상대방의 주식대여 승인정책은 약간의 차이가 있다. 어떤 금융기관은 특정 수준의 신용등급을 갖고 있는 경우에만 주식과 같은 유가증권을 대여해 주며, 신용등급에 따라 담보의 양과 형태를 다르게 요구할 수 있다. 반면, 다른 금융기관은 신용등급이 낮은 회사와도 거래를 허용할 수 있고, 불이행의 경우 위험을 억제하기 위한 증거금과 포지션 한도를 설정하는 것과 같은 자체 내부적인 위험관리 시스템을 갖추고 있다.

금융기관들의 신용평가 부서는 거래상대방 각각에 대하여 신용과 집중한도를 부과하고 이러한 신용한도를 설정하는 정책 및 절차를 갖고 있다. 주요 특성을 몇 가지 설명하면 다음과 같다. 첫째, 거래상대방과 이들 회원사의 신용확장을 고려하기 위하여, 주식대차 업무부서와는 독

립된 외부에 존재하는 경영위원회나 감독위원회가 신용한도를 승인하는 것이 보통이다. 둘째, 금융기관들이 신용한도를 설정하는 기법은 회사별로 다르다. 어떤 회사는 위험요인으로 조정된 신용한도를 설정하며, 어떤 회사는 개념적이고 부분적인 노출한도를 설정한다. 특정 대차에 대해 적용되는 신용의 정도는 종종 대여주식과 설정된 담보의 시장변동성의 상관관계에 기초하기도 한다.[72] 셋째, 차감 거래(netting of transactions)가 법적으로 시행 가능한 경우, 위험노출은 순차감액 기준으로 측정된다. 신용한도는 긴밀하게 모니터링하고, 일정 수준을 초과하는 신용한도의 확대는 적절한 검토와 승인을 받도록 하고 있다. 신용한도는 정규적으로 또는 기업인수와 같이 거래상대방에게 영향을 미치는 중요 사건이 발생할 때 검토된다. 그리고 신용한도는 포트폴리오 가치가 변동할 때, 특히 변동성이 높은 시장에서 검토된다. 넷째, 거래상대방을 다양화하지 못하여 발생될 수 있는 위험을 줄이기 위해, 어떤 금융기관은 증권이나 증권시장의 유형별로 부수적 제한조치를 하기도 한다.[73] 금융기관은 거래상대방 신용위험을 최소화하기 위하여 가능한 폭넓게 거래상대방을 다양화한다. 불가피하게 특정 거래상대방에의 집중된 경우, 집중에 따른 위험노출을 관리하기 위하여, 금융기관들은 항상 적절한 담보를 유지하고 거래상대방 신용상태(credit quality)를 주기적으로 검토한다. 거래상대방이 현재 재무적 곤란(financial strain)을 겪는 경우, 이들 기관들은 신속한 신용한도의 축소, 신규대차 중지, 그리고 기존 대차의 수의상환 개시와 같은 조치를 취한다.

---

72) 예를 들면 증권차입을 위한 거래인 경우에 상대방이 비교적 유동성이 떨어지고 변동성이 큰 증권을 구하는 경우에는 신용제한 정도를 높일 것이다.

73) 예를 들면, 금융기관은 특정기업 발행주식의 5%한도를 초과해서 투자할 수 없다던지 또는 특정 외국 시장에 대해 투자자산중 10%의 총 한도를 넘지 못한다는 규정 등이 있을 수 있다.

나. 표준 계약서의 활용 : 법적 위험의 축소

주식대차거래는 대여자와 차입자간의 개별적 교섭에 의해 이루어지므로 계약 건별 계약조건은 다양할 수 있다. 그런데 계약조건의 다양화는 주식대차시장 참가자의 폭넓은 욕구를 반영한다는 장점이 있을 수 있다. 그러나 대차자산과 담보자산 가격의 변동성은 거래상대방에게 신용위험의 발생은 물론 거래상대방 파산시 정산과정에서의 분쟁을 야기시킬 수 있다. 개인간의 다양한 욕구 충족이라는 측면에서 계약상의 결제불이행시의 사후 처리에 대한 불분명한 언급은 자칫 주식대차시장은 물론 자본시장에도 악영향을 미칠 수 있다. 주식대차시장에의 접근이 용이해지고 결제불이행 또는 투자목적으로의 활용이 일반화되면서, 주식대차와 관련된 다양한 계약조건들이 정형화되었다. 이런 계약조건의 정형화는 대차시장의 안정과 발전에 큰 기여를 하였고, 보다 최근에는 한 국가의 범위를 넘어서 국제간 대차거래에 따른 국제적인 표준계약서(master agreements)를 사용하는 추세에 있다.

주식대차거래를 실시하고 있는 대부분의 나라에서는 주식대차거래의 조건들을 확립하기 위해 표준계약서를 사용하고 있다.[74] 표준계약서에는 거래상대방의 결제불이행 또는 파산시 구상절차와 방법 등이 기술되어 있다. 대차계약에서 표준계약서를 사용하는 중요한 이점 중의 하나는 거래상대방들이 거래마다 법적·신용적 조건들을 협상해야 하는 일과 관련된 업무부담과 시간을 효율적으로 줄일 수 있다는 점이다. 또 다른 이점은 거래상대방 금융기관들이 결제불이행 발생시에 신속하게 담보를 처분하고 대여주식과 동종의 주식을 매입(buy-in)할 수 있다는 것이다.

---

74) 어느 당사자의 필요에 의해서 주식대차특별약관이 사용될 수 있다. 그러나 특별약관은 어느 일방의 불리한 계약사항이 존재할 수 있으므로, 특별한 경우가 아니면 대여자나 차입자 모두 표준약관을 사용하는 것이 일반적이다.

그러나 무엇보다도 표준계약서의 중요한 이점은 거래종료이행 이후 차감규정(close-out netting provisions)[75]의 활용을 통해서 현존 거래에 노출되는 거래상대방위험을 축소할 수 있다는 것이다. 만일 어느 한 쪽이 파산하거나 결제불이행을 한 경우, 거래종료이후 차감규정은 결제이행자로 하여금 현존 거래를 신속히 종결시키고 대차자산의 일일정산에 의한 순가치[76]의 산출을 가능하도록 한다. 사실 시장참가자들은 중요한 위험관리도구로서 거래종료이후 차감규정을 이용한다. 차감이 거래상대방 신용위험노출을 축소시키는 정도는 주식대차거래의 성격과 규모에 달려있다. 어느 거래상대방이 많은 거래를 하는 경우에는 거래상대방 신용위험의 노출은 가장 크게 감소될 수 있다. 왜냐하면, 어느 시점에서 일부의 대차거래는 정(正)의 가치를 지니고 있고, 나머지 일부는 부(負)의 가치를 지니고 있으므로, 이들 거래에 대한 차감시 거래상대방신용위험노출이 줄어들 수 있기 때문이다. 이처럼 차감의 잠재적인 이점이 널리 인식됨에 따라서 표준계약서의 사용도 점증하는 추세이다. 특히, 거래종료시점에서 거래상대방의 파산과 결제불이행 발생시에 표준계약서에 의한 확실한 거래이행가능성은 표준계약서를 널리 이용하게 하는데 큰 기여를 하고 있다.[77]

---

75) 만일 결제불이행 이후 차감규정이 없다고 하면, 대여자가 파산하는 경우, 차입자는 증권을 돌려주고 대여자에게 담보반환 소송을 하여야한다. 반대로, 차입자가 파산하는 경우, 대여자는 담보를 돌려주고 대여증권의 반환소송을 하여야 한다.

76) 여기서 순가치란 대차자산과 담보자산에 대한 시장가치평가를 통하여 결제이행자는 얼마만큼을 결제불이행자로부터 더 받아야 하는 금액 또는 결제불이행자에게 더 주어야 하는 금액을 말한다.

77) 전 세계적으로 주식이나 채권 등을 대상으로 증권대차거래에는 여러 개의 표준계약서가 존재한다. 그러나 증권대차시장에 참가하는 사람들은 국내보다도 국제 시장에서 사용되는 표준계약서의 수를 줄일 필요성을 제기하고 있다. 왜냐하면 표준계약서의 수를 줄이면 줄일수록 표준계약서 상에 차감의 범위를 넓히는 것이 가능할 뿐 아니라 거래종료 파산과 차감 및 결제

다. 담보관리 : 신용위험 등의 축소

신용 및 유동성위험의 노출을 줄이려는 담보화(collateralisation)는 거래상대방의 결제불이행시 결제이행자가 입게되는 실질적인 손실에 대한 우선적 방어책으로 주식대차거래에 있어서 광범위하게 사용되고 있다. 담보제공자인 차입자가 결제불이행을 초래하는 경우, 대여자는 차입자의 담보를 몰수하여 처분할 수 있다. 그러므로 무담보거래에 비해서, 담보거래는 담보제공자인 거래상대방으로 하여금 신중한 행위를 이끌고 담보인수자로 하여금 담보제공자의 신용위험으로부터 보호해 줄 수 있다.

표준계약서(standard legal agreements)는 담보화와 담보사용에 대한 규정을 다루고 있다. 차입자가 대여주식의 상환과 동시에 담보의 효력은 소멸되는데, 표준계약서는 승인가능한 담보의 유형, 증거금요구, 차입자가 대여자에게 부여하는 담보권과 유치권, 담보이전방법 등을 포함하고 있다. 복수의 담보제공을 방지하기 위하여, 담보로 지정된 증권의 명의는 증권대차의 개시결제와 함께 대여자로 이전된다. 그런데 개시결제시점에서 차입자가 담보를 대여자에게 인도하고 대여자로부터 대여주식을 인수하지 못한 경우, 차입자는 담보의 반환에 대한 절대적 권리를 가진

불이행 규정에서의 이행가능성에 대한 전문자의 법적 의견을 얻어내는데 드는 비용이 많이 줄어들 수 있기 때문이다. 표준약관 수가 감소되지 않고 있는 상태에서 관련회사들은 많은 관할지역에서 법적 의견을 얻어내기 위하여 수많은 활동을 하여야 한다. 예를 들면 스위스에서는 PSA(Public Securities Association)/ISMA(International Securities Market Association) 표준계약서와 OSLA(Overseas Securities Lending Agreement)표준계약서가 국제간 Repo거래와 주식이나 채권의 증권대차거래에 각각 사용되고 있고, 자국내 거래에서는 Repo Settlement Contract와 Swiss Securities Lending and Borrowing Agreement를 사용하고 있다. 그런데 표준계약서 수가 줄어들지 않는다면, 국제간 증권대차에서 금융기관들은 많은 나라들에 대한 법적 의견을 얻어내기 위한 많은 노력과 시간이 소요될 수 있다.

다. 이와 같은 원본위험의 발생 또는 노출의 방지를 위해서는 대차증권과 담보의 인·수도가 동시에 이루어지는 동시결제(DVP 또는 DVD)방식이 요구된다. 그리고 차입자는 대여자에게 합리적인 통보를 함으로써, 차입자는 기존 담보를 다른 담보로 대체할 수 있다. 이 때 대체담보는 대차주식의 시장가치에 대해 합의된 증거금비율(margin percentage)을 초과하거나 최소한 같아야 한다.

대부분 나라의 증권대차 실무에서 담보유형은 각 국가별 특성을 반영하여 거래상대방이 상세히 정할 수 있도록 되어 있다. 그러나 개시증거금율(initial margin requirements)은 상당히 표준화되어 있어 거래상대방간의 협상의 여지가 별로 없다. 원칙적으로 개시증거금율은 거래상대방의 결제불이행 확률과 제공담보의 가치하락 가능성간에 상관관계에 의해 결정되어야 한다. 그러나 담보요건에 의해 유동성 높은 우량증권이 담보로서 제공되므로, 거래상대방의 신용위험은 상대적으로 낮은 것으로 간주된다. 대신에 대차주식과 담보자산의 시장가격에 의한 일일정산, 증거금율에 기초로 한 담보위험관리가 주류를 이루고 있다. 예를 들어 일일정산에 의한 위험관리를 살펴보면 다음과 같다. 대여자산의 전일 시장가격과 담보자산의 당일 시장가격을 비교하여 담보자산의 가치가 유지증거금(margin requirement)보다 낮으면, 대여자는 차입자에게 마진콜을 요구한다. 이 때 차입자는 마진콜이 발생한 날에 적어도 대여증권 가치의 100%에 상응하는 추가담보를 제공한다. 이와 반대로, 대여자산의 가격이 하락하거나 담보자산의 가치가 상승하여 결국 담보가치가 유지증거금보다 높은 경우, 차입자는 초과담보의 반환을 대여자에게 요청한다.

담보가 궁극적으로는 거래상대방의 신용위험을 감소시키지만, 담보제공자나 담보인수자는 주식대차기간에 유동성위험에 노출될 수도 있다. 즉, 담보제공자는 담보가치의 변동에 따라서 유동성위험에 노출되며, 담보취득자는 예기치 못한 많은 차입자의 대여증권상환에 따른 담보반환에 직면할 때 유동성위험에 노출될 수 있다. 먼저, 담보제공자가 유동성

위험에 노출되는 경우는 담보가치의 하락으로 차입자에게 마진콜이 발생될 때로서 추가담보제공을 위한 수요가 차입자에게 유발된다. 이러한 담보자산가격의 변동에 따른 갑작스런 담보수요를 충족시키기 위하여, 금융기관들은 보통 다음과 같은 담보관리를 수행한다. 첫째, 이들 금융기관들은 자산가격 움직임의 효과를 모의실험(simulation)하여 시장변동성으로부터 발생하는 추가담보의 수요를 추정한다. 그리고 이들 시장조건하에서의 잠재적 담보수요를 만족시킬 수 있는 능력을 평가하여, 추가담보수요에 대비한다. 둘째, 적극적인 담보추정과 관리보다는 특정증권시장에서의 조건변화에 너무 노출되지 않도록, 어떤 금융기관들은 담보증권을 포함하여 증권대출 포트폴리오를 다각화할 수도 있다.

담보취득자가 유동성위험에 노출되는 상황은 담보자산의 가격이 대차주식에 비해서 상대적으로 상승하여 담보자산의 시장가격이 유지증거금율을 초과하는 경우, 차입자의 갑작스런 수의상환요구에 대한 담보증권의 반환[78]이 발생한 경우 등이다. 이에 대한 대응책으로서, 대여자인 금융기관들은 다음과 같은 담보자산관리를 행한다. 첫째, 담보가격의 상승에 기인한 대여자의 유동성압력을 완화하기 위하여, 보통 담보가치가 대차주식가치의 일정 수준을 넘는 경우에 한하여, 대여자인 금융기관들은 대여자가 차입자에게 돌려주는 계약규정 등을 도입한다. 둘째, 차입자의 담보가격변동에 대한 소극적 대응책과 동일하게 어느 특정종목으로의 편중된 노출을 사전에 줄여 분산투자에 의한 대차주식 포트폴리오를 유지한다.

한편, 차입자가 현금을 담보로 제공한 경우 대여자는 보통 시장위험에 노출된다. 금융기관들이 보통 현금투자와 관련된 대표적인 위험노출은 시장이자율 위험이다. 이에 대처하기 위하여, 첫째, 대여자인 금융기관들은 단기 부채만기와 단기 가중평균자산의 포트폴리오 만기를 일치

78) 담보증권의 갑작스런 반환에서 문제가 생기는 경우는 대여자가 담보증권을 다른 차입자에게 증권대차를 해주거나 재담보로 제공된 때이다.

시킴으로서 이자율 변동에 따른 시장위험에의 노출을 중화할 수 있다. 둘째, 금융기관들은 현금투자대상을 유동성이 높은 우량자산으로 제한하고 다각화된 포트폴리오에 투자한다. 따라서 차입자가 수의상환요구 시에, 대여자인 금융기관들은 분산투자에 의해서 투자자산의 유동화에 따른 시장위험에의 노출을 최소화할 수 있다.[79]

라. 보증(indemnification) : 보관기관의 위험부담

주식대차관계에서 보증이란 손실이나 손해에 대해 보상을 해 주는 계약을 말하는데, 이러한 보증은 보통 대여대리인(agent-lenders)으로 역할을 하는 보관기관이 제공할 수 있다. 이들 보관기관이 제공하는 보증의 유형을 크게 세 가지로 압축하면, 차입자의 채무불이행으로 발생하는 손실에 대한 보증, 결제이행 보장, 그리고 대여자에 대한 수입보장 등으로 분류될 수 있다. 먼저, 차입자의 채무불이행으로부터 발생하는 손실에 대한 보장관계를 살펴보자. 만일 대차주식의 가격이 상승하고 담보자산의 가격이 하락하여, 일정 수준의 담보유지가 불충분한 하고 이의 추가담보를 차입자가 이행하지 못하는 경우, 대여대리인은 부족한 담보를 보충해야 한다. 이 때, 대여대리인은 차입자의 담보를 청산하고 해당 대차증권을 시장에서 매입하여 수의상환에 의한 대차계약을 종료할 수 있다. 그러나 해당 대차주식을 획득하지 못한 경우, 대여대리인은 동등한 가치에 해당하는 현금을 대여자에게 제공할 수도 있다. 그러므로 이러한 보증관계에 의한 거래상대방 신용위험은 대여자입장에서는 감소되지만 대리대

79) 이외에도 대여자인 금융기관들은 현금투자 대상과 매우 상관관계가 높은 지수 등에 투자함으로써 시장위험을 관리할 수도 있다. 특히, 최근에는 현금담보에 따른 시장위험을 노출하는 측정하는 계량적 모형들이 개발되고 있다. 한 예로서 VaR(value-at-risk)모형을 이용하여, 특정신뢰구간하의 주어진 시점에서 담보가치에 대한 최고이득과 손실을 측정할 수 있다.

여인 입장에서는 오히려 부담이 된다. 이에 따라 대부분의 대리대여인은 손실의 일정부분만으로 보증을 제한하거나, 차입자에 대한 적격 자질 및 선택 결정권을 유지함으로써 추가적 위험에의 노출을 통제하고 있다.

보관기관과 제3의 대리대여인(third-party agent-lenders)은 결제이행을 보증하기도 한다. 이것은 대차주식이 매각되어 적기에 상환되지 못하는 경우, 보증기관이 대여자인 고객을 대신해서 계약적인 결제(contractual or provisional settlement)를 제공하는 것이다. 이러한 형태의 보증은 실제 거래상대방의 결제불이행뿐 아니라 차입자가 만기에 대차주식을 상환하지 못하는 경우에도 발생한다. 이 때 보관기관은 대차주식의 매각대금을 대여자의 계좌로 선불 지급하거나 대차주식의 매각에 대한 계약적 결제를 제공한다. 이처럼 결제보증을 통하여 유동성위험의 대부분이 대여자인 고객입장에서는 경감된다.

비록 드문 경우이지만 대여대리인으로 활동하는 보관기관은 대여 자인 고객에게 일정수입을 보장하거나 일정 수입금을 제공하기도 한다. 특히 경쟁이 높은 시장에서, 대여대리인은 고객확보 또는 고객유지를 위하여 이런 보증을 제안하는 경향이 있다. 이것은 대여자에게 주식대차관련 위험노출을 축소시켜 준다. 반면에, 대리대여자는 보장한 수입이나 수입금을 확보하기 위하여 보다 많은 위험을 감수하여야 한다. 그런데 현실적으로 대리대여자는 명시적인 수입보장을 회피할 수도 있다. 왜냐하면 주식대차관련 수입금은 포트폴리오 구성, 차입자의 수요, 그리고 단기이자율처럼 대여대리인의 통제를 넘어선 많은 요인들에 의해 결정되기 때문이다. 이에 따라 보다 일반적인 관행으로, 대리대여인은 대차주식으로부터 발생하는 배당이나 수입금이 지불되는 날에 차입자의 의무이행여부에 관계없이 이들 배당금을 대여자에게 지급할 것을 보증하는 것이다. 그러므로 대여자는 주식대차프로그램 운영상 담보의 일일정산이나 차입자로부터의 배당수령의 실패와 같은 보관기관 해태와 관련된 손실로부터 손해를 보지 않게 된다.

Ⅴ. 주요 국가의 주식대차시스템과 시사점

1. 주요 국가의 주식대차시스템의 현황분석
2. 외국 현황분석에서 나타난 시사점

Ⅴ. 주요 국가의 주식대차시스템과 시사점

1. 주요 국가의 주식대차시스템의 현황분석

자본시장의 선도국가들은 대차거래 활성화를 위한 제도적 기반을 개선하여 왔다. 자본시장의 거래제도와 마찬가지로 대차거래제도는 국가간의 금융역사나 경제, 사회적 환경 등의 여러 요인들에 의해 국가마다 다양한 형태를 띠고 있다. 본절에서는 미국, 영국, 스위스, 일본 등을 대상으로 하여, 이들 국가들의 대차거래 현황과 제도 및 시장구조 특성을 살펴보고자 한다.[80]

가. 미국

1) 대차시장 현황

미국의 주식대차규모는 세계적 수준이다. <표 Ⅴ-1>에서 보듯이, 미국의 주식대차규모는 2002년 1/4분기 현재 평균 $1,033억이며, 대여가능자산대비 주식대차비율은 7%로서 프랑스, 독일, 이탈리아의 주식대차비율

80) 비록 여기서는 이들 나라들의 대차거래현황 분석에서 주식대차에 한정하여 설명하고 있지만 <부록 Ⅱ>에서는 채권대차현황에 대해서도 설명하고자 한다. 왜냐하면 비록 주식대차의 개념과 특성이 거래대상 유가증권을 주식에서 채권으로 대체하는 경우 채권대차가 주식대차의 맥락에서 손쉽게 파악할 수 있는 구조이기 때문이다. 더욱이 국가별 대차거래시스템의 특성이나 시장구조는 거래대상 유가증권의 대차거래와 밀접한 관련성을 지니기 때문이기도 하다. 그러므로 본절의 주식대차현황과 <부록 Ⅱ>의 채권대차현황에 대한 분석은 이들 나라의 대차거래제도와 시장구조의 올바른 이해 차원에서 필요하다고 본다.

보다는 낮다.[81] 특이한 사항으로 미국의 현금담보대차비율은 99%로서, 현금담보 이용이 거의 대부분을 차지하고 있다. 보다 상세히 미국의 주식대차시장을 NYSE시장과 Nasdaq시장으로 구분하여 살펴보자. 그런데, RMA(Risk Management Association)가 발표하는 주식대차자료는 제한적[82]이므로, 본 연구에서는 주식공매도량(short interests)을 주식대차자료로 사용하여 보다 상세한 현황분석을 하고자 한다.[83]

<그림 Ⅴ-1>은 NYSE시장과 Nasdaq 시장의 현물거래량 대비 이들 각 시장의 공매도가 차지하는 주식대차비율을 나타내고 있다.[84] NYSE의 주식대차비율은 Nasdaq보다 두 배 이상 높은데, 1999년 8월부터 2002년 4월까지 NYSE 시장의 주식대차비율의 월평균은 21.4%이며, Nasdaq 시장의 평균비율은 9.4%로 나타나고 있다.

---

81) 미국의 채권대차시장 규모와 대차비율은 세계에서 가장 높다. 이에 관해서는 <부록 표-2>를 참조

82) RMA는 <표 Ⅴ-1>과 같은 자료를 분기별로 발표하고 있지만 스위스와 같은 나라의 주식대차는 누락되어 있다. 그리고 RMA의 공식적인 언급은 없지만 RMA자료는 신규 대차발생 분보다는 주식대차잔액으로 집계되어 있다. 따라서 증권시장의 거래수준에서 주식대차가 차지하는 비중과 이의 월별 추세를 분석하는데 있어서 RMA의 자료 이용은 어느 정도 한계가 있다.

83) 본 연구는 주식대차거래량의 대용치로써 NYSE와 Nasdaq시장이 공시하는 공매도량을 사용한다. 제Ⅱ장에서 언급하였듯이 공매도는 투자자가 증권차입을 통해 공매하는 부분과 자신이 보유하지 않은 주식을 증권회사가 결제보증하에 매도하는 부분을 모두 말한다. NYSE와 Nasdaq시장의 공매도자료는 이런 정의 하에 계산된 수치이다.

84) 대차비율의 계산에서 대차거래량과 월간누적거래량간에 기간은 정확히 일치하지 않는다. 왜냐하면, NYSE와 Nasdaq은 매월 세 번째 월요일에 공매도량(short interests)을 시장에 공시하는데, 본 연구에서 월간거래량은 공매도 산정에 맞춘 것이 아니라 매월말 기간 개념의 누적거래량이기 때문이다.

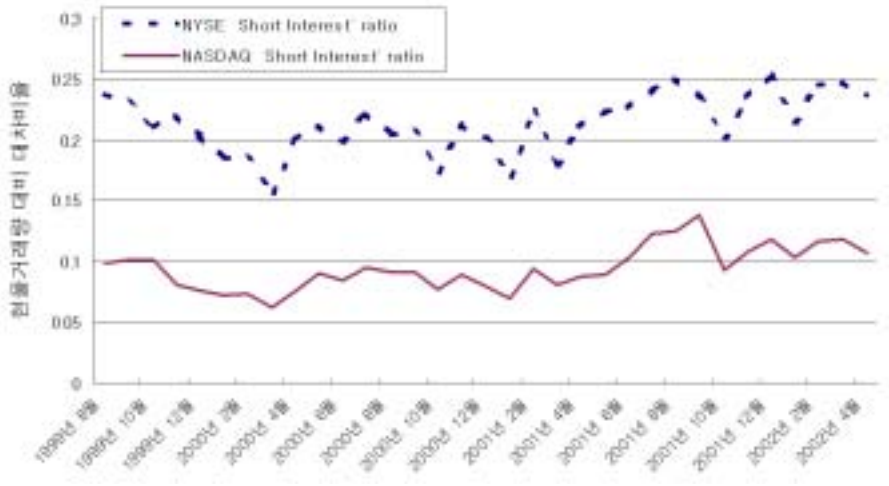
<표 Ⅴ-1> 주요 국가의 주식대차 현황

(단위 : $백만, %)

국 가	구 분	대여가능 총자산(A)	현금담보 대차(B)	비현금담 보대차(C)	대차소계 (D=B+C)	대차비율 (D/A)	현금담보 대차비율
미 국	주식 (ADR포함)	1,576,695	101,839	1,478	103,317	7%	99%
영 국	주식	205,760	1,554	4,958	6,512	3%	24%
일 본	주식	95,668	10,850	3,704	14,554	15%	75%
독 일	주식	43,387	5,845	697	6,542	15%	89%
프 랑 스	주식	68,976	12,491	1,306	13,797	20%	91%
이탈리아	주식	21,782	6,058	473	6,531	30%	93%

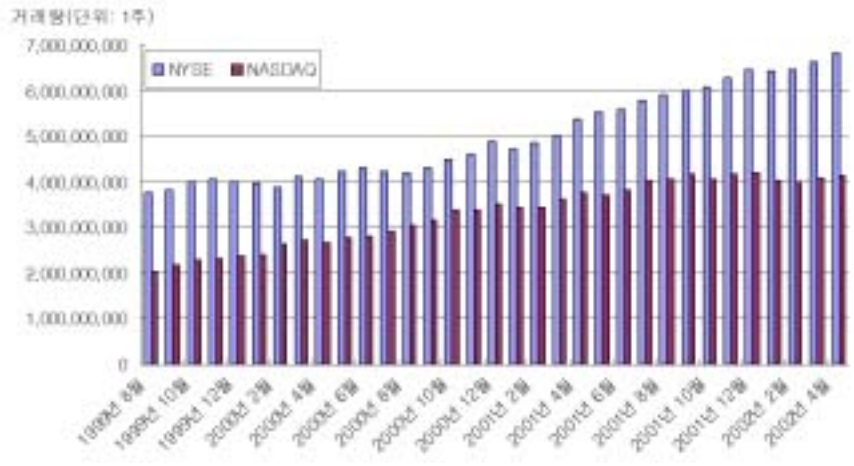
주) 1. 주식대차현황은 2002.3.31 현재 기준임.
자료: The Securities Lending Committee of RMA, July 2002, Quarterly Aggregate Data
2. RMA에서 정의한 대여자산가능이란 고객이나 은행이 부과한 지침을 고려하지 않고 단순히 합산한 자산총액임.

<그림 Ⅴ-1> NYSE와 Nasdaq시장의 월별거래량 기준 대차비율



자료 1 : NYSE 및 Nasdaq 시장의 공매도 공시자료
2 : 월간 거래량은 Datastream 자료

<그림 Ⅴ-2> NYSE와 Nasdaq시장의 월별대차거래량



또한 <그림 Ⅴ-2>에 나타나고 있듯이, NYSE의 주식공매도량은 Nasdaq 보다 절대적으로도 높은 수준이다. 이처럼 높은 공매도량의 주체는 딜러나 스페셜리스트인데, 이들이 취하는 공매도량 비중은 전체 공매도의 대략 80%정도로 알려져 있다.[85] 이처럼 딜러나 스페셜리스트가 높은 공매도 비중을 차지하는 것은 미국의 매매거래제도인 딜러마켓시스템에 기인하는 것으로 해석할 수 있다. 왜냐하면 딜러마켓시스템 하에서 이들은 시장조성자(market maker)로서 매수자에 대해서 매도자의 역할을 수행해야 하기 때문이다. 이들은 항상 자신들이 보유하는 재고가 불충분한 경우 외부로부터의 차입을 하여 충당하므로, 높은 주식공매도 비율은 당연하다.

상기의 주식대차현황과 <부록 Ⅱ>의 채권대차현황분석에서 보듯이,

85) 이에 관해서는 A. Brent, D. Morse and E. Kay Stice, June 1990, "Short Interest : Expectations and Tests," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p.275 참조

미국의 증권대차시장은 채권이나 주식 어느 한 쪽으로 편중되지 않고 균형적으로 발전하고 있다. 현물시장인 채권시장과 주식시장의 규모가 세계 최대이듯이, 채권대차비율 또한 세계적 수준이며, 주식대차비율도 비교적 높은 수준이다.[86] 미국 채권대차와 주식대차시장의 활성화는 결국 자본시장의 유동성 증가와 효율적인 가격발견을 촉진시키는 효율적 기능을 수행한다. 왜냐하면 대차시장의 활성화는 자본시장의 차익거래를 유발시켜 결국 자본시장의 균형가격 형성에 도움을 주기 때문이다. 주식과 같은 유가증권의 대차시장이 활성화되려면 이들 증권에 대한 대차수요와 대여공급의 증대가 매우 중요하다. 미국에서 투자자들이 대차거래를 이용한 차익거래의 활용이나 헷지거래 등의 투자전략을 수행함에 따라서 투자자들은 수요측면에서 대차거래를 적극적으로 요구하였다. 이런 투자자들의 수요 증가요인과 함께, 다음에서 설명할 1981년의 ERISA (Employee Retirement Income Securities Act)법의 개정으로 기업연금이 보유증권을 대여할 수 있게 되어 공급측면에서 대차거래가 증가하는 중요한 요인이 되었다.

2) 주식대차 거래구조

미국의 주식대차시장에 주요 참가자로서 대여자는 보관은행, 상업은행, 연금펀드, 보험회사, 투자신탁회사, 자산관리자, 개인투자자 등이며, 차입자는 대형투자은행(prime brokerage)[87], 소규모 증권회사의 딜러나 브로커, 헷지펀드, 개인투자자 등이다. 주식대차의 중개기관은 별도로 정

86) 미국의 주식대차비중이 시장거래량대비 높은 이유가 미국의 매매거래제도에만 기인하는 것이 아님을 주목해야 한다. <표 Ⅴ-1>에서 보듯이, 미국과는 달리 경쟁매매시스템의 매매거래제도를 채택하고 있는 프랑스, 이탈리아의 경우 미국보다 주식대차가 훨씬 더 활성화되어 있기 때문이다.

87) 프라임 중개회사는 대형투자은행 또는 대형증권회사로서 이들은 신용, 청산, 증권대차, 그리고 기타 서비스를 자신의 고객에게 제공한다.

해져 있지 않으며, 보관기관이나 투자은행업무를 행하는 대형금융기관이 증권대차의 중개업무 기능을 수행하고 있다. 또한 이들 투자은행업무를 하는 대형증권사들 중 일부는 중개업무 기능뿐만 아니라 대여자나 차입자로서의 역할도 수행하고 있다. 대차거래업무를 중개하는 이들 금융기관들은 시장참가자를 대신해서 일일정산을 통해 대차거래에 따른 담보관리를 담당하고 있다.

3) 주식대차 거래제도관련 특성

미국의 주식대차제도는 주식을 차입하거나 대여하려는 참가자의 비용을 절감하고 증권거래에 대한 시의적절한 결제[88]를 촉진시킬 수 있도록 설계되었다. 주식대차와 관련된 세제처리와 법적·제도적 구조 특성을 살펴보고자 한다.

가) 세제처리

미국의 주식대차시장에 참가하는 투자자는 증권이전의 세금처리에 관해서 국세법(Internal Revenue Code) 1058조의 적용을 받게 된다.[89] 주식이전과 관련하여 손익이 인식되지 않기 위해서는 대차계약이 다음과 같은 몇 가지 요건을 만족해야 한다. 첫째, 주식대차는 대여자에게 수익을 제공하는 계약이어야 한다. 둘째, 대여기간 동안 주식의 소유자에게 발생되는 배당 등의 경제적 수익이 주식대여자에게도 동일하게 지급되어야 한다. 셋째, 주식대차에서 주식대여자의 이익에 대한 기회나

88) 대표적인 예는 공매의 활성화, 주식대차에서의 차감결제 수용 등이다.

89) 국세법 1058조는 증권이전과 관련한 세금처리를 다루고 있는데, 이에 관해서는 BIS, July 1999, "Securitie Lending Transactions : Market Development and Implication," *Technical Committee of CPSS and IOSCO,* p. 106 참조

손실의 위험을 축소시키지 않아야 한다. 넷째, 주식대여자는 5영업일 전에 통지함으로써 증권대차를 종료시킬 수 있어야 한다.

나) 법적·제도적 구조

개인연금(private pension)과 기업연금(benefit plan)은 종종 주식대차거래에서 중요한 대여자의 역할을 담당하고 있다. 이들 연금들은 1974년에 제정된 근로자퇴직소득보장법(ERISA)에 의해 지배되고 있다.[90] 미국 노동부는 거래금지 예외조항(Prohibited Transaction Class Exemption: PTE) 81-6[91]을 공포 시행하고 있는데, 이 수정안은 일정한 조건이 충족되는 경우, 종업원 연금이 은행이나 1934년 증권거래법에 의해 등록된 브로커 또는 딜러에게 보유증권을 대여할 수 있도록 허용하고 있다.

보험회사 또한 주요 대여자중의 하나이다. 이들 기관들의 증권대여행위는 상기연금처럼 연방정부 차원의 규제를 받지 않는다. 그러나 전국보험위원협회(National Association of Insurance Commissioners: NAIC)의

90) 이 법은 기업연금의 부실화 방지와 연금의 효율적 운영을 목적으로 제정되었는데, 1981년 이전에는 연금의 증권대여행위에 대해서 규제를 하고 있었다.

91) 노동부는 종업원 연금의 증권대여행위에 대해 규제를 하고 있으나, PTE 81-6에 의거하여 대차거래의 요건(증권을 대여해주는 연금(plan)은 차입자(borrower)로부터 담보물을 제공받아야만 하며, 담보물의 형태는 현금, 미국정부 또는 그 산하기관에서 발행하거나 보증한 증권, 취소불능 은행신용장 등이어야만 함)이 준수되는 경우 특정 브로커-딜러와 은행 (다시 말해서, 적정요건이 준수되어진 1934년부터 발효된 증권거래법에 의거하여 등록된 브로커-딜러나 은행들)에게만 종업원 연금(employee benefit plan)으로부터 증권대차를 허가하고 있다. 1981년 1월 13일부터 효력이 발생된 이 수정법안은 은행, 브로커-딜러 등 거래자, 연금수혜자, 수탁자 등에게 영향을 미쳤다. 이에 관해서는 미국 노동부 웹사이트(www.dol. gov)의 PWBA (Pension Wealth Benefits Administration) 참조

모형법 시행지침 280-1(Model laws, Regulations and Guideline)[92]은 보험회사의 주식대차를 다룸에 따라서 보험회사의 주식대차거래는 제한을 받을 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다. 왜냐하면 모형법은 미국의 모든 주에서 채택하고 있지 않기 때문이다. 그러므로 어느 주가 모형법을 적용하는지에 따라 보험회사의 대차거래는 영향을 받는다.[93] 한 예로 모형법 제16조에서 주식대차의 담보는 시가의 102%에 해당하는 담보를 받도록 되어 있고, 주식대차는 보험계약자를 위해 활동하는 대리인과 계약을 맺도록 하는 등의 규정이 있다.

뮤추얼펀드는 1940년 투자회사법(Investment Company Act)에 의해 지배받는다. 주식대차거래에 관여하는 뮤추얼펀드는 SEC의 no-action letters에 규정된 다음과 같은 요건들을 만족해야 한다. 첫째, 만일 투자정책에 의해 인정되지 않은 경우 포트폴리오 증권을 대여하지 않을 수 있다. 둘째, 주식대차가 투자정책상의 하나임을 뮤추얼펀드 정관에 공시해야만 하고, 뮤추얼펀드는 의결권을 행사하기 위해 대여주식을 수의상환할 수 있다. 셋째, 증권거래위원회(SEC)로부터 면제명령이 없는 경우, 뮤추얼펀드는 관계인(affiliated persons)에게 포트폴리오 주식을 대여하지 않을 수 있다. 넷째, 뮤출얼펀드는 언제든지 대차를 종료시킬 수 있어야만 한다. 다섯째, 뮤추얼펀드의 이사회는 대차주식의 가치에 영향을 미치는 중요 사건에 동의 또는 의결하기 위하여 대여주식을 수의상환 하거나 그렇지 않은 경우 그 권리를 획득해야만 한다. 여섯째, 뮤추얼펀드는 차입자로부터 최소한 100%의 담보를 받아야만 하며, 수용 가능한 담보는 현금, 정부채권, 취소 불가능한 은행신용장, 그리고 기타 보증서로 제한

92) 모형법의 목적은 보험회사의 변제능력과 재무적 능력을 촉진시킴으로써 보험계약자의 이해관계를 보호하는데 있다. 이에 관해서는 다음을 참조 NAIC, June 2002,『NAIC Model Laws, Regulations and Guidelines 280-1』, Volume Ⅱ.

93) 왜냐하면 보험회사가 영업활동을 하는 해당 주의 주보험위원회(state insurance commission)가 모형법의 채택여부를 결정되기 때문이다.

된다. 담보는 일일정산으로 관리하며, 특정일 담보의 시장가치가 대여주식 가치의 100% 미만인 경우 차입자는 추가담보를 제공해야만 한다.

이외에 주식대차활동과 관련하여, 은행과 같은 금융기관들은 각각의 규제기구에 의해 감독되고 규제된다. 1985년에 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)는 연방금융조사위원회(Federal Financial Institutions Examinations Counci: FFIEC)가 작성한 주식대차에 대한 감독정책서(supervisory policy statement on securities lending)를 채택하고 있다. 이 감독정책서는 자기계정이나 고객계정의 증권을 브로커, 딜러, 상업은행, 기타 제3자에게 대여해주는 금융기관에 대한 일반적인 안내서가 되고 있다. 이 감독정책서는 금융기관으로 하여금 주식대차 운영에 관해서 기록, 관리, 신용분석, 담보관리 등에 관한 절차를 세우고 문서화된 정책을 설정하도록 요구하고 있다.

한편, 미국대차시장에서 주요 차입자인 브로커나 딜러들은 증권관리위원회(SEC)와 연방준비위원회(FRB)의 규정과 규칙을 적용받고 있다. 증권거래법하의 rule 15c3-3에 따르면, 증권대차가 행해진 경우 차입자인 브로커나 딜러들은 차입증권을 신속히 획득한 후, 이 증권에 대한 현물 소유와 통제를 요구하고 있다. 그러므로 이 규정에 대한 면제가 없는 경우, 브로커나 딜러들은 차입주식을 제3자에게 인도할 수 없게 된다. 따라서, 브로커나 딜러들은 대여자와 몇 가지 서면계약을 함으로써 차입증권을 제3자에게 인도할 수 있다.[94]

연방준비위원회의 regulation T는 브로커나 딜러들에게 또는 이들에 의한 신용확장을 규정하고 있다. 특히, regulation T는 증권거래에 대한 기초증거금요건(initial margin requirements)을 부과하고 있다. 그런데,

---

94) 대표적인 예로써, 서면계약에는 대차거래당사자의 권리와 의무, 대여증권의 사용계획, 1970년 증권투자자보호법에 해당되지 않는다는 통지 등이 들어 있다.

regulation T 하에서, 브로커나 딜러들은 공매, 인도되어야 할 증권의 인수 실패, 기타 유사 상황의 경우에는 증권인도를 위하여 증거금 제한 없이 증권을 차입하거나 대여할 수 있다.[95]

나. 영국

1) 대차시장 현황

<표 Ⅴ-1>에서 보듯이 미국이나 독일, 프랑스 등의 경우 현금담보비중이 대략 90%이상을 상회하는 것과 비교할 때, 영국의 주식대차거래에서 현금담보비율이 20%대로 낮은 것은 매우 흥미로운 상황이다.[96] 이는 다른 나라와는 달리 영국의 경우 대차거래관련 담보관리가 중앙예탁결제기관인 CREST에서 이루어짐과 매우 관련이 높을 수 있다. 왜냐하면 대여자 입장에서 볼 때, 개별 대차중개기관보다는 중앙예탁결제기관에서 담보관리를 하는 경우가 보다 신뢰적일 수 있기 때문이다. 그러므로 대여자는 현금담보가 아니라도 유가증권담보에도 안심하고 대차계약을 체결할 수 있는 측면이 존재한다.

영국에서의 주식대차는 1997년 10월의 증권차입기관의 확대 조치 이후 급격히 발달하였다. 1997년 이전 주식대차를 위한 차입은 시장 조성자들만이 가능하였고, 더욱이 시장조성자들 조차도 대차중개업자인 머니브로커을 통해서만 차입이 가능했다. 그러나 1997년 10월에 주식대차제도의 변경으로 주식대차를 원하는 시장참가자들은 머니브로커의 중개를 거치지 않고서도 대차거래를 수행할 수 있게 되었다. 이러한 제도변경은

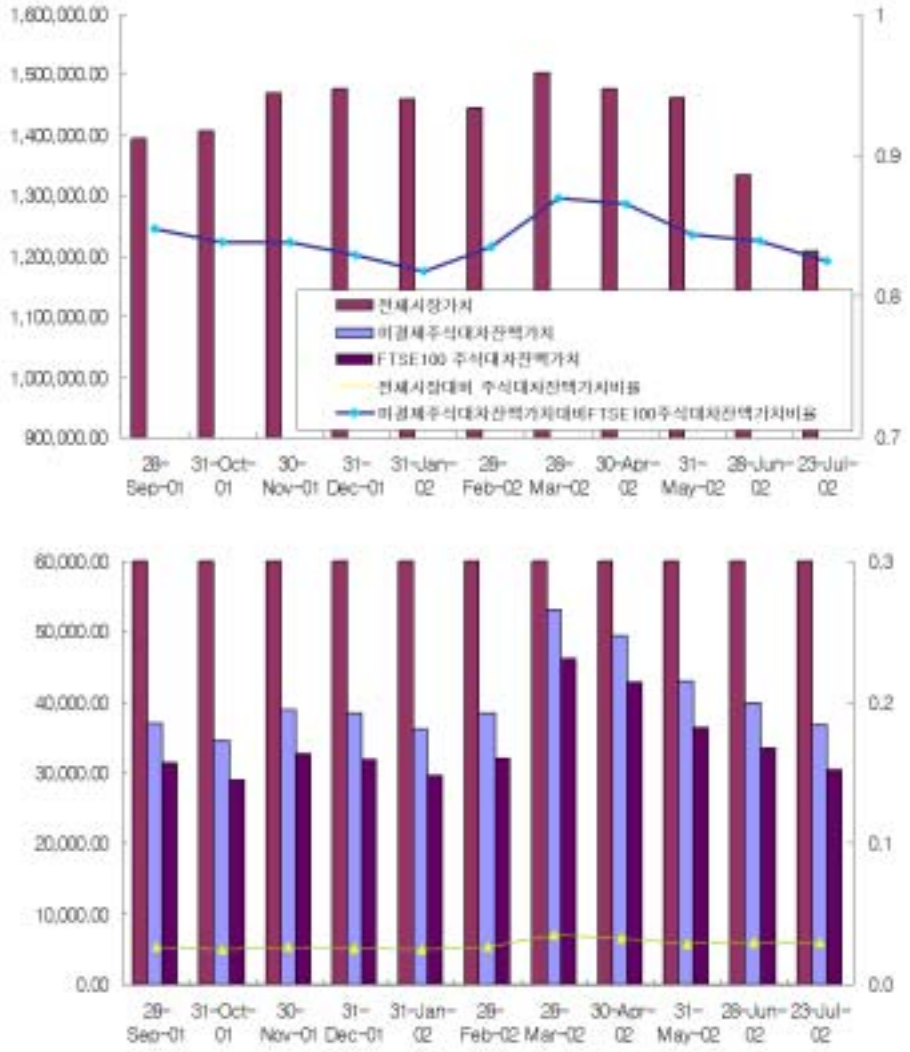
---

95) 이 regulation T에 의한 증거금 규정은 은행이나 기타 대여자에게도 적용되고 있다. 이에 관해서는 BIS, July, 1999, op. cit., p. 107참조

96) <표 부록-2>의 채권대차현황에서 영국은 다른 나라와는 달리 현금담보대차비율은 3%로 매우 낮음이 발견된다.

<그림 Ⅴ-3> 영국의 월별 시가총액대비 대차잔액가치 비중

(단위: 백만파운드)



자료 : 1. 월별 주식대차잔액가치는 일 평균자료를 월평균으로 환산한 것이며, 일별 자료는 영국예탁결제기관인 CREST에서 직접 얻은 자료이다.
2. 영국 전체시장가치는 세계거래소 연맹의 web-site자료로서, Irish증권시장을 제외한 런던증권시장 자료이다.

주식대차규모의 증가에 공헌한 것으로 알려져 있다. <표 Ⅴ-1>에서 나타난 바와 같이 2002년 3월말 현재 주식대차잔액 금액은 65억달러이며, 대여가능자산 대비 주식대차비중은 3%이다. 이 비율은 주변 유럽국가의 대차비율보다 낮은 편으로 주목된다.

<그림 Ⅴ-3>는 2001년 9월에서 2002년 7월까지의 기간동안 영국 증권시장의 월별시가총액, 월별 주식대차잔액 가치, 그리고 FT-100구성 종목들의 대차잔액가치에 대한 분석자료를 나타내고 있다. <그림 Ⅴ-3>에서 살펴본 영국의 주식대차특성을 몇 가지 제시하면, 첫째, RMA자료에서 대여가능자산대비 주식대차잔액 비중이 낮은 것과 일관되게 전체시장가치 대비 주식대차잔액가치의 평균비율은 분석기간 동안 2.85%로 나타나고 있다. 그런데 앞서 미국 NYSE의 대차비율의 산정 수치와는 달리 시장가치 개념으로 계산되었음에 주의할 필요가 있다. 둘째, 영국의 주식대차는 주로 FT-100종목을 중심으로 이루어지고 있다. 영국의 주식대차잔액가치에서 FT-100구성종목이 차지하는 비중이 평균 84%.1로 나타나 있듯이, 영국의 주식대차거래는 유동성과 시가총액이 높은 FT-100 구성종목 중심으로 이루어진다고 볼 수 있다.

2) 주식대차 거래구조

영국의 주식대차시장에 주요참가자로서 대여자는 보관은행, 상업은행, 연금펀드, 보험회사, 투자신탁회사, 자산관리자, 개인투자자 등이다. 주식대차의 차입자는 1997년 제도완화 이전에는 시장조성자인 딜러만이 가능하였으나 제도완화 이후 증권회사의 딜러나 브로커, 헷지펀드, 개인투자자 등으로 확대되었다. 주식대차의 중개는 1997년 10월의 대차거래 제도 완화 이전에는 17개 머니브로커로 한정된 간접거래방식이었으나, 제도완화 이후에는 대여자와 차입자간의 직접거래방식도 수용하였다. 그러므로 시장참가자는 이들 머니브로커를 거치지 않고도 대차거래를 수

행할 수 있게 되었다.

한편, 미국과는 달리 영국에서 대차거래관련 일일정산을 통한 담보 및 증거금관리는 대차거래중개기관이 직접 담당하지 않고 예탁결제기관인 CREST가 담당하고 있다는 점이다.[97]

3) 주식대차 거래제도관련 특성

영국은 대차거래의 활성화를 위한 각종 법적 제도적 기반을 구축하고 있는데, 이를 자세히 살펴보고자 한다.

가) 세제처리

영국에서 증권의 주식대차는 과세가능 사건이 되지 않는다.[98] 만일 이들 거래가 국세청(Inland Revenue)에 의해 승인된 협정으로 인정되는 경우 주식처분에 따른 수입과 자본이득에 대해서는 과세되지 않는다.[99] 이때, 최종적으로 상환되는 증권은 처음 거래와 같은 동종의 증권이어야만 한다.

---

97) 종전 영국의 국채결제기관인 CGO는 2000년 7월에 CREST로 합병됨에 따라서 채권대차관련 일일정산, 담보, 증거금관리 업무 등도 CREST가 수행하고 있다.

98) 채권대차와 Repo 등도 과세대상이 되지 않는다.

99) 영국에서 재매매조건부 계약거래(buy-sell back transaction)도 승인된 협정으로 인정되는 경우 처분에 따른 발생소득에 대해 과세되지 않는다.

나) 법적 제도적 구조

영국의 주식대차관련 법적 제도적 구조를 살펴보면, 금융서비스법(financial service legislation)은 주식대차, 채권대차, 그리고 Repo거래를 일종의 도매영위사업(wholesale business)으로 인식하고 있으며, 이들 대차시장에 참가하는 기업들에 대한 감독은 금융감독청(financial services authority)에서 수행하고 있다. 회사법(company act)은 3%이상의 지분변동에 대해 공시하도록 요구하고 있는데, 주식대차거래에 대해서 이의 공시규정을 면제해주고 있다. 그리고 대부분의 대차거래에서는 표준계약서가 사용되고 있는데, 영국내 주식대차거래의 경우 길트/주식계약서(Gilt-Edged/Equity Stock lending Agreement: GESLA/ ESLA)가 사용되고 있다.[100]

한편, 주식대차와 관련 담보규정은 저당(pledge)보다는 권리이전 접근방식(title transfer approach)을 기초로 수행된다. 대여주식은 대차 만기에 양수인(transferee)이 동일 주식을 상환하기로 하고 이전된다. 이 때 주식의 완전한 법적 소유권과 실질수익(beneficial interest)도 함께 이전된다. 주식대차계약에서 어느 한 계약당사자가 지급불능 상태가 되면, 영국법은 결제이행상대방이 보유담보나 주식에 대해 신속한 조치를 취할 수 있음을 보장하고, 상호 채무의 완전한 상쇄를 제공한다. 또한 영국은 의제(manufactured) 또는 합성 배당(synthetic dividend)을 제공하고 있기도 하다.

---

100) Repo거래의 경우에는 PSA/ISMA 표준약관(Master Repo Agreement)이 사용되고, 국외주식의 대차거래의 경우에는 해외주식계약서(Overseas Stock Lendig Agreement-OSLA)가 사용된다.

다. 스위스

1) 대차시장 현황

스위스의 증권대차는 1990년대 초부터 발달해왔다. <표 부록-2>에서 보듯이 채권대차비율은 독일이나 프랑스의 경우보다 높은 수치이나, 스위스의 주식대차현황은 잘 알려져 있지 않다. 주식대차와 관련한 자료의 입수는 매우 제한적이다.[101] 이런 제약조건하에서, <그림 Ⅴ-4>는 월별 주식의 전체 누적거래대금에서 월별 누적주식대차가 차지하는 비중을 나타내고 있다. 2000년 11월부터 2002년 5월 기간동안 스위스의 주식대차가 시장의 거래규모에서 차지하는 비중은 평균 4%로 비교적 낮은 수준을 나타내고 있다.

2) 주식대차 거래구조

스위스의 주식대차는 크게 상업적 주식대차와 결제불이행 방지 차원의 주식대차로 구분하여 살펴볼 수 있다. 먼저 상업적 주식대차를 살펴보면, 별도의 단일 대차중개기관은 없으며, 대형은행들이 차입자와 대여자를 위해 대차중개기능을 담당하고 있다. 결제불이행 차원의 증권대차는 중앙예탁기구인 SegaIntersettle에서 운영하고 있으며, 이 중앙예탁기관은 자동대차(automatic lending)와 수시대차(on-demand lending)로 구분하여 어느 경우든 결제할 증권이 부족한 차입자에게만 차입자의 신용에 따른 차입한도와 담보가치에 따라 해당 주식을 대여한다.[102]

---

101) 본 연구에서 제시하는 대차거래자료는 스위스 증권거래소로부터 비공식적으로 입수한 것이며, RMA와 같은 기관에서는 공식적으로 스위스 주식대차현황에 관한 분석자료를 제공하고 있지 않다.

102) 이 경우 중앙예탁기관은 대여자 계좌에 기재된 총주식수량으로 구성된 대여주식 집합으로부터 다음 요건을 만족하는 차입자에게 주식을 대여해

주식대차시장에서 대여자는 연기금, 보험, 은행, 투신, 개인 등이며, 차입자는 대형은행의 브로커, 헷지펀드, 개인 등이다. 스위스와 같이 결제불이행 예방차원에서만 중앙예탁결제기구가 대차거래에 관여하는 경우, 결제기관도 차입자의 하나가 될 수 있다.[103)]

<그림 Ⅴ-4> 스위스의 월별 거래대금 대비 주식대차 비중

자료 : 1. 주식대차자료는 스위스 증권거래소로부터 비공식적으로 입수
2. 월별 거래대금은 세계 증권거래소 연맹의 web site 공개자료 (www.fibv.com)

준다. 즉, 첫째, 특정계좌에 결제할 주식이 부족해야만 한다. 둘째, 차입한도를 초과해서는 아니된다. 셋째, 담보물이 충분해야만 한다.

103) 결제기관은 결제불이행 차원의 증권대차제도를 운영함에 따라 자동 또는 수시대차를 위한 증권차입을 필요로 한다.

3) 주식대차 거래제도관련 특성

스위스의 증권대차거래가 활성화된 주요 배경중의 하나로서 바람직한 자산건전성(capital adequacy)규칙과 계속된 세제완화가 거론되고 있기도 하다. 이를 자세히 살펴보고자 한다.

가) 세제처리

스위스의 연방조세청(federal tax authority)은 주식대차, 채권대차, 그리고 Repo[104]와 재매매조건부 계약(buy-sell back) 거래에 대해 인지세, 원천과세 등의 일련의 세제완화를 단행했다. 첫째, 인지세를 살펴보면, 주식대차가 경제적 수익의 이전을 의미하지 않음으로 인식함에 따라 주식대차에 대한 인지세는 1983년에 면제되었다.[105] 둘째, 은행이 대여한 주식에 대해 지급된 수수료의 경우에는 1990년 5월부터 원천과세가 되지 않는다.[106] 셋째, 의제지급(manufactured payment)에 대한 원천과세 체계는 주식대차, 채권대차, 그리고 Repo의 경우 동일하다. 넷째, 주식대차에 대한 자본이득세와 부가가치세는 적용되지 않으며, 대여자가 취득한 이자나 수수료 등[107]에 대해서는 소득세가 적용된다.

---

104) 스위스 연방 은행은 1997년 11월 이후로 레포를 수행할 수 있도록 인가를 얻었는데, 이는 1998년 4월 스위스 레포 시장의 출현에 결정적인 요인으로 작용하였다.

105) Repo의 경우 Repo가 현금조달수단으로 인식됨에 따라 1997년부터 인지세가 면제되었고, 재매입계약의 경우에는 인지세가 적용되고 있다.

106) Repo 거래의 경우 스위스 은행이 채무자로서 현금을 수취하고 현금제공자가 은행이 아닌 경우에만, 현금마진에서 얻어진 이자에 대한 원천과세가 Repo이자율로 적용된다.

107) 이들 항목은 차입자의 경우 공제가능한 비용이 된다.

나) 법적·제도적 규제

스위스에서 주식대차는 대체로 계약법(Contract Law)에 의해 지배되며, 필요한 경우 스위스 부채 강제집행 및 파산법(Swiss Debt Enforcement and Bankruptcy Law)을 적용한다. 스위스 금융기관들은 법적구조를 보다 정확하고 예측 가능하도록 하기 위하여, 주식대차, 채권대차, Repo 등에 대해 별개의 계약서를 사용한다. 주식이나 채권대차의 경우에는 스위스증권대차계약서(Swiss Securities Lending and Borrowing Agreement)를 사용하고 있으며, Repo의 경우에는 스위스 Repo 일반계약서(Swiss General Agreement for Repo Transactions)가 이용된다.[108]

거래가 다음의 세 가지 조건 즉, 거래의 담보화, 대차증권과 담보증권에 대한 일일정산, 일별 증거금 이체 등을 만족하는 경우, 주식대차와 채권대차거래에 대한 자본적정성 규칙(capital adequacy rules)은 대차거래에 의한 순노출가치(net exposure of the value)가 자산재원으로 충당되어야만 함을 요구하고 있다.[109]

라. 일본

1) 대차시장 현황

일본에서의 대차거래는 주식대차를 시발로 먼저 시행되었고, 이후 채권대차거래가 실시되었다. 1951년 증거금 거래(margin transaction)와 관련된 주식대차가 시작되었고, 증권거래법과 관련 규정들이 주식 대차거

108) 이들 계약서는 실질적으로 PSA/ISMA계약서 또는 OSLA와 같은 국제표준계약서로부터 파생되었다.

109) 대차증권에 대한 자본적정성 규칙은 Repo의 경우에도 동일하게 적용되나 재매매조건부 계약에는 적용되지 않고 있다.

래의 조건으로 적격물, 기간, 개시 증거금 요건 등을 요구했다. 그러나, 일본내 주식 대차 시장의 비신축성은 일본 주식에 대한 역외 대차시장의 발전을 가져왔다. 급기야, 1998년 12월 일본 증권업협회(Japanese Securities Dealers Association: JSDA)는 일본내 증권대차시장의 발전을 위해 주식대차프로그램이라는 안내서를 소개하기도 하였다.

이러한 일련의 노력으로 일본의 대차시장은 크게 발전하였다. <표 Ⅴ-1>에서 보듯이, 2002년 1/4분기 평균 일본의 대여가능자산대비 주식대차비율은 15%로 미국이나 영국보다 높은 편이다. <그림 Ⅴ-5>은 2000년 1월부터 2002년 6월 기간 동안에 일본의 동경증권거래소와 오사카거래소에서 거래된 월별 주식거래대금 중에서 신규로 거래된 주식대차대금이 차지하는 비중을 나타낸 것이다.[110] 동기간 시장의 거래대금에서 주식대차 거래규모가 차지하는 평균 비중은 18%로 상당히 높은 편이다.[111]

---

110) 월별 주식대차거래자료는 거래소 상장종목뿐만 아니라 장외등록종목에 대한 거래도 포함되었다. 2002년 4월 기준으로 일본내 전체 주식대차거래대금은 3.01조엔이며, 이중 장외종목 대차거래대금이 70억엔으로, 이들 장외종목이 전체대차거래에서 차지하는 비중은 0.2%정도이다. 이런 특성을 고려하여, 장외시장의 주식거래대금 자료는 무시하고자 한다. 이와 함께 일본의 주식시장은 7개 거래소로 나뉘어져 있지만 대부분이 동경증권거래소에서 거래가 이루어지고 있고, 다음으로 오사카 거래소에서 증권거래가 이루어지고 있다. 그러므로 본 연구에서 일본 시장에서의 월별 누적거래대금은 동경증권거래소와 오사카증권거래소의 자료를 합하여 대용치로 사용한다.

111) 일본증권업협회에서 제공하는 주식대차관련 잔액과 신규거래자료는 대여잔액과 차입잔액으로 구분되어 있는데, 본 연구에서는 대여잔액과 차입잔액을 합한 수치를 사용하였다. 따라서 본 연구에서 제시하는 일본의 주식대차현황 자료는 실제보다 다소 부풀려져 있을 수 있다. 대차중개회사가 차입자와 대여자간에 중개를 하여 대차가 이루어지는 경우에는 본 연구 자료의 합산 방식에 문제가 없다. 그러나 대차중개기관과 차입자간, 그리고 대차중개기관과 대여자간에 이루어진 계약이 대차거래로 일본증권업협회에 보고되는 경우 동일계약금액은 주식대차와 주식대여로 이중으로 나뉘어 보고된다. 그러므로 본 연구의 합산방식은 중복계산의 여지가 있다.

2) 주식대차 거래구조

일본의 주식대차시장 거래구조는 앞서 살펴본 국가들과는 다소 상이한 별도의 대차중개기구와 함께 제한적으로 증권회사 자체적인 대차중개업무를 허용하고 있는 독특한 형태를 띠고 있다. 별도의 대차중개기능을 담당하고 있는 기관은 일본증권금융(주)이며, 이 기관은 특수 금융기관의 형태로서 증권시장에서 신용거래에 필요한 자금이나 증권을 조달해 주는 기능을 수행하고 있다. 그리고 증권회사는 자기 고객의 서비스 차원에서 자신이 보유 또는 증권금융으로부터 차입한 증권에 대해서 대

<그림 Ⅴ-5> 일본의 월별 시장거래대금 대비 신규주식 대차거래대금 비중

자료 : 1. 주식대차거래대금은 일본증권업협회에서 제공받음.
2. 시장거래대금은 세계증권거래소연맹 공시자료임.

차업무를 중개하는 역할을 수행하고 있다. 그러므로 대차거래에 따른 담보 또는 자산관리 주체는 다르다. 즉, 증권회사 보유자산인 경우에는 증

권사가 담당하고, 증권금융을 통한 거래인 경우에는 증권금융이 직접 담당하는 체계이다. 그러나 주식대차시장에서 참여자인 대여자와 차입자는 다른 나라의 경우와 유사하다. 대여자는 연기금, 보험, 은행, 투신 등이다. 증권대차거래의 차입자는 은행, 증권회사와 같은 기관투자자이며 증권회사 고객인 개인도 거래증권사를 통해서 차입이 가능하다.

3) 주식대차 거래제도관련 특성

일본의 대차거래제도는 서구에서 찾아볼 수 없는 일본증권금융이라는 특수 금융기관으로 하여금 대차거래를 중개하도록 하는 한편 증권회사들도 자사 보유 물량이나 증권금융으로부터 차입한 증권을 자사 고객에게 대차해주는 이중적인 구조를 취하고 있다. 따라서 개인인 경우에도 직·간접적으로 증권사를 통한 대차거래참여가 가능한 구조라고 말할 수 있다.

다른 나라와 마찬가지로 일본의 경우에도 대차증권의 법적 소유권은 차입자로 이전된다. 그러나 증권대차거래를 통한 증권의 법적 소유권 이전이 대여자의 포트폴리오 장부가치를 변화시키지 않기 때문에, 대차거래로부터의 포트폴리오 이득이나 손실은 인정되지 않고 있다.

이하에서 일본의 대차거래제도와 관련된 세제처리 및 법적 제도적 규제사항 등을 살펴보고자 한다.

가) 세제처리

일본에서 증권거래세 폐지 이전에 Repo나 일종의 채권재매입계약과 유사한 겐사키(gensaki)거래에는 거래세가 부과되었지만 증권대차거래에 대해서는 거래세가 부과되지 않았다. 그러므로 세제 측면에서 투자자들

은 주식대차와 채권대차를 선호하는 편이었다. 이러한 증권거래세의 부과는 1999년 3월말에 폐지되어, 주식대차의 세제상 상대적 이점은 소멸된 상태이다. 주식대차거래에서 대차수수료와 현금담보에 대한 이자지급, 겐사키 거래에서 매도가격과 매수가격 사이의 양도차익은 소득세가 부과되고 있다.

나) 법적・제도적 규제

일본에서 증권업협회와 은행연합회는 주식대차거래와 관련한 업무규정을 관장하고 있다. 일본증권업협회는 주식대차에 대한 담보요율(margin haircut), 주식대차와 채권대차, 그리고 겐사키 거래를 위한 적격증권 등에 관한 규정을 정하고 있다. 은행연합회(Japanese Bankers Association)는 채권대차계약에서의 추가증거금 납부 요청, BIS 자본적정성 원칙에 따라 대여증권에도 동일 증권발행기관의 위험가중치 적용 등을 정하고 있다. 일본증권업협회는 채권대차와 주식대차를 위한 표준약관(master agreement)을 제정하였는데, 대부분의 시장참여자들이 이를 사용하고 있다. 표준약관의 첨부서는 증거금유지와 일일정산 방법을 규정하고 있다.

무엇보다도 특이할 사항은 1998년 12월에 청산차감법(close-out netting law)의 효력이 발생되었는데, 이는 현금담보 주식대차에 대한 차감청산의 이행가능성과 관련한 불확실성을 줄이는 역할을 하였다.

2. 외국 현황분석에서 나타난 시사점

전절에서는 미국, 영국, 스위스, 일본 4개국을 대상으로 한 주식대차 현황과 주식대차제도 및 구조 특성 등을 분석하였다. 이들 국가들은 각각의 독특한 주식대차시스템을 지니고 있는데, 어느 국가의 주식대차시스템이 절대적으로 우월하다고는 말할 수 없다. 왜냐하면 각 나라의 주식대차시스템은 각기 자국의 경제금융 환경하에서 발달되어온 자본시장의 산물이기 때문이다. 본 절에서는 이들 국가들이 지니고 있는 주식대차의 주요 특성을 상호비교하고 이들 특성이 주는 시사점을 몇 가지 살펴보고자 한다.

가. 주요 특성의 비교

미국의 주식대차시스템은 한마디로 상업성의 원리에 입각한 경쟁체계라 말할 수 있다. 주식대차시장의 참가자에 제한이 없으며, 주식대차 중개기능도 보관기관이나 투자은행이 행하고 있다. 주식대차계약에 따른 담보나 자산관리도 이들 중개기능을 수행한 보관기관이나 투자은행이 스스로 행하고 있다.

이와는 달리 일본의 주식대차시스템은 특정기관의 독점성을 인정한 경쟁체계라고 말할 수 있다. 다른 나라들과는 달리 일본증권금융(주)라는 특별기관으로 하여금 주식대차 중개기능을 담당하도록 하고 있으며, 증권회사들은 자사고객에게 자신들의 보유물량이나 증권금융으로부터 차입한 증권을 대여해줄 수 있는 체계이다.

영국의 주식대차시스템의 프론트업무는 미국의 상업적 원리에 의한 경쟁체계와 유사하지만, 후선업무는 자본시장 전체의 효율성을 가미한

체계이다. 과거에는 딜러만이 차입을 할 수 있었으나 이제는 차입에 대한 제한이 없는 경쟁체계이다. 그러나 미국과는 달리 영국의 주식대차시스템은 대여기관이나 대차중개기능을 수행한 머니브로커가 주식대차와 관련된 담보관리를 직접 수행하지 않는다. 대신에 영국의 중앙예탁결제기관인 CREST가 이들 기관들의 담보관리기능을 수행한다.

스위스의 주식대차시스템은 전반적으로 미국체계와 비슷하지만 다소 차이점이 있다. 즉, 상업성에 의한 주식대차는 미국식의 체계와 유사하지만, 미국에는 없는 결제불이행 예방차원의 대차제도가 운영되고 있다. 스위스의 중앙예탁결제기관인 SegaIntersettle에서는 결제불이행 예방을 위해 자동대차나 수시대차를 운영하고 있다.

나. 시사점

모든 제도가 그러하듯이, 주식대차거래제도 또한 각국의 경제금융환경을 반영하여 구축되어 있다. 그러나 이러한 제도구축의 기본 목적은 자국 자본시장 활성화나 경쟁력 제고에 있다. 만일 종래의 제도구축이 과거에는 효율적이었을지 몰라도 현재와 미래에는 비효율적일 수 있다. 영국의 차입자시장의 완화에서 보듯이 자본시장의 발전에 저해되는 시장구조는 개혁되고 있다. 본 항에서는 우리나라 자본시장의 활성화와 국제경쟁력을 제고시키려는 차원에서 외국의 주요 주식대차시스템의 특성이 주는 시사점을 몇 가지 살펴보고자 한다.

첫째, 투자전략 차원에서 이용되는 주식대차의 경우에 대차중개기능은 시장경쟁을 통해 수요자 중심으로의 전환될 필요가 있다. 일본을 제외한 미국, 영국, 스위스의 경우 주식대차를 전담하는 특정기관은 지정되어 있지 않다. 수요자 중심의 대차중개기능은 차입자와 대여자간의 다양한 욕구와 조건에 대한 해결을 가능하게 한다. 투자전략 목적의 주식

대차거래의 경우 다양한 조건의 해결은 필요하다. 따라서 주식대차중개 기능은 단일의 공급기관에 의해 수행되는 것보다 복수의 많은 상업기관에서 수행하는 것이 효율적일 수 있다. 왜냐하면 대차중개업무 자체가 투자은행이나 보관기관입장에서 볼 때 수익사업중의 하나가 될 수 있으므로 적극적인 동기부여가 되며, 대차중개업무의 경쟁화를 통해서 차입자나 대여자의 편익제고가 가능하기 때문이다. 나아가 시장참가자에게의 편익증진은 대차시장의 활성화에도 도움이 될 수 있기 때문이기도 하다.

둘째, 결제불이행 예방차원의 자동대차시스템이 필요하다. 주식을 매도한 고객이 결제일에 해당 주식을 인도하지 않으면, 해당 증권회사는 주식인도를 할 수 없는 결제불이행에 직면한다. 또한 어느 증권회사가 주식을 매수하고 당일 해당 주식을 매도하는 경우에도 매도고객이 증권을 인도하지 않으면, 결제불이행이 발생한다. 실제로 증권시장에서 결제불이행은 간혹 발생할 수 있으며[112], 결제불이행을 야기한 해당 증권회사는 증권인도 실패에 따른 경제적 불이익은 물론 신용과 명예의 훼손을 입게 된다. 그러므로 어느 증권회사가 증권을 매도하고 해당 증권을 인도할 수 없는 경우, 다른 거래회원이나 결제기구로부터 필요증권을 차입하여 매수자에게 증권을 인도해야 한다. 만약 거래증권이 유동성이 낮은 주식이거나 희소 주식의 경우에는 이들 증권의 보유관계를 알고 있는 중앙예탁기관으로부터의 차입이 필요할 수 있다. 스위스와 같이 자동증권대차의 도입을 통해 안정적인 결제제도의 유지가 필요하다 하겠다.

셋째, 시장참여자에 대한 제한과 같은 규제가 완화되어야 한다. 주식대차시장에서 참가자에 대한 인위적인 제한은 오히려 시장참가자의 다양한 투자전략 수행에 방해가 되며, 제한을 받지 않은 시장참가자들에 대해서도 잠재적 이익기회를 제공해주는 불공정거래체계라 말할 수 있

112) 이러한 사례는 day trading이 빈번하고 증거금확인 규정의 예외를 받고 있는 기관투자자의 거래경우에 간혹 발생할 수 있다.

다. 예를 들어, 기관투자자만이 차입을 할 수 있다든지, 과거 영국에서와 같이 딜러들만이 차입할 수 있다든지 하는 경우이다. 어떤 이유에서든 시장참가자의 다양한 투자전략 일환으로 이루어지는 대차증권의 차입제한은 설득력이 없다. 보다 중요한 것은 차입자가 누구든 간에 제공할 충분한 담보를 지니고 있는가, 담보관리를 제대로 할 수 있는 관리체계가 구축되어 있느냐가 관건이다. 이와 유사하게 대여자에 대한 인위적인 제한도 불필요할 수 있다. 예를 들어, 연금의 경우 계약자의 자산을 안정적으로 보유하는 것은 중요하다. 그렇지만 주식대여와 관련한 충분한 담보요구체계, 증거금관리체계, 그리고 계약자의 동의를 조건부로 허용하지 않고 특정 대여자에 대한 무조건적인 대여금지는 자산운용에 대한 불필요한 제한이나 간섭이 될 수도 있다. 이외에도 정부나 규제당국, 감독당국 측면에서 대차시장의 원활한 거래를 저해하는 세제 또는 규제적 측면의 장해요인도 제거내지 완화될 필요가 있다.

넷째, 담보 및 대차자산의 일일정산체계가 필요하다. 대차증권은 물론이고 담보자산의 가격은 매일 변동하므로 자산가격의 변동을 반영한 위험관리가 필요하다. 만일 이러한 위험관리가 제대로 이루어지지 않는다면 결제불이행의 발생이나 차입자의 과중한 부담이 불가피하게 일어날 수 있다. 그러므로 이로 인한 피해는 일차적으로 시장참가자가 지게 되지만 결국에는 대차시장 나아가 자본시장의 신뢰에도 큰 영향을 미치게 된다. 그런데 담보자산 및 대차자산의 관리와 증거금관리로 귀결되는 위험관리체계는 크게 두 가지로 구분할 수 있다. 하나는 대차중개기능을 수행하는 기관에서 위험관리를 수행하는 것(이하 “분산형 위험관리”라 칭함)이고 다른 하나는 영국과 같이 중앙예탁결제기관에서 집중적으로 대차증권에 대한 위험관리를 하는 체계(이하 “집중형위험관리”라 칭함)이다. 비록 대차주식의 위험관리는 차입자 또는 대여자가 스스로 하는 것이지만 현실적으로 이들 참가자가 직접 위험관리를 하는 것은 어렵다. 그러므로 대부분 이들 참가자를 대신해서 대차중개기구나 중앙예탁결제

기관이 위험관리를 수행하는 것이다. 분산형 위험관리와 집중형 위험관리체계 중에서 어느 유형의 위험관리가 바람직한지는 자국 대차시장의 규모, 대차서비스를 제공하는 금융기관의 대형화 정도와 자산관리 능력, 자본시장의 성숙도, 시장참가자의 시장신뢰도 등에 따라 결정될 것으로 보인다.

Ⅵ. 우리나라 주식대차시스템의 현황과 개선방안

1. 우리나라 주식대차거래와 제도 현황
2. 주식대차제도의 문제점과 개선방안
3. 대차중개시스템의 개편방안

Ⅵ. 우리나라 주식대차시스템의 현황과 개선방안

1. 우리나라 주식대차거래와 제도 현황

우리나라 증권대차거래의 역사는 일천하지만 증권대차거래의 저변확대를 위한 제도의 개선과 보완이 지속적으로 이루어져 왔다. 우리나라는 1996년 9월 거래소 상장종목을 대상으로 주식대차를 시작하였고, 1997년 11월에는 코스닥종목으로 확대되었다. 1998년 7월에는 외국 금융기관의 대차거래 참가가 허용되었고, 1998년 9월에는 채권대차거래로 확대 실시되었다. 도입초기부터 2000년 12월까지 증권예탁원이 대차거래의 중개업무를 수행하였고, 한국증권금융이 대차거래에 따른 이행보증업무를 맡아왔다. 2001년 1월부터는 대차거래중개기능은 증권예탁원과 증권금융 두 기관의 양분체제에다가 증권회사들의 양 기관 차입분에 대한 중개기능이 추가되었고, 2002년 3월부터는 증권회사들도 증권예탁원이나 증권금융을 거치지 않고 직접 대차거래를 중개할 수 있는 체계로 바뀌었다. 그리고 2002년 10월부터는 상장지수투자신탁의 수익증권(exchanged traded fund: ETF)에 대한 대차도 가능해졌다. 우리나라 증권대차거래는 주식대차 중심으로 이루어지고 있으며, 채권대차거래는 매우 빈약하다.[113] 본 절에서는 주식대차 중심으로 거래현황, 거래구조, 제도적 변경상황 등을 살펴보고자 한다.[114]

---

113) 채권대차거래의 경우 1998년의 채권대차시장 개설 이후 2001년까지 거래실적은 전무하였고, 2002년 들어 약간의 거래가 발생되어 2002년 7월말 현재 총8건의 398억원의 거래실적을 기록하였다. 동기간의 상장채권발행잔액 대비 채권대차비중은 0.007%로 무시할 정도로 매우 낮다.

114) 본 연구에서는 증권회사에서 운용중인 신용거래의 한 수단인 대주도 주식대차의 개념으로 포함시킨다. 왜냐하면 제Ⅱ장에서 살펴보았듯이 대주제도는 일본과 한국에서 사용되는 개념으로 주식대차전략 중에서 단방향

가. 주식대차거래 현황

1996년 9월의 주식대차거래 실적은 59억원으로 매우 낮았으나 1999년까지 2,486억원으로 급격히 증가하다가 2001년 말에는 1,067억원으로 다소 축소되었다. 동기간 월평균 주식대차거래규모는 1,712억원으로 제도도입시보다 무려 28배나 증가한 수치이다. 이러한 대차규모의 증가 추세는 <그림 Ⅵ-1>의 주식대차현황에 잘 나타나 있다. 2001년 2월부터 한국증권금융(주)의 주식대차 중개분에 대한 자료가 포함되었는데, 이 때부터 2001년 12월말까지의 두 대차중개기관의 월별 거래중개비중은 증권예탁원이 81%를 차지하고, 증권금융의 월 평균비중은 19%로 나타나 있다.[115]

한편, 우리나라의 경우는 외국에 비해 주식시장의 전체 거래에서 대차거래가 차지하는 비중은 아직도 매우 낮은 편이다. 2001년 12월 기준으로 살펴보면[116], 거래소시장의 전체 거래대금에서 대차거래대금이 차지하는 비중은 0.36%로 매우 낮은 편이며, 거래량기준으로 계산시에는 0.04%이다. 그런데 동일 시점 미국의 시장 거래량대비 주식대차거래비중은 뉴욕증권거래소의 경우 25.2%를 차지하고, 나스닥시장의 경우에는 11.8%를 차지하고 있다.[117]

공매 포지션(naked short position)의 성격을 지니고 있기 때문이다. 그러나 이들 증권회사에서 이루어지는 대주자료는 입수가 곤란하며, 증권업협회를 통한 증권회사 대차중개실적자료는 2002년 5월부터 가능하지만 자료입수상의 다소 제약에 의해 본 연구의 주식대차자료는 한국증권금융(주)와 증권예탁원의 자료만을 사용한다.

115) 2002년 3월부터 제도상 증권회사의 직접 대차중개업무가 허용되어 2002년 5월 현재 증권회사의 주식대차거래비중은 거래량기준으로는 증권예탁원(60.5%) 다음으로 높은 28.9%를 차지하고 있다.

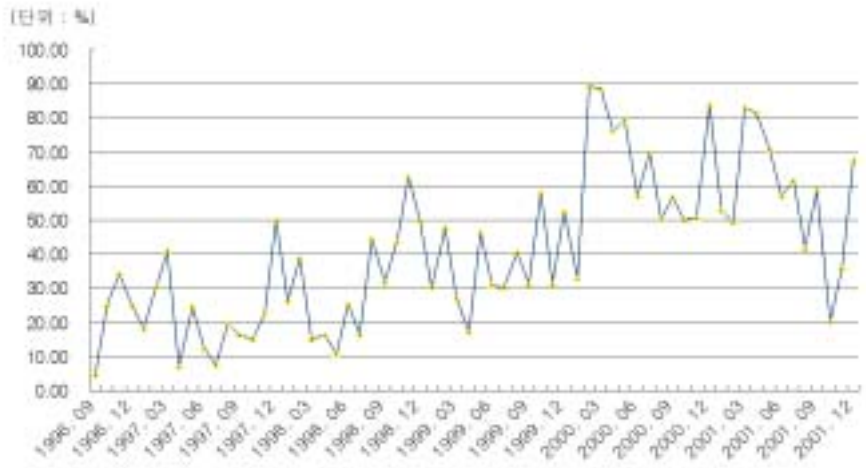
116) 주식대차거래자료는 증권거래소와 코스닥시장의 합계수치이나 코스닥시장의 대차거래자료는 본 주식대차거래자료에서 5%미만이므로, 두 시장으로 각각 구분하지 않고 거래소시장수치로 포함시켜 계산하였다.

<그림 Ⅵ-1> 우리나라 주식대차현황(거래대금기준)

자료 : 증권예탁원 및 한국증권금융

117) 미국과 우리나라의 주식대차비중에 대한 직접적인 비교에는 다소 주의할 점이 있다. 그것은 미국이 우리나라의 경쟁매매시스템(call action system)과는 다른 딜러마켓시스템(dealership market system)을 사용한다는 것이다. 왜냐하면 이들 딜러들은 시장조성자로서 고객의 매수주문에 부응하기 위해 자신이 보유하지 않은 주식에 대해 차입을 해야하기 때문이다. 그러므로 딜러시장에서의 주식대차비중이 높은 것은 어쩌면 당연할 지도 모른다. 그러나 제Ⅴ장의 <표Ⅴ-1>에서 보듯이 미국의 주식대차비중은 경쟁매매시스템을 채용하는 프랑스 등보다 오히려 낮음을 알 수 있다. 그러므로 국가간의 비교에서 매매거래제도의 상이함을 유의하는 것은 필요하다. 그러나 우리나라에서 주식대차가 매우 협소하여 자본시장 균형발전에 제약이 존재한다는 사실은 부정할 수 없을 것 같다.

<그림 Ⅵ-2> 결제목적의 주식대차 비중 추이(거래대금기준)



우리나라 주식대차거래 목적 중에서 결제목적의 대차거래 비중은 전체 주식대차 거래대금중에서 월평균 47%를 차지하고 있다.[118] <그림 Ⅵ-2>에 나타나 있듯이, 대차제도 도입 초기에는 결제목적보다는 다른 투자목적의 거래비중이 높았으나 결제목적의 대차거래비중은 대체로 점증하는 추세를 나타내고 있다. 이는 결제목적의 주식대차거래 또한 투자목적 못지 않게 빈번히 이용되고 있음을 제시하는 것으로써 결제안정화를 위한 주식대차제도의 존재 이유이기도 하다.

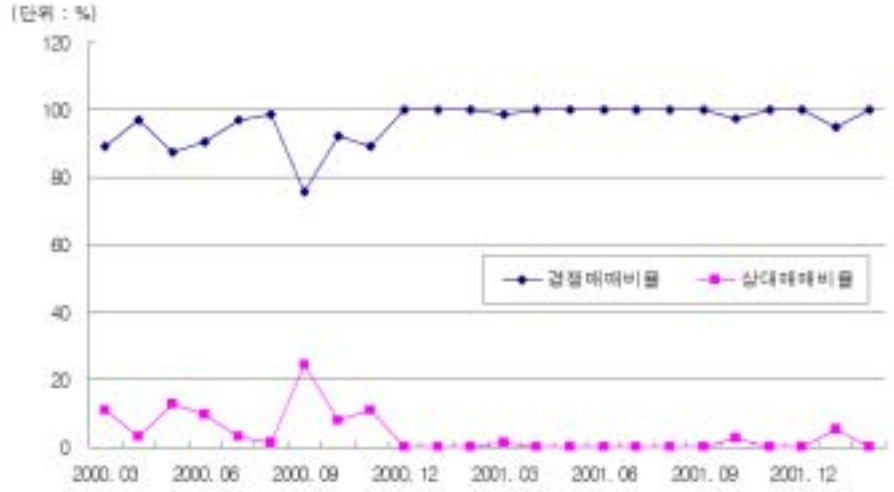
한편, 2000년 3월부터는 종래 고정 대차수수료체계[119]에서 대차수요

118) 증권예탁원이나 한국증권금융(주)의 자료에는 명확히 대차거래목적이 구분되어 있지 않다. 본 분석에서는 대차기간기준으로 결제목적과 투자목적으로 구분하였는데, 여기서는 대차기간이 5일 이내인 것은 결제목적으로 분류하였다. 따라서 초단기 스프레드를 이용한 차익거래목적의 대차거래가 존재하는 경우 본 분석에서는 투자목적이 아니라 결제목적으로 분류되는 오류가 있을 수 있다.

119) 변경전 대차수수료는 고정수수료체계였다. 즉, 대차수수료는 기준수수료

와 공급의 상황을 반영한 경쟁수수료 호가체계로 바뀌었다. 이러한 대차수익률 호가에 의한 거래는 우리나라 시장에서 경쟁매매라 부르고 있고, 차입자와 대여자간의 조건합의에 의한 거래는 상대매매 또는 맞춤거래라고 일컫고 있다.[120]

<그림 Ⅵ-3> 주식대차에서의 경쟁 및 상대매매 비중



<그림 Ⅵ-3>은 경쟁수수료체계 하의 2000년 3월부터 2001년 12월기간 동안에 월별 경쟁매매와 상대매매의 비중을 나타낸 것이다. 전체 월별 대차거래중에서 경쟁매매 비중은 96%를 차지하고 있으며, 상대매매

로하여 체결가의 연 2.5%에서 6%를 기준으로 설정하여 차입수수료(대차수수료*1.05)와 대차수수료(대차수수료*0.95),중개수수료(대차수수료*1/ 20) 등이 결정되었다. 이외에 이행보증수수료는 체결가의 0.2%가 부과되었다.

120) 경쟁거래방식의 경우 대여는 낮은 수수료율이 우선되며, 차입은 높은 수수료율이 우선된다. 만일 수수료율이 동일한 경우에는 시간 및 수량우선원칙이 적용된다.

는 4%정도를 차지하고 있다. 이는 우리나라 대차시장의 몇 가지 특성을 나타내 주고 있다. 첫째, 경쟁매매의 비중이 이처럼 매우 높은 이유중의 하나는 차입수요가 대여량에 비해 과다하기 때문이다. 왜냐하면 차입자는 많고 대여자가 적은 시장에서 대여자는 이들 차입자 중 보다 높은 차입수수료를 제시하는 차입자를 찾기 위해서 상대매매보다는 경쟁매매를 선호하기 때문이다. 둘째, 시장참여자들이 주식대차에 의한 이행보증과 담보관리서비스를 선호한 결과라 말할 수 있다. 왜냐하면, 앞서 언급했듯이 경쟁매매방식에서는 대차중개기관인 증권예탁원과 증권금융(주)이 이행보증과 일일정산에 의한 담보관리를 수행하지만 상대매매방식에서는 이런 이행보증절차와 담보관리업무가 없기 때문이다. 그러므로 상대매매방식에서는 대여자와 차입자 각자가 스스로 담보관리를 하거나 이의 담보관리업무를 대차중개기관에 위임하는 불편이 따를 수 있다.

나. 주식대차거래구조와 특성

우리나라 대차시장의 참가자 중 대여자는 연금, 보험회사, 증권회사, 은행, 투신, 증권사 고객인 개인[121] 등이며 기관투자자가 주류를 이루고 있다. 차입자는 증권회사, 개인 등이다. 대차거래 중개기능은 처음에는 중앙예탁기관인 증권예탁원이 혼자 담당하다가, 2001년 1월부터는 유가증권 담보대출, 우리사주취급 등의 업무를 담당하는 한국증권금융(주)으로 확대되었다. 증권회사는 대여자와 중개자로서 자기 상품분에 한해 대주형태의 대차업무를 수행하였고, 증권금융이나 증권예탁원의 차입을 통한 재대여와 같은 간접중개업무도 수행하였고, 2002년에 3월에 들어서는 직접중개업무도 담당하게 되었다.[122] 급기야 2002년 5월말 현재 증권회사가

121) 개인은 개인투자자뿐만 아니라 일반법인투자자도 포함한다.
122) 이에 관해서는 증권감독원 업무규정 5-66조 참조

중개한 거래량은 전체주식대차거래량의 대략 29%를 차지하는 정도에 이르렀다.

우리나라의 대차시장참가자 구조는 일본과 매우 유사하지만 일본보다는 대차중개기능이 보다 경쟁화된 형태이다. 우리나라의 주식대차거래 구조와 관련된 몇 가지 특성을 제시하면 다음과 같다.

첫째, 현행 우리나라의 대차거래방법은 주로 경쟁거래방법이 이용되고 상대거래방법의 비중은 매우 낮다. 이는 대차수수료의 결정이 대여자 주도로 이루어지는 주식대차시장의 특성과 대차거래관련 담보관리문제에 기인하는 것으로 볼 수 있다.

둘째, 우리나라 주식대차거래 대상 유가증권은 상장주식과 코스닥등록주식이다. 코스닥시장의 등록주식 중에서 관리종목이나 투자유의종목은 제외될 수 있다.[123] 왜냐하면 이들과 같은 유가증권에 대한 대차거래는 유동성이 부족하여 결제불이행을 야기할 가능성이 높기 때문이다.

셋째, 대차거래의 체결과 반환에 의한 결제시 대차주식 및 담보증권에 대한 인·수도는 중앙예탁기관의 계좌대체방식(book-entry)에 의한다.[124] 그러므로, 우리나라의 대차거래관련 결제방식은 동시인수도방식(DVD 또는 DVP)이라 말할 수 있다.

넷째, 주식대차기간은 1년이다.[125] 그러나, 주식대차 특성상 개방형이 선호되어 대차기간 동안에 대여자 또는 차입자의 어느 일방의 요구에 의해 중도상환을 할 수 있다.

---

123) 채권대차의 경우에는 상장채권이다. 채권대차의 경우 주식관련 채권이나 신용등급이 BBB미만인 채권, 그리고 시가평가 곤란 채권은 제외된다.

124) 그러나 현금담보인 경우 대차중개기관별로 자체 또는 지정은행에 직접 예치하도록 하고 있다.

125) 2002년 5월말까지 주식의 대차기간은 6개월이었으나 6월부터 채권의 경우와 같이 1년으로 확대되었다.

다섯째, 증권회사가 직접 대차중개업무를 할 수 있게 되었음에도 불구하고 대여증권과 담보자산에 대한 일일정산업무를 직접 처리하는 증권회사는 소수에 불가하다.[126] 이는 증권회사의 대차중개업무가 아직도 일반화되지 못한데 기인한다. 비록 2002년 5월의 증권회사 대차거래실적이 무시 못할 수준이지만, 이중 대부분의 거래가 국내 증권회사보다는 외국계 증권회사의 중개물량이라는 사실이 이를 반영한다.

다. 주식대차관련 제도변경 현황

우리나라 주식대차시장은 1996년 9월 시장개설 이래 많은 제도적 발전을 거쳐 어느 정도 대차시장의 활성화를 위한 기반이 정립되었다고 볼 수 있다. 앞에서 잠깐 언급하였지만, 증권대차관련 제도적 변경사항은 <표 Ⅵ-1>에 나타나 있다. 주요 특이한 변경사항을 몇 가지 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 시장참여자로서 차입자에 대한 규제완화이다. 대표적인 예는 외국인에 대한 대차거래 허용과 확대조치이다. 증권대차제도의 도입시에는 금지되었으나, IMF기간 중인 1998년 7월에 비거주자인 외국인에게 대차거래가 허용되었다. 그러나 형식적으로는 허용되었으나 실질적으로 외환관리법상의 규제로 대차증권의 거래대금이 1억 한도로 제한되어 큰 실효가 없었다. 그런데 2001년 1월에 10억, 그리고 동년 12월에는 외국인의 차입한도가 50억으로 확대되어 종전보다는 외국인 대차시장 참여가 활발해질 수 있게 되었다.

둘째, 시장참여자로서 대여자에 대한 규제완화이다. 대표적인 규제완

126) 자신이 직접 일일정산을 하지 않는 증권회사는 예를 들어 증권예탁원에 일일정산업무를 위임할 수도 있다. 그러나, 일일정산을 위임하였다 하더라도 대차거래이행보증은 해당 증권회사가 진다.

<표 Ⅵ-1> 증권대차관련 제도변화

조치일시	조 치 사 항	비 고
‘96년 9월	증권대차거래제도 개시 • 중개기관 : 증권예탁원 • 대차수수료 : 기간별 고정수수료 • 이행보증 : 증권금융	
‘97년11월	코스닥주식의 대차거래대상 포함	
‘98년 6월	대차거래제도의 개선 • 대차거래기간의 세분화, 수수료 차등화, 위약금 신설, 상환기관의 연장 등	
‘98년 7월	외국법인의 대차거래 참가 허용	
‘98년 9월	채권대차거래업무 개시	· ‘96년 지수선물 시장 개설
‘00년 3월	신대차거래 중개제도 도입 • 대차수수료율 경쟁방식 및 맞춤거래 도입 • 이해보증 수수료 폐지 및 담보비율, 담보기준의 합리화	· ‘97년 지수옵션 시장 개설 · ‘02년 Repo중개 시장 개설
‘00년 8월	신탁계정의 유가증권 대여 허용 • 은행신탁, 투신사, 뮤추얼펀드의 유가증권 대여 허용	· ‘02년 주식옵션 시장 개설 · 외국인 차입한도
‘00년 9월	증권회사 및 증권금융의 대차 중개업무 허용	: 1억원에서 10억원 확대조치(‘01.1)
‘01년 2월	한국증권금융(주)의 대차 중개업무 개시	
‘01년 7월	채권 보유기간 과세 폐지 • 대차시점별 과세를 이자 지급시점 과세로 변경	
‘01년12월	외국법인의 대차거래 제한 완화 • 차입한도 확대(10억원 → 50억원) • 대차거래관련 결제자금 처리절차 마련 (주식거래용 증권투자전용계좌 이용)	
‘02년 3월	증권회사의 간접중개방법의 제한폐지 • 증권회사의 대차거래 업무영역확대	

화의 예는 2000년 8월부터 기관투자자 중 신탁 및 투신계정의 증권대여 허용이다. 종전 은행과 투신운용사는 각각 자신이 보유하는 신탁계정과 투신계정에 대해서 대여할 수 없었으며, 증권투자회사들도 자신들이 보유하는 유가증권에 대해서 대여할 수 없었다. 이들 기관 투자자들이 대여자로서 대차시장에 참여함에 따라 대차수수료 획득에 따른 대여기관의 포트폴리오 수익의 증대를 기할 수 있게 되었다. 이와 함께 기관투자들의 대차시장참여는 차입자의 차입수요 충족에 의해 대차시장의 확대에도 많은 기여를 하였다.

셋째, 대차중개기관의 확대와 경쟁화이다. 대차중개업무는 단일 대차중개기관으로서 증권예탁원이 담당하였으나, 2001년 2월부터 한국증권금융(주)으로 확대되었다.[127] 그리고 2002년 3월에는 증권회사도 증권예탁원이나 한국증권금융(주)과 같이 직접 대차중개업무를 수행할 수 있게 되었다.[128] 그런데 증권회사의 직접적인 대차중개업무 허용은 상당한 의미를 지니고 있다. 그 동안 증권회사는 자사 보유 유가증권증권을 자사 고객에게 그리고 증권예탁원이나 한국증권금융(주)으로부터 차입한 증권을 다른 차입자인 기관투자자나 자사 개인고객에게 대여하였다. 그러나 이제는 증권회사도 직접 대차중개업무를 수행함에 따라 증권회사를 통한 대차거래 참가자는 기관투자자 일변도에서 개인 고객까지도 확대된 것이라 말할 수 있다. 이러한 일련의 대차중개시장의 경쟁화는 시장참가자의 다양한 대차조건의 충족과 대차서비스 제공을 야기 시켜 향후 대차시장의 활성화를 도모하는데 기여할 것으로 본다.

---

127) 2001년 2월 이전에 대차중개관련 이행보증업무는 한국증권금융(주)이 담당하였으나, 이후 이행보증업무는 두 중개기관이 각각 자신들의 대차거래분에 대한 이행보증을 담당하게 되었다.

128) 현행 금감원규정에 따르면, 대차중개업무는 증권회사의 부수업무로써 인식되고 있는 바 직접 대차중개업무를 수행하고자 하는 증권회사는 관련 사업계획서를 금감원에 제출해야 한다.

넷째, 고정수수료율 거래방식에서 수수료율 경쟁 방식이나 상대매매 방식으로의 전환을 둘 수 있다. 종전 고정수수료체계는 결제목적의 대차시장에는 부합될 지는 몰라도 투자목적의 대차시장에는 적합하지 않은 구조이다. 왜냐하면 고정수수료체계 하에서는 대여증권의 수요와 공급, 차입자의 신용도와 담보의 질과는 관계없이 대차중개기관이 정한 수수료를 적용하기 때문이다. 그런데 2000년 3월의 경쟁매매방식과 상대매매 방식의 도입으로 이제는 대여자와 차입자가 자신이 거래할 상대방과 대상증권의 수급을 고려하여 경쟁적인 수익률 호가를 제시하거나 또는 직접협상에 의해 호가를 결정하는 구조로 바뀌게 되었다.[129]

129) 이상은 주식대차의 중요 제도적 변화특성을 언급하였지만 거래대상이 채권인 경우를 가정하면 채권대차에도 중요한 제도변화가 있었다. 즉, 그동안 채권대차거래를 위축시켰던 대차채권의 보유기간 과세제도의 폐지와 Repo중개시장의 개설이 바로 그것이다. 이러한 변화요인을 반영하여 1998년 7월의 채권대차제도의 도입에도 불구하고 채권대차 실적은 2001년까지는 전무하였다가, 2002년 들어 채권대차가 발생하기 시작하여 7월말 현재 398억원의 거래가 이루어졌다. 이처럼 종래 채권대차 실적이 전무했던 것은 우리나라 채권유통시장의 유동성 부진과 함께 채권대차에 따른 보유기간별 과세제도에 기인하였다. 그런데, 2001년 7월에 대차채권에 대한 과세가 보유기간과세에서 이자지급시점과세로 변경되어, 과세제도에 따른 채권대차의 한 제약 요인이 해소된 것이다. 2002년 2월 Repo중개 장내시장의 개설 또한 상당한 의미를 지닐 수 있다. 왜냐하면 영국이나 스위스의 경우 Repo거래시장의 활성화가 채권대차시장을 발전시키는데 커다란 공헌을 한 것으로 알려져 있기 때문이다.

2. 주식대차제도의 문제점과 개선방안

전절의 대차거래 현황분석에서 보듯이, 우리나라의 대차거래 중에서 채권대차는 무시할 만큼 저조한 상황이며, 주식대차가 상대적으로 활발한 편이다. 그러나, 비록 주식대차시장의 규모도 그 동안 제도적 발전과 대차서비스 제공기관들의 노력으로 시장개설 시보다는 비약적으로 성장하였지만, 외국에 비해 주식시장의 전체거래에서 주식대차거래가 차지하는 비중은 아직도 절대적 수준에서 매우 낮다. 우리나라의 대차규모와 미국의 대차규모를 비교해보면, 2001년 12월말 우리나라의 월별 주식시장거래량에 대한 주식대차거래량의 비중은 0.04%에 불과한 반면, 같은 기간 미국의 NYSE 대차거래량의 비중은 25.2%를 차지하고 있다. 이런 대차규모의 차이는 무엇으로 설명할 수 있을까? 대차시장 도입의 역사, 대차거래에 대한 규제, 대차제도에 대한 대여자들의 부정적 시각 등 여러 이유들이 제기될 수 있다.

그러나 대차시장 도입의 역사가 짧기 때문이라는 설명에는 다소 무리가 뒤따를 수 있다. 왜냐하면 대차시장과 비슷한 시기에 도입된 지수선물 및 지수옵션시장의 경우에는 현물시장 대비 이들 파생상품의 거래비중은 2002년 7월말 현재 3,209%로서 세계 1위를 차지하고 있기 때문이다.[130] 지수선물이나 지수옵션시장이 장내시장이고 대차시장은 장외시장이라는 특성, 그리고 지수선물이나 옵션거래가 상대적으로 적은 비용으로 손쉽고 신속하게 거래할 수 있는 장점 등의 요인을 고려하면 이들 시장과 대차시장과의 도입역사비교는 적절하지 않을 수 있다. 그러나 주식대차를 이용하여 지수선물매도와 같은 동일한 효과를 구현할 수 있음에도 불구하고 시장참가자들의 주식대차시장참여는 지수선물이나 지수

130) 2002년 7월말 현재 거래소 현물시장의 거래대금은 6 2.1조원이고, 지수옵션시장의 거래대금은 1,827.6조원이며, 지수선물시장의 경우는 167.9조원이다. 현물시장대비 이들 지수선물과 지수옵션의 거래대금이 차지하는 비중은 3,209%로서 세계 최고를 나타내고 있다.

옵션시장에 비해 절대적으로도 부진하다. 이처럼 주식대차거래가 부진한 이유는 시장참가자들이 주식대차를 이용하는데는 현실적으로 다양한 대차주식물량의 확보 곤란 등과 같은 한계점이 있다. 무엇보다도 대차거래에 대한 일부 시장참가자들의 주식대차의 부정적 시각, 대차수요와 공급의 불균형, 대차시장에서의 증권회사의 역할부진 등이 우리나라 주식대차시장의 발전을 저해하고 있다고 볼 수 있다.[131]

본절에서는 우리나라 대차시장을 활성화하기 위한 대차거래제도의 이해, 대차거래에 대한 규제완화라는 관점에서 우리나라 주식대차거래의 현행 문제점을 살펴보고 이의 개선방안을 찾아보고자 한다.

가. 대여자의 대차거래에 대한 부정적 시각과다와 이의 해소

그 동안 대차수요와 공급을 증대시키려는 제도 완화에도 불구하고, 대차수수료의 결정이 대여자 주도로 이루어지고 있듯이 우리나라 주식대차시장은 여전히 대여물량보다는 차입물량이 과도한 초과수요를 이루고 있다. 2002년 12월말 현재 우리나라 대차수수료는 연기준으로 환산하는 경우 6%-7% 수준으로 높은 편이다. 같은 기간 3년 만기 국고채수익률이 5.11%를 감안하면 대차수수료는 상대적으로도 매우 높다. 높은 대차수수료와 의결권행사를 위해 수의 상환할 수 있는 개방형 주식대차계약, 대여자산 및 담보자산에 대한 일일정산으로 대차위험의 효과적인 통제 등이 가능함에도 불구하고, 아직도 시장참가자인 대여자들이 주식대여를 많이 꺼리는 이유는 어디에 있을 까? 이는 무엇보다도 주식을 대여해 주는 입장에서 대여예정자들이 주식대차에 의해 자신이 보유하고 있는 주식의 가격이 하락하는 것은 아닌지를 걱정하는데 있다. 물론 대

131) 대차거래에 대한 증권회사의 역할부진도 무시할 수 없다. 이에 관해서는 다음절에서 상세히 논하고자 한다.

여자들이 우려하는 대로 일시적으로 차입자에 의한 공매도 물량이 현물시장 거래량에 비해 과도한 경우, 수급에 의해 해당 주식의 가격은 하락할 수 있다. 그러나 주식의 가치는 해당 기업의 미래가치를 할인한 공정가격에 의해 결정되는 구조로서 기업의 본질가치가 변하지 않는 한 공매도의 영향은 크지 않을 수 있다.

또한, 주식대차를 이용한 투자전략을 고려하는 경우 주식대차가 현물시장에 부정적인 영향을 미치고 있다는 시각은 다소 조심할 필요가 있다. 제Ⅱ장에서 설명한 것처럼, 차입자는 주식대차에 의한 공매만 하는 투기거래뿐만 아니라 공매와 현물주식매수 등을 적절히 결합시킴으로써 차익 또는 헷지거래를 적극적으로 수행할 수 있다. 예를 들어, 투기적 거래로서 주식대차에 의한 공매도 포지션만을 취하는 단방향 공매전략(naked short position)은 공매자의 예상과 달리 주식시장이 반대로 움직이면 공매자는 무한대의 손실에 노출될 수 있다. 이러한 위험에의 노출을 헷지하기 위한 현물매수 수요도 시장에 존재한다. 그리고 프로그램 동시매수 및 공매전략(long/short programs)[132]과 같은 차익거래도 시장에서 흔히 일어날 수 있다. 이처럼 대여주식의 공매도는 현물매수를 동반하여 이루어질 수도 있다. 차입자가 모두 공매도하려는 시장분위기에서는 대차제도가 없더라도 해당 주식의 가격하락은 불가피하게 된다. 현물시장이 하락하는 상황에서 주식대차시장에 대한 부정적 시각이 일시적으로 존재할 수 있지만, 일정 기간 이후에는 주식차입자는 대여자에게 해당주식을 반환하여야한다. 따라서 주식대차는 하락장세에서 장기적인 매수세력으로 작용할 수 있다.

그런데, 주식대차가 해당 증권가격을 하락시키는 작용을 한다고 믿고 대차시장에 참여하기를 꺼리는 시장참가자들은 주식옵션이나 지수옵션

132) 이 투자전략은 많은 양의 주식을 바스켓으로 구성해서 매수하고 동시에 다른 증권들로 바스켓을 구성하여 공매하는 전략으로, 헷지펀드들이 즐겨 사용한다.

시장에서 풋옵션의 매수, 지수선물시장에서 선물매도와 같은 투자행위가 빈번히 발생되고 있음을 주목할 필요가 있다. 왜냐하면 풋옵션의 매수나 선물시장의 매도행위는 해당 주식의 미래가치 하락만을 예상하여 이루어지지 않고 현물과 선물의 연계에 의한 차익거래차원에서도 이루어지기 때문이다. 자본시장에는 수많은 참여자들이 존재하며, 자본자산의 가격은 단기적으로는 수급관계에 의해 영향을 받을 수 있지만 장기적으로는 해당 증권의 미래가치에 의해 결정된다. 그러므로 충분한 유동성이 존재하는 주식의 경우 해당 주식의 가격은 주식대차에 의한 공매도 보다는 향후의 본질적 가치가 더욱 중요시된다.

주식대차가 현물시장의 주식가격을 하락시킨다고 시장참가자들이 과도하게 믿는 한 주식대차의 저변 확대는 곤란하다. 주식대차는 중·장기로 포트폴리오를 보유하려는 투자자에게 주식대여에 따른 대차수수료가 제공되어, 대여자는 포트폴리오 수익을 보다 높일 수 있다. 그리고 주식대차에 따른 담보가격의 하락과 같은 위험은 담보자산과 대여자산에 대한 일일정산을 통해 상시적으로 관리되기 때문에 대차위험의 상당부분이 통제된다. 대여자가 포트폴리오를 교체하려는 경우에는 개방형계약의 특성으로 계약기간내 언제든지 대여증권의 반환을 차입자에게 요구할 수도 있다. 그러므로 대여자로서의 역할을 수행할 수 있는 시장참가자들의 증권대차에 대한 전향적 자세가 필요하다.

따라서 시장참가자인 대여자들은 주식대차에 대한 과도한 부정적 시각이나 편견에서 벗어나 위험관리에 기초한 포트폴리오수익의 증대관점에서 주식대차제도를 활용할 필요가 있다. 대여자들이 주식대차에 의한 공매도가 현물 증권의 가격을 하락시킨다는 부정적 인식이 과도한 경우, 주식대여 기피현상에 의한 대여자의 포트폴리오수익의 제고기회는 상실되고 시장 전체적으로도 대차주식의 수급불균형은 지속될 수밖에 없다.

나. 대차거래규제에 대한 완화

전절의 대차거래관련 제도변경에서 살펴보았듯이, 많은 제도적 변화는 대차수요와 공급을 증대시켜 대차시장 개설시보다 대차거래를 비약적으로 증가시키데 공헌하였다고 말할 수 있다. 그러나 그 간의 제도적 변화에도 불구하고 대차거래의 활성화에 장해가 되는 규정이나 관행이 여전히 존재하고 있다. 비록 이들 규정이나 업무관행이 과거에는 정당화될 수 있었지만, 현행 대차거래를 활성화하는데 있어서 문제가 된다. 그러므로 과연 대차시장에의 참여를 제한하는 요인들이 현실적으로 타당한가에 대해 의문이 제기될 수 있다.

1) 외국인에 대한 대차거래제한의 완화

현물시장은 물론 지수선물이나 지수옵션의 경우 외국인에 대한 거래제한은 거의 없는[133] 반면 대차거래에 대한 제한은 아직도 지속되고 있다. 현행 외국인은 크게 두 가지로 대차거래에 제한을 받고 있다. 그 중 하나는 차입의 경우 대차거래금액의 제한이며, 다른 하나는 공공적 법인의 지분보유 한도종목에 대한 외국인과 내국인간의 대차거래제한이다.

먼저, 외국인의 주식대차 거래대금의 한도 규정의 현황과 개선방향을 살펴보자. 2002년 8월말 현재 외국환거래법과 외국환거래규정에 따르면[134], 외국인이 증권을 차입할 수 있는 한도는 50억원으로 되어 있고,

---

133) 현물시장의 경우에 한해 특정산업이나 종목의 경우 관련법이나 정관에 의해 외국인의 소유한도 제한이 있으나 이들 특정기업을 제외하고 나머지 기업들에 대한 외국인 소유한도는 없다.

134) 외환거래법 제18조 2항은 거주자에 의한 비거주자로부터의 증권 또는 권리의 취득, 그리고 이와 유사한 대통령이 정하는 자본거래의 경우 재경부장관의 허가를 받아야 한다고 규정하고 있다. 외국환거래법 시행령 제30

외국인의 증권대여한도에 대해서는 별도의 규정이 없지만 현금담보대신에 주식담보대여의 경우 제한이 가능하다.[135] 그런데 외국인 차입한도 50억원의 기준이 무엇인지 불분명하다. 또한 차입종목으로 바스켓을 구성하여 공매하는 경우 지수선물매도와 동일한 효과를 가짐에도 불구하고 지수선물시장에서의 매도계약 수의 제한[136]이 일부 있지만 외국인이라고 해서 별도의 제한은 존재하지 않는다. 그리고 현물시장에서 일부 종목들을 제외하고는 외국인 소유한도도 폐지된 상태이다. 그럼에도 불구하고 대차거래에 대한 외국인차입한도의 설정은 외국인의 차입기회를 제한하고 있다. 외국인이 현물시장에서 차지하는 비중[137]을 고려할 때 외국인에 대한 차입한도제한은 대차수요의 확대에도 바람직하지 못하다. 외환거래의 자유화 취지, 금전대차와는 다른 주식대차의 성격, 그리고 대차시장의 활성화를 통한 자본시장의 균형발전 등을 고려하여 외국인에 대한 주식대차 제한은 장기적 관점에서 폐지하되 불가피한 경우 그 제한폭은 단계적으로 확대(예로, 50억에서 100억, 100억에서 500억 등)하는 것이 바람직하다. 한 예로, 지수선물의 미결제약정 5,000계약에 해당하는 거래제한을 주식대차에 적용하는 경우 외국인차입한도는 2002년 12월말기준으로 2,000억원을 상회한다.[138] 이 수치는 현행 외국인의 차입

조에는 내국인이 비거주자인 외국인이나 외국법인에 담보제공 또는 증권대여의 경우 "대통령이 정하는 자본거래"로 규정하고 있고, 외국환거래규정 7-55조에는 내국인이 원화증권 및 원화연계외화증권을 비거주자에게 동일인당 50억원을 초과하여 대여하는 경우 한국은행총재의 허가를 받도록 규정하고 있다.

135) 내국인이 외국인으로부터 증권차입 시에 담보를 제공해야하므로, 이런 담보제공행위는 외국환관리법 시행령에서 규정한 대통령이 정한 자본거래에 해당한다. 따라서 외국인의 거주자에 대한 대여한도는 규정되어있지 않더라도 시행령에 의해서 외국인 대여행위는 제한할 수도 있다.

136) 시장의 결제안정화와 과도한 투기적 거래방지를 위해 미결제약정수량은 시장참가자에게 5천계약으로 제한하고 있다.

137) 2002년 11월말 기준 시가총액대비 외국인 비중은 35.9%를 차지하고 있다.

한도 50억원이 너무 작다는 한 단면을 시사한다고 볼 수 있다.

또한, 현재 외국인에 대한 또 다른 대차거래 제한은 공공적 법인이나 기타 법령에서 정한 외국인 소유한도 종목의 경우 내국인과 외국인간의 대차거래금지이다.[139] 먼저 증권거래법에 제203조에 따르면, 외국인이나 외국법인은 공공적 법인의 정관이나 기타 법령에서 정한 바에 따라 외국인의 주식취득이 제한된다. 그리고 금감위 감독규정 제7-8조의 11항에 따르면, 외국인의 취득한도가 적용되는 종목에 대한 대차거래는 외국인간으로 국한시키고 있다. 따라서 내국인과 외국인간에는 외국인 소유한도가 적용되는 주식에 대해서 대차거래는 할 수 없다.

<표 Ⅵ-2>은 외국인 한도 제한을 받고 있는 종목들에 대한 목록을 나타내고 있다. 외국인 소유한도종목에 대한 외국인과 내국인간의 대차거래를 금지시킨 취지는 무엇보다도 외국인의 한도소진에 따른 문제점을 예방하자는 것이다. 외국인이 차입자로서 한도소진이 발생하는 경우 대여주식을 상환하려는 외국인은 시장에서 한도제한에 의해 해당 주식을 매입을 할 수 없게 된다. 이에 따라 차입증권의 반환이 불가능해진다. 그리고 외국인이 대여자로서 한도소진이 발생하는 경우 대여주식을 상환 받을 때 외국인은 실제로 대여분 만큼의 한도규정을 초과하여 보유하는 문제가 발생한다. 그러므로, 외국인과 내국인간의 소유한도금지종목에 대한 대차거래 금지는 일면 타당해 보일 수 있다. 그러나 증권대차는 의결권보유목적이 아니라 투자전략이나 결제불이행의 예방차원에서 이루어지므로 현물시장에 대한 일반적인 소유한도를 대차시장까지 무리하게 적용하는 것은 문제의 여지가 있다.[140] 무엇보다도 현실적 측

---

138) 계산식은 2002년 12월말 KOSPI 200*50만원*5,000계약이다.

139) 외국인 소유한도 적용 종목이라 하더라도 외국인이나 외국법인간의 대차거래는 허용된다.

140) 비록 외국인소유한도제한에 의한 의결권보호가 목적이라 하더라도, 대차거래에 의한 소유초과한도 분의 문제는 의결권의 제한이나 의결권 행사

<표 Ⅵ-2> 외국인 종목별 소유 한도 현황(2002년 7월말 현재)

(단위 : %)

구 분	종 목	전체한도	개인한도	비 고
공기업	한국전력	40.00	3.00	공기업특별법 및 기업별 정관 등에 따라 소유한도 상이
	한국통신	37.22	15.00	
	한국가스공사	15.00	15.00	
	담배인삼공사	16.89	7.00	
전략산업 (항공, 통신)	대한항공	49.99	0.00	항공법, 전기통신 사업법 등에 의해 외국인 소유 일부 제한
	아시아나항공	49.99	0.00	
	드림라인	49.00	0.00	
	KTF	49.00	0.00	
	서울이동통신	49.00	0.00	
	데이콤	49.00	0.00	
	SK텔레콤	49.00	0.00	
	LG텔레콤	49.00	0.00	
	하나로통신	49.00	0.00	
전략산업 (언론방송 등)	CJ39쇼핑	33.00	0.00	SBS, YTN은 현행 방송법상 외국인 소유 불가
	일간스포츠	30.00	0.00	
	미래TV	33.00	0.00	
	한빛아이앤비	33.00	0.00	
	디씨씨	33.00	0.00	

주) 1. 외국인 의결권의 제한에 대한 별도 규정은 없으나 한도초과분에 한해 의결권을 제한하고 있음(증권거래법 제203조, 동 법 시행령 제 87조의 2).
2. 단지 한도초과분에 대해서는 금감위는 초과분에 대해 의결권을 제한하거나 초과분의 처분을 명령할 수 있음.

면에서 외국인 한도의 제한을 받는 종목 중에서 일부는 시가총액이 상위에 속하며 유동성이 매우 풍부한 특성을 지니고 있어, 지수선물이나 지수옵션연계 차익거래시 주요 바스켓 종목으로 이용되고 있다. 특히, 이중 3개 종목은 2002년 1월 28일부터 개설된 주식옵션 7개 대상종목[141]의 일부를 구성하고 있기도 하다. 이들 소유한도 종목에 대한 대차수요

전 대여자의 수의상환 요구에 의해 해결이 가능할 수 있다.

141) 해당 종목은 국민은행, 삼성전자, 포스코, 한국전력공사, 현대자동차, KT, SK텔레콤으로써, 시가총액이 높은 종목들이다.

가 높은 이유도 바로 여기에 있다. 외국인 소유한도 종목에 대한 내국인과 외국인간의 대차거래금지는 개선될 필요가 있다.

외국인 소유한도종목에 대한 대차거래를 허용하는 경우 고려할 수 있는 방안은 <표 Ⅵ-3>에 제시되어 있다. 제1(안)은 외국인 소유한도에 대차거래도 포함하여 관리하는 방안이다. 이 방안은 외국인 소유한도에 여유가 있는 경우 내국인과 외국인간의 대차거래를 허용하는 것이다. 대차거래 중개기관은 이들 종목들에 대한 대차수량을 금융감독기관에 통보하면, 금융감독기관은 현행 현물 보유중심의 외국인 종목한도를 수정해서 대차거래상황까지 종합관리하는 방법이다.

제2(안)는 대차거래의 반환결제시점을 기준으로 내국인과 외국인간 외국인이 대여자로서 한도초과시에는 초과분의 즉각 처분조치와 함께 한도초과분만큼 의결권을 제한하는 것이다. 그리고 외국인이 차입자로서 한도초과시에는 상환하려는 차입수량만큼 시장에서 매입을 허용하되 해당 물량만큼 반환시까지 의결권을 제한하는 방법이다.

제3(안)은 주식대차에 의한 대여주식과 담보주식에 대해서 소유한도를 적용하지 않고 별도로 관리하는 것이다. 이 방안이 합리적이기 위해서는 외국인이 주식대차관련 내용을 감독당국에 사전 신고하는 체계가 필요하고, 대여주식의 이동과 관련한 의결권도 제한할 필요가 있다. 그러나 이 방안은 별도의 시스템구축과 현행 소유한도제한의 원칙 위배라는 문제점이 존재하여 실효성이 없다.

그런데, 외국인 소유한도종목의 설정목적과 대차거래 활성화라는 목적 달성 차원에서 볼 때, 제1(안)과 제2(안)은 상호 배타적이지 않고 보완적인 관계를 지니고 있다. 이 두 가지(안)를 함께 수용하여 외국인과 내국인간의 주식대차는 현물의 소유한도제한 내에서 허용하며, 상환 등에 의한 소유한도 초과시에 초과물량은 처분하고 이들 초과분에 대해 처분시까지 의결권을 제한하는 것이 바람직해 보인다.

<표 Ⅵ-3> 외국인 소유한도종목에 대한 대차거래허용(안)

구 분	내 용	장 점	단 점
제1(안)	현물의 소유한도를 대차거래에 포함하여 관리	현행 소유한도체계 유지 현행 외국인관리시스템 이용 가능	소유한도제한 종목에 대한 외국인과 내국인간의 대차거래증가 효과가 크지 않음.
제2(안)	소유한도초과시 초과 대차물량의 처분 및 의결권 제한	현행 소유한도제한 기본 골격 유지 현행 외국인관리시스템 이용 가능	제1(안)보다는 대차거래증가 효과가 크지만 제한적임.
제3(안)	주식대차의 경우 소유한도 비적용	소유한도종목에 대한 외국인과 내국인간 대차거래 활성화	현행 소유한도체계 원칙 위배 별도 시스템 구축 비용 발생
평 가	제1(안)과 제2(안)의 경우 상호 보완적이고 현행 소유한도체계를 유지할 수 있는 현실적인 방안으로 판단됨. 상기 두 가지(안)를 함께 고려하여 현물의 소유한도제한 내에서 허용하고, 상환 등에 의한 소유한도 초과시에 초과물량에 대한 처분과 의결권 제한이 바람직함.		

2) 기관투자자에 대한 주식대차 규정의 정비

은행신탁, 보험, 투자신탁운용회사의 경우 개인에 비해 상대적으로 장기투자의 성격을 지닌 포트폴리오를 운영하고 있다. 만약 이들 포트폴리오를 구성하는 종목들을 일정기간 대여하는 경우 해당 금융회사는 연기준으로 6%-7%에 해당하는 대차수수료를 부가적으로 얻을 수 있다. 주식대여기간 동안에 포트폴리오 교체가 불가피한 경우, 이들 금융회사들은 언제든지 대여주식의 반환을 요구할 수 있다. 무엇보다도 대여기간 동안에 일일정산에 의한 대여자산과 담보자산에 대한 위험관리가 이루어지므로, 이들 금융회사의 대여증권에 대한 상환결제위험은 통제될 수 있다.

또한 은행고유계정, 보험과 같은 금융기관은 주식차입에 의한 공매와 현물주식, 지수선물, 주식선물, 주식옵션 등과 결합하여 차익거래, 헷지거래, 투기거래 등을 수행할 수 있다. 그럼에도 불구하고 이들 금융기관들이 금융기관별 고유 법령 또는 내부 규정, 지침 등에 의한 주식차입규정의 미흡으로 이런 투자전략을 실행할 수 없다면, 당해 금융기관의 투자수익제고 기회의 상실은 물론 자본시장간 균형가격 발견에도 바람직하지 않을 수도 있다.

<표 Ⅵ-4> 금융기관별 대차거래관련 규정

금 융 기 관	관련법 또는 규정	내 용
은 행	은행업무중 부수업무에 관한 지침	금융기관부수업무의 범위에서 유가증권 투자/대여/매출로 한정
보 험	보험업법 제19조 제2항 1호	유가증권의 취득/이용
은 행 신 탁	신탁업법 시행령 제11조 7호	유가증권의 대여
투 자 신 탁	증권투자신탁업법 시행령 제10조 제1호의 2	유가증권의 대여
증권 투자회사	증권투자회사법 제28조 제1항 1호의 2	유가증권의 대여

<표 Ⅵ-4>는 현행 우리나라 금융기관별 대차거래관련 규정들을 나타내고 있다. 금융기관별 고유계정이나 신탁계정에 대한 구분 없이 대부분의 규정들이 주식대여만을 허용하고 주식차입에 대해서는 언급이 없다. 기관투자자인 이들 은행, 보험, 투신운용 금융기관에 대한 주식대차 규정의 정비는 각 금융기관별 운용업무별 특성에 부합된 주식대차규정을 명확히 하고, 업무특성별 위험관리에 기초한 주식대차의 자율성을 높이는데 있다. 이는 결국 정책당국의 금융기관건전성감독과 이들 금융기관

들을 이용하는 고객이나 투자자보호, 나아가 대차시장의 균형발전에도 기여할 수 있다.

금융업무 특성상 신탁계정과 연금에서 주식대여는 가능하고 주식차입이 허용되지 않는 것은 합당하다. 왜냐하면 주식차입의 경우 현금 등이 담보로 제공되어야 하는데, 현금담보의 제공은 자금대여의 성격도 지니고 있을 뿐만 아니라, 이를 위해서는 외부로부터의 자금차입이 필요할 수 있기 때문이다. 또한 이들 신탁계정과 연금이 외부로부터 자금차입을 하는 경우 이들 기관의 부실가능성이 높아져 고객자산의 보호가 어려워질 수도 있기 때문이다. 그리고 이들 기관은 장기투자세력으로 주식차입에 의한 빈번한 투기적 거래는 자본시장에서의 이들 역할에 부합되지 않을 수 있기 때문이다.[142]

이와는 달리 은행과 보험[143]의 고유계정은 신탁계정보다 자산운용의 범위가 넓은 것이 보통이다. 이에 따라 이들 고유계정은 주식대여는 물론 주식차입도 가능할 수 있다. 고유계정 성격상 필요시 자금차입은 물론 자금대여도 가능하므로, 이들 고유계정에서의 주식차입제한은 불필요할 수 있다. 이들 고유계정의 자산운용측면에서 보면 주식차입은 차익거래, 헷지거래, 그리고 투기거래 등의 투자전략차원에서 이용할 수 있다. 문제는 이러한 주식대차거래가 이들 금융기관의 자산건전성을 어느 정도 해칠 수 있는가에 있다. 따라서 은행이나 보험 고유계정에서의 주식차입은 내부위험관리체계를 전제로 허용하는 것이 바람직하다.

---

142) 이에 대한 논리적 타당성은 제한될 수 있다 왜냐하면 이들 기관들도 보유현물에 대한 헷지차원에서 주식대차에 의한 공매를 할 수 있고, 공매와 지수선물, 지수와 지수옵션을 이용한 차익거래도 수행할 수 있기 때문이다. 따라서 투기적 거래만을 우려한 주식차입제한은 이들 기관의 투자수익 제고기회를 가져와 바람직하지 못한 측면도 있다.

143) 보험의 경우 대부분이 고유계정에 속하며, 변액보험과 같은 특수계정은 매우 적은 편이다.

이러한 측면에서 은행, 보험, 투신운용 등과 같은 기관투자자에 대한 주식대차규정의 정비는 매우 의의가 있다. 본 연구에서 제시하는 정비방안으로는 첫째, 은행, 보험과 같은 금융기관의 고유계정은 주식대여와 주식차입이 모두 가능하도록 관련 규정을 정비하는 것이다. 현행 은행계정과 보험의 경우 주식차입관련 규정이 없는 바 이들 금융기관들이 주식차입을 할 수 있도록 관련 규정의 신설이 필요하다. 이 경우 이들 금융기관은 대차위험에 대한 내부통제장치를 구비해야만 하며, 이들 금융기관들의 자산건전성에 대한 평가와 감독이 강화되어야 할 것으로 본다.[144] 둘째, 은행신탁, 투자신탁운용과 같은 신탁계정은 주식차입을 금지하며, 주식대여는 내부 위험통제장치와 고객보호를 최우선 요건으로 정하도록 하고[145], 펀드나 수익증권 가입고객의 보호차원에서의 일정비율 주식대여제한이 필요한 경우 금융기관별 형평성과 공정거래차원에서 주식대여비율제한의 일관성이 유지되어야 한다. 현행 은행신탁의 경우에는 주식대여비율의 제한규정이 없지만 투자신탁운용회사의 경우 증권투자신탁업법 시행규칙 제8조[146]에 의하면 투신운용사가 대여 가능한 수량은 50%로 제한하고 있다. 비록 50%대여제한이 있다하더라도 우리나라 최대 기관투자자중의 하나인 투신권의 보유물량[147]을

144) 이들 고유계정에서의 차입금지가 건전성 유지에 있는 만큼 내부통제와 감독기능 강화를 전제로 한 차입허용에 대해서 반대하는 일부 주장이 있을 수도 있다.

145) 이들 자산운용회사들이 주식대여를 함에 따라 고객보호에 문제가 있어서는 곤란하다. 따라서 정책당국은 이들 금융회사에 대한 자산건전성감독을 철저히 수행하고, 고객과 자산운용회사간의 이해상충에서 고객피해가 발생되지 않도록 엄격한 감사를 실시해야 한다.

146) 위탁회사가 유가증권을 대여할 수 있는 범위는 각 신탁재산에 속하는 유가증권 등의 총액의 100분의 50 이내로 한다.

147) 한국은행자료에 따르면, 2002년 7월말 현재 투신권의 주식혼합형과 주식형 펀드의 수탁고는 61.2조이며 채권형과 MMF의 수탁고는 99.9조원으로 합계 161.1조원이다. 그리고 은행의 금전신탁합계는 71.8조으로 나타나고 있다.

고려할 때 투신권의 잠재적인 대여물량은 매우 높은 규모이다. 본 연구에서 제기하는 점은 투신권의 주식대여비율 확대가 아니라, 유사한 신탁계정에 대한 주식대여비율이 서로 다른 금융기관에서 다르게 적용됨에 따른 법규정의 일관성 문제이다. 향후 자산운용통합법안에서 은행신탁과 투신운용의 주식대여비율의 일관성 유지가 요구된다.

이상의 기관투자자에 대한 주식대차규정의 정비방안을 요약하면, <표 Ⅵ-5>와 같다.

<표 Ⅵ-5> 기관투자자에 대한 대차거래관련 규정정비 방안

금융기관별 업무특성		정비 방안	사 유	비 고
고유계정	은행	주식대여 및 주식차입 가능	고유계정업무특성에 기인 - 자금차입 및 자금 대여 가능 - 주식차입제한 불필요	고유계정의 경우 신탁계정보다 자산운용범위가 다양한 특성 반영 대차위험관리를 위한 내부통제체계 필요 자산건전성평가와 감독 강화
	보험			
신탁계정	은행	주식차입불가, 주식대여비율에 대한 법규정 일관성유지 (향후 통합자산운용법에 반영)	신탁계정특성에 기인하여 주식차입제한 필요 - 자금차입 및 자금 대여 불가 - 장기 투자 집단 신탁계정운영기관에 대해 동일한 주식대차비율적용	고객보호와 내부위험통제체계 필요 유사한 신탁계정에 대해 동일한 주식대여비율 적용은 공정거래와 형평성에도 부합
	투자신탁운용			
	증권투자회사			

3) 개인투자자에 대한 주식대차 제한 규정의 정비

2002년 8월말 현재 개인투자자가 현물시장, 지수선물, 그리고 지수옵션시장에서 차지하는 거래비중은 2002년 8월말 현재 56%-75%으로써, 매우 높은 수준이다.[148] 만일 개인투자자들이 다양한 대차주식들을 바스켓으로 구성해서 매도하는 경우, 이는 지수선물의 매도나 지수풋옵션의 매수와 동일한 효과를 창출할 수 있다. 그럼에도 불구하고 개인투자자의 대차시장 참여는 저조한 상황이다.

개인투자자들이 주식대차시장에 활발하게 참여하지 못한 주요 원인은 증권회사의 대차중개업무관련 역할의 부진이다. 개인투자자들이 대주형태가 아닌 주식차입을 하거나 주식대여를 하려면 자신들이 거래하는 증권회사의 대차중개서비스를 받아야 한다. 2002년 3월부터 증권회사도 직접 대차중개업무를 수행할 수 있도록 바뀌었지만, 증권회사가 직접 대차중개업무를 수행하려면 금융감독원에 대차중개업무를 신고해야 한다. 왜냐하면 대차중개업무는 증권회사의 부수업무로 간주되고 있기 때문이다.

<표 VI-6>은 대차거래 및 중개부수업무를 신고한 현황을 나타내고 있다. 2002년 12월말 현재 대차거래 및 중개부수업무를 신고한 증권사는 총 17개사로 10월 이후에 두 배로 급증하였는데, 국내업계가 13개사이고 외국업계가 4개를 차지하고 있다. 이는 대차거래가 증권회사에 매력적인 업무중의 하나로 서서히 인식되고 있는 것으로 생각할 수 있다. 그런데, 대차중개업무를 위해서는 자체 대차중개시스템의 구축과 운영, 신용평가, 대차업무수행 등과 관련한 비용이 발생되는 반면, 이 비용을 상쇄할 만큼 증권회사가 적정 대차중개실적을 유지하는 것이 매우 어렵다. 왜냐하면

148) 보다 구체적으로 보면, 2002년 8월말 현재 투자자별 전체거래량에서 개인의 거래량이 차지하는 비중은 현물시장의 경우 74.08%이고, 지수옵션시장의 경우 65.4%(콜옵션), 69.8%(풋옵션)이다. 그리고 지수선물시장의 경우 개인의 거래비중은 56.39%를 차지하고 있다.

대여자는 적고 차입자가 많은 대차수급구조의 불균형이 지속되는 현 시점에서 대부분의 대차중개업무가 증권예탁원과 한국증권금융(주)을 통해서 이루어지고 있기 때문이다.

<표 Ⅵ-6> 대차거래 및 중개 부수업무 신고 현황

(단위 : 회사수)

년월	국내 증권사		외국 증권사		합계
	전월누계	금월증가	전월누계	금월증가	
'02. 7	3	1	2	0	6
8	4	0	2	1	7
9	4	1	3	0	8
10	5	5	3	1	14
11	10	2	4	0	16
12	12	1	4	0	17
소계	13		4		17

자료 : 금융감독원

대차중개 부수업무신고 증권회사가 늘어나고 있다는 사실은 고무적이다. 이는 이들 별도 대차중개기관과는 달리 증권회사가 개인투자자들의 대차중개도 수행할 수 있어, 대차시장의 저변확대에 큰 도움이 될 수 있다는데 기인한다. 그런데, 개인투자자들의 대차시장참여가 과연 바람직 한 것인가에 논란이 있을 수 있다. 개인투자자의 대차시장참여는 크게 긍정적 측면과 부정적 측면이 함께 존재한다. 긍정적 시각으로 보는 경우 개인투자자들도 주식차입을 통해서 헷지거래, 차익거래와 같은 다양한 투자전략을 수행할 수 있고, 주식대여행위를 통해 현행 개인투자자들의 단기 주식보유기간이 장기로 변화할 수 있다는 것이다.[149] 그러나 이와는 달리

반대시각도 만만하지 않다. 현행 개인의 데이트레이딩 비중이 높은 현실[150]에서 주식대차는 투기거래로 주로 사용될 수 있어, 개인투자자의 빈번한 공매도는 현물시장을 교란할 수 있다는 것이다. 그러나 개인투자자뿐만 아니라 기관투자자 등도 자본시장에 참여하고 있고 주식대차에 의한 공매가 투기거래로만 이용되는 것이 아니고 헷지거래, 차익거래 등으로 이용되므로 현물시장의 교란 우려는 높지 않을 수도 있다. 개인투자자의 대차시장참여에 대한 논란은 향후 실증분석을 통해서 검증되어야 할 사항이다. 개인투자자들이 대차시장에 참여하는 경우 대차시장에서의 수급확대와 현행 부진을 면하지 못하고 있는 주식옵션시장의 발전[151]에도 공헌할 수 있다.

한편, 증권회사가 대차중개업무를 부수업무로 신고하고 개인투자자와 증권회사간 주식대여와 주식차입에 관한 동의를 거친 경우 개인투자자는 증권회사의 대차중개에 참여할 수 있다. 개인투자자가 주식을 차입하는 방법은 크게 3가지로 압축된다. 첫째, 개인투자자는 자신이 거래하는 증권회사의 차입분을 간접적으로 재차입하는 방법이다. 즉, 개인투자자는 해당 증권회사가 증권예탁원이나 한국증권금융(주)으로부터 차입한

149) 주식보유기간 동안 대여를 하는 경우, 대여자가 받는 경제적 수익인 대차수수료와 배당금의 합계는 이들에게 매우 매력적일 수 있다.

150) 송치승(2002)의 연구에 따르면, 2000.8-2001.8기간 동안 거래소상장 200개 종목의 평균 거래량기준 데이트레이딩 비중은 21.29%로 매우 높게 나타나 있다. 이에 관해서는 송치승, 2002. 2, “day trading과 주가변동성”, 한국증권학회, 정기학술발표회 참조

151) 개인투자자들이 주식옵션시장에의 참여가 낮은 것은 주식옵션시장의 부진에 전적으로 기인하는데, 주식옵션시장 부진의 주요이유로 주식옵션시장의 거래종목한정과 현물결제방식의 적용 등이 지적되고 있다. 특히, 주식옵션의 현물결제방식은 주식을 보유하지 않은 인도의무를 지닌 투자자의 결제이행을 어렵게 한다. 만일 주식옵션의 결제방식이 현물결제 대신에 현금결제방식으로 변경되는 경우, 주식옵션의 활성화는 앞당겨질 수도 있다. 이에 관해서는 추후 심도 있는 연구가 필요하다.

차입증권을 거래증권회사로부터 재차입하는 구조이다. 둘째, 개인투자자는 자신의 거래증권회사가 보유하는 자기상품 거래 분에 대해서 일명 실무에서 "대주"라 불리는 형태로 주식을 차입하는 방법이다. 그러나 현실적으로 IMF이후 자기상품거래를 하는 증권회사가 거의 없으므로, 이 방법에 의한 개인의 증권차입은 현실적으로 곤란한 상황이다. 셋째, 2002년 3월부터 증권회사가 직접적으로 대차거래를 중개함에 따라 개인도 차입자로서 해당 증권회사의 대차거래에 참여할 수 있다.

또한 개인투자자들이 주식을 대여하려는 경우 개인투자자는 자신이 거래하는 증권회사에 대해서만 대차중개를 의뢰해야 한다. 비록 증권회사가 직접대차중개를 수행함에 따라 개인투자자들은 손쉽게 참여할 수 있지만, 개인투자자들이 증권예탁원과 한국증권금융(주)의 대차중개에는 직접 참여할 수 없다.

현재 증권예탁원과 증권금융이 중개하는 대차시장에는 기관투자자들만이 직접 참여가 가능하다.[152] 이들 대차중개기관에서 개인투자자의 주식차입을 금지한 취지는 무엇보다 개인투자자의 결제능력에 대한 우려와 이의 사전적 방지에 있다. 그러나 개인투자자라고 해서 무조건 결제능력에 문제가 있는 것은 아니다. 개인투자자 중에는 자신이 보유하고 있는 유가증권을 충분히 담보로 제공할 수 있는 투자자도 존재한다. 또한 이들 대차중개기관이 개인투자자에 대해 주식대여를 금지한 이유는 무수히 많은 개인투자자들을 상대로 하는 경우 발생하는 업무관리상의 복잡성이 아닌가 생각된다. 개인투자자들이 이들 중개기관에 직접 참여하는 대신에 증권회사를 통해서 참여한다면 이 문제는 해결될 수 있다. <표 Ⅵ-7>에서 제시한 바와 같이 현물 주식거래방식과 유사하게 거래증권사를 통한 중개기구에의 거래참여, 회원간 차감결제방식(netting

152) 개인의 대차시장 참여 제한에 관해서는 증권예탁원의 유가증권 대차거래의 중개 등에 관한 규정 제7조와 한국증권금융(주)의 유가증가 대차거래 중개업무규정 제10조에 기술되어 있다.

settlement system)을 대차시장에 그대로 준용하여 이들 대차중개기관의 업무관리에 적용한다면, 증권회사를 통해 개인투자자들이 한국증권금융(주)나 증권예탁원의 중개업무에 참여하는 것은 문제가 없으리라 생각된다. 따라서 이들 대차중개시장에의 참여가 기관투자자만 가능하고 개인투자자라고 해서 배제되는 것은 불합리하다. 참여여부의 기준은 개인투자자이든 기관투자자든지 증권대차에 따른 안정적 결제를 이행할 수 있는 대여주식의 보유, 충분한 담보능력과 증거금 납부 능력 등과 같은 재무적 요건에 기초를 해야 한다.

<표 Ⅵ-7> 개인투자자에 대한 주식대차 제한규정의 정비(안)

구 분	현행체계	개선체계(안)	비 고
개인투자자의 참여방법	대여시 : 거래증권회사의 직접거래참여 차입시 : 거래증권회사의 대주, 증권회사의 직접중개참여, 증권회사 차입분의 재차입	현행체계와 함께 증권예탁원이나 한국증권금융(주)의 대차거래 참가 거래증권회사를 통해서 이들 중개기관에 참여	현행 현물거래의 중개방법과 청산체계(차감결제 등)을 이용
참여기준	개인투자자의 주식보유 또는 담보능력이나 요건이 불명확	대여주식의 보유, 충분한 담보능력과 증거금 납부 능력 등과 같은 재무적 요건의 명확화	개인투자자의 대차거래 불이행시 거래증권회사가 일차로 책임지고, 증권회사는 거래고객에게 구상권 행사
평 가	개인투자자가 대차시장에 참여하는 방법이 다양화됨에 따라 대차수요와 공급이 확대 가능		

4) 우리사주조합의 주식대여 허용

근로자복지기본법에 따르면, 우리사주조합은 민법상 사단법인에 관한 규정을 준용하여 법인으로 설립이 가능하다. 그러나, 자사주식의 취득 및 관리 범위가 배정주식의 수령, 배분, 그리고 예탁주식의 인출로 국한

되고 있는 반면, 우리사주조합이 자사주식을 주식대차에 이용하도록 대여할 수 있는 규정이 마련되어 있지 않다. 이처럼 주식대여에 대한 법적 근거를 마련하지 않은 취지는 우리사주조합의 재산을 보호하고 조합의 재무건전성을 유지하자는 데 있다.

우리나라의 우리사주관련 대여제한과는 달리 미국의 1981년에 개정된 근로자퇴직소득보장법(ERISA)법은 거래금지 예외조항(PTE) 81-6을 두어 일정 조건[153]이 충족되는 경우 종업원연금이 종업원이익을 위해 주식대여를 허용하고 있다. 이런 법적 기반의 조성은 미국 대차시장이 활성화되는 계기의 하나가 되었다. 왜냐하면 ERISA법에 적용을 받는 기업 또는 개인연금은 보통 미국 주식의 20-30%를 소유하고 있는데, 동법에 의해 이들 연금이 보유주식을 대여할 수 있었기 때문이다.

우리사주조합이 보유주식을 대여할 수 없도록 한 것은 대차제도에 대한 부정적 시각에 기인하며, 근로자이익을 위해서도 바람직하지 않다. 그러므로 우리사주조합이 주식대여를 일방적으로 할 수 없도록 금지할 것이 아니라 조합원 재산보호와 재무적 건전성 유지에 문제가 있는 경우로 대여를 제한하는 것이 바람직하다. 조합원의 주식대여 동의를 전제로 하여, 필요하다면 다음과 같은 조치 즉, 우리사주조합에 대한 대여관련 담보자산관리의 보수적으로 적용(예, 담보요율 110%이상 등), 파산법상 자동정지조항의 면제[154] 등을 통해서 우리사주조합이 대차관련 발생위험을 사전에 관리 통제할 수 있도록 해야 한다.[155]

---

153) 이에 관해서는 제Ⅴ장의 미국의 주식대차거래제도의 특성을 참조

154) 파산법은 담보취득자가 즉시 담보처분하는 것을 방지하는 유보조치를 취할 수 있다. 그러므로 비록 담보거래가 정확하게 설정되었다 할지라도, 파산법에 의해서 대여자는 신속한 담보처분이 곤란해 질 수 있다. 따라서 우리사주조합의 자산관리 안정성을 위해 차입자가 파산하는 경우 담보의 자동정지조항에 대한 면제가 필요하다고 본다.

155) 우리사주조합은 이제 1년 이상 보유한 경우 조합원의 의향에 따라 인출이 될 수 있다. 이 경우 우리사주조합의 대여허용에 문제가 있을 수 있

그러므로 본 연구에서 미국과 같은 외국의 사례와 종업원 이익을 위해, 상기와 같은 사전위험통제장치를 전제로 하여 우리사주조합 보유증권에 대한 주식대여가 가능하도록 관련 규정의 개정이 필요하다고 본다.[156]

다. 기타 대차거래관련 제도 개선 사항

전항의 주식대차수요와 공급의 확대를 위한 규제완화와 더불어, 주식대차시장의 활성화 차원에서 개선되어야 할 사항으로 여기서는 주식대차관련 회계처리의 통일화와 대차관련 정보에 대한 통합정보의 제공을 제시하고자 한다.

1) 대차거래에 따른 회계처리의 통일화

대차거래관련 회계처리의 통일화도 대차시장의 활성화에 매우 중요하다. 왜냐하면, 금융기관별 대차관련회계처리가 서로 다르거나 대차관련 의제배당에 대한 세제처리 기준이 불분명한 경우 대차거래관련 혼란이 발생되기 때문이다. 우리나라에서의 대차거래가 활발하지 못한 이유중의 하나로 대차관련 회계처리의 불분명이 언급되는 것도 이 때문이다. 먼저, 우리나라 금융기관들의 대차거래관련 회계처리 현황을 살펴보면 금융기관별로 회계처리가 상이할 뿐만 아니라 은행과 같은 금융업종의 경우에는 회계처리준칙 대신에 은행연합회의 은행회계해설에 기초로 회계처리가 이루어지고 있다.

다는 일부 주장이 있다. 그러나 우리사주조합이 언제든지 수의상환을 요구할 수 있어 이 문제는 없다고 본다.

156) 이를 위해서는 근로복지기본법 37조의 거래제한 규정에 예외조항을 신설하거나 증권거래법시행령 제2조의 7에 대여근거 규정의 마련이 필요하다.

<표 Ⅵ-8>는 금융업종별 대차관련 회계처리 관련근거와 처리내용을 나타내고 있듯이, 금융기관별 통일화된 회계처리는 물론 명확한 처리규정이 미흡한 상태이다. 이는 현행 대차거래의 규모가 다른 자본시장의 거래보다 절대적으로도 매우 작아 대차거래관련 회계처리의 중요성이 부각되지 못한 현실성에 기인한다. 대차거래관련 회계처리가 금융업종별로 차이가 있는 경우 대차거래참여 금융기관의 혼란은 물론 이들 금융기관의 재무제표를 이해하려는 투자자에도 다소 혼란이 야기될 수 있다. 이러한 혼란 방지와 대차거래의 발전을 위해서 대차거래관련 금융기관별 회계처리의 통일화가 요구된다.

<표 Ⅵ-8> 금융업종별 대차관련 회계처리

구 분	적 용 근 거	내 용
증 권 업	회계처리 준칙(17-4)	· 증권의 대여 및 차입시 주석사항으로 기재 · 차입증권매도시 매도유가증권으로 처리
증권투자 신 탁 업	회계처리 준칙 (28)	· 대여시 주석사항으로 기재
선 물 업	감독규정 시행세칙 (별지 제1호)	· 차입증권매도시 매도유가증권으로 처리 · 대여·차입시의 처리방법 부재
은 행 업	은행회계 해설 (은행연합회, 2001. 1)	· 증권대여시 상품 또는 투자 자산감소, 자산의 증가로 회계처리

다음으로, 대차거래기간중에 발생하는 배당금과 같은 의제배당의 경우에도 과세원칙이 불분명하여 대여자나 차입자가 법인인 경우 세제상의 일관성이 결여되고 있다. 채권대차의 경우에는 채권이자소득에 대한 종래의 보유기간과세방식[157]이 2001년 7월에 폐지됨에 따라 이자소득에

대한 과세방식이 개선되었다. 그러나 주식대차의 경우에는 배당소득에 대한 과세처리가 불투명하다. 만일 주식대차기간중에 배당금의 지급이 있는 경우, 차입자는 배당금에 대해 익금불산입처리를 하며, 대여자는 차입자로부터 대체지급받은 배당금에 대해 대여자의 자의에 따라 배당소득으로 익금산입하거나 기타소득 등으로 처리하는 실정이다.[158] 그러므로, 주식대차거래에서 배당의 기준일(예로 12월 결산법인 주식의 경우 12월)이 다가올수록 대여자는 대여를 기피하거나 기존거래에 대한 종료를 요청할 수 있다. 따라서 증권대여에 대한 세제상의 성격규명(예로, 매매가 아닌 주식대여 행위)과 함께 대체지급분에 대한 과세원칙의 정립이 필요하다.

2) 증권대차관련 정보에 대한 통합정보의 제공

시장참가자들 사이에 이루어지는 증권대차는 보통 투자전략 차원에서 이루어지므로, 이들간의 대차거래내용이나 규모는 시장에 알려지지 않는다. 왜냐하면 대여자나 차입자는 자신들의 포트폴리오 보유전략이나 증권대차전략을 외부에 드러내고 싶지 않기 때문이다. 시장참가자간 투자전략이 외부에 노출되거나 노출될 우려가 있는 경우, 시장참가자는 대차시장에의 참가를 꺼리게 될 수 있다. 그러므로, 증권대차내용에 관한

157) 채권이자소득에 대한 보유기간과세란 대여자가 차입자에게 채권을 대여했음에도 불구하고 세법상 증권대여행위를 매매를 간주하여 증권대여시점에서 대여자에게 채권이자에 대한 세금을 선납하도록 한 것을 말한다. 이에 따라 이표채인 경우 대여자가 채권대여를 꺼리는 이유중의 하나가 되었다.

158) 일반적으로 주식대차기간 중에 배당금이 발생한 경우, 명목상 대여증권의 소유자에게 배당금이 지급되므로, 차입자는 배당금에 대한 세제상의 혜택을 받게된다. 그리고 대여자가 차입자로로부터 돌려 받는 대체지급액은 기타소득으로 분류되는 것이 합리적이다.

직접적인 계약정보는 외부에 노출되지 않도록 보호해야한다.

시장참가자간 증권대차내역은 철저히 보호되어야 한다. 이와 함께 자본시장 전체측면에서 보면 제한된 형태이지만 간접적인 형태로 증권대차 관련 정보가 시장에 공시될 필요가 있다. 예를 들어, 대차시장에서 이루어지고 있는 대차규모(거래량, 거래대금), 해당종목, 투자자별 세부사항 등이다. 이는 현물시장에서 특정 시장참가자의 거래내역이 시장에 직접 공시되지 않지만 시장참가자가 속한 투자자별로 합쳐진 형태로의 투자자별 거래내역이 시장에 공시되는 것과 같은 이치이다. 비록 이러한 정보들은 시장참가자 입장에서는 간접적이긴 하지만, 증권시장에 참여하는 불특정다수 투자자와 시장운영 및 관리자, 정책당국자에게 필요하다. 왜냐하면, 이들 간접적 형태의 정보는 증권시장의 효율적인 가격발견에 도움이 될 뿐만 아니라 공정한 시장관리와 운영에도 절대적으로 필요하기 때문이다.

우리나라는 2002년 8월 현재 대차중개기관별로 대차거래관련 정보를 일별이나 월별 주기로 인터넷상 또는 정보단말에서 공식적으로 제공하고 있다.[159] 이는 외국의 주식대차관련 정보가 일정 주기별로 인터넷상에 공시되는 형태와 유사하다. 그러나 외국의 경우에는 주식대차관련 정보가 특정 어느 기관에서 통합되어 제공되고 있지만[160], 우리나라의 경

159) 증권대차중개기관으로서 한국증권금융(주)은 자사 홈페이지에 자사의 대차중개실적을 일별, 월별로 기준으로 종목별 전체시장별 거래량, 거래대금 등의 대차거래 현황 정보를 제공하고 있고, 증권업협회는 2002년 5월부터 증권회사 직접거래분에 대하여 대차거래량 기준의 대차정보를 인터넷상에서 제공하고 있다. 그리고 증권대차거래비중이 제일 높은 증권예탁원의 경우에는 자사 홈페이지에서는 제공하지 않고 한국증권전산의 정보단말기인 CHECK를 통해 증권금융과 동일한 유형으로 자사 거래분에 대한 대차정보를 제공하고 있다.

160) 이를 국가별로 살펴보면, 미국은 NYSE와 Nasdaq에서 매월 세 번째 월요일에 주식대차관련 거래량, 거래대금, 해당종목을 공시하고 있다. 홍콩은 미국보다 보다 적극적으로 홍콩거래소에서 종목별 주식대차거래정보

우는 대차중개기관별로 나뉘어 제공되는 형태이다. 이처럼 외국과 달리 대차관련 정보가 중개기관별 분리되어 제공되는 형태가 큰 문제는 없지만 시장참가자는 물론 투자자의 편익제고 차원에서 개선의 여지가 있다. 즉, 각 중개기관이나 증권업협회는 이들 분산된 증권대차정보를 서로 교환하여 종합된 대차관련정보를 제공할 필요가 있다. 만일 대차중개기관별 대차정보의 종합이 곤란한 경우 미국이나 일본의 경우와 같이 제3의 기관이 대차관련 정보를 종합적으로 취합하여 통합정보를 제공하는 것도 무방하다.[161]

3. 대차중개시스템의 개선방안

전절에서는 우리나라 주식대차시장의 문제점과 이를 해결하기 위한 몇 가지 개선방안을 살펴보았다. 전절의 대차거래제도에 대한 개선을 토대로 하여, 본절에서는 우리나라 자본시장의 균형발전과 대차시장의 활성화를 도모하고자 대차중개시스템의 개선방안을 살펴보고자 한다. 최근 증권회사의 대차거래중개 부수업무 신고회사수가 급격히 증가하였으나 대차수급 불균형, 별도 대차중개기관의 시장지배력 지속 등에 의해 증권회사의 대차중개역할은 여전히 부진하다.[162] 자본시장에서의 대차거래

를 일별로 제공하고 있다. 일본은 개별종목에 대한 정보는 제공하지 않으며, 일본증권업협회(JSDA)가 전체시장에 대한 주식대차와 채권대차 현황을 월별로 제공하고 있다. 영국은 예탁결제기관인 CREST에서 주식과 채권대차잔액에 대한 월별시장가치만을 시장에 제공하고 있다.

161) 일본의 경우 증권업협회 그리고 미국, 홍콩 등의 경우 거래소가 대차관련 정보를 취합하여 통합정보를 제공하는 형태이다.

162) 비록 증권회사의 대차중개실적이 높게 증가하였지만, 이는 주로 외국계증권회사거래가 대부분이다. 우리나라 대차시장에서 증권예탁원과 한국증권

순기능, 그 동안 부진했던 증권회사들의 대차거래관심 증대추세[163], 대차수요와 공급제한 규제들의 완화시 기대되는 대차시장 규모확대 등은 우리나라 대차시장의 주요 변화 동인이 될 수 있다. 본절에서는 우리나라 대차시장의 발전, 증권산업의 경쟁력 제고, 자본시장의 균형발전을 위하여 대차중개시스템의 경쟁성 확대를 살펴보고자 한다.

본절에서는 대차중개시스템의 개선방안의 다른 하나로 자동대차시스템의 도입을 살펴보고자 한다. 주식대차가 결제불이행예방, 차익거래, 헷지거래, 투기거래 등으로 이용되지만 결제목적의 주식대차가 곤란한 경우 자동대차는 결제목적의 주식대차를 보완해 줄 수 있는 유용한 기능이 존재한다. 자동대차는 일종에 최후의 유동성위험 예방장치로서 스위스, 독일, 이탈리아, 스페인과 같은 나라에서 도입운용하고 있다. 제Ⅲ장에서 설명하였듯이, 자동대차는 주식대차와는 그 성격, 이용목적, 대차기간, 운용기관 등이 상이하다. 결제불이행의 예방은 주식대차의 이용 동기중의 하나가 되지만, 결제일에 현물을 인도해야만 하는 자가 보유현물이 부족할 경우 상업금융기관의 대차중개를 통해 주식차입을 해야 한다. 특히, 유동성이 낮거나 희소증권과 같은 경우 상업적 대차중개금융기관으로부터 특정시점에 주식차입이 곤란할 수 있다. 이런 경우 중앙예탁기관으로부터 최단기로 주식차입이 가능하다면 현물인도부족에 의한 결제불이행은 예방될 수 있다. 그러므로 본절에서는 결제불이행 예방목적의 차입자가 상업적 중개금융기관으로부터 주식차입이 곤란한 경우에 한해서 제한적으로만 이용될 수 있는 중앙예탁기관의 자동대차시스템도입을 살펴보고자 한다. 이는 증권시장의 결제안정성의 제고, 증권시장의 신뢰성 증대, 그리고 자본시장의 발전에도 커다란 도움이 될 수 있다.

금융(주)이 수행하는 대차중개비중이 2002년 7월 기준으로 70%를 상회할 정도로 매우 높으며, 국내 증권회사의 대차중개실적은 매우 미흡하다.

163) 한 예로, 2002년 12월말 대차중개 부수업무를 신고한 증권회사는 2002년 9월에 비해 두 배로 증가한 17개사이다.

가. 대차중개시스템의 실질적인 경쟁성 확대

2002년 3월부터 제도상 증권회사의 직접 대차중개업무가 허용되어 2002년 7월 현재 증권회사의 주식대차거래비중은 거래량기준으로는 증권예탁원 다음으로 높은 28.9%를 차지하고 있다.[164] 증권회사의 자기상품보유 현황이 미흡함에도 불구하고 증권회사의 증권대차거래실적이 증가하였다는 사실은 매우 고무적이다. 왜냐하면 증권회사가 직접 중개를 담당한 기간이 매우 짧음에도 불구하고 시장 전체적으로는 상당히 높은 비중을 차지하였기 때문이다. 그런데, 증권회사 대차중개물량의 상당부분이 외국계 증권회사의 거래분이라는 사실을 상기하면 국내 증권회사의 대차중개역할은 매우 부진한 것으로 생각할 수 있다. 이는 현행 주식대차의 수급불균형 구조와 현행 별도의 대차중개기관의 시장지배력 하에서 증권회사가 대차중개역할을 담당하기란 매우 어려운데 기인한다.

현행 우리나라는 증권회사, 한국증권금융, 증권예탁원이 모두 중개업무를 수행하는 체계로써, 표면적으로는 경쟁적인 대차중개시스템을 적용하고 있다. 특히, 현재 대차중개 부수업무 신고증권회사가 대폭 늘어난 사실을 들어, 일부에서는 경쟁적 대차중개시스템이 작동되고 있다는 주장을 하기도 한다. 그러나 여전히 대차수급의 불균형이 해소되지 않고 있고 대부분의 대차중개가 별도 대차중개기관과 외국계증권회사에서 이루어지고 있어, 국내증권회사의 역할은 여전히 부진하다. 보다 엄밀하게 말하자면 우리나라 대차중개시스템은 별도의 대차중개기관과 외국계증권회사간의 시장분할 과점체계[165]라고 말할 수 있고, 국내 증권회사입장

164) 2002년 7월 거래량 기준의 주식대차거래는 증권예탁원(7,396,110주), 증권회사(3,532,490), 증권금융(1,288,200)순으로 나타나고 있다.

165) 외국계 증권회사는 외국인의 국내 주식대차시장 중개업무를 담당하므로 내국인의 대차중개시장과는 분할이 이루어져 별도의 대차중개기관의 시장지배력이 영향을 미치지 않는다고 말할 수 있다.

에서 보면 시장지배력이 매우 높은 별도 대차중개기관과 경쟁능력이 없는 증권회사간의 제한적 경쟁체계라 할 수 있다.

주식대차의 수급불균형 해소와 대차시장의 활성화, 증권산업의 경쟁력 제고, 그리고 자본시장발전을 위해서는 증권회사가 대차중개업무를 확대할 수 있는 경쟁적 대차중개시스템의 작동이 바람직하다. 주식대차중개는 중개기관의 상업성 동기, 차입자나 대여자에 대한 교섭력 발휘, 차입자의 신용평가에 기초로 한 위험관리 등이 적극 요구된다. 그러나 자연독점 또는 법적 독점 상태로서 다른 공공적 업무에의 비중이 높은 증권예탁원과 같은 별도 대차중개기관은 조직 정체성(identity)과 업무중요도 등의 제한으로 상업성이 요구되는 대차수급 증대노력을 적극적 수행하기 어렵다.[166]

전장의 주요외국의 대차거래 특성에 대한 분석에서 살펴보았듯이, 주식대차시스템은 자국의 경제금융환경을 반영하여 구축되었는데, 그 목적은 자국의 자본시장 활성화나 시장경쟁력의 제고에 있다는 것이다. 이러한 현상은 각국이 자본시장의 발전에 저해되는 시장구조나 제도를 개혁하는데서 알 수 있으며, 대차중개시스템이나 대차관련제도 또한 예외가 아니다. 외국의 사례분석에서 나타난 중요한 시사점 중의 하나는 투자전략 차원에서 이용되는 주식대차의 중개기능이 일본을 제외하고 미국, 영국, 스위스 등의 경우 시장경쟁을 통한 수요자 중심으로 이루어지고 있다.

그 동안 우리나라도 대차중개기능이 경쟁화될 수 있는 제도적 장치를 구비하여 왔다.[167] 그럼에도 불구하고 시장참여자중 대여자들의 주식

166) 다른 나라와는 달리 우리나라 중앙예탁기관인 증권예탁원은 상업적 주식대차중개업무를 수행하고 있다. 증권예탁원에서 행하는 유가증권실물에 대한 예탁 및 반환업무, 대체기재에 의한 증권결제업무 등은 중앙예탁기관의 본연 업무로써 매우 공공성이 강조된다.

167) 예로써 대차수수료에서 경쟁호가제도의 도입, 증권회사의 직접대차중개허용 등이다.

대차에 대한 부정적 시각, 대차시장의 수요와 공급의 확대를 제한하는 규제들의 일부 존재, 증권회사들의 주식대차를 이용한 투자전략에의 관심부족, 대차중개업무에 대한 증권회사의 역할미흡 등에 의해 주식대차 규모가 외국에 비해서는 상대적으로 낮은 수준이다.

경쟁적 대차중개시스템은 대차시장의 발전은 물론 투자은행업무를 수행하는 금융기관의 경쟁력제고에도 매우 중요하다. 경쟁적인 대차중개시스템은 차입자와 대여자간의 다양한 욕구와 조건이 충족되어 대차시장의 확대에 도움이 된다. 경쟁적 대차중개시스템은 외국의 사례에서 보듯이 투자은행이나 보관은행 등의 역할이 강조된다. 대차중개업무는 이들 금융기관들의 주요 핵심사업 중의 하나로 부각되고 있다. 대차중개업무의 전문성, 복잡성, 규모경제 등에 의해 대차중개업무는 대체로 대형 금융기관들이 주된 역할을 담당하고 있다.

현행 경쟁 제한적 대차중개시스템이 경쟁화되기 위해서는 대차거래 및 중개업무에서의 증권회사 역할확대가 요구된다. 그 이유를 몇 가지 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 대차중개업무는 상업성에 기초한 투자은행이나 보관은행에서 적극 추진하는 것이 보통이라는데 있다. 일본이나 우리나라와 같이 별도 대차중개기관이 중개업무를 수행하는 경우, 이들 대차중개기관은 공공성이 강조되는 다른 업무의 수행에 기인하여 대차중개업무수행에서의 상업성 동기가 미흡할 수 있다. 또한 차입자와 중개기관, 그리고 대여자와 중개기관간 대차조건에 관한 교섭력이 이들 별도 대차중개기관에서 발휘되기 어려울 수 있다. 특히, 일본시장과 같이 무수히 많은 대여자와 차입자가 존재하는 시장에서 표준화대차계약은 중개기관의 교섭력을 필요로 하지 않을 수 있다. 그러나 우리나라와 같이 차입자는 많고 대여자가 과소한 수급불균형 상황에서는 대차중개기관의 교섭력이 중요할 수 있다. 대차중개기관과 차입자, 대차중개기관과 대여자와의 긴밀한 교섭은 상업성 동기를 지닌 민간금융회사에서 효율적으로 추진될 수 있다. 증권회사는 수익성 중심의 영업활동을 하므로 주식

대차업무의 중개뿐만 아니라 주식대차를 이용한 투자전략의 수행으로부터 영업수익을 제고하려는 적극적 동기가 존재한다. 그러므로 증권회사들은 차입자와 대여자 양측의 다양한 욕구를 반영한 적극적인 대차업무의 중개를 수행할 수 있다. 이는 현행 대차수급의 불균형 해소와 대차시장의 규모확대에도 공헌할 수 있다. 둘째, 대차중개업무는 차입기관에 대한 신용분석업무와 독립적으로 이루어져야 한다는데 있다. 무엇보다 차입자의 신용평가에 기초로 하여 신용이 우량한 차입자와 그렇지 못한 차입자에 대한 담보와 증거금 수준이 다르게 책정 운영되어야 한다. 그러나 우리나라 대차중개기관의 경우 차입자에 대한 신용평가를 할 수 있는 조직과 인력이 충분하지 못하다. 이에 따라 대차중개시장에서 차입자의 신용한도가 고려되지 못하고 대차중개기관이 일방적으로 정한 담보와 증거금수준이 적용되고 있다. 그런데 투자은행과 같은 증권회사는 다른 영업활동의 필요에 의해서도 신용평가를 하는 내부조직이 있으므로, 이런 조직을 활용한 차입자별 신용평가와 차입자별 신용상태에 부합된 적정 담보관리가 가능할 수 있다. 셋째, 국내 증권산업의 대외경쟁력 제고를 위해서도 증권회사가 적극적인 대차중개업무를 확대할 필요가 있다. 2002년 12월말 대차중개 부수업무를 신고한 증권회사수가 17개사(국내 13, 외국계 4)이듯이, 최근 들어 증권회사들의 대차중개업무에의 관심이 증대되고 있지만, 국내 증권회사의 역할은 아직도 미흡하다. 증권회사가 수익다변화를 통해 투자은행으로의 변화되어야 하는 현재 시점에서 증권회사의 대차중개업무확대는 큰 의미가 있다 하겠다. 넷째, 대차시장의 활성화를 위해서도 증권회사의 대차중개업무확대가 필요하다는데 있다. 증권회사가 대차중개업무를 수행하는 경우 해당 증권회사 고객들의 대차시장 참여가 늘어날 수 있다. 왜냐하면 증권회사가 자사고객의 동의를 거쳐 다른 시장참가자에게 대여 또는 차입을 중개하는 경우 개인의 대차물량이 발생할 수 있기 때문이다. 현재 개인투자자들은 대차거래의 대부분을 차지하는 증권예탁원이나 한국증권금융(주)의 대차

중개에는 참가할 수 없다. 만일 개인투자자들이 증권예탁원이나 한국증권금융(주)에 참가할 수 있다면[168], 상기 이유는 해소될 수 있다.

증권회사의 적극적인 대차중개업무확대에 의한 경쟁적 대차중개시스템은 현행 대차수수료의 결정이 대여자 주도로 이루어지는 시장에 많은 변화 즉, 증권회사의 상업성 동기와 교섭력에 의한 대차수급의 확대, 차입자의 신용평가에 기초한 담보관리의 효율화와 시장참가자의 편익증대, 그리고 국내 증권산업의 대외경쟁력 제고 등을 가져올 수 있다. 만일 현재와 같은 별도 대차중개기관이 주도하는 경쟁 제한적인 대차중개시스템이 시장의 힘에 의해 경쟁적으로 변화되려면 대차규모의 증대와 대차수급의 불균형 해소가 이루어져야 한다. 다시 말해, 대차시장에서 대여자의 주식대여에 대한 부정적 시각이 감소하여 수급불균형이 얼마나 해소될 것인지, 시장 전체적으로 대차규모가 얼마나 증대될 것인지가 관건이다. 비록 대차중개 부수업무 신고증권회사가 많이 늘었다하더라도, 대차시장의 수급불균형이 해소되지 않는 한 증권회사가 제대로 대차중개역할을 확대하기는 어려울 수 있다. 왜냐하면 주식대차수급의 불균형 지속으로 전체 대차시장의 규모확대가 곤란한 경우, 경쟁능력을 갖추지 못한 증권회사가 시장지배력이 높은 별도 대차중개기관과 경쟁하는 것은 무의미할 수 있기 때문이다.

증권회사의 대차중개역할 증대는 대차시장과 자본시장의 발전에도 중요하다. 현행 경쟁 제한적 대차중개시스템이 경쟁적이 되기 위해서는 수급불균형의 해소와 대차시장의 전체규모확대가 전제조건이 되듯이, 정책당국은 전절에서 제시된 대차수요와 공급확대방안을 실시할 필요가 있다. 이러한 정부정책의 배려와 함께 증권회사는 자체의 대차중개 역할 증대 노력이 필요하다. 증권회사들이 취할 수 있는 몇 가지 예를 제시하

168) 개인투자자들이 이들 중개기관에 참가하는 방식에 대해서는 전절의 개인투자자에 대한 주식대차 제한규정의 정비를 참조

면 다음과 같다. 첫째, 대차중개에서의 담보관리에는 일종의 규모효과가 존재하므로, 필요하다면 대차중개업무와 담보관리업무에 대해 증권회사와 별도 대차중개기관들이 상호간 자율적인 역할분담을 조정하는 것이다. 다시 말해서 대차중개업무는 증권회사 위주로 하고, 담보관리업무는 별도 대차중개기관 위주로 수행할 수 있도록 자율적인 조정 노력을 시도하는 것이다. 대차중개업무와 대차담보자산관리가 분리 운영되는 유사한 외국의 예로는 영국인데, 중앙예탁기관인 CREST가 대차관련 담보자산을 관리하고 있다. 증권예탁원은 물론 한국증권금융(주)이 현재 담보관리업무의 노하우를 살려 담보자산관리에 특화하는 경우[169], 증권업계 전체적으로는 시스템비용의 절감, 차입자의 거래비용 감소, 증권회사의 대차중개 실적증대 등이 기대될 수 있다.[170] 둘째, 상기와 같은 자율조정이 용이하지 않은 경우, 증권회사들은 자신들간의 중개네트웍을 서로 공유하는 대차중개전달 및 체결시스템을 개발 운영하는 것도 한 방법이 될 수 있다. 이런 체계는 결국 별도 대차중개기관이 운영하고 있는 대차시스템과 경쟁관계를 가지게 된다. 셋째, 시장지배력과 기관의 정체성에 의해 별도 대차중개기관이 관심을 기울이지 않거나 취급하기 곤란한 개인투자자와의 대차분야, 교섭력이 필요한 기관투자자집단과의 대차분야와 같은 틈새시장(niche market)을 집중 공략하는 것도 또 다른 방법이 될 수 있다.

---

169) 이 경우 우리나라는 영국과 달리 대차담보자산관리가 중앙예탁기관만이 아니라 한국증권금융(주) 두 기관에서 경쟁적으로 처리하는 체계가 된다.

170) 개별 증권회사별로 담보자산관리시스템의 구축하는 경우 대차중개거래대비 시스템구축 및 운용비용이 과다할 수 있다. 만일 이런 담보자산관리업무가 증권예탁원이나 한국증권금융(주)에서 집중 처리될 수 있다면, 개별 증권회사는 이의 비용을 상당히 절약할 수 있고, 이런 절약비용은 결국 차입자의 거래비용을 낮추는데 기여할 수 있다.

나. 자동대차시스템의 도입에 의한 결제안정성 제고

자본시장에서 결제의 안정성은 아무리 강조해도 지나치지 않다. 증권결제에 있어서 대차거래시스템의 중요성은 국제청산결제관련기구인 G-30[171](1990)와 ISSA[172](International Securities Service Association: 1995)의 권고안에서 제시되고 있는데, 이들 기구에서는 주식거래의 결제위험을 방지하는 방법 중의 하나로 주식대차거래를 활성화시켜야 한다고 권고하고 있다.

어떤 거래자가 결제일에 매수자에게 증권을 인도할 수 없는 경우에, 결제불이행의 발생은 불가피할 수밖에 없다. 이런 경우 대차주식을 이용할 수 있다면, 결제불이행의 발생은 사전에 막을 수 있다. 비록 증권시장에서 실물인수도 방식에 의한 결제대신에 전자증권제도(electronic securities 또는 dematerialisation)나 부동화(immobilisation)에 의한 집중예탁방식에 의한 결제를 하더라도 매도자가 증권인도의 실패로 인한 결제불이행은 간혹 발생할 수 있다.[173] 만일 결제불이행이 발생하는 경우, 해당 증권회사는 증권인도 실패에 따른 경제적 불이익은 물론 신용과 명예의 훼손을 입게 된다. 그러므로 어느 증권회사가 증권을 매도하고 해당 증권을 인도할 수 없는 경우, 다른 거래회원이나 결제기구로부터 필요증권을 차입하여 매수자에게 증권을 인도해야 한다.

---

171) G-30(Group of Thirty)는 1978년 미국의 록펠러재단이 세계각국의 경제, 금융전문가인 저명인사 30명을 선정하여 구성한 민간단체이다.

172) 국제증권관리자 협회는 세계 각국의 증권관리 및 결제부문 종사자로 구성된 민간단체로서 증권관리 및 결제의 효율화를 목적으로 설립 운영되고 있다.

173) 예를 들어, 기관투자자에게 증거금확인 규정을 적용하지 않는 경우 고의 또는 실수에 의해 주문이 체결될 수 있다. 이때, 해당 종목의 유동성이 낮은 경우 해당 기관투자자가 결제일에 증권을 인도할 가능성은 매우 낮아진다.

증권을 매도한 상태에서 인도할 증권을 아직 인수받지 못한 경우나 주식옵션이행과 같은 파생상품의 계약의 이행을 위하여 아직 매입하지 못한 증권을 인도해야 하는 경우 결제불이행 예방차원의 주식대차가 요구된다. 특히, 결제를 위해 차입하려는 주식이 매우 희소하거나 유동성이 낮은 경우, 증권회사와 같은 투자은행을 통한 주식차입은 중앙예탁결제기관의 자동대차보다 적시성과 차입가능성에서 비효율적일 수 있다. 왜냐하면 유동성이 낮거나 희소한 주식의 경우 투자은행은 이들 증권보유자를 손쉽게 알 수 없으므로, 아주 드물지만 차입자가 결제일에 주식대차를 하지 못해 결제불이행을 하는 경우가 생길 수도 있기 때문이다. 이런 증권의 경우 투자은행보다는 이들 증권의 보유관계를 알고 있는 중앙예탁기관으로부터의 차입이 오히려 효율적이고 신속할 수 있다.

중앙예탁결제기관이 운영하는 자동대차는 예탁자와의 계약에 의해 예탁주식을 결제부족상태에 있는 차입자에게 대여해 주는 것이다. 이러한 자동대차는 본 연구에서 집중적으로 설명한 일반적 형태의 주식대차와는 여러 면에서 차이가 있다. 첫째, 주식대차는 상업성을 주된 목적으로 하지만, 자동대차는 상업성이 아니라 결제안정성차원의 공공성이 강조된다. 둘째, 주식대차와는 달리 자동대차는 결제할 증권이 부족한 차입자에게만 주식을 대여한다. 이 때 중앙예탁결제기관은 차입자의 신용도에 따른 차입한도와 담보가치에 따라 해당 주식을 대여한다. 셋째, 주식대차의 대여기간은 다양하지만, 자동대차의 대여기간은 익일물이 보통이다. 넷째, 자동대차의 경우에는 벌칙성이 부과되어 이의 대차수수료는 일반적인 주식대차수수료보다 높다. 왜냐하면 자동대차는 일반적인 주식대차 형태로 사용되도록 설계된 것이 아니라, 최후의 유동성 공급 수단을 목적으로 설계된 것이기 때문이다. 그러므로 결제목적의 차입자는 가급적 주식대차를 이용하고, 주식대차가 불가능한 경우에만 제한적으로 자동대차를 이용하려 할 것이다.

중앙예탁결제기관의 자동대차는 대여자에게는 대차수수료와 같은 부가적인 수입을 제공하며, 차입자에게는 결제과정의 신속성과 안정성을 제공한다. 중앙예탁결제기관에 의한 자동대차는 유동성위험 방지에 대한 최후 보루로서 결제안정성의 제고와 증권시장의 신뢰성 증대에 공헌할 수 있다.[174] 그러므로 스위스, 독일, 이탈리아 등과 같이 우리나라도 중앙예탁기관의 자동증권대차 도입이 필요할 수 있다.

결제불이행 예방장지로서 자동대차업무는 중앙예탁결제기관의 공공성업무와 부합된다. 그런데, 우리나라의 경우 다른 나라의 중앙예탁결제기관과는 달리 중앙예탁기관인 증권예탁원이 상업적인 대차중개업무를 수행하고 있는 특성이 있다. 또한 중앙예탁기관이 자동대차를 잘못 운영하는 경우 자동대차관련 위험이 발생될 수 있다. 이들 관점에서, 일부에서는 중앙예탁기관의 자동대차도입을 반대할 수 있다. 자동대차는 엄격한 내부 절차 즉, 결제부족 차입자에 대한 신용한도제한과 충분한 담보를 기초로 한 대여관리를 하므로 이의 위험발생 가능성은 거의 없다고 할 수 있다. 우리나라 대차중개시스템의 경쟁성 확대에서 언급하였듯이, 향후 증권회사가 대차중개업무를 적극 추진하여 현행 경쟁 제한적 대차중개시스템이 향후 경쟁적으로 작동하는 시기와 연계하여, 자동대차시스템의 도입을 검토할 필요가 있다 하겠다.

---

174) 이에 대한 대안으로 미국 NSCC의 증권공개시장매입(buy-in)제도를 생각할 수 있지만 이는 자동대차보다는 결제불이행 예방 장치로서의 효과가 떨어진다.

Ⅶ. 요약 및 결론

Ⅶ. 요약 및 결론

증권대차란 주식이나 채권을 거래대상으로 하는 주식대차, 채권대차를 말하며, BIS와 같은 일부 기관에서는 Repo거래도 증권대차에 포함시키려는 경향이 있다. 주식대차는 주식조달을 주된 목적으로 주식의 차입과 대출이 이루어지는 거래를 말한다. 다시 말해서, 주식대차는 대여자가 자신의 보유중인 주식을 결제 또는 투자전략차원에서 필요로 하는 차입자에게 대차수수료를 받고 빌려주며, 일정기간이후 차입자가 되돌려 줄 것을 약정하는 거래이다.

국제간 주식거래가 빈번하지 못하고 다양한 금융수단을 제공하는 자본시장(예로, 지수선물·옵션시장, 주식선물·옵션시장)이 활성화되지 못한 과거나 그런 시장에는 주식대차가 결제불이행의 예방 목적으로 주로 이용되는 경향이 있었다. 즉, 현물 주식시장에서 딜러나 브로커들은 자기계산 하에 매도 포지션을 취하거나 시장조성자로서 고객의 매수주문에 응하기 위해서 주식차입을 필요로 한다. 결제일에 증권인도를 할 수 없는 경우 결제불이행이 발생되므로, 결제불이행관련 비용을 줄이기 위한 수단의 하나로써 주식대차가 널리 사용되었다. 그러나 최근에는 선물시장과 옵션시장의 발달과 증권시장의 국제화 추세에 따라 주식대차는 투자전략차원에서 많이 사용되는 추세에 있다. 투자자들은 주식대차시장과 자본시장과의 연계에 의해 다양한 투자전략 즉, 차익 또는 헷지거래, 투기거래, 그리고 자본차익 납세연기거래 등을 구사할 수 있다. 투자자들의 이런 적극적인 투자활동의 결과로, 주식대차는 자본시장의 균형가격발견의 촉진과 유동성을 제고시키는 효율적인 기능을 갖는다.

우리나라는 1996년 9월의 주식대차를 시초로 하여 1998년에 채권대차로 확대 운영되고 있으나, 주식대차 중심으로 대차거래가 이루어지고 있다. 2001년까지 거래실적이 전무하던 채권대차는 2002년 들어 최초로

398억 규모의 채권대차실적을 기록하여 고무적인 현상으로 나타나고 있으나, 2002년 7월 상장발행잔액 기준 대비 채권대차비중은 0.007%로 외국의 20%-90%인 비중과 비교하면 거의 무시할 정도라 말할 수 있다. 주식대차는 그 동안 정부와 대차중개기관 등의 활성화 노력에 의해 초창기보다는 비약적인 발전을 이루었으나, 2001년 12월 기준 주식시장의 거래량 대비 주식대차 거래비중은 0.04%로서 같은 시기의 미국 NYSE의 25.2%와는 비교할 수 없을 정도로 낮은 수준이다.

외국의 대차시장과 비교할 때, 우리나라에서 주식대차시장이 활발하지 못한 근본이유는 무엇보다도 시장참가자중의 하나인 대여자들이 주식대차에 의한 공매가 주가하락을 초래한다는 부정적 시각이 과도하여 주식대여를 꺼리고 있다는 것이다. 이는 대차수수료가 연기준으로 환산하는 경우 6%-7%로써 3년 만기 국고채 수익률보다도 높음에도 불구하고 대차시장이 항상 초과수요상태라는 사실에서 자명하게 알 수 있다. 그 동안 일반개인투자자들에게는 대주로만 인식되고 있던 주식대차가 정부의 증권시장 수급조절 정책의 하나로 사용되어 왔었으며, 대주가 시장하락을 부추긴다는 부정적 시각이 주식대차에도 그대로 인식되고 있다. 일부 시장참가자인 대여자들 사이에 대차거래에 대한 부정적 시각은 결국 대차거래를 꺼리게 되어, 오늘날 주식대차 규모가 매우 낮은 중요요인중의 하나가 되었다.

우리나라 주식대차시장의 활발하지 못한 또 다른 이유로는 주식대차 수요와 공급의 확대제한, 대차시장이 성격상 장외시장에서 이루어지는 투자은행업무임에도 불구하고 이들 업무를 적극적으로 수행할 수 있는 증권회사의 역할(즉, 대차중개업무와 대차를 이용한 투자전략수행 등) 부진 등이다. 2002년 12월말 현재 대차중개 부수업무 신고증권사는 17개사로 나타나고 있듯이, 최근 들어 증권회사들의 대차업무에 대한 관심이 늘어나고 있다. 그렇지만 여전히 차입자에 비해 대여자가 절대적으로도 적음에 기인한 과도한 대차수급 불균형이 유지되고 있다. 이러한 구조하

에 대부분의 대차중개업무가 증권예탁원이나 한국증권금융(주)에서 이루어짐에 따라 증권회사가 제대로 중개업무역할을 수행하기란 곤란하다.

본 연구는 우리나라 주식대차시장의 활성화를 저해하는 여러 문제점을 파악하고 이의 개선방안을 제시하기 위해 작성되었다. 또한 본 보고서는 현행 대차수급의 불균형상황하에서의 대차중개기관의 교섭력 증대와 시장참가자의 다양한 욕구반영에 의한 대차시장의 발전과 증권산업의 경쟁력 강화를 도모하고자 대차중개시스템의 실질적인 경쟁성 확대에 대해서도 살펴보았다.

우리나라는 전형적으로 대차수수료의 결정이 대여자 주도로 이루어지고 있듯이 대차시장은 대여하려는 자가 매우 적고 차입하려는 자는 많은 대차수급의 불균형을 이루고 있다. 이는 시장참가자인 대여자들이 주식대여를 통해서 대차수수료를 획득할 수 있고 일일정산에 의해 대차위험이 통제될 수 있음에도 불구하고 주식대여를 꺼리는데 기인한다. 대여자들이 주식대차를 이용한 공매가 현물주식의 가격하락을 초래한다는 부정적 시각을 과도하게 견지하는 한 대차시장의 발전은 곤란하다. 이런 측면에서 본 보고서는 개인투자자 차원에서 대주제도로 인식되고 있는 주식대차제도가 어떤 개념과 특성을 지니고 있고, 어떻게 유용하게 사용될 수 있고, 대차거래와 관련된 위험이 어떻게 통제될 수 있는 지를 시장참가자에게 상세히 설명하였다.

다음으로 주식대차제도에 대한 국제적 정합성과 제도개선발전의 벤치마크를 위해 본 연구는 주요국가로서 미국, 영국, 스위스, 일본의 증권대차시장의 현황과 제도적 특성을 분석하였다. 비록 각 나라별로 제도적 독특한 특성을 유지하고 있지만, 자국 자본시장의 경쟁력 제고라는 대명제 하에 대차거래시스템이 운영되고 있다. 따라서 본 연구에서는 이들 나라의 주식대차제도나 운영시스템이 우리나라 주식대차시장의 나가야 할 방향에 주는 시사점을 도출하였다.

지금까지의 주식대차시스템의 제도적 발전에도 불구하고 여전히 대차수요와 공급을 제한하는 제도적 규제가 존재하므로, 본 보고서는 수급확대를 위한 대차제도의 개선방안을 제시하고, 미래지향적 입장에서 대차거래활성화와 증권산업의 경쟁력 제고를 위한 대차중개시스템의 실질적인 경쟁성 확대를 살펴보았다.

본 연구의 주요연구결과를 상기 3가지 관점에서 제시하고자 한다.

주식대차시스템에 대한 이해 측면에서, 본 연구는 시장참가자에 대해 주식대차의 성격을 다음과 같이 강조하고 싶다. 첫째, 주식대차는 주식조달을 주된 목적으로 결제불이행은 물론 투자전략수행 차원에서 이루어지며 대여자는 물론 차입자에게도 유용한 역할을 할 수 있다. 즉, 장기 주식보유자는 주식대여를 통해 부가수익(즉, 대차수수료의 획득과 보관비용의 절감)을 향유할 수 있다. 차입자는 주식대차를 다른 금융수단과 연계한 차익 또는 헷지거래 등의 다양한 투자전략을 펼 수 있다. 따라서 주식대차가 현물시장의 매도압력으로 작용하여 현물시장의 주가하락을 초래한다는 과도한 부정적 시각은 재고될 필요가 있다. 둘째, 증권대차시장은 철저한 장외시장거래이므로, 대차중개방식에서 투자은행의 역할이 무엇보다 중요하며, 주식대차의 결제업무는 장외시장의 예탁결제기관이 수행하는 특성이 있다. 따라서 대차거래의 장외시장성격에 맞추어 공익성 기관보다는 상업성에 입각한 투자은행 등이 수요자입장에서 대차중개업무를 경쟁적으로 수행하는 것이 적극 요청된다. 셋째, 일부 나라의 예탁결제기관은 상업적 증권대차가 아닌 결제불이행 예방 차원으로 제한된 형태의 자동증권대차시스템을 운영하고 있다. 중앙예탁기관의 정체성에 부합되게 상업적 대차중개는 지양하고 결제불이행 예방을 위한 자동대차의 도입이 필요할 수 있다. 넷째, 주식대차거래에는 두 차례의 결제 즉, 개시결제와 상환결제가 수반되는데, 주식대차의 개시에서 상환결제가 완료될 때까지 유동성위험, 신용위험, 시장위험, 보관위험 등

이 존재한다. 그러나 이러한 제 위험에의 노출을 피하기 위해서는 거래상대방에 대한 신용평가와 함께 신용한도 부과, 표준약관에 의한 거래의 문서화, 담보와 보증 등과 같은 절차들이 이용되고 있다. 따라서 주식대차중개기관은 대차거래위험을 통제할 수 있는 체계적인 위험관리체계의 구축과 운영이 필요하다.

벤치마크로서 외국 주요국가의 대차거래현황과 제도, 구조 등의 분석에서, 본 연구의 분석결과와 시사점을 함께 제시하면 다음과 같다. 첫째, 미국의 주식대차는 매우 활성화되어 있으며, 이는 미국의 주식대차에 대한 수요와 공급이 많기 때문으로 생각된다. 무엇보다도 1981년의 ERISA법의 개정은 기업연금이나 개인연금이 보유증권을 대여할 수 있도록 함으로써, 공급측면에서 주식대차가 증가하는 중요한 한 요인이 되었다. 둘째, 영국은 1997년 10월의 대차거래제도 완화로 종전 17개 머니브로커를 통한 간접거래방식에서 대여자와 차입자간의 직접거래방식도 수용하였고, 미국과는 달리 예탁결제기관인 CREST가 대차거래관련 일일정산을 통한 담보 및 증거금관리를 담당하고 있다. 셋째, 스위스는 대형은행들이 대차중개기능을 담당하고 있으며, 중앙예탁결제기구인 SegaIntersettle에서 결제불이행 차원의 자동증권대차를 운영하고 있다. 넷째, 일본은 서구에서 찾아볼 수 없는 일본증권금융(주)이라는 특수 금융기관으로 하여금 대차거래를 중개하도록 하고 있으며, 증권회사들은 자사 보유 물량이나 증권금융으로부터 차입한 증권을 자사 고객에게 대차해주는 이중적인 구조를 취하고 있다. 다섯째, 외국의 주식대차에서 나타난 시사점으로는 우리가 주목할 사항으로는 ㉮ 상업적 목적의 주식대차의 경우, 일본과 같이 별도 대차중개기관에서 수행하기보다는 대부분 나라에서 투자은행들이 서로 경쟁하는 수요자 중심의 대차중개체계 ㉯ 안정적인 결제제도의 유지차원에서 최후로 유동성을 제공하는 중앙예탁결제기관의 자동대차시스템 ㉰ 시장참여자의 제한과 같은 규제의 완화 ㉱ 담보 및 대차자산의 일일정산체계구축 등이 있다.

우리나라 주식대차시장의 활성화를 위한 개선방안으로는, 첫째, 시장참가자가 투자전략(차입자입장)이나 투자수익 제고(대여자입장), 결제제도의 안정화 도모, 자본시장의 균형가격발견촉진 등의 측면에서 증권대차를 인식할 필요가 있다. 둘째, 차입제한완화로는 ㉮ 외국인의 현행 50억한도의 확대, ㉯ 외국인 소유한도종목에 대한 내국국인과 외국인간의 대차거래금지의 완화, ㉰ 재무적 요건에 기초로 개인투자자도 증권예탁원이나 한국증권금융(주)의 대차중개기관에 참여허용, ㉱ 은행이나 보험의 고정계정인 경우 내부위험평가체계를 전제로 주식차입을 허용하는 것이다. 셋째, 대여제한의 완화로는 ㉮ 개인투자자도 거래증권회사의 대차중개참여는 물론 증권예탁원이나 한국증권금융(주)의 대차중개기관에의 참여 허용, ㉯ 미국의 ERISA법과 같이 종업원 이익을 위해, 우리사주조합 보유증권에 대한 증권대여가 가능하도록 관련 규정의 개정 등이 있다. 넷째, 시장참여자의 대차거래관련 혼란을 방지와 대차시장의 활성화를 위하여 대차관련 회계처리의 통일화와 의제배당에 대한 세제처리의 명확화가 필요하다. 다섯째, 대차중개시스템의 실질적인 경쟁성 확대를 위해서는 증권회사의 대차중개업무의 역할 확대가 필요하며, 결제목적의 차입자가 주식대차를 통한 주식차입이 곤란한 경우에 한해 제한적으로만 이용할 수 있는 자동대차시스템의 도입을 검토할 필요가 있다.

끝으로, 본 연구에서 다루지 못한 대차거래관련 중요 사항으로서 향후 연구를 필요로 하는 분야를 몇 가지 제시하면 다음과 같다. 첫째, 본 연구에서는 주로 증권대차 중 주식을 거래대상으로 하는 주식대차로 국한하여 설명하였고, 구조 및 제도개선방향의 대부분이 주식대차중심으로 기술되어 있다. 증권대차거래에 관한 BIS(1999)의 연구보고서는 채권대차와 Repo를 거의 같은 개념으로 설명하고 있듯이, 실제로 채권대차와 Repo는 제도, 운영방법, 대차효과 등이 거의 흡사하다. 그러나, 그 대차거래효과는 동일하지만, 법적 측면에서 보면 다소 다르다. 즉, 채권대차는 소비대차계약이며, Repo의 경우에는 일부 담보부 계약의 성격과 함

께 매매계약의 성격도 존재한다. 2002년 들어 채권대차시스템 출범이후 처음으로 채권대차가 발생하였고, 2002년 Repo장내시장도 개설되었다. 외국의 경우 Repo거래의 활성화가 채권대차시장의 발전에 커다란 공헌을 한 것으로 알려져 있다. 향후의 연구에는 본 연구에서 수행하지 못한 현행 채권시장의 제도, 시장구조에 대한 분석에 기초로 한 채권대차의 개선방안과 Repo거래의 분석이 요구된다. 둘째, 증권대차시장은 차입자가 증권조달뿐만 아니라 자금조달의 수단으로도 사용할 수 있다. 만일 차입자가 금융기관인 경우 Repo와 역 Repo를 이용한 현금대여업의 효과도 창출할 수 있다. 중앙은행이나 증권규제당국은 증권대차가 금융시장의 통화효과와 증권대차가 이들 금융기관의 건전성에 미치는 영향에 대해서 관심을 지니고 있어야만 한다. 이와 함께 정책 또는 감독당국은 증권대차의 발전을 지원하되 증권대차시장과 관련된 악용가능성(예로 내부적 정보를 이용한 공매도 등)을 사전에 막고 대차시장의 안정성에 유지(예를 들어, 위험방지를 위한 체계적인 담보관리 및 평가, 마진콜 부과 등)에 관심을 기울려야 한다. 결국, 이들 규제당국이 취하는 정책은 증권결제시스템은 물론 대차시장구조의 발전에도 중요한 역할을 한다. 그러므로 향후 연구에서는 규제당국이나 정책당국 입장에서의 대차시장 안정성 장치와 대차시장의 악용가능성의 방지 방안, 그리고 대차시장 참여 금융기관별 건전성 분석 등이 행해져야 한다.

참고문헌

참고문헌

김문현, 김란영, 2002, 『주식투자이익 과세의 국가별 비교와 시사점』, 한국증권연구원, 조사 02-03.

김형태, 2001, 『환매조건부매매(Repo)의 활성화 방안』, 한국증권연구원, 연구01-03.

송치승, 2002. 2, "day trading과 주가변동성", 한국증권학회, 정기학술발표회.

_____, 2001, 『청산결제시스템의 신조류 분석과 대응방안』, 한국증권연구원, 연구01-06.

증권예탁원, 1999, 『주요국의 대차제도에 관한 조사연구』.

한국증권거래소, 『주식』, 각 호

日本證券業協會, 平成 13.6-14.6, 『證券業報』.

Aitken, M. J., A. Frino, M. S. McCorry and P. L. Swan, Dec. 1998, "Short Sales Are Almost Instantaneously Bad News : Evidence from the Australian Stock Exchange," *Journal of Finance*, pp. 2205-2223.

Alison Brooks, 1992, 『International Securities Lending』, Book Ⅰ : the Successful Lender, Asset International Handbooks.

_____, 1992, 『International Securities Lending』, Book Ⅱ : the Role of Intermediaries, Asset International Handbooks.

_____, 1992, 『International Securities Lending』, Book Ⅲ : Borrowers and Their Motives, Asset International Handbooks.

Auster, R., July 1978, "Tax Consequences of Short Selling," *Financial Planing Today*, pp. 185-193.

BIS, July 1999, "Securitie Lending Transactions : Market Development and Implication," *Technical Committee of CPSS and IOSCO*.

Bowlin L., M. S. Rozeff, Spring 1987, "Do Specialists' Short Sales Predict Returns?," *Journal of Portfolio Management,* pp. 59-63.

Brent A., Dale Morse, and E. Kay Stice, June 1990, "Short Interest : Exeminations and Tests," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 25, pp. 273-289.

DeBondt, W. and R. Thaler, July 1985, "Does the Stock Market Overact?", *Journal of Finance,* Vol. 40, pp. 793-805.

Diamond, D. and R., Verrecchia , 1987, "Constraints on Short-Selling and Asset Price Adjustment to Private Information", *Journal of Financial Economics,* 18, pp. 277-311.

Dyl, Edward A., 1978, "Short Selling and the Capital Gains Tax," *Financial Analysts Journal*, March-April, pp. 61-64.

Figlewski, S., Nov. 1981, "The Informational Effects of Restrictions on Short Sales : Some Empirical Evidence," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 16, pp. 463-476.

Hurtado-Sanches L., Dec. 1978, "Short Interest : Its Influence as a Stabilizer of Stock Return, "*Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol 13, pp. 965-985.

Jarrow, R., Dec. 1980, "Heterogeneous Expectations, Restrictions on Short Sales, and Equilibrium Asset Prices," *Journal of Finance*, pp. 1105-1113.

Joseph D. Vu, July-August 1987, "Why All Interest in Short Interest?," *Financial Analysts Journal*, pp. 76-79.

ISSA, ISSA *Recommendations 2000*.

Liaw K. T., 1999, *The Business of Investment Banking*, Jone Wiley & Sons, Inc..

McDonald, John G. and D. Baron, 1973, "Risk and Return on Short Positions in Common Stocks," *Journal of Finance,* 28, pp. 97-107.

NAIC, June 2002,『NAIC Model Laws, Regulations and Guidelines 280-1』, Volume Ⅱ.

Senchack, A. J. and Laura T. Starks, June 1993, "Short-Sale Restrictions and Market Reaction to Short-Interest Announcements," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol.28, pp. 177-194.

FIBV, http://www.fibv.com

Crest, http://www.crest.or.uk

DOL, http://www.dol.gov

JSDA, http://www.jsda.org

KSDA, http://www.ksda.or.kr

KSFC, http://www.ksfc.co.kr

NYSE, http://www.nyse.org

Nadaq, http://www.nasdaq.org

RMA, http://www.rmahq.org

SWX, http://www.swx.com

Thomas Murray MarketsSelect, http://www.marketsselect.com

< 부 록 >

<부록 Ⅰ> 주식대차이외의 증권대차 개념

<부록 Ⅱ> 주요 국가의 채권대차 현황

<부록 Ⅰ> 주식대차이외의 증권대차 개념

주식대차는 유가증권중의 하나인 주식을 대상으로 차입과 대출이 행해지는 증권대차거래의 한 유형이다. 만일 거래대상 유가증권이 보통 국공채인 경우의 증권대차는 채권대차나 Repo[175]거래를 통해서 주로 이루어지고 있다. 차입자가 보유 유가증권을 대여자에게 담보로 제공하고 현금을 차입하는 구조는 채권대차나 Repo와 매우 유사하다. 왜냐하면 Repo거래에서 매도자는 일정기간 유가증권을 되사기로 하고 매수자에게 유가증권을 매도하고 매수자로부터 현금을 받는 구조가 채권대차에서 대여자가 유가증권으로써 현금을 담보로 인수하고 채권을 차입자에게 대여하는 구조와 동일한 효과를 가지기 때문이다. 이런 특성으로, 일부 기관(예로 BIS)이나 실무업계에서는 Repo를 증권대차의 개념에 포함시켜 설명하거나 이해하려는 측면도 있다.

그러므로 우리가 증권대차거래를 자금조달 또는 증권조달 목적에서 광의로 해석하는 경우, 증권대차에는 주식대차와 채권대차, Repo, 재매매조건부 채권계약(sell-buy back) 등이 포함될 수 있다. 만일 매매가 아니라 소비대차라는 협의의 개념에서 해석하면, 증권대차거래에는 주식대차나 채권대차만이 이에 해당한다. 유가증권의 유동성, 가격변동성, 시장의 거래수준, 동일기업의 동질성 유지정도 등을 고려하는 경우 국가별로 다소 차이가 있으나 미국이나 영국 등의 일부 국가들을 제외하고 보통 주식대차가 채권대차보다 활성화되어 있다. 그런데, 증권대차의 광의개념에서 본 이들 거래의 차이는 법적으로 다소 차이가 있을 뿐 경제적 효과는 매우 유사한 특성을 지니고 있으므로, 이들 개념에 대한 혼동이 종종 발생할 수 있다.

---

175) Repo는 일정기간 후 되사주기로 계약을 체결하고 계약시점에서 증권을 매매하고 대금을 인수하는 거래이다. Repo는 매도자 입장에서의 정의된 용어이며, 역(reverse) Repo는 매수자 입장에서 정의한 용어이다.

주식대차와 같이 채권대차는 전형적인 증권담보거래이다. 채권소유자는 대여자로서 자신이 보유한 채권을 차입자에게 빌려주며, 차입자는 계약기간 만료일이나 대여자의 반환 요청시에 동일 수량의 채권을 상환해야하는 의무를 지닌다. 또한 채권차입자는 차입채권의 재인도를 보증할 담보를 제공하는데, 보통 현금, 증권, 신용장 등이 제공된다. 차입자가 차입채권의 상환을 이행하지 못하는 경우에 대비하여 대여자가 담보물로 징수하는 개시증거금의 가치는 대여한 채권의 시장가치보다 높은 102%-110%를 두고 있다. 대여자는 차입자와 사전에 협의한 수수료를 받으며, 이 때 만기는 차입자의 이용목적과 대여자의 보유기간에 의해서 익일(overnight), 개방형(open), 기간형(term)으로 구분된다.[176] 이러한 채권대차에서 대여증권에 대한 법적 소유권 명의는 차입자가 지닌다. 비록 차입자가 차입증권을 반환하지 못했다 하더라도 대여자는 대여채권에 대한 소유권을 주장할 수 없으며, 대여자는 차입자가 대여채권을 상환하지 못하는 경우 담보증권의 처분권한만을 지닌다. 그러나 계약상 대차기간 동안에 발생한 이자와 같은 경제적 이득 등의 권리과실은 대여자에게 귀속되는 특성이 있다.[177]

일반적으로 Repo라 불리우는 환매조건부 채권매매는 어느 거래일방이 상대방에게 대금을 받고 국공채인 대상증권을 매도하면서 동일 또는 동질증권을 특정일에 되사주기로 약속한 거래를 말한다. 이 때, 증권을 매수한 참가자는 매수자가 되며, 증권을 매도한 참가자는 매도자가 된다. Repo거래는 대상 유가증권의 인도와 동시에 대금의 대출이 발생되므로 참가자들은 Repo거래를 통해서 특정 증권을 마련하기도하고 필요

176) 채권대차는 개방형과 기간형이 널리 이용되며, 주식대차와 달리 기간형 채권대차에서 대여자 또는 차입자 어느 일방이 임의로 수의상환을 할 수 없는 제한이 존재한다.

177) 만일 계약기간 동안에 이자가 지급되는 경우, 이자는 일단 법적 소유권을 지닌 차입자에게 지급된다. 대여자는 차입자로부터 의제소득 형태로 이자를 돌려 받는 구조이다.

자금을 마련할 수도 있다. 차입자의 결제불이행이나 파산 등에 따른 손실을 방지하기 위해서 주식대차에서는 담보증권이 대여자에게 제공되는 역할처럼 Repo거래에서는 인도증권이 매수자의 명의로 소유권이 이전된다. 만일 인도증권의 개시가격은 현재의 시장가격에 경과이자(accrued interest)를 더한 가격으로 한다. 그리고 계약기간 만료나 상환시의 환매가격은 개시가격에 상호 합의한 이자율(repo이자율)을 더하여 결정된다. 증권대차와 같이 Repo거래에서도 이자수령과 같은 실질소유권은 매도자가 지닌다. 자금조달목적의 Repo거래에서 자금차입자인 매도자는 매수자와의 합의하에 기 제공된 인도증권을 다른 증권으로 대체할 수도 있다. 증권대차에서 증권대여자가 담보마진을 시장가치보다 높은 가격으로 받는 것과는 반대로 자금조달 Repo거래에서 자금대여자인 매수자는 시장가치에서 증거금(haircut)을 제외한 만큼의 담보마진을 받게 된다.

재매매조건부 계약은 매도거래와 매수거래가 분리되어 행해지지만 채권대차나 Repo와 같은 증권대차의 효과를 발생시킨다. 재매매조건부 계약은 매도거래와 매수거래의 계약이 동시에 이루어지지만 환매시의 미래결제가격이 현재시점에서 정하지 않고 미래시점에서 결정된다는 것이 Repo와는 다른 점이다. 재매매조건부 계약은 보통 장기채권(fixed income securities)을 대상으로 이루어진다. 또한 매도자는 담보나 증거금의 부담을 지지 않으며[178], 매수자는 증권의 법적 소유권 명의는 물론 이자의 수령과 같은 실질소유권을 갖는다는 점도 특이하다. 그러므로, 재매매 조건부 계약의 이런 특성에 의해서, 재매매 조건부 계약이 증권대차와는 다르다는 주장이 설득력 있게 받아들여지고 있다. 지금까지 설명한 증권대차와 이와 유사한 거래의 특성을 요약해서 도표로 나타내면 <표 부록-1>과 같다.

---

178) Repo와는 달리 자금차입자의 경우 인도(담보)증권 대체는 일반적으로 불가능하다.

<표 부록-1> 기타증권대차거래의 특성 비교

구 분	Repo	재매매조건부계약	채권대차
주요 거래목적	매도자 : 자금조달 매수자 : 증권조달 또는 현금대여	좌 동	결제불이행 예방 투자전략(차익, 투기 등)
거래 성격	매 매	매 매	소비대차
거래대상	매도자 : 채권 매수자 : 현금	좌 동	대여자 : 보유 국공채 차입자 : 대여자와 다른 유가증권
대상증권의 소유권 변동 관계	매도자→ 매수자	매도자→매수자	대여증권 : 매도자→매수자 담보증권 : 변동없음 (대여자 질권설정 가능)
이자의 귀속	매도자 보유	매수자 보유	대여자 보유
일일정산 대상	대상 채권	대상채권	대상채권 및 담보증권
대상증권의 대체 및 교환	가능	불가능	불가능
만기	개방형(open) 기간형(term)	기간형(term)	개방형(open) 기간형(term)
미래 결제가격의 결정 시기	현재 계약시점	만기시점	-

주) 1. Repo계약에서 매수인은 매입증권의 이자에 대한 수취권이 없다는 의미에서 담보부 소비대차로 보는 시각도 있다.
2. 주식대차에서는 채권대차와 같이 대차기간 동안에 발생되는 배당, 신주인수권의 권리 등을 대여자가 지닌다.
3. 주식대차에서의 의결권은 대여자가 아니라 차입자에게 귀속되는 특성이 있다.

<부록 Ⅱ> 주요 국가의 채권대차 현황

본문의 제Ⅴ장에서는 주요국가로서 미국, 영국, 스위스, 일본 등을 각각 대상으로 하여, 이들 국가들의 주식대차거래 현황과 제도 및 시장구조 특성을 살펴보았다. 본 <부록 Ⅱ>에서는 이들 나라들의 대차거래현황에 대한 올바른 이해를 위해서 채권대차현황에 대한 설명하고자 한다. 왜냐하면 국가별 대차거래시스템의 특성이나 시장구조는 거래대상 유가증권의 대차거래와 밀접한 관련성을 지니기 때문이기도 하다. 그러므로 여기서는 거래대상이 주식이나 채권을 대상으로 한 증권대차거래제도의 이해 차원에서 채권대차에 대해서도 설명하고자 한다.

가. 미국

미국은 주식대차시장뿐만 아니라 채권대차시장도 세계에서 가장 큰 규모를 차지할 뿐만 아니라 대차비율도 매우 높은 편이다. 미국의 채권대차시장의 현황을 살펴보면 채권대차시장은 채권시장의 활성화에 힘입어 그 규모나 대차비율은 세계적인 수치를 차지하고 있다. <표 부록-2>은 주요 국가의 2002년 1/4분기 평균채권대차현황을 나타낸 것이다.[179]

미국의 2002년 1/4분기 평균 채권대차규모는 $2,613억으로서 다른 어느 나라보다도 높다. 채권의 대차비율 평균치는 31%이며, 재무성 국채인 경우에는 무려 76%로 매우 높다. 이 비율은 독일이나 프랑스, 이탈리아의 1%-4% 수준과 비교할 때 매우 흥미롭다. 또한, 대차거래에서 현금담보인 경우가 평균 81%를 차지할 정도로 미국의 채권대차거래의 상당 부

179) RMA는 분기별로 상기 자료를 발표하고 있는데, 자료해석상 채권대차 신규발생분보다는 채권대차잔액으로 보는 것이 무리가 적을 듯하다.

분이 담보거래를 중심으로 이루어지고 있으며, 회사채인 경우 현금담보 비율은 99%수준에 이르고 있다.

<표 부록-2> 주요 국가의 채권대차 현황

(단위 : $백만, %)

국 가	구 분		대여가능 총자산(A)	현금담보 대차(B)	비현금담 보대차(C)	대차소계 (D=B+C)	대차비율 (D/A)	현금담보 대차비율
미 국	채권	재무성채권	232,778	134,108	41,850	175,958	76%	76%
		정부기관	120,383	38,003	6,766	44,769	37%	85%
		회사채	492,582	40,043	554	40,597	8%	99%
		소계	845,743	212,154	49,170	261,324	31%	81%
영 국	Gilts		77,517	457	16,936	17,393	22%	3%
스 위 스	채권*		41,001	-	-	6,531	16%	-
일 본	채권		-	-	-	-	-	-
독 일	채권		28,914	576	3	579	2%	99%
프 랑 스	채권		13,515	119	3	122	1%	98%
이탈리아	채권		3,605	152	0	152	4%	100%

주) 1. 스위스의 자료를 제외한 나머지는 2002.3.31 현재 기준임.
자료: The Securities Lending Committee of RMA, July 2002, Quarterly Aggregate Data

2. *표시는 1998년 12월 기준임.
자료: IOSCO website(www.iosoc.org) "Securities Lending Transaction" , July 1999

3. RMA에서 정의한 대여자산가능이란 고객이나 은행이 부과한 지침을 고려하지 않고 단순히 합산한 자산총액임.

나. 영국

<표 부록-2>에서 보듯이 영국의 국채인 gilt에 대한 채권대차 규모는 2002년 1/4분기 평균 $173.9억 수준이며[180], 대여가능채권 대비 채권대차비율은 주요국가 중 미국 다음으로 높은 22% 정도이며, 채권대차거래에서 현금담보비중은 3%이다. 미국이나 독일, 프랑스 등의 경우 현금담보비중이 대략 70%이상을 상회하는 것과 비교할 때, 영국의 현금담보비율이 한자리 숫자로 낮은 것은 매우 흥미로운 상황이다. 이는 다른 나라와는 달리 영국의 경우 대차거래관련 담보관리가 중앙예탁결제기관인 CREST에서 이루어짐과 매우 관련이 높을 수 있다. 왜냐하면 대여자 입장에서 볼 때, 개별 대차중개기관보다는 중앙예탁결제기관에서 담보관리를 하는 경우가 보다 신뢰적일 수 있기 때문이다. 그러므로 대여자는 현금담보가 아니라도 유가증권담보에도 안심하고 대차계약을 체결할 수 있는 측면이 존재한다.

다. 스위스

스위스의 증권대차는 1990년대 초부터 발달해왔다. <표 부록-2>에서 보듯이, 1998년 12월말 기준 채권대차잔액은 $65억이며, 대여가능채권대비 채권대차비중은 16%이다. 이 채권대차비율은 독일이나 프랑스의 경우보다 높은 수치이다. 흥미롭게도 영국의 경우와 같이 스위스의 경우에도 1998년 4월에 도입된 Repo가 채권대차거래를 증가시킨 것으로 지적되고 있다.

---

180) 영국 국채에 대한 채권대차규모는 1996년에 repo시장의 도입 이후 확대되었는데, 이에 관해서는 다음을 참조한다. CPSS and IOSCO, July 1999, "Securities Lending Transaction : Market Development and Implication," p. 130.

라. 일본

일본의 채권대차시장은 1989년 5월에 일본 증권업협회에 의해 채권에 대한 공매도가 완전히 자유화됨에 따라서 발전되었다. 채권대차시장은 일본국채를 중심으로 이루어지고 있고, 2002년 4월말 현재 일본 공사채[181]의 발행잔고는 684.4조엔이며, 채권대차거래 잔액은 86.64조엔 규모이고, 해당월 동안의 신규 채권대차거래규모는 509.7조엔이다. 2002년 4월말 신규 채권대차대금에서 현금담보비중은 95.3%인 485.8조엔이고, 만기별로는 익일물의 비중이 67.2%인 342.6조엔을 차지하고 있다.[182]

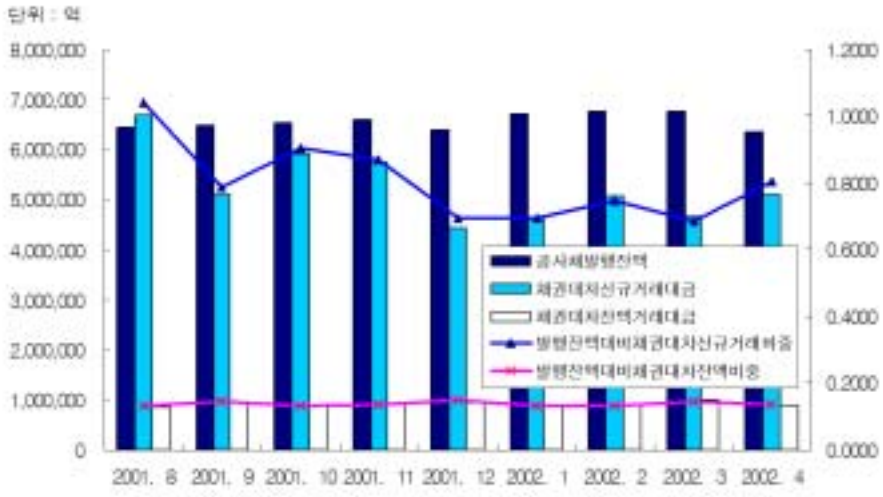
<그림 부록-1>은 2001년 8월에서 2002년 4월기간 동안 일본의 공사채 발행 잔액, 채권대차 신규거래액, 채권대차 잔액을 나타내고 있다. 이 그림에서 보듯이, 일본의 공사채발행 잔액 대비 채권대차 신규거래가 차지하는 비중은 평균 80.29%이며, 공사채발행잔액대비 채권대차대금의 잔액 비중도 평균 13.82%를 나타내고 있다. 그런데 일본증권업협회의 채권대차관련 자료에는 채권종류별 구분이 따로 없는 바, 이를 채권대차가 국채, 지방채, 정부보증채와 같은 공모공공채 중심으로 이루어진다고 가정하는 경우 상기의 비율은 각각 103.8%, 17.64%가 된다.

---

181) 일본에서 사용하는 공사채의 정의는 국채와 같은 공모공공채권, 회사채와 같은 공모민간채권, 비거주자채권, 그리고 사모사채를 더한 것을 말한다. 이에 관해서는 일본증권업협회, 平成 14.8, 『증권업보』 참조

182) 일본의 채권대차거래 통계 방식도 주식대차와 같이 대여와 차입으로 구분하여 계산하고 있으므로, 본 연구에서는 주식대차의 경우와 같이 합산하여 계산하고자 한다. 따라서 본 연구에서는 중복계산의 여지가 존재한다. 대여 및 차입에 관한 통계자료는 日本證券業協會, 平成 14.6, 『證券業報』 참조

<그림 부록-1> 일본공사채발행잔액, 채권대차대금의 신규 및 잔액



자료 : 日本證券業協會, 平成 14.6, 『證券業報』