

# 신용거래제도 및 이론

이 정 범

이 주 영

한국증권연구원



# 신용거래제도 및 이론

1998. 11

연구위원 이 정 범  
연구위원 이 주 영

한국증권연구원



## 序 言

증권시장에서 신용거래는 일시적인 수급불균형을 해소하고 가수급을 창출으로써 공정하고 질서있는 가격형성에 기여하는 제도이다. 우리나라에서는 증권거래법에서 신용거래에 대한 근거를 규정하고 있으며 금융감독원 규정은 신용거래에 의한 부작용을 최소화하기 위하여 신용거래에 수반되는 절차와 요건을 규정하고 있다.

우리나라 신용거래 용자잔고는 1년여 전인 1997년 11월 18일 3조 262억원에 달했으나 금융위기 이후 증권시장의 급속한 위축과 주가하락으로 담보부족계좌가 속출하는 등 1998년 8월 21일에는 2,160억원까지 떨어졌다. 최근에는 주식시장의 상승세에 힘입어 1998년 11월 28일 현재 3,280억원으로 11월 12일 2,673억원에서 15일 동안 하루도 빠짐없이 늘어 607억원이 증가했다. 그러나 IMF이전의 상황과 비교해 보았을 때 신용거래는 현저히 위축되어 있는 상황이다.

과거 신용거래의 과도한 이용에 따른 투자자들의 위험이 증시위축과 함께 줄어들어 따라 최근 정부는 증권시장의 선진화 일환으로 신용공여한도, 보증금 및 유지증거금율에 대한 규제를 완화하였다. 그러나 신용거래가 주가에 미치는 영향에 대해서는 주가의 변동성을 완화시켜 주가안정에 기여한다는 긍정적인 견해가 있는 반면, 신용거래의 투기적 요소로 인하여 오히려 주가변동을 격화시킨다는 부정적인 견해도 있다. 그러므로 정책적 관점에서는 신용거래가 긍정적인 측면을 최대한 발휘하고 부정적인 측면이 억제될 수 있도록 신용거래를 규제할 필요가 있다.

본고에서는 기존연구를 바탕으로 최근 개정된 제도를 재정리하고 기존의 연구에서 미진했던 부분들을 보완하였다. 또한 신용거래를 통한 투자자금의 확대와 축소가 정책수단의 변경에 따라 어떻게 변화하는지를 살펴봄으로써 우리나라에서의 신용거래규제정책 효과를 이론적으로 조명해 보았다. 즉, 규제수단을 선택하는데 있어서 효율적시장 달성이라는 목표와 합치하는 효과적인 규제수단을 정하는데 기본적인 사고의 접근방법을 제시하여 향후 신용거래제도의 발전에 기여할 것을 기대한다.

1998년 11월

한국증권연구원

원장 최 운 열

# 목 차

I. 서론 .....	3
II. 신용거래의 기본적 개념 .....	9
1. 신용거래의 의의 .....	10
2. 신용거래의 기능 .....	12
가. 유통시장에서의 시장성 제고 .....	12
나. 가격의 안정화 .....	12
다. 투자자 자산선택 범위의 확대 .....	13
3. 신용규제의 필요성 .....	13
4. 신용거래와 주가지수선물거래 .....	15
III. 각국의 신용거래제도 .....	19
1. 우리나라의 신용거래제도 .....	19
가. 신용거래의 구조 .....	19
나. 증권유통금융 .....	30
다. 신용거래 및 증권유통금융의 현황 .....	34
라. 신용거래의 규제 .....	40
2. 일본의 신용거래제도 .....	44
가. 신용거래의 구조 .....	44
나. 증권유통금융 .....	54
다. 신용거래 및 대차거래 현황 .....	60
라. 신용거래의 규제 .....	64
3. 미국의 신용거래 제도 .....	68
가. 신용거래의 발전 .....	68

나. 신용거래의 구조 .....	69
다. 신용거래의 현황 .....	81
라. 신용거래의 규제 .....	83
<b>IV. 각국의 신용거래제도 비교 .....</b>	<b>91</b>
1. 신용규제 .....	92
2. 신용거래대상증권 .....	92
3. 신용공여금액 .....	93
4. 신용공여한도와 신용거래기간 .....	93
5. 신용공여이자율 .....	94
6. 초과증거금의 이용가능 여부 .....	94
<b>V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론 .....</b>	<b>101</b>
1. 정책변수변경이 신용거래 수요에 미치는 영향 분석 .....	101
가. 가정 .....	101
나. 신용거래가 인정되는 경우의 유효기회비용 .....	102
다. 정책변수변경이 유효기회비용에 미치는 영향 .....	115
라. 양적제약이 유효하지 않은 경우의 정책변수변경의 영향 ...	119
마. 시장수요곡선 .....	122
2. 정책변수변경이 신용거래 공급에 미치는 영향 분석 .....	127
3. 신용거래규제가 미치는 영향에 대한 전반적 평가 .....	130
가. 신용거래규제 영향의 상관관계 .....	130
나. 효율적인 신용거래규제 방법 .....	132
다. 신용거래규제방법의 평가 .....	135
<b>VI. 결론 .....</b>	<b>139</b>

## 표 목 차

<표 Ⅲ-1> 우리나라 신용거래 종목수 .....	21
<표 Ⅲ-2> 우리나라 신용거래 보증금율의 변경 추이 .....	23
<표 Ⅲ-3> 증권회사별 신용거래 보증금율과 담보유지비율 .....	25
<표 Ⅲ-4> 신용거래 대응증권 및 대응가격 사정기준 .....	26
<표 Ⅲ-5> 우리나라 신용거래이율 변경 추이 .....	28
<표 Ⅲ-6> 우리나라 신용거래 이용율 .....	34
<표 Ⅲ-7> 우리나라 신용거래잔액과 증권유통금융잔액 .....	36
<표 Ⅲ-8> 우리나라 신용거래와 증권유통금융의 비교 .....	37
<표 Ⅲ-9> 우리나라 신용거래에 관한 주요 규제 및 해제조치	42
<표 Ⅲ-10> 일본의 신용거래 종목수 추이 .....	45
<표 Ⅲ-11> 일본의 신용거래 종목의 선정 및 취소 기준 .....	47
<표 Ⅲ-12> 일본의 대차거래 종목수 추이 .....	55
<표 Ⅲ-13> 일본의 대차거래 종목의 선정 및 취소 기준 .....	56
<표 Ⅲ-14> 보통거래에서 신용거래의 점유율 .....	60
<표 Ⅲ-15> 일본의 신용거래 잔고 .....	61
<표 Ⅲ-16> 일본의 대차거래 잔고 .....	62
<표 Ⅲ-17> 최초증거금율 추이(NYSE 주식의 경우) .....	73
<표 Ⅲ-18> 증거금거래 매수 잔고(NYSE 회원) .....	81
<표 Ⅲ-19> 증거금거래 공매도 잔고(NYSE 회원) .....	82
<표 Ⅲ-20> 미국 증권시장에서 신용거래에 대한 규제 근거	. 87
<표 Ⅳ-1> 한국, 미국, 일본의 신용거래제도(증권회사) 비교	.. 95

## 그림 목 차

<그림 Ⅲ-1> 우리나라 주권신용거래, 증권금융거래, 및 대차거래의 흐름도 .....	39
<그림 Ⅲ-2> 일본의 신용거래 대상 종목수 .....	46
<그림 Ⅲ-3> 일본신용거래제도의 위탁보증금율과 대용증권의 비율 .....	48
<그림 Ⅲ-4> 일본신용거래 금리추이 .....	51
<그림 Ⅲ-5> 일본 신용거래제도의 흐름도 .....	63
<그림 Ⅲ-6> 미국의 신용거래 규제체계 .....	86

# I. 서론

---



## I. 서론

일반적으로, 증권의 신용거래라 함은 모든 유가증권에 있어서 거래의 종류와 거래장소에 관계없이 신용에 근거하여 자금이나 증권을 조달하여 유가증권의 매매를 행함을 말한다. 우리나라의 증권거래법은 유가증권의 매매에 있어 증권회사가 고객에게 이러한 신용에 근거한 매매를 가능하게 해줄 수 있는 근거(법 제49조)를 제공해 주고 있으며, 금융감독위원회의 「증권회사의 신용공여에 관한 규정」 제2조는 거래법 시행규칙상의 신용공여방법을 정의하고 있다. 이 정의에 따르면 4가지 신용공여방법은 주식청약자금대출, 신용거래(융자 및 대주), 유가증권매입자금대출, 그리고 예탁증권담보대출로 정의되고 있다.

따라서, 우리나라에서 증권거래법과 금융감독원규정에 따른 증권시장에서 신용거래라 함은 “유가증권시장에서의 매매거래를 위한 매수대금의 융자 또는 매도유가증권의 대여(거래법 시행규칙 제12조1항2호)”를 의미하는 것으로, 고객이 매매거래를 함에 있어서 증권회사에 거래대금의 일정부분에 해당하는 금액만큼 현금 또는 대용증권을 증거금으로 예치하여, 매수할 경우에는 매입대금을, 매도할 경우에는 매도증권을 차입하여 거래를 행하고 고객이 정한 일정기간 안에 이에 대한 반대매매나 현금 또는 현물의 상환에 의하여 증권회사와의 거래를 완결하는 행위를 말한다.

상기에서 정의한 신용거래의 기능은 여러 가지가 있으나 그 본래의 기능은 증권시장에 적절한 가수급을 효율적으로 공급함으로써 수급의 일시적 불균형을 해소하여 시장의 깊이와 넓이를 제고시킴으로써 시장에서 공정하고 질서있는 가격형성이 이루어지도록 하는 것이라 할 수 있다.

신용거래제도의 본질적인 목적과 더불어 제도가 시장에 부여하는 용도와 영향에 대해서는 다음과 같이 크게 두 가지로 요약할 수 있다. 동 제도는, 첫째 시장가격결정기능의 효율성과 이용자들의 자산운용의 효율성 제고를 위해 사용될 수 있으며, 둘째 증권시장의 관리수단으로 사용될 수 있다. 증권시장의 가격결정기능과 관련해서는 주식의 가격에 영향을 미치게 할 수 있다는 것이고 이용자들의 자산운용상 효율성 제고와 관련해서는 자산투자선택 범위(span)의 확대와 헷징(hedging)에의 이용 등이 있다.

신용거래가 주식가격에 미치는 영향에 대해서는 상반되는 두가지 견해가 있다. 전통적 이론은 주가의 급등시에는 공급을, 급락시에는 수요를 유발시켜 주가변동을 안정시킴으로써 가수급의 공급에 따른 주가안정화 기능을 역설한다. 반면, 신용거래는 투기적 요소를 증권시장에 도입함으로써 주가의 변동방향을 가속화시키는 수급을 초래하여 주가변동을 격화시킨다는 주장도 있다.<sup>1)</sup>

---

1) 미국 주식시장의 경우 이러한 신용거래의 주가급변의 가능성을 인정하여 공매도시 “up tick rule”에 따라 호가를 제한함으로써 주가의 급락시 가공급에 의한 매도주문의 쇄도를 방지하고 있다. 공매도시 거쳐야 하는 “up tick rule”은 다음과 같다. 거래소 공매도 규정에 따르면 공매도는 오직 *plus tick* 또는 *zero-plus tick*인 경우에만 가능토록 되어 있다. 개장시 공매도 주문은 전날 tick 움직임에 근거하여 처리된다. Nasdaq의 규정에 의하면, *minus tick*인 경우에는 현재의 최우선 매수호가(bid price)보다 낮거나 동일한 가격으로의 공매도가 금지된다. *minus tick*인 경우에 공매도를 하기 위해서는 현재의 최우선 매수호가(bid price)보다 적어도 16분의1 달러만큼 높은 가격으로 행해져야 한다. 우리나라의 경우에는 현재 KOSDAQ시장 등록주식에는 공매도가 허용되지 않고 있으며, 거래소 상장주식의 경우 1998년 9월 21일 현재 936개의 상장종목 중 관리대상 176개 종목과 감리대상 1종목을 제외한 759종목이 신용거래가능종목으로 당해종목 상장주식수의 20%를 넘지 않는 한도내에서 공매도를 할 수 있다. 공매도시 호가의 제한에 대해서는 거래소규정 “공매도호가의 가격제한” 제7조의3제1항에 의해 직전의 가격보다 낮은 가격으로 호가할 수 없다고 규정되

## I. 서론

이용자들의 자산운용상의 효율성 제고와 관련해서는 유리한 자산선택의 기회제공이라는 측면에서 고려되어질 수 있다. 이는 포트폴리오 이론으로부터 도출되는 효율적 투자의 극대화를 제공하는 CML(Capital Market Line)의 관점에서 이해될 수 있다. 즉, 신용거래는 투자영역을 확대시킴으로써 기대수익의 극대화와 위험부담의 최소화라는 투자자들의 목적달성에 기여한다는 것이다.

신용거래의 헷징수단으로서의 사용은 옵션이나 선물이 현물보유에 대한 헷징수단으로 사용될 수 있는 것과 같다. 예를 들면, 투자자가 투자원금에 대한 손실을 방지하고자 할 경우에 사용되어 질 수 있으며, 현재의 수익을 실현 또는 보전하고 싶으나 보유중인 주식을 매도할 수 없는 사정이 있을 경우에 수익의 보전을 위한 경우에 사용되어질 수 있다.

증권시장의 관리수단으로는 신용공여한도를 통제함으로써 시장의 부양책 또는 진정책으로 사용될 수 있다.

신용거래의 규제는 신용공여한도, 신용거래보증금율, 대용유가증권의 담보비율, 대용유가증권의 대용비율, 그리고 신용거래의 금리 등과 같은 파라미터들을 조정하는 방법으로 증권시장내의 가수급을 통한 유동성 공급의 양을 조절함으로써 공정한 가격형성을 도모하려는 방향으로 이루어지고 있다.

그러나, 신용거래 존재의 근거는 무엇보다도 주식시장에서 주식의 원활한 유통과 공정한 가격형성기능을 제고하여 투자자 자산형성의 효율성 향상은 물론 기업의 투자자금조달을 원활하게 하여 국민경제의

---

어 있으나 현재 행해지고 있는 공매도 주문의 경우 증권회사의 신용공여규정에 의한 경우나 지수차익거래를 위한 매도주문으로서 이들은 제7조의3제2항의 적용면제조항에 해당되어 호가 가격에 제한을 받지 않고 있다.

건전한 발전에 기여할 수 있는 효율적인 시장의 구축에 있다 하겠다. 구체적으로 설명하면, 효율적 시장의 구축을 위해서는 경제학 이론에서 이야기하는 독점적 지배력의 해소, 정보의 효율성 등 여러 가지 전제요건이 있지만 원활한 거래형성을 저해하는 일체의 마찰적 요인의 제거가 필수적이라 하겠다. 신용거래는 일종의 시장 내 마찰요인 중의 하나를 제거해 줌으로써 효율적 시장 구축에 기여하고 있다고 하겠다.

본고의 전반부에서는 ‘주요국의 신용거래제도(증권금융)와 신용거래제도의 비교연구(한국증권경제연구원)’ 등의 기존연구를 근간으로 해서 최근 개정된 제도를 재정리하고 기존의 연구에서 미진했던 부분들을 보충하고 보다 자세한 설명을 덧붙였다. 또한 제도의 구조를 쉽게 이해할 수 있도록 도형화하고 제도간의 비교를 쉽게 하기 위하여 도표를 이용하여 서술하고 있다.

후반부에서는 ‘일본증권경제연구소 계측실’이 발간한 장편의 Technical Paper ‘Study on the Main Functions & Regulating Effects in the Margin Transaction System’ 내용 중 신용거래를 통한 투자자금의 확대와 축소가 정책수립상의 파라미터 변경에 따라 어떻게 변화하는지에 대한 부분을 우리나라의 정책변수운용체계에 맞추어 결과를 재도출 및 재해석함으로써 우리나라에서의 신용거래규제정책 효과를 이론적으로 조명해 본다.

즉, 신용거래는 어떠한 경우에 시장의 효율화에 기여하며 어떠한 경우에 그렇지 않은가?, 신용거래규제를 통한 시장내부의 신용거래량의 조절이 효율적으로 달성되기 위해서는 어떠한 파라미터의 조절수단을 사용해야 하는가? 등과 같은 정책적 방향에 도움을 줄 수 있는 초점들을 알기 쉽게 소개하려고 노력을 하고 있으나 축약설명이 된 곳이 많아 독자의 개별적인 이해노력이 필요한 곳도 있으리라 생각된다.

## Ⅱ. 신용거래의 기본적 개념

---

1. 신용거래의 의의
2. 신용거래의 기능
3. 신용규제의 필요성
4. 신용거래와 주가지수선물거래



## II. 신용거래의 기본적 개념

우리나라 유가증권의 신용공여 형태는 크게 두 가지로 구분할 수 있는데 그 하나는 증권회사의 신용공여이고 다른 하나는 증권금융회사의 신용공여이다. 증권회사의 신용공여는 증권회사가 자기자금으로 직접 고객에게 금전을 융자하거나 자기보유주식으로 유가증권을 대부하는 것을 말한다. 이를 신용거래라 하기로 한다. 이때 자금이 부족하거나 대부주식이 부족할 경우에 외부 금융기관으로부터 금전이나 주식을 차입하여야 하는데 우리나라는 증권금융회사라는 기관을 통하여 이러한 것이 이루어지고 있다. 즉, 증권금융회사의 신용공여는 증권금융회사가 증권회사에 대하여 고객의 주식매매를 위한 신용공여에 관련된 보통거래 결제에 필요한 자금 또는 유가증권을 증권거래소의 결제기구를 통하여 대출하여 주는 것을 말한다. 증권회사의 신용거래는 직접 일반 개인투자자에게 신용을 공여하는 것이고 증권금융회사의 신용거래는 증권회사를 매개로 하여 일반 개인투자자에게 신용을 공여하는 것이다. 일본에서는 이를 대차거래라 하기도 한다.

일반적으로 증권금융제도는 각국의 금융제도에 따라 상이하며 증권금융의 중개를 담당하는 금융기관의 유무에 따라서 두 가지로 구분할 수 있다. 하나는 상업은행이 개인이나 증권관련 자금을 공급하는 형태이다. 이와 같은 형태는 미국이나 영국에서처럼 금융제도가 자연발생적으로 발달되었고 자본시장의 역사가 오래된 나라에서 채택하고 있다. 다른 하나는 증권금융을 전문적으로 담당하는 증권금융기관이 개인이나 증권회사에 증권관련 자금을 공급하는 형태이다. 우리나라와 일본에서는 자본시장의 역사가 짧아 증권을 담보로 하는 금융관행이 발달되지 못하였기 때문에 증권금융 전문기관이 설립되어 증권에 관련

된 자금만을 증개하고 있다.

## 1. 신용거래의 의의

신용거래(margin transaction)란 고객이 증권의 매매거래를 위해 필요한 자금이나 증권의 일부를 증권회사로부터 차입함으로써 이루어지는 증권의 매매거래를 말한다. 이러한 신용거래가 존재하는 것은 주식유통시장이 일시적으로 매도·매수의 균형을 이룰 수 없는 경우가 많기 때문에 이에 적당한 가수급을 도입함으로써 수요와 공급의 불균형을 해소하고 주가를 기업의 실체가치에 근접시키는 최적자원의 배분을 달성하고자 하는 것이며 시장 효율화를 위한 하나의 수단으로 이용되고 있다.

현행 우리나라 증권거래법 제 49조에 제 1항의 규정에 의하면 “증권회사는 유가증권에 관련하여 고객에게 금전 또는 유가증권 대부의 방법으로 신용을 공여할 수 있다”라고 규정하고 있으며 동 시행규칙 제 12조에 의하면 증권회사가 고객에게 행하는 신용공여는 신용거래를 포함하여 주식청약자금대출, 유가증권매입자금대출, 예탁증권담보대출 등 4가지 형태가 있다고 규정하고 있어 신용거래를 신용공여의 하나로 규정하고 있다. 따라서 신용거래의 대상은 주식은 물론 채권, 기타 증권거래법상의 모든 유가증권이 증권회사의 신용공여 대상이 될 수 있다. 또한 증권거래소시장 거래와 장외시장 거래를 불문하고 있다. 그러나 일반적으로 우리나라의 신용거래라 함은 고객으로부터 보통거래의 매매위탁을 받은 증권회사가 고객으로부터 일정한 보증금을 받고 고객의 주식매수대금을 용자하거나 또는 고객이 매도하고자 하는 주식을

## II. 신용거래의 기본적 개념

대주하는 방식으로 결제를 완료하여 주고 일정한 기간내에 반대매매하거나 현금 또는 현물의 상환에 의하여 고객과 증권회사간의 거래를 완결하는 형태를 말한다.

매수대금에 대한 신용대부가능금액의 비율은 증거금율(최초증거금율)에 의해 결정되며 고객은 증권회사로부터 대부를 받기 위해 해당증권회사에 유지시켜야 할 일정량의 증거금을 예탁해야 한다. 증권회사는 고객이 신용거래를 통해 매입한 증권의 시장가격을 계속 산정하고 시장가격이 규제요건(유지증거금율) 이하로 떨어질 경우에는 고객에게 추가증거금의 납부를 요구해야 한다. 고객이 증거금 청구에 응하지 않을 경우 증권회사는 규정에 따라 고객의 포지션을 청산하여야 한다. 신용거래로 매입한 증권은 대부한 자금에 대한 담보로서 증권회사가 자기의 명의로 보관하며 공매도의 경우에는 매도자금을 대여증권의 반환시까지 담보로 보유한다.

고객이 증권회사로부터 융자를 받아 신용거래를 하는 이유는 향후 증권가격이 상승할 것을 예상하고 증권회사로부터 자금을 차입하여 현재가로 매수하고 후에 고가로 轉賣함으로써 이득을 얻으려 하는 것이다. 반면 대주를 받아 신용거래를 하는 이유는 증권가격이 하락할 것을 예상하고 매도증권을 차입하여 현재가로 매수하고 후에 보다 낮은 가격으로 還買함으로써 이득을 얻으려는 것이다.

신용거래가 이루어지면 증권회사와 고객사이에는 대차관계가 성립한다. 고객이 증권회사와 대차관계를 해소하는 방법으로 첫째, 차입한 증권매수대금 또는 매도증권을 자기가 조달하여 증권회사에 변제하는 방법 둘째, 융자의 매수주식을 다시 증권시장에서 매도하고 그 대금으로 차입금을 변제하거나 대주의 경우 예탁되어 있는 매도대금으로 대주받은 종목과 동일한 증권을 다시 증권거래소에서 매수하여 변제하는

방법이 있다. 일반적으로 신용거래의 목적이 매매차익에 따른 이익획득에 있으므로 포지션의 청산을 기하는 후자의 방법이 이용되고 있다.

## 2. 신용거래의 기능

### 가. 유통시장에서의 시장성 제고

주식시장의 거래가 활발하지 못한 경우 적은 수량의 매매에 의해 가격이 큰 폭으로 변할 우려가 생기기 때문에 주식의 원활한 유통과 공정한 가격형성을 기대하기 위해서는 가능한 한 수급범위를 확대할 필요가 있다. 신용거래는 잠재적인 수급을 효율적이고 적절하게 주식시장에 유도하여 수급의 불균형을 조절하고 시장에 깊이(depth)와 넓이(breadth)를 부여하여 증권의 원활한 유통을 위한 유동성 제공과 공정한 가격형성에 기여함으로써 유통시장의 기능향상에 유용한 역할을 한다.

### 나. 가격의 안정화

전통적으로 신용거래는 실물거래를 보완·조정함으로써 실물거래에서의 수급불균형으로 야기될 수 있는 증권가격의 급변을 예방하는 한편 증권의 유통을 원활하게 한다고 주장되고 있다. 즉, 주가의 급등시에 공급을, 급락시에는 수요를 유발하여 주식의 가격변동에 대하여 안

## II. 신용거래의 기본적 개념

정화 기능을 발휘하거나 매매거래를 위한 가격의 급격한 변동을 방지하여 가격을 평준화시킨다는 것이다. 반면 신용거래는 투기적 요소가 있으므로 주가변동의 격화요인으로 작용할 수 있다는 주장도 있다. 신용거래의 가격안정화 가설에 대한 실험논문들은 서로 반대의 주장들이 팽팽히 맞서 결론을 내리기가 어렵다.

### 다. 투자자 자산선택 범위의 확대

투자자가 보유한 자금이나 주식의 한도 이상으로 투자를 할 수 있기 때문에 다양한 포트폴리오의 구성에 의한 투자의 기대수익을 극대화하고 리스크 부담을 최소화할 수 있다. 이는 신용거래가 일종의 선물거래의 기능을 하는데 기인한다. 예를 들어 장래 주가가 하락한다고 확신하면 공매도를 통해 가격하락을 이용한 차익을 얻을 수 있다. 또한 신용거래를 헷징에 이용할 수 있는데 동일한 유가증권을 보유함과 동시에 공매도하는 경우 헷징의 수단으로 이용될 수 있다.

## 3. 신용규제의 필요성

신용거래제도는 전술한 바와 같이 증권시장에 가수급을 도입함으로써 적정량의 거래를 유인하고 유가증권의 원활한 유통과 공정한 가격형성에 기여하기 때문에 증권시장운영상 유용한 기능을 수행한다. 또한 레버리지 효과로 인해 고객에게 자산운용 선택의 폭을 넓혀주기도 한다.

그러나 신용거래는 본질적으로 투기성이 존재하는 가수급이다. 때문에 제한 없이 무질서하게 행하여진다면 증권시장에서 가격의 등락을 오히려 격화시키고 이 때문에 투자자에게 예측하지 못한 손해를 주며 나아가 증권시장의 안정성을 위협할 수도 있다. 그러므로 증권시장에서 수급을 조절하여 증권 시장의 원활한 유통과 공정한 가격형성에 이바지한다고 하는 신용거래제도 본래의 기능을 발휘시킴과 동시에 지나친 투기는 억제한다는 두 가지 측면을 조화시키기 위해 각국은 정도의 차이는 있지만 여러 가지 규제를 가하고 있다.

예를 들어 신용거래의 레버리지 효과로 인한 투기적 요소는 고객과 증권회사를 위험에 빠뜨리기도 한다. 이러한 위험은 증권회사의 자금사용으로 인한 이자비용과 더 크게는 상황판단이 빗나갔을 때 발생할 수 있다. 매입한 증권의 가격이 상승하지 않고 반대로 하락하는 경우 투자자는 추가적으로 담보를 납부해야 하는 상황에 직면할 수 있으며 추가납부를 이행하지 않으면 고객의 포지션은 청산될 수밖에 없다. 최악의 경우 매입증권의 시장가치가 급락하여 투자자가 원래의 증거금 전부를 소진시키고 증권회사에 추가적인 자금을 납부해야 하는 상황이 발생할 가능성도 있다. 따라서 시장급변으로 인해 발생할 수 있는 과도한 손실로부터 투자자와 증권회사를 보호할 수 있는 방향으로 신용규제가 이루어질 필요성이 있다.

각 나라의 금융환경에 따라 주안점으로 하는 신용규제의 목적에는 차이점이 있지만 일반적인 신용규제의 목적으로 다음의 세 가지를 들 수 있다. 첫째, 증권시장에서 과도한 신용의 이용을 방지하기 위하여 금융정책당국이 투기적으로 증권시장에 유입되는 산업자금을 효율적으로 통제할 수 있도록 하는 것이며 둘째, 신용거래증거금제도에 의해 매수인을 보호하는 것으로 매수인이 신용거래의 레버리지 효과를 지나치게 이용하는 것을 방지하는 것이고 셋째, 과도한 시장변동을 방지하는

것으로 공정한 가격형성과 증권시장의 안정을 유지하려는 것이다.

#### 4. 신용거래와 주가지수선물거래

주가지수선물거래는 금융선물거래의 일종으로 증권시장에서 매매되고 있는 전체주식 또는 일부주식의 가격수준을 나타내는 주가지수를 매매대상으로 하는 거래이다. 매매대상인 주가지수는 주식 집단의 가격수준을 나타내는 수치일 뿐 실제하지 않는 추상물이기 때문에 현물수도가 불가능하다. 최종 결제시 현금 결제된다는 점이 일반 선물거래와 구분되는 주가지수선물거래의 특징이다.

주가지수선물거래와 신용거래를 비교해 보면 헷지와 투기 기능이 있고 주가의 변동에 따라 투자손익이 결정되고 투자손익이 주가등락을 보다 크게 반영되는 레버리지 효과가 크다는 점에서 유사하지만 다음과 같은 차이가 있다.

주가지수선물거래는 주식시장 전체를 매매대상으로 하고 주된 이용자가 기관투자자인 반면 신용거래는 개별주식을 대상으로 하고 주된 이용자는 개인투자자이다. 주가지수선물거래는 주식현물시장의 가격형성에 대한 영향이 간접적이고 매도, 매수가 1:1대응관계에 있어 미결제잔액이 반드시 일치한다. 신용거래는 증권회사로부터 매수자금을 용자 받거나 매도할 증권을 대주받아 거래하는 것이므로 투자자와 증권회사 간에 대차관계가 성립하고 주식현물시장의 가격형성에 대한 영향이 직접적이며 매도잔고와 매수잔고는 일치하지 않기 때문에 신용거래의 미결제 잔액은 향후 시세동향을 나타내기도 한다.



### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

---

1. 우리나라의 신용거래제도
2. 일본의 신용거래제도
3. 미국의 신용거래제도



### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

#### 1. 우리나라의 신용거래제도

##### 가. 신용거래의 구조

###### 1) 신용거래의 관계규정

증권거래법 제49조에서 기본사항을 정하고 동법의 위임에 의하여 증권거래법 시행규칙과 금융감독위원회의 「증권회사의 신용공여에 관한 규정」에서 구체적인 사항을 규정하고 있다. 증권거래법 제49조 1항은 「증권회사는 유가증권과 관련하여 고객에게 금전의 용자 또는 유가증권의 대부의 방법으로 신용을 공여할 수 있다」고 규정하고 증권회사의 신용거래 취급근거를 제공하고 있다. 제 2항에서는 신용공여의 방법과 내용에 관하여 증권거래법 시행규칙에서 규정하도록 위임하고, 동시행규칙 제 12조에서는 4가지 경우를 정하고 있다. 제 3항은 금융감독위원회가 신용공여 대하여 그 한도와 담보의 비율 및 징수방법 등에 관한 규정을 제정하도록 위임하고 있다. 이에 따라 금융감독위원회는 증권회사의 신용공여에 관한 기준이 되는 「증권회사의 신용공여에 관한 규정」을 제정하였다.

이러한 규정이외에도 증권금융회사의 증권유통금융과 관련한 대출업무규정 및 증권거래소의 업무규정과 수탁계약준칙이 신용거래와 관

련된 규정이 있다.

## 2) 신용거래의 위탁

신용거래를 하고자 하는 고객은 증권회사에 본인이 기명날인 또는 서명한 신용거래계좌설정약정서 등을 증권회사에 제출하고 계좌설정정보증금 100만원을 납입하여야 한다. 증권회사는 이 계좌설정정보증금을 그 고객에 대한 채권회수목적 이외에는 사용할 수 없다. 또한 고객은 증권회사에 매매거래를 위탁할 때마다 주문표에 신용거래인지 현금거래인지를 구분하여 표시하여야 한다.

## 3) 신용거래종목

증권회사가 신용거래를 행할 수 있는 유가증권은 거래소 시장에서 상장된 주권으로 한다. 다만, 증권회사는 자기가 발행한 주권에 대하여는 신용거래용자 또는 신용거래대주를 하지 못한다. 금감위는 신용거래상황의 급격한 변동 등 기타 필요하다고 인정되는 경우에는 신용거래종목에 대하여 신규의 신용거래를 중지시킬 수 있다. 또한 거래소가 감리대상종목으로 지정하였을 때, 거래소가 매매호가전예납조치 또는 수도전예납조치를 취하였을 때, 그리고 거래소가 관리종목으로 지정한 경우에도 신규의 신용거래를 중지한다.

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

**<표 Ⅲ-1> 우리나라 신용거래 종목수**

연도	상장종목수	신용거래종목수	연도	상장종목수	신용거래종목수
1988	970	538	1993	1,045	768
1989	1,284	681	1994	1,089	725
1990	1,115	756	1995	1,112	748
1991	1,013	747	1996	1,143	1,042
1992	1,014	755	1997	958	779

주: 1996년 9월 1일부터 신용거래종목이 상장종목으로 확대된 이후, 1996년과 1997년도의 신용거래종목수는 증권거래소 1, 2부 상장종목수-관리종목수-감리지정종목수-증권회사 자기발행 종목수로 계산한 것임

자료: 증권시장지 각년도 12월 마지막 거래일자 기준

#### 4) 신용거래한도

신용거래종목별 신용거래한도는 신용거래용자와 대주의 경우 모두 당해종목 상장주식수의 20%이며 금감위는 종목별로 그 한도를 달리할 수 있다. 종전에는 증권사별 총한도가 용자는 자기자본의 150%, 대주는 자기자본의 50%로 규정되어 있었으며 증권회사별 동일인에 대한 최고한도는 1억원으로 제한되어 있었으나 1998. 4. 1일부로 증권사별 총한도와 동일인에 대한 최고한도 규정은 폐지되어 각 증권사가 자율적으로 결정하게 되었다.

## 5) 신용거래보증금

신용거래보증금이란 고객이 증권회사로부터 신용거래용자 또는 신용거래대주를 받기 위하여 미리 제공하는 현금담보를 말하며 고객은 현금에 갈음하여 유가증권(대용증권)을 담보로 제공할 수 있다. 증권회사는 신용거래를 수탁함에 있어 위탁자가 주문하는 매매수량에 그 지정가격(지정가격이 없을 때에는 그 당시의 시세)을 곱하여 산출한 금액에 신용거래 보증금율을 곱한 금액이상을 신용거래보증금으로 신용거래 수탁시에 징수하여야 한다.

신용거래 보증금율은 종전에 40%로 증권관리위원회 위원장이 그 비율을 변경하거나 종목별로 그 율을 달리할 수 있었다. 제도가 바뀌어 금융감독위원회가 최저한도(40%)만을 규정함으로써 1998년 3월 2일부터는 신용거래 보증금율과 담보유지비율이 자율화되었고 대부분의 증권사들이 그 동안의 40%의 신용거래 보증금율을 높여 책정하게 되었다.(〈표 III-3〉 참조) 이처럼 보증금의 예탁을 엄격하게 적용하는 목적은 다음과 같다. 첫째, 증권회사가 고객에게 금전이나 주권을 대부하고 있는데 그에 대해 주가의 변동으로부터 발생하는 위험을 담보하고자 하는 채권보전의 목적이 있다. 둘째, 위탁보증금율의 정도에 따라 고객의 신용거래 이용태도가 크게 좌우될 것이므로 시황에 따라 이를 적절하게 조절함으로써 신용거래의 의한 과당투기를 조절하는 과당투기 억제 목적을 한다. 셋째, 자금능력이 부족한 자의 신용거래 참가를 억제하려는 목적이 있다.

또한 증권회사는 신용거래 보증금율을 정함에 있어 매도 또는 매수별로 대용증권으로 갈음할 수 있는 비율을 정할 수 있다. 신용거래 보증금 중 대용증권으로 갈음할 수 있는 비율을 제외한 현금납부 해당

Ⅲ. 각국의 신용거래제도

액은 위탁자의 당해 매수대금에 충당하여야 한다. 신용거래 보증금율의 변동추이는 <표 Ⅲ-2>와 같다.

<표 Ⅲ-2> 우리나라 신용거래 보증금율의 변경 추이

	용 자	대 주
1986. 4. 14	현금 20%, 대용증권 20% →현금 40%, 대용증권 20%	대용증권 40%→60%
7. 5	현금 40%, 대용증권 20% →현금 60%	
7. 25	현금 60%→현금 80%	대용증권 60%→80%
1987. 11. 18	현금 80% →현금 30% 대용증권 30%	대용증권 80%→60%
2. 1	현금 30%, 대용증권 30% →현금 60%	
1988. 2. 5	현금 60%→80%	대용증권 60%→80%
2. 8	현금 80%→100%	대용증권 80%→100%
4. 29	현금 100%→40%	대용증권 100%→40%
12. 24	현금 40%→60%	대용증권 40%→60%
1989. 6. 3	현금 60%→40%	대용증권 60%→40%
12. 12	현금 40%→60%	
1990. 4. 26	현금 60%→40%	
5. 16	현금 40%→대용증권 40%	대주 중지
9. 20	대용증권 40% →현금 20%, 대용증권 20%	
1994. 1. 14	현금 20%, 대용증권 20% →현금 40%	대주 재개, 대용증권 40%
1998. 3. 2	각 증권사의 자율적 결정	각 증권사의 자율적 결정

자료: 증권감독원, 「자본시장연보」, 각 년도

## 6) 담보의 징구

증권회사는 신용거래용자에 있어서는 매수한 주식을, 신용거래대주에 있어서는 매도대금을 담보로 징구한다. 신용거래용자에 의하여 매수한 주식, 신용거래대주에 의하여 매도한 주식 또는 신용거래보증금으로 납부한 대용증권의 시세변동으로 담보가액(신용거래보증금 및 대용증권을 포함)의 총액이 당해 신용거래용자액 또는 신용거래대주 시가상당액에 대하여 증권회사가 정한 일정비율(이하 “담보유지비율”이라 한다)에 미달하는 때에는 지체없이 추가담보를 징구하여야 한다.(〈표 Ⅲ-3〉 참조) 담보유지비율을 계산함에 있어 신용거래용자에 의하여 매수한 주식 및 신용거래 대주에 대하여 매도한 주식의 사정가격은 당일의 종가(당일의 종가에 의한 사정이 불가능한 경우에는 전일의 종가)로 하며 대용증권의 사정가격은 대용가격으로 한다. 동일신용거래계좌에 2이상의 신용거래가 있을 때에는 이를 합산하여 계산할 수 있다.

신용공여와 관련하여 담보 또는 신용거래보증금을 징구하는 경우에 현금에 갈음하는 대용증권 또는 그 대용가격에 대하여는 증권거래소의 수탁계약 준칙 제 3조에서 정하는 대용증권 및 그 대용가격을 준용하고 있다.(〈표 Ⅲ-4〉 참조)

Ⅲ. 각국의 신용거래제도

<표 Ⅲ-3> 증권회사별 신용거래 보증금율과 담보유지비율

(단위 :%)

회사	담보유 지비율	신용거래 보증금율		회사	담보유 지비율	신용거래보증금율	
		용 자	대 주			용 자	대 주
동양	200	100 (현금 50 대용 50)	100 (대용 100)	삼성	160	60 (현금 60 대용 0)	100 (대용 100)
대유	180	60 (현금 60 대용 0)	60 (현금 20 대용 40)	건설	180	60 (현금 60 대용0)	60 (현금 20 대용 40)
한화	160	50 (현금 50 대용0)	50 (대용 50)	일은	200	60 (현금 60 대용 0)	60 (대용 60)
한진	160	50 (현금 50 대용0)	50 (대용 50)	신한	180	60 (현금 60 대용 0)	100 (대용 100)
신영	170	60 (현금 50 대용 10)	60 (대용 60)	환은	170	60 (현금 60 대용 0)	추후결정
LG	160	50 (현금 50 대용0)	100 (현금 50 대용 50)	보람	180	60 (현금 50 대용10)	60 (대용 60)
동부	170	60 (현금 60 대용 0)	60 (대용 60)	대우	160	60 (현금 50 대용10)	100 (대용 100)
동원	175	60 (현금 50 대용 10)	100 (대용 100)	한양	170	60 (현금 60 대용0)	60 (대용 60)
동아	200	60 (현금 60 대용 0)	60 (대용 60)	서울	170	60 (현금 60 대용0)	60 (대용 60)
대신	160	50 (현금 50 대용 0)	50 (대용 50)	조흥	170	50 (현금50 대용 0)	50 (대용 50)

자료: 한국경제신문 1998. 3. 4

(증권감독원에 제출한 증권사의 신용거래약관으로부터 집계한 자료)

<표 III-4> 신용거래 대용증권 및 대용가격 사정기준

유가증권 종류	기 준 시 세	사정 비율
상 장 주 권	기준일의 증가	70%
장외등록 주권	기준일로부터 소급하여 6일간의 가중산술 평균가격	60%
공채, 보증사채 및 담보부 사채	기준일로부터 소급하여 25일간의 공채 또는 사채수익률 평균에 대한 단순산술 평균치를 적용하여 “채권수익률 가격환 산산식”에 의하여 산출한 가격	90%
무보증사채 및 무담보 사채		80%
수 익 증 권 공 사 채 형	기준일로부터 소급하여 7일간의 기준가격의 단순산술 평균가격	80%
수 익 증 권 주 식 형		70%

- 주) 1. 기준일 - 주권: 매주 월요일 전주의 최종매매거래일  
 기타: 매월 첫째 월요일의 5일 전의 날
2. 장외등록주권: 기준일로부터 소급하여 30일(賣買去來日)의 거래량이  
 등록주식수의 1/1,000 이상인 종목
3. 대용가격의 정기 결정 - 주권: 매주 월요일  
 기타: 매월 첫째 월요일
4. 대용가격의 산출: 주권 및 수익증권은 10원 미만  
 채권은 100원 미만 절사

자료: 증권거래소 수탁계약준칙시행세칙 제9조 ~ 제13조

**7) 신용거래의 기간 및 상환**

신용거래의 상환기간은 종전에는 150일 이내로 제한하였으나 1996년 9월 1일부터 고객의 신용도에 따라 신용공여기간을 차등화할 수 있도록 신용공여기간에 대한 제한을 폐지하였다. 신용거래의 상환은 반대매매에 의하여 상환하는 방법과 현금 또는 동일종목의 주권으로 상환하는 방법이 있으나 대부분은 반대매매에 의한 상환이 이루어지고 있다.

**8) 임의상환**

증권회사는 신용거래용자금 또는 신용거래대주 상환기일 이전에 고객에게 상환요구를 하고 상환기일 이내에 상환하지 아니하였을 때에는 그 익일에 담보물을 처분하여 채권회수에 충당하여야 한다. 담보물의 처분방법은 신용거래자가 제공한 신용거래보증금과 신용대주담보금 또는 담보유가증권, 기타 예탁한 현금 및 유가증권의 순으로 필요한 수량을 유가증권시장에서 시가결정에 참여하는 호가에 의하여 임의처분하여 신용거래자의 신용결제분의 정리 또는 채무변제에 충당할 수 있다.

또한 담보의 추가납부를 요구받고 그 납입기일까지 이를 납입하지 아니하였을 때와 이자, 위탁매매수수료 및 제세금 등의 납부요구를 받고 그 납입기일까지 납입하지 아니하였을 때에도 증권회사가 임의상환할 수 있다.

## 9) 이자징수

증권회사는 신용거래용자의 경우에는 고객으로부터 이자를 징수하여야하며 신용거래대주의 경우에는 고객에게 대주매각대금이용료(대주매각대금에 한함)를 지급하여야 한다. 종전에는 신용거래 고객에 대하여 단일의 이자 및 이용료를 적용하였으나 고객의 투자경험 및 신용도 등에 의한 신용평가 결과에 따라 증권회사가 자율적으로 결정할 수 있게 되었다. 이에 따라 현재는 신용기간에 따라 증권회사별로 자체 설정한 차등이자율을 적용하고 있다. 신용거래이율 변경 추이는 <표 III-5>와 같다.

**<표 III-5> 우리나라 신용거래이율 변경 추이**

일자	융자이자율	대주매각대금 이용요율
80. 1. 15	28.0%	6.0%
80. 6. 9	27.0	6.0
80. 9. 18	25.0	6.0
80. 11. 11	23.0	6.0
81. 11. 11	22.0	6.0
81. 12. 1	21.0	6.0
82. 1. 4	20.0	6.0
82. 1. 15	19.0	6.0
82. 3. 30	17.0	6.0
82. 6. 28	13.0	4.0
93. 1. 26	12.0	4.0
93. 3. 26	11.0	4.0
95. 8. 1	자유화	자유화

자료: 증권감독원, 「자본시장년보」, 각년도

### 10) 신주인수권 및 배당의 권리처리

증권회사는 신용거래를 행하고 있는 종목에 대하여(자기신용종목) 유상증자의 신주인수권이 부여된 경우 신용매수의 경우는 신용매수고객에 대하여 신주인수권증서를 인도하거나 당해 신용매수고객으로부터 신주식 납입금을 징수한 후에 신주권을 인도하여야 하며, 신용매도의 경우는 신용매도고객으로부터 증서를 인도받거나 신주식 납입금을 지급하고 신주권을 인도받아야 한다. 무상증자의 경우에는 신용매수고객에게 신주권을 인도하여야 하며 신용매도고객으로부터는 신주권을 인도 받아야 한다.

그러나 증권회사가 당해 신주권이나 당해 증서를 신용매도고객으로부터 인도 받는 것이 곤란하다고 인정되는 경우에 신주인수권 및 1단위에 미달하는 신주식의 신주인수권에 관하여는 권리가격<sup>2)</sup>으로 계산한 현금을 수수하는 방법으로 권리관계를 처리할 수 있다.

증권회사는 자기신용종목에 대하여 현금배당이 부여된 경우에는 당해 배당에 상당하는 현금을 신용매수고객에게 지급하고, 신용매도고객으로부터 이를 징수한다. 주식배당이 부여된 경우에는 신용매수고객에게 당해주권을 인도, 신용매도고객으로부터 당해 주권을 인도받아 권리관계를 처리해야 한다. 다만, 증권회사가 당해 주권을 신용매도고객으로부터 인도받는 것이 곤란하다고 인정되는 경우에는 배당주식 및 1단위에 미달하는 수의 배당주식에 대하여는 권리가격<sup>3)</sup>으로 계산한 현금을 수수하는 방법으로 처리할 수 있다.

2) 신주인수권의 권리가격=권리부 최종매매일의 구주식 증가 - 증권거래소의 업무규정에서 정하는 권리락의 기준가격

3) 배당주식의 권리가격

=배당주식 최초상장일의 증가 × 주식배당금액/액면금액

## 나. 증권유통금융

### 1) 의의

증권유통금융이란 증권거래소의 회원인 증권회사가 고객의 주식매매를 위한 신용공여에 관련된 보통거래결제에 필요한 자금 또는 유가증권을 거래소의 결제기구를 통하여 증권금융회사로부터 대출받는 것을 의미한다. 우리나라는 미국과 달리 콜시장이 발달되어 있지 않기 때문에 일본과 같이 증권금융회사라는 특수한 금융회사를 설립하여 증권금융 지원업무를 전담시켰다.

증권유통금융은 증권회사의 신용거래와 표리일체의 관계에 있으며 증권유통금융에서 증권금융회사와 증권회사와의 관계는 신용거래에서 증권회사와 고객간의 관계와 같다. 신용거래계좌의 설정, 신용거래보증금 등은 별도로 필요치 않으며 담보의 징구, 대용증권 및 대용가격도 증권회사에 의한 신용의 경우와 동일한 제도를 가지고 있다.

### 2) 증권유통금융의 대출종목

융자대상종목은 신용거래종목으로 하고 있으며 대주의 경우에는 증권금융회사가 따로 지정하는 종목으로 하고 있다.(증권대출업무규정 제34조) 증권유통금융은 한때 중단되었다가 1996년 3월 재개되었는데 증권유통금융업무가 재개된 이후 아직까지 대주가 이루어지지 않고 있다. 이는 유통금융 대주종목의 선정을 위하여서는 그 기준의 설정 등

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

일정한 시간이 필요하고 대주 실시가 주식시장에서 주가의 하락요인으로 작용할 수 있다는 우려감이 작용하고 있기 때문이다.

#### 3) 대출한도

증권금융회사는 증권유통금융 이용자의 총한도를 정하고 그 범위 내에서 증권회사별로 배정하고 있다.(증권 대출업무규정 제37조) 현재 이용자 총한도는 7,000억원이고 증권회사별 이용자한도는 증권회사의 자기자본, 자금예치실적 등을 감안하여 책정하고 있다. 대주한도는 전일의 이용자담보주식의 50% 이내로 제한되어 있다. 그러나 신청 전일의 증가액면가의 80%해당액 미만인 종목은 전일의 이용자담보주식의 20% 이내로 한다.

#### 4) 대출의 실시 및 상환

대출을 받고자 하는 증권회사는 매매일의 익일 16시(토요일은 12시)까지 증권금융회사에 대출을 신청하고, 증권금융회사는 대출여부를 심사하여 그 결과를 신청인에 통보하고 대출계산서를 대출일날 교부한다. 증권금융은 이용자시는 매수주권, 대주시는 매도대금을 거래소로부터 수령하여 담보로 취득한다. 고객이 반대매매를 통하여 상환을 하고자 하는 경우는 매매거래 결제일 하루전날 16시(토요일은 12시)까지 증권금융회사에 상환신청을 하여야 하고 현금상환을 하는 경우에는 상환당일 14시(토요일은 11시)까지 상환신청을 하여야 한다. 일반적으로 매수

와 매도가 매일 발생하기 때문에 증권회사와 증권금융회사와의 차금결제  
는 차금결제로 이루어지며 대부분은 이 방식으로 처리된다.

### 5) 대출기간 및 이율

용자 및 대주의 대출기간은 150일 이내로 하고 있으며 60일 단위로  
2회에 한하여 연장이 가능하다. 이율은 증권금융회사가 별도로 정하도  
록 하고 있으며 현재는 대출기간에 관계없이 고정금리(용자: 연15%,  
대주: 연4%)를 적용하고 있다.

### 6) 신주인수권 및 배당의 권리처리

증권유통금융이 담보로서 취득한 매수주권에 배당이나 신주인수권  
이 발생하였을 경우, 그 권리는 당연히 용자차주가 취득하여야 할 것이  
고 반대로 주권을 차입한 대주차주는 그 권리를 인도하여야 한다. 그리  
나 증권유통금융에서는 용자에 의한 담보주권은 대주로 사용할 수 있  
기 때문에 대주로 사용된 담보에 대하여 직접 배당이나 신주인수권을  
할당받을 수 없다.

대출종목에 대하여 신주인수권이 부여된 경우는 증권유통금융에서  
다음과 같이 처리한다. 첫째, 보유용자담보주식에 대하여 부여된 신주  
인수권은 용자차주별 용자잔고주수에 따라 안분 할당하여 용자차주에  
게 배정한다. 둘째, 대주잔고주수에 발생된 신주인수권에 대하여는 신  
주인수권 권리가격<sup>4)</sup>에 의한 신주인수권의 대가(권리대금)를 대주차주

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

로부터 징수하고, 용자차주에게 이를 지급한다.

대출종목에 대하여 현금배당이 부여된 경우에는 당해 배당에 상당하는 현금을 용자차주에게 지급하고 대주차주로부터 이를 징수한다. 대출종목에 대하여 주식배당이 부여된 경우에는 첫째, 증권유통금융의 보유용자담보주식(용자잔고주수로부터 대주잔고주수를 차감한 주수)에 대하여 배당된 주식은 용자차주별 용자잔고주수에 따라 안분 할당하여 용자차주에게 지급한다. 둘째, 대주잔고주수에 발생한 주식배당분에 대하여는 배당주식의 권리가격<sup>5)</sup>에 의한 주식배당 상당금액을 대주차주로부터 징수하고, 용자차주에게 이를 지급한다.

---

4) 신주인수권의 권리가격=권리부 최종매매일의 구주식 증가 - 증권거래소의 업무규정에서 정하는 권리락의 기준가격

5) 배당주식의 권리가격

=배당주식의 최초상장일의 증가 × 주식배당금액/액면금액

## 다. 신용거래 및 증권유통금융의 현황

1997년 총신용거래량은 전년도의 2,169.7백만주에서 43.5%증가한 3,114백만주를 나타내었다. 이처럼 큰폭의 증가는 1996년 12월에 거래소상장 종목중 2부 종목도 신용거래종목으로 채택되었기 때문이다. 그러나 신용거래가능종목 거래량에 대한 신용거래량의 비율은 전년도의 33.5%에서 오히려 약21.5% 감소한 26.3%를 나타내었다.

<표 III-6> 우리나라 신용거래 이용율(신청일 기준)

(단위: 백만주, %)

	총거래량 (A)	신용종목 거래량(B)	신용거래량			체비율	
			융자	대주	합계(C)	C/A	C/B
1990	31,621.1	2,439.6	655.9	6.9	662.8	21.0	27.2
1991	4,094.3	3,547.4	1,284.3	0	1,284.3	31.3	36.2
1992	7,064.2	6,088.7	2,203.3	0	2,208.7	31.3	36.2
1993	10,398.4	8,456.7	2,031.4	-	2,031.4	19.5	24.0
1994	10,911.2	8,894.4	1,607.2	47.7	1,654.9	15.2	19.0
1995	7,656.0	6,022.4	1,817.7	56.4	1,874.1	24.5	31.1
1996	7,785.4	6,481.1	2,114.0	55.7	2,169.7	27.9	33.5
1997	12,125.3	11,851.5	3,018.8	95.4	3,114.2	25.7	26.3

주: 1991년과 1992년 신규대주거래량은 백만주 이하였으므로 0으로 표시됨

자료: KSE, 「Fact Book」, 1997

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

1997년말 신용거래용자 잔고는 전년도의 2,774십억에서 약43.8% 감소한 1,560십억을, 신용거래대주 잔고는 전년도의 35십억에서 약8% 감소한 32십억을 나타냈다.

증권유통금융은 80년대 지속적인 주가 상승으로 증시가 과열조짐을 보이자 증시 안정화 방안의 일환으로 86년 3월중 신규용자가 전면 중단되었고 동년 5월중 신규대주마저 중단되었다. 86년 8월경 용자잔고의 상황이 완료되고 동년 9월중에는 대주잔고의 상황도 완료되었다. 그후 1996년 3월 규제완화조치와 유통시장 약세로 1986년 3월 이후 10년 동안 중단되었던 증권유통금융이 재개되었으나 유통금융대주는 주식유통시장의 약세로 아직 재개되지 않고 있다.

재개된 증권유통금융 용자는 연평잔으로 전년에 비해 142.9% 증가한 5,435억원이 이루어졌으나 연말잔액은 연간총용자신규 규모가 4조 7,031억원, 상환은 4조 9,268억원으로 전년에 비해 44.1% 감소한 2,840억원이 되었다. 연평잔의 증가에도 불구하고 연말잔액이 이렇게 감소한 것은 연말에 금융기관의 신용공황으로 일시적인 증권유통금융업무의 중단이 있었기 때문이다.

<표 III-7> 우리나라 신용거래잔액과 증권유통금융잔액

(단위 : 백만원, %)

구 분 연 도	신 용 거 래		증권유통금융		제 비 율		
	용자잔고 (A)	대주잔고 (B)	용자잔고 (C)	대주잔고 (D)	C+D/ A+B	C/A	D/B
1985	203,747	3,745	78,929	3,409	39.7	38.7	91.0
1986	17,798	1,049	—	—	—	—	—
1987	177,601	1,167	—	—	—	—	—
1988	1,429,303	1,030	—	—	—	—	—
1989	2,277,986	4,416	—	—	—	—	—
1990	1,255,334	—	—	—	—	—	—
1991	1,554,966	—	—	—	—	—	—
1992	1,567,886	—	—	—	—	—	—
1993	1,670,673	—	—	—	—	—	—
1994	1,777,086	11,100	—	—	—	—	—
1995	2,166,636	40,146	—	—	—	—	—
1996	2,773,956	34,673	507,642	—	18.1	18.3	—
1997	1,560,202	31,910	284,002	—	17.8	18.2	—

자료: 한국증권금융(주), 「증권금융」, 1998. 6.

Ⅲ. 각국의 신용거래제도

<표 Ⅲ-8> 우리나라 신용거래와 증권유통금융의 비교

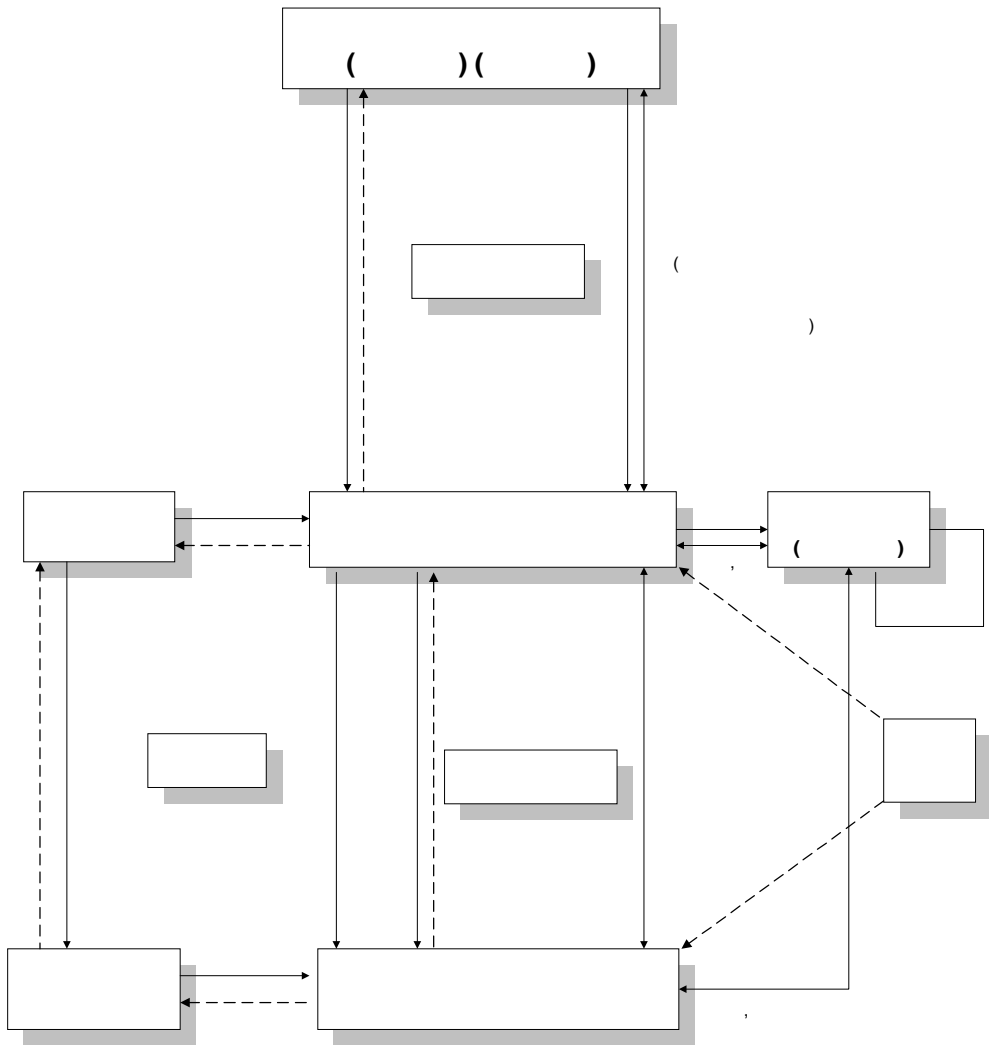
	증권회사의 자기신용	증권금융의 유통금융
1. 재원	<p>용자: 자기자본, 금융기관의 단기차입금, 콜머니</p> <p>대주: 증권회사 보유주식</p>	<p>용자: 자기자본, 채무증서, 공모주 청약예수금, 은행으로부터의 차입금 등</p> <p>대주: 용자담보주 주권</p>
2. 거래 대상종목	<p>용자, 대주: 거래소 상장주식</p> <p>(단, 관리종목과 감리지정종목은 제외)</p>	<p>용자: 신용거래 종목 (상장종목)</p> <p>대주: 증권금융회사가 따로 지정 (1996년 3월 증권금융의 대출재개 이후 대주는 아직 실시되지 않고 있음)</p>
3. 한도	<p>용자: 종목별로 당해종목 상장주식의 20%(증권사 및 고객별은 각 증권사가 자율적으로 결정)</p> <p>대주: 종목별로 당해상장주식수의 20% (증권사 및 고객별은 각 증권사가 자율적으로 결정)</p>	<p>용자: 증권금융의 증권유통금융 총한도는 7,000억원, 증권회사별 용자한도는 자금예치실적, 자기자본 등을 감안하여 책정</p> <p>대주: 종목별 대주한도는 전일의 용자담보주식의 50% 이내로 제한(신청전일의 증가가 액면가 80% 해당액 미만인 종목은 전일의 용자담보주식의 20% 이내)</p>

	증권회사의 자기신용	증권금융의 유통금융
4. 기간	<p>용자: 신용공여기간에 대한 제한을 폐지하여 고객의 신용도에 따라 차등화 할 수 있도록 함</p> <p>대주: 자율화</p>	<p>용자, 대주 모두 150일 이내 (60일 단위로 2회에 한하여 연장 가능)</p>
5. 이율	<p>용자: 고객의 투자경험 및 신용도에 의한 신용평가 결과에 따라 증권회사가 자율적으로 결정(현재는 신용거래기간에 따라 증권회사별로 자체 설정한 차등이자율 적용)한 이자율에 따라 이자 징수</p> <p>대주: 대주매각대금 이용료를 지급함</p>	<p>용자: 증권금융회사가 별도로 정함(현재는 연 15% 단, 대출일로부터 150일을 초과하는 대출금에 대한 이율은 연 18.0%)</p> <p>대주: 년 4%지급. 단, 대출기간을 연장하여 그 기간이 150일을 초과하는 경우, 초과기간에 대하여는 연 12%</p>
6. 최초 증거금	<p>용자, 대주: 각 증권사의 자율 (최저 40%)</p>	<p>용자: 없음</p> <p>대주: 없음</p>
7. 담보 비율* (유지 증거금율)	<p>각 증권사가 자율적으로 결정</p>	<p>130% 이상</p>

\*담보비율: 담보 감정가격/대출금액

Ⅲ. 각국의 신용거래제도

<그림 Ⅲ-1> 주권신용거래, 증권금융거래 및 대차거래의 흐름도



## 라. 신용거래의 규제

신용거래에 관한 규제는 증권거래법에서 규제근거를 규정하고 동규정에 의하여 금융감독위원회가 시장여건에 따라 구체적인 규제조치를 취하도록 하고 있다. 또한 우리나라는 증권회사와 고객간의 신용거래 그리고 증권금융회사와 증권회사간의 증권유통금융이라는 이중구조로 이루어져 있기 때문에 신용거래 전반에 대해서는 금융감독위원회가 규정하는 「증권회사의 신용공여에 관한 규정」에 의하여 규제하고, 증권회사에 대한 신용공여와 관련한 규제는 증권금융회사의 「대출업무규정」에 의하여 규제하고 있다.

증권거래법 제49조 2항에서 신용공여의 방법과 내용에 관해서는 재정경제부령으로 정한다는 것을 명시하였으며 3항에서는 신용공여에 관하여 금융감독위원회가 한도와 담보의 비율 및 징수방법 등에 관한 규정을 정하여야 한다고 하였다. 이에 따라 금융감독위원회는 「증권회사의 신용공여에 관한 규정」을 제정하여 신용거래종목, 신용거래한도, 신용거래보증금, 담보의 징구, 임의상환정리, 이자의 징수 등에 관한 사항을 규정하고 있다.

신용거래 보증금율은 대부분의 나라에서 신용거래를 규제하는 중요한 수단으로 이용되고 있으며 우리나라도 이를 신용거래의 규제수단으로 활용하여 왔다. 종전의 우리나라의 신용거래 보증금율은 40%였으며 증권관리위원회 위원장이 그 비율을 변경하거나 또는 종목별로 그 비율을 달리할 수 있었다. 그러나 1998년 3월2일자로 개정·시행된 금융감독위원회 규정에 의하여 신용거래 보증금율은 최저 40%로 하되 증권회사가 그 율을 변경하거나 종목별로 그 율을 달리할 수 있도록 규

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

정하고 있다. 또한 매수 또는 매도별로 대용증권으로 갈음할 수 있는 비율을 증권회사의 자율에 맡겼다. 이때 증권회사는 신용거래용자를 수탁함에 있어 신용거래 보증금중 대용증권으로 갈음할 수 있는 비율을 제외한 현금납부해당액은 위탁자의 당해 매수대금에 충당하여야 한다.(신용거래 보증금율의 변동추이는 <표 Ⅲ-2> 참조)

우리나라는 투기적인 과도한 신용거래방지를 위해 신용거래한도를 규정하고 있었다. 종전의 신용공여규정은 신용공여한도에 관하여 종목별, 증권회사별로 한도를 두고 투자자 1인의 신용거래 이용규모에 대하여 제한하고 있었다. 이와 같은 엄격한 신용거래한도의 제한은 외국에서 볼 수 없는 제도로서 우리나라의 경우 증권시장규모 및 종목별 규모가 협소하여 투기 가능성이 높기 때문이었다. 하지만 1998년 4월1일부터 증권회사별 및 투자자 1인당 신용거래한도 규제는 폐지되었다.

증권금융회사는 증권회사에 대하여 증권유통금융 용자의 총한도를 정하고, 증권회사별로 일정한 비율에 따라 용자한도를 정하여 대출하고 있다. 현재 증권유통금융 총한도는 7,000억원이며 증권시장의 여건변화에 따라 이 총한도를 축소 또는 확대함으로써 신용거래를 규제하는 중요한 수단으로 활용하여 왔다.

이와 같은 신용거래규제의 제수단 중 지금까지의 주요 규제조치로서는 증권회사 자기신용한도의 변경, 신규신용거래의 중지, 신용거래 보증금율의 변경과 증권유통금융한도의 변경 등이 있다. 1986년 이후 주요 규제조치 내용을 보면 <표 Ⅲ-9>과 같다.

<표 III-9> 우리나라 신용거래에 관한 주요 규제 및 해제 조치

구분 연월일	조치의 성격	내 용
'86. 3. 7	규 제	유통금융신용공여 중지
4. 14	규 제	신용거래보증금율 변경 (현금 20%, 대용 20%→현금 40%, 대용 20%) 증권회사별 개인별 용자한도 변경 (5,000만원→3,000만원)
5. 8	규 제	유통금융 대주 중지
6. 27	규 제	증권회사 신용거래용자한도 변경 (자기자본 100%→80%) 증권회사 신용거래용자한도 변경 (자기자본 80%→60%)
7. 5	규 제	신용거래보증금율 변경(현금 40%, 대용20%→60%) 증권회사 신용거래용자한도 변경
7. 25	규 제	(자기자본 60%→40%) 신용거래보증금율 변경(현금 60%→현금 80%)
'87. 11. 18	규제해제	신용거래보증금율 변경 (현금 80%→현금 30%, 대용 30%) 증권회사 신용거래용자한도 변경 (자기자본 40%→60%) 증권회사 개인별 용자한도 변경 (3,000만원→5,000만원)
'88. 2. 1	규 제	신용거래보증금율 변경 (현금 30%, 대용 30%→현금 60%)
2. 5	규 제	신용거래보증금율 변경 (현금 60%→현금 80%)
2. 8	규 제	신용거래 전면중지 (증권회사 자율결의에 의해)
4. 29	규제해제	신용거래보증금율 변경 (현금 100%→현금 40%)
12. 24	규 제	신용거래보증금율 변경 (현금 40%→현금 60%)

Ⅲ. 각국의 신용거래제도

'89. 6. 3 12. 12	규제해제 규제해제	신용거래보증금을 변경 (현금 60%→현금 40%) 신용거래보증금을 변경 (현금 40%→대용 40%)
'90. 3. 14 4. 26 5. 16 9. 20	증시부양 규 제 규 제 규 제	신용거래대상종목 확대 (1부 종목(자본금 10억 미만, 증권회사 제외) →1부 종목(증권회사 자기발행주식 취급제외)) 신용거래보증금을 변경 (현금 40%→현금 20%, 대용 20%) 신용거래 대주 중지 신용거래보증금을 변경 (현금 20% , 대용 20%→현금 40%)
'92. 11. 26	규 제	신용거래계좌설정보증금 인상 (10만원→100만원)
'94. 1. 14	규제해제	신용거래 대주 재개
'95. 5. 1 8. 1	규제해제 규제해제	증권회사 개인별 한도 증액 (융자 5,000만, 대주 2,000만 →융자 1억, 대주 5,000만) 신용공여이자율의 자율화 (융자 연 11.0%, 대주 연 4.0%→자율화)
'96. 9. 1	규제해제	신용거래대상종목 확대 (시장 1부종목→1부, 2부 종목) 종목별 대주한도 확대(상장주식수 10%→20%) 증권회사별 동일인 대주한도(5,000만→1억원) 증권회사별 종목별 융자 및 대주한도 (종목별 한도의 10% 폐지) 신용거래기간(150일 이내→폐지)
'98. 3. 2 '98. 4. 1	규제해제 규제해제	신용거래 보증금율과 유지보증금율 자율화 →각 증권사가 결정(보증금율은 최저 40%) 회사별 및 개인별 융자 및 대주한도 폐지 →각 증권사의 자율화

자료 : 증권감독원, 「자본시장 연보」, 각 연도

## 2. 일본의 신용거래제도

### 가. 신용거래의 구조

#### 1) 신용거래 관계규정

기본적인 규정은 증권거래법 제 49조에 있고 동 규정에 따라 보증금 등에 관하여는 대장성령에서 규정되어 있으나 신용거래의 실질적인 절차, 조건 등은 증권거래소의 업무규정 및 수탁계약준칙 등에 상세하게 규정되어 있다.

#### 2) 신용거래의 위탁

신용거래를 하려는 고객은 우선 증권거래소 정회원인 증권회사에 소정 양식에 의한 信用去來口座設定約諾書에 일정사항을 기재하여 기명날인한 후 증권회사에 제출해야 한다. 신용거래계좌를 개설한 고객은 매매주문을 위탁할 때마다 신용거래인지 또는 현금거래인지를 구분하여 명시하여야 한다. 신용거래임을 명시하지 않고 위탁한 경우에는 현금거래로 인정된다.

3) 신용거래 거래종목

신용거래 대상종목은 시장 1, 2부에 관계없이 상장주식수, 주식분포 상황 등을 고려하여 증권거래소가 1년에 한번씩 선정하도록 한다. 그 대상종목수는 <표 Ⅲ-10> 및 <그림 Ⅲ-2>과 같으며 선정 및 취소기준은 <표 Ⅲ-11>과 같다.

<표 Ⅲ-10> 일본의 신용거래 종목수 추이

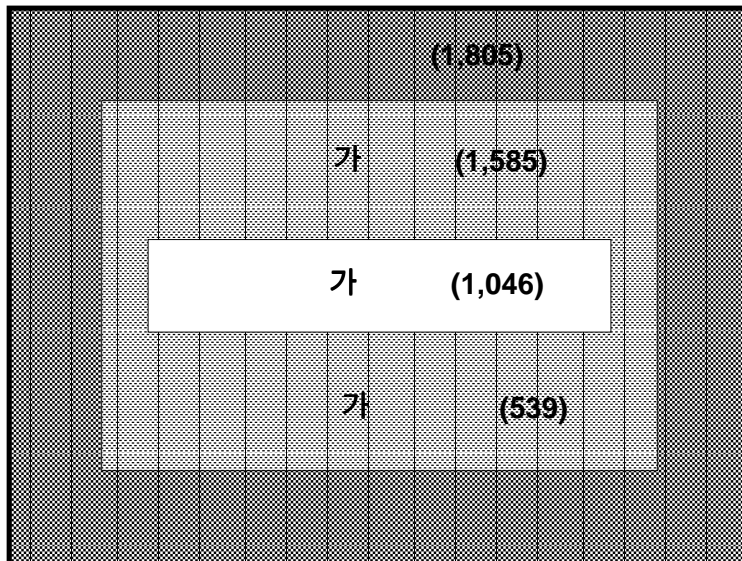
연도	선정	선정취소	종목수
1993	30	5	1,338(474)
1994	32	6	1,364(476)
1995	87	4	1,447(500)
1996	91	5	1,533(521)
1997	62	10	1,585(539)

주: 종목수에서 ()안은 대차거래는 제외한

신용거래만 가능한 종목수

자료: TSE, 「동증요람」, 1998

<그림 III-2> 일본의 신용거래 대상 종목수(TSE, 1998. 1)



Ⅲ. 각국의 신용거래제도

<표 Ⅲ-11> 일본의 신용거래 종목의 선정 및 취소 기준

기준명	선정기준	취소기준	
상장 주식수	1,000만주 이상	1,000만주 미만	
주 식 분 포 상 황	소수 특정자 지주수	상장주식수의 75%이하	상장주식수의 80% 초과 (유예기간 1년)
	주주수	상장주식수가 다음의 경우 주주수는 다음 이상 a. 2,000만주 미만: 1,100명 b. 2,000 ~ 3,000만주 미만: 1,500명 c. 3,000만주 이상 1억 2,000 만주 미만: 1,500명 + 1,000만주마다 100명 d. 1억 2,000만주 이상: 2,500명	상장주식수가 다음의 경우 주주수는 다음 미만 a. 2,000만주 미만: 600명 b. 2,000 ~ 3,000만주 미만: 1,000명 c. 3,000~1억 2,000만주 미만: 1,000명 + 1,000만주마다 100명 d. 1억 2,000만주 이상: 2,000명(유예기간 1년)
기타	다음에 해당하지 않을 경우 a. 상장폐지예상종목 b. 감리포스트, 정리포스트 종목 c. 규제조치가 취해진 종목 d. 거래소시장에서 매매상황 및 기업실적 등을 보아서 신용거래허용이 부적당하 다고 인정되는 종목	다음에 해당하는 경우 a. 정리포스트 종목 b. 매매상황 등을 보아서 신 용거래허용이 부적당하 다고 인정되는 종목	

주: 소수특정자 지주수는 대주주 상위 10명 및 임원보유 주식 총수이며 주주수는 소수특정자 지주를 제외한 1주 이상 보유 주주수임

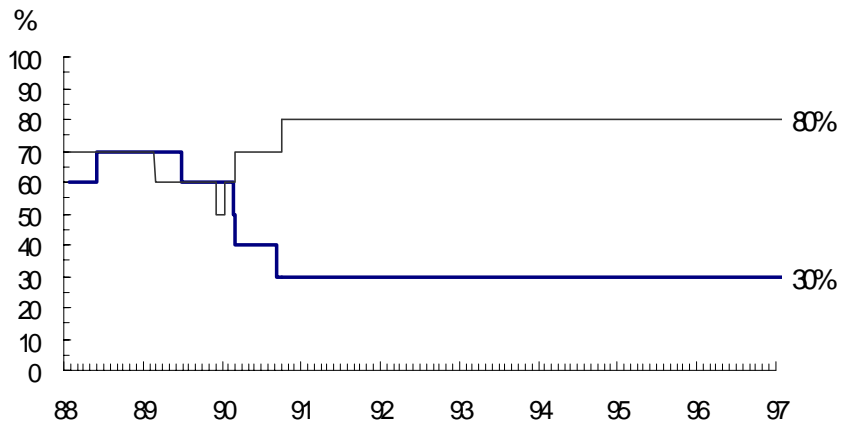
자료: TSE, 「동증요람」, 1998

#### 4) 위탁보증금(증거금)

신용거래 고객은 매매약정 성립일로부터 제 3영업일의 정오까지 매매약정가의 30%이상에 해당하는 금액(30만엔 미만일 경우에는 30만엔)을 위탁보증금으로 증권회사에 납입하여야 한다. 대용증권으로도 가능한데 대용가능 유가증권의 종류와 그 대용가격은 거래소의 수탁계약준칙에서 규정하고 있다.

위탁보증금율과 대용증권비율의 변경추이는 <그림 III-3>과 같다.

<그림 III-3> 일본 신용거래제도의 위탁보증금율과 대용증권의 비율



자료: TSE, 「동중요람」, 1998

### 5) 담보의 청구

증권회사가 고객으로부터 신용거래에 의한 매매를 수탁하면 거래소에서는 보통거래 매매를 집행하고 증권회사는 그 수도결제일(4일째)에 고객을 위하여 매도의 경우에는 매도주권을, 매수의 경우는 매수대금을 대신 수도한다. 이와 같이 주권 또는 대금의 대부는 고객에 대하여 직접 이루어지는 것이 아니고 매매거래의 수도일에 증권회사가 고객을 위하여 주권 또는 대금을 대신 수도함으로써 실행된다.

수도결제에 의하여 증권회사는 매도의 경우는 매각대금을 매수의 경우는 매수대금을 수취하며 이를 고객에게 교부하지 않고 증권회사가 매수주권 또는 매도대금을 담보로서 보유한다.

신용거래와 관련된 유가증권의 가격 변동에 의하여 계산상의 손실이 발생하거나(약정가액과 시가와의 차액) 또는 대응유가증권의 가격 하락에 의하여 수입보증금액이 감소하여 보증금액으로부터 계산상의 손실을 차감한 보증금 잔액이 약정대금총액의 20%미만이 되었을 때는 신용금액 초과 유지증거금 20%를 유지하는데 필요한 금전 또는 유가증권을 고객으로부터 추징한다.

### 6) 신용거래의 한도 및 기간

신용거래 한도는 고객 개개인의 신용도에 따라 증권사가 자율적으로 차별 적용하며 과도한 사용은 유의해야 한다는 주의규정만 두고있다.(「협회원의 투자권유, 고객관리 등에 관한 규칙」 제7조)

신용거래로 인한 매수대금 또는 매도유가증권의 상환기간은 대부분 의 익일부터 시작하며 상환하고자 하는 기준일의 3일전까지 상환신청 을 하지 않으면 상환기간은 자동적으로 연기된다. 그러나 상환기간이 무기한 연기되는 것은 아니며 최종 상환기한은 3개월과 6개월의 두가 지중 고객이 매매의 위탁주문시 선택·지정한 기간으로 하며 그 기간을 초과할 수 없다.

고객이 증권회사에 대한 매도주권 또는 매수대금의 차입을 상환하 는 방법으로서 주권 또는 현금을 다른데서 조달하여 상환함으로써 담보로 예탁된 금전 또는 주권을 반환받는 경우(현물상환, 현금상환)와 당초 매매의 역의 거래를 통하여 차입주권 또는 차입대금을 상환하는 경우(반대매매)가 있다.

## 7) 신용거래의 재원

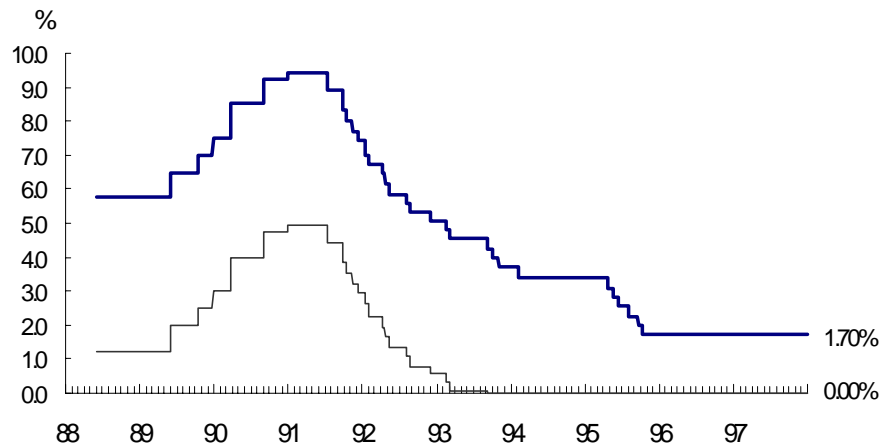
증권회사의 신용거래에 필요한 자금의 조달방법은 증권회사의 규모, 자금조달력에 따라 다양하다. 자금조달은 대주의 매각대금, 자기자금, 증권금융과의 대차거래로부터의 자금과 증권회사가 직접 은행 또는 call시장 등 금융시장에서 조달하는 것이 있는데 대차거래에 신용거래 자금의 많은 부분을 의존해오고 있다.

증권회사의 신용거래 대주를 위한 주권은 신용거래의 매수측으로부 터 대출금의 담보로서 취득한 매수주권, 상품유가증권 등 보유주식 및 대차거래의 대주 등이다. 실제소요량의 상당 부분이 자기대주보다는 대차거래의 대주에 의존하고 있다.

8) 신용거래의 금리, 품대료 및 관리비

증권사는 매수대금을 차입하고 있는 고객에 대하여는 매수측 금리(융자이자율)를 징수하고 매도주권을 차입하고 있는 고객에 대하여는 매도측 금리(대주매각대금 이용료율)를 지급한다. 매도측에 금리를 지급하는 것은 매도인은 증권회사에 대하여 매도대금을 담보로 예탁하고 있고 증권회사는 이를 운용하여 이익을 얻을 수 있기 때문이다. 적용금리는 증권거래소가 상환기한별(3개월, 6개월)로 발표한 요율을 적용한다. 신용거래 금리추이는 <그림 Ⅲ-4>와 같다.

<그림 Ⅲ-4> 일본신용거래 금리추이(6개월 상한기한 기준)



자료: TSE, 「동증요람」, 1998

일반적으로는 주권을 차입한 고객은 담보로 예탁한 주식매도대금에 대하여 금리를 취득하지만 그 종목에 대한 주식매도가 증가하는 경우에는 주식차입료를 지급하는데 이를 품대료라 한다. 품대료는 증권회사를 통하여 매도측이 매수측에 지급한다. 증권금융회사의 대차거래 단계에서 어떤 종목의 대주잔고가 용자잔고를 초과하여 주권부족 현상이 발생하였을 경우, 증권금융회사는 품대료를 지급하여 제 3자로부터 주권을 조달하게 된다. 이와 같은 경우 품대료율은 주권부족 상황 또는 조달의 난이도 등에 따라 그 때마다 결정되고 증권거래소가 이를 발표한다. 그리고 증권금융회사는 정해진 품대료를 지급하여 부족주권을 조달하고 동시에 증권회사는 정하여진 요율에 따라 당해 종목의 모든 매도측으로부터 품대료를 징수하고 당해종목의 모든 매수측에게 이를 지급한다. 품대료 수수의 효과는 매도를 억제하고 매수를 유인하여 매도잔고의 감소와 매수잔고의 증가를 촉진함으로써 대주초과 상태를 조기에 해소하는 역할을 수행한다.

일본에서는 증권회사가 고객의 신용거래를 관리하여 주는 대가로 관리비를 징수하고 있는데 신용거래에 의한 매도 또는 매수가 성립한 날로부터 1개월째 마다의 해당일까지 상환신청을 하지 않았을 경우에 당해 해당일에 증권회사가 고객에게 징수하는 비용이다. 관리비의 금액은 1주에 대하여 10전을 곱하여 산출하나 100엔 미만일 경우엔 100엔, 1,000엔을 초과하였을 경우에는 1,000엔으로 한다.

### 9) 신용거래의 권리처리

신용거래의 매수인은 매수주권을 차입금의 담보로서 증권회사에 예탁하고 증권회사는 채권보전과 사무처리의 편의를 위하여 그 주식을 자기명의로 개서한다. 신용거래의 매도인은 증권회사로부터 차입한 주권을 매도하고, 매도된 주식의 명의는 양수인의 명의로 변경되어 있다. 따라서 신용거래에 의한 증권회사와 고객과의 사이에 대차관계가 있는 가운데 배당락 또는 권리락이 발생한 경우에는 매도인과 매수인간에 손익을 조정하기 위한 적합한 처리가 필요하다.

배당락의 경우에는 발행회사가 배당금을 확정된 후에 증권회사는 배당금 상당액을 매도인으로부터 징수하고 이 금액에 증권회사 명의분에 대하여 발행회사로부터 수령한 배당금 및 대차거래융자금 잔고에 대하여 발행회사로부터 수령한 배당금을 합하여 매수인에게 지급한다.

신주인수권의 경우 매도인에 대해서는 증권회사가 대주의 담보로서 수입한 매도대금으로부터 신주의 프리미엄 상당액을 공제함으로써 고객은 차주에 할당된 인수권을 대금에 의하여 상환한 것이 된다. 또한 매수인에 대해서는 권리인수(증권회사에 예탁하고 있는 매수주권에 대하여 할당된 신주인수권을 고객이 취득하는 것이고 고객은 증권거래소가 발표하는 신주인수권가액을 증권회사에 지급해야 함) 또는 대금결제(고객이 매수주권에 대하여 할당된 신주인수권의 매각처분을 위임하고 그 매각대금(신주인수권 상당액)을 차입금의 상환에 충당하는 방법임)의 방법으로 대차관계가 수정된다. 신용거래는 주로 매매차익을 얻는데 있으므로 후자의 방법에 의한 권리처리가 일반적이다.

## 나. 증권유통금융

### 1) 증권금융회사

증권금융회사는 증권회사에 대하여 신용거래의 결제에 필요한 금전 또는 유가증권을 증권거래소의 결제기구를 통하여 대부하는 업무, 즉 대차거래 대부업무를 주요한 업무로 하는 증권금융 전문기관이다. 대차거래대부업무 이외의 업무에 관하여는 대장대신의 승인을 요한다.

증권금융회사는 1949년 이후 전국 9개의 증권거래소 소재지에 설립되었으나, 1956년 4월 현재의 일본증권금융회사, 오오사카증권금융회사, 그리고 중부증권금융회사의 3개사로 통합되어 현재 3개사가 있다.

### 2) 대차금융의 대출종목

대차금융의 거래대상이 되는 종목을 대차종목이라 한다. 증권거래소에 의하여 신용거래종목으로 선정된 종목 중 상장주식수, 소수특정자 지주수, 주주수, 주가, 업적 등을 참작하여 증권금융회사와 증권거래소가 협의하여 선정한다.

신용거래제도의 목적상 신용거래 및 대차거래의 종목은 일치하는 것이 바람직스러우나 금융거래에서의 담보적격성이라는 관점에서 기업의 규모, 업적, 주식분포 등을 감안하지 않을 수 없으며 또한 소형이고 유동성이 너무 낮은 종목을 대상종목으로 선정할 경우 과당투기로 인

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

하여 오히려 시장기능을 해칠 수 있을 뿐만 아니라 대주주권의 조달이 곤란한 사태도 발생할 수 있기 때문에 대차종목을 한정하고 있다. 1995년부터는 대차거래종목이 아닌 신용거래종목에 대해서 용자만을 개시하였다. 대차종목수의 추이는 <표 Ⅲ-12>와 같으며 대차종목선정 및 취소기준은 <표 Ⅲ-13>과 같다.

**<표 Ⅲ-12> 일본의 대차거래 종목수 추이**

	선정	선정취소	종목수
1993	11	11	864
1994	26	2	888
1995	61	2	947
1996	68	3	1,012
1997	41	7	1,046

자료: TSE, 「동증요람」, 1998

<표 III-13> 일본의 대차거래 종목의 선정 및 취소 기준

기준명	선정기준	취소기준	
상장주식수	4,000만주 이상	4,000만주 미만	
주식분포상황	소수 특정자 지주수	상장주식수의 75% 이하	상장주식수의 80% 초과 (유예기간 1년)
	주주수	상장주식수에 따른 주주수는 다음 이상 a. 5,000만주 미만: 2700명 b. 5,000~2억주 미만: 2,700명 + 1,000만주마다 100명 c. 2억~4억 1,000만주 미만: 4,200명+3,000만주마다 100명 d. 4억 1,000만주 이상: 5,000명	상장주식수에 따른 주주수는 다음 미만 a. 5,000만주 미만: 2,200명 b. 5,000~2억주 미만: 2,200명+1,000만주마다 100명 c. 2억~4억 1,000만주 미만: 3,700명+3,000만주마다 100명 d. 4억 1,000만주 이상: 4,500명(유예기간 1년)
기타	다음에 해당하지 않을 때 a. 상장폐지예상종목 b. 감리포스트, 정리포스트 종목 c. 규제조치가 취해진 종목 d. 거래소시장에 있어서 매매상황, 기업실적 및 대주조달 가능량을 보아서 대차거래허용이 부적당하다고 인정되는 종목	다음에 해당하는 때 a. 정리포스트 종목 b. 매매상황 등을 보아서 대차거래 허용이 부적당하다고 인정되는 종목	

주: 소수특정자 지주수는 대주주 상위 10명 및 임원보유 주식 총수이며 주주수는 소수특정자 지주를 제외한 1주 이상 보유 주주수임

자료: TSE, 「동중요람」, 1998

### 3) 용자자금 및 주권조달

용자업무에 필요한 자금은 자기자금 외에 콜자금 차입, 은행차입 등이 있으나 콜시장으로부터의 차입이 주된 자금조달원이 되고 있다. 조달주권은 용자담보주권이지만 어떤 종목에 있어서는 대주잔고주수가 용자잔고주수를 상회하는 경우가 발생할 수 있다. 이때는 대주초과상태의 개선을 위해 대주초과 주수의 범위내에서 용자신청 또는 대주상환신청을 받는다. 이 추가신청에 의해서도 대부초과상태가 해소되지 않을 경우에 입찰에 의하여 주권을 조달한다. 입찰은 먼저 증권회사를 대상으로 하고 필요한 주수에 미달한 경우에는 입찰의 대상을 보험회사, 신탁은행 등 기관투자자로 확대하여 주권을 조달한다. 입찰에 의해 조달한 주권중 가장 높은 효율을 당해종목의 품대료로서 결정한다. 이 효율에 각각의 주수를 곱하여 계산한 금액을, 대주를 받고 있는 각 증권회사로부터 징수하고, 용자를 받고 있는 각 증권회사 및 주권조달자에 대하여 지급한다.

이렇게 결정된 품대료율은 신용거래에도 마찬가지로 적용된다. 효율은 1주당 50전 이내이며 동 효율로 조달 할 수 없을 때에는 특별품대료율을 적용한다.

### 4) 대차가격과 갱신차금제도

대차거래에 있어서 대부기준이 되는 금액은 신용거래의 매매약정가격과는 다르다. 증권금융회사는 매일 각 종목마다 보통거래의 종가률 기준으로 해서 대차가격을 정하고 있고 이 가격이 모든 증권회사에 공

통으로 적용된다. 차입신청일에 이 대차가격에 신청주수를 곱한 금액이 대부금액 및 대부주권의 가액이 된다.

신청일 이후 이 대차가격이 바뀌었을 경우에는 기대출분의 금액도 변경되는 것이기 때문에 전일의 금액과 갱신된 금액과의 차액인 갱신 차금을, 용자의 경우에는 대부금증액 또는 일부 상환으로서, 대주의 경우에는 대주대금의 추가징수 또는 일부 상환으로서 매일 금전으로 수수된다.

이는 시가의 변동에 따라 채권, 채무액을 증감함으로써 담보력의 유지를 도모함과 동시에 상환의 경우 계산 사무의 간편화를 도모하기 위한 대차거래 특유의 방법으로서, 불특정 다수의 고객을 상대로 하는 신용거래에서는 행할 수 없는 방법이다.

#### 5) 배당금 및 신주인수권 등의 처리

대차종목의 배당금 및 신주인수권 등의 권리가 발생하였을 경우 증권금융회사는 그 종목의 주권을 담보로 하여 용자를 받고 있는 증권회사(매수측)에 그 권리를 인도하고, 대주를 받고 있는 증권회사(매도측)에게는 그 권리를 제공하도록 한다.

권리부 최종일에 대주로 총당하고 있지 않은 용자담보주권에 대하여는 증권금융이 실질 주주가 되고 권리를 확보하여 매수측에 인도한다. 그러나 매도측은 주권을 매각하여 있기 때문에 권리 그 자체를 제공할 수는 없다. 즉, 매수측이 권리 그 자체를 확보할 수 있는 것은 증권금융이 확보한 부분에 한정하게 된다. 따라서 실제로는 현금배당금 이외의 신주인수권 등의 권리는 신주인수권가격에 의하여 금전으로 수

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

수한다.

이 신주인수권가격의 산출은 증권금융이 확보한 매수측으로부터 인수등의 신청에 의하여 전주권을 소화한 경우에는 권리부 최종가격으로 계산한 이론가격<sup>6)</sup>으로 하고 인수등의 신청에 의하여 잔여분이 발생하였을 때에는 그 잔여분을 입찰에 의하여 매각처분하고 얻은 평균가격을<sup>7)</sup> 적용하고 있다.

신용거래의 권리처리에 있어서 증권거래소가 발표하는 신주인수권가격은 이 대차거래의 권리처리가격에 의하여 결정한다.

---

6) 권리부 최종일의 구주종가 - (권리부매매최종일의 구주종가-경과배당금+신주납입액×신주할당율/(1+신주할당율) + 경과배당금)  
7) 낙찰총대금/낙찰주수×신주할당율

## 다. 신용거래 및 대차거래 현황

1997년 신용거래매매고는 전년비 7.4% 감소하여 314억주, 매매대금은 10% 감소하여 25조 8,820억엔이었다. 보통거래중 신용거래가 차지하는 비율은 전년비 2.3% 하락한 14.7%, 금액대비로는 2.1% 하락한 12.1%를 나타냈다. 또한 개인투자자의 신용거래이용율(금액대비)은 전년비 2.1%하락한 38.8%를 보여 2년 연속 하락하였다.

<표 III-14> 보통거래에서 신용거래의 점유율

(단위: 억주, 십억엔)

년월	보통거래		신용거래		C/A (%)	D/B (%)	개인투자자 이용율 (%)
	매매고 (A)	매매대금 (B)	매매고 (C)	매매대금 (D)			
1988	5,568	558,989	1,093	103,397	19.6	18.5	39.3
89	4,364	651,212	708	100,554	16.2	15.4	34.8
90	2,376	351,937	446	62,706	18.8	17.8	45.4
91	1,833	214,088	409	44,229	22.3	20.7	57.6
92	1,326	119,969	237	20,326	17.9	16.9	49.7
93	1,737	173,616	291	26,220	16.8	15.1	41.9
94	1,688	174,485	263	24,001	15.6	13.8	39.9
95	1,836	166,717	322	25,002	17.5	15.0	42.9
96	1,995	202,692	339	28,763	17.0	14.2	40.9
97	2,132	214,237	314	25,882	14.7	12.1	38.8

자료: TSE, 「동증요람」, 1998

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

신용거래매도잔고는 1997년 중반에 증가하다 다시 감소세로 이어져 연말에는 4,647억엔이 되었다. 그 결과 연말의 신용거래배율은 2.3배로 전년말 수준에서 크게 하락하였다. 신용거래매수잔고는 1980년대 후반부터 크게 증가하는 경향을 보이면서 90년 3월중 한때는 10조엔을 초과하기도 하였다. 그후 지속적인 증가세를 보이다 96년 후반 이후 다시 감소하기 시작하여 97년말에는 9,477억엔이 되었다.

**<표 III-15> 일본의 신용거래 잔고**

(단위: 억주, 억엔)

년월	신용거래매도잔고		신용거래매수잔고		신용배율 (B/A)
	주식수(A)	금액	주식수(B)	금액	
1988	5.1	5,874	61.9	72,303	12.1
89	4.3	7,553	54.7	87,090	12.6
90	5.2	6,649	43.9	57,490	8.4
91	4.1	4,776	31.6	33,617	7.7
92	5.4	5,188	17.9	14,828	3.3
93	3.4	3,679	18.0	16,305	5.2
94	4.3	4,338	17.4	15,388	4.0
95	5.8	5,250	27.2	21,757	4.6
96	4.7	4,549	21.3	16,218	4.5
97	7.3	4,647	17.1	9,477	2.3

주: 잔고는 동경, 오오사카, 나고야 증권거래소의 합계  
 자료: TSE, 「동증요람」, 1998

1997년말 대차거래용자 잔고는 2,616억엔으로 전년말 대비 41.6%의 감소를 보였으며 대차거래대주 잔고는 3,150억엔으로 전년말 대비 15.8% 증가하였다.

**<표 III-16> 일본의 대차거래 잔고**

(단위: 억주, 억엔)

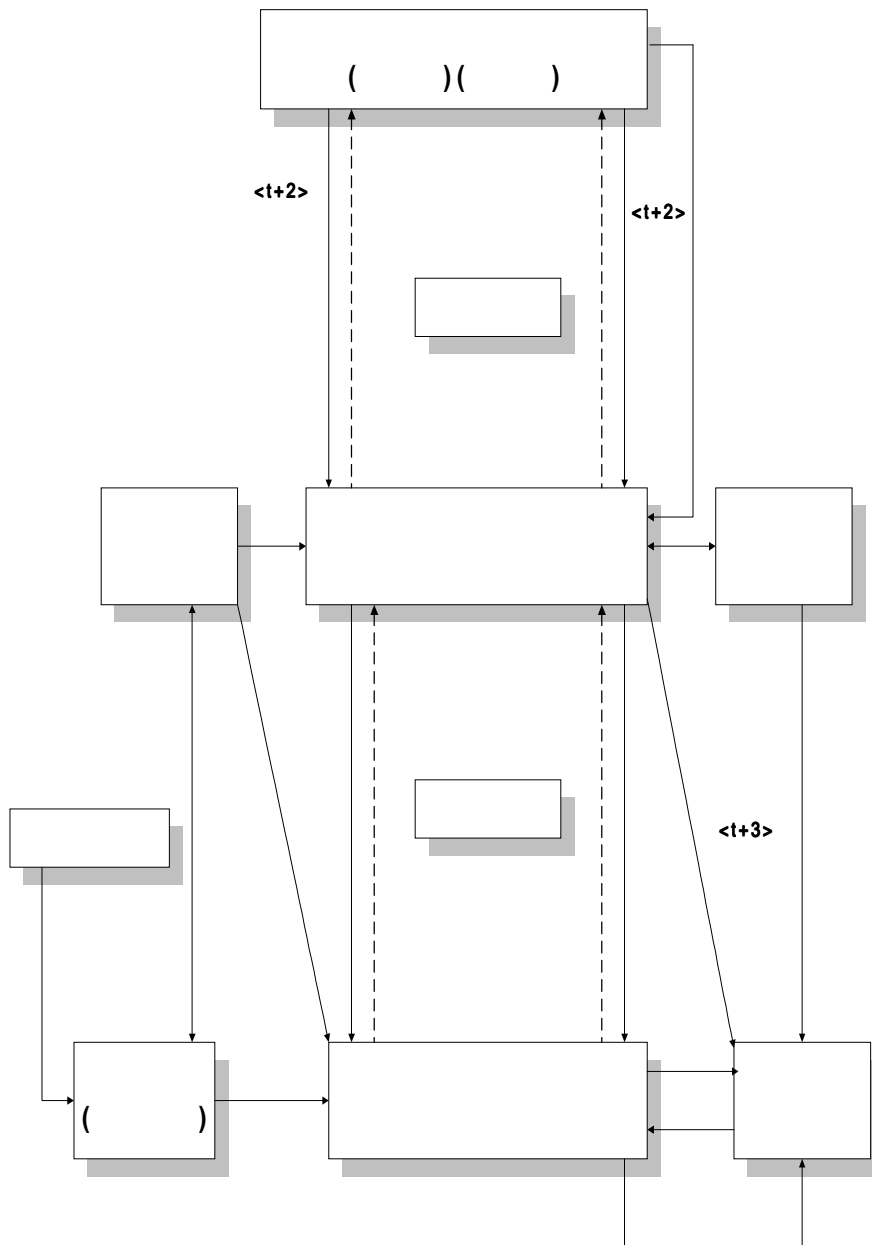
년월	대차거래매도잔고		대차거래매수잔고		대차비율 (B/A)
	주식수(A)	금액	주식수(B)	금액	
1988	1.5	2,088	6.0	7,037	3.8
89	1.6	3,239	7.5	12,572	4.5
90	1.8	2,464	8.2	8,800	4.4
91	1.6	2,009	5.4	5,280	3.2
92	2.5	2,536	3.3	2,774	1.3
93	1.6	1,763	3.9	3,182	2.3
94	2.3	2,329	4.4	3,806	1.6
95	2.8	3,152	7.8	6,278	2.7
96	2.8	2,721	6.7	4,483	1.6
97	4.9	3,150	6.6	2,616	1.3

주: 잔고는 동경, 오오사카, 나고야 증권거래소의 합계

자료: TSE, 「동중요람」, 1998

Ⅲ. 각국의 신용거래제도

<그림 Ⅲ-5> 일본 신용거래제도의 흐름도



## 라. 신용거래의 규제

### 1) 법령에 의한 규제

일본의 신용거래제도는 미국의 신용거래제도를 도입하였으나 일본의 금융환경이 미국과는 다르기 때문에 신용공여율에 의한 신용통제를 목적으로 규제하지 않고, 증권시장에 있어서 과당투기의 억제와 증권회사의 채권보전이라는 관점에서 신용거래를 규제하는 형태로 정착되었다.

즉, 미국에서는 금융시장의 풍부한 단기자금이 증권시장으로 유입되는 것을 조절하고 과도한 신용거래로 인한 투기거래를 억제함과 동시에 상공업 자금으로서의 단기자금을 확보하는 것을 목적으로 신용거래를 규제하였다. 반면 일본에서는 증권시장과 금융시장의 연관성이 낮았고 증권금융회사라는 특수한 금융기관을 설립하여 증권시장으로 자금을 유인하는 상황이었기 때문에 미국과 같이 신용공여율의 조절에 의한 단기자금의 유입량을 조절할 필요는 없었다.

따라서 일본에서는 신용거래의 규제방법으로서 위탁보증금율제를 도입하여 보증금으로 필요한 규제를 하도록 제도화하였다. 이에 따라 증권거래법 제49조 1항은 위탁보증금에 대하여 「당해거래에 관련된 유가증권 시가에 대장대신이 100분의 30을 하회하지 않는 범위내에서 정한 율을 곱한 액 이상의 금전」이라고 규정함으로써, 그 하한율을 30%로 규정함과 동시에 필요에 따라 위탁보증금율을 조작하는 권한을 대장대신에게 위임하고 있다. 대장대신은 규제가 필요하다고 판단한 경우는 성령을 통하여 위탁보증금율을 변경할 수 있다. 이 위탁보증금

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

율의 조작성은 신용거래에 있어서 가장 일반적이고 유효한 규제수단이 되고 있다.

증권거래법 49조 제2항에서는 위탁보증금이 대장성령이 정하는 바에 의하여 유가증권으로 충당할 수 있고 성령에서 그 대용증권 대용비율의 상한을 규정하고 있다. 일반적으로는 대용증권의 이용도가 대단히 높기 때문에 대용증권 대용비율의 변경은 신용거래 규제효과가 대단히 크다고 할 수 있다.(〈그림 Ⅲ-3〉 참조)

#### 2) 증권거래소의 제규칙에 의한 규제

시황의 변화에 기동적으로 대응하고 과당투기화 현상을 억제하기 위해 증권거래소가 필요하다고 판단하였을 때에는 다음과 같은 조치를 취할 수 있다. 첫째, 보증금율의 인상, 대용의 제한 그리고 대용증권 사정비율의 인하 등이 있다. 대용의 제한이란 위탁보증금은 유가증권으로 대용할 수 있는 것이나 이를 제한하고 위탁보증금 중 일부는 현금으로 납입하도록 규제하는 것을 말한다. 둘째, 보다 엄격한 규제가 필요하다고 판단한 때에는 신용거래의 매수 또는 매도에 대해 각각 제한하거나 금지할 수 있으며 개별적인 종목에 관해서도 적용할 수 있다.

증권거래소는 신용거래의 과도한 이용을 미리 방지하기 위해 일일 공표기준을 설정하고<sup>8)</sup> 이에 해당하는 종목 중 필요하다고 인정되는 종

---

#### 8) 참고기준

- 신용거래의 매도잔고/신용거래의 매수잔고: 60% 이상
  - 신용거래의 매도잔고/상장주식수: 10% 이상
  - 신용거래의 매수잔고/상장주식수: 20% 이상
- 주가·거래량 기준

목에 대하여 일일공표종목으로서 그 신용거래잔고를 매일 발표한다.

### 3) 대차거래에서의 규제

성령 또는 증권거래소에 의하여 신용거래가 규제될 경우에는 증권금융회사의 대차거래 단계에서 같은 규제가 이루어진다. 신용거래의 위탁보증금율에 상당하는 대차담보금율의 변경, 대차담보금 대용유가증권 사정비율의 변경 또는 대용의 제한 등으로 대차거래의 과도한 이용을 방지할 수 있다. 대차담보금율의 조작은 과도한 신용에 대한 금융조절의 효과뿐만 아니라 증권금융 자체의 채권보전과 결과적으로 증권회사의 과도한 채무에 따른 대폭적인 손실 발생을 방지한다는 의미에서 채무자를 보호한다는 목적이 있다.

증권금융회사는 증권회사의 채무내용, 영업상황 등을 고려하여 증권회사별로 용자한도액을 설정하고, 증권회사가 이를 초과하여 차입할 때에는 한도초과율에 따라 현금을 포함한 증담보가 누진적으로 부과된다. 또한 특정의 종목에 대하여 대차거래량이 이상하게 증가하거나 또는 증가할 우려가 있을 경우에는 종목별로 증담보를 징수할 수 있다.

증권금융회사는 증권회사가 신청한 주권 또는 자금을 대부하는 것을 업무로 하지만 대주의 경우 대부할 수 있는 주권은 한계가 있다. 따라서 특정종목의 경우 대부주권조달이 곤란할 우려가 있는 경우에는 미리 통지·공표하여 증권회사 및 투자자에게 대주이용 등에 대해 주의를 환기시키고 있다.<sup>9)</sup> 주의환기통지를 한 이후에도 신용매도의 증가

○ 제한가격폭에 의하여 50% 정도의 주가변동이 2~3일 계속될 경우

○ 상장주식수에 대하여 10% 정도의 거래량이 2~3일 계속될 경우

9) 증권금융회사 주의환기조치의 기준

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

등에 의하여 필요한 주권조달이 곤란한 경우 증권회사에 대하여 대차거래 신청의 제한 또는 정지를 할 수 있다.

- 
- 신용거래 매도잔고/상장주식수: 12% 이상
  - 신용거래 매도잔고/신용거래 매수잔고: 60% 이상
  - 증권금융대주잔고/상장주식수  
또는 증권금융대주잔고/증권금융용자잔고: 130% 이상

### 3. 미국의 신용거래제도

#### 가. 신용거래의 발전

미국의 신용거래는 주로 상업은행을 중심으로 한 금융기관을 통하여 자연발생적으로 발달되었다. 금융시장의 역사가 오래되고 잘 발달되어 있기 때문에 증권거래에 관한 소요자금은 주로 증권업자의 자기자금이나 상업은행을 중심으로 한 금융기관(상업은행, 투자은행, 기타의 일반금융기관)으로부터의 차입금에 의존하고 있으며, 별도의 증권금융전담기관은 존재하지 않는다. 따라서 일반투자자들은 유가증권을 구입·보유하는데 필요한 자금을 은행, 증권업자 또는 그 이외의 금융기관으로부터 차입할 수 있으며 이중 가장 중심이 되는 것은 증권업자에 의한 신용공여로서 그 대부분은 뉴욕증권거래소 회원에 의하고 있다.

증권업자나 투자자들이 증권을 매입하기 위하여 자금을 대출하는 것을 목적대출(purpose loan)이라고 하며 이 중에서 증권업자가 자금을 차입하는 것을 브로커-론(broker's loan)이라고 한다. 브로커-론은 브로커 업무에 관한 금융에 한정된 것이 아니고 달러업무, 인수업무에 관련한 모든 금융업무를 포함한다.

브로커-론은 두가지의 성격을 가지는데 첫째, 증권을 담보로 제공하고 자금을 차입하는 증권담보금융이다. 증권업자는 여러 은행과 거래관계를 갖고 그들 거래은행으로부터 콜자금을 받고 있으며 이때 콜자금의 담보는 주로 보유유가증권과 증거금 거래에 따른 신용공여의 담보로 고객으로부터 취득한 증권이다. 둘째, 콜론의 형태이다. 대출을 매건마다 별도로 계약하는 것과 언제라도 그 대출액을 증감할 수 있는

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

신축적 대출(accordion type loan)의 두가지 형태가 있다. 따라서 증권업자는 필요한 양의 담보를 예탁해서 대출을 받고 후에 대출의 일부를 상환했을 시에는 계약을 변경하게 되는데 담보는 은행에 그대로 예탁시켜 놓을 수 있다. 또한 추가자금이 필요한 경우에는 단순히 원계약의 금액을 증가시키는 것으로 가능하며 담보부족시에 추가담보를 넣으면 된다. 이 방법에 의하면 단 하나의 대차관계만 있으므로 업무처리가 간단한 이점이 있다.

#### 나. 신용거래의 구조

고객이 증권업자로부터 신용의 공여를 받아 행하는 증권매매를 증거금거래(Margin Trading)라 하여 브로커·딜러가 은행으로부터 신용공여를 받는 브로커-론(Broker's Loan)과는 구별한다.

신용거래를 하려는 일반투자자는 매수 또는 매도하고자 하는 증권의 시장가격(market value)에 일정율을 곱한 금액만큼을 최초증거금(initial margin)으로 증권회사의 증거금계좌에 예치해야 한다. 매수대금의 일부를 차입하여 증권을 매입하려는 증거금매수(margin buying)를 하려는 투자자는 증권회사에 증거금거래계좌를 설정하고 매수증권 시가총액의 일정율에 해당하는 증거금을 증권회사에 납입하면 된다. 위탁을 받은 증권업자는 고객을 대신하여 매수대금을 지불하여 주고 매수증권을 담보로 하여 매수대금(수수료 포함)과 고객이 납입한 증거금과의 차액을 매수고객에게 증거금계정을 통하여 대출처리한다. 매도증권을 차입하여 차입증권을 매도하는 공매도(short selling)를 하려는 투자자는 증권회사의 창구에서 해당증권의 차입가부를 확인한 후에 증

증거금거래계좌를 설정하고 매각증권시가총액의 일정율에 상당하는 증거금을 증권회사에 납입하면 소유하지 않은 증권을 매각할 수 있다. 증권업자는 고객을 대신하여 매도증권을 인도해 주고 매도대금과 증거금을 담보로 하여 매도증권을 증거금 계정을 통하여 대출처리하게 된다. 이렇게 증거금 거래는 해당거래의 결제일에 실물거래로서 거래가 완료된다.

증거금거래의 증권거래소에의 결제는 실물거래와 동일한 보통거래다. 증권업자는 매매계약 체결일 다음 3일째 영업일(T+3)이 되는 매수·매도의 결제일에 매수대금이나 매도증권을 대출하여 수도결제를 완료하여야 한다.(NYSE Rule 제64조(3)) 증권업자와 고객과의 대차관계는 고객이 현금 또는 실물을 제공하여 결제하거나 반대매매에 의해 결제함으로써 종결짓게 된다.

이때 증권업자는 매수한 고객에 대하여는 매수증권을 담보로 징구하고 매수대금과 신용거래증거금과의 차액을 대부하는 것으로 하며 매도한 고객에 대하여는 매도대금과 신용거래증거금을 담보로 매도증권을 대부하는 것으로 한다.

### 1) 신용거래계좌의 개설

신용거래를 하려는 고객은 증권업자에게 증거금계좌(margin accounts)를 개설하여야 하며 편의를 위해 부수적으로 특별각서계정(Special Memorandum Account)<sup>10)</sup>을 개설할 수 있다. 이때 증권업자는

---

10) 특별각서계좌는 증거금 계좌와 관련하여 설정된 계좌로서 기입항목은 지불배당금 및 T규칙상 필요하지 않는 현금 등이 있다. 즉, 배당금 및 이자

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

고객의 투자능력을 조사하고 고객과 담보계약을 맺으며 동시에 고객이 주식대부동의서에 서명하도록 요구한다.

증거금계좌는 고객이 증권업자로부터 용자 또는 대주를 받아 수도 결제를 행하는 매매거래계좌로서 연방준비제도 이사회(FRB)의 T규칙에서 “General Account”로 지칭되고 있는 계좌를 말한다. 증거금 거래에 관한 증권업자와 고객간의 결제는 1983년 전면 개정된 T규정에 의해 신용계좌상 고객의 지분<sup>11)</sup>(Equity=계좌상 보유증권 포지션의 시가<sup>12)</sup> + 계좌상의 대변잔고<sup>13)</sup> - 계좌상의 차변잔고<sup>14)</sup>)에 의한다.

---

의 지급 또는 증거금 초과액이 발생할 때 증거금 계좌로부터 대체되어 별개의 독립계좌로 처리할 수 있게 한 계좌로서 모든 일반적인 신용계좌는 SMA와 함께 관리된다. 1983년 이전까지는 특별기타계정으로 불리워졌던 SMA의 사용에 관한 사항은 T규정이 규정하고 있다.

- 11) 신용계좌의 순가치로 계좌내의 자산과 부채의 차액이다. 즉, 계좌전체를 현재의 시장가치로 청산하였을 때 고객에게 돌아가는 현금액이다.
- 12) 신용매수증권시장가치(Long Market Value: LMV)는 신용계좌에 예탁된 신용거래대상 증권의 전일종가에 기초한 가치로 양의 값을 가지며 공매도 증권시장가치(Short Market Value: SMV)는 신용계좌에 보유중인(증권회사가 고객에게 대여한) 매도포지션의 전일종가에 기초한 가치로 음의 값을 가진다.
- 13) 고객을 위하여 증권회사가 계좌에 보관중인 자금으로서 특별각서계좌에의 대체금액을 차기한후 신용계좌상 고객에게 귀속되는 현금액을 말한다.
- 14) 고객이 증권회사에 대해 지불해야 하는 현금액을 말한다. 이는 일반적으로 증권회사가 고객에게 대여한 자금과 관련이 있다.

## 2) 신용거래대상증권

신용거래대상증권은 FRB의 T규칙에서 정한 분류중에 하나에 속하는 증권으로 ①주요거래소(NYSE, AMEX 등)에서 실질적으로 거래되는 모든 주식 ②FRB의 승인을 받은 주식으로서 OTC 시장 또는 NASDAQ시스템을 통해 거래되는 대부분의 주식 ③상장전환사채 ④모든 상장 및 공인 OTC 비전환채권 ⑤모든 국채 및 금융채 ⑥상장 및 일부 비상장사채 ⑦모든 주 정부채, 지방채 및 Moody's 사로부터 BAA이상의 등급을 받았거나 S&P로부터 BBB이상의 등급을 얻은 수입담보부채권이다.

## 3) 최초증거금(initial margin requirements)

증거금 거래요건을 갖춘 고객이 증권업자로부터 신용공여를 받아 유가증권을 매매하는 경우 증권거래법 제7조 및 T규칙에 의거 신용공여액의 일정비율 이상의 최초증거금을 납입하여야 한다. 1934년 증권거래법 제7조는 신용거래대상증권 구입시의 최초 신용공여액에 대해 당해증권 시가의 55% 또는 과거 36개월간 당해증권의 최저시가의 100%(다만, 시가의 75%를 초과하지 못함)중에서 높은 금액을 초과할 수 없다고 규정하고 있다. 현재는 FRB가 과도한 신용이용을 방지하기 위해 1974년에 제정한 50%의 증거금율이 계속 적용되고 있다. 따라서 최초증거금(T 규칙증거금)은 매수총비용(매수대금+위탁수수료) 또는 매도순취득금(매도대금-위탁수수료-세금)의 50%에 상당하는 금액이다.

최초증거금율(NYSE 주식의 경우) 추이는 <표 III-17>과 같다.

Ⅲ. 각국의 신용거래제도

<표 Ⅲ-17> 최초증거금율 추이(NYSE 주식의 경우)

시행일	증거금 매수	공 매
1934. 10. 15	25~45%*	*
1936. 2. 1	25~55*	*
1937. 11. 1	40	50%
1945. 2. 5	50	50
1945. 7. 5	75	75
1946. 1. 21	100	100
1947. 2. 1	75	75
1949. 3. 30	50	50
1951. 1. 17	75	75
1953. 2. 20	50	50
1955. 1. 14	60	60
1955. 4. 23	70	70
1958. 1. 16	50	50
1958. 8. 5	70	70
1958. 10. 16	90	90
1960. 7. 28	70	70
1962. 7. 10	90	50
1963. 11. 6	70	70
1968. 6. 8	80	80
1970. 5. 6	65	65
1971. 12. 6	55	55
1972. 11. 24	65	65
1973. 1. 3	50	50

주: \*는 증권회사가 관습상 요구한 증거금으로 결정되던 시기  
 자료: NYSE, 「FACT BOOK」, 1997

또한 NYSE는 T규칙 제1조 (b)(2)에 근거하여 이사회 규칙 제431조에서 신용거래고객의 증거금거래를 허가하는 요건으로 최소지분액 2,000달러에 상당하는 현금 또는 대용증권의 예탁을 요구하고 있다. 예를 들어 현금계좌에 증권포지션이나 현금의 잔액을 가지고 있지 않은 고객이 신용거래를 통해 2,000불의 증권을 매입하고자 하는 경우 최초 증거금 청구액은 단지 1,000불에 불과하지만 지분요건을 충족시키기 위해서 고객은 2,000불을 예탁하여야 한다. 일단 요건이 충족되면 동요건을 계속 유지시킬 필요는 없으나 현금이나 증권을 계좌로부터 인출함으로써 지분이 2,000불 이하로 떨어지게 해서는 안된다.

FRB에 의한 최초증거금율의 조정은 신용거래를 억제 또는 활성화시키는 역할을 수행해 왔다. 증거금율은 낮게는 40%(1937년)에서부터 높게는 100%(1946년)까지 책정되었다. FRB는 증거금율의 상향 조정을 통해 신용거래량을 줄이려 하였으며 반대로 증거금의 하향 조정을 통해 투자자의 시장재진입을 유도하는 효과를 얻고자 하였다. 1968년 증시과열시 FRB는 증거금율을 80%로 높였으며 그 결과 1967년말 63억불이던 신용거래잔고가 1969년말 49억불로 축소되었다. 그후 1974년 1월 50%로 조정된 최초증거금율은 오늘에 이르기까지 계속 적용되고 있다.

#### 4) 유지증거금

유지증거금은 계좌내에 항상 유지되어야 하는 지분액이다. 최초증거금이 증거금거래 시작시에만 충족되면 되는 요건인데 반해 유지증거금은 계좌내에 계속 유지를 요하는 요건이라는 점에서 다르다.

### III. 각국의 신용거래제도

FRB는 1934년 증권거래법 제7조 (a)항에 의하여 최초증거금과 유지 증거금 모두를 규제할 수 있는 권한을 부여받고 있지만, 실제로는 최초 증거금에 대해서만 규제하고 있을 뿐 유지증거금에 대해서는 규제하고 있지 않다. T규칙 제1조 (b)는 브로커와 딜러가 자기자신을 보호하기 위하여 추가담보를 청구할 수 있는 권리와 증권거래소가 최초의 신용 공여 및 신용액의 유지에 관한 엄격한 제규칙을 정할 권리를 부여하고 있다.

뉴욕 증권거래소를 비롯한 전국증권거래소는 여러 가지 금융상품에 대한 증거금의 유지한도를 규정하고 있다. 이 증거금 유지율을 하회하는 경우에는 증권업자는 고객에게 증거금의 추가예탁을 청구할 수 있다. NYSE 규칙 431(c)에 의하면 증거금매수의 경우에는 증권의 현재 시장가치의 25%와 공매도의 경우에는 첫째, 주당 5달러 미만으로 공매도 되는 증권에 대하여는 1주당 2.5달러 또는 시가의 100%중 큰 금액 둘째, 주당 5달러 이상으로 공매도 되는 증권에 대하여는 1주당 5달러 또는 시가의 30%중 큰 금액 그리고 공매도 되는 채권은 현재시장가치의 30% 또는 원금의 5%중 큰 금액의 합을 유지증거금으로 유지할 것을 규정하고 있다.

월스트리트의 관행에 의하면 증권회사들은 거래소유지증거금 요건보다 높은 자체내 증거금율을 적용하는데 주식의 경우 대체로 30% 또는 35%를 요구한다.

## 5) 유지증거금청구(Maintenance Call)

증권회사가 고객에 대하여 T규칙이 정하는 바에 따라서 증거금부족(요구되는 유지증거금이 당해 증거금 계좌의 순재산액(equity)을 초과하는 금액)을 해소하기 위하여 추가로 현금 또는 증권의 예탁을 청구하는 것을 증거금 청구라한다.

증거금부족이 발생할 경우에 부족액의 보충을 위한 추가증거금 소요액은 고객의 특별각서계정으로부터 대체하여 충당하거나 현금, 증거금거래대상증권 또는 적용제외증권의 예탁 혹은 이들의 조합에 의하여 보충할 수 있다. 단, 증거금 부족액이 500달러 이하의 소액일 경우 증권업자는 증거금을 청구하지 않는다. 한편, 한 고객의 증거금계좌는 유지목적상 타고객의 준비금 계좌에 대해 보증을 할 수 있는데 보증인의 계좌와 피보증인 계좌의 연결잔고가 유지지분을 상회하는 한 유지준비금 부족분에 대한 증거금 청구를 하지 않는다.

NYSE는 유지증거금 부족이 발생한 날로부터 5영업일 이내에 충족될 것을 규정하고 있다. 그러나 수용가능한 사유로 인해 고객이 정해진 시간내에 증거금의 납입을 수행하지 못하였을 때에는 증권업자는 자율규제기관 또는 NASD에 연장신청을 하여 1일 이상의 제한된 기간에 한하여 연장을 받을 수 있다.(T규칙 제4조 (C)) 5영업일 후 부족금액이 충족되지 않고 연장신청이 없을 경우 증권회사에 의해 청산은 제6영업일로 이연된다. 기간연장신청이 없는 경우 증권업자는 기간만료일 다음 영업일에 보증금 부족분에 대하여 고객의 증권을 매각하여 청산할 수 있다.(T규칙 제4조 (d))

## 6) 초과증거금 처리

신용거래계좌의 증권가격이 상승하여 증거금계정에서의 순재산액이 증거금 소요액을 초과하는 금액을 증거금초과분(margin excess)이라 하는데 고객은 이를 현금으로 인출하거나 또는 새로운 신용거래자금으로 충당할 수 있다.

## 7) 증권업자의 자금, 주권의 조달

증권업자가 고객의 증거금 매수에 대하여 신용공여를 행하는 경우 그 대부자금은 증권업자의 자기보유자금, 고객의 공매도에 의한 매도증권의 매각대금 그리고 상업은행으로부터의(증권거래법은 증권업자의 자금차입대상을 연방준비제도가맹은행 또는 그에 준하는 은행으로 제한하고 있음) 차입금인 브로커-론이 그 원천이 되고 있다. 이중에서도 신용공여액이 거액에 달하기 때문에 증권업자에 대한 은행의 대출인 브로커-론에 주로 의존하고 있다. 브로커-론은 증권업자와 FRB 가맹은행간의 직접교섭에 의해 고객의 담보증권을 재담보로 하여 콜론의 형태로 이루어진다.

공매도에 대한 대주를 위해 증권회사는 회사자체의 보유주권, 증거금매수 고객계좌의 담보주권(고객으로부터 서면허가를 득한 경우), 그리고 타증권업자로부터 차입한 주권에 의존하고 있다. 통상적으로 증거금매수가 공매도를 상회하기 때문에 증거금 매수의 담보증권으로 대주에 충당하게 된다. 다른 증권업자로부터 주권을 차입하는 증권업자는 상대증권업자에 대하여 조달주권의 시가에 상당하는 현금, 정부 또

는 정부기관이 발행하거나 보증한 증권, 미국내 은행기관이 발행하고 미국내에서 지급되는 양도성 은행예금증서와 은행인수어음, 또는 연방 예금보험회사에 보험가입한 은행 또는 양식 F.R.T-2(제15조 (b)항)에 의하여 이사회 합의서를 제출한 외국은행이 발행한 취소불능신용장을 예탁하여야 한다.(T규칙 제16조)

## 8) 공매의 제한

미국의 경우 신용거래규제와는 별도로 공매를 규제하고 있다. 처음에는 증권거래소에 의한 자율규제뿐이었으나 그후 법령에 의한 규제로 강화되었다. 1934년 증권거래법 제10조 (a)항은 누구든지 SEC가 공익이나 투자자보호를 위하여 필요·적절하다고 인정하여 정하는 규칙에 위반하여 전국증권거래소에 등록된 증권에 관해서 공매할 수 없다고 하고 있다. SEC 규칙 10a-1는 공매도의 이용에 의한 가격하락의 가속화를 방지하기 위하여 업틱룰(up-tick rule)을 규정하고 가격 하락국면에서는 plus tick(직전가보다 높은 가격) 또는 zero-plus tick(직전가와 같은 가격이나 직전가가 전전가보다 높은 경우)에서만 매도가 가능하도록 하고 있다.

그러나 가격하락의 가속화를 방지하기 위하여 공매도에 필요한 대주조달을 억제하는 규제는 없으며 공매도 주문의 접수여부는 증권회사가 대주 가능한 해당증권을 보유하고 있는지 또는 차입할 수 있는지의 여부에 따라 결정된다. 모든 매매주문에는 short 또는 long의 표시를 해야 하는데 증권을 보유하지 않고 매도하는 경우에는 short표시를 증권을 보유하고 매도하는 경우에는 long표시를 한다.

### Ⅲ. 각국의 신용거래제도

우리나라와 같이 신용거래에 수반하는 용자, 대주를 업으로 하는 증권금융회사가 존재하지 않기 때문에 증권업자는 스스로 주권을 조달하여야 하며 주권조달이 어려울 때에는 공매도의 신청을 접수하지 않을 수 있다. 이러한 이유로 기동성 있게 공매가 형성되지 못하는 어려운 점이 있다. 이러한 제약조건이 있는 반면에 주가하락시 매물홍수가 거의 발생하지 않으며 공매도에 의한 가격 급등락이 적고 또한 대폭적인 대주초과가 발생하여 증권업자가 대주조달에 우려를 나타내는 사태도 생기지 않게 된다.

#### 9) 금리 및 상환기간

증거금매수를 위해 증권업자로부터 증권매수대금을 차입한 고객은 증권업자에게 신용공여금액(현금으로 증거금을 예탁할 경우 증거금이 매수대금에 충당되어 증권업자의 용자금액은 매수총비용(매수대금+위탁수수료)에서 현금예탁액을 차감한 금액이 되며 증거금이 유가증권인 경우는 매수총비용이 됨)에 대한 이자를 지불해야 한다. 이때 고객으로부터 징수하는 금리는 증권업자의 조달코스트에 의해 개별적으로 결정되는데 일반적으로 브로커-론 금리에 약간의 금리를 가산하여 정해진다.

일본의 경우와는 달리 매도주권에 대해 고객이 증권회사에 지급하는 품대료는 통상적으로 무료이며, 매각대금에 대해서도 고객은 이자를 지급 받지 않는다. 그러나 주권의 수급상황 또는 금융시장의 정세에 의해서 고객은 품대료를 지불하는 경우도 있고 반대로 품대료는 무료이고 담보로 증권사가 보유하고 있는 주식매각대금에 대해 이자를 받는 경우도 있다.

미국의 경우 증권업자들이 대주시장에서 매우 협력을 잘하여 스페셜리스트의 알선을 받아 주로 단자업자로부터 차주하는 경우가 많으며 NYSE 이사회 규칙 제157조에 주식품대료가 규정되어 있지만 대주조합이 충분하기 때문에 주식품대료가 붙는 경우는 거의 없다.

증권업자의 고객에 대한 신용공여기간은 특별히 정해져 있지 않으며 따라서 유지증거금의 요건만 충족된다면 무기한으로 신용거래가 가능하다.

Ⅲ. 각국의 신용거래제도

다. 신용거래의 현황

<표 Ⅲ-18> 증거금거래 매수 잔고(NYSE 회원)

(단위: 백만달러, %)

연말	차변잔고 (margin debt)(A)	상장주식 시가총액(B)	A/B
1988	32,740	2,457,461	1.33
1989	34,320	3,029,650	1.13
1990	28,320	2,819,778	1.00
1991	36,660	3,712,835	0.99
1992	43,990	4,035,100	1.09
1993	60,310	4,540,850	1.33
1994	61,160	4,448,284	1.38
1995	76,680	6,012,971	1.28
1996	97,400	7,300,351	1.33
1997	126,090	9,413,109	1.34

자료: NYSE, 「Fact Book」, 1997

<표 III-19> 증거금거래 공매도 잔고(NYSE 회원)

(단위: 백만주, %)

각연말	공매잔고 (short interest)(A)	상장주식수(B)	A/B
1988	507.2	76,175	0.67
1989	555.8	82,972	0.67
1990	855.7	90,732	0.94
1991	784.3	99,622	0.79
1992	1,010.9	115,839	0.87
1993	1,240.7	131,053	0.95
1994	1,851.0	142,281	1.30
1995	2,047.5	154,719	1.32
1996	2,877.7	176,944	1.63
1997	3,667.3	207,089	1.77

자료: NYSE, 「Fact Book」, 1997

## 라. 신용거래의 규제

미국의 주식시장은 1929년 과당투기를 배경으로 주가 대폭락의 사태를 초래한 이후 과당투기에 의한 이상주가변동을 회피하고 투기자금을 주식시장에 부당하게 유입하지 않도록 하기 위한 필요성이 강조되었다. 따라서 그때까지 강력히 규제되지 않았던 증권회사에 의한 신용공여를 포함한 증권시장의 활동 전반에 대한 정부의 철저한 검토가 이루어졌으며 이 검토의 결과 1933년 증권법과 1934년 증권거래법이 도입되었다.

미국 신용거래의 규제는 금융시장 전체와 관련하여 증권시장으로의 지나친 자금유입의 방지에 그 목적이 있어 국가의 전체 자본중 얼마만큼이 증권시장에 유입되어야 할 것인가에 따라 규제방침이 결정된다.

1934년 증권거래법은 모든 증권거래소의 설립허가, 거래관행의 규제, 거래소회원의 과도한 매매거래와 주가조작을 방지하기 위한 요건 등 여러 가지 사항을 규정하고 있다 1934년 법은 또한 동법의 행정, 집행기구로서 SEC를 설치하고 증권의 매입을 목적으로 한 신용공여와 관련하여 다양한 정책입안을 하도록 미국정부의 신용정책기관으로서 FRB를 지정하였다. 따라서 FRB는 증권의 구입이나 보유를 위한 신용의 과도한 이용을 방지하기 위하여 모든 증권(적용면제증권 제외)을 담보로 하는 최초의 신용공여액과 그 유지에 관하여 규제권한을 가지게 되었다.

FRB 이사회는 1934년법에 의해 위임받은 권한하에서 증권거래를 위한 신용공여를 관리할 수 있는 4개의 주요규정을 공포하였다. 1934년 T규칙(Reg. T), 1936년에 U규칙(Reg. U), 1968년에 G규칙(Reg. G),

그리고 1971년에 X규칙(Reg. X)을 각각 제정하여 고객에 대한 브로커, 딜러의 신용공여뿐만 아니라 은행, 기타의 자의 신용공여 및 신용공여를 받는 자에 대해서도 규제하고 있다. 이와 같이 1934년 증권거래법이 부여한 권한에 의하여 제규칙이 제정·정비됨에 따라 주식이나 채권의 매수 또는 보유를 위하여 증권업자나 은행 등으로부터 받는 신용의 규제를 연방차원에서 실시하게 되었다.

T규칙<sup>15)</sup>은 증거금거래대상증권의 구입시 증권업자의 고객에 대한 신용공여량을 증거금을 조작을 통하여 규제하는 것이고, U규칙은 T규칙을 보완하는 것으로 은행이 행하는 목적대출에 대해서 신용공여량을 T규칙과 동일하게 규제하고 있다. X규칙은 국내 또는 국외에서 신용을 얻은자에 대하여 T, U 및 X규칙의 제규정을 준수하도록 정하고 있다. 이러한 제규칙은 제정된 이후 여러 차례의 개정이 있었는데 1983년에 전면 개정되어<sup>16)</sup> 단순하고 이해하기 쉽게 되었다.

신용거래에 관한 규제에는 이상과 같은 FRB가 정하는 제규칙 이외

---

15) 일반고객의 신용거래와 가장 밀접한 관련을 갖는 T규칙은 다음의 사항을 규정하고 있다.

- 신용거래대상증권의 지정
- 최초증거금 청구(Reg T Call)에 응해야 하는 기간 지정
- Reg T Call의 납부기한을 연장시킬 수 있는 권한을 증권거래소에 부여
- 신용거래계좌, 현금계좌, SMA 등을 포함한 각종계좌의 확립
- 대부가치, 시장가치 등의 기술적 용어의 규정
- 브로커가 제공할 수 있는 최대 대부가치를 명시하고 그 가치를 변경할 수 있는 권한을 연방준비위원회 이사회에 부여

16) 이 개정에서 신용공여자의 재량이 이전에 비해 확대되었으며, 외국통화의 옵션(증권거래소에서 거래되는 것), 적용제외증권(국채 등), 양도성 예금증서, 그리고 주가지수옵션에 관한 규정이 추가되었다. 또한 종전의 신용거래대상증권마다 특별채권계좌, 특별전환사채계좌 등의 특별계좌와 일반계좌로 나뉘어져 고객과 증권회사간의 계좌처리가 이루어졌던 것을 하나의 증거금계정으로 통합하였다.

### III. 각국의 신용거래제도

에 T규칙 제1조(b)(2)에 의하여 각 증권거래소가 정하는 자체규칙과 증권업자들 자신이 각자의 경영방침에 따라 정하고 있는 내부규칙이 있다. 실제로 FRB 규제업무중 많은 부분이 자율규제기관인 거래소와 NASD에 위임되고 특정증권회사가 속해 있는 거래소의 규정은 신용거래 부서의 업무와 기능 및 의무 등을 결정하는 중요한 역할을 하고 있다. 많은 증권회사를 회원으로 두고 있는 NYSE<sup>17)</sup>와 NASD<sup>18)</sup>의 규정들은 시장급변으로 인한 과도한 손실로부터 증권회사와 투자자들을 보호하고 증권회사 고객들이 지불능력이상의 채무를 지는 상황을 방지하기 위해 제정되었다. 따라서 각 증권거래소와 증권업자들의 자체규칙은 FRB의 규제요건보다 더욱 엄격하게 규제요건을 정하고 있다.

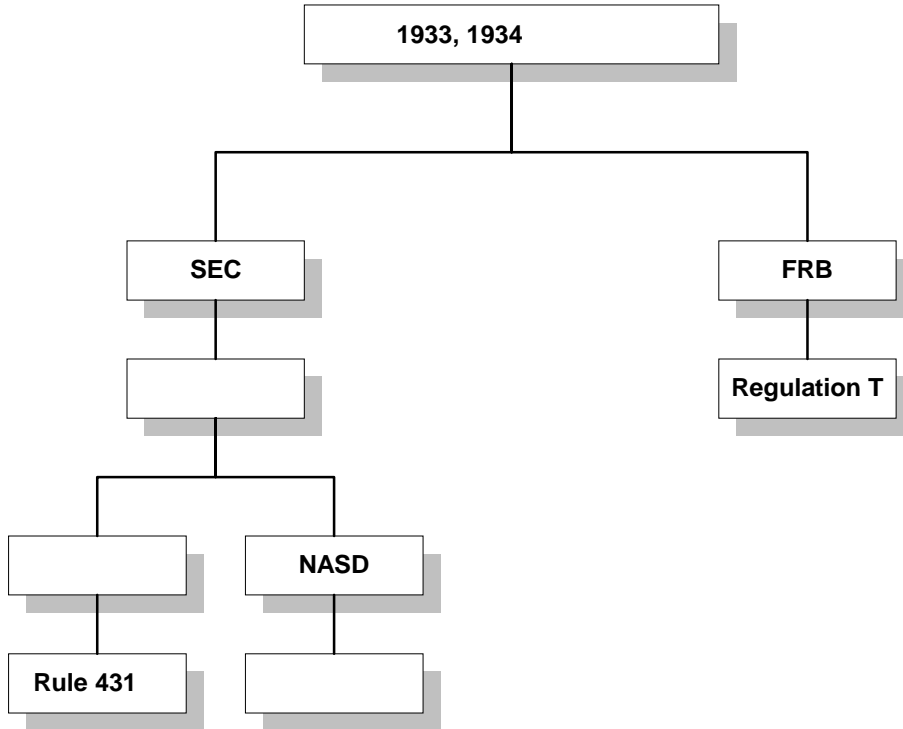
---

17) 신용거래에 관한 NYSE의 주요 규정의 내용은 다음과 같다.(다음의 사항은 T규칙에서도 다루고 있으나 NYSE 및 기타기관들의 규정에서 좀더 자세한 사항을 명시하고 있다.)

- 새로운 신용계좌의 개설을 위한 최소한의 최초지분요건 지정
- 주식 및 기타 신용거래대상증권에 대한 유지증거금을 설정 (NYSE rule 431)
- 옵션에 대한 증거금을 설정
- 유지증거금의 납부기한 설정
- 현금계좌로 대금을 지불하지 않고 증권을 매수한 후 동 증권 보유포지션을 매도하는 '무임승차(free-riding) 행위 금지
- 현금계좌로 매각된 증권에 대해 NYSE가 증권의 인도기한의 연장을 요청할 수 있는 기간 지정

18) NASD의 매우 중요한 규칙중의 하나는 신용계좌 개설시 증권업자는 고객과 담보계약을 맺어야 하는 것이다. 따라서 증권회사는 고객의 증권을 자기의 명의로 예탁할 수 있게 되며 그 증권을 용자에 대한 담보로 사용할 수 있다. 담보가 확보되지 않은 채무를 회피하기 위해 필요한 경우 어느 때라도 고객의 포지션을 정리할 수 있는 권한을 증권회사에 부여하며 고객에 대한 신용대여이자의 지불을 강제한다. 또한 고객의 담보증권을 공매의 목적으로 다른 증권회사나 고객에게 대여할 수 있게 해주는 주식대부동의서에 서명할 것이 요구된다.

<그림 III-6> 미국의 신용거래 규제체계



Ⅲ. 각국의 신용거래제도

<표 III-20> 미국 증권시장에서의 신용거래에 대한 규제 근거

규제근거	규제내용
1. 1934년 증권거래법	(제7조) 신용거래보증금을 요건 (제8조) 전국 증권거래소 회원, 브로커 및 딜러의 차입에 관한 제한
2. FRB 규칙 Regulation T  Regulation U  Regulation G Regulation X	브로커와 딜러가 행하는 신용공여의 관리 증권의 매수나 보유를 목적으로 은행이 행하는 신용공여의 관리 은행 또는 브로커, 딜러 이외의 자가 행하는 증권신용공여의 관리 증권신용공여를 받은 채무자의 관리
3. 각 증권거래소 규칙	최초증거금 요건의 가중, 유지증거금 요건
4. 증권업자의 내부규칙 (house rule)	주로 자사보호를 위한 규칙 (증거금요건 가중, 신용거래대상자 적격기준)



## IV. 각국의 신용거래제도 비교

---

1. 신용규제
2. 신용거래대상증권
3. 신용공여금액
4. 신용공여한도와 신용거래기간
5. 신용공여이자율
6. 초과증거금의 이용가능 여부



## IV. 각국의 신용거래제도 비교

1969년 2월 1일부터 보통거래제도가 실시되면서 도입된 우리나라의 신용거래제도는 일본의 신용거래제도를 주로 도입하여 일본의 제도와는 구조적으로 거의 유사한 반면 미국의 제도와는 상당한 거리가 있다.

미국의 신용거래에 대한 초기의 기록은 1791년 해밀턴 기금계획에 의한 미합중국 정부채권이 발행된 후 상업은행들이 이 국채를 담보로 대출을 실시한 것이다. 이처럼 미국의 신용거래는 오랜 역사를 가지고 주로 상업은행을 중심으로 자연스럽게 발전되어왔다. 반면 일본은 1951년 청산거래에서 보통거래로 전환한 후 증권시장에 가수급을 도입하기 위하여 미국의 신용거래제도를 모방하여 실시하고 있다. 그러나 콜시장과 기타 금융시장이 잘 발달된 미국과는 다른 금융환경으로 증권금융회사라는 증권금융전담기관을 설립하여 일본의 실정에 맞도록 변형시켜 도입하였다. 우리나라의 경우도 일본의 신용거래제도가 모델이 되어 도입되었다. 1969년 청산거래제도가 보통거래제도로 전환되면서 최초로 도입되었으나 본격적인 실시는 1971년 6.3조치에 의한 동년 12월 1일부터이다. 우리나라 또한 일본과 같이 금융시장이 발달되지 못하였기 때문에 증권금융전담회사를 설립하여 신용거래지원업무를 전담하도록 제도화하고 있다.

이처럼 우리나라와 일본의 신용거래제도는 본래 미국의 신용거래제도에서 유래한 것이기 때문에 미국의 제도와 연관성이 있으나 각국의 상이한 금융환경에 따라 변형되어 정착되었기 때문에 여러 가지 점에서 차이가 있다.

## 1. 신용규제

우리나라와 일본의 경우는 규제범위를 증권회사가 수행하는 신용공여에 한정하고 있으나 미국은 그 이외의 은행 등이 행하는 신용공여를 포함하고 있다.

우리나라나 일본의 규제목적은 신용에 의한 과도한 증권시장의 변동을 방지하고 과당투기의 억제에 중점을 두는 반면 미국은 증권시장으로의 단기자금의 과도한 유입을 방지하는데 주안점을 두고 있다. 이러한 규제목적의 차이에 따라 신용규제를 담당하는 기관도 각 나라마다 상이하다. 미국은 신용공여의 금융대출적 성격을 강조하여 1934년 증권거래법에서 신용거래규제권한을 연방준비제도이사회에 위임(규제의 집행은 SEC가 함)하고 있는 반면 우리나라와 일본은 신용거래규제를 증권시장규제의 일환으로 보아 신용규제권한을 각각 금융감독위원회와 대장대신에게 위임하고 있다.

## 2. 신용거래대상증권

신용거래대상증권의 경우 우리나라는 증권거래소 1부와 2부에 상장된 모든 종목이 해당되며 일본은 일본증권거래소 1부와 2부 종목중 일정요건을 충족하는 종목에 한하며, 미국은 증권거래소 등록증권은 물론 전환사채, 주가지수옵션 등 다양한 증권 및 금융상품을 그 대상으로 하고 있다.

### 3. 신용공여금액

미국과 우리나라는 현금으로 보증금을 예탁했을 때에는 보증금이 매수대금에 충당되어 당해 고객에 대한 신용공여액이 그 만큼 감소된다. 증권업자의 용자금액은 매수총액에서 현금예탁액을 차감하는 방식으로 계산되므로 실제 신용공여액에 대해서만 신용용자이자를 부담하게 되어 합리적이다. 반면, 일본은 대용증권으로 납입가능한 위탁보증금을 현금으로 납입하였을 경우에도 용자금액은 매수총액이 되고 고객은 총매수금액에 대한 신용용자이자를 부담한다.

### 4. 신용공여한도와 신용거래기간

미국은 신용공여요건만 충족되면 증권업자가 고객의 투자능력을 고려하여 자체판단으로 신용공여한도에 상한을 두지 않으며 신용공여기간에 대한 특별한 규정이 없으므로 유지증거금 요건만 충족되면 무제한으로 신용거래가 가능하다. 일본은 신용공여한도에는 특별한 제한이 없으며 증권사의 판단에 따라 고객 개개인의 신용도에 따라 차등적용하고 있다. 신용거래기간은 3개월과 6개월의 두가지중 고객이 선택할 수 있다. 우리나라의 경우는 현재, 신용공여한도 및 신용공여기간은 고객의 신용도에 따라 증권사가 자율적으로 결정할 수 있다.

## 5. 신용공여이자율

미국은 증권업자의 조달비용에 의거 이자율이 개별적으로 결정되는데 통상적으로 은행의 주요금리보다는 낮게 결정되고 콜금리보다는 약간 높게 책정되고 있다. 미국은 일반적으로 대주에 대한 품대료를 받지 않고 있으며 대주매각대금 이용료 또한 지급하지 않고 있다. 일본은 증권거래소가 상환기간별 용자이자율 및 대주매각대금이용율을 발표하는데 용자금리는 대차용자금리를 기준으로 일정율을 가산한 금리를 적용하고 있다. 우리나라는 신용거래이자와 대주매각대금 이용료 모두 자율화하여 증권회사가 신용기간에 따라 변동 적용할 수 있다.

## 6. 초과증거금의 이용가능 여부

미국의 경우 신용거래계좌의 순지분이 증가하게 되면 증거금초과분을 발생되어 고객이 이를 현금으로 인출하거나 새로운 신용거래자금으로 충당할 수 있다. 그러나 우리나라와 일본은 신용매수를 한 후 주가 상승으로 초과보증금이 발생하더라도 초과분에 대한 이용이 제도적으로 금지되어 있어 주식처분 후에만 인출이 가능하여 자금의 원활한 흐름이 막혀있다.

이상으로 보아 미국의 신용거래제도가 상대적으로 높은 보호정도에 서 효율적인 자금흐름의 구조적 특성을 보여주는 사실과 비교할 때 우리나라의 경우 자금흐름이 경직되어 있고 상대적으로 감독기관의 규제가 넓은 편이다.

IV. 각국의 신용거래제도 비교

<표 IV-1> 한국, 미국, 일본에서의 신용거래제도(증권회사) 비교

구분	한 국	일 본	미 국
1. 근거법규	· 증권거래법 제49조 · 증권거래법 시행규칙 제12조 · 금융감독위원회 규정: 증권회사의 신용공여에 관한 규정 · 증권거래소의 업무규정과 수탁계약준칙	· 증권거래법 제49조 · 증권거래법 제49조에 서 규정하는 거래 및 그 보증금에 관한 성령 · 증권거래소의 업무규정 및 수탁계약준칙	· 1934년 증권거래법 제7조 제8조 · 연방준비제도이사회 규칙(T, U, G, X) · 각 거래소 규칙 · 증권회사 내규
2. 규제기관	· 금융감독위원회	· 대장성	· 연방준비제도 이사회
3. 규제범위	· 증권회사의 신용공여	· 증권회사의 신용공여	· 증권업자의 신용공여 · 은행 등의 신용공여 · 신용공여의 차주
4. 주요규제 목적	· 투기에 의한 주식가격의 과잉변동성 방지하여 증권시장을 안정시킴	· 투기에 의한 주식가격의 과잉변동성 방지하여 증권시장을 안정시킴	· 과도한 신용이용의 방지: 산업자금의 투기성 자금으로의 전환 방지
5. 신용거래 종목	· 거래소시장 상장종목(단 관리종목과 감리지정 종목은 제외)	· 거래소시장 1부·2부 종목중 상장주식수, 주식분포상황을 고려하여 거래소가 1년에 한 번씩 선정	· 등록주식 · OTC증거금 · 거래주식·채권 · 전환사채 · 매수권부증서 · 1940년 투자회사법 제8조에 따라 등록된 open-end 투자신탁 또는 unit투자신탁에 의해 발행한 증권, 외국통화옵션, 주가지수 옵션 등

구 분	한 국	일 본	미 국
6. 신용공여 한도	·종목별 ·용자:상장주식수의 20% ·대주: “	·증권회사가 고객 개 개인의 신용도에 따 라 자율적으로 차 별적용	·고객 개개인의 신용도에 따른 차별적용
7. 신용거래 기간	·제한없음: 고객의 신 용도에 따라 차등화	·3개월 또는 6개월 이내	·제한없음
8. 보증금 규정 한도	·약정금액의 최저 40%	·약정금액의 30%	·매수총비용(매수대금+위 탁수수료) 또는 매도순 취득금(매도대금-위탁수 수수료-세금)의 최저 45%
현행 한도	·자율화: 용자와 대주 모두의 경우에 최저 40% 이상 증권회사 가 그 율을 변경하거 나 종목별로 그 율을 달리 할 수 있음(대 용증권의 비율도 자 율화)	·약정금액의 30%: 현금 또는 대응증권	·매수총비용 또는 매도순 취득금의 50%: 현금 또는 대응증권
최소보증금	·신용거래계좌 설정 시 계좌설정보증금 100만원	·최저 30만엔	·최저 2,000달러(NYSE)
9. 보증금을 변경권자	·개별 증권회사	·대장성장관	·연방준비이사회 ·자율규제기관인 거래소
10. 유지 보증금 율 (미국은 NYSE 에서 주식의 경우)	·증권회사가 자율적 으로 담보유지비율 결정(현재 최저 160%에서 최고 200%까지 있음)	·보증금잔액이 약정 금액의 20%	·용자: 보증금잔액이 현 재시가의 25% ·대주: 주당 5달러 미만 으로 공매도 되는 증권 에 대하여는 1주당 2.5 달러 또는 시가의 100%중 큰 금액 주당 5달러 이상으로 공매도 되는 증권에 대 하여는 1주당 5달러 또 는 시가의 30%중 큰 금액

IV. 각국의 신용거래제도 비교

구분	한국	일본	미국
11. 담보의 징구	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 시가의 변동(사정가격:전일종가)으로 보증금 유지비율 미달시 추가담보를 요구하며 요구일로부터 4일이내 추가 납부하여야 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 시가의 변동(사정가격:전일종가)으로 보증금 유지비율 미달시 추가담보를 요구하며 요구일로부터 3일째의 날 정오까지 추가 납부하여야 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 시가의 변동(사정가격:전일종가)으로 보증금 유지비율 미달시 추가담보를 요구하며 요구일로부터 5영업일 이내 추가 납부하여야 함</li> </ul>
12. 초과 보증금 이용 (평가이익)	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인출 또는 다른 잔고의 보증금에의 충당금지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인출 또는 다른 잔고의 보증금에의 충당금지</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 인출 또는 다른 잔고의 보증금에의 충당허용</li> </ul>
13. 신용거래이자	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자유화: 증권회사가 자율적으로 신용기간에 따라 변동적용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 증권거래소가 상환기한별 용자이자율 및 대주매각대금이 용료율 발표(3개월: 대차용자금리+0.55%, 6개월: 대차용자금리+0.75%)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 증권업자의 조달비용의거 개별적 결정: 은행 주요금리보다 통상 낮음 브로커-론 금리+ <math>\alpha</math> (콜금리+ 연 1/2%정도)</li> </ul>
14. 대주매각대금 이용료	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 자유화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· max (용자금리-4.5%,0)</li> <li>· 현재 0.0%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 일반적으로 이자지급하지 않음</li> </ul>
15. 공매도 규제	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 일반신용거래시 적용 면제(회원사의 대차거래시 up-tick 규칙 적용: 선물차익거래시는 면제)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 매도를 억제하기 위해 주식매도가 증가하는 경우 공매도자에게 폼대로 부가</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· up-tick 규칙 적용</li> </ul>
16. 결제방법	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 보통거래로서 약정일로부터 3일째에 현금·주권의 수수</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 보통거래로서 약정일로부터 4일째에 현금·주권의 수수</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 증권거래소거래는 보통거래로서 약정일 다음 3일째(T+3)에 현금·주권의 수수</li> </ul>
17. 전문증권 금융기관	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 증권금융회사(1개)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 日本증권금융회사</li> <li>· 大阪증권금융회사</li> <li>· 中部증권금융회사</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>· 없음(일반상업은행 또는 타 증권업자로부터 차입)</li> </ul>



## IV. 신용거래규제의 경제적

### 효과: 이론

---

1. 정책변수변경이 신용거래 수요에 미치는 영향 분석
2. 정책변수변경이 신용거래 공급에 미치는 영향 분석
3. 신용거래규제가 미치는 영향에 대한 전반적 평가



## V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론

본고에서 거론하고 있는 신용거래의 규제란 신용거래에 대한 전면적인 규제를 말하며 종목별 규제는 포함하지 않는다. 또한 검토의 대상은 신용거래를 위한 자금의 용자(신용매수)만을 대상으로 하며 대주측면(신용매도)은 다루지 않는다. 매도측면을 고려할 경우 문제가 매우 복잡해지기 때문이다.

분석은 신용거래를 합리적인 경제주체(rational investor)의 자산선택 행동의 일환으로 간주하고 있다. 이러한 관점에서 규제의 효과도 규제가 자산선택행동에 어떠한 영향을 주는가를 분석함으로써 알 수 있다.

### 1. 정책변수변경이 신용거래 수요에 미치는 영향 분석

#### 가. 가정

여기에서는 부분균형분석(partial equilibrium analysis) 모델을 설정하고 이를 기초로 신용거래를 이용하는 각 투자자의 투자기회가 신용거래의 규제에 의해 어떠한 영향을 받는지를 분석하기 위해 몇 가지의 가정을 설정한다.

가정1: 완전경쟁시장의 가정

가정2: 거래비용 및 세제의 무시

가정3: 주식거래단위의 불가분성 무시(divisibility)

- 가정4: n 종류의 주식과 1 종류의 무위험자산 만이 존재  
 가정5: 투자자의 선호함수는 기대치와 표준편차에 의해 구성<sup>19)</sup>  
 가정6: 투자자는 개별자산수익률(간)분포에 대해 prior information을 가지고 있다.  
 가정7: 신용거래 이외의 차입은 존재하지 않는다.<sup>20)</sup>

## 나. 신용거래가 인정되는 경우의 유효기회곡적

신용거래를 일정조건 하에서 이용할 수 있는 경우 투자자의 투자기회곡적(opportunity locus)을 구해본다. 사용되는 기호는 다음과 같다.

- $W_0$ : 당초 보유자산 총액  
 $W_B$ : 신용거래 이용액  
 $W$ : 계획기간 기말의 부의 가치  
 $\mu_w$ :  $W$ 의 기대치  
 $\sigma_w$ :  $W$ 의 위험정도를 나타내는 표준편차  
 $r_L$ : 무위험자산의 수익률  
 $\omega_1$ : 최저로 필요한 현금담보의  $W_B$ 에 대한 비율  
 $\omega_2$ : 최저로 필요한 담보평가액의  $W_B$ 에 대한 비율  
 $\theta$ : 대용유가증권(주식)의 대용비율  
 $r_B$ : 신용거래금리(매수 일변)  
 $\rho$ : 신용거래를 이용하는 경우의 실효금리( $\rho = (1/(1-\omega_1)) * r_B$ )

19) Huang, Chi-fu and Robert H. Litzenberger, *Foundations for Financial Economics*, North-Holland, 1988, p61 참조

20) 신용거래융자 이외의 대체적자금조달 비용이 실질적으로 높음을 감안하면 비현실적인 가정으로 상정되지 않아도 될 것으로 보인다.

**1) 신용거래를 이용할 수 없는 경우**

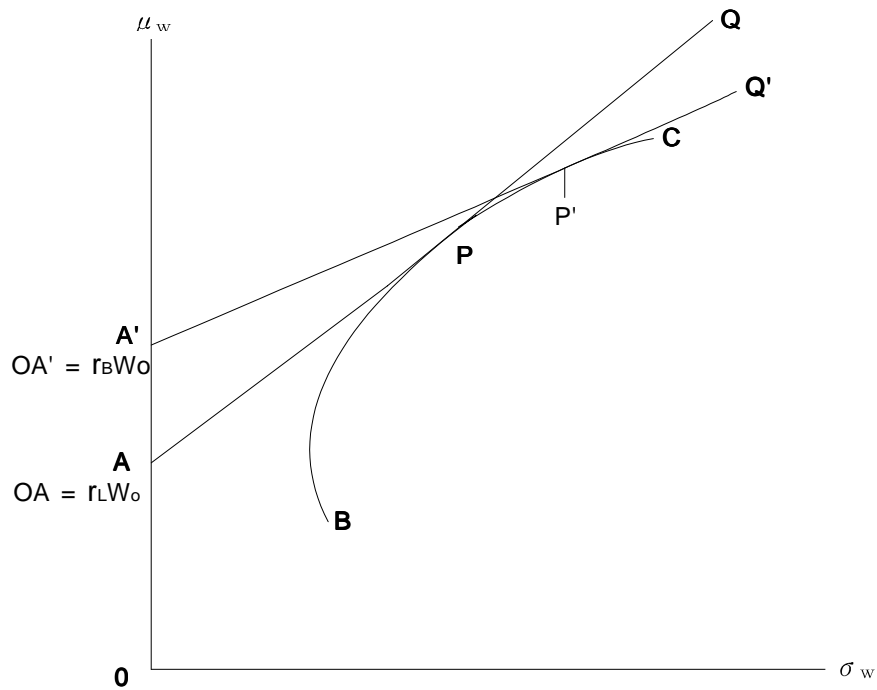
동 경우의 투자자의 유효기회곡선은 <그림 V-1>의 APC이다.

**2)  $r_L=r_B$ 에서 무제한 차입이 가능한 경우**

무위험자산의 수익률과 동일한 금리로 무제한 차입이 가능한 경우 유효기회곡선은 <그림 V-1>의 APQ이다.

**3)  $r_L < r_B$ 에서 무제한 차입이 가능한 경우**

무위험자산의 수익률보다 신용거래 금리가 높고 무제한 차입이 가능한 경우 유효기회곡선은 <그림 V-1>의 APP'Q'이다.



<그림 V-1>

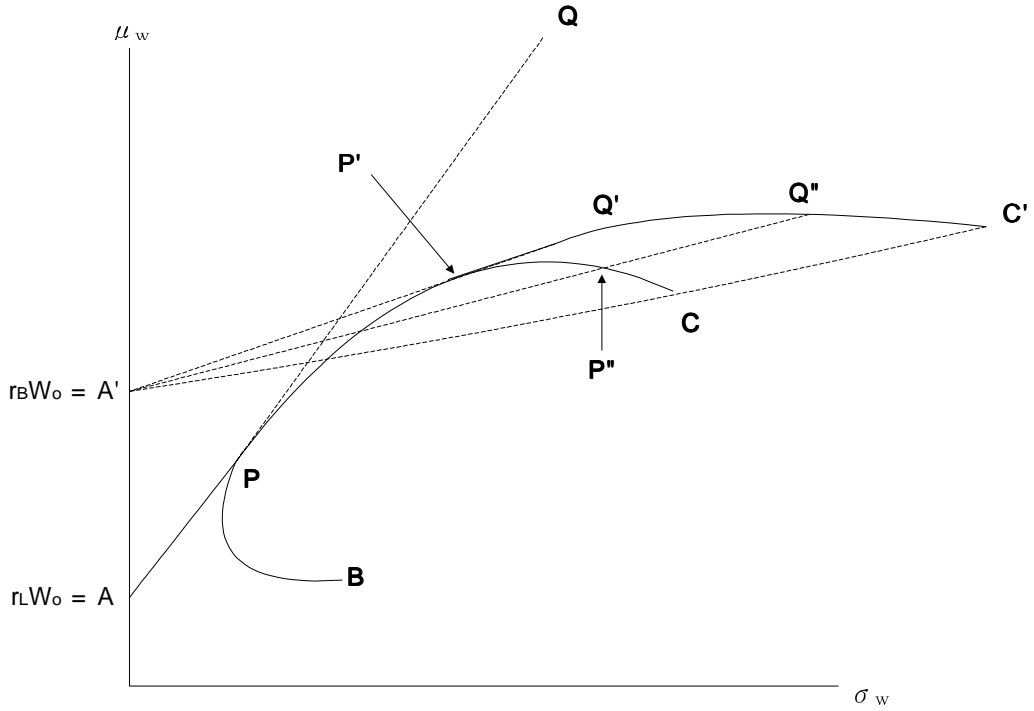
4)  $\omega_1=0$ ,  $\omega_2>0$ ,  $1 \geq \theta > 0$ ,  $r_L < r_B$ 인 때에  $\omega_2$ 를 전부 주식담보로 유지하지 않으면 안되는 경우

조건 3)에  $\omega_2>0$ 만큼 주식담보를 유지하여야 함으로 무제한의 차입이 불가능해진다. 결국 유효투자기회영역은 제한(bounded)이 된다. 동 제약조건은 다음의 식으로 표현된다.

$$\frac{A'P}{A'Q} = \frac{A'P'}{A''Q''} = \frac{A'C}{A'C} = \frac{\omega_2}{\theta}$$

V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론

이 경우의 유효기회곡선은 <그림 V-2>의  $APP'Q'Q''C'$ 이다.



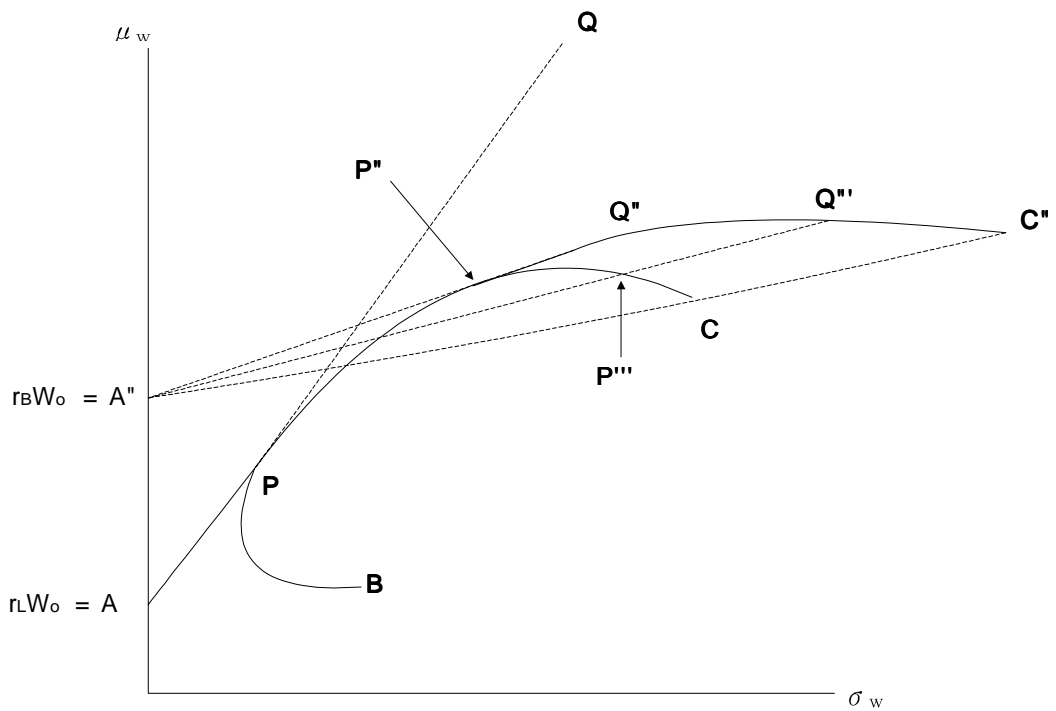
<그림 V-2>

5)  $\omega_1 > 0, \omega_2 = 0$ 의 경우(현금담보만의 경우)

조건 3)에  $\omega_1 > 0$ 만큼 현금담보를 유지하여야 함으로 무제한의 차입이 불가능 해진다. 결국 유효투자기회영역은 제한(bounded)이 된다. 동 제약조건은 다음의 식으로 표현된다.

$$\frac{A''P''}{A''Q''} = \frac{A''P'''}{A''Q'''} = \frac{A''C}{A''C''} = \omega_1$$

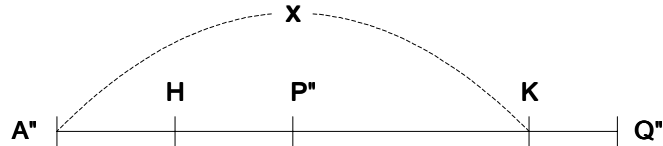
이 경우의 유효기회곡적은 <그림 V-3>의 APP'''Q''Q'''C''이다.



<그림 V-3>

V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론

<그림 V-4>는 <그림 V-3>의 선분 A"Q"를 추출한 것이다.



<그림 V-4>

투자자가  $W_0$ 를 초과하여 주식투자금액(X)을 1단위 추가시키는 경우 신용거래잔고  $W_B$ 는  $HK/P''K = 1/(1-\omega_1)$ 단위 증가하며 추가적인 이자부담은 실효금리로서  $r_B$ 가 된다(일본의 경우는  $(1/(1-\omega_1)) \times r_B$ 가 된다<sup>21)</sup>).

차입에 대한 양적제약은  $W_0/W_B = \omega_1$ 이라고 하는 형태로 추가되어 투자총액을 X라고 하면 신용거래 이용에 의해 증가되는 투자액  $X-W_0$ 의 한도는 다음의 (5-1)의 제약에 의해 구해진다.

$$\left(\frac{\omega_1}{1-\omega_1}\right) \times (X - W_0) \leq W_0 \quad (5-1)$$

메카니즘을 보다 잘 이해하기 위하여 신용거래를 이용하고 있는 투자자가 투자총액  $X(=A''K)$ 를 1단위 감소시키는 경우를 살펴보자.

21) 이는 우리나라의 경우 증권업자의 용자금액은 매수총액에서 현금예탁액을 차감한 방식으로 계산되므로 실제 신용공여액에 대해서만 신용용자이자를 부담하게 되는 반면 일본의 경우는 위탁보증금을 현금으로 납입할 때에도 용자금액은 매수총액이 되며 고객은 총매수금액에 대한 신용용자이자를 부담하여야 하기 때문이다.

$W_B(=HK)$ 의 감소는  $1/(1-\omega_1)$ 단위이고, 이것과 투자총액 감소분(=1)과의 차액  $\omega_1/(1-\omega_1)$ 는 현금담보필요액의 감소분으로서, 신용거래가 이용되고 있는 한(P"Q"상에 있는 한) 다시 주식보유에 충당된다.

**6)  $\omega_2 > \omega_1 > 0$ 의 경우로서,  $\omega_2 - \omega_1$ 을 주식담보의 형태로 유지하지 않으면 안되는 경우**

이는 5)의 조건에  $\omega_2 - \omega_1$ 을  $\theta \times$ 주식담보의 시가로 유지하도록 하는 제약을 추가한 경우이다.

이 경우 유효기회계적의 형태는 <그림 V-4>와 기본적으로 같으며, 다른 점은 신용거래의 이용에 의해 증가되는 투자총액의 한도가 적어지는 것뿐이다. 그 제약은 식(5-1)에 비하여  $\omega_2 - \omega_1$ 만큼  $\theta \times$ 주식담보의 시가로 유지하도록 하는 제약이 추가되고 있다.

$$(X - W_0) \times \left( \frac{\omega_1}{1 - \omega_1} + \frac{1}{\theta} \cdot \frac{\omega_2 - \omega_1}{1 - \omega_1} \right) \leq W_0 \quad (5-2)$$

이에 대한 설명은 다음과 같다. 주식담보에 투자되는 자금은 신용이 없이 주식에 투자하는 자금이므로 신용거래의 이용에 의해 투자금액을 1단위 증가시키는 경우의 실효 금리는 5)의 경우에서와 같이  $r_B$ 가 되며 (일본의 경우는  $(1/(1-\omega_1)) \times r_B$ 가 됨) 단지 담보로 들어가는 금액이 커져 총투자한도(X)가 줄어든다. 신용거래를 이용하고 있는 한( $X > W_0$ )  $X - W_0$  한 단위를 추가하기 위해서 필요한 담보액은

$\left( \frac{\omega_1}{1 - \omega_1} + \frac{1}{\theta} \cdot \frac{\omega_2 - \omega_1}{1 - \omega_1} \right)$ 이 되며  $X - W_0$ 만큼 투자금액을 증가시킬 경우

최저로 필요한 담보액이 당초자산  $W_0$ 를 초과할 수 없기 때문이다.

<그림 V-4> 이용하여 설명한다면, 추가계약 조건이 없을 경우 H가 다음의 조건  $\frac{HP''}{P''K} = \frac{\omega_1}{1-\omega_1}$  을 만족시키는 한  $A''$ 에 도달하기까지 K를 오른쪽으로 이동시킬 수 있다. 그러나 주식담보가 필요한 경우 추가적인 담보가 필요함에 따라  $A''H$ 는 적어도

$$(X - W_0) \times \left( \frac{1}{\theta} \cdot \frac{\omega_2 - \omega_1}{1 - \omega_1} \right) \text{만큼 주식담보시가액으로 보전되어야 한}$$

다. 신용거래를 위한 현금담보액인  $HP''$ 은  $\left( \frac{\omega_1}{1 - \omega_1} \right) \cdot (X - W_0)$ 이다.

즉, 주식담보가 추가될 경우 H는 다음의 조건  $\frac{A''H}{HP''} = \frac{\omega_2 - \omega_1}{\theta \times \omega_1}$  만족하는 범위내에서만 우측으로 이동할 수 있다. 이에 대응하여 K의 변동 가능 범위도 좁아지게 된다.

### 7) $\omega_2 > \omega_1 > 0$ 의 경우

지금까지의 검토를 기초로  $\omega_2 > \omega_1 > 0$ 이라는 통상의 제약조건하에서 투자자의 유효기회궤적을 구할 수 있다. 6)과 다른 점은  $\omega_2 - \omega_1$ 을 주식담보시가  $\times \theta$ 로만 충당하는 것이 아니라 현금과의 적절한 조합으로 담보총액을 유지하면 되는 것이다.

$\omega_1$ 을 초과하여 현금담보를 충당하는 경우 <그림 V-3>의  $APP''Q''$ 의 좌상측에 도달할 수 없으므로, 이 경우에도 유효궤적은 이전의 경우와 마찬가지로  $APP''Q''$ 에 관한 한 완전히 일치한다.

$\omega_2 \geq \omega_a \geq \omega_1$ 이 되는  $\omega_a$ 를 적당히 선택하여  $\omega_a$ 를 현금담보로 충당하면 이 때의 유효궤적의 형태는 6)과 같다. 각각의  $\omega_a$ 에 대응하는 유효궤적선을  $(Q''Q'''C'')_a$ 라고 하면, <그림 V-3>의 APP''Q''C''보다 바깥 쪽으로 나갈 수 없다. 즉  $(Q''Q'''C'')_a$ 의 합집합인 포격선(envelope curve)을  $(Q''C'')_e$ 라 하면  $(Q''C'')_e$ 는 <그림 V-3>의 APP''Q''C''가 된다.

포격선  $(Q''C'')_e$ 의 성질은 다음과 같다.

첫째, 기점인  $Q''$ 는 6)에서 구한  $Q''$ 와 동일하다.

둘째,  $\omega_2 \geq \omega_a \geq \omega_1$ 인 임의의  $\omega_a$ 에 대하여  $Q''_a$ 는  $(Q''C'')_e$ 의 안 쪽에 있다.  $(Q''Q'''C'')_a$  선상에서의 투자금액  $X$ 는 일정하며, 식 (5-2)에서 도출되는 다음의 식 (5-3)에 의해 명확해 진다.

$$(X_a - W_0) \times \left( \frac{\omega_a}{1 - \omega_a} + \frac{1}{\theta} \cdot \frac{\omega_2 - \omega_a}{1 - \omega_a} \right) = W_0 \quad (5-3)$$

셋째,  $(Q''Q'''C'')_a$ 의 합집합인 포격선(envelope curve)을  $(Q''C'')_e$ 라 하면  $(Q''C'')_e$ 는 <그림 V-3>의 APP''Q''C''가 된다. 투자금액  $X_a$ 에 대한 제약조건은 식 (5-3)에 나타나 있다. 식 (5-3)에 의해서  $W_0$ 가 일정할 때  $\omega_a$ 의 변화에 따른 투자금액  $X_a$ 의 크기변화는

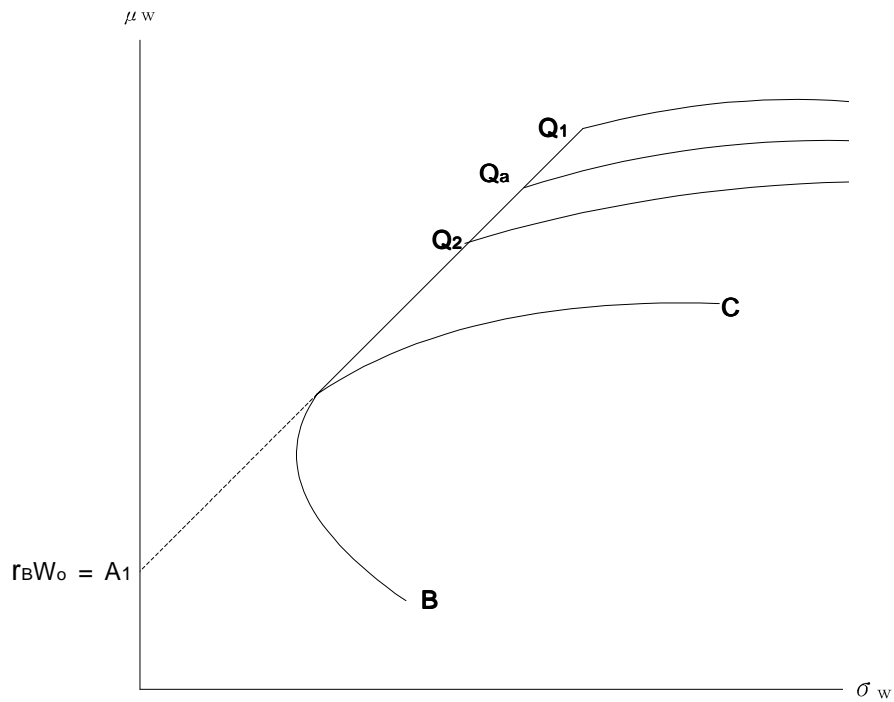
$$\left( \frac{\omega_a}{1 - \omega_a} + \frac{1}{\theta} \cdot \frac{\omega_2 - \omega_a}{1 - \omega_a} \right) \text{의 } f \text{ 변화방향과 반대로 변하게 된다.}$$

다시 말해서  $\omega_a = a(\omega_2 - \omega_1) + \omega_1$ ,  $1 \geq a \geq 0$ 으로 정의되며,  $a$ 의 변화가  $f^a$ 를 어떻게 변화시키는지 살펴보면 다음과 같다.

V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론

$$\begin{aligned}
 \frac{\partial f^a}{\partial a} &= \frac{\mu_w}{\partial \omega_a} \cdot \frac{\partial \omega_a}{\partial a} \\
 &= \left[ \frac{\omega_2}{\theta(1-\omega_a)^2} + \left(1 - \frac{1}{\theta}\right) \left\{ \frac{1}{1-\omega_a} + \frac{\omega_a}{(1-\omega_a)^2} \right\} \right] (\omega_2 - \omega_1) \quad (5-4) \\
 &= \frac{\omega_2 - \omega_1}{\theta} \frac{1}{(1-\omega_a)^2} (\theta + \omega_2 - 1)
 \end{aligned}$$

따라서  $\text{sign}\left(\frac{\partial f^a}{\partial a}\right) = \text{sign}\left(\frac{\partial f^a}{\partial \omega_a}\right) = \text{sign}(\theta + \omega_2 - 1)$ 가 된다.



<그림 V-5>

우리나라의 규제정책하에서 증권사들이 통상 적용하는 담보율의 경우  $\theta + \omega_2$ 는 1보다 크므로  $\text{sign}\left(\frac{\partial f^a}{\partial a}\right) > 0$  이 된다.  $\omega_1$ 을 초과하여 현금담보를 유지할 경우  $\text{sign}\left(\frac{\partial f^a}{\partial a}\right) > 0$  즉, 투자총액  $X_a$ 는 감소함을 의미한다.<sup>22)</sup> 이는 우리나라에서는 투자자가 최저현금담보 유지비율  $\omega_1$ 을 초과하여 현금담보를 유지할 경우 신용거래를 통한 투자총액  $X_a$ 가 줄어들어 투자자로서는 현금담보를  $\omega_1$ 을 초과하여 유지할 유인이 없다는 것이다. 우리나라 규제체계 및 증권사들의 운용현황하에서의  $Q''_a$ 의 궤적은 <그림 V-5>와 같다.

<그림 V-5> 에서  $\frac{P_1 Q_1}{A_1 P_1} = \frac{1}{f^1} > \frac{P_1 Q_a}{A_1 P_1} = \frac{1}{f^a} > \frac{P_1 Q_1}{A_1 P_1} = \frac{1}{f^2}$  이 된다.<sup>23)</sup>

즉, 현금담보가  $\omega_1$ 인 경우가 어떠한  $\omega_a (\omega_2 \geq \omega_a \geq \omega_1)$  경우보다 더욱 많은 신용한도를 제공한다는 것이다.

22) 일본 규제정책의 경우  $\theta + \omega_2$ 는 대체로 1에 가까운 값을 취하고 있으므로

$\text{sign}\left(\frac{\partial f^a}{\partial a}\right)$ 는 거의 제로에 가까운 값을 가지게 된다. 즉,  $\omega_1$ 을 초과하여 현금담보를 유지하여도 총투자금액  $X_a$ 의 변화는 거의 없다는 것이다. 그리하여 규제를 강화하지 않고 양적제한을 최대한 완화하는 경우  $\omega_1=0.3$  그리고  $\theta=0.7$ 의 값으로 운용하게 된다.

23) 일본의 경우  $\omega_2 + \theta \doteq 1$ 이 되어  $\frac{P_0 Q_0}{A_0 P_0} = \frac{P_a Q_a}{A_a P_a} = \frac{P_1 Q_1}{A_1 P_1} = \frac{1}{f^a}$  이 된다.



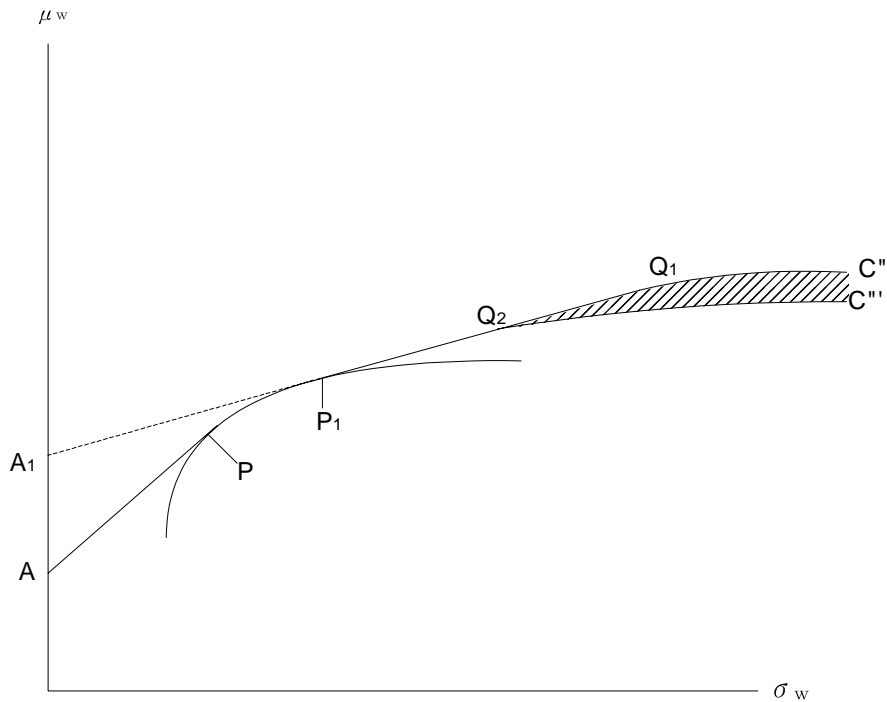
<그림 V-6>에서 알 수 있는 것처럼 신용거래 이용시의 유효케적은 신용거래를 이용할 수 없는 경우의 유효기회케적인 APP'P"C에 비해 대폭 확장되고 있다.

다. 정책변수변경이 유효기회곡선에 미치는 영향

이하에서는 앞서의 <그림 V-6>을 토대로 검토를 행하며, 사용하는 부호도 동일하다.

1)  $\omega_1$ 변경의 영향

$\omega_1$ 을  $\omega_{11}$ 에서  $\omega_{12}$ 로 인상시킬 경우 <그림 V-7>의 사선부분이 투자자의 실현가능영역에서 삭제된다.



<그림 V-7>

이는  $A_1P_1Q_1$ 에서  $A_1P_1Q_2$ 로 유효기회궤적의 일부가 이동함에 의해 표시되고 있다. 신용거래를 이용할 경우  $W_0$ 의 몇 배까지 주식투자를 행할 수 있는가라는 양적제약의 강도에 대한  $\omega_1$  변경의 영향은 최고 한도까지 이용할 경우 실현가능한 유효기회궤적이 <그림 V-7>의  $Q_1C''$ 에서  $Q_2C'''$ 로 변경됨에 의해 표시되고 있다.

규제정책을 단순히 양적제약의 정도에 관련시켜 말한다면 우리나라의 경우는  $P_1Q_1/A_1P_1$ 가  $P_1Q_2/A_1P_1$ 보다 큰 값을 가지도록 운영되고 있다. 즉, 우리나라에서는  $\omega_1$ 을 인상할 경우 신용거래를 통한 투자총액이 줄어들게 된다.

## 2) $\omega_2$ 변경의 영향

$\omega_2$ 의 인상도 역시 양적제약을 강화시키는 기능을 하며 실현가능영역에서 <그림 V-7>의 사선부분을 삭제하는 형태로 나타난다. 이것은 (5-3)식의  $f^a$ 를  $\omega_2$ 로 편미분한 값이  $\frac{1}{\theta} \frac{1}{1-\omega_a} > 0$ 임에 따라 총투자금액  $X$ 가 줄어들음을 의미한다.

또한,  $\frac{\partial^2 f^a}{\partial \omega_a \partial \omega_2} = \frac{1}{\theta} \cdot \frac{1}{(1-\omega_a)^2} > 0$ 으로 되어 보다 큰  $\omega_a$ 에 대응하는 쪽이 양적 제약의 강도가 더 크게 된다.

### 3) $\theta$ 의 변경이 미치는 영향

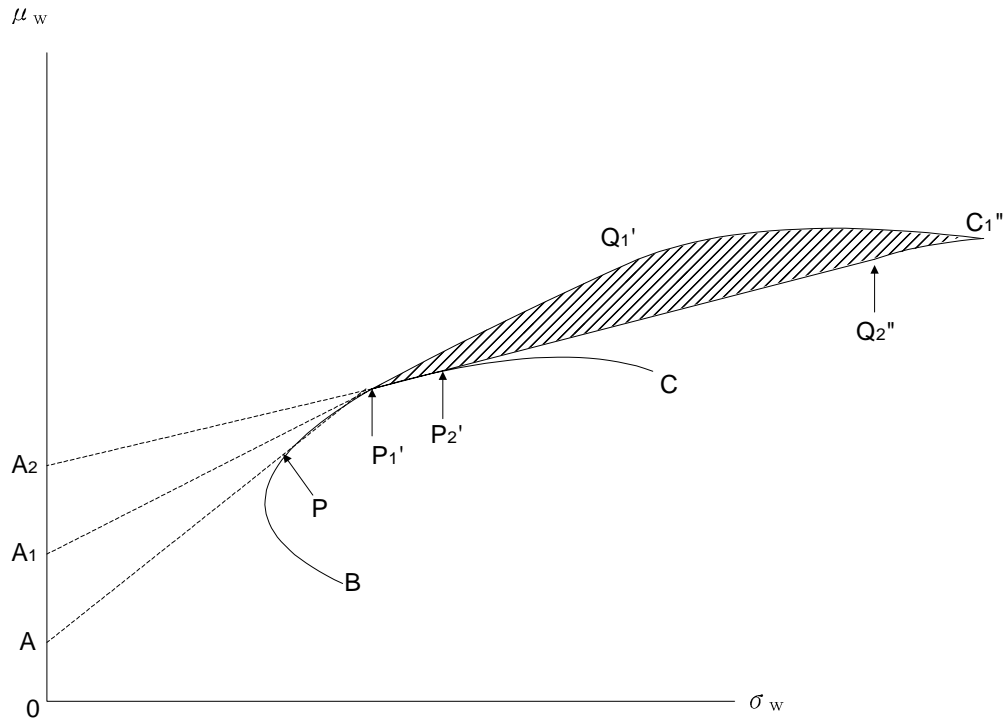
$\theta$ 의 변경이 미치는 영향은  $\omega_2$ 의 변경의 경우와 비슷하다.  $\theta$ 의 인하에 의한 신용거래규제 강화의 영향도 <그림 V-7>의 사선부분을 삭제하는 형태로 나타나며 이는 역시 양적제약을 강화시키는 기능을 한다.

중축의 절편이  $\theta$ 에 의존하지 않고  $\theta$ 의 인하는 총투자금액  $X$ 를 축소시키며 그 강도는  $\omega_a$ 가 클수록  $\omega_2 - \omega_a$ 가 줄어들어  $X$ 를 축소시키는 정도가 약해진다.

### 4) $r_B$ 변경이 미치는 영향

$r_B$  변경이 미치는 영향은 신용거래의 이용이 가능할 경우 신용거래가 불가능한 경우 보다 확장되는 실현가능영역의 증가부분을 이동시킴에 의해 표시된다.  $r_B$ 가  $r_{B1}$ 에서  $r_{B2}$ 로 인상될 때의 영향은 <그림 V-8>의 중축의 절편이 다음과 같을 때  $BP'Q'C''$ 의 이동됨에 의해 표시된다.

$$OA = r_L W_0, \quad OA_1 = r_{B1} W_0, \quad OA_2 = r_{B2} W_0,$$



<그림 V-8>

$\omega_1$ 변경의 경우와 비교해 보면  $r_B$ 의 인상이 종축의 접점을 변경시켜 실현가능영역에 미치는 영향은  $\omega_1$ 의 인상이 미치는 영향과 다르며,  $\omega_1$ 의 인상은 양적제약의 정도를 변경시키나  $r_B$ 의 인상은 양적제약을 하지 못하는 것이 다르다.

### 5) 양적제약의 강화효과에 관한 종합

신용거래의 강화를 위해 변경되는 제정책변수가 투자자의 실현가능 영역에 미치는 영향에 관한 분석중 양적측면에 관한 부분(<그림 V-6>의 A'Q'C"에 대한 영향)을 정리하면 다음과 같다.

Q'C"를 A'에 가깝게 안쪽으로 이동시킨다는 의미에서 직접적인 효과를 미치고 있는 것은 우리나라의 규제하에서는  $\omega_1$ 의 인상,  $\omega_2$ 의 인상, 그리고  $\theta$ 의 인하다.<sup>24)</sup> 그러나  $r_B$ 의 인상은 양적제약에는 효과가 없다.

#### 라. 양적제약이 유효하지 않은 경우의 정책변수변경의 영향

투자자의 선택에 관한 분석에 있어서는 투자자에게 주어지는 유효 궤적뿐만 아니라 그 투자자의 선호함수에 따라 유효궤적 상의 선택점이 달라 질 수 있다. 투자자의 선호함수가 위험회피적일 경우의 유효 궤적은 <그림 V-6>의 APP'Q'C"상에서 최대의  $\mu_w$ 을 주는 점을 Q'm이라 한다면 이와같은 투자자에게 있어서는 APP'Q'Q'm만이 선택의 대상으로서 유효하다고 할 수 있을 것이다. 즉, 투자자는 자신의 선호함수에 따라 Q'Q'm상에서도 투자를 선택할 가능성이 있다는 것이다. 그러나 우리나라처럼 신용거래의 이용에 의한 실질적인 투자금액 X가 Q'C"상에서 불변함에 따라 Q'Q'm상에서도 투자를 선택할 경우  $\mu_w$ 의 변화가 크지 않아 이를 무시할 수 있고 또는 분석의 간편성을 위해서

24) 일본의 규제체계하에서는  $\omega_1$ 의 인상도 양적제약에 미치는 영향이 미미하다.

투자자는 충분히 위험회피적이어서 투자자의 합리적 선택은 P'Q'선상에서 일어난다고 가정할 수 있다.

이상의 논지를 종합해 본다면 정책변수변경이 양적제약에 미치는 영향은 P'Q'상의 어느 점을 선택할 것인가를 규명하면 될 것이다.

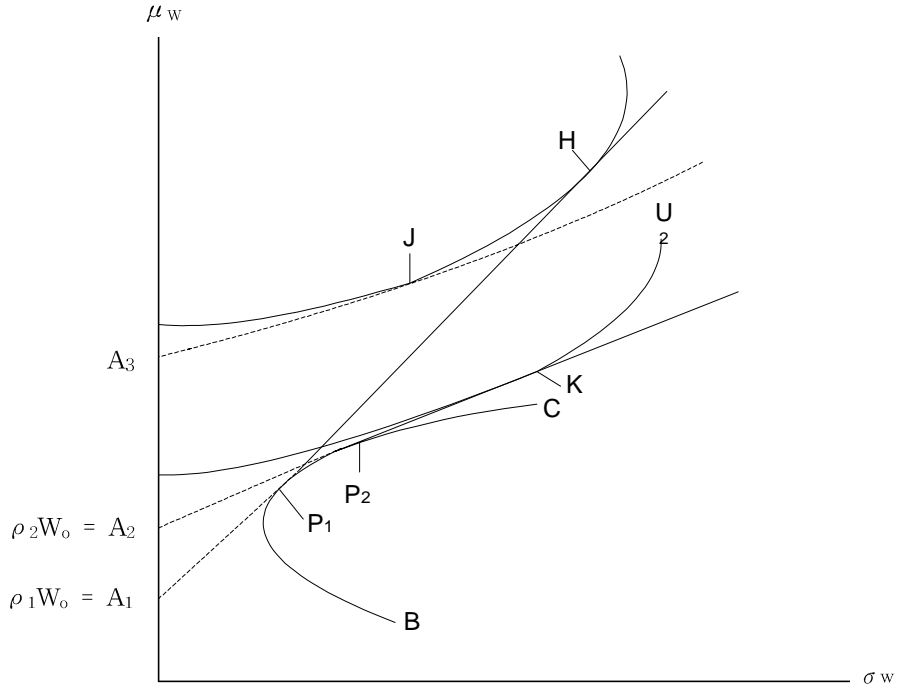
그 중 변경전후에 최고한도까지 신용거래를 이용하고 있는 경우에 대해서는 Q'의 변화를 분석하면 알 수 있는데, 이에 대해서는 다.의 5)에서 이미 정리한 바 있다.

여기에서는 변수변경의 전후에 P'Q'의 내점이 선택된 경우에 있어서 변경의 영향을 분석해 본다. 이러한 경우는 투자자가 신용거래를 양적제약의 한도내에서 계속 이용하고 있는 경우로써 정책변수의 변경에 따라 P'Q'이 어떠한 영향을 받는가를 파악함으로써 효과분석을 할 수 있다.

$\omega_1$ ,  $\omega_2$  그리고  $\theta$ 의 변경에 의한 규제의 강화는 공히 Q'을 P'에 접근시키는 역할만을 수행한다. 따라서 변경의 전후에 양적제약의 한도 이내에서 신용거래를 하고 있는 투자자의 선택에 대하여는 전혀 영향을 미치지 않는다.

반면  $r_B$ 의 인상에 의한 신용거래에 의하여 주식투자를 1단위 늘리기 위하여 필요로 하는 추가이자지불액(실효금리)  $\rho$ 가  $\rho_1$ 에서  $\rho_2$ 로 인상되는 때의 영향 중의 하나는 다음의 <그림 V-9>에 나타나 있다.

V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론



<그림 V-9>

$U_1$ 과  $U_2$ 는 투자자의 무차별 곡선이며 실효금리가  $\rho_1$ 에서  $\rho_2$ 로 인 상됨에 따라 균형점은 H에서 K로 이동한다. H, K가 선택되는 때의 주 식투자액  $X_H$ ,  $X_K$ 는 각각  $X_H=(A_1H/A_1P_1) \cdot W_0$ ,  $X_K=(A_2H/A_2P_2) \cdot W_0$ 로 표시된다.  $A_3J$ 는  $A_2P_2$ 의 평행선과  $U_1$ 과의 접선이며, J는 그 접점이지만 J가 선택되는 때의 주식투자액  $X_J=(A_3J/A_2P_2) \cdot W_0$ 로 표시된다.

점 H, J, K와  $X_H$ ,  $X_J$ ,  $X_K$ 가 이상과 같이 대응하고 있다면 <그림 V -5>에서  $\rho$ 의 상승이 주식투자액에 미치는 영향을 알 수 있다. 미시경 제학 기초에서 설명되듯이 동일한 무차별곡선상의 변화(H→J)는 대체

효과이며, 저위의 무차별곡선에 도달하는 변화(J→K)는 소득효과이다. 즉, 실효금리가 상승할 경우 신용거래에 의한 주식투자의 매력이 감소하여 주식투자가 감소하는 것이 대체효과이며, 실효금리의 상승으로 유리한 투자기회가 감소하여 보다 낮은 만족수준을 감수할 수 밖에 없는 것이 소득효과인 것이다(대체효과와 소득효과에 대한 자세한 설명은 Varian, R. Hal, Microeconomics Analysis, 3rd ed., 1992, p120 참조).

$\rho$ 의 상승은 주식이라는 상품이 normal good(Giffen good의 반대개념, Varian, R. Hal, Microeconomics Analysis, 3rd ed., 1992, p117 참조)인 경우 대체효과와 소득효과 모두 주식투자를 감소시키는 방향으로 작용하여 언제나 신용거래이용자의 주식투자액을 감소시키게 된다(즉,  $X_H > X_K$ ).

이제까지 우리는 실효금리  $\rho$ 의 변경이 주식투자액에 미치는 영향에 대해 설명하였다. 하지만  $\rho$ 의 변경이 주식투자액에 미치는 영향과  $\rho$ 의 변경이 신용거래잔고에 미치는 영향과의 관계는  $\rho$ 의 변경이  $r_B$ 의 변경에 의하여 일어날 경우 신용거래잔고( $W_B$ )에 미치는 효과는 주식투자액( $X$ )에 미치는 효과와 방향 및 정도가 동일하다.

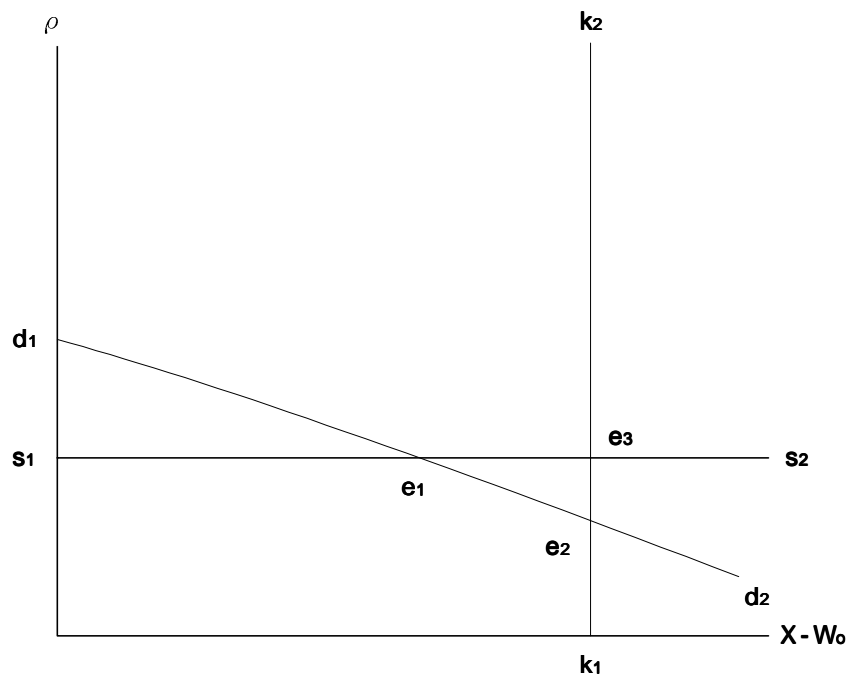
#### 마. 시장수요곡선

신용거래의 규제조치로 작용할 수 있는 변수로는 지금까지 검토해 온 투자자의 수요에 영향을 미치는 것 외에 공급측인 증권회사의 선택에 영향을 미치는 것도 있다. 이와같은 변수의 변경이 미치는 효과를 포함하여 신용거래규제의 효과를 전체적으로 분석하기 위해서는 개별 투자자의 수요곡선을 도출하고 이를 집계하여 시장수요곡선을 도출해

V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론

야 한다. 이러한 검토에서 수요·공급의 대상은 지금까지와 마찬가지로 실질적인 차입액  $X-W_0$ 이지, 신용잔고  $W_B$ 가 아니다.

1) 신용거래의 이용으로 새로 창출된 주식투자( $X-W_0$ )에 있어서의 개인의 수요곡선



<그림 V-10>

앞서의 분석에서와 동일하게 충분히 위험회피적인 투자자의 합리적 선택은 P'Q'선상에서 일어나므로, 투자자가 신용거래의 이용에 의해 어느 정도까지 주식투자를 늘릴 것인가라는 선호의 결과를 표시하는 수요곡선은 <그림 V-10>의  $d_1d_2$ 로 표시된다. 이에 대하여 투자자에 대한 신용공여측의 조건을 표시하는 공급곡선은  $s_1e_3k_2$ 로 표시되고 있다.

수요곡선  $d_1d_2$ 는 주식만의 투자로 실현가능한 영역에 대한 기대(<그림 V-6>의 BPC의 형태), 당초보유자산  $W_0$  및 선호함수로부터 도출된 것으로 주어진 실효금리하에서는 제정책변수의 영향을 받지 않는다.

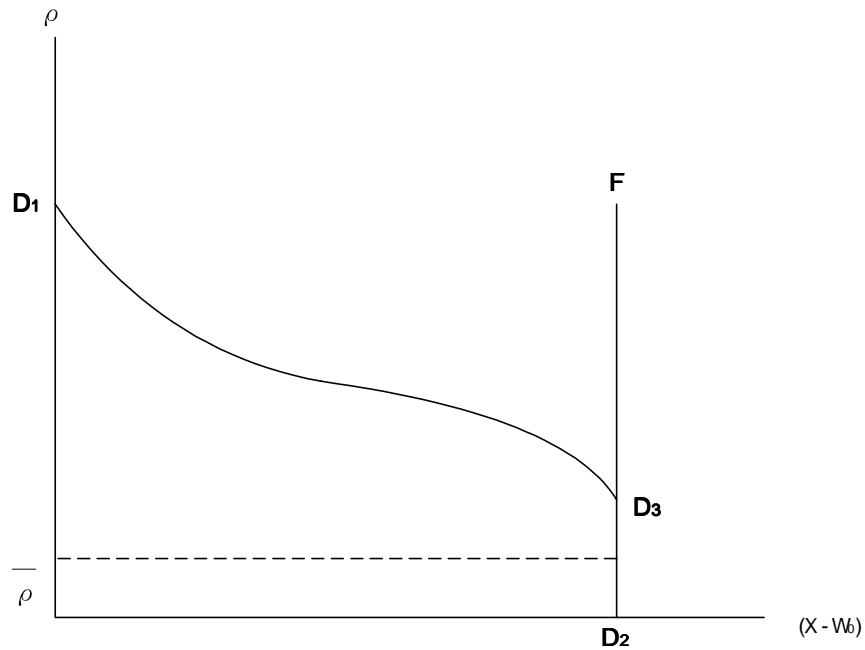
지금까지 살펴본 제정책변수 변경의 효과는 공급곡선  $s_1e_3k_2$ 를 구성하는  $s_1s_2$  및  $k_1k_2$ 의 이동으로 포착될 수 있다. 우리나라의 정책운용현황에서는  $\omega_1$ 의 인상(인하),  $\omega_2$ 의 인상(인하) 및  $\theta$ 의 인하(인상)의 효과는  $k_1k_2$ 의 좌(우)방향으로의 이동으로 얻어질 수 있다.  $r_B$ 의 인상(인하)효과는  $s_1s_2$ 의 위(아래)로의 이동으로 나타낼 수 있다.

## 2) 시장수요곡선

<그림 V-10>의  $d_1d_2$ 를 전 투자자에 대하여 수평방향으로 집계한다면,  $X-W_0$ 에 대한 경제 전체의 우하향하는 수요곡선  $D'_1D'_2$ 를 얻을 수 있다. 그러나 신용거래의 규제로서 개인 투자자별로 양적한도가 설정되는 경우에는 수요곡선에 변화가 생긴다. <그림 V-10>은 1개의 곡선( $d_1d_2$ )과 2개의 직선( $s_1s_2$ 와  $k_1k_2$ )에 의해 구성되어 있으나,  $d_1d_2$ 와  $k_1k_2$ 에 의해 얻어지는  $d_1e_2k_1$ 을 “양적제약하의 수요곡선”이라 부르기로

V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론

한다. 이를 수평방향으로 집계한 것이 <그림 V-11>의 양적제약하의 시장수요곡선  $D_1D_2$ (이는 <그림 V-10>의  $D'_1D'_2$ 의 왼쪽에 위치함)이다.



<그림 V-11>

$\rho$ 가 극히 높을 경우 양적제약은 대부분의 투자자에게 제약효과가 없다. 왜냐하면 이 경우에는 신용거래를 한도까지 사용하고 있는 투자자가 거의 없기 때문이다.  $\rho$ 가 저하할수록 양적제약을 받는 투자자가 늘기 시작하다가 일정수준  $\bar{\rho}$ 에 이르면 전 투자자에게 효과가 미치게 된다. 즉, 개별투자자에 있어 양적제약이 유효한지의 여부는 <그림 V-10>의  $e_1$ 가  $e_3$ 의 우측에 있는 경우에만 유효하다. 반대로 실효금리의

인상이 투자자 선택에 미치는 영향은  $e_1$ 가  $e_3$ 의 좌측에 있는 경우에만 유효하다. 즉, 개별투자자가 양적제약에 의해 신용거래의 최고한도를 이용하고 있는 경우에는 실효금리의 인상이 동 투자자의 투자금액에 영향을 미치지 못한다는 것이다.

이는  $\sum(X - W_0)$ 를 일정수준으로 유지하고자 하는 정책적 목표가 타당할 것일지라도 수단의 선택방법에 따라 각 투자자에게 미치는 영향이 크게 달라지는 만큼 수단의 선택에 신중해야 함을 시사하고 있다.

## 2. 정책변수변경이 신용거래 공급에 미치는 영향 분석

본장에서는 신용거래의 규제조치에 따른 신용의 공여측인 증권회사의 행동을 분석하기로 한다. 지금까지의 검토대상이었던 제 변수 외에 다음의 2가지 수단을 추가로 고려해 본다.

첫 번째 수단은 증권금융회사가 증권사별로 설정하는 대차거래의 용자한도액이다. 이를 수단I이라고 한다. 두 번째 수단은 증권회사가 증권금융회사로부터의 차입에 의존치 않고 행하는 신용의 공여액에 대하여 증권회사별로 한도액이 설정되어 있는 것이다. 이를 수단II라고 한다.

증권회사의 행동분석에 있어서는 다음과 같은 가정 하에서 이루어진다.

가정 1: 완전경쟁시장

가정 2: 거래비용 및 세제의 무시

가정 3: 상품의 분할가능성

가정 4: 자산의 운용가능 대상

증권회사는 투자자에 대한 신용공여, 증권금융에 대한 용자의 상환, 무위험자산이외에 자산의 운용가능대상은 없다.

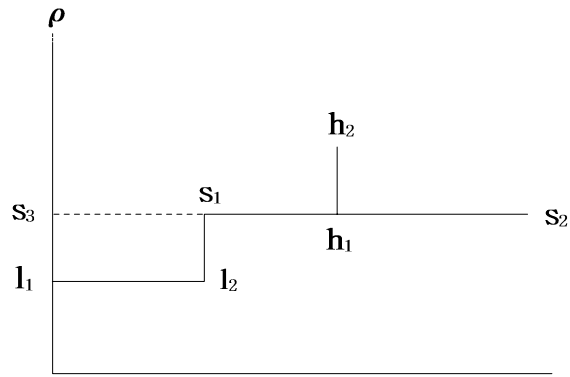
가정 5: 차입의 제약

증권금융회사로부터의 차입 외에 다른 차입은 없다.

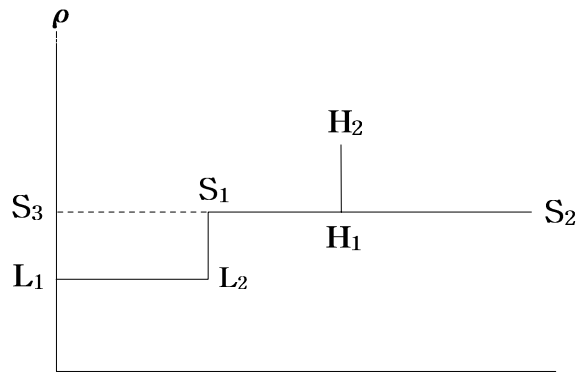
가정 6: 투자자는 가장저리의 신용을 공급하는 증권회사를 이용

가정 7: 신용거래에 있어서의  $\omega_1, \omega_2, \theta, r_B$ 에 대응하는 대차거래의 그것들을  $\omega_1', \omega_2', \theta', r_B'$ 라 한다면  $\omega_1 = \omega_1', \omega_2 = \omega_2', \theta = \theta', r_B = r_B' + \alpha (>0)$ 이다.

가정 8: 증권회사는 최대이익획득을 목적으로 신용을 공여한다.



<그림 V-12>



<그림 V-13>

V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론

무위험자산의 수익률을  $r_L$ 이라 한다면  $r_L < r_B$ 가 가정되면 각 증권회사의 한계비용곡선은 <그림 V-12>의  $h_1h_2s_1h_1h_2$ 이다. 여기에서  $h_1h_2$ 는 증권회사의 자기자금(자기자금의 기회비용은  $r_L$ 임)에 의한 신용공여공급이며  $s_1h_1h_2$ 는 증권금융회사의 대차거래에 의한 신용공여공급이다.  $h_1h_2$ 에서 한계비용이 수직으로 상승하는 것은 증권금융의 증권회사별 용자한도 때문이다.<sup>25)</sup> <그림 V-13>의  $L_1L_2S_1H_1H_2$ 는 시장공급곡선으로서  $h_1h_2s_1h_1h_2$ 을 전체의 증권회사에 대하여 수평방향으로 집계한 것이다.

그림의 종축은 실효금리를 횡축은 실제대출액  $Y$ {용자잔액을  $W_L$ 이라 하면  $Y=(1-\omega_1)W_L$ }을 나타내고 있다.  $OS_3=OS_3= r'_B$ 이다.

$\rho=r_B$ 인 때의 공급량,  $\Sigma Y^*$ 은 자기신용에 의한 공급량  $L_1L_2$ 와 증권금융의 대차거래를 통한 공급량  $S_1H_1$ 의 합이다.

$\rho=r_B$ 인 때의 시장수요를  $D^*$ 라고 한다면  $\Sigma Y^*$ 가  $D^*$ 보다 작을 때에는 신용할당이 일어나게 되므로 수단II의 강화는 신용할당의 정도를 심화시킬 뿐이다. 반대로  $D^*$ 가  $\Sigma Y^*$ 를 하회한다면 수단I은 제약으로서의 유효성을 상실하고 수단II의 강화는 수단I이 유효하지 않은 상태를 신용할당이 발생하는 상태로 이행시키는 것뿐이다.

역의 관계도 성립한다. 즉, 신용할당이 발생하고 있을 때에 수단I을 강화하면 신용할당의 정도를 격화시킬 뿐이며, 수단II가 제약으로서 유효성을 갖고 있지 않은 때에 수단I을 강화하면 수단II가 유효하지 않은 상태를 신용할당이 발생하는 상태로 이행시키는 것뿐이다. 따라서 수단I과 수단II의 유효성은 상호의존관계에 있다고 볼 수 있다.

25) 일본의 경우는 한계비용이 수직으로 상승하지 않고 원만하게 상승하는데 이는 일본의 경우 증권회사가 증권회사별 용자한도를 초과하여 대차거래의 수행이 가능하나 이때에는 대차금리에 한도액초과비율에 따른 증담보정수가 따르기 때문이다.

### 3. 신용거래규제가 미치는 영향에 대한 전반적 평가

본 절에서도 지금까지와 마찬가지로 정책의 목표가 신용거래의 실질잔고{ $\Sigma(X-W_0)$ }를 일정수준으로 억제하려 함에 있다고 본다.<sup>26)</sup>

#### 가. 신용거래규제 영향의 상관관계

##### 1) 수단 분류

- (가) 신용거래잔고( $W_B$ )에 대한 현금담보의 비율:  $\omega_1$
- (나)  $W_B$ 에 대한 담보가치비율(현금담보+주식담보의 시가 $\times\theta$ ):  $\omega_2$
- (다) 대용유가증권의 대용가격사정비율:  $\theta$
- (라) 신용거래금리(매수금리):  $r_B$
- (마) 증권금융회사가 증권회사별로 설정하는 대차거래 융자한도액:  
수단I
- (바) 증권회사가 증권금융회사로부터의 차입에 의존치 않고 행하는  
신용의 공여액에 대하여 증권회사별설정한도액의 변경: 수단II

이들 제 수단 중  $\omega_1$ ,  $\omega_2$  그리고  $\theta$ 는 수요곡선에 영향을 미치므로 이 두가지를 “**Type A의 수단**”이라 부른다.

$r_B$ 는 실효금리  $\rho$ 에 영향을 미치는데 이를 “**Type B의 수단**”이라

---

26) 실질잔고  $\Sigma(X-W_0)$ 와 명목잔고  $\Sigma W_B$ 와의 관계는  $(1-\omega_1)\Sigma W_B = \Sigma(X-W_0)$ 이다.

부른다.

수단I과 수단II는 공급측의 한계비용곡선에 영향을 미치는데 이를 “Type C의 수단”이라 부른다.

## 2) 정책수단의 정리의 필요성

앞에서 이미 가정한 것처럼 신용거래의 실질잔고를 일정수준으로 억제하는 것이 정책 목표라 하더라도 이를 위하여 취해지는 수단에 따른 코스트는 가능한 한 낮은 편이 좋다(제1기준). 또한 발동되는 개개의 수단이 어느 정도의 효과를 미치는가를 확실히 파악하여 정책방향을 정하는 것이 바람직하다(제2기준).

효율적인 정책수단의 선택기준으로서 이상의 2가지를 든다면 현행 가능한 모든 신용거래 규제방법이 바람직한 것은 아니다.

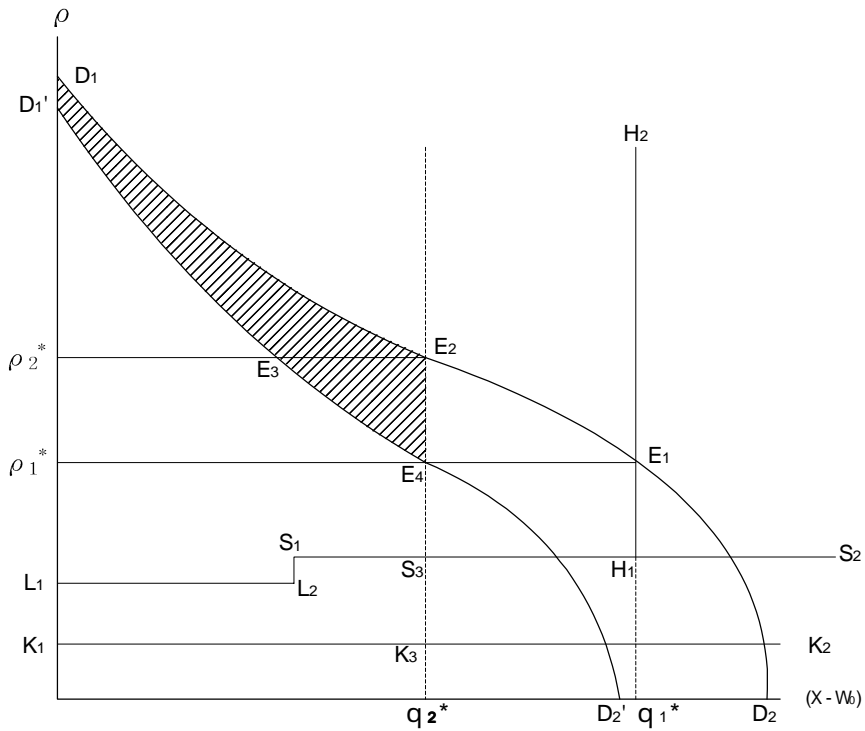
또 여섯 가지 수단중 어느 한 가지만으로도 정책목표를 달성할 수 있음을 감안한다면 현행의 사용 수단은 그 방법이 너무 많으므로 적절한 규제수단만을 활용하는 것이 바람직하다.

나. 효율적인 신용거래규제 방법

1) “Type A의 수단”과 의 “Type B의 수단”의 비교

<그림 V-14>는 수요곡선, 공급측의 한계비용곡선, 그리고 증권금융회사의 한계비용곡선을 동시에 그린 것이다.

“Type A의 수단”의 발동에 의해 수요곡선이  $D_1D_2$ 에서  $D_1'D_2'$ 로 이동됨으로써  $q_1^*$ 에서  $q_2^*$ 로 감소되는 경우 총잉여의 감소는 다음과 같은 3개의 부분으로 나뉜다.



<그림 V-14>

V. 신용거래규제의 경제적 효과: 이론

소비자잉여감소:  $D_1E_1E_4D_1'$

증권회사의 이윤감소:  $E_4E_1H_1S_3$

증권금융회사의 이윤감소:  $S_3H_1K_4K_3$

총계:  $D_1E_1K_4K_3E_4D_1'$

“Type B의 수단”의 발동에 의해 신용거래의 실효금리가  $\rho_1^*$ 에서  $\rho_2^*$ 로 감소되는 경우 총잉여의 감소는 다음과 같다.

소비자잉여의 감소:  $\rho_2^*E_2E_1\rho_1^*$

증권회사 및 증권금융회사 이윤감소:  $E_1K_4K_3E_4 - \rho_2^*E_2E_4\rho_1^*$

총계:  $E_2E_1K_4K_3$

이는 총잉여를 기준으로 보면 “Type A의 수단”이 “Type B의 수단”에 비하여 열위에 있음을 알 수 있다.

2) “Type B의 수단”과 “Type C의 수단”의 비교

<그림 V-15>는 “Type B의 수단”과 “Type C의 수단”을 비교하기 위한 것으로써 “Type C의 수단”의 발동은  $S_1H_1$  또는  $L_1L_2$ 의 길이를 감소시킴으로써 공급곡선을 좌측으로 이동시킨다.



않는다. 따라서 신용거래의 실효금리가  $\rho_1^*$ 에 고정되어 있는 때에는 “Type C의 수단”이 “Type B의 수단”에 비해 열위임을 알 수 있다.

그러면 신용거래의 실효금리가 시장의 수요·공급의 균형에 따라 움직인다는 전제하에 “Type C의 수단”을 발동하는 경우를 검토해보자. 이는  $S_1H_1$ 를  $S_1H_1'$ 로 축소시킴에 의해 잔고를  $q_1^*$ 에서  $q_2^*$ 로 감소시키게 되지만 이때 신용거래의 실효금리는  $\rho_2^*$ 로 상승한다. 따라서 지금까지 사용해온 기준하에서는 목표달성을 위한 수단으로서의 총잉여 기준하에서의 우열은 존재하지 않는다. 그러나 다음과 같은 이유에서 “Type C의 수단”은 “Type B의 수단”에 비해 열위에 있다고 할 수 있다. “Type C의 수단”이 제약조건으로서 유효한 경우 공급자에 대하여 공급량의 할당을 발생시킴에 따르는 폐해가 존재한다. 즉 할당량의 획득에 의해 왜곡된 형태의 경쟁이 일어나거나, 할당이 잘못되었을 경우 경쟁이 느슨해지며, 동 할당구조의 설정방법 여하에 따라서는 증권회사간의 시장점유율이 달라질 수도 있다는 첨예한 증권회사간의 문제를 야기할 수도 있다. 이상에서의 검토를 정리해보면 4가지 Type의 수단 중에서 가장 바람직한 것으로는 “Type B의 수단”이라고 할 수 있다.

#### 다. 신용거래규제방법의 평가

지금까지의 검토는 신용거래의 잔고가  $q_1^*$ 라고 보고 신용에 의한 투자의 확대를 규제할 때 수요자, 증권회사, 그리고 증권금융회사의 잉여의 관점에서 규제수단을 상호 비교한 것이다. 앞서의 검토가 시사하는 것은 신용의 수요자측에 필요 이상으로 강력한 차입한도를 설정하든지 (Type A의 수단), 공급자인 증권회사측에 공급량을 할당하든지 (Type

C의 수단) 하는 것은 바람직하지 않다는 것이다.

이것은 공급자의 채권보전을 위하여 최저로 필요한 담보수준이 있고, 이를 위하여 사회적 비용을 최소화하는  $\omega_1, \omega_2, \theta$ 의 조합이 있으며, 이들의 과다규제로 인해 수요자의 최적의 투자선택에 양적제약을 가하든지, 공급에 할당이 일어나는 경우, 이러한 규제로 인한 사회적 총잉여의 감소가  $r_B$ 의 규제에 따른 총잉여의 감소보다 상대적으로 크다는 것이다. 이는  $r_B$ 의 규제는 투자자의 신용거래이용가능도액을 제약시키지 않음으로써 수요함수의 변화를 유발하지 않고 주어진 수요함수상에서 재화의 가격인 금리를 변동시켜 투자자들이 주어진 가격구조 하에서 개개의 효용함수에 따라 최적의 선택(신용거래의 자발적 축소 및 확대)을 하기 때문이다.

채권보전상 최저한으로 필요한 담보수준을 최적의 비율로 유지시키기 위한  $\omega_1, \omega_2, \theta$ 의 조합은 신용잔고의 수준에 따라 크게 변화되지 않는 것이다. 따라서 신용거래 잔고의 규제는  $r_B$ 의 변경이 경쟁시장 원리에 입각한 사회의 총잉여 관점에서 가장 바람직한 방안이라고 판단된다.

## VI. 결론

---



## VI. 결론

신용거래제도는 증권시장에 가수급을 도입하여 일시적인 수급의 불균형을 해소하고 시장에 유동성을 제공함으로써 시장의 효율성 향상과 공정한 가격형성에 기여함을 그 주된 목적으로 하고 있다. 이와 같은 근본적인 기능이외에도 투자자의 자산운용 기회를 확대해주며, 증권시장의 관리수단으로 이용되고 있기도 하다. 그러나 신용거래는 이와 같은 긍정적인 기능과 더불어 레버리지 효과로 인한 투기적인 성격을 가지고 있으므로 신용거래의 이용이 과도하거나 특정종목에 집중된다면 증권가격의 등락을 격화시킬 수 있으며 시장급변으로 인하여 투자자나 증권회사는 예측할 수 없는 과도한 손실을 입을 수도 있다. 따라서 신용거래가 본래의 기능을 수행하고 발생가능한 역기능을 억제할 수 있도록 신용거래제도를 설립하는 것이 중요하다.

우리나라의 신용거래제도는 미국과 같이 자연적으로 발달된 것이 아니라 일본의 제도를 모델로 하여 도입한 것이다. 따라서 본고는 신용거래제도 운용의 효율성을 높이는데 필요한 기본적인 틀을 제시하고자 현재 우리나라에서 이루어지고 있는 제도를 잘 살펴보고 일본과 미국의 제도와 비교·분석하였으며 신용거래규제의 효과를 이론적으로 분석하였다.

금융환경이 잘 발달되어 있어 신용거래가 자연스럽게 정착된 미국의 경우에는 FRB의 광범위한 규제체제 하에서 각 증권회사가 속한 자율규제기관에 의해 신용거래의 규제가 이루어지고 있다. 일본과 우리나라에 비해 미국의 신용거래제도는 증권업자의 자율규제폭이 상당히 넓고 신용공여이자율 및 신용공여한도에 제한이 없으며 고객의 신용도에 따라 차등 적용할 수 있다. 또한 고객의 계좌에 초과증거금이 발생

한 경우 고객은 이를 현금으로 인출하거나 새로운 신용거래자금으로 사용할 수 있는 등 전반적으로 제도가 합리적으로 구성되어 있으며 가급적 시장원리에 입각하여 이루어지고 있다. 이에 반하여 우리나라는 법적규제가 미국에 비해 상당히 강화되어 있어 제도가 증권업자의 자율에 의해 탄력적으로 운용되기보다는 법적규제에 의해 획일적으로 운용되는 편이었다. 그러나 최근에 신용공여한도에 대한 규제도 상당부분 자율화시켰으며 보증금과 유지증거금을 요건도 증권사의 자율에 맡기도록 하는 등 점차 증권업자가 자율적으로 신용거래를 규제할 수 있도록 제도를 개선하고 있다. 일본의 경우도 미국에 비해 법적규제적인 측면이 강했으나 점진적으로 규제를 완화해 나가고 있는 추세이다.

전반부의 각국별 제도비교에 이어 후반부의 이론부분에서는 증권시장의 관리수단으로 신용공여한도를 통제함으로써 신용거래제도가 시장의 부양책 또는 진정책으로 사용될 수 있음에 초점을 맞추고 있다.

신용거래의 규제는 신용공여한도, 신용거래보증금율, 대용유가증권의 담보비율, 대용유가증권의 대용비율, 그리고 신용거래의 금리 등과 같은 파라미터들을 조정하는 방법으로 증권시장내의 가수급을 통한 유동성 공급의 양을 조절함으로써 규제의 목적을 달성할 수 있다.

이에 대해 '일본증권경제연구소 계측실'이 발간한 장편의 Technical Paper 'Study on the Main Functions & Regulating Effects in the Margin Transaction System' 내용 중 신용거래를 통한 투자자금의 확대와 축소가 위에서 말한 각각의 파라미터의 변경에 따라 어떻게 변화하는지에 대한 부분을 우리나라의 신용거래제도 및 정책변수운용체계에 맞추어 결과를 재도출하고 그 결과를 재해석해 보았다.

분석 결과, 채권보전상 최저한으로 필요한 담보수준을 최적의 비율로 유지시키기 위한  $\omega_1$ ,  $\omega_2$ ,  $\theta$ 의 조합은 신용잔고의 수준에 따라 크

## VI. 결론

게 변화되지는 않을 것이다. 따라서 신용거래 잔고의 규제는 우리나라의 경우에  $r_B$ 의 변경이 경쟁시장원리에 입각한 사회의 총잉여관점에서 가장 바람직한 방안이라고 판단됨을 서술하였다. 이러한 관점에서 보면 최근 우리나라에서의 신용공여한도, 신용거래보증금을 자율화는 신용거래가 시장원리에 더욱 충실하게 입각하여 운용될 수 있도록 했다는 관점에서 바람직한 방향이라 할 수 있을 것이다.

물론 이 분석은 3가지의 시장참가자 - 투자자, 증권회사, 증권금융회사 - 들의 총잉여를 판단기준으로 삼았으므로, 규제효과의 신속성 등은 고려되지 않았다. 규제의 신속성과 예측성의 관점에서는 신용거래의 수요자측의 양적제약이나 공급자측의 신용공여한도를 직접적으로 통제하는 신용공여한도, 신용거래보증금율, 대용유가증권의 담보비율, 대용유가증권의 대용비율, 그리고 증권금융회사의 증권회사별 신용공여한도, 그리고 증권회사의 각 투자자별 신용공여한도 등이 더욱 효율적일 수 있다는 점을 배제하지 않는다.

하지만 한가지 주지해야 할 사항은 신용거래의 실질잔고를 일정수준으로 억제한다는 정책목표는 여러 가지 수단에 의해 달성될 수 있으나 1가지 이상의 수단을 조합하여 사용하는 경우 이들 모두가 정책목표 달성에 유효한 역할을 하고 있다고 볼 수는 없다. 즉, 규제수단을 선택하는데 있어서는 유효한 역할을 할 수 있는 규제수단만의 조합을 운용함으로써 효과가 없는 과도한 규제를 회피함이 효율적시장 달성이란 목표와 합치하는 방안이다.



## 참고문헌

---



## 참고문헌

- 예재상, 조정석, “미국증권시장의 신용거래제도,” 한국증권거래소 연수 보고서, 1993.1
- 이교춘, “우리나라 증권시장의 신용거래제도 개선방안,” 『증권금융』, 1997.12, pp.3~36.
- 정윤모, 『신용거래제도의 비교연구』, 연구자료 93-5, 한국증권연구원, 1993.5
- 증권감독원, 『자본시장년보』, 각년도
- 한국증권거래소, 『FACT BOOK』, 1997.
- 한국증권금융(주), “주식신용거래제도의 기능과 규제효과(상),” 『증권금융』, 1996.5
- 한국증권금융(주), “주식신용거래제도의 기능과 규제효과(하),” 『증권금융』, 1996.6
- 한국증권금융(주), “일본의 신용거래제도,” 『증권금융』, 1996.11, pp. 3~19.
- 한국증권금융(주), 『주요국의 신용거래제도』, 1997.1
- 한국증권금융(주), “미국 연방신용규제의 정책 효과,” 『증권금융』, 1998.2
- 한국증권금융(주), 『증권금융』, 1998.6

Huang, Chi-fu and Robert H. Litzenberger, *Foundations for Financial Economics*, North-Holland, 1988.

KSE, Website

NYSE, 『FACT BOOK』, 1997.

TSE, 『FACT BOOK』, 1998.

TSE, Website

Varian, R. Hal, *Microeconomics Analysis*, 3rd ed., 1992.