

## 국내 주식 신용거래의 현황 및 개선방향\*

연구위원 황세운

국내 주식시장에서 신용거래는 신용거래용자를 중심으로 꾸준히 발전해왔다. 신용거래용자와 신용거래대주는 동전의 양면과 같이 서로 대칭적인 구조로 설계된 제도이다. 도입의 취지와 경제적 기능이 흡사함에도 불구하고 이 두 제도는 그 쓰임새에 있어서 큰 차이를 보이고 있다. 신용거래용자는 개인투자자들에 의해 매우 활발하게 활용되고 있는 반면, 신용거래대주는 활용도가 매우 저조하다.

신용거래제도의 균형적 발전을 도모함에 있어 주목해야 할 부분은 신용거래대주 재원을 적극적으로 확대할 필요가 있다는 점이다. 개인투자자들이 신용거래대주를 활용함에 있어 가장 어려운 부분은 필요한 종목의 주식을 원하는 수량만큼 빌리기가 매우 곤란하다는 점이다. 증권사가 중요한 역할을 담당할 수 있겠지만 국내 주식시장의 여건상 증권사의 역할만으로는 부족한 측면이 있다. 일원화된 대주공급 주체를 육성하고, 대주재원 확보를 위해 차입이나 담보물의 활용도를 높이는 것과 같이 다양한 경로를 모색할 필요성이 있다.

신용거래대주 재원의 확보와 더불어 대주와 관련된 신용위험을 관리하는 방식도 효율적으로 개선할 필요가 있다. 누진방식의 증거금 비율제도를 설계하고 필요할 경우 증거금중의 일부를 현금으로만 납부하도록 요구하여 시장전체의 신용위험을 적절한 수준에서 관리하는 방식을 검토해 볼 수 있을 것이다.

국내 주식시장에서 신용거래(margin trade)는 투자자들이 빈번하게 활용하는 일상적인 투자기법으로 인식되고 있다. 신용거래는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법)에 의해 증권사가 그 고객(주로 개인투자자)들에게 제공하는 신용공여를 통해 이루어지는 주식거래이다.<sup>1)</sup> 구체적으로 살펴보면 투자자가 거래하는 증권사에 미리 정해진 수준의 보증금(margin)을 납입하고 주식 매수대금이나 매도하려는 유가증권을 빌려 주식의 매입 또는 매각을 실행하게 된다.<sup>2)</sup> 주식매입을 위한 자금을 차입하는 행위는 신용거래용자로, 주식매도를 위한 유가증권을 차입하는 행위는 신용거래대주로 구분된다. 신용거래 서비스를 제공하는 증권사는 보증금을 받고 고객의 주식거래에 대해 자금이나

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

1) 자본시장법 제72조(신용공여) 제1항

2) 자본시장법 시행령 제69조(신용공여) 제1항 제1호

증권을 대여하여 결제를 처리하며, 위험관리를 위하여 매수한 증권 또는 증권 매도대금을 담보로 잡는다. 신용거래는 증권사가 자체적으로 보유하고 있는 자금이나 유가증권을 재원으로 활용하여 용자를 실시하는 자기신용거래와 증권금융회사에서 차입한 자금을 이용하여 용자를 실시하는 증권유통금융으로 나뉘어진다. 증권유통금융은 거래소에 회원으로 등록된 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 고객이 증권시장에서의 매매거래에 필요한 자금 또는 증권을 청산기관인 한국거래소를 통하여 대여하는 대출서비스이다.<sup>3)</sup>

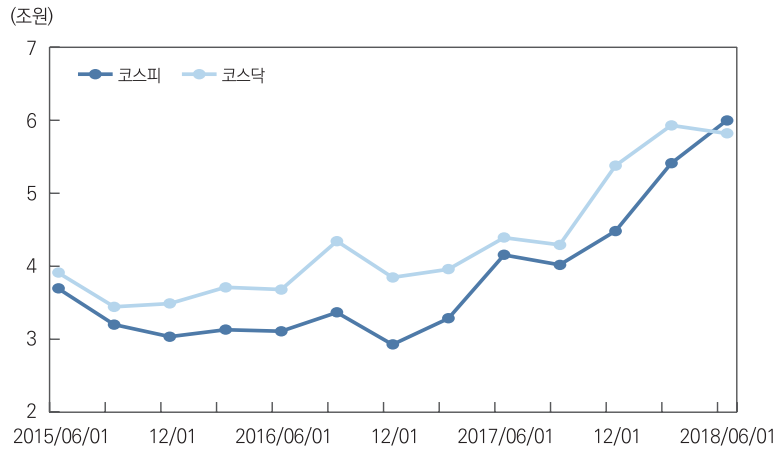
오랜 기간 국내 주식 신용거래는 신용거래용자를 중심으로 발전하여 왔다. 신용거래는 주가의 상승과 하락에 대해 대칭적으로 작동할 수 있는 제도임에도 불구하고 주가흐름의 일방에 대해서만 활용되어 온 것이다. 우리 주식시장이 가진 한계점으로 인식할 수 있으며, 균형잡힌 시장의 발전을 위해서 제도개선을 모색할 필요가 있을 것이다. 이에 본고는 국내 주식 신용거래제도의 현황을 점검하고, 주식시장의 효율성 및 유동성 제고를 위한 주식 신용거래제도의 개선방향에 대해 살펴보고자 한다.

### 국내 주식신용거래 현황

2018년 6월말 기준 신용거래용자 잔액은 11.8조원에 이르고 있다. 이중 코스피시장과 코스닥시장의 신용거래용자 잔액은 각각 6.0조원과 5.8조원으로 나타나는데 코스피시장에서의 신용거래용자 잔액이 코스닥시장을 약간 상회하는 수준이다. 신용거래용자는 오랜 기간 코스닥시장보다 코스피시장에서 더 활발하게 활용되었다. 예를 들어 2010년 1/4분기의 경우를 살펴보면 코스피시장의 신용거래용자 잔액은 3.0조원으로 코스닥시장의 1.5조원에 비해 2배가 높은 수준이었다. 그러나 코스닥시장에서의 신용거래용자 잔액은 이후 빠른 속도로 증가하였고 2015년 1/4분기에는 최초로 코스피시장의 신용거래용자 잔액 규모를 추월하게 되었다. 이후에도 코스닥시장에서의 신용거래용자 잔액은 꾸준히 코스피시장을 상회하였는데, 2018년 6월 이후 코스피시장의 신용거래용자 잔액이 코스닥시장을 다시 상회하는 현상이 관찰되고 있다.

3) 한국증권금융 업무규정 참조

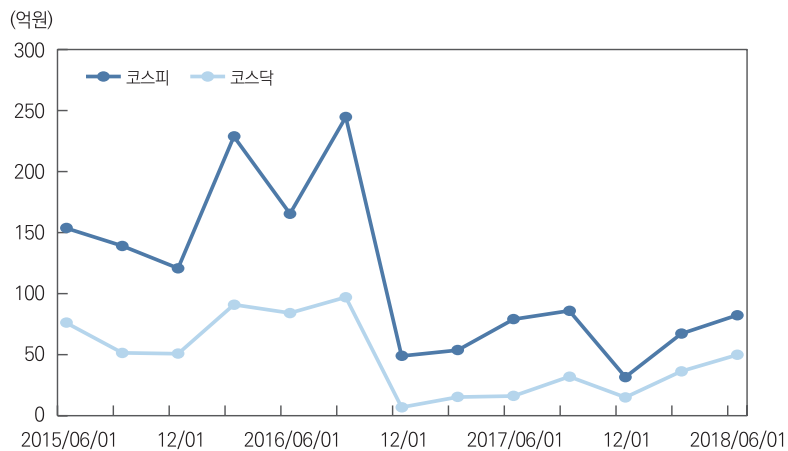
〈그림 1〉 신용거래용자 잔액 변동추이



자료: 금융투자협회

2018년 6월말 기준 신용거래대주 잔액은 132억원에 불과하다. 신용거래용자와 신용거래대주가 대칭적인 형태로 설계되었음에도 불구하고 잔액에 있어서는 비교가 무의미할 만큼의 거대한 격차가 존재함을 알 수 있다. 신용거래대주 잔액은 2012년 2/4분기에 530억원을 넘어서며 사상최고치를 기록하였는데, 이후 완만한 하락세를 보이고 있다. 2016년 9월에는 340억원을 기록하였고 증권유통금융대주가 중단된 2016년 11월 이후 큰 폭으로 감소하여 2016년 12월에는 57억원 수준으로 떨어졌다. 올해 6월말 기준 코스피시장과 코스닥시장의 신용거래대주 잔액은 각각 83억원과 49억원이다. 코스닥시장의 잔액수준이 코스피시장을 추월한 신용거래용자와는 대조적으로 코스닥시장의 신용거래대주 잔액은 분기기준으로 한번도 코스피시장의 잔액을 넘어선 적이 없었다.

〈그림 2〉 신용거래대주 잔액 변동추이



자료: 금융투자협회

**신용거래대주와 개인투자자의 공매도 거래**

신용거래용자와 신용거래대주는 동전의 양면과 같이 서로 대칭적인 구조로 설계된 제도이다. 신용거래용자는 1969년 2월 신용거래대주제도와 함께 도입되었는데, 신용거래용자를 도입하면서 시장수급구조의 균형을 도모하기 위하여 경제적 대칭 개념으로서 신용거래대주도 도입되었다.<sup>4)</sup> 방향성이 정 반대라는 점을 제외한다면 신용거래용자와 신용거래대주는 동일한 시스템 구조를 가진다. 자금이나 증권을 확보하지 못한 상태에서 주가의 상승 또는 하락을 예측하며 투자수의 기회를 모색한다는 측면에서 그러하다. 시장에 유동성을 공급한다는 점에서도 이 두 제도는 동일한 경제적 기능을 가진다. 신용거래용자는 주가 상승시기에 시장의 유동성을 증가시키는 역할을 담당하고, 신용거래대주는 주가 하락시기에 시장의 유동성을 증가시키는 기능을 가진다. 가격발견기능의 효율성을 높이는 역할도 동일하다.

도입의 취지와 경제적 기능이 흡사함에도 불구하고 이 두 제도는 그 쓰임새에 있어서 큰 차이를 보이고 있다. 신용거래용자는 개인투자자들에 의해 매우 활발하게 활용되고 있는 반면, 신용거래대주는 활용도가 매우 저조하다. 전술한 바와 같이 2018년 6월말 기준 신용거래용자와 신용거래대주 잔액은 각각 11.8조원과 132억원으로 나타나며, 신용거래용자의 잔액이 신용거래대주의 잔액보다 무려 약 900배나 많다. 신용거래용자와 신용거래대주가 개인투자자에 대해 제공되는 서비스라는 점을 감안한다면 신용거래용자는 투자자들이 매우 활발하게 이용하고 있다고 평가할 수 있다. 반면 신용거래대주는 투자자들의 활용도가 매우 떨어진다. 시장의 균형적인 발전을 위해서 신용거래대주에서 나타나는 문제점을 해소하는 방안을 모색해 볼 필요가 있을 것이다.

신용거래대주는 개인투자자들이 현실적으로 활용할 수 있는 거의 유일한 공매도 전략으로 볼 수 있다. 우리나라에서는 무차입공매도(naked short sale)가 자본시장법에 의해 금지되어 있다. 투자자들이 공매도거래를 하기 위해서는 사전적으로 주식을 차입해야 하는데 개인투자자들은 기관투자자에 비하여 신용도가 상대적으로 떨어지기 때문에 개인투자자의 자격으로 주식을 직접 차입하기가 매우 어렵다. 이처럼 개인투자자들이 주식을 빌려올 수 있는 곳이 거의 없기 때문에 개인투자자들의 공매도 거래참여는 매우 제한적으로만 이루어진다. 슈퍼개미라고 불리는 일부 고액자산가들을 제외한다면 개인투자자들이 주식을 빌려올 수 있는 경로는 증권사가 제공하는 신용거래대주 서비스가 유일하다고 볼 수 있다. 그런데 신용거래대주 서비스를 통하여 빌릴 수 있는 주식은 종목과 수량에 제약이 많다. 원하는 종목에 대해 필요한 수량을 실시간으로 차입하는 것이 상당히 곤란하다. 주식차입이 어려울 경우 공매도 거래는 개인투자자들이 일상적으로 활용할 수 있는 거래전략이 되기 어렵다.

신용거래대주 서비스를 통해 접근할 수 있는 종목수가 많지 않고 수량에도 제약이 큰 이유는 신용거래대주의 재원으로 활용되는 주식은 신용거래용자 담보주식으로만 한정되어 있기 때문이다. 신용거

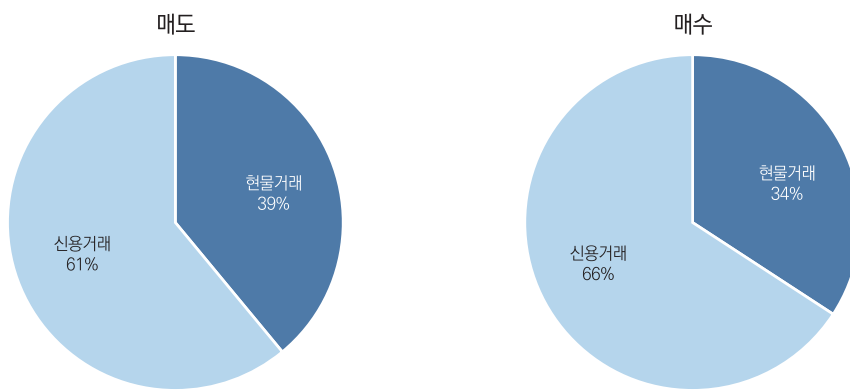
4) 김준석 & 빈기범, 2009, 주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점, 자본시장연구원.

래용자 담보주식중에서도 고객이 대주재원 활용에 동의의사를 명시한 경우에만 신용거래대주에 활용할 수 있고, 고객이 동의하지 않은 경우 신용거래대주 재원으로 사용할 수 없다. 고객의 명시적인 동의를 얻은 신용거래용자 담보주식이라는 한정된 재원만을 사용하기 때문에 신용거래대주의 대상종목과 수량에는 뚜렷한 한계가 존재할 수밖에 없는 것이다. 개인투자자가 직면하고 있는 주식대차에 대한 높은 진입장벽을 완화하기 위해서는 개인투자자들에게 다양한 종목의 주식에 원하는 수량으로 대여될 수 있는 시장환경의 조성이 필요할 것으로 예상된다.

**일본의 주식신용거래제도**

국내 주식 신용거래제도의 개선방향을 모색함에 있어서 일본 주식시장의 신용거래제도는 참고할 만한 매우 유용한 사례이다. 일본의 주식시장에서 개인투자자들의 비중이 미국이나 유럽시장에 비하여 높고, 개인투자자들의 신용거래가 양방향으로 모두 활발하기 때문이다. 일본 주식시장의 개인투자자들은 현물거래보다는 신용거래를 더 많이 활용하고 있다. 개인투자자의 신용거래는 현물거래보다 1.5~2배 정도 더 활발하다. 2017년 거래대금 기준으로 개인투자자의 매도금액은 103.6조엔으로 나타나는데, 이중 61.0%에 해당하는 63.2조엔 규모의 매도가 신용거래이고, 현물거래는 39.0%인 40.4조엔으로 나타났다. 같은 기간 개인투자자의 매수금액은 97.7조엔인데, 이중 65.8%에 해당하는 64.3조엔 규모의 매수가 신용거래이고, 현물거래는 34.2%인 33.4조엔으로 나타났다. 개인투자자의 신용거래에 대한 의존도는 2018년 상반기에도 비슷한 행태를 보이고 있다. 2018년 상반기 개인투자자의 매도거래중 63.7%가 신용거래인 것으로 나타났고, 매수거래중 64.8%가 신용거래인 것으로 나타났다.

**<그림 3> 일본 개인투자자의 거래행태 특성(2017년 거래대금 기준)**



자료: JPX

일본 개인투자자의 높은 신용거래 의존도는 국내 개인투자자들의 거래행태와는 상당히 대조적이다. 국내 개인투자자들의 경우 전체 매도중 신용매도의 비중은 미미한 수준이며, 신용매수의 비중도

일본에 비해서는 현저하게 낮을 것으로 추정된다. 일본 주식시장에서 개인투자자들의 신용거래 비중은 높은 것은 신용거래와 관련된 인프라가 잘 정비되어 있다는 점에 일정 부분 기인하는 것으로 판단된다. 일본 주식시장에서 증권사 및 관련 유관기관은 개인투자자들이 신용거래를 활용하여 주식매수나 주식매도를 할 수 있도록 서비스를 제공하고 있다. 이러한 서비스들은 개인투자자들이 일상적인 투자전략으로 활용할 수 있을 만큼 구체적이며 포괄적이라는 평가를 받고 있다.

### 주식 신용거래제도의 개선방향

우리나라 주식시장에서 신용거래는 신용거래용자를 중심으로 꾸준히 확대될 가능성이 높다. 그러나 주식 신용거래가 확대되에도 불구하고 현재와 같이 일방적인 모습을 유지한다면 시장의 비효율성 및 신용거래대주와 관련된 개인투자자들의 불만은 줄어들지 않을 것으로 예상된다. 개인투자자들의 신용도가 기관투자자에 비하여 낮다는 점을 감안하여 신용거래대주 서비스를 확대할 수 있는 방안을 모색할 필요가 있다.

신용거래용자와 신용거래대주간에 나타나는 극단적인 비대칭성을 완화시키는 것은 시장이 추가흐름의 양방향에 대해 균형잡힌 가격효율성을 보일 수 있게 만든다는 점에서도 의미가 있다. 주가의 상승흐름에 투자하는 신용거래용자는 개인투자자들에게 유의적인 시장전략으로 활용되고 있으며 시장 유동성 확보와 효율성 개선에 긍정적인 영향을 미친다. 그렇지만 경제적 대칭성을 가진 신용거래대주는 개인투자자들에게 유의적인 시장전략으로 활용되지 못하고 있어 긍정적인 효과를 기대하기 어렵다. 신용거래제도가 균형을 갖출 수 있도록 제도를 보완하는 것은 장기적인 시장발전을 위해 중요한 의미를 가질 것이다.

신용거래제도의 균형적 발전을 도모함에 있어 주목해야 할 부분은 신용거래대주 재원을 적극적으로 확대할 필요가 있다는 점이다. 개인투자자들이 신용거래대주를 활용함에 있어 가장 어려운 부분은 필요한 종목의 주식을 원하는 수량만큼 빌리기가 매우 곤란하다는 점이다. 증권사가 중요한 역할을 담당할 수 있겠지만 국내 주식시장의 여건상 증권사의 역할만으로는 부족한 측면이 있다. 일본의 사례를 참고하여 규모의 경제를 실현할 수 있도록 일원화된 대주공급 주체를 육성하고, 대주재원 확보를 위해 차입이나 담보물의 활용도를 높이는 것과 같이 다양한 경로를 모색할 필요성이 있다.

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