

信用去來의 經濟的 分析과 그 運用方向

- Economic Analysis of Margin Transactions with Implications
in the Korean Securities Market -

尹 奉 漢*

目 次

- I. 머리말
 - II. 投資者의 立場에서 본 信用去來
 - III. 證券會社의 立場에서 본 信用去來
 - IV. 株式市場 및 巨視經濟的 觀點에서 본 信用去來
 - V. 信用去來의 規制와 그 효과
 - VI. 우리나라 信用去來制度의 運用方向
- 참고문헌

머 리 말

經濟成長을 위하여는 막대한 양의 資本形成을 필요로 한다. 이러한 資本形成은 우선 개별 경제주체들이 消費하고 남은 저축을 기초로 하여 이들의 저축을 투자로 연결하는 金融過程과 表裏의 관계에 있다. 즉 資本主義 經濟體制下에서는 貯蓄의 주체와 投資의

* 중앙대학교 경영대학 교수

주체가 분리되어 있는 경우가 많으므로 貯蓄을 投資로 배분하는 通路로서 金融市場의 역할이 중요하게 된다.

經濟內的 대표적 投資主體인 企業이 金融市場으로부터 자금을 조달하는 방법에는 直接金融과 間接金融의 두가지 經路가 있다. 經濟內的 대표적 貯蓄主體인 個人은 直接金融市場에서 企業이 발생한 金融資産(直接證券)을 매입하거나, 금융기관에 貯蓄資金을 위탁하여 금융기관에 대한 請求權(間接證券)을 보유하기도 한다. 이러한 直接金融과 間接金融의 비중은 各國의 經濟構造, 金融慣行 및 經濟發展 정도에 따라 各國마다 차이를 보이고 있지만, 資本主義經濟가 발달하고 國民所得水準이 높아질수록 直接金融의 비중과 중요성이 높아지는 경향을 볼 수 있다.

直接金融市場 중에서도, 기업이 株式과 社債의 형태로 投資와 직결된 長期資金을 조달하고, 일단 발행된 증권이 투자자간에 유통거래되는 시장을 통틀어 資本市場이라고 부른다. 이러한 資本市場이 원활한 기능을 수행하기 위하여는 發行市場을 통한 資本調達 機能과 더불어 既發行된 증권의 流動性을 확보시켜주고 價格決定機構를 제공하여 주는 流通市場의 발달을 전제로 한다.

資本市場의 기능수행에 있어서도 다른 경제부문과 마찬가지로 金融의 利用은 不可缺少하다. 發行市場에서 證券의 引受業者와 分賣業者는 在庫資産을 보유하는 다른 商人들과 마찬가지로 자신들의 引受 및 分賣業務에 필요한 자금을 借入하지 않으면 안된다. 流通市場에서 投資者들은 証券을 매입하고 보유하는데 自己資金의 부족을 메우기 위하여 借入資金을 필요로 하는 경우도 있다. 증권의 브로커 및 딜러들은 이러한 고객의 거래에 金融支援을 하는 동시에 자신들의 업무수행을 위해 借入을 행하고 있다. 이처럼 有價證券의 발행과 유통을 원활히 하기 위하여 금융기관과 증권회사간 또는 증권회사 및 금융기관과 일반투자자간에 자금과 証券을 貸借하는 것을 일반적으로 證券金融(securities credit)이라고 부른다.

信用去來는 위의 여러가지 證券金融 가운데 證券의 流通市場에서 투자자가 證券業者로부터 자금 또는 証券을 차입하여 행하는 증권거래를 가리킨다. 그러므로 信用去來는 投資者의 입장에서는 장래의 증권가격 변동을 예상하여 自己資金 이외에 借入資金을 이용하는 것이며, 證券業者의 입장에서는 고객에게 證券去來와 관련하여 信用을 供與하는 것이다.

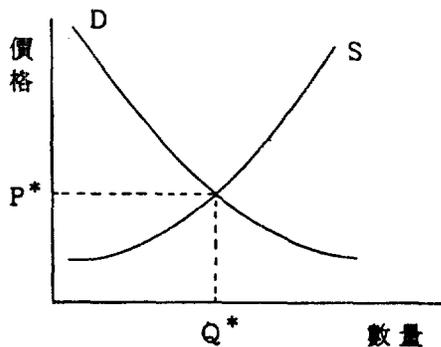
信用去來의 역할에 대하여는 예로부터 여러가지 논란의 대상이 되어왔다. 우리나라에서는 證券當局이 信用去來制度를 市場規制措置의 수단으로만 인식하여 온 결과 빈번히 信用去來規制가 오히려 株式市場의 不安定을 加重시킨 것으로 보인다. 本稿는 信用去來의 經濟的 機能을 이론적으로 분석하여 그 역할에 대한 올바른 인식을 가지도록 하는 한편, 信用去來規制의 動機, 手段 및 效果를 다각적으로 분석함으로써 우리나라에 있어서 信用去來制度의 合理的 運用 方向을 모색하려는 데 그 목적이 있다.

II. 投資者의 입장에서 본 信用去來

1. 信用去來의 발생근거

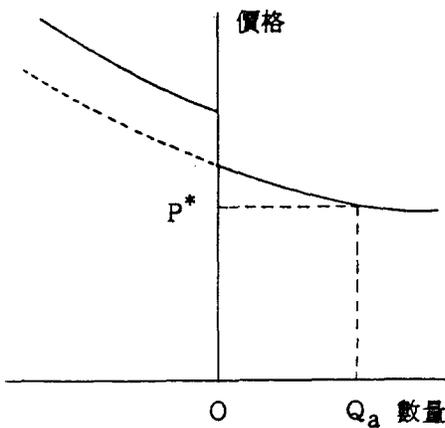
株式市場에 참여하는 개별투자자들은 어떤 개별 종목에 대한 장래 수익전망과 위험을 고려하여 일정한 가격으로 買入 및 賣渡注文을 낸다. 다른 조건이 일정하다면 어떤 종목의 市場價格이 낮아질수록 買入注文은 늘어날 것이고, 市場價格이 높아질수록 賣渡注文이 늘어날 것이다. 따라서 <그림 1>에서 보는 바와 같이 어떤 종목에 대한 需要曲線은 右下向하는 모양이 되며, 그 供給曲線은 右上向의 형태를 취할 것이다. 이때 市場價格은 P^* 에서 결정되고, 需要量과 供給量은 Q^* 에서 균형을 이룰 것이다.

<그림 1> 개별 종목의 總需要 및 總供給曲線

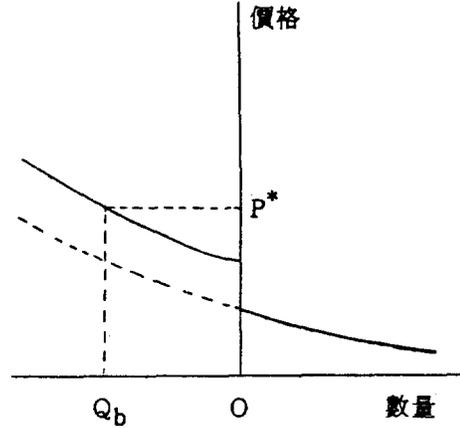


<그림 1>에서의 均衡價格 P^* 는 일정한 시점에서 그 종목에 대한 투자자들의 合致된 견해 (Consensus)를 반영하지만, 이 가격에서 개별투자자들은 그 주식에 대한 限界 價値가 그 주식가격과 일치하도록 주식보유량을 결정할 것이다. <그림 2 - a>에서와같

이 그 주식을 높이 평가하는 투자자는 Q_a 量을 보유하여 long position을 취할 것이고, <그림 2-b> 에서와 같이 그 주식을 낮게 평가하는 투자자는 Q_b 量의 short position을 취할 것이다. <그림 2-a> 와 <그림 2-b> 에서 數量이 0 일때 限界價値



<그림 2-a> long position을 취하는 투자자



<그림 2-b> short position을 취하는 투자자

를 나타내는 곡선이 한칸 뛰어 간격이 생기는 것은 空賣者의 경우 그 株式 賣却代金を 貸株者의 擔保로 묶어 두어야 하므로 그 이자를 벌지 못하거나 이자율이 낮은 사실을 감안한 것이다. 이는 그만큼 貸株 需要曲線을 높임으로써 貸株의 需要量을 감소시키는 작용을 한다.

위에서 우리는 개별종목에 대한 주식의 買入者와 空賣者가 어떻게 분리되는가를 살펴 보았다. 信用去來는 證券業者가 주식의 買入者에게 融資를 공여하는 것이고, 주식의 空賣者에게 그 대상주식을 빌려주는 것이다. 일부 投資者는 현재의 주식가격에서 매입하고자 하는 수량 Q_a 를 自己資金만으로 매입할 수 없을 때 證券會社로부터 融資를 얻어 추가적으로 주식을 매입할 수 있다.

다른 投資者는 현재의 주식가격에서 Q_b 만큼의 空賣를 원하므로 證券會社로부터 空賣에 필요한 주식을 차입하여 그 주식의 賣却을 행할 수 있게 된다. 이와같이 投資者들은 信用去來를 이용함으로써 株式價格에 대한 자신의 예상을 보다 완전히 실현시킬 수

있고, 이는 주식시장 전체의 거래량을 증대시킬 뿐만 아니라 效率的인 株價形成에 기여할 것으로 보인다.

2. 信用去來에 따른 危險과 收益率

먼저 信用去來 融資의 경우를 보면, 투자자는 장래의 株價가 오를 것으로 예상하여 融資를 받아 그 주식을 매입하고 轉賣時에 賣買差益을 얻으려고 한다. 이때 투자자는 自己資金만으로 매입하는 경우에 비하여 지렛대 效果 (leverage effect)를 지니게된다. 즉 負債를 이용하는 경우 주식가격이 상승한 때에는 投資收益率이 크게 증가되는 반면, 주식가격이 하락시에는 投資損失이 확대되어 나타난다. 더우기 負債의 이용비율이 높을수록 주식가격의 변동에 따른 投資收益率의 변동은 더욱 크게 나타나는데, 이제 그 구체적 예를 들어 설명해 보기로 하자.

어떤 기간 (n日) 동안 어떤 종목에 대해 信用買入後 轉賣하여 얻을 수 있는 純收益을 R로 표시하자. 동일기간에 있어서 전액 自己資金을 이용하여 同一 종목을 매입후 賣渡함으로써 얻을 수 있는 純收益을 Q로 표시한다. 이 경우 Q는 다음과 같이 定義된다.

$$Q = \text{賣却代金} - \text{購入代金} - \text{購入委託手數料} - \text{賣却委託手數料} - \text{有價證券去來稅} + \text{配當}$$

여기서 購入代金이 모두 自己資金만으로 구성되었을 경우 購入代金を C로 표시하면 n日간의 純收益率은 Q/C 로 된다.

이에 비하여 信用買入後 轉賣의 경우에 그 純收益은 다음과 같이 定義된다.

$$R = Q - niC(1-a) \dots\dots\dots (1)$$

단 i는 하루동안의 信用去來融資金利이며, a는 現金保證金率이다.

따라서 信用去來融資의 경우 自己의 투하자본 aC에 대한 純收益率은 R/aC 로서 다음과 같이 쓸 수 있다.

$$\frac{R}{aC} = \frac{Q - niC(1-a)}{aC} = \frac{1}{a} \left[\frac{Q}{C} - ni(1-a) \right] \dots\dots\dots (2)$$

위의 식에서 信用去來 融資의 純收益率 R/aC 를 r 로, 전액 自己資金에 의한 경우의 純收益率 Q/C 를 q 로, 그리고 n 일 동안의 利率率 $ni(1-a)$ 를 α 로 표시하면 다음과 같은 식이 성립한다.

$$r = \frac{q - \alpha}{a} \dots\dots\dots (3)$$

式(3)에서 α 와 a 는 常數로 보고, 두개의 確率變數 q 와 r 의 관계는 다음과 같이 유도된다.

$$\bar{r} = (\bar{q} - \alpha) / a \dots\dots\dots (4)$$

$$\sigma(r) = \sigma(q) / a \dots\dots\dots (5)$$

式(5)에서 a 가 1보다 작은 한 信用買入의 경우가 위험이 크게 되며, a 가 작을수록 위험은 더욱 커지는 것을 알 수 있다. 式(4)에서는 \bar{q} 와 \bar{r} 간에 다음의 관계가 성립된다.

$$(1-a) \bar{q} > \alpha \text{ 이면 } \bar{r} > \bar{q}$$

$$(1-a) \bar{q} = \alpha \text{ 이면 } \bar{r} = \bar{q}$$

$$(1-a) \bar{q} < \alpha \text{ 이면 } \bar{r} < \bar{q}$$

일반적으로 투자자는 $(1-a) \bar{q} > \alpha$ (즉 $\bar{r} > \bar{q}$)인 경우에만 信用去來를 행할 것이고, 危險回避型의 투자자는 $\bar{r} > \bar{q}$ 인 경우에도 \bar{q} 에 대한 \bar{r} 의 超過分이 信用買入에 의한 危險의 증대를 충분히 보상하지 않는 한 信用買入을 선호하지는 않을 것이다.

다음 信用去來貸株의 경우를 보면, 투자자는 장래의 株價가 하락할 것으로 예상하여 貸株를 받아 그 주식을 賣渡하고 후에 보다 싼 값으로 買入償還하여 그 差益을 얻으려고 한다. 貸株에 의해 매도된 주식의 賣却代金은 證券會社가 담보로서 보유하고, 空賣者는 賣却代金の 金利를 수취하는 한편 貸株期間 중 발생한 配當金を 지불하여야 한다. 어떤 기간(n 日) 동안 어떤 종목에 대한 信用賣渡後 再買入時의 收益率을 R_s 로 표시한다.

$$R_s = [\text{賣買差益} - \text{委託手數料 (往復)} - \text{有價證券去來稅} - \text{配當}] \\ + \text{貸株賣却代金利用料}$$

위 式에서 右邊의 []內를 株價下落에 의한 純粹利益이라고 부르며, 이를 Q_s 로 표시한다. 또한 賣却代金を C_s , 그 利用料의 1日 利子率을 i_s 로 표시하면,

$$R_s = Q_s + n i_s C_s \dots\dots\dots (6)$$

式(6)을 각각 C_s 로 나누면,

$$R_s / C_s = Q_s / C_s + n i_s \dots\dots\dots (7)$$

式(7)의 右邊 第1項을 株價下落에 의한 純粹利益率이라고 하여 q_s 로 표시하고, $n i_s$ 를 α_s 로 고쳐쓴다. 또한 貸株時의 現金保證金率을 a 라 하면, 信用賣渡 純收益率 r_s 는 式(7)로부터 다음과 같이 유도된다.

$$r_s = \frac{R_s}{a C_s} = \frac{q_s + \alpha_s}{a} \dots\dots\dots (8)$$

式(8)에서 q_s 는 100%의 現金保證金率을 拂入하고 貸株賣却代金利用料가 없는 경우 r_s 의 값과 같아진다. 現金保證金率이 100%보다 작을 때에는 q_s 의 변화에 비하여 r_s 의 변화가 增幅되고, 現金保證金率이 작을수록 그 增幅의 정도가 크게 된다. 信用買入의 경우에서 본 것처럼 α_s 와 a 를 常數로 보고, 두개의 確率變數 q_s 와 r_s 의 관계는 式(8)로부터 다음과 같이 유도된다.

$$\bar{r}_s = (\bar{q}_s + \alpha_s) / a \dots\dots\dots (9)$$

$$\sigma(r_s) = \sigma(q_s) / a \dots\dots\dots (10)$$

式(9)와 式(10)을 통하여 a 가 작을수록 \bar{q}_s 에 비하여 \bar{r}_s 의 값이 커지지만, 이에 상응하여 $\sigma(q_s)$ 에 비하여 $\sigma(r_s)$ 의 값이 커지는 사실을 확인할 수 있다.

轉賣를 목적으로 하는 信用買入의 경우와 賣買差益을 목적으로 하는 信用賣渡의 경우를 비교하여 보면, 前者에 있어서 50%의 價格上昇과 後者에 있어서 50%의 價格下落은 대체로 비슷한 純利益率을 가져다 준다. 그런데 어떤 株式의 株價趨勢가 水平일

때에는 전체로 보아 50%의 價格上昇이 이루어질 확률보다도 50%의 價格下落이 나타날 확률이 더 작다. 그 이유는 株價가 100% 만큼 상승한 후에는 50%만 하락하면, 株價는 원래의 수준에 되돌아 오기 때문이다. 따라서 확률적으로 보아 信用買入에 비해 信用賣渡의 경우가 비슷한 크기의 正의 純收益率을 올릴 확률은 작고, 비슷한 크기의 負의 純收益率(純損失率)을 올릴 확률은 크다고 말할 수 있다. 그러므로 株價趨勢가 水平일 경우, 信用買入에 비해 信用賣渡의 경우가 不利한 것은 명백하며, 이는 信用買入 總殘高가 貸株總殘高를 초과하는 경우가 대부분이라는 사실을 설명해 주기도 한다.

Ⅲ. 證券會社의 立場에서 본 信用去來

證券會社는 信用去來에 의해 株式賣買業務를 수행하는 동시에 融資 및 貸株業務를 실시한다. 證券會社는 또한 信用去來業務를 수행하기 위하여 이에 필요한 자금을 조달하여야 한다.

1. 證券會社의 信用去來業務

證券會社의 融資賣買業務에는 브로커업무와 딜러업무가 있으나, 信用去來는 고객의 위탁을 받아 고객의 재산으로 買入 또는 賣渡注文을 이행한 代價로서 證券會社가 委託手數料收入을 얻는 브로커업무와 직결된다. 證券會社는 信用去來의 결제가 轉賣 또는 再買入에 의해 이루어지는 경우 1건의 信用去來에 대해 왕복의 委託手數料收入을 얻을 수 있다.

證券會社의 融資業務는 고객에게 買入代金を 대부하여 買入株券과 委託保證金を 담보하는 것으로부터 그 貸付金の 償還에 이르기까지의 업무, 그리고 貸株業務는 고객에게 賣却證券을 대부하여 賣却代金과 委託保證金を 담보하는 것으로부터 그 貸株의 償還에 이르기까지의 업무를 말한다. 證券會社는 買入顧客으로부터 貸付金에 대한 所定の 金利(현재 年13%)를 징수하는 한편, 賣渡顧客에 대하여는 貸株賣却代金利用料(현재 年4%)를 지급한다.

〈表1〉에서 우리나라의 信用去來融資狀況을 보면, 최근 주식시장의 거래량이 증가함에 따라 信用去來融資는 더욱 크게 증가함으로써 信用供與比率은 1985년까지 매년 높

아지는 추세를 보여왔다. 그러나 1986년에 들어 株式市場의 過熱을 진정시키기 위하여 계속적인 信用去來規制措置를 취한 결과, 1986년 9월말 현재 信用供與比率은 23.8%로 격감하였다.

〈表 1〉 信用去來 融資狀況 (賣買日基準)

(단위: 千株, 백만원)

	新規融資		債 還		殘 額		信用種目	信用供與率 (A/B)(%)
	株價(A)	金額	株數	金額	株數	金額	去來量(B)	
1980	356,568	266,773	355,241	277,422	53,355	36,885	1,297,197	27.5
1981	618,474	422,893	574,003	408,261	97,826	50,517	2,156,286	28.7
1982	817,467	346,139	760,587	336,591	154,735	60,065	2,128,439	38.4
1983	814,641	303,435	785,602	303,368	183,773	60,132	2,185,370	37.2
1984	1,579,519	683,921	1,496,235	634,214	267,058	109,839	3,879,594	40.7
1985	1,793,966	908,872	1,743,526	814,964	317,498	203,747	4,373,213	41.0
1986	1,386,370	977,746	1,550,006	1,084,096	153,865	97,397	5,834,130	23.8

資料: 증권감독원, 「증권조사월보」.

〈表2〉에서 우리나라의 信用去來 貸株狀況을 살펴보면, 新規貸株는 1983년까지의 증가추세에서 1984년 이후 주가가격의 전반적 상승에 따라 감소로 반전하였다. 新規融資額에 대한 貸株金額의 비율도 1983년에는 9.5%까지 상승하였으나, 84년에는 다시 3%대로 떨어진 후 85년 중에는 그 비율이 다시 5.6%로 상승하였다. 1986년에 와서는 주식시장의 活況과 信用去來 規制를 반영하여 86년 9월말까지 新規融資額에 대한 貸株金額의 비율은 3.9%로 하락하였다.

〈表3〉과 〈表4〉에서 우리나라의 信用去來 殘額을 美國 및 日本의 경우와 비교하여 보기로 하자. 〈表3〉에서 볼때 우리나라의 上場株式時價總額에 대한 信用去來融資比率은 1985년말 현재 3.1%로서 美國의 1.6%나 日本의 1.1%보다도 오히려 높은 수준에 있다.

〈表 2〉 信用去來 貸株 狀況

(단위 : 千株, 백만원, %)

	新規貸株		債 還		殘 額		新規貸株 金 額	貸株殘額
	株數	金額	株數	金額	株數	金額	新規融資 金 額	融資殘額
1980	18,787	11,017	18,376	10,916	941	496	4.13	1.38
1981	23,271	17,813	22,727	17,297	1,012	1,012	4.21	2.00
1982	35,914	27,682	36,699	28,174	520	520	8.00	0.87
1983	41,413	28,705	40,232	27,877	1,348	1,348	9.46	2.24
1984	25,534	20,796	26,357	21,396	748	748	3.04	0.68
1985	54,536	51,003	52,368	48,006	3,745	3,745	5.61	1.84
1986	27,349	38,350	30,175	41,407	688	688	3.92	0.71

資料 : 증권감독원, 「자본시장연보」

〈表 3〉 信用去來 融資殘額의 國際比較

	韓 國			美 國 (NYSE)			日本 (東京證券去來所)		
	상장주식 시가총액 (억원)	융자잔액 (억원)	비율 (%)	상장주식 시가총액 (10억달러)	융자잔액 (억달러)	비율 (%)	상장주식 시가총액 (10억엔)	융자잔액 (억엔)	비율 (%)
1979	26,094	466	1.79	961	114.5	1.19	69,303	11,313	1.72
1980	25,266	359	1.42	1,243	145.0	1.17	77,075	11,904	1.63
1981	29,591	505	1.71	1,144	140.6	1.23	91,906	14,965	1.70
1982	33,005	601	1.82	1,305	129.8	0.99	98,090	15,930	1.62
1983	34,897	601	1.72	1,584	272.2	1.43	126,746	17,795	1.40
1984	51,485	1,098	2.13	1,586	224.7	1.42	161,812	23,026	1.42
1985	65,704	2,037	3.10	1,779	283.9	1.60	190,127	21,259	1.12

資料 : 증권감독원, NYSE「Fact Book」, 東京證券去來所 「東證統計年報」.

이에 반해 <表4>에서 우리나라의 貸株殘額을 국제적으로 비교하여 볼 때, 우리나라의 경우 上場株式數에 대한 貸株比率이 훨씬 낮게 나타나고 있다. 그 이유는 貸株實績 자체가 부진하기도 하지만 新規貸株 및 償還規模에 비해 貸株殘額이 과소하기 때문이다. 이처럼 우리나라의 주식시장에서는 融資와 貸株간의 지나친 假需給不均衡이 야기되고 있으므로 앞으로 貸株市場을 확대하여 이를 시정할 필요가 있다.

<表 4> 信用去來貸株殘額의 國際比較

	韓 國			美 國 (NYSE)			日 本 (東京證券去來所)		
	上場株式數 (백만주)	貸 株 株式數 (백만주)	比率 (%)	上場株式數 (백만주)	貸 株 株式數 (백만주)	比率 (%)	上場株式數 (백만주)	貸 株 株式數 (백만주)	比率 (%)
1980	3,876	0.94	0.024	33,709	82.7	0.25	208,158	322	0.16
1981	4,048	1.48	0.037	38,298	89.5	0.23	222,314	406	0.19
1982	4,705	0.70	0.015	39,516	153.3	0.34	231,327	551	0.24
1983	5,444	1.88	0.035	45,118	205.6	0.46	239,744	326	0.14
1984	7,407	1.06	0.014	49,092	220.7	0.45	248,859	391	0.16
1985	7,955	3.23	0.041	50,898	301.9	0.59	258,635	278	0.11

資料: <表3>과 同一

원래 證券會社의 주된 업무는 플로우(flow)인 證券去來에 관련하여 手數料등의 형태로 收益을 얻는 賣買業務나 引受·分賣業務이다. 이에 비하여 信用去來 融資 및 貸株業務는 스톡(stock)인 融資貸株의 殘高에 관련하여 金利 또는 金利差額등의 형태로 收益을 얻는 업무이다. 融資 및 貸株業務는 스톡에 관련하여 收益을 얻는다는 점에서 金融機關의 貸出業務와 유사하지만, 株式賣買業務와 결합하여 행해진다는 점에 차이가 있다.

<表5>에서 우리나라 證券會社의 資産構成을 보면, 1986년 3월말 현재 信用去來 融資金은 總資産의 6.2%를 차지하여 보관 유가증권과 商品有價證券에 이어, 세번째로 높은 비중을 점하고 있다. 더욱이 신용거래용자금잔액은 지난 80년말에 비해 7.2배로 증가함으로써 資産項目 中 固定資産 다음으로 높은 伸張勢를 나타내었다. <表6>에서

불매, 우리나라 證券會社의 信用去來融資金利子是 신용거래용자금의 증가에 따라 최근 급증하였고, 營業收益 가운데서도 계속 중요한 위치를 차지하고 있음을 알 수 있다.

2. 信用去來業務를 위한 證券會社의 財源別 構成

證券會社는 信用去來 融資 및 貸株業務에 필요한 資金 및 株式을 조달하여야 하는데, 그 財源別 構成을 살펴보기로 하자. 融資金 및 貸株殘額의 財源은 크게 ① 證券金融會社로부터의 流通金融 ② 證券會社의 自己信用으로 구분된다.

(1) 流通金融

證券去來所에 去來員으로 등록된 證券會社는 證券金融專擔機關인 證券金融會社로부터의 證券流通金融에 의존하여 고객에게 신용을 공여할 수 있다. 流通金融의 融資對象種目は 증권거래소 제1부 종목중 證券管理委員會가 따로 지정하는 종목이며, 信用去來의 對象種目과 일치한다. 그러나 流通金融의 貸株種目は 證券金融櫛이 따로 지정하는 것으로서 그 수가 극히 제한되어 있다. 貸出期間은 150일 이내이며, 현재 流通金融의 融資金利은 年10.5%로서 證券會社는 信用去來融資金利 年13.5%와의 金利差에 상당하는 收益을 얻을 수 있다. 流通金融 貸株의 경우 證券會社는 年4%의 貸株賣却代金利用料를 受取하나, 그 金利는 證券會社가 信用去來 貸株賣却代金利用料로서 고객에게 지불하는 金利와 同率로 정해져 있으므로 證券會社의 마진은 없다. 證券金融櫛은 증권회사별로 자금에치실적, 자기 자본, 위탁매매거래실적 등을 감안하여 流通金融의 容許限度를 査定하며, 貸株는 종목별로 대출한도를 정하여 前日의 融資擔保株式의 50% 이내로 하고 있다.

〈表7〉에서 證券會社의 信用去來融資에 있어서 流通金融 融資에의 의존도를 보면, 信用去來 融資殘額에 대한 流通金融 融資殘額의 비율은 1980년말의 91.2%에서 1985년말의 41.3%에 이르기까지 지속적인 하락 경향을 나타내었다. 流通金融 貸株는 1982년부터 84년까지 중단되었다가 1985년 6월 11일의 「資本市場 育成方案」에 의거 同 貸株種目이 확대됨으로써 1985년말까지 크게 증가하였다. 우리나라 信用去來融資에 있

〈表 5〉

우리나라 證券會社의 資産構成

(단위 : 백만원)

구 분	'80.12 (A)	'81.12	'83.3	'84.3	'85.3	'86.3(B)	$\frac{B}{A}$
현금·예금	38,460 (4.2)	39,135 (2.8)	72,985 (3.9)	17,405 (3.7)	113,113 (3.8)	182,280 (4.4)	4.74
신용거래용자금	35,794 (3.9)	50,443 (3.6)	60,103 (3.2)	111,532 (4.8)	123,282 (4.1)	256,711 (6.2)	7.17
상품유가증권	114,023 (12.5)	137,676 (9.8)	230,838 (12.3)	234,809 (10.0)	304,841 (10.2)	357,950 (8.6)	3.14
보관유가증권	660,225 (72.2)	1,091,245 (77.8)	1,392,685 (74.3)	1,761,760 (75.4)	2,210,526 (73.8)	3,021,818 (72.5)	4.58
기타유동자산	35,756 (3.9)	11,566 (0.8)	17,289 (0.9)	23,228 (1.0)	53,937 (1.8)	112,445 (2.7)	3.14
고정자산	8,901 (1.0)	9,811 (0.7)	20,335 (1.1)	34,531 (1.5)	67,704 (2.3)	89,386 (2.1)	10.04
투자외기타자산	21,620 (2.4)	63,354 (4.5)	79,440 (4.2)	85,356 (3.6)	121,485 (4.1)	146,856 (3.5)	6.79
자산총계	914,779 (100.0)	1,403,338 (100.0)	1,873,675 (100.0)	2,336,621 (100.0)	2,994,890 (100.0)	4,167,446 (100.0)	4.56

1) () 내는 구성비%

資料 : 증권감독원, 「증권조사월보」.

〈表 6〉 우리나라 證券會社의 營業收益 內譯

(단위 : 억원)

구분		'80.12	'81.12	'83.3	'84.3	'85.3	'86.3
受入手數料	受託手數料	202 (25.5)	408 (44.0)	437 (39.8)	364 (35.0)	508 (36.2)	811 (33.3)
	引受周旋手數料	165 (20.9)	162 (17.5)	339 (30.9)	240 (23.1)	550 (39.2)	575 (23.6)
	기 타	4 (0.1)	5 (0.1)	5 (0.1)	13 (1.3)	49 (3.5)	93 (3.8)
金融收益	信用去來融資利子	122 (15.4)	128 (13.8)	88 (8.0)	81 (7.8)	157 (11.2)	215 (8.8)
	商品債券利子	101 (12.8)	237 (25.6)	271 (24.7)	128 (12.3)	82 (5.8)	701 (28.8)
	受入配當金	64 (8.1)	90 (9.7)	74 (6.7)	85 (8.2)	132 (9.4)	151 (6.2)
	기 타	4 (6.1)	65 (7.0)	66 (6.0)	45 (4.3)	91 (6.5)	142 (5.8)
證券賣買差益		128 (16.2)	△170 (△18.3)	△176 (△16.0)	76 (7.3)	△165 (△11.8)	△252 (△10.3)
營業收益		191	927	1,097	1,040	1,403	2,436

() 내는 營業收益에 대한 構成比 (%)

〈表 7〉

信用去來 및 流通金融 殘高狀況

(단위 : 千株)

年 末	信 用 去 來		流 通 金 融		의 존 도 (%)	
	融 資 (A)	貸 株 (B)	融 資 (A')	貸 株 (B')	$\frac{A'}{A}$	$\frac{B'}{B}$
1980	53,355	941	48,666	335	91.2	35.6
1981	97,826	1,484	80,689	1,263	82.5	85.1
1982	154,735	700	110,379	-	71.3	-
1983	183,773	1,881	153,073	-	83.3	-
1984	267,058	1,058	147,774	-	55.3	-
1985	317,501	3,226	131,013	2,853	41.3	88.4
1986	153,865	401	-	1	-	-

어서 流通金融에의 의존도가 상당히 낮아진 것은 사실이나, 이는 우리나라와 유사한 證券金融制度를 채택하고 있는 日本에 비하여 여전히 높은 수준에 있다.

〈表 8〉에서 日本의 경우를 보면 信用去來 融資殘高에 대한 貸出去未來(우리나라의 流通金融에 해당) 融資殘高의 비율은 20%내외에서 움직이고 있으며, 信用去來 貸株殘高에 대한 貸借去來 貸株殘高의 비율 역시 40%미만에 머물러 있다. 日本 證券會社는 우리나라 證券會社와 비교하여 볼때 信用去來에 있어서 貸借去來에의 의존도가 낮고 自己信用에 의한 財源調達의 비중이 크다는 사실을 알 수 있다.

〈表 8〉 日本の 信用去來 및 貸借去來 殘高狀況

(단위 : 千株)

年末	信用去來		貸借去來		의존도 (%)	
	融資 (A)	貸株 (B)	融資 (A')	貸株 (B')	$\frac{A'}{A}$	$\frac{B'}{B}$
1980	3,308,682	361,831	1,038,437	121,227	31.3	33.5
1981	3,621,532	458,807	878,505	106,633	24.2	23.2
1982	3,571,623	615,952	744,955	145,961	20.8	23.6
1983	3,625,392	384,112	717,018	130,442	19.7	33.9
1984	4,019,991	461,092	688,178	152,285	17.1	33.0
1985	4,036,190	334,669	873,368	123,487	21.6	36.8
1986.6	4,507,261	628,940	588,952	221,178	13.0	35.1

資料 : 日本 證券金融機關, 證券金融.

(2) 證券會社의 自己信用

證券會社는 자체자금으로 信用去來 融資를 실시할 수 있는데, 우리나라 證券會社에 의한 自己信用融資의 財源으로서는 資本金, 還買債賣渡, 금융기관으로부터의 短期借入金, 預受金등이 있다. 證券會社는 信用去來 融資金리와 이들 財源의 資金調達金利와의 差額만큼의 收入을 얻게 된다. 이밖에 自己所有 株式 또는 自己信用融資擔保株式을 이용하여 自己信用 貸株를 실시할 경우 貸株賣却代金利用料를 融資 財源으로 활용할 수 있다. 證券會社는 流通金融 貸株로부터는 金利差에 의한 收入을 얻을 수 없지만, 自己信用貸株로부터는 信用去來 融資金리와 貸株賣却代金金利와의 差額만큼 收入을 얻게 된다.

우리나라 株式 市場에서는 信用去來貸株가 극히 부진한 뿐만 아니라 그 대부분을 流通金融貸株에 의존하고 있기 때문에, 證券會社의 自己信用貸株는 미미한 실정이다. 證券會社가 自己信用 貸株를 실시하기 위하여는 自己所有의 商品 株式 또는 自己信用融資擔保株式을 이용하여야 한다. 그런데 우리나라 證券會社는 商品 株式의 경우 運用상의 제약을 이유로 이를 거의 貸株財源으로 활용하지 않고 있는 실정이다. 證券會社는 현재 流

〈表 9〉

日本の信用賣渡株式の調達状況

(단위:千株)

年 末	信用賣渡 殘 高	株 券 調 達 内 譯		
		信用買受株式	貸借去來貸株	自 己 貸 株
1980	322,069	213,924 (66.4)	108,102 (33.6)	43 (0.0)
1981	405,764	315,875 (77.8)	89,885 (22.2)	4 (0.0)
1982	550,647	423,003 (76.8)	127,642 (23.2)	2 (0.0)
1983	326,316	212,452 (65.1)	113,885 (34.9)	9 (0.0)
1984	391,243	259,380 (66.3)	131,845 (33.7)	18 (0.0)
1985	277,608	176,726 (63.7)	100,882 (36.3)	0 (0.0)
1986.6	567,745	366,970 (64.6)	200,775 (35.4)	0 (0.0)

資料：日本証券金融(株)，証券金融。

註：東京証券市場統計値。()内는 구성비(%)

通金融融資擔保株式을 대상으로 당해 종목의 信用去來融資殘額의 50%까지 貸株를 株를 실시할 수 있으나, 自己信用融資擔保株式에 대해서는 貸株가 허용되지 않고 있다.

위와 같이 우리나라 證券會社는 自己信用融資 및 貸株에 있어 그 財源調達에 크게 制約을 받고 있다. 日本 證券會社의 경우 自己信用의 融資財源으로서 貸株賣却代金이 큰 비중을 차지하고 있는데, 이는 信用去來 融資를 받은 고객이 담보로 제공한 信用買受株式의 100%까지 貸株를 허용함으로써 貸株市場이 잘 발달되어 있기 때문이다.

〈表8〉에서 보는 바와 같이 日本 證券會社의 自己信用融資 殘高는 信用去來融資 殘高의 70~80%를 차지하고 있는데, 自己信用 財源으로서는 貸株賣却代金과 證券金融融資 이외에 call money, 銀行借入, 長期借入등 각종 借入金이 있다. 특히 日本의 證券會社는 保有채권을 담보로 하여 call money 借入을 확대하였고 그결과 call money 借入은 최근 借入金 전체 잔액의 50% 이상으로 높아져 證券金融借入이나 銀行借入보다도 훨씬 중요한 財源이 되었다.

한편 日本 證券會社의 貸株財源을 〈表9〉에서 살펴보면 信用買受株式이 전체의 약 70% 가량을 차지하고 있는데, 이는 증권회사에게 고객의 信用買受株式 殘高만큼 同一種目的 貸株殘高를 허용하기 때문이다. 證券會社는 고객의 信用買受株式을 대상으로 自己信用 貸株를 위한 財源을 확보하는 동시에 貸株賣却代金을 自己信用 融資財源으로도 활용할 수 있다.

IV. 株式市場 및 巨視經濟的 觀點에서 본 信用去來

株式市場은 發行市場과 流通市場으로 이루어진다. 株式發行市場에서 株式引受業務를 원활히 하기 위하여 證券業者와 新株引受權者는 證券引受金融을 필요로 한다. 證券引受金融은 企業의 新株發行을 용이하게 함으로써 기업으로 하여금 직접 개인 및 금융기관 의 貯蓄資金을 동원하여 이를 生産的 投資에 사용할 수 있게 한다. 信用去來制度는 株式發行市場과는 직접적 관계를 갖고 있지 않으나, 株式流通市場의 本來 機能인 株價形成과 市場性提高를 통하여 資本形成을 촉진하는 동시에 發行市場에서의 資金配分에도 중요한 영향을 미친다. 그러나 信用去來는 단기간의 投機를 유발하여 주식시장에서 價

格不安定效果를 가져올 가능성이 있으므로 信用去來 規制의 필요성이 제기되기도 한다.

(1) 株價形成 機能

이미 第Ⅱ節에서 설명한 바와 같이 각 株式 投資者는 어떤 종목에 대한 限界價値를 평가하고 그에 상응하는 株式保有量을 결정한다. 이러한 個別投資者들의 株式需要 및 供給을 합치면 시장전체의 총체적 需要와 供給이 되며, 총체적 需要와 供給이 일치되는 점에서 그 주식의 市場價格이 형성된다. 만일 信用去來가 없다면, 株式市場에서의 均衡價格은 實物需要와 實物供給만으로 결정될 것이다. 信用去來의 株價形成 機能은 信用去來의 도입에 의해 株價가 보다 효과적으로 형성될 것인가의 문제와 株式市場에서의 가격 변동이 더욱 심해질 것인가의 문제로 귀착된다.

먼저 株價의 效率的 형성 문제를 보면 信用去來는 現物需要 및 現物供給이외에 假需要 및 假供給을 創出하여 總體的 需要 및 供給의 규모를 확대시킨다. 이러한 總體的 需要와 供給規模의 擴大自體가 株價의 效率的 形成에 기여할 수 있을 것이다. 또한 信用去來를 행하는 투자자가 다른 일반 투자자에 비하여 보다 우월한 정보수집 및 분석능력을 가질 경우 직접적으로 株式市場의 效率性이 提高될 수 있을 것이다.

두번째 문제는 信用去來를 행하는 투자자들이 投機的 勢力으로서 株價變動을 격화시킬까 하는 점이다. 信用去來 融資를 이용하여 株式를 매입하는 투자자들은 전액 현금으로 매입하는 투자자들에 비하여 높은 危險을 부담하는 것은 사실이나, 이는 前者가 後者보다 非理性的으로 행동한다는 것을 의미하지는 않는다. 現金投資者이건 信用投資者이건 투자자에 따라서는 株式의 基本的 要因을 분석하지 않은 채 無分別한 행동을 할 가능성은 충분히 있다. 오히려 信用去來者들이 보다 우월한 정보수집 및 분석능력을 가진다면, 株式의 內在的 價値를 벗어난 株價變動으로부터 投資收益을 얻으려고 하므로 지나친 株價變動을 방지한다고 볼 수 있다.

(2) 市場性 提高 機能

個別株式의 市場需給이 現金去來만으로 성립되는 경우에 비하여, 現金去來에 信用去來 需給이 부가된다면 그 종목의 市場性은 높아질 것이다. 市場性이 높다는 것은 그 종목의 需要와 供給이 모두 계속하여 풍부하게 존재하고, 그 결과 賣買가 빈번히 그리고 大量

으로 행해지고 있는 상태를 의미한다. 따라서 市場性이 높아지면, 언제라도 신속하게 타당한 가격으로 상당량의 株式을 매입 또는 매각할 수 있게 된다. 이는 市場性의 不足에서 오는 株價의 變動을 방지하여 줌으로써 效率的 株價形成에도 이바지하게 된다.

株式市場에서 우리는 흔히 投資(investment)와 投機(speculation)를 구별한다. 投資는 보유기간이 길고 확실한 정보에 입각하여 期待 收益率과 危險을 평가하는 행위이고, 投機는 보유기간이 짧고 불확실한 정보에 입각하여 위험이 높은 증권으로부터 단기간의 賣買差益을 노리는 행위이다. 그러나 株式과 같이 危險이 큰 증권의 경우 사실상 投資者와 投機者를 분리한다는 것은 지극히 어려운 일이다. 장래의 이익전망에 따라 株式價格은 수시로 변동하는 것이므로 대부분의 투자자들(投機者들은 물론)은 株價變動에 지대한 관심을 갖고 또한 민감하게 행동하기 마련이다.

現金去來者나 信用去來者나 投資的 需給을 행하기도 하고 投機的 需給을 행하기도 한다. 단지 信用去來者는 信用期間이 제한되어 있기 때문에 보다 投機的 性向이 크다고 볼 수 있다. 株式市場內에서는 配當金 및 長期的 資本利得을 바라고 株式를 장기간 보유하는 投資者도 필요하지만, 그때 그때 株式市場에 전달되는 情報內容을 분석 평가하여 이로 인한 단기간의 賣買差益을 노리는 投機者의 존재도 필요하다. 다수의 投機者가 존재하여 각종 정보내용을 신속하고 정확하게 株式價格에 반영할수록, 市場의 效率性은 증대할 것이고, 이에 따른 株式去來量과 回轉率의 증가는 개별종목의 市場性을 높일 것이다. 따라서 보다 投機的 性格이 강한 信用去來者는 市場의 效率性과 市場性을 제고시키는 역할을 수행한다고 볼 수 있다.

위에서 본바와 같이 信用去來는 流通市場이 現金去來만으로 성립하는 경우에 생길 수 있는 市場性의 부족을 보완하여, 流通市場의 市場性 維持機能을 달성하는데 一翼을 담당한다. 그러나 信用去來의 市場性 效果는 어디까지나 두터운 투자층을 기반으로 할 때 株式市場의 安定化 要因으로 작용한다. 때로 投機的 信用去來 및 다른 投機的 信用去來를 誘因하여 실질요인을 반영한 株價形成보다는 投機的 需給에 의한 급격한 株價變動을 초래하는 작용을 한다. 따라서 信用去來의 株價 不安定化作用에 대처하기 위하여는 信用去來를 적절히 규제할 필요성이 생긴다.

證券當局이 信用去來 規制를 실시함에 있어서는 信用去來의 市場性 效果와 株價 不安定化 作用간의 trade off를 고려하여야 할 것이다. 信用去來의 株價 不安定化作用을 우려한 나머지 市場性 效果를 무시하는 過度한 規制는 피하여야 한다.

(3) 巨視經濟的 效果

지금까지 설명한 바와 같이 信用去來가 流通市場에서 株價形成機能과 市場性提高機能을 수행하는 한에 있어서, 이는 資本形成 및 經濟成長을 촉진하는 巨視經濟的 效果를 가져온다.

우선 信用去來는 借入資金에 의한 株式賣買를 가능하게 함으로써 株主의 범위를 확대시킨다. 株主의 底邊擴大는 株式의 內在的 價値에 영향을 미치는 모든 要因을 반영하여 株價를 형성시키는 경향이 있다. 流通市場內에서 株價가 효율적으로 형성되면, 株主들은 기업 이익중 상당부분을 배당금으로 지급하기 보다는 기업내에 再投資하기를 원한다. 왜냐하면 留保利益의 再投資로 인한 기업가치의 증가가 株價에 반영되면, 株主들은 資本利得이나 장래 배당금의 증가로 收益을 실현할 수 있기 때문이다. 이 경우 기업들은 資本形成을 위해 필요한 自己資本중 상당부분을 新株發行보다는 留保利益에 의해 조달할 수 있게 된다.

信用去來에 의해 個別株式의 市場性이 높아지면, 개인 및 기관투자자들은 貯蓄 및 資産運用의 형태로서 株式를 보다 선호하게 될 것이고, 이는 發行市場에서 기업의 株式資金調達을 용이하게 할 뿐만 아니라 개인들의 貯蓄을 증대시키는 역할을 할 것이다. 個人들이 보유하고 있는 株式를 지출을 위해 즉각적으로 현금화 할 수 있는 市場性이 확보되지 않는다면, 투자자들은 株式보유를 꺼릴 것이고, 따라서 발행市場에서의 資金調達도 애로를 겪게 될 것이다.

결국 信用去來는 流通市場에서의 價格形成 機能과 市場性提高 機能을 통하여 기업저축과 개인저축을 모두 증대시키게 된다. 더우기 流通市場에서의 公正한 價格形成은 發行市場에서 新株의 가격을 결정하는 기준을 제공함으로써 資金配分의 기능을 수행한다. 信用去來가 流通市場의 이와 같은 기능을 提高시킨다면, 이는 巨視經濟的으로 보아 貯蓄資금을 효과적으로 投資에 배분함으로써 자본형성 및 경제성장을 촉진하는 것으로 볼 수 있다.

V. 信用去來의 規制와 그 효과

信用去來의 긍정적 효과에도 불구하고 그 자체가 지닌 投機的 性格 때문에 信用去來 規制의 필요성이 생긴다는 것을 위에서도 설명한 바 있다. 本節에서는 먼저 信用去來 規制의 動機를 살펴보고, 우리나라 證券市場에 있어서 信用去來의 規制手段으로 취해진 각종 조치의 내용을 알아본 후 信用去來 規制의 효과에 대한 實證的 分析을 검토해 보기로 한다.

1. 信用去來 規制의 動機

信用去來 規制가 취해지는 動機는 다음과 같이 세 가지로 나누어 볼 수 있다. 즉, ① 株式市場에서의 과도한 信用을 억제하여 生産的 用途에 이용하며, ② 주식매입자가 지나친 부채사용으로 손실을 입지 않도록 보호하며, ③ 株價下落時 불가피한 주식매각 및 株價上昇時 과도한 주식매입으로 인한 주식시장의 변동을 감소시키기 위한 것이다.

(1) 株式買入 및 保有를 위한 과도한 信用의 抑制

株式市場의 投機가 심해지면, 一國의 信用總量중 株式市場에 유입되는 信用이 늘어나고 보다 소망스러운 商工業的 用途로부터 信用이 流出된다. 信用去來 規制의 한가지 목적은 貸出資金을 주식시장으로부터 다른 용도로 轉用하기 위한 것이다.

원래 資本主義經濟에서 通貨量을 규제하는 주요한 수단은 數量的 信用統制(quantitative credit control)이며, 中央銀行에 의한 數量的 信用 統制手段으로서는 公開市場 操作, 法定支給準備率 변경 및 再割引率 변경이 있다. 正常的 狀態下에서는 數量的 信用統制는 다른 신용부문과 마찬가지로 信用去來 融資도 規制하는 유효한 수단이다. 그러나 경제 상황으로 보아 株式價格이 상당히 상승할 것이란 확신이 지배할 때는 전반적 信用統制는 信用去來 融資量에 거의 영향을 미치지 못한다.

信用去來 融資量을 규제하기 위한 手段으로서 數量的 信用統制가 非效率的인 다른 한가지 要因은 信用去來의 借入者들이 株式市場의 上昇時 자신들의 借入額을 피라미드식으로 증가시키려는 경향이다. 부분적으로 信用去來 融資量의 증가에 기인하여 주식가격

이 상승할 때, 주식소유자들은 信用으로 더욱 많은 주식을 매입할 수 있게 된다. 이러한 買入으로 인해 주식가격은 더욱 상승하고 주식소유자들의 借入能力은 다시 증가한다. 이러한 파라미드식 증가효과는 다른 信用과 마찬가지로 경기활동을 자극하지만 그 일시적 성격때문에 景氣의 不安定性을 가중시킨다. 이와 반대로 株式價格의 下落時에는 信用去來融資는 反파라미드식으로 급격히 감소한다.

위와 같이 證券市場에서 投機的 勢力이 지배할 때는 전반적 信用統制手段만으로는 證券貸出과 관련된 信用을 규제할 수 없다. 따라서 각국에서는 證券貸出에 대해서는 質的 統制手段을 사용하여 직접적으로 信用量을 규제하는 法規를 두고 있다.

(2) 株式買入者の 보호

各國의 信用去來 制度는 最低 信用去來保證金率(minimum margin requirements)을 규정하고 있는데, 이는 信用去來 買入者가 지나치게 적은 보증금으로 증권을 매입하는 것을 방지함으로써 그를 보호하고자 하는 취지이다. 美國에서의 歷史的 經驗에 의하면, 市場의 下降期에 있어서는 경제적으로 취약한 일반투자자들이 “margin call”을 받아 막대한 손실을 입어 왔다는 것이다.

市場經濟下에서는 信用去來 뿐만 아니라 다른 金融部門에 있어서도 개인들의 지나친 負債增加를 규제하는 여러가지 市場要因이 존재한다. 貸付者는 자신의 貸出의 安全性을 확보하려고 애 쓴다. 고객에게 증권의 買入資金을 대출하는 證券會社는 당연히 안전하다고 믿는 수준의 보증금을 요구한다. 證券會社는 信用去來 融資에 따른 위험이 더 크다고 생각할수록 더 많은 保證金을 요구하거나 더 높은 利子率을 부과할 것이다.

信用去來保證金率이 높을수록 信用去來 融資에 대한 위험은 감소할 것이고 따라서 그 融資金利도 감소한다고 볼 수 있다. 그러나 美國에서 最低 信用去來保證金率制가 실시되기 이전(1919-33)과 이후(1946-57)의 기간을 비교해 볼 때 證券貸出金利의 危險프리미엄이 감소한 증거를 찾아 볼 수 없었다.¹⁾ 信用去來規制의 가장 중요한 수단인

註1) Thomas Gale Moore, “Security Market Margin Requirements,” (April 1966), pp. 158-167.

信用去來保證金率의 引上이 그 貸出金利에 대한 危險프리미엄을 감소시키지 못하는 점으로 미루어 보아 信用去來 規制 자체는 投資者의 보호와는 무관한 것으로 보인다. 단지 순진하고 정보에 어두운 일부 투자자들이 과도한 負債를 사용하여 지나치게 높은 가격으로 주식을 매입하는 愚로부터 보호한다는 명분이 있으나, 투자자들이 非理性的이고 무모하게 행동하며 規制當局이 이들을 보호할 수 있다는 假定은 받아들이기 어렵다.

(3) 株式市場에서의 株價變動 완화

주식가격이 상승할 때 信用去來保證金率을 인상하고, 주식가격이 하락할 때 이를 인하한다는 것은, 주식가격의 안정 및 경제안정에 기여한다는 주장이다. 이 주장 역시 투자자의 보호와 마찬가지로 市場競爭原理대신에 規制當局의 판단에 의존한다는 점에 문제가 있다. 證券規制當局이 信用去來의 規制時點을 선택할 때에는 현재의 주가수준이 지나치게 높다거나 낮다거나 또는 일정한 기간중의 株價上昇이나 下落이 지나치게 급속하다는 판단을 내려야 하는데, 이들의 판단이 市場競爭原理보다 우월하다는 근거가 없다.

信用去來 融資가 주식시장을 교란시킨다는 이론은 市場內的 投機家들이 非理性的이라는 가정에 입각하고 있다. 이 이론에 의하면, 株價가 상승할 때 일반투자자는 보다 많은 證券을 매입하여 가격을 더욱 상승시키며, 가격이 하락할 때 투자자들은 당황하여 증권을 매각함으로써 증권시장의 安定化要因으로 작용한다는 것이다. 우리는 앞에서 信用去來는 주식시장의 安定化 要因으로 작용한다는 점을 論證하였으므로, 이 문제는 결국 實證的 檢證의 문제로 귀착된다.

美國 株式市場을 대상으로 한 檢證結果는 證券貸出에 대한 需要는 주식가격의 변화와 逆關係에 있음을 보여주고 있다.²⁾ 즉 주식가격이 상승했을 때는 하락했을 때보다 證券貸出이 낮은 수준에 있다. 이는 信用去來 證據金率의 변경은 투자자들의 安定化作用을 오히려 阻害할 가능성이 있음을 시사한다. 따라서 信用去來의 規制는 投資者를 보호한다거나 株價水準에 영향을 미치지 보다는 證券貸出에 대한 과도한 信用이 “보다 생산적”인 産業貸出을 阻害하지 않도록 信用統制의 觀點에서 최소한에 그쳐야 할 것이다.

註2) T. G. Moore, 위의 논문, pp. 165 - 6.

2. 信用去來의 規制手段과 그 效果

(1) 信用去來의 規制手段

우리나라의 信用去來規制는 1976년 12월의 證券去來法 改正에 의해 證券管理委員會에 그 권한이 부여되었고, 「證券會社의 信用供與에 관한 規程」에 規制內容을 規定하고 있다. 信用去來規制의 內容은 <表 10>에 나타난 바와 같이 資金(證券포함) 利用에 관한 規制, 去來種目에 대한 規制, 證券會社의 信用供與에 대한 規制 및 기타의 規制로 구분된다.

① 資金利用에 관한 規制는 流通金融限度(總限度, 證券會社別 限度)를 두어 資金源을 規制하는 방법과 信用去來 金利(信用買受金利 및 貸株賣却代金 利用料率)를 변경하는 방법이 있다.

② 去來種目에 관한 規制는 信用去來保證金率의 변경과 特定種目에 대한 信用供與制限을 포함한다. 信用去來保證金率의 변경은 가장 빈번히 이용되는 방법으로서 最低 保證金率과 그 중 現金과 代用證券의 納入比率을 정한다. 種目別 信用去來 限度를 두고, 特定種目에 대해서는 新規 信用供與를 중지하는 조치를 취할 수도 있다.

③ 證券會社의 信用供與에 대한 規制는 證券會社別 總限度, 同一人과 同一種目에 대한 最高限度, 그리고 種目別 貸株限度를 포함한다.

④ 기타의 手段으로는 代用價格査定比率, 信用供與期間, 擔保維持比率등을 변경할 수 있으나 별로 이용되지는 않고 있다.

<表 11>에서 1980년 이후 信用去來의 規制手段別로 規制回數를 보면, 流通金融限度의 변경과 信用去來 保證金率(現金保證金率 포함)의 변경에 의한 規制가 가장 빈번히 행해지고 있다. 우리나라에서는 信用去來의 流通金融依存度가 높으므로 流通金融限度의 변경은 信用去來에 직접 큰 영향을 미친다. 信用去來保證金率의 변경은 각 投資者가 일정한 資金으로 買受할 수 있는 最大 株式數를 변경시켜 買受投機를 조절하는 방법이다. 그 밖에 信用去來金利를 변경하는 방법이 있으나, 信用去來 融資에 대한 需要는 利子率에 대해 非彈力的인 경우가 많으므로, 規制手段으로 이용되기 보다는 국가 전체의 金利 體系內에서 公金利에 連動되는게 보통이다.

(2) 信用去來의 規制效果

信用去來의 規制가 政策當局이 의도하는 所期의 目的을 달성할 수 있는가는 상당한 論難의 대상이 되고 있지만, 어떤 規制手段의 실시는 투자자들의 豫상을 변동시켜 株式市場에 영향을 미치는 건 사실이다. 우리나라 株式市場에서 信用去來 規制가 株價 및 去來量에 미치는 效果를 실증적으로 분석한 논문이 있긴 하지만, 그 분석방법에 문제가 있으므로 여기서는 美國에서 信用去來 保證金率의 변경에 대한 實證的 研究結果를 검토해 보기로 한다.³⁾

〈表 11〉 年度別 規制 手段別 施行回數

區 分 \ 年 度	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	合 計
流 通 金 融 限 度				1		1		2
信 用 供 與 限 度		1		1			6	8
信 用 去 來 保 證 金 率						1	3	4
委 他 證 據 金 率				1			3	4
信 用 去 來 金 利		2	3					5
監 理 포 스톱 種 目 指 定 및 해 제		6					9	15
商 品 株 式 數 據	3		2	2		1	6	14
기 타	1	6		2		5	4	18

註 3) R. Corwin Grube, O. Maurice Joy and Don B. Panton, "Market Responses to Federal Reserve Changes in the Initial Margin Requirement" (June 1979), pp. 659-674.

聯邦準備制度理載會(Fed)는 1934년 證券 및 去來所法(Securities and Exchange Act of 1934)에 의해 證券貸出에 대한 當初 信用去來 證據金率을 부과하는 권한을 부여받았다. 證據金率의 변경은 市場에 대한 Fed의 의견을 표시하는 한가지 방법이 된다. Fed는 영향력이 큰 경제기관이므로 信用去來 證據金率의 변경은 주식시장에 영향을 미칠 것이다. Grube 등은 證據金率의 변경에 포함된 정보는 公表당시에 주가가격의 변화를 수반하던가 아니면 투자자들의 예상이 일치하지 않을 경우 去來量의 변동을 수반하는 것으로 해석하였다.

株價에 관한 Grube 등의 假設은, 投資者들은 證據金率 감소(증가)에 포함된 정보에 따라 市場豫想을 上向(下向) 調整하므로 平均收益率의 上昇(下落)이 나타난다는 것이다. 去來量에 관한 假設은, 投資者들은 證據金率 증가나 감소에 포함된 정보에 따라 자신의 포트폴리오를 再調整하므로 시장거래량이 비정상적으로 증가한다는 것이다. 그들은 1937년부터 1974년까지의 기간에 걸친 21회의 證據金率 變更에 대해 그 公表日을 前後로 한 日別 株價 및 去來量 資料를 實證的으로 조사하였다.

그들의 實證的 結果는, 信用去來 證據金率이 감소될 때 강력한 價格 및 去來量 效果가 市場에 나타났음을 보여준다. 市場은 證據金率 감소를 유리한 정보로 해석하여 公表日 前 및 當日에 모두 有意性 있는 正의 收益率을 기록하였고, 公表日 후로는 價格이나 去來量 效果가 有意性을 갖지 못하였다. 한편 信用去來 證據金率의 증가는 有意性을 가진 去來量의 증가를 수반하였지만 收益率의 殘差는 有意性이 없는 것으로 나타났다. 保證金率增加의 경우 有意性 있는 負의 收益率이 없었다는 것은 市場이 이를 否定的 信號로 보지않는다는 증거이다. 이 경우 非正常的으로 큰 去來量殘差는 去來量을 正常水準으로 회복시키려는 Fed의 시도가 실패했다는 것을 의미한다.

美國에서 信用去來에 대한 規制는 1934年 證券 및 去來所法에 의거한 Fed의 T,U, G,X 規程이 있고, Fed는 金融政策의 觀點에서 株式市場에 流入되는 信用量을 조절할 권한을 갖고 있다. 信用去來 規制의 주요 수단인 Fed의 當初 證據金率의 변경은 株價의 安定性등을 목적으로 한다기 보다는 金融政策의 一環으로서 선택적인 信用統制를 목적으로 한 것이다. 이는 Fed의 當初 保證金率이 1974년 1월 이래 50%로서 변동이 없었다는 사실로도 입증된다.

Ⅴ. 우리나라 信用去來制度的 運用方向

우리나라 株式市場에서는 全般的 市場動向이나 個別種目の 動向에 對應하여 證券當局의 規制措置가 수시로 行해졌다. 이러한 規制措置는 株價의 安定性 및 投資者의 보호라든가 名分下에 株價의 沈滯時에는 淨揚策을, 株價의 過熱時에는 그 鎮靜策을 내용으로 한다. 그 중 流通市場에 대한 規制는 증권회사의 商品 株式保有限度 및 買受規制, 기관투자자의 株式投資比率 및 賣買規制등을 제외하면 流通金融限度の 변경, 證券會社 自己信用限度の 변경, 信用去來 및 現金保證金率의 변경 등 信用去來規制를 위주로 行해졌다. 本節에서는 지금까지의 論議에 비추어 우리나라의 株式市場에 있어서 信用去來規制에 따른 문제점을 살펴보고, 信用去來制度的 合理的 運用을 위한 方向을 제시해 보고자 한다.

1. 信用去來 規制의 問題點

信用去來는 投資者의 입장에서 보면 개별주식에 대한 限界價値를 평가하여 자기가 원하는 만큼의 株式數를 보유할 수 있게 한다. 證券會社의 입장에서 볼 때 信用去來는 株式委託賣買에 따른 委託手数料의 收入을 증가시키는 동시에, 融資에 대해서는 融資金利와 資金調達費用간의 差額을 그리고 貸株에 대해서는 資金運用收益率과 貸株賣却代金利用料간의 差額을 收益으로 얻는다. 株式市場 전체의 觀點에서 볼 때 信用去來는 流通市場에서 株價의 公正한 形成 및 市場性的 提高에 기여한다. 이처럼 流通市場의 效率性이 확보될 때, 投資者들은 資産運用의 手段으로서 株式을 선호하고, 기업들의 留保利益에 의한 再投資를 촉진하는 한편 기업들은 발행시장에서 株式資金을 용이하게 조달할 수 있게 된다.

위와 같은 긍정적 효과에도 불구하고 信用去來는 그 投機的 性格 때문에 株式市場의 狀況에 따라 政策當局의 規制對象이 된다. 信用去來에 대한 規制의 動機를 보면, 株式市場에 과도한 信用이 공급되어 다른 産業部門에의 資金利用을 어렵게 하며, 個人들이 과도한 부채를 사용하여 株式을 買入함으로써 생기는 손실로부터 보호해 주며, 株式市場의 株價變動을 완화시켜 줄 수 있다는 것이다. 이 세가지 動機중 첫번째 이유를 제외하

고는 그 타당성을 인정하기 어렵다는 것을 위에서 論證한 바 있다.

우리나라에서 證券當局이 株價의 急上昇時 信用去來에 대한 規制를 가장 빈번하게 하는 이유는 信用去來의 긍정적 효과를 과소평가하고 信用去來에 의해 誘發되는 것으로 보여지는 投機的 不作用만을 과대평가하기 때문이다. 이러한 政策當局의 信用去來規制가 正當화되기 위하여는 다음과 같은 두가지의 의문을 해결하여야 할 것이다. 즉, ① 우리나라의 株式市場에서 信用去來者들은 과연 보다 投機的인가? ② 우리나라 株式市場에서는 信用去來에 대한 規制의 動機가 얼마나 타당한가?

첫번째 의문에 대해서는 우리나라 株式市場에서 信用去來의 對象이 되는 第1部 種目과 現金去來로 이루어지는 第2部 種目간에 株價變動의 차이를 실증적으로 조사해 볼 필요가 있다. <表12>에서 年度別 收益率 分散을 비교하여 볼 때, 1981년을 제외하고는 第2部 種目の 分散이 第1部 種目보다 큰 것으로 나타났으며, 이중 2개 연도에 있어서는 5% 有意水準下에서 두개 種目간의 分散이 같다는 歸無假設을 기각할 수 있었다. 第2部 種目の 分散이 큰 것은 기본적으로 第1部 種目に 비하여 營業危險 및 財務危險이 높는데 基因한다고 하겠으나, 우리는 잠정적으로 信用去來로 인한 總危險의 증가는 별로 없었던 것으로 해석할 수 있다. 보다 엄밀한 檢定은 第2部 種目에서 第1部로 변경된 종목들의 危險變動을 分析함으로써 가능할 것이나, 이는 後日의 課題로 미루기로 한다. 구체적인 調査資料는 없지만, 우리나라 株式市場에서 信用去來者는 實名去來를 행하는 進전한 投資勢力으로서 株式市場을 교란시키기 보다는 安定시키는 작용을 할 것으로 추정된다.

두번째 의문과 관련하여 1986년 3월말부터 8월말사이에 流通金融 新規貸出의 증지 信用去來保證金率 및 現金證據金率의 引上, 證券會社 自己信用의 한도축소등 일단 信用去來規制로 말미암아 信用去來殘高는 108%나 감소하였다. 그러나 같은 기간중 綜合 株價指數(月平均 指數 基準)는 오히려 42.8% 상승하였고, 주식의 受託去來量 역시 3월부터 7월까지 비슷한 수준을 유지하였다.

〈表 12〉 市場第 1 部와 市場第 2 部간 收益率 分散의 비교

年 度	市場第 1 部 (S_1^2)	市場第 2 部 (S_2^2)	F (= $\frac{S_2^2}{S_1^2}$)
1980	0.001452	0.002431	1.6744
1981	0.007726	0.006480	0.8387
1982	0.001232	0.004109	3.3351*
1983	0.001722	0.006642	3.8569*
1984	0.000912	0.002237	2.4532
1985	0.001296	0.000801	0.6180

* 5% 有意水準下에서 임계치는 2.98 이므로 分散의 차이가 없다는 歸無假設을 기작할 수 있음

위의 결과로 미루어 株價上昇이 信用去來殘高의 증가에 의해 유발된 것은 아니다. 株價上昇은 소위 「3低」現象을 기반으로 한 經濟의 好況을 배경으로 資本自由化, 不動產投機抑制, 신속적인 통화운영등 基準的 要因에 의해 유발된 것으로 볼 수 있다. 그렇지만 위와 같은 株價의 급속한 상승은 市中の 浮動資金, 金融貯蓄 및 일부 生産資金까지 株式市場에 끌어들여 過熱投機의 조짐을 보였던 것도 사실이다. 證券當局은 投機鎮靜에 급급한 나머지 1986년 3월부터 7월까지 무려 14회에 걸친 각종 規制措置를 취하였고, 그 결과 綜合 株價指數는 7월말을 고비로 下落하기 시작하여 10월말까지 弱勢를 면치 못하였다. 특히 證券當局은 信用去來를 마치 投機의 主犯인양 취급하여 信用去來의 經濟的 機能을 도외시하였다.

최근 株價의 急騰과 이에 수반한 投機的 樣相은 信用去來에서 그 原因을 찾을 것이 아니라, 우리나라 株式市場내의 非效率性에서 그 原因을 찾아야 할 것이다. “양철냄비”에 비유되는 우리나라의 株式市場은 쉽게 달아올라 過熱狀態에 이르고, 쉽게 식어버려 沈滯에 빠지는 현상을 볼 수 있다. 이는 근본적으로 우리나라의 株式人口가 적고 株式需要基盤이 취약하다는 사실을 반영한다.

우리나라에서도 證券當局이 信用去來 規制를 실시하는 動機는 株式市場에서의 過度한

信用抑制, 株式買入者의 보호 및 株式市場에서의 변동완화를 들 수 있다. 먼저 우리나라에서 株式市場에 대한 信用供與는 美國과는 달리 商業銀行이 아니다. 證券金融會社에 의해 독점적으로 취급되고 있기 때문에 一般 産業金融과의 競爭은 직접적으로는 일어나지 않는다. 최근 流通金融의 全面中止로 말미암아 證券會社의 自己信用 比重이 급격히 늘어났다고는 하지만, 우리나라 證券會社의 資金調達은 비교적 제한되어 있으며, 또한 流通金融과 마찬가지로 自己信用은 證券當局의 直接 規制下에 놓여있다.

우리나라의 通貨量(M1)에 대한 信用去來融資殘高의 비율은 1985년말의 2.7%에서 86년 3월말에는 3.6%로 늘어났다가 9월말에는 다시 1.3%로 하락하였다. 우리나라에서는 信用去來融資의 pyramiding 효과가 크지 않으므로, 이러한 정도의 信用去來融資 殘高가 信用去來의 급격한 축소를 강요할 만큼 전체 通貨量 및 경제에 교란을 야기하였다고 보기는 어렵다.

다음 投資者의 보호라는 觀點에서 볼 때 證券當局의 規制指置에 가장 민감한 반응을 보이는 것은 巨額의 投機資金이며, 基本的 分析에 입각하여 長期投資를 목적으로 주식을 보유하고 있던 善意의 투자자들은 오히려 規制에 의한 손실을 입기 쉽다. 證券當局이 株價水準의 適正與否를 판단하여 規制를 행하는 것은 市場의 自律的 機能을 저해하고, 市場危險을 증대시키게 된다. 더욱이 規制 이전에 投機的 勢力에 의해 株價가 主導되어 그 內在的 價值보다 過大評價되었다면 規制 이후 株價는 暴落할 것이고, 이로 인한 株式市場의 不安定은 더욱 증폭될 것이다. 市場 競爭原理를 대신한 證券當局의 市場 規制가 빈번히 행해질수록 株式市場에서 長期投資者들은 위험 부담의 증대로 주식투자를 기피하려 할 것이고, 급격한 株價變動에 便乘하여 短期差益만을 노리는 投機的 勢力이 市場을 지배함으로써 주식시장의 不安定性을 더욱 深化시킬 것이다. 따라서 證券當局의 市場規制는 어디까지나 市場原理를 존중하여 그 效率性を 제고하는 방향에서 이루어져야 한다.

만일 信用去來가 주로 投機에 이용된다면, 이는 市場의 非效率性 또는 投資底邊의 脆弱性에 그 근본원인이 있는 것이므로, 이 문제의 해결에 정책적 노력이 집중되어야 할 것이다. 信用去來의 經濟적 기능을 무시하고 그 규모를 지나치게 축소한다면, 株式市場은 株價形成 및 市場性 側面에서 보아 상대적으로 非效率的이고 非彈力的으로 될 것이

다. 마지막으로 信用去來의 빈번한 規制는 證券會社 側面에서도 고객 관리에 애로를 발생시키며, 주식거래량의 감소나 信用去來의 위축에 따른 委託手數料와 信用去來 利子收入을 감소시킴으로써 收益의 不安定性을 가중시키게 된다.

2. 信用去來 制度의 運用方向

信用去來가 그 경제적 기능을 제대로 발휘하기 위하여는 株式市場의 量的 擴大와 더불어 質的 發展이 이루어지지 않으면 안된다. 가령 株式流通市場에서 投資信託會社와 같은 몇몇 거대한 機關投資家나 일부「큰손」에 의해 株價가 좌우되거나, 企業公示制度의 미비나 내부자 거래의 규제 불충분으로 인해 情報의 非對稱性 및 非效率性이 존재한다면, 株式市場과 信用去來는 한낱 不公正投機의 手段으로 전락하고 말 것이다.

證券當局은 위와같은 信用去來의 投機化를 방지하되 그 經濟的 機能을 최대한 살리는 방향으로 信用去來制度를 운용하여야 할 것이다. 그 구체적 방법으로는 流通金融 및 證券會社 自己信用에 대한 직접적인 규제보다는 信用去來 保證金率의 변경을 통한 간접적 규제가 보다 바람직하며, 株式市場에 대한 추가적 信用流入抑制나 投機鎮靜의 효과가 달성되었을 경우에는 그 규제조치를 조속히 해제할 필요가 있다. 또한 信用去來가 그 경제적 기능을 발휘할 수 있도록 株式市場의 需要底邊擴大, 優良企業의 公開 및 有價增資促進을 통한 株式供給擴大, 企業公示 및 企業監査制度의 확립, 內部者去來의 規制強化등 근본적인 대책을 지속적으로 추진하여야 함은 물론이다.

우리나라의 信用去來制度의 運用과 관련하여 시급히 개선되어야 할 課題로는 融資와 貸株간의 不均衡이 있다. 貸株는 融資와 마찬가지로 投資者에게 개별주식에 대한 限界價値와 市場價格을 일치시켜 원하는 만큼의 株式數(이 경우 負의 株式數)를 보유하게 하는 방법이다. 貸株는 이를 공여하는 證券會社로서는 貸株賣却代金에 의해 資金調達源이 되는 동시에 資金運用收益率과 貸株賣却代金利用率간의 差額을 취득하는 收益源이 된다. 또한 株式市場 전체로 보아 貸株勢力은 信用買受勢力과 대항하여 株價가 하락한 경우에는 借入株式를 상환하기 위하여 買受勢力으로서 株價의 하락을 일정 수준에서 멈추게 하고, 그와 반대로 株價가 지나치게 상승하는 경우에는 賣渡勢力으로 등장하여 株價의 상승을 견제한다.

좋은 市場이란 實賣却者가 자신의 株式을 實買入者에게 不當한 不便과 지체없이 公正한 價格으로 처분할 수 있는 市場으로 定義된다. 買入者가 市場에 나타나 일시적 需給 不一致로 賣却者를 발견할 수 없을 때, 空賣者는 賣却者를 대신하여 행동함으로써 값진 經濟적 기능을 수행한다. 그러나 貸株數量이 과도하게 될 때, 株式市場에 대량의 賣渡 勢가 형성되어 公正한 價格이하로 株價를 하락시킬 우려가 있다. 그렇지만 空賣者의 본래 기능은 賣渡를 유발하는 것이 아니라, 株價가 內在的 價值 이상으로 상승할 때 그 하락을 예측하여 市場價格의 효율적 형성과 지속적인 시장형성에 기여하는 것이다.

貸株의 위와 같은 經濟적 기능은 信用去來融資와 相互補完關係가 성립될 때 완전히 발휘될 수 있다. 우리나라의 信用去來制度는 앞에서 살펴본 바와 같이 融資에 편중 운영되고 있으므로, 信用買受에 의한 假需要를 전제하는 貸株勢力을 市場내에 마련하지 못하고 있다. 融資와 貸株간의 심한 不均衡 狀態를 해소하기 위하여는 貸株制度를 활성화 하여야 할 것인바, 그 구체적 방안을 제시하면 다음과 같다.

첫째, 流通金融 貸株種目を 融資種目과 균형을 맞추어 대폭확대할 필요가 있다. 이때 貸株種目擴大에 따른 副作用을 최소한으로 줄이기 위하여 資本金 規模, 株式分散度, 流動株式數등을 비교 검토하여 그 對象 種目を 선정하여야 함은 물론이다.

둘째, 貸株限度를 證券會社別 및 種目別로 최고한도를 두는 외에 당해 종목 融資擔保 株式의 50%, 證券會社가 소유하고 있는 당해 株式 그리고 증권금융회사로부터 借入한 당해株式를 합한 수량의 범위를 넘지 못하도록 하고 있다. 貸株限度를 확대하는 동시에 美國 및 日本에서와 같이 他證券會社나 機關投資家로부터의 證券借入을 가능하도록 하여 貸株市場을 개발하여야 할 것이다.

參 考 文 獻

1. 張在澈, “貸株制度의 運用現況과 課題,” 「證券學會誌」, 韓國證券學會, 1981년 第2輯.
2. 鄭鳳成, “證券의 信用去來에 관한 研究, 規制效果의 實證的 分析을 중심으로,” 「證券金融」, 韓國證券金融聯, 1977.11 및 1977.12.
3. 韓國證券去來所, “美國의 信用去來(上),” 「株式」 1980.4.

4. 韓國證券去來所, “美國의 信用去來(下),” 「株式」 1980. 5.
5. 韓國證券金融敎, “美國의 Borkers' Loan에 관한 考察,” 「證券金融」, 1981.7.
6. 福田敬太郎, 證券金融, 千倉書房, 1973.
7. 日本 證券金融敎, “美國의 마진거래動向,” 1982.
8. 日本 證券經濟研究所, 信用取引制度, 證券研究, 第47卷, 1976. 4.
9. J. I. Bogen and H. E. Kross, Security Credit-Its Economic Role and Regulation, Prentice-Hall, Inc., 1960.
10. W. J. Eiteman, C.A. Dice, D.K. Eiteman, The Stock Market, 4thed., McGraw-Hill, Inc., 1966.
11. R. C. Grube, O. M. Joy, and Don Panton, “Market Responses to Federal Reserve Changes in the Initial Margin Requirement,” Journal of Finance (June 1979), pp.659-674.
12. G. T. Kerekes, “Principles of Margin Trading,” in the Stock Market Handbook, F. Zarb and Gabriel Kerekes, eds, 1970.
13. T.G. Moore, “Stock Market Requirements,” Journal of Political Economy (April 1966), pp.158-167.