

II. 헤지펀드의 기초¹⁾

헤지펀드는 사모투자의 한 형태이지만, 아직까지 정의에 대해서는 다양한 의견이 존재하지만, 일반적으로 소수 거액투자자로부터 자금을 모집하여 주식이나 채권과 같은 유가증권, 파생상품, 실물자산 등에 투자하여 절대수익률을 추구하는 사모펀드의 일종이라고 할 수 있다. 세계상의 특혜를 누리기 위해서 주로 조세피난처에 유한합자회사(limited partnership) 형태로 설립되기도 한다. 펀드 매니저는 무한책임사원(general partner)으로서 상당한 지분을 보유하고 있다.

한편, 헤지펀드를 헤지펀드의 고유 특성에 의해서 설명하기도 한다. 헤지펀드의 주요 특성은 다음과 같다. 광범위한 금융상품에 투자가능, 공매도 가능, 레버리지 사용, 펀드매니저의 수입은 1.5 ~2.0%의 운용수수료와 20 ~25%의 성과급 적용, 펀드매니저는 고객들의 자금운용 시 자신의 투자자금도 함께 운용 한다는 것, 사모방식에 의한 모집, 공시의무 등의 규제가 미약, 정기적 펀드의 매각 인정, 펀드운용자의 펀드 참여 허용, 프라임 브로커 사용 가능, 기타 서비스 제공자와 제휴 등이 있다.

Francois-Serge Lhabitant(2002)의 경우, 헤지펀드의 특성을 다음과 같이 서술하고 있다: 적극적 운용전략, 투자은행의 트레이딩 담당부서와 유사한 조직, 유연한 투자전략, 예외적인 법적 구조, 유동성의 한계, 성과에 따른 보수, 절대적인 수익추구, 펀드매니저는 고용된 것이 아니라 회사의 경영진 이라는 것, 투명성의 한계, 펀드 규모의 한계, 특정 투자자를 대상으로 함 등이다.

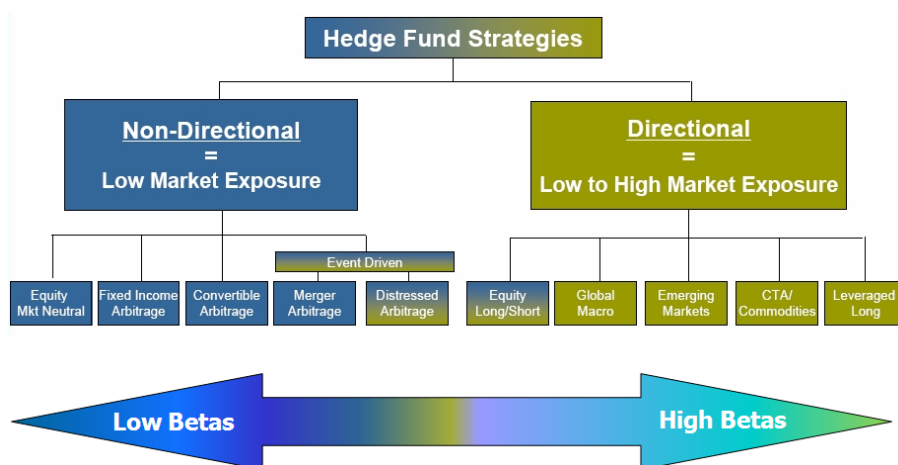
헤지펀드의 이름에서 알 수 있듯이, 헤지펀드는 레버리지나 공매도 혹은 파생상품을 통해서 투자위험을 헤지하고 절대수익률을 추구하고려고 한다. 그러나 때로는 오히려 시장위험을 줄이기보다는 위험을 감수함으로써 수익을 올리려는 경향도 발견되고 있다.

헤지펀드의 투자전략은 다양하며, 체계적인 분류 역시 쉽지 않다. 왜냐하면 헤지펀드의 투자전략은 펀드매니저 개인의 경험과 창조성에 기인하는 경우가

1) 유시용, 중앙대학교 경영학과 교수

많기 때문이다. 그리고 헤지펀드 투자전략은 정적인 것이기 보다는 끊임없이 변하고 확장되고 있는 동적인 개념으로 파악되기 때문이다. 헤지펀드 전략에 관한 통일된 분류방법은 없지만, 유사한 전략들을 묶어서 크게 분류해보면 방향성전략(directional strategy)과 비방향성전략(non-directional strategy)으로 구분해볼 수 있다(<그림 II-1> 참조). 비방향성전략은 시장위험 익스포저를 낮게 가지고가지만, 방향성전략은 시장위험에 대해서 다양한 익스포저를 취하게 된다.

<그림 II-1> 헤지펀드 투자전략의 분류



또한 헤지펀드 투자전략을 유사한 종류끼리 묶어서 분류해 보면, 상대가치(relative value)전략, 사건활용(event-driven)전략, 방향성(directional)전략, 주식매수/매도(long/short equity)전략, 기타 투자전략 등이 있다.

상대가치전략은 차익거래로서 일반적인 시장방향보다는 두 증권 간의 가격 격차로 부터 차익을 추구한다. 시장중립(equity market neutral)전략, 합병(merger) 차익거래전략, 전환사채(convertible bond) 차익거래전략, 고정수익증권 차익거래전략, 주택저당증권(mortgage-backed securities) 차익거래전략, 자본구조 차익거래 등이 이에 속한다. 사건활용전략은 분사(spin-off), 합병, 인

수, 청산, 구조조정 등과 같은 이례적인 기업 사건이나 기업생애주기에 따른 기회를 포착하여 수익을 추구하는 전략이다. 방향성전략은 개별 주식보다는 주요 시장 경향을 이용하여 수익을 추구한다. 상품선물(managed futures) 전략, 거시전략 등이 이에 포함된다. 주식매수/매도전략은 과소평가된 주식을 사고 과대평가된 주식을 파는 전략을 의미한다. 이 전략은 헤지펀드들이 가장 많이 활용하는 전략 중의 하나이다. 단순하기 때문에 이해하기는 가장 쉬운 전략이나, 실제로 실행하기에는 가장 어려운 전략 중의 하나이다.

기본적으로 헤지펀드는 단기 고수익 추구성향이 강하다. 그래서 공매도나 레버리지, 파생상품 등을 활용하여 과도한 유동성 포지션을 취하게 된다. 이러한 헤지펀드의 특성으로 인해서 자본시장에 시스템위험(system risk)을 초래할 수 있다. 극단적인 경우 자본시장은 물론 실물경제까지 불안정하게 되는 금융위기(financial crisis)를 촉발시키는 원인이 되기도 한다. 헤지펀드가 레버리지에 의존하는 운용방식 때문에 마진 콜에 대응하기 위해서 헤지펀드가 기 보유하고 있는 유가증권을 어쩔 수 없이 매도함에 따라 시장상황을 악화시키는 경우, 헤지펀드가 유사한 포지션들을 보유하고 있거나 유동성이 좋지 않은 유가증권에 투자함에 따라 어쩔 수 없이 유가증권을 매도하게 되어 시장상황을 악화시키는 경우, 프라임브로커가 헤지펀드에 대해 먼저 마진 콜을 행사하는 경우 등이 시스템위험을 촉발시키는 원인이 될 수 있다.

헤지펀드의 투자전략을 이해하기 위해서는, 신용매수(margin buying), 대차거래(security lending)와 공매도(short selling), 레버리지(leverage) 등과 같은 기본적인 개념들에 대한 이해가 필요하다. 레버리지는 브로커회사에 있는 신용거래계좌를 통하여 자금을 차입하여 주식을 추가로 매입하거나 주식매입 시 액면가액 전액을 지불하는 대신, 증거금만 예치함으로써 주식을 매입하는 것을 의미한다. 신용매수는 다른 증권을 담보로 활용하여 브로커로부터 현금을 빌려서 주식을 매수하는 것을 의미한다. 이 경우 담보를 증거금(margin)이라고도 한다. 증권의 대차거래는 증권대차계약에 의해서 증권을 대차하는 것을 의미한다. 공매도는 주가의 하락을 예상하여, 보유하지 않은 주식을 매도하는 것을 의미한다. 공매도는 개념적으로 신용매수의 반대개념이다. 공매도자는 공매도로 인해서 잠재적으로 무한 하방위험에 노출된다. 특히, 브로커

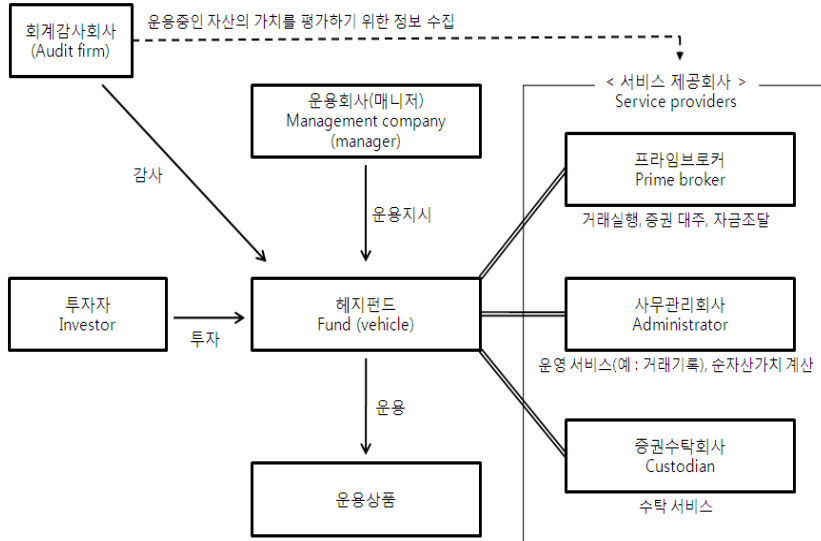
가 대여해준 주식을 급히 반환하라고 요구하는 경우, 공매도 스퀴즈(short squeeze) 위험에 처할 수 있다.

본 장에서는 헤지펀드나 헤지펀드의 투자전략을 이해하기 위해 헤지펀드의 특성이나 기초개념을 먼저 소개하고자 한다. 헤지펀드의 투자전략을 이해하기 위한 기초개념으로서, 헤지펀드의 조직구조와 더불어 차익거래(arbitrate), 신용매수(margin buying), 대차거래(security lending)와 공매도(short selling), 레버리지(leverage) 등과 같은 기본적인 개념들에 대해서도 소개하고자 한다.

1. 헤지펀드 운용구조

헤지펀드는 투자자, 헤지펀드 매니저, 프라임 브로커(prime broker), 사무관리회사(fund administrator), 증권수탁회사(custody) 등에 의해서 운용되는 구조를 가지고 있다(아래 그림 참조). 운용회사 매니저는 전략적 자산배분을 결정하고, 통상 2%의 운용보수와 20%의 성과보수를 받는다. 프라임 브로커는 헤지펀드를 대상으로 유가증권 대여(securities lending), 대출, 청산 및 결제 제공, 펀드관리 등의 서비스를 제공한다. 나아가서 헤지펀드의 운용과 성장에 필요한 제반 서비스를 제공하는 서비스 제공회사(service provider)로서의 역할을 하기도 한다. 사무관리회사는 운영 서비스를 제공하는 회사인데, 거래시장, 펀드의 실적과 투자관리자의 보수를 결정하는 펀드 순자산액을 산정해 투자자에게 통보하는 역할을 한다. 증권수탁회사는 증권, 현금 등을 수탁·관리하며, 마진콜(margin call) 충족 여부를 관리한다.

<그림 II-2> 헤지펀드 구조와 관련 조직



헤지펀드가 사모펀드(PEF)의 일종이기 때문에, 대부분 사모펀드의 특성을 그대로 가지고 있다(<표 II-1 참조>). 하지만, 투자기간, 투자대상, 유동성 등 몇 가지 측면에서 약간의 차이점은 있다. 사모펀드는 투자기간이 10~12년이라는 중장기를 고려하지만, 헤지펀드는 투자기간에 대한 제한은 없지만 단기 투자도 고려한다. 사모펀드의 투자대상은 주로 구조조정기업이나 벤처기업 등이지만, 헤지펀드는 주식, 채권, 파생상품, 상품자산 등 다양하다.

<표 II-1> 헤지펀드와 여타 펀드와의 비교

| 구 분 | 헤지펀드 | PEF | 투자신탁 /투자회사 | 벤처캐피탈 |
|--------------|----------------------------|--------------------------|------------------------------|-----------------------|
| 투자자모집 | 사모 | 사모 | 공모 또는 사모 | 사모 |
| 투자기간 | 제한 없으나 통상 단기 | 중장기 (10~12년) | 중장기 | 중장기 (5~10년) |
| 자기자금 출자 | 가능 | 가능 | 불가능 | 가능 |
| 주요 투자대상 | 주식, 채권, 파생상품, 1차 상품 | 구조조정기업, 벤처기업 | 주식, 채권, MMF | 주식, 전환사채 등 |
| 공 시 | 비공시 | 비공시 | 공시 | 비공시 |
| 차입 (레버리지) | 원금의 2~5배 | 원금의 2~5배 (한국 규제) | 차입불가 | 제한 없음 (한국 규제) |
| 공매도 | 규제 없음 | 규제 없음 (한국 규제) | 규제 | 규제 없음 (한국 규제) |
| 유동성 | 개방형 펀드, 기간별 매각 가능 | 폐쇄형 펀드 | 개방형 /폐쇄형 펀드 | 폐쇄형 펀드 |
| 성과측정 | 절대수익률 (리스크 대비 초과수익률) | 절대수익률 | 상대수익률 (벤치마크지수 대비 초과수익) | 절대수익률 |
| 규 제 | 주주자율규제 | 주주자율규제 | 감독기관 | 주주자율규제 |
| 펀드 매니저보상 | 인센티브 위주 (운용·성과 수수료) | 인센티브 위주 (출자약정에 기초) | 관리수수료 위주 (운용 수수료) | 인센티브 (출자약정에 기초) |

이제 헤지펀드 관련된 구체적인 운용구조와 역할에 대해서 살펴보도록 하자.2)

가. 발기인과 투자자들(sponsor and the investors)

발기인은 펀드의 설립자이며, 보통 펀드의 설립자 지분을 보유하고 있다. 발기인은 이러한 의결권 있는 주식으로 제한된 범위의 주요 의사결정 이외에

2) 이종철·서정두(2005)에서 인용하였다.

펀드관리에 관한 사항을 통제하지만, 일반적으로 배당이나 지분에 대한 권리는 없다. 나머지 모든 지분은 무의결권 우선상환주식의 형태로 투자자에게 속한다. 합자회사의 경우 발기인은 무한책임사원이며 투자자들은 유한책임사원이다.

나. 매니저 또는 운용회사(manager or management company)

자산운용 매니저는 펀드 발기인의 대리인이며 발기인과 관련된 자산운용회사의 조직원이다. 자산운용 매니저는 발기인을 대신하여 직원을 고용하고, 사무와 관련된 비용을 처리하며, 보통 런던 또는 뉴욕과 같은 금융센터에 회사를 설립한다. 주요 임무는 펀드의 투자전략을 결정하고, 정한 목적에 따라 투자결정을 하며, 펀드의 운영에 필요한 의사결정을 한다. 그리고 운영에 필요한 비용은 자산규모에 따라 부과하는 보수로 충당한다.

다. 투자자문사(investment advisor)

투자자문사의 역할은 펀드 약관에 기술된 대로 펀드의 투자 목표 및 전략에 맞는 방법으로 펀드의 투자에 대하여 전문적인 투자조언을 한다. 자문사는 헤지펀드와 같은 조직의 일부일 수도 있고 그것과 관련이 없을 수도 있다. 보통 고정 수수료를 받는다.

라. 이사회(Board of directors)

이사회는 펀드의 전반적인 운영을 감시하는 책임을 가지고 있다. 이사회는 매니저와 다른 용역회사들을 감독하고, 펀드와 주주의 이익이 투자자문사 또는 자산운용사와 서로 다를 때 이와 관련된 사항에 관하여 감독한다. 그러나 실제로 이사회는 매일 일어나는 펀드자산의 배분과 매니저 활동의 감시에 관한 책임을 집행위원회에 위임한다.

마. 펀드의 사무관리회사(fund administrator)

일부 규정은 헤지펀드 매니저가 아니라 헤지펀드에게 독립적인 사무관리회사를 임명하도록 명백하게 요구하고 있다. 이 사무관리회사의 주요임무는 계산 기간(break period)이라고 하는 일정한 시간간격을 두고 정기적으로 펀드의 순자산가치를 정확하게 산정하는 것이다.

바. 증권수탁회사(custodian)

증권수탁회사의 주요 책임은 펀드자산의 안전한 보관, 모든 거래의 결제, 배당금 지급 및 의결권 대리 행사에 대한 정보와 같은 기업 활동을 감시하는 것이다. 대부분의 경우 펀드자산인 현금과 증권은 증권수탁회사가 실제로 보관하고 있지 않으며, 증권수탁회사가 중앙집중예탁시스템을 통해서 장부에 기록하는 방법을 사용한다. 증권수탁회사는 또한 계좌 내에서 발생하는 거래에 대한 정기적인 보고서를 제출해야 하는 책임이 있으며, 때로는 펀드매니저의 투자지침 준수여부도 확인한다. 증권수탁회사 보수는 고정금액이거나 순자산가치에 대한 일정비율분 일수도 있지만, 브로커가 사실상의 증권수탁회사 역할을 할 때는 거래 건별로 부과된다.

사. 판매사(distributors)

어떤 헤지펀드는 펀드의 판매를 외부의 별도 판매조직 없이 내부적으로 담당한다. 이 경우 투자자들은 펀드를 헤지펀드로부터 직접 매입하거나 등록 대행기관으로부터 매입한다. 그러나 대부분의 경우 펀드는 헤지펀드와 계열회사 관계에 있거나 독립적인 판매조직에 의하여 판매된다. 이러한 판매조직은 잠재고객과 직접 연락하거나, 자발적으로 펀드에 투자하려는 투자자를 도와준다.

아. 주문집행 브로커(executing or clearing brokers)

만일 헤지펀드가 시장에 직접 접근할 수 있는 방법이 없다면 브로커를 통하

여 주문을 하여야 한다. 대부분의 헤지펀드는 가장 좋은 조건의 매매가격을 제시하고, 거래를 실행하며 제한된 관리서비스는 물론이고 완벽한 상호거래대차 서비스를 제공하는 주문집행 브로커의 이용을 선호한다. 헤지펀드는 가격, 거래 비용, 거래가격이 상승할 가능성 또는 실행 가능성과 속도 등 여러 가지 요소를 고려하여 최선의 주문을 실행할 수 있는 주문집행 브로커를 선택하게 된다. 또한 헤지펀드들은 수수료를 세분화하여 여러 브로커들과 거래할 수 있다. 그 결과로 IPO(기업공개)나 신규 증권발행에 보다 더 많이 참여할 수 있다.

자. 프라임 브로커(prime brokers)

프라임 브로커의 역할은 단순히 헤지펀드의 백 오피스(back office) 업무를 대신하는 것 이상이다. 거래의 실행과 운영의 핵심적 기능에 관한 완전한 서비스를 제공한다.

○ 거래의 결제: 프라임 브로커는 자기회사의 브로커-딜러를 통해서 실행하거나, 다른 펀드의 브로커와 실행한 거래를 결제한다. 후자의 경우, 헤지펀드와 거래를 실행한 브로커 모두 프라임 브로커에게 거래내역을 통보하여야 하며, 프라임 브로커는 거래내역이 맞으면 거래를 결제하고 증권수탁회사에 통보한다. 만약 거래내역이 서로 상이하면 펀드와 주문을 실행한 브로커 사이에서 문제를 해결하도록 한다.

○ 국제증권수탁회사로의 역할: 프라임 브로커는 헤지펀드의 증권수탁회사 역할을 하는 것이 일반적이다. 그 이유는 헤지펀드에게 있어서 핵심 정보중의 하나는 거래, 포지션 및 성과에 관한 통합된 보고서이기 때문이다.

○ 증거금융 자금 대출: 대부분의 헤지펀드는 선택한 투자전략에 대한 포지션 크기를 증대시키기 위하여 레버리지를 이용한다. 프라임 브로커는 자동대출한도의 제공, 대출 또는 환매거래를 통하여 투명한 방법으로 서비스를 제공할 수 있다.

○ 증권 대주: 헤지펀드가 구매할 수 있는 능력은 거래전략의 중요한 부분이며 이 과정을 촉진시키는 것이 바로 프라임 브로커의 대주관련 부서이다. 프라임 브로커는 은행, 대규모 기관 및 타 브로커 - 딜러로 구성된 대주가 가능한 네트워크를 유지한다. 순수한 증권수탁회사들도 제한적이거나 헤지펀드를 위해서 대주와 신용을 제공하기도 하지만, 브로커-딜러인 프라임 브로커의 서비스와 비교하면 그 규모가 매우 작다.

프라임 브로커들은 헤지펀드에게 대출하고 증권을 대주하면서 발생한 위험을 회피하고, 펀드의 파산 시에 법적인 소구권을 확실히 확보하기 위하여 보통 담보를 요구한다. 이러한 담보는 자산의 일부 양도, 전통적인 담보대출 및 헤지펀드 자산에 대한 수수료의 부과 등의 형태를 취할 수 있다. 만일 프라임 브로커가 동시에 증권수탁회사 역할을 수행하는 특별한 경우 펀드가 파산하면 잠재적인 이해상충이 발생한다. 즉 브로커가 자산을 자기 채권에 대한 담보로써 보유하여야 하는 것을 강조하여야 할 것인지, 아니면 증권수탁회사의 기능을 강조하여야 할 것인지 이점을 시작하기 전에 확실하게 하여야 한다.

많은 헤지펀드는 프라임 브로커와 다수의 주문집행 브로커를 병행 이용한다. 이렇게 함으로써 헤지펀드는 가장 좋은 조건으로 거래실행이 가능하게 되고 전문 브로커 및 집중된 정보원천에의 접근과 레버리지가 가능하게 된다.

프라임 브로커로의 전환은 헤지펀드 분야에서 의미 있고 유익한 패러다임의 전환이었으나 다른 관련자, 특히 증권수탁회사와 주문집행 브로커의 역할은 현저하게 줄어들었다. 프라임 브로커의 이용이 펀드 운영과정의 단순화 및 더 나은 서비스와 비용 절감을 가져왔다. 프라임 브로커가 없었다면, 헤지펀드는 유동성이 특히 낮은 증권, 장외시장 및 이머징 마켓과 관련된 투자전략을 효율적으로 수행하기 어려웠을 것이다.

오늘날 프라임 브로커 업무는 몇 개의 주요 투자은행에 집중되어 있다(예, Morgan Stanley, Bear Stearns, Merrill Lynch 및 Bank of America). 이들은 이미 자산운용, 대주 및 수탁업무를 하여 왔고, 운용업무부터 백 오피스업무에 필요한 기술적인 지원을 할 수 있기 때문에 자연스럽게 경쟁력을 가지고 있다. 이러한 프라임 브로커들은 대상 고객을 선택하는 데 있어서 펀드의 최

소 자본금이든지 투자 약정액, 거래량, 총자산 또는 공매거래량 등에 상당히 엄격한 기준을 적용한다.

그러나 프라임 브로커들 간의 경쟁 증가로 인하여 공급자 중심의 시장에서 수요자 위주의 시장으로 변하게 되었다. 따라서 프라임 브로커는 부가 서비스를 제공함으로써 헤지펀드 매니저들을 독점적인 관계로 만들려고 시도하였다. 그럼에도 불구하고 규모가 큰 펀드는 거래상대방에 따른 위험을 줄이고 자기 계정거래에 대한 비밀을 유지하고, 여러 시간대에 속하는 지역의 거래를 결제하기 위하여 점차로 여러 개의 프라임 브로커를 이용하게 되었다. 이에 따라 주요 프라임 브로커의 파산에 따른 잠재적인 영향을 줄일 수 있었으나, 매일의 손익상황이나 포지션 보고에 필요한 자료가 증가하기 때문에 관리담당자의 업무는 오히려 증가하였다.

1) 국내 프라임 브로커 발전방향³⁾

2009년 헤지펀드 도입을 앞두고 헤지펀드가 활성화되기 위해서는 프라임 브로커의 역할이 중요하다. 프라임 브로커의 주요 역할은 증권 대여를 통한 공매도와 헤지펀드의 레버리지를 위한 대출 업무가 될 것이다. 프라임 브로커의 발전을 위해서 공매도와 대출 제도의 개선이 필요하다.

현재 우리나라에서는 전반적인 공매도 규제와 관련된 규정은 증권거래소의 업무규정에 규제되어 있다. 현행 업무규정 제 17조에서는 보유하지 아니한 주식에 대하여는 원칙적으로 공매도를 금지하고 있으며, 업무규정 18조에서는 공매도 호가의 가격제한(uptick rule)을 규정하여 차입한 증권으로 매도를 하는 경우에는 차익거래를 제외하곤 직전의 가격보다 낮은 가격으로 호가할 수 없도록 하고 있다. 또한 자본시장통합법 제180조 제1항에서는 증권시장에서 상장증권에 대하여 원칙적으로 공매도를 제한하고 있다.⁴⁾ 이와 같이 순수 공

3) 노희진(2008) 참조.

4) 자본시장통합법 제180조 제1항에서는 증권시장에서 상장증권에 대하여 ① 소유하지 아니한 상장증권의 매도, ② 차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도를 하거나 그 위탁 또는 수탁을 금지한다. 다만, 예외적으로 ① 증권시장에서 매수계약이 체결된 상장증권을 해당 수량의 범위에서 결제일 전에 매도하는 경우, ② 전환사채·교환사채·신주인수권부사채 등의 권리 행사, 유·무상증자, 주식배당

매도(naked short sale)를 허용하지 않고 차입 후 공매도(covered short sale)를 허용함에 따라 신용거래 및 대차거래가 활성화되어 있지 않은 우리시장에서는 매수차익거래(현물매수, 선물매도)보다는 매도차익거래(현물매도, 선물매수)를 행하기가 상대적으로 어렵다.

공매도는 결제불이행과 시세 조정의 수단이 될 수 있는 위험성이 있지만, 가격결정의 효율성, 수급불균형의 조절을 위한 유동성 공급 기능을 가진다. 따라서 공매도 자체를 원칙적으로 금지하기 보다는 그 문제점을 최소화시키며 자율적인 자산운용이 가능하도록 할 필요가 있다. 다만, 결제시스템의 안정을 위하여 순수공매도는 원칙적으로 허용하지 않는 것이 바람직하며, 사전적으로 차입 증권이 확인된 차입 후 공매도⁵⁾를 활성화할 수 있는 방안이 마련될 필요가 있다.

그리고 펀드의 공매도를 활성화시키기 위해서는 펀드가 공매도거래에 참여할 수 있는 여건을 조성하는 것이 필요하며, 그 일환으로 펀드의 대차거래허용 수준을 완화시키는 것이 바람직하다.⁶⁾ 이를 위하여 시세조정에 따른 시장교란 가능성이 거의 없는 거래에 대해서는 up-tick rule 적용을 배제하게 되면⁷⁾ 적시 매도가 가능해지므로 시장의 효율성을 확보할 수 있으므로 이러한 방안을 고려할 필요가 있다.⁸⁾

등으로 취득할 주식을 매도하는 경우로서 결제일까지 그 주식이 상장되어 결제가 가능한 경우, ③ 결제 이행 우려가 없는 경우로 대통령령이 정하는 경우에만 한하여 이를 공매도로 보지 않는다.

- 5) 정상적으로 주식을 빌려서 파는 것으로 normal short sale 이라고도 한다. 원칙적으로 주식이 없는 상태에서 매도할 수 없으나 대주에 대한 약정을 한 상태에서 매도가 가능하다.
- 6) 간투법 제 88조 1항, 시행령 제 72조 제2호에 의하여 공모의 경우 대차거래는 50/100까지 허용하며, 사모의 경우 제한이 없다.
- 7) 최근 미국에서는 공매도 활성화를 위해 주식의 상승 시에만 공매도를 할 수 있는 up-tick rule을 완화한 바 있다. 일반적으로 틱 테스트(tick-test)로 알려져 있는 이전 규정에서는 (1) 이전의 가격보다 높은 가격에서(plus tick) (2) 마지막 매도 가격이 제일 높은 가격이라면 그 가격으로(zero-plus tick) 공매도를 행할 수 있다고 명시하고 있다.
- 8) 최근 미국에서 공매도 규제 강화에 대한 논의가 있으나, 이는 미국의 양대 국책 모기지 기관인 패니메와 프레디맥 외 골드만삭스, 리먼브러더스, 모건스탠리, 메릴린치 등 17개 금융기관의 주식에 대하여 순수공매도를 한시적으로 제한하는 조치이다.

더불어 헤지펀드의 활성화와 직접적 연계가 있는 프라임 브로커의 기능을 제고하기 위하여 공매도 규제의 실효성을 확보해야할 것이다. 실질적으로 기관투자자와 외국인의 매도물량보유여부에 관한 확인절차가 이루어지는 시스템 확보가 필요하며,⁹⁾ 회원 뿐 아니라 위탁자에게도 증권 확보 명시의무를 부여하여 공매도 규제의 실효성을 제고할 필요가 있다. 또한 외국인의 경우는 결제의 시차 등을 고려할 때 공매도에 관한 정확한 포지션 계산이 곤란한 경우가 있으며, 구체적인 판단기준에 대한 지침 및 공매도 여부를 결정하기 위한 순포지션 계산 방식도 명확하지 않은 실정이다. 따라서 순수공매도 여부에 대한 확인 방법 및 순포지션 계산 방식 등에 대한 지침이 마련될 필요가 있다.

차입의 경우 이익과 손실을 확대할 수 있는 효과적인 수단이며, 헤지펀드의 롱-숏 전략의 중요한 수단인데, 현행 규제에서 집합투자업자에 대해서는 원칙적으로 차입은 허용하고 있지 않다.¹⁰⁾ 자본시장통합법 제84조 제1항에서 집합투자업자의 금전 차입을 원칙적으로 제한하고 있지만, 레버리지는 경제적 측면에서 시장 유동성을 제고하고 자금 조달 비용을 낮추며 보다 효율적인 자산 배분을 가능하게 함으로 헤지형 사모펀드에 한하여 적용을 배제할 필요가

-
- 9) 업무규정 제17조 제3항의 규정에 의한 확인서 등에 의한 확인방법에 대하여 시행세칙 제23조 제1항에서는 일정기간을 정하여 주기적으로 결제이행확약서를 징구하는 방법, 매도주문의 수탁시 구두·전화·모사전송 등의 방법으로 확인하고 녹음 등의 방법으로 기록·유지하는 방법 및 예탁기관 또는 보유기관 등이 발행하는 확인서등에 의하여 확인하는 방법을 통화여 확인하도록 규정하고 있다. 그러나 제1항의 규정에도 불구하고 회원은 금융감독위원회의 증권업감독규정에 의한 적격기관투자자로서 신용도가 높다고 인정하는 투자자의 경우에는 확인절차를 생략할 수 있고, 회원이 제1항 및 제2항의 규정에 의하여 확인서 등에 의하여 확인하거나 확인절차를 생략하는 경우에는 사전에 적용대상자, 적용기간, 사후관리방안 등 그 밖에 시행에 필요한 사항에 대하여 세부기준을 정하도록 하고 있다.
- 10) 사모투자전문회사의 경우 법 제270조 제7항에서는 일시적 자금 부족 경우 등에 한하여 차입금액 및 채무보증액의 합계가 사모투자전문회사 재산의 100분의 10 범위 내에서 자금을 차입할 수 있으며, 투자목적회사의 경우 법 제271조 제3항에서 차입을 하거나 투자대상기업 또는 투자대상기업과 관련된 타인을 위하여 채무보증을 할 수 있으나, 차입금액과 채무보증액의 합계는 대통령령으로 정하는 한도를 초과 할 수 없다. 반면 파생상품간접투자기구의 경우 간투법 제144조 및 시행령 제131조에 의하여 간접투자 재산의 총위험평가액이 간접투자기구 자산총액의 2배, 사모파생상품간접투자기구의 경우에는 5배까지 가능하다.

있고, 프라임 브로커 역할을 하는 증권회사의 헤지펀드에 대한 대출을 허용해야 한다.

다만, 레버리지와 관련된 문제점은 과도한 레버리지 사용으로 손실이 확대될 경우 시스템리스크를 유발할 가능성 때문에 헤지펀드의 의미 있는 정보 공개, 금융기관의 위험관리 시스템 개선, 건전한 해결 메커니즘 확립 등을 통한 시스템리스크관리 방안이 필요하다. 헤지펀드는 전략별로 차입 정도가 달라지므로 차입 규모를 획일적으로 규제하는 방안은 헤지펀드 산업의 특성을 잘 반영하는 규제라고 할 수 없다. 따라서 헤지펀드의 위험성을 모니터링하기 위한 방안으로 차입 규모에 대한 감독 당국의 정보 집적이 필요하며, 이를 위해 헤지형 사모펀드 운용자가 이를 감독 당국에 보고하도록 하는 것이 한 방안이 될 수 있다.

특히 헤지펀드에 증권대여와 대출을 제공하는 프라임 브로커는 건전성 규제를 적용받는 금융기관이다. 따라서 금융 기관에 대한 건전성 규제를 통해 시스템리스크를 예방할 수 있을 것이다.

또한 헤지펀드가 최초 거래시 차입을 이용할 경우 신규로 매입한 주식은 또 다른 대출의 담보로 사용될 수 있고, 장외파생상품 거래에 있어서 거래상대방 위험에 노출되는 등 헤지펀드에 대한 리스크 관리가 필요하므로 개별 프라임 브로커는 자체적으로 리스크 관리에 만전을 기해야 한다.

국내의 경우 프라임 브로커리지 업무는 매우 생소한 분야이므로 프라임브로커리지 업무에 앞서 프라임 브로커와 헤지펀드의 법적 관계에 대한 정비가 필요하므로, 미국 SEC의 1994년 letter와 같은 국제적 정합성이 있는 기준에 근거한 PBA 가이드 라인 제시가 요구된다.

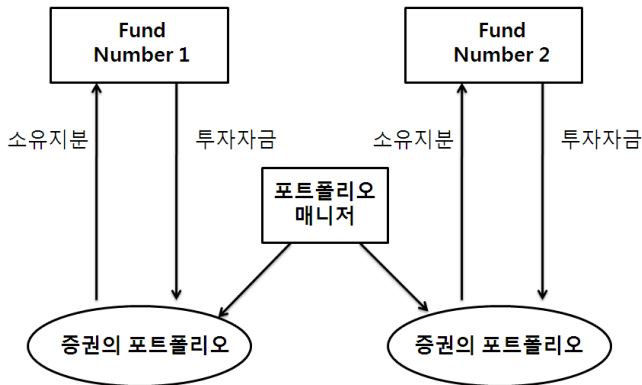
더불어 국제금융시장에서 경쟁할 수 있는 헤지펀드 도입 및 관련 제도의 개선에 맞추어 국내 헤지펀드 운용 및 프라임 브로커 수행 전문인력 보강이 필요하다. 선진 제도를 도입하더라도 이를 금융시장에서 실행할 인력이 없으면 결국 이러한 인력과 경험이 있는 외국계 금융 회사의 독무대가 될 것이다. 따라서 자본시장 전문인력 육성이 시급하고 절실하다.

2. 조직구조

가. 병행구조 및 마스터/피더 구조(side-by-side and master / feeders)

병행구조는 미러(mirror)펀드 또는 복제(clone)펀드라고도 하는데, 동일하거나 실제로 유사한 투자정책을 갖고 있는 여러 개의 펀드가 동시에 같은 구성 내용의 포트폴리오에 투자하는 것을 말한다. 이러한 포트폴리오는 공통의 투자자문사, 포트폴리오 매니저 및 증권수탁회사 또는 사무수탁회사를 이용한다. 복제 과정은 본질적으로 여러 복제 펀드에서 발생하는 매매 주문을 하나로 묶어서 처리하여 거래를 용이하게 하고, 각각 다른 현금흐름을 갖고 있는 복제 펀드의 포트폴리오를 조정한다.

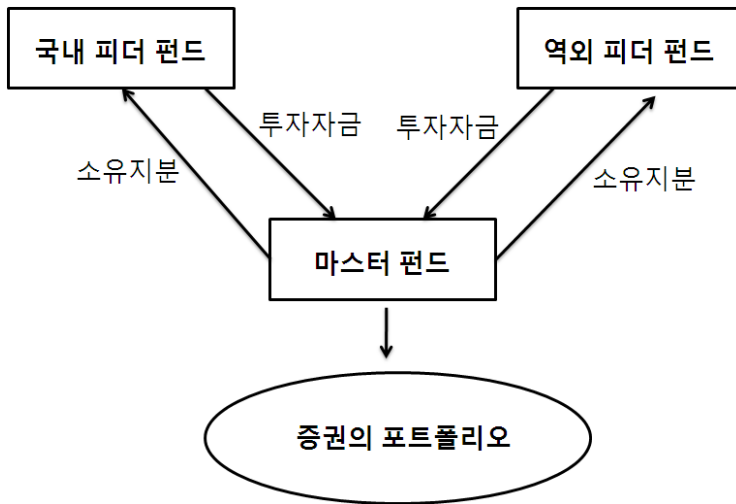
<그림 II-3> 전형적인 병행구조



바퀴와 바퀴살(hub and spoke) 또는 펀드를 위한 펀드(a fund for fund)라고도 알려진 마스터/피더 구조는 병행구조에 대한 효율적인 대안이다. 이 구조는 피더라고 불리는 여러 펀드가 각자의 투자설명서에 따라 투자자를 모집하고 여기서 모집한 각자의 투자자금을 직접 투자하는 대신에 마스터 펀드라는 다른 펀드에 투자하는 것이다. 마스터 펀드는 피더와 동일한 투자목적과 정책을 갖고 있으며 모든 투자행위를 수행한다. 각 피더 펀드는 마스터 펀드

에 대한 지분에 따라 마스터 펀드의 이익과 손실을 나누어 가진다. 투자자가 상환을 요청할 때에는 자금의 흐름은 역으로 발생한다. 즉 마스터 펀드가 피더 펀드에게 지불하면 피더 펀드는 다시 투자자에게 지불한다.

<그림 II-4> 전형적인 마스터/피더 구조



마스터/피더 구조를 이용하는 데는 다음과 같은 이점이 있다.

- 각 피더 펀드는 각각 다른 이름, 감독기관, 운용주체, 수수료 구조 및 판매사를 가질 수 있기 때문에, 이런 방법으로 여러 유형의 투자자가 동일한 투자 전략에 투자할 수 있게 해 준다.
- 각 펀드 별로 주문을 분리해서 거래해야 하는 부담 또는 여러 펀드 별로 매매한 주식을 분할할 때 평균가격을 이용해야 하는 부담을 없애준다. 마스터/피더 구조에서 모든 거래는 한 곳에 집중된다.
- 자산 규모를 증대시킨다. 규모가 증가하면 거래건수의 감소와 이에 따른 거래비용의 감소를 가능하게 하여, 레버리지 거래에 사용할 수 있는 담보를

증가시켜서 결과적으로 더 우수한 수익 창출을 가능하게 한다.

첫 번째 이점에 대한 예를 들면 펀드 발기인은 절세목적이나 다른 이유로 인하여 미국 투자자와 외국 투자자에게 각각 별개의 펀드를 설립하는 것이 바람직하다고 생각할 수 있다. 이 경우 발기인은 두 개의 펀드를 설립(병행 구조의 경우처럼)하는 대신에, 미국 투자자를 위한 역내 피더 펀드와 외국 투자자를 위한 역외 피더 펀드를 가진 역외 마스터 펀드를 설립할 수 있다. 두 피더 펀드는 투자자금의 유출입 시기와는 상관없이 동일한 성과를 낼 수 있다. 흔히 이용되는 또 다른 피더 펀드는 엔화 투자금액에 대한 헤지를 원하는 일본 투자자를 위한 것이다.

그러나 다음과 같은 불리한 점들도 고려되어야 한다.

- 마스터/피더 구조는 역내와 역외 투자자들 간에 자본이득이나 자본손실의 실현 또는 세금 지급 등에 관하여 서로 이해상충이 발생할 수 있다.
- 역외 투자자와 역외 피더 펀드가 역내 투자자와 역내 피더 펀드보다 유리한 환매조건을 갖고 있는 경우가 종종 있다. 시장상황이 악화될 때, 역외 투자자는 환매하려고 결심할 수 있으며, 이에 따라 펀드는 손실을 실현시켜야 하며 결과적으로 환매 신청할 수 있는 선택권이 없는 역내 투자자에게 영향을 주게 된다.
- 두 개의 조직체이기 때문에, 마스터/피더 펀드는 운영 및 조직에 관한 추가 수수료가 발생한다. 이런 사항은 대규모 펀드의 경우는 무시할 수 있으나, 갓 설립된 소규모 펀드의 경우는 심각한 영향을 끼칠 수 있다.

마스터/피더 구조에 있어 필수적인 문제는 역내 혹은 역외 중 어디에 마스터 펀드를 설립하느냐에 있다. 역외 등록을 하면, 투자회사로 분류되는 잠재 위험 및 증권투자자보호법(blue sky law) 준수문제를 회피할 수 있으며, 또한 미국 이외의 지역에서 투자자금의 유치가 수월해 진다. 역내 등록의 경우는

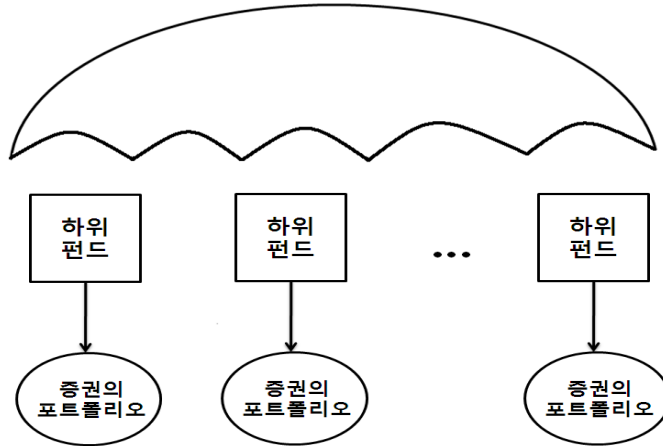
역내 피더 펀드에 투자한 미국 투자자는 원천 배당세를 회피할 수 있으며, 미국조세조약(이중과세방지조약)의 이점을 이용할 수 있다. 따라서 최종 선택은 펀드의 전략, 자산 및 목표로 하는 투자자에 따라 달라진다.

나. 엮브렐러 펀드(umbrella funds)

20년 전 유럽에서 처음 설립된 엮브렐러 펀드 구조가 헤지펀드 매니저 간에 유행하게 되었다. 엮브렐러 펀드 구조는 단순히 공동으로 집중 관리되는 공동의 펀드 이름을 가진 하위펀드들의 집합체이다. 각 하위펀드는 독자적인 투자정책 및 별개의 포트폴리오 자산을 보유하고 있으며 포트폴리오 매니저와 애널리스트로 구성된 팀에 의하여 운용된다. 순자산가치는 하위펀드 별로 계산되며 투자자는 자신이 투자한 하위펀드의 자산과 수익에만 권리가 있다.

엮브렐러 헤지펀드는 투자자가 어느 한 펀드에서 다른 펀드로 자본이득을 발생시키지 않고 이동할 수 있기 때문에 세금을 절감할 수 있다. 시간 경과에 따라 투자목적과 필요성이 달라지면 엮브렐러 펀드에 투자한 투자자는 적은 비용을 부담하여 목적에 맞는 이용 가능한 다른 하위펀드로 전환시킬 수 있다. 또한 펀드매니저에게 시장 접근성을 높여 주고 투자자들의 요구에 신속하게 반응할 수 있게 해주며 표준화된 마케팅 개념을 이용한 저비용의 마케팅을 가능하게 한다.

<그림 II-5> 전형적인 엮브렐러 펀드 구조



엮브렐러 펀드의 위험한 점은 특정국가의 법률에 따르면 어느 한 하위펀드에 대하여 갖고 있는 채권자의 권리가 엮브렐러 펀드 전체 자산에 대하여 적용될 수도 있다는 점이다. 이것은 다른 하위펀드 투자자의 채무에 대한 공동 책임의 잠재위험이 있다는 것이다.

다. 멀티 클래스 펀드(multiclass / multiseried funds)

어떤 헤지펀드는 한 개의 포트폴리오를 보유하지만, 투자자에게는 각각 다른 종류의 증권을 발행한다. 이것은 투자자 유형, 투자금액 및 환매여부에 따라서 각각 다른 수수료를 적용 가능함은 물론, 유통주식 및 누적주식을 함께 발행할 수 있도록 한다.

다양한 종류의 증권발행이 정당화되는 이유 중의 하나는 펀드의 <Hot Issue> 시장의 투자가가능성 때문이다. Hot Issue 라는 의미는 미국에서 공모 후 주식시장에 상장되자마자 즉시 원래의 공모가격보다 높게 거래되는 주식을 의미한다. 미국의 NASD(US National Association of Securities Dealers)에 의하면, 어떤 투자자는 이러한 Hot Issue에 투자하는 것이 금지되어 있다. 따라서 헤지펀드는 NASD가 규제하는 투자자의 투자를 거절하거나, 투자를 안

하거나, Hot Issue로부터 발생한 수익을 분리하기 위한 특별한 이익배분 과정을 수립하거나, 제한된 투자자에게 Hot Issue 이익 참여를 배제하는 것 중에서 하나를 선택할 선택권을 가지고 있다. 이러한 선택 중 마지막 선택이 다양한 종류의 증권을 처리하기가 쉽다.

3. 미국 내 헤지펀드의 구조

미국 투자자를 대상으로 하는 헤지펀드는 아래와 같은 특성을 갖춘 사업구조를 추구한다.

- 증권거래위원회 등록면제: 이는 투자의 유연성, 자산의 비공개, 레버리지 및 파생상품 활용 등의 목적을 추구하기 위한 것이다.
- 세금의 전가(pass-through taxation): 이는 이중과세를 피하기 위한 것이다. 이중과세를 피하기 위해서는 펀드의 수입, 이익 및 손실과 공제금액 등을 투자자들에게 그대로 전가시켜 투자자들이 직접 세금을 부담하도록 하고, 펀드가 세금을 납부하여서는 안 된다.
- 유한책임: 투자자들은 개인적으로 자신이 투자한 금액을 초과하여 펀드의 손실에 대한 책임을 지지 않아야 한다. 이는 펀드가 레버리지를 이용하거나 파생상품을 이용할 경우 특히 중요하다.

역사적으로 미국 투자자들을 위한 헤지펀드는 합자회사(limited partnership)의 형태를 취하고 있었다. 그러나 현재 대부분의 주에서 유한책임회사(limited liability companies)를 투자자의 책임면책이 가능한 법인으로 인정하는 법안을 통과시켰기 때문에, 헤지펀드는 점차적으로 이러한 새로운 형태의 구조를 채택하고 있다. 이상의 두 가지 형태의 조직이 가지는 장단점을 간단히 살펴보면 다음과 같다.

가. 합자회사(LPs, Limited partnership)

합자회사는 조합계약에 의해서 운영되는 법인체로, 무한책임사원이 최소 1명이고 유한책임사원이 1명 이상으로 구성되며 보통 일정기간동안 존속한다(예, 25년). 무한책임사원은 보통 펀드를 설립한 개인이나 법인이다. 그는 회사를 관리할 책임이 있으며 모든 거래 활동 및 일상 업무를 처리한다. 원래 그는 유한책임사원으로부터 출자를 받은 후에도 조합에 최소 1%의 지분을 유지해야 했지만 이 규칙은 조세감면법(Tax Relief Act of 1997)에 의해서 폐지되었다. 여러 주에서는 무한책임사원에게 최소한의 자격요건을 요구한다. 예를 들면, 텍사스주에서 무한책임사원은 일반 증권법규시험(Series 7) 및 주법에 관한 시험(Series 65)을 통과해야 한다. 그러나 무한책임사원은 회사의 채무에 대하여 무한 개인책임을 지기 때문에 무한 책임 위험을 줄이기 위해서 별도의 회사(다른 합자회사나 유한책임회사)가 무한책임사원 역할을 하는 경우가 많다.

유한책임사원들은 보통 수동적인 투자자들로, 자본을 회사에 투자하고 유한 책임만 부담하며 자신들이 투자한 금액한도 내에서만 손실 책임을 진다. 이러한 유한책임의 혜택을 상실하지 않기 위해서 이들은 사업의 운용이나 일상의 경영에 참여할 수 없다. 이들은 모두 공평하게 취급 받아야 하며 무한책임사원의 허가 없이 지분을 양도할 수 없다.

이러한 합자회사 구조는 자산의 혼합 및 공동운용을 용이하게 할 뿐만 아니라, 아주 다양한 성과보수 및 성과배분을 가능하게 한다. 또한 미 국세청에 의해서 과세목적상 소득흐름의 도관체(flow-through)로 간주되기 때문에 세제 혜택을 받을 수 있는데, 이는 모든 사원에게 분배된 배당금이 사원의 개인소득세 과세대상으로 신고 되기 때문이다. 델라웨어, 네바다 및 와이오밍주에서는 합자회사를 선호하고 있으며, 연간 세금 및 등록수수료를 낮게 부과함으로써 상당히 많은 헤지펀드를 유치하고 있다.

나. 유한 책임회사(LLCs, Limited liability companies)

유한책임회사는 최근에 나타난 법인형태이다. 소유자는 <유한책임사원>으로 불리며 직접 회사를 운영하거나 경영을 위임할 수 있다. 소유권 및 의결권은 아주 자유롭게 분리될 수 있으며 사원은 실제로 개인(내국인 혹은 외국인), 기업, 다른 유한책임회사, 신탁회사, 연금 등을 포함하여 그 누구든지 될 수 있다.

유한책임회사는 일반회사가 가지는 유한책임이라는 장점(유한책임회사의 모든 구성원은 합자회사의 유한책임사원들과 마찬가지로 개인적인 채무를 부담하지 않는다)과 단독 소유주 또는 조합원이라는 세법상 지위를 모두 갖는다. 하지만 유한책임회사는 다음과 같은 세 가지 주요한 결점이 있다. 첫째, 대부분의 투자자들은 여전히 유한책임회사를 잘 알지 못하며, 합자회사의 '유한책임사원'과 대응되는 개념인 유한책임회사의 '유한책임사원'이라는 지위를 이해하지 못하거나 꺼려한다. 둘째, 점점 더 많은 주가 유한책임회사에 세금 및 연간 등록비를 부과하고 있어 합자회사보다 비용이 더 많아지고 있다. 셋째, 모든 주의 유한책임회사법이 동일한 것이 아니므로, 어떤 유한책임회사는 다른 주에서는 자격미달일 수도 있다. 이렇게 되면 회사에 대한 검사가 필요하게 되고 각 유한책임사원들이 유한책임회사의 채무에 대한 책임을 져야 할 수도 있다. 결국 헤지펀드는 합자회사의 유혹에서 벗어나기 힘들다.

다. 다른 구조(Other structures)

미국 내에서, 앞에서 설명한 두 가지 외에 다른 회사형태는 대체로 헤지펀드에 적합하지 않다. 단독 소유는 회사에 대한 책임을 혼자서 부담함으로써 자신의 개인자산 전체를 위험에 빠트리게 할 수 있다. 합명회사는 각 구성원이 연대하여 개별적으로 회사의 채무 및 세금에 대한 개인 책임을 지는 것을 말한다. 또한 이러한 회사형태는 과세 관점에서 볼 때 아주 비효율적인데, 그 이유는 이중과세 문제 때문이다. 다시 말해 기업이 회사의 이익에 대한 세금을 납부한 후 개인에게 지급된 배당금에 대해서 이중으로 배당세가 과세된다

는 것이다. 따라서 대부분의 미국 헤지펀드는 합자회사 구조를 갖추고 있으며, 그 다음으로는 유한책임회사 구조를 갖추고 있다.

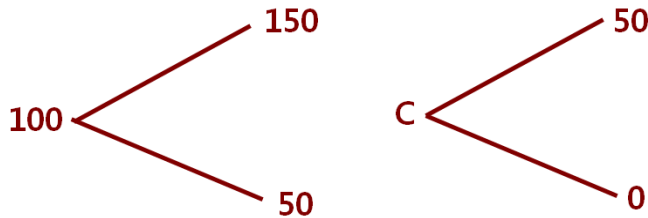
4. 차익거래

이론적으로 차익거래는 무위험과 무비용으로 초과이윤을 발생시키는 거래를 의미한다. 차익거래가 성립하기 위한 일반적 요건은 무위험(no risk), 무비용(no cost), 확실한 이윤(+ profit) 등이다. 하지만, 실제 헤지펀드에서의 차익거래는 현실적으로는 대부분 이론적인 정의와는 다르게 사용된다.

차익거래는 자산의 가격책정과정에서 설명될 수 있다. 즉, 자산의 가격을 구하는 과정에서 무차익거래조건(no arbitrage condition)을 만족하는 가격을 구하는 되는데, 이러한 방법을 차익가격책정법(arbitrage pricing method)이라고 한다. 차익거래방법을 통해 구한 자산의 가격은 공정한 가격(fair price)이기 때문에 기준가격(benchmark price)의 성격을 가진다.

예를 들어, 1기간모형에서 2개의 자산이 있는 경우를 고려해보자. 먼저, 위험자산으로서 주식은 미래에 150 혹은 50원을 가지고, 주식의 현재 가격은 100원이라고 가정하자. 그리고 무위험자산으로서 현재가격은 1원이고 미래에는 1.05원의 가치를 가지므로, 무위험이자율은 0.05이다. 그리고 다른 위험자산으로서 행사가격이 100인 콜옵션(call option)으로 미래에 50 또는 0의 가치를 가진다. 콜옵션의 현재 가치는 C라고 하자.

<그림 II-6> 주식(왼쪽)과 콜옵션(오른쪽)의 수익구조



먼저 복제전략(replicating strategy)을 통해서 콜옵션의 공정가격(fair price)을 구해보기로 하자. 즉, 주식과 무위험자산을 가지고 콜옵션의 미래 수익과 동일한 복제 포트폴리오(replicating portfolio)를 구성하는 것이다. 복제포트폴리오는 0.5 개의 주식을 사고, 23.81만권의 무위험자산을 빌리면 된다. 결과적으로, 복제포트폴리오의 현재가치는 26.19가 된다. 이 복제포트폴리오의 현재가치는, 무차익거래조건 하에서, 콜옵션의 현재가격이 되어야 한다. 즉, 콜옵션의 현재가격은 26.19가 되어야 한다.

차익거래를 설명하기 위해서, 콜옵션의 가격이 26.19보다 높게 측정된 27.00 원이라고 해보자. 이런 경우 차익거래가 발생한다. 즉, 콜옵션을 팔고 복제포트폴리오를 사면, 현재 시점에서 0.81원의 차익을 누리게 된다. 미래에는 어떤 상태(state)가 실현되든지 간에 확실하게 수익이 0이 되기 때문에 미래의 불확실성은 없어진다. 이 거래를 살펴보면, 초기에는 아무 비용도 없이(no cost), 무위험(no risk)으로, 현재 시점에서 정(+)의 수익(+ profit) 0.81원을 누리는 차익거래이다.

하지만, 헤지펀드의 차익거래는 무위험 포지션이 아니라 시장위험뿐만 아니라 추가적인 위험에도 노출되는 포지션을 취하기도 한다. 실제적으로 헤지펀드의 차익거래는 스프레드에 대한 방향성(directional) 포지션이다. 만약 스프레드가 예상한 대로 증가하거나 감소하는 경우에는 이윤을 누리게 되지만, 만약 예상한 대로 상황이 전개되지 않으면 많은 손실을 입게 되는 것이다.

차익거래 기회는 시장의 마찰로 인해서 동일 자산에 대해서 가격이 서로 다르게 형성되어 있는 경우에 가능하다. 시장이 효율적일수록 차익거래 기회는 금방 사라진다. 거래비용 같은 시장의 마찰이 많을수록 차익거래의 대상이 되는 가격격차가 상대적으로 커지며, 그 가격격차가 소멸하는 속도도 느리게 된다.

차익거래자는 시장의 방향과 상관없이, 두 증권의 절대적 움직임을 예측하는 것이 아니라, 두 증권의 상대적 움직임을 예측해야 한다. 차익거래자들이 많아질수록 경쟁이 치열해짐으로 말미암아 차익거래로 인한 기회와 수익이 감소하게 된다. 따라서 헤지펀드 시장의 확대는 곧 차익거래로 인한 수익 획득은 어려워지는 것을 의미한다. 즉, 낮게 달린 과일의 대부분은 이미 남들이

따간 것이다.

거래비용은 헤지펀드가 증권을 매매하기 위해서 중개인에게 지불하는 중개 수수료를 의미한다. 차익거래 기회는 차익거래의 수익이 수수료보다 큰 경우에만 실행에 옮겨지는 것이다. 전형적으로 헤지펀드는 규모의 경제의 이점을 향유할 수 있다. 헤지펀드 규모가 클수록, 그리고 거래를 자주 할수록, 거래비용을 절감할 수 있기 때문이다.

예를 들면, ADR(American Depository Receipt)은 미국주식예탁증서로서 미국 은행에 의해서 발행되며, 미국 내에서 거래되며, 미국 내에서 청산되는 증서이다. 이 증서는 미국 은행에 보관 중인 외국회사 주식을 대신하며, 기초자산이 되는 외국회사의 주식 수와의 교환비율을 기록하고 있다. GDR(Global Depository Receipt)은 어떤 한 국가의 은행이 보유하고 있는 증서로서 다른 나라에서 거래되고 있는 주식과의 교환비율을 기록하고 있다. 인도, 한국, 대만, 태국, 홍콩, 호주 등에서 ADR을 많이 발행하고 있는데, 미국 내에서 거래되는 주식과의 가격 차이를 나타낼 수 있으며, 이는 차익거래 기회를 제공한다. ADR과 기초자산 간의 차익거래는 거래비용과 거래실행 속도에 의해서 결정된다.

통계적 차익거래(statistical arbitrage)와 차익거래는 서로 관련 있지만, 서로 다른 의미로 사용되고 있다. 이를 통계적 차익거래와 확정적 차익거래(deterministic arbitrage)로 구분하고 있다. 확정적 차익거래는 보통 차익거래라고도 한다. 통계적 차익거래는 거래전략을 장기적으로 반복하게 되면 통계적 가격책정 오류가 존재한다는 것을 전제로 하고 있다. 또한 대수의 법칙(law of large numbers)이 성립한다고 가정하고 있다. 헤지펀드산업에서 통계적 차익거래는 특정 헤지펀드(약칭, StatArb)를 지칭하기도 한다. 즉, 많은 수의 증권에 투자하는 지극히 기술적이면서도 수리적인 단기 평균-회귀 전략을 지칭한다. 투자대상은 대부분 주식이며, 투자대상 주식 수는 위험자본의 크기에 따라 수백 개에서 수천 개에 이른다. 자산보유기간은 수일에서 수초에 이르며, 컴퓨터와 수리적 계산을 활용한 고도의 자동화된 거래를 하고 있다.

5. 신용매수

신용매수(margin buying 또는 buying on margin)는 다른 증권을 담보로 활용하여 브로커로부터 현금을 빌려서 주식을 매수하는 것을 의미한다. 이 경우 담보를 증거금(margin)이라고도 한다. 신용매수를 통해서 투자자는 수익 혹은 손실이 확대되는 효과를 누리게 된다.

거래상대방의 신용위험을 제거하기 위해서, 투자자는 증거금을 브로커회사에 예치해야 하며, 브로커는 고객이 예치한 증거금의 일부를 다시 청산회사에 예치해야 한다. 증거금은 계약이행의 보증금으로 사용될 뿐만 아니라, 매일 매일의 정산에도 사용된다. 증거금은 투자자가 브로커회사에 예치하는 위탁증거금(customer margin)과 브로커회사가 청산회사에 예치하는 매매증거금(member's margin)으로 구분된다. 위탁증거금에는 개시증거금(initial margin), 유지증거금(maintenance margin), 추가증거금(additional margin) 등이 있다.

가. 신용거래의 예¹¹⁾

주가가 10달러인 주식을 10,000주를 신용매수하는 헤지펀드를 상정한다. 50%의 개시증거금과 25%의 유지증거금을 적용한다. 신용매수 가치는 100,000달러이며, 개시증거금은 주식가치의 50%이기 때문에 50,000달러이다. 개시증거금은 담보나 증권의 형태로 신용거래계좌에 예치해야 한다. 헤지펀드는 나머지 50,000달러를 브로커에게 대출해서 신용매수거래를 개시한다. 이 경우의 대차대조표는 다음과 같다.

| 자 산 | | 부채 및 자본 | |
|------|---------|---------|--------|
| 보유주식 | 100,000 | 부채 | 50,000 |
| | | 자본 | 50,000 |

11) 이종철 · 서정두(2005), Lhabitant(2002, 2006) 참조.

주가가 12달러로 상승하는 경우를 상정해보자. 이 경우, 신용매수한 주가가치는 120,000달러로 상승하게 되고, 부채는 변동이 없고, 자본은 70,000달러로 증가하게 된다. 이 경우를 대차대조표로 정리하면 아래와 같다.

| 자 산 | | 부채 및 자본 | |
|------|---------|---------|--------|
| 보유주식 | 120,000 | 부채 | 50,000 |
| | | 자본 | 70,000 |

헤지펀드의 자산 대비 자본비율은 $58.33\% (=70,000/120,000)$ 이므로 유지증거금률을 상회하고 있다.

주가가 8달러로 하락하는 경우를 상정해보자. 이 경우, 보유주식의 가치는 80,000달러로 감소하게 되고, 부채는 변동이 없고, 자본은 30,000달러로 감소하게 된다. 이를 정리하면 아래와 같다.

| 자 산 | | 부채 및 자본 | |
|------|--------|---------|--------|
| 보유주식 | 80,000 | 부채 | 50,000 |
| | | 자본 | 30,000 |

헤지펀드의 자산 대비 자본비율은 $37.5\% (=30,000/80,000)$ 로서, 유지증거금률 25%를 상회하고 있다.

주가가 6달러로 하락하는 경우, 헤지펀드의 계좌는 다음과 같다.

| 자 산 | | 부채 및 자본 | |
|------|--------|---------|--------|
| 보유주식 | 60,000 | 부채 | 50,000 |
| | | 자본 | 10,000 |

헤지펀드의 자산 대비 자본비율은 $16.7\% (=10,000/60,000)$ 로서 유지증거금을 25%를 하회하기 때문에 마진콜(margin call)을 받게 된다. 만약 헤지펀드가 유지증거금을 맞추기 위해서 추가로 5,000달러를 신용거래계좌에 납입하면 다음과 같다.

| 자 산 | | 부채 및 자본 | |
|------|--------|---------|--------|
| 보유주식 | 60,000 | 부채 | 45,000 |
| | | 자본 | 15,000 |

헤지펀드의 자산 대비 자본비율은 $25\% (=15,000/60,000)$ 가 된다.

6. 대차거래

증권의 대차거래(security lending)는 증권대차계약에 의해서 증권을 대차하는 것을 의미한다. 주식의 모든 법적 권리는 차입자에게 양도된다. 즉, 이자쿠폰, 배당금, 의결권 등의 모든 권리는 차입자가 누리게 된다. 하지만, 이자쿠폰이나 배당금은 “가공배당(manufactured dividend)” 형태로 대여자에게 돌려주어야 한다. 차입자는 대여자에게 차입주식 가치 이상의 담보를 현금, 국채, 혹은 은행발행 신용장(letter of credit) 등의 형태로 제공해야 한다. 그리고 대차비용은 대차주식 가치의 수익률 개념으로 협상을 통해서 결정된다. 만약 담보가 현금인 경우, 대차비용은 리베이트(rebate)로 결정되는데, 이는 현금담보로부터의 모든 이자수익을 대여자가 받고, 나중에 차입자에게 합의된 일정 이자수익을 리베이트 형태로 환불해준다. 차입자는 대차거래가 종결될 때까지 대차주식과 담보증권의 시장가치 변동에 따라 증거금(margin) 유지의 책임을 진다.

대차시장의 발전은 공매도 거래 종결로 인한 주식인도의 결제 실패를 방지하기 위해서 발전하기 시작했다. 대부분의 자본시장에서는 명시된 특정 목적

하에서 행해진다.

주식차입자는 반환청구를 받으면 곧바로 대차한 주식을 반환하여야 한다. 시장상황이 유리한 경우에는 시장에서 막바로 구입하여 주식을 반환하면 되지만, 시장상황이 불리한 경우에도 시장에서 높은 가격으로 주식을 매입하여 반환하여야 한다. 이러한 상황을 공매도 스퀴즈(short squeeze)라고 한다.

가. 주식대차 기관

주식대차기관은 일반적으로 많은 주식을 보유하고 있는 대형 기관이며, 주식대차의 동기는 일반적으로 1~5%의 대차비용 획득이다.

통상 많은 주식을 보유하고 있는 자산운용사, 주요 투자은행, 증권전문보관 기관은 다음과 같다. ABN AMRO(New York, London, Hong Kong), Bank of America(New York), Bank of New York(New York), Barclays Global Investors(San Francisco, London, Tokyo), Citibank(New York), Credit Suisse(New York, London), Charles Schwab Corporation(San Francisco), Deutsche Bank(New York), eSecLending(Boston, Burlington, London), Fortis Bank(New York, Amsterdam, London, Hong Kong), Goldman Sachs(New York, London, UK), JPMorgan Chase(New York), Lehman Brothers(New York), Bank of New York(New York), Morgan Stanley(New York), Mellon Bank(Pittsburgh), Penson Financial Services(New York, Dallas), Robeco(Rotterdam, the Netherlands), RBC Dexia(London, Luxembourg, Toronto), State Street Corporation(Boston, London), The Northern Trust Company(Chicago), UBS(Zürich, Switzerland, London).

미국에서 주식 대여는 널리 사용되는 반면, 유럽에서는 대형주만 주로 사용된다. 일본에서는 주식 대여의 유용성은 외국 기관 투자자의 포트폴리오의 현재 상황에 밀접히 관계있다. 몇몇 이머징 시장에서 주식 대여는 불법이다. 여전히 ADR 또는 GDR을 가진 이머징 시장 주식만 일반적으로 대차에 사용된다.

7. 레버리지

레버리지(leverage)는 주어진 자원을 잠재적으로 이익이나 손실을 확대되는 방향으로 사용하는 것을 의미한다. 즉, 자기자본수익률(ROE: return on equity)을 증가시키기 위해서 차입자금, 부채 등을 활용하는 것을 의미한다. 재무 레버리지, 영업 레버리지, 상관관계 레버리지, 파생상품 레버리지 등이 있다.

재무적 레버리지(financial leverage)는 대출금이나 부채 등의 형태로 자본금을 마련하여 이자비용보다 더 큰 수익을 얻기 위해서 채투자하는 것을 의미한다. 만약 기업의 총자산수익률(ROA: return on total assets)이 대출이자율보다 크다면, 자기자본수익률(ROE)은 차입이 없는 경우보다 크다. 반대로, 기업의 ROA가 이자율보다 작다면, ROE는 차입이 없는 경우보다 작다. 신용매수는 투자에 있어서 재무 레버리지의 대표적인 예이다.

파생상품 거래는 실질적인 차입금 없이 레버리지를 가능하게 한다. 선물(futures), 옵션, 구조화상품(structured product) 등의 거래는 작은 비용으로 미래 수익 변동에 대한 노출을 확대시키는 효과를 초래한다.

투자에 있어서 레버리지는 여러 형태를 취하게 된다. 자기자본보다 더 많은 외부자금을 차입하여 투자하거나 더 큰 금액을 공매하는 것도 레버리지에 속한다. 브로커회사에 있는 신용거래계좌를 통하여 자금을 차입하는 것도 레버리지에 속한다. 헤지펀드는 주로 브로커회사의 신용거래계좌를 통해서 자금을 차입하여 주식을 추가로 매입한다. 그리고 주식매입 시 액면가액 전액을 지불하는 대신, 증거금만 예치함으로써 주식매입을 매입하는 것도 레버리지라고 할 수 있다.

가. 레버리지 사용 이유

헤지펀드들이 레버리지를 사용하는 이유는 여러 가지가 있다. 첫째, 헤지펀드는 보유 자본 이상의 자산 규모를 확보하기 위하여 레버리지를 이용한다. 헤지펀드가 차입을 할 때에는, 기본적으로 차입비용보다 자산 수익률이 클 것이라는 기대를 전제로 한다. 예를 들자면, 헤지펀드는 기술주업종의 수익률이

차입비용보다 클 것이라는 기대 하에서, 변동성이 큰 기술주에 투자를 할 수도 있을 것이다. 헤지전략과 관련하여, 레버리지를 사용하면 주식선택전략으로부터의 단순 수익률 이상의 수익률을 누릴 수 있게 한다. 레버리지는 저위험전략의 낮은 수익률을 배가시키는 작용을 하기도 한다.

둘째, 헤지펀드는 매도 포지션을 취하기 위해 레버리지를 사용하기도 한다. 어떤 헤지펀드는 공매도 포지션으로 인해서, 가격 하락으로 이익을 취할 수도 있다. 또는 매도 포지션과 매수 포지션을 동시에 취함으로써 시장위험을 줄이면서 수익을 취할 수도 있다.

셋째, 헤지펀드가 파생상품으로 거래를 구조화시킬 때, 레버리지를 사용하게 되면, 더욱 거래가 효율적이게 된다.

나. 레버리지 창출 방법

레버리지는 다양한 방법으로 창출될 수 있다. 가장 간단한 방법은 데이 트레이딩(day trading)이다. 데이 트레이딩은 자본보다 더 큰 포지션을 가져오는 가장 간단한 방법이다. 헤지펀드는 같은 날 주식을 매수하여, 그 날 매입한 주식을 매도 할 수도 있다. 혹은 같은 날 숏 포지션을 취한 후 다시 롱 포지션을 취할 수 있다. 두 경우 모두 현물 주식 거래가 요구되지는 않지만, 주식가격의 변화로 인해서 이익을 보거나 손실을 보게 된다.

개인투자자의 데이 트레이딩은 1990년대에 크게 알려졌다. 사실 이러한 방법은 브로커-딜러, 선물거래소, 헤지펀드 등에서 트레이더들에 의해서 사용되었다. 브로커들은 데이 트레이더들의 계좌에 일정규모의 자본금을 입금할 것을 요구한다. 대부분의 브로커들은 하루 중의 거래나 포지션을 모니터링하고, 미청산 포지션의 규모는 일정 수준이하로 제한한다.

또한 미청산 포지션으로부터 레버리지가 창출될 수 있다. 몇몇 자산들은 미청산상태에서 거래될 수 있다. 대부분 모기지 채권들은 월별 원금이나 이자금액이 결정될 때까지 청산은 이루어지지 않는다. 따라서 헤지펀드들은 당장 지불하지 않아도 되는 모기지담보부채권들을 현금지불 없이 거래할 수 있다. 이렇게 지연된 청산은 레버리지를 창출할 기회를 제공하게 된다.

외환현물시장의 거래는 즉각적인 청산이 이루어지지만, 외환선물시장 거래의 청산은 나중의 만기에 발생한다. 그래서 대부분의 통화(currency)에 대해서 선물시장(futures)보다는 선도(forward)시장이 유동성이 크다.

레버리지를 일으키는 또 다른 간단한 방법은 주식거래를 위해 자금을 차입하는 것이다. 브로커-딜러들은 정해진 마진계정(margin account)에서 투자자들에게 자금을 빌려준다. 은행도 주식 포지션이나 다른 은행의 담보로 자금을 빌려주기도 한다. 이러한 규제된 금융기관 외에, 환매조건부채권매매시장이 있다. 환매조건부채권매매시장 (RP, 혹은 Repo; repurchase) 일정 기간이 경과한 후 일정한 가격으로 동일한 채권을 다시 매수하거나 매도하는 조건으로 채권을 매매하는 시장을 의미한다. RP시장은 매도기관, 매수기관, 중개기관 등으로 이루어져 있다. 매도기관은 RP거래를 이용하여 보유채권을 팔지 않고서도 일시적으로 필요한 자금을 조달할 수 있다. 또한 보유채권을 담보로 자금을 조달하기 때문에 다른 자금조달수단에 비해 자금조달비용이 비교적 싼 편이다. 한편 매수기관은 국채 등을 담보로 자금을 안전하게 운용할 수 있으며, 중개기관은 매도기관과 매수기관을 연결해주고 수수료 수입을 얻는다.

미국의 RP시장은 채권딜링기관 등이 채권보유에 따른 자금부담을 해소하기 위해서 환매조건부로 채권을 매매하는 시장으로 만기는 1일몰을 중심으로 하여 1개월 이내의 국채가 주종을 이루고 있다.

헤지펀드는 미국채수익률과 유사한 이자율로 돈을 빌려 미국채에 대한 포지션을 취할 수 있다. 어떤 종류의 채권에 대해서는 시장가치의 거의 전액을 빌릴 수 있다. 유성성위험이나 신용위험이 있는 채권의 경우, 이자율이 좀 높은 편이며, 추가적 담보를 마련해야 한다. 이러한 추가적 담보를 차감률(haircut: 채권의 시가할인율)이라고 한다.

미국 주식대출시장은 국채시장 모형을 기초로 발전한 것이다. Repo시장처럼 주식대출시장은 단기 국채 이자율과 비슷한 수준의 이자율로 자금조달을 가능케 하고 있다. 주식대출시장의 이자율은 RP시장 이자율보다 통상 50bp 정도 높다. 그리고 차입자들은 거래주식 시장가치의 90%까지 차입이 가능하다.

파생상품 거래에도 레버리지 기능이 있다. 파생상품의 수익은 기초자산에 의존한다. 그리고 통상 현물거래보다는 작은 단위의 금액으로 파생상품 포지

션을 취할 수 있다. 선물, 선도, 스왑, 옵션 등의 거래가 이에 해당된다.

다. 헤지펀드 레버리지의 제한

증거금 요구는 선물, 옵션 또는 증권담보대출을 통한 헤지펀드의 레버리지를 제한한다.

1) 개시증거금

헤지펀드가 사용할 수 있는 레버리지에는 많은 한계가 있다. 규정 T(regulation T)는 브로커나 딜러에 의한 증권담보대출에 관한 규제 사항을 담고 있다. 규정U(regulation U)는 규제를 은행과 기타 대출자들에게까지 확장했다. 규정X(regulationX)는 규정T나 규정U에서 규제 받지 않았던, 관련 대출을 받는 주체들에게까지 규제를 확대했다.

이러한 규정들은 증권담보대출에 필요한 개시증거금을 부과한다. 증거금은 용자를 받아 투자된 증권 가치의 일부분이다. 용자가 불가능한 그 부분은 FRB가 통화정책을 집행하기 위한 도구로 사용된다. 실제로 중앙은행이 다른 정책 도구들에 초점을 맞췄기 때문에 증거금 규모는 몇 십년 간 변하지 않았다.

개시증거금의 수준은 자산의 종류에 따라 다르다. 거래소에서 거래되는 보통주의 경우는 50%의 증거금을 요구한다. 채권의 경우, 상대적으로 작은 규모의 개시증거금이 요구된다. 특정한 종류의 자산들(옵션이나 담보불가주식)의 경우, 담보물로 사용될 수 없다.

2) 유지증거금

FRB는 오직 개시증거금만을 부과한다. 그런데, 주요 거래소들은 회원들에게 최소 유지증거금을 보유할 것을 요구한다. (이 최소증거금은 변동된 가치에 기초함) 유지증거금은 대출의 안정성을 위해 포지션의 시장가치로 주기적으로 재계산된다. 이 요구사항은 오직 회원들이 충족해야 하는 최소 증거금일

뿐이다. 브로커와 딜러가 유지증거금을 납부해야 할 의무는 없다.

좀 더 일반적으로, 유지증거금 비율을 Maintain%라고 가정하자. 현재 대출 규모를 Loan, 그리고 최소 증거금을 Margin이라고 하면 요구 증거금은 다음과 같다.

$$\text{Maintain\%} = \frac{\text{Margin}}{\text{Margin} + \text{Loan}}$$

위 식을 전개해서 정리하면 다음과 같다.

$$\frac{\text{Maintain\%} \times \text{Loan}}{1 - \text{Maintain\%}} = \text{Margin}$$

유지증거금은 헤지펀드의 레버리지의 수준을 결정한다. 많은 해외투자 헤지펀드는 미국 밖의 딜러 회사나 딜러의 자회사들을 통해서 자금조달을 해서 증거금의무를 회피한다. 최대 레버리지수준은 포지션 전체 가치를 해당 증거금으로 나눈 것과 같다. 유지증거금비율은 최대 레버리지수준을 계산하는 데 중요한 공식이 된다.

$$\text{Maintain\%} = \frac{\text{Margin}}{\text{TotalValue}} = \frac{\text{Margin}}{\text{Margin} + \text{Loan}} \cdot 1,$$

$$\text{Leverage} = \frac{\text{Margin} + \text{Loan}}{\text{Margin}} = \frac{1}{\text{Maintain\%}} \cdot$$

물론, 펀드들은 일상적인 시장가치의 변동에서 발생하는 마진콜을 피하기 위해 위 규모보다 낮은 레버리지 비율을 가져간다.

3) 주식옵션증거금

거래소들은 주식옵션을 위한 증거금을 설정한다. 개별주식에 대한 콜과 풋 옵션 매입자들은 옵션가격 전체를 지불해야 하며, 그 옵션을 대출에 대한 담

보로 사용할 수 없다. 옵션매도 증거금은 두 가지 방법으로 계산되며, 매도자는 두 가지 중 더 큰 증거금을 납부하여야 한다. 첫째, 매도금액과 기초자산 가치의 20%의 합으로 결정된다. 다음으로, 매도 금액과 기초자산 주가의 10%의 결합이다. 개별주식 옵션의 증거금보다 지수옵션의 증거금이 더 적다.

옵션은 주식의 가격 움직임에 동참할 수 있는 다른 방법이지만, 보통 기초자산보다 적게 움직인다. 옵션의 델타는 기초자산의 가격 변화에 대한 옵션가격 변화의 민감도이다. 델타가 0.5인 옵션은 주가 변화율의 50%만큼 움직인다. 이것에 의해 옵션은 같은 양의 기초자산을 주식으로 보유한 포지션에 대해 2:1의 레버리지를 창출한다. 이 레버리지 비율은 주가변화, 행사가에 대한 주가 수준, 만기, 그리고 다른 요인들에 의존한다.

4) 선물증거금

선물 거래소 역시 헤지펀드에게 증거금을 요구한다. 선물 증거금은 주식과 채권의 증거금과는 다르다. 새로운 거래가 이루어 졌을 때, 매수자와 매도자 모두 개시증거금을 납부해야 한다. 이것은 신뢰를 주기 위한 예치금이며, 제3자인 청산 회사에 의해 실행된다. 개시증거금은 거래소에 의해 설정되고, 시간이 흐름에 따라 바뀔 수 있다. 거래소는 선물의 변동성이 커질 경우 개시증거금을 올릴 것이다. 이 증거금은 현금을 예치함으로써 만족되나 거래소는 이자는 지급하지 않는다. 대부분의 선물 트레이더들은 예치금으로 인정되고 이자수익도 발생하는 단기 국채로 납부한다.

선물거래소는 매수자, 매도자 모두에게 유지증거금도 요구한다. 선물은 매일매일 재평가되며 고객들은 유지증거금 이하로 내려갈 경우 증거금을 현금으로 납부하여야 한다. 유지증거금은 반드시 현금으로 입금되어야 하는데, 이 금액은 수익을 낸 투자자에게 입금되며 이들은 즉각 현금으로 받을 권리가 있기 때문이다.

선물 증거금이 기초자산의 가치보다 적기 때문에 헤지펀드는 선물을 매수하거나 매도함으로써 레버리지를 창출할 수 있다. 비록 선물이 상당한 레버리지를 발생시키더라도 선물 증거금은 헤지펀드의 레버리지를 제한한다.

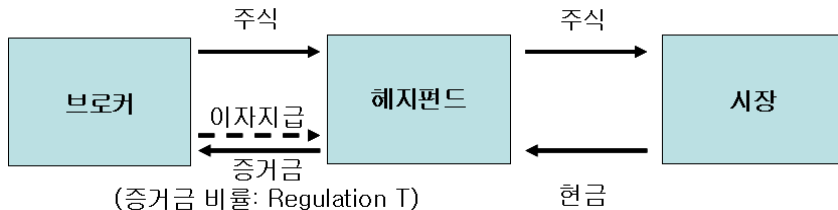
5) SPAN증거금

역사적으로 선물과 선물옵션의 증거금은 다양한 선물 포지션에 대해 개별적으로 계산되었다. 거래소들은 브로커에게 등가적 선물 포지션보다 상대적으로 적은 위험을 가진 포지션에 대해서 더 적은 증거금을 받는 것을 허용하였다. 다양한 선물 상품들이 생겨나면서, 거래소는 선물 포트폴리오 전체 위험에 대한 포괄적인 증거금 부과 방법을 적용하였다. 이 방법은 SPAN (Standardized Portfolio Analysis of Risk)이라고 명명되었다. SPAN증거금은 전체 포지션의 하루 동안의 최대 손실액과 같다. 헤지펀드 투자전략에서는 SPAN증거금은 전통적인 방법보다 증거금을 대체로 낮추어 준다. 브로커들은 보통 최소 SPAN증거금보다 많은 증거금을 요구한다.

8. 공매도

공매도는 주가의 하락을 예상하여, 보유하지 않은 주식을 빌려서 매도하는 것이나 주식 매입자금을 빌려서 주식을 매입하는 것을 의미한다. 공매도를 가수급이라고도 한다. 공매에는 빌린 주식으로 매도하는 거래를 Covered short sale, 실물 없이 매도하는 거래를 Naked short sale로 구분하기도 한다. 공매도는 개념적으로 신용매수의 반대개념이다. 공매도의 개시과정은 다음과 같다.

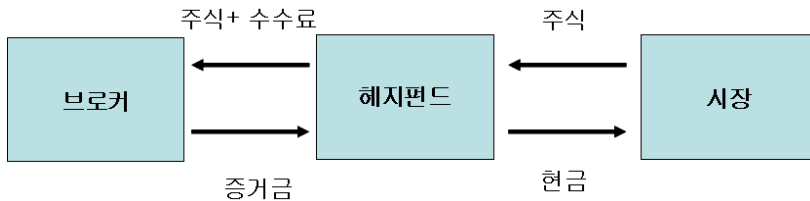
<그림 II-7> 공매도의 개시과정



공매도자(투자자)는 주식을 나중에 낮은 가격에 되살 생각으로 주식을 거래 증권회사(브로커)로부터 빌린다. 투자자는 빌린 주식을 주식시장에 매도하고, 판매대금은 거래증권회사의 계정에 입금한다. 투자자는 거래증권회사에 현금, 다른 유가증권, 은행발행 신용장 등의 형태로 개시증거금(initial margin)을 담보로 맡겨야 한다. 거래증권회사는 증거금에 대한 이자를 지급한다.

공매도의 종결과정은 다음과 같다.

<그림 II-8> 공매도의 종결과정



투자자는 공개시장에서 같은 양의 주식을 매수한다. 재매입 가격이 최초 공매 가격보다 낮으면 이익이고, 반대이면 매니저는 손실을 보게 된다. 투자자는 대여자에게 주식을 돌려주면서, 주식대차에 대한 수수료를 거래증권회사에 지급한다. 거래증권회사는 투자자에게 증거금을 돌려준다.

공매도 거래의 성과는 매니저의 주식 선별 능력과 시장 타이밍에 의존한다. 저평가된 기업을 찾는 전통적인 투자자와 달리 공매 매니저는 고평가된 기업을 찾아야 한다.

공매도 헤지펀드는 그들이 투자자에게 공매하는 기업의 이름을 노출하지 않는다. 시장에서 알아채고 스퀴즈(squeeze)하는 위험을 피하기 위함이다. 헤지펀드 매니저는 그들이 거래를 종료한 후에만 공매에 대해 밝힌다.

만약 투자자가 주식이 고평가됐다고 생각하면, 투자자는 그의 브로커에게 주식을 공매도하라고 요청한다. 브로커는 대여기간을 정한 다음 주식을 투자자에게 빌려준다. 투자자는 주식을 받는 순간 공개시장에 주식을 팔고, 판매대금은 '규정 T'에 따라 증거금으로 브로커에게 맡겨진다. 만약 주식 가격이 떨어지면 투자자는 주식을 낮은 가격에 되살고 브로커에게 주식을 되돌려준다.

다. 판매 가격과 재매입 가격의 차이가 공매도의 수익이 된다. 브로커는 주식 대차가치에 기초하여 수수료를 받고, 투자자는 증거금에 대한 이자를 받는다.

공매도자는 공매도로 인해서 잠재적으로 무한 하락위험에 노출된다. 즉, 만기 시 주식의 가격이 무한 상승하게 되면, 공매도자는 무한 상승된 가격으로 주식을 구입해서 브로커에게 되돌려 주어야 한다.

가. 한국의 공매도 현황

가격하락을 예상하고 유가증권을 소유하지 아니하거나 차입한 증권으로 결제하고자 하는 매도거래를 공매라고 한다. 공매거래는 용자거래와 더불어 신용거래의 하나로서, 일반적으로 유가증권 시장에서의 신용거래라 함은 증권의 매매거래에서 고객이 증권회사로부터 매수할 경우는 그 매수대금을, 매도할 경우는 그 매도증권을 차입하여 수도결제(settlement)하는¹²⁾ 매매거래를 말한다. 신용거래와 관련된 증권거래법 제49조의 규정에¹³⁾ 의하면 "증권회사는 유가증권과 관련하여 고객에게 금전의 용자 또는 유가증권의 대부의 방법으로 신용을 공여할 수 있다"고 함으로써 이에 신용용자 혹은 신용매수(buying on margin)와 신용대주(stock loan)를 포괄하고 있다.

현재 우리나라 주식시장의 공매는 신용거래의 일환으로 대주(貸株)의 형태로 운용되고 있다. 신용거래의 다른 한 축을 구성하고 있는 신용융자(信用融資)의 경우는 매우 활발하게 운용이 되는 반면, 대주의 경우 상대적으로 미약

12) 거래소시장에서 매매거래된 주식 또는 채권이 증권거래소가 지정한 결제기구를 통해서 매수 측은 대금을, 매도 측은 증권을 수수하는 것을 말한다. 당일결제거래의 경우는 매매계약을 체결한 당일에, 보통거래는 매매계약을 체결한 날로부터 3 일째 되는 날에 수도결제가 이루어진다.

13) 제49조 (신용공여) ① 증권회사는 유가증권에 관련하여 고객에게 금전의 용자 또는 유가증권의 대부의 방법으로 신용을 공여할 수 있다. ② 제1항의 신용공여의 방법과 내용에 관하여는 대통령령으로 정한다. ③ 금융위원회는 제1항의 신용공여에 대하여 그 한도와 담보의 비율 및 징수방법 등에 관한 규정을 정하여야 한다. ④ 증권회사는 그 인수한 유가증권을 매각하는 경우에 인수한 날로부터 3일이 되는 날까지는 당해 유가증권에 대한 매수대금의 대부 기타 신용공여를 하지 못한다.

하게 운용이 되고 있다. 이론적, 제도적 제한으로 인한 부분을 감안하더라도 용자-대주간의 너무 극심한 불균형을 보이고 있다. 이는 공매라는 투자수단에 대한 투자자의 인식부족도 있지만 공매에 대한 제도적 제한이 용자에 비하여 너무 심한 측면이 있다. 공매에 대한 규제는 주가의 하락을 부당하게 격화시키는 시세조종을 방지하는 것을 의도하는 것이지만 공매 자체가 오히려 시세 안정화에 도움을 주는 측면도 있으며 또한 투자자의 합리적인 자산선택으로서의 의의도 있는 것이므로 지나친 규제는 오히려 역기능을 초래할 수도 있다.

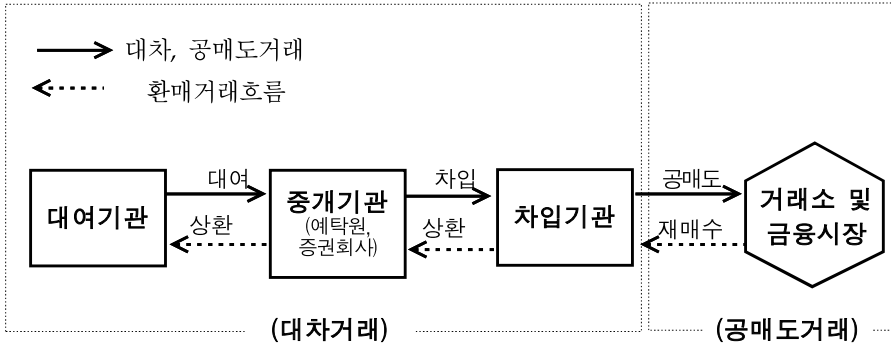
우리나라의 경우, 공매거래에 대한 정보는 매우 투명한 바, 전체 대주잔고 및 종목별 대주잔고 통계가 공개되고 있다. 그리고 대주주문은 일반 주문과는 구분하여 공개하므로, 거래소에서는 건별로 대주 여부를 파악할 수 있다. 따라서 사후적으로 모든 거래와 주문에 대하여 공매 여부를 구분할 수 있다.

우리 나라의 경우, 결제불이행 위험이 있는 공매도(naked short sale)를 금지하고, 예외적으로 공매도를 허용하고 있다. 예외적으로 공매도가 허용되는 경우는, 신용거래대주, 대차거래 등에 의하여 차입한 경우, 매수 후 당해 증권을 결제전에 매도하는 경우, 다른 보관기관에 보관하고 있거나 그 밖의 방법으로 소유하고 있으며, 결제가 가능하다고 확인된 경우 등이다.

그리고 공매도 가격규제도 외국과 마찬가지로, 공매도시 직전가 이하의 호가 금지(up-tick rule)를 적용하고 있다. 다만, 주가 상승시에는 직전가 호가를 허용하고 있으며, 차익거래 등에 대해서는 가격규제(up-tick rule) 예외를 인정하고 있다.

공매도 확인 및 호가 명시 의무와 관련해서는, 회원(증권사)은 공매도 여부 및 결제가능 여부를 확인하고, 호가제출시 공매도 거래를 표시해야 한다. 다만, 적격기관투자자 중 신용도가 높은 기관에 대해서는 결제가능여부 확인을 면제할 수 있도록 하고 있다.

<그림 II-9> 대차 및 공매도 거래 흐름



나. 미국 시장에서 공매의 단순한 예

공매는 증거금 거래이다. 즉, 고객은 자신의 주식을 담보로 제공하겠다는 보증의 표시로 브로커 회사 내에 증거금계좌(margin account)를 개설해야 한다.

현재 주가가 10달러인 주식 10,000주를 공매도하는 헤지펀드를 고려해보자.¹⁴⁾ 브로커는 개시증거금 150%와 유지증거금 130%를 헤지펀드에게 적용한다고 가정하자. 공매도의 판매대금은 100,000달러이다. 헤지펀드는 공매도의 판매대금 100,000달러와 추가적으로 50,000달러(채권)를 브로커 회사 내의 증거금계좌에 입금해야 한다. 이는 개시증거금이 150%이기 때문이다. 덜 보수적인 브로커는 헤지펀드가 공매도 대금으로 다른 주식을 매입하도록 허용하는 경우도 있다. 이 경우, 헤지펀드의 계좌는 다음과 같다.

| 자 산 | | 부채 및 자본 | |
|-----|---------|---------|--------|
| 현금 | 100,000 | 매도 포지션 | 45,000 |
| 채권 | 50,000 | 자본 | 50,000 |

14) 이종철 · 서정두(2005), Lhabitant(2002, 2006) 참조.

매도 포지션은 공매도 주식의 현재 시장가치를 나타내며, 자본은 자산에서 공매도 주식의 현재가치를 차감한 금액이다.

만약 주가가 10달러에서 11달러로 상승하게 되면, 매도포지션 가치도 증가한다. 총자산가치가 불변이기 때문에, 이에 상응하는 자본감소가 발생한다. 이 경우 헤지펀드의 계좌는 다음과 같다.

| 자산 | | 부채 및 자본 | |
|----|---------|---------|---------|
| 현금 | 100,000 | 매도 포지션 | 110,000 |
| 채권 | 50,000 | 자본 | 40,000 |

새로운 자본가치는 매도포지션 가치의 36.36%(40,000/110,00)를 나타내며, 이는 유지증거금 비율 30%를 상회하기 때문에, 추가적인 유지증거금 납입 의무는 없다. 추가 유지증거금 납입의무 발생(마진콜; margin call)은 주가가 다음 공식을 만족하는 수준으로 상승하였을 때에 일어난다.

$$\text{자산} - \text{매도포지션 시장가치} = 0.30 \times \text{매도포지션 시장가치}$$

$$150,000 - (10,000 \times \text{주가}) = 0.30 \times 10,000 \times \text{매도포지션 시장가치}$$

즉, 주가가 11.54달러 이상 상승하게 되면 마진콜이 발생한다.

만약 주가가 12달러로 상승하게 되면 헤지펀드의 대차대조표는 다음과 같다.

| 자산 | | 부채 및 자본 | |
|----|---------|---------|---------|
| 현금 | 100,000 | 매도 포지션 | 120,000 |
| 채권 | 50,000 | 자본 | 30,000 |

자본가치는 공매도 포지션의 25%로서 유지증거금 비율인 30%보다 낮다. 따라서 마진콜이 발생한다.

유지증거금 비율을 맞추기 위해서, 헤지펀드가 추가로 6,000달러를 증거금 계좌에 입금하는 경우의 대차대조표는 다음과 같다.

| 자산 | | 부채 및 자본 | |
|----|---------|---------|---------|
| 현금 | 106,000 | 매도 포지션 | 120,000 |
| 채권 | 50,000 | 자본 | 36,000 |

자본 비율은 매도포지션의 30%를 나타낸다. 그러나 주식이 계속 상승하게 되면, 다시 마진콜을 받기 때문에, 헤지펀드는 통상 6,000달러보다는 더 큰 금액을 납입하게 된다. 대안으로 헤지펀드는 현금으로 주식을 매입하여 매도포지션을 정리하거나 자본비율을 30% 이상으로 유지할 수 있다. 이러한 과정에서 발생하는 손실은 모두 헤지펀드가 부담하게 된다.

하나의 프라임 브로커와 거래하는 헤지펀드는 신용대출 한도를 사용할 수 있으며, 신용으로 매입한 자산을 신규담보로 사용할 수도 있다. 프라임 브로커는 대부분 규모가 크기 때문에, 공매도하고자 하는 다양한 주식을 대부분 보유하고 있어서 주식을 쉽게 구할 수 있다. 가장 효율적인 구조는 자산관리와 대주관리업자가 각 분야의 전문가로 분리된 구조이다.

다. 공매의 위험

공매도 포지션을 통해서 다양한 투자전략을 구사할 수 있고, 고수익을 누리게 할 수도 있지만, 다양한 위험도 따르게 마련이다. 공매도 포지션의 하방위험은 무제한적이다. 공매도한 투자자의 가치 상승기회는 공매도한 주가가 하락하는 경우 발생하게 되는데, 주가 하락은 최악의 경우 영(0)으로서 제한적이다. 반면에, 공매도 포지션의 가치하락은 주가의 상승시기에 발생하게 되는데, 주가상승은 무제한적이다. 그리고 일반적으로 매수와 매도 포지션 사이에는 위험 비대칭성이 존재한다.

공매도 스퀴즈(short squeeze)의 위험에도 노출된다. 특히, 브로커가 대여해준 주식을 급히 반환하라고 요구하는 경우, 공매도 스퀴즈 위험에 처할 수 있다. 공매도 계약상 브로커에게 대여해준 주식에 대해서 언제든지 반환을 요구할 수 있는 반환청구권이 주어진다. 기업합병이나 의결권행사 등과 같은 예측

하지 못한 상황에서, 투자자가 대차한 주식의 반환청구를 받게 되면, 투자자는 공매도 스퀴즈에 처하게 될 위험이 증가한다.

업-틱규정(the up-tick rule)의 도입으로 공매도가 불가능할 수 있다. 이렇게 공매도가 불가능하게 될 경우, 투자전략상 위험에 처해질 수 있다.

일반적으로 투자자는 대형주 위주로 공매도를 한다. 이는 유동성이 다른 주식에 비해 더 크고 공매도 스퀴즈 위험도 작기 때문이다.

최근 대형 PEF의 출현은 공매도 활동에 또 다른 위험으로 작용하고 있다. PEF는 저평가된 중소형주를 대상으로 하여, 경영권장악을 목표로 시장가격에 프리미엄을 주고 매입하는 경향이 있고, 공매도 대형 PEF의 경향은 공매도의 장애요인으로 작용하고 있다.

라. 공매잔량과 공매잔량비율

공매잔량(short interest)은 아직 반환되지 않은 공매도 주식의 수를 의미한다. 높은 공매잔량은 많은 공매도자가 주가 하락세를 예상하고 있다고 말할 수 있다. 그러나 트레이더들은 높은 공매잔량은 오히려 주가상승을 나타내는 선행지표라고 믿고 있다. 왜냐하면 공매도거래 만기 시 주식반환을 위한 공매도자의 주식 수요증가는 주식상승요인으로 작용하기 때문이다.

American Stock Exchange(AMEX), NASDAQ, New York Stock Exchange(NYSE) and Toronto Stock Exchange 등에서는 개별주식의 공매잔량을 공시하고 있다. 월별 기준으로 NYSE와 NASDAQ은 매달 15일 또는 휴일에는 다음날 매도 포지션의 수를 계산한다. 미국 시장에 상장된 주식은 월별로 며칠이 지난 데이터를 제공하지만, 유럽 시장에 상장된 주식은 유용한 공매잔량 자료가 없다.

공매잔량비율(short interest ratio)은 공매잔량과 30일 동안의 평균 일별 거래량의 비율을 말한다. 공매도자가 평균적으로 주식을 빌렸다가 다시 매입하여 반환하는 기간을 의미한다. 공매잔량비율이 높은 주식은 공매거래 종결시에 공매 스퀴즈 위험에 처할 가능성이 높다. 예를 들어, 공매주식 잔량비율이 높은 주식에 대해 예상치 않은 좋은 뉴스가 발표된다면, 주가는 상승하게 되

고, 주가가 더 오르기 전에 공매도자는 그 주식을 매입해야하는 부담을 받게 된다.

개별 주식의 공매잔량(short interest)과 공매잔량비율(short interest ratio)을 포함하는 자료는 블룸버그(Bloomberg) 단말기의 'ticker <Equity> SI'의 명령문을 통해 이용가능하다.

마. 공매도와 주가와 의 관계

공매도가 주가가격형성에 미치는 효과와 관련해서는 크게 두 가지 견해가 존재한다. 즉, 공매도가 주가 안정요인이라는 견해와 공매도가 주가 불안정요인이라는 견해이다.

공매도가 가격안정화요인이라는 견해는 적절한 공매는 주가가격을 평준화시킨다고 보는 것이다. 즉, 주가의 급등시에는 공급을, 급락시에는 수요를 유발시켜 주식의 가격변동에 대하여 안정화 기능을 발휘하거나, 매매거래를 위한 가격형성에 있어서 매도편중 또는 매수편중에 의해 발생하는 가격의 급격한 변동을 완화시켜 가격을 평준화시키는 작용을 하는 것이다. 공매는 물량공급이 부족할 때 신용공여의 형태로 공급을 인위적으로 창출하고, 공매한 부분에 대하여는 장래 일정 시점에 다시 매수하여 상환해야 하므로, 잠재적인 수요가 되어 정상수요와 함께 유효수요의 역할을 함으로써 주식의 유통을 원활하게 한다. 따라서 주식의 가격이 상승할 때는 폭등을 억제하고, 하락할 때는 폭락을 억제하여 주식 등락의 폭을 좁힘으로써 주식 가격을 안정시키는 역할을 하게 된다.

반면 공매도가 주가 불안정요인이라는 견해는, 시장이 충분히 경쟁적이지 않고 가격 지배력이 있는 거액의 자산을 가진 투자자가 있을 경우, 그 투자자는 가격을 임의의 수준으로 조작할 가능성이 있는데, 이러한 투자자는 신용거래를 이용하여 그 가격 지배력을 더욱 강화시킬 수 있다고 본다. 또한 자기 자금만으로는 가격 지배력이 충분하지 못한 투자자도 신용거래를 이용하여 가격지배력을 얻을 수 있다. 이러한 경우에는 공매도제도가 오히려 시장의 가격형성 기능을 손상시킬 우려가 있다. 그리고 시장의 저변이 취약한 경우의

대량 매매는 투자자가 의도하지 않은 큰 폭의 가격 변동을 초래할 수도 있다. 따라서 공매도가 가격을 장기 균형 가격에서 점점 괴리시킬 수도 있는 것이다. 즉, 공매는 인위적으로 공급을 창출함으로써 불공정한 경쟁상태 하에서 주식 시세의 하락을 야기할 뿐만 아니라, 시세 변동의 진폭을 크게 하고 그 빈도를 갖게 함으로써 투자를 조장하여 시장의 불안정을 심화시킬 수 있는 것이다. 만약 공매가 주식시장의 변동성을 증가시키고 유동성의 불균형을 초래한다면, 이는 결국 거래비용과 자본비용의 상승을 가져와 투자자의 부(wealth)를 감소시키게 된다.

바. 공매에 관한 규제

미국 시장에서 공매도는 여러 규정에 의해서 규제되고 있다.

- 미결제 공매잔량(open short interest)은 NYSE와 NASDAQ에 상장된 회사에 대해 매달 공표된다.
- 공매도는 업-틱규정(up-tick rule)을 따른다.
- 규정T는 공매도한 주식의 판매대금 100%와 공매도 주식가치의 50%의 증거금 납입을 요구한다.
- 공매도로 발생한 유동성은 담보가 되고, 또 다른 공매에는 허용되지 않는다.
- 뮤추얼 펀드와 연기금 같은 많은 기관투자자는 공매를 할 수 없다.

현재 미국 투자자는 어떤 기업 주식의 5%를 초과한 포지션을 가지고 있을 때 SEC에 13D 보고서를 제공해야하지만, 공매도의 경우 이에 상응하는 의무는 없다.

완전정보공개연합(Full Disclosure Coalition)은 공매도에 의한 시장조작을 방지하기 위해서 공매도자가 자신의 공매도 포지션을 SEC에 보고해야한다는

보고의무를 부과해야한다고 주장하고 있다.

대부분의 나라에서는 공매도로 인한 주식시장의 추가적인 하락을 방지하기 위해서 업-틱규정(up-tick rule)을 도입하고 있다. 즉, 공매도는 거래가격이 바로 직전의 거래된 가격보다 높게(plus-tick) 거래되거나, 직전에 상승된 거래가격과 동일한 가격(zero-plus-tick)으로 거래되는 상황에서만 시행되도록 규제한다. 이는 주가가 하락하는 주식의 공매는 추가적인 추가하락요인으로 작용하여 추가폭락사태를 막고, 주가의 변동성을 줄이기 위함이다.

규정T(Regulation T)는 증권브로커와 딜러의 신용확대에 관한 규제이다(12 CFR 220 - Code of Federal Regulations, Title 12, Chapter II, Subchapter A, Part 220). 이는 주식의 신용매수에 대한 증거금 요구에 관해서 통제하고 있다. 신용매수에 대한 증거금 요구는 1974년 이후 현재 50%이며, 규정T는 FRB에게 이 비율을 변경할 수 있는 권한을 부여하고 있다. 증거금 요구비율을 증가시키면, 투자자의 잠재적 레버리지와 구매력을 감소시킴으로서 금융시스템의 위험이 감소하게 된다. 반대로, 증거금 요구비율을 낮추면, 투자자들의 레버리지와 구매력을 확대시켜 금융시스템의 위험은 증가하게 된다. 몇 금융위기에도 불구하고, 1974년 이후 FRB는 증거금 요구비율을 조정하고 있지 않는다.

1) 금융위기 이후의 공매도 규제강화

2008년 9월 17일 미국 증권거래위원회(SEC)는 인위적인 주가조작으로 인한 투자자와 기업들이 손실을 입는 사례가 확산되는 것을 방지하기 위해 헤지펀드 등 기관투자자들의 공매도 규제 및 정보공시를 강화하는 조치를 잇따라 발표하였다. SEC는 2008년 Fannie Mae와 Freddie Mac 등 19개 금융기관 주식에 대해 29일간 공매도 거래를 규제하는 긴급조치를 발표하기도 했다. 이후 영국 금융감독청(FSA) 역시 금융주를 대상으로 한 공매도를 한시적으로(2009년 1월 16일까지) 금지시켰으며, 전체 시가총액의 0.25% 초과하는 헤지펀드나 기관투자자들을 대상으로 보유 종목에 대한 포지션 공개를 의무화시켰다(2008년 9월 18일). 캐나다, 독일 등에서도 특별히 금융주에 대한 공매도를 한시적으로 금지시켰다. 그리고 네덜란드의 경우, 금융주의 무차입공매도를 3개월간

금지 시켰었다. 대만은 시가총액 상위 15개 종목에 대해 2주간 연속 증가를 하회하는 경우에 대해서 공매를 금지시켰다.

미국의 경우, 기존의 SEC규정은 결제불이행 위험이 있는 공매도를 금지하고 있으나, 최장 15일까지 결제기한 연장이 가능하여 실질적으로 Naked Short Sale이 가능했었다. 그러나 최근 주가 급락과 공매도로 인한 변동성 확대 등에 대응하여 공매도 관련 규제를 강화하였다. 즉, 2008년 7월 21일 부터 29일간 19개 대형 금융주에¹⁵⁾ 대하여 Naked Short Sale을 금지하였다. 그리고 2008년 9월18일부터 10월 1일 사이의 기간에는 모든 상장주식에 대하여 공매도시 T+3일 이내에 해당 주식을 반드시 양도하도록 의무화하여, naked short sale을 금지시켰다. 2008년 9월 19일부터 10월 2일까지의 기간에 대해서 한시적으로 799개 금융주에 대하여 모든 유형의 공매도(covered short sale 포함)를 금지시켰다. 이러한 조치는 공공의 이익과 투자자 보호를 위해 필요할 경우 10 거래일 이상 연장이 가능하도록 하였고, 전체 기간은 30일을 초과할 수 없도록 하였다.

영국의 경우, 기존에는 공매도에 대하여 특별한 규제가 없었다. 하지만, 최근의 글로벌 금융위기 기간을 거치면서 공매도로 인한 시장혼란 우려를 인정하고 美 SEC와 보조를 맞춰 관련 규제를 강화하였다. 2008년 9월 18일부터 2009년 1월 16일 사이의 기간에 대해서 금융주에 대한 추가적인 순매도포지션(net short position) 확대를 금지하였다. 그리고 2008년 9월 23일부터 해당 기업 유통주식의 0.25%를 초과하는 순매도포지션(net short position)을 보유한 경우에는 매일 공시토록 하는 조치를 시행하였다.

독일의 경우, 미국이나 영국의 조치와 발맞추어서 2008년 9월 20일부터 12월 31일까지 11개 금융주에 대하여 공매도를 금지시켰다.

호주의 경우, 기존에는 naked short sale은 호주증권거래소(ASX) 규정으로 지정된 증권만 10% 한도(주식수 기준)내에서 가능하였다. 하지만, 2008년 9월 18일 ASX 지정 증권 List에서 모든 증권을 삭제하여 naked short sale을 전면 금지시켰다. 그리고 2008년 9월 22일부터는 모든 상장종목에 대하여 covered short sale을 포함한 모든 유형의 공매도를 금지시켰다.

15) Freddie Mac, Fannie Mac, Lehman, Morgan Stanley, Goldman Sachs 등이 있다.