

- (공매도 비중 확대) 2009년 이후 국내 주식시장에서 공매도의 비중이 지속적으로 확대되고 있음
 - 코스피시장과 코스닥시장의 공매도 비중추이를 살펴보면 2009년 이후로 꾸준히 증가하고 있는데, 거래량 비중과 거래대금 비중 모두 증가추세에 있음
 - 공매도 거래는 외국인 투자자의 비중이 가장 높으며, 개인투자자의 비중은 2% 미만으로 낮게 형성되고 있음
- (공매도와 시장지수) 시장의 지수움직임을 살펴보면 공매도와 지수하락간의 상관관계는 매우 약한 것으로 파악됨
 - 2009년 이후로 공매도 거래량 비중과 거래대금 비중이 꾸준히 증가추세에 있지만 시장지수는 박스권에서의 등락만을 반복하였음
 - 공매도 거래량 비중 및 거래대금 비중과 지수수익률간의 상관관계도 낮은 수준인 것으로 추정됨
- (공매도와 주가하락) 공매도에 관한 국내외의 연구결과를 살펴보면 공매도가 주가하락을 야기하는 것은 사실이나 과도한 주가하락을 부추긴다고 보기는 어렵다는 견해가 지배적임
 - 공매도는 부정적인 정보가 주가에 반영되는 중요한 경로로 작용하며 이를 통해 시장의 가격효율성을 유지시키는 역할을 담당하고 있음
 - 공매도는 시장의 변동성을 확대시킨다는 연구결과가 많으며 시장의 유동성 측면에서는 공매도가 오히려 긍정적인 역할을 한다는 결과가 다수임
- (현행 공매도 규제수준) 개정된 자본시장법과 자본시장법 시행령은 공매도의 공시에 관해 상대적으로 강한 의무를 부과하고 있음
 - 공매도 순보유잔고가 0.5%를 초과할 경우 투자자의 포지션과 인적사항에 관한 정보를 공시하도록 규정하고 있는데 이는 투자자정보의 익명성을 훼손할 우려가 있음
 - 보고 및 공시의무 위반자에 대한 처벌규정은 공매도 관련정보의 신뢰성을 개선시킬 것으로 기대되기 때문에 긍정적으로 평가됨

* 본 고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.
연구위원 황세운 Tel: 3771-0824, E-mail: neptune@kcmi.re.kr

- (공매도 정보공시의 익명성 확보) 공매도에 관한 정보를 공시함에 있어서 공매도 투자자의 익명성을 인정할 필요성이 있음
 - 공매도가 시장의 가격발견 효율성에 중요한 역할이 있음을 인정하고 이러한 바람직한 기능이 유지될 수 있도록 공매도 투자자의 익명성을 존중해 줄 수 있는 방향으로 규제를 설계할 필요가 있음
 - 익명성의 훼손은 공매도 공시제가 공매도의 활용을 제약함으로써 정보전달 기능을 약화시킬 우려가 존재함
- (공개되는 시장정보의 유용성 개선) 현재 제공되는 공매도 시장거래정보에 추가하여 종목별 잔고를 총량수준에서 공개하는 방안의 검토도 필요
 - 종목별 공매도 잔고에 관한 통계는 투자자들의 의사결정에 중요한 정보로 활용될 수 있음
 - 보고의무자들로부터 보고된 정보를 통계적으로 요약하여 시장전체에 공개
- (공매도를 악용한 불공정거래에 대한 처벌 강화) 공매도를 악용한 불공정거래 행위에 대한 처벌을 강화하여 공매도에 대한 부정적인 이미지를 해소
 - 불공정거래에 대한 처벌과 부당이익에 대한 환수를 강화
 - 공매도에 대한 부정적인 이미지를 해소하고 정상적인 기능을 유지하는 환경을 조성함에 있어서 매우 중요한 요소임

1. 연구 배경

- (공매도에 대한 정의) 공매도(Short sale)는 보유하고 있지 않은 증권을 매도하는 행위이며 매도시점에서의 차입유무에 따라 무차입공매도(Naked short sale)와 차입공매도(Covered short sale)로 구분됨
 - 차입공매도는 주식을 먼저 차입한 후 차입한 주식을 매도하고 결제하는 것이며, 무차입 공매도는 주식을 먼저 매도한 후 결제일 이전에 주식을 차입하여 결제의무를 이행¹⁾
 - 무차입공매도의 경우에도 결제의무의 이행을 위해서 해당증권을 차입해야 한다는 점은 차입공매도와 동일함
 - 국내에서는 제도적으로 무차입공매도는 허용되지 않으며 차입공매도만 가능함

1) 김준석·빈기범(2009, 자본시장연구원)

□ (공매도에 대한 인식) 주식공매도는 주가의 하락을 예상하며 실행되는 투자전략이기 때문에 많은 투자자들이 주식공매도에 대해 부정적인 시각을 가지고 있음

- 주식공매도는 주가하락을 부추겨 투자자에게 큰 피해를 가져오고 시장의 변동성을 키워 불필요한 공포심을 조장한다는 인식을 받고 있음²⁾
- 이러한 부정적인 인식으로 인하여 공매도에 대한 규제를 강화하거나 공매도 자체를 금지해야 한다는 주장이 제기되기도 하였음
- 2016년 3월에 국회를 통과한 공매도 공시제도 강화규제안도 공매도에 대한 부정적인 여론을 일정수준 반영하고 있는 것으로 평가됨

□ (공매도의 순기능) 주가하락을 부추긴다는 이미지에도 불구하고 공매도는 가격발견 기능의 효율성을 유지하는 데에 있어서 중요한 역할을 담당하고 있음

- 공매도는 악재성 정보가 주가에 반영되는 효과적인 경로를 제공하며, 주가의 이상버블 현상이 확대되는 것을 통제하는 기능을 가짐
- 학계의 다양한 연구결과에서도 공매도는 시장의 효율성을 높이는 순기능이 확인되고 있음
- 공매도에 대한 지나친 규제강화는 공매도가 가진 순기능을 위축시켜서 시장의 가격발견기능을 떨어뜨릴 가능성이 존재하며 적절한 공매도 규제수준에 관한 학술적 논의가 필요한 상황임

□ (연구방향) 본 연구는 국내 주식공매도의 현황 및 특성을 파악하고 최근의 주식공매도 규제 방향을 점검하여 향후 주식공매도 규제의 개선방향을 모색하고자 함

- 유가증권시장과 코스닥시장을 대상으로 국내 주식공매도의 현황을 파악하고 관련 분야의 특성을 정량적으로 분석
- 공매도 규제에 대한 학계와 시장의 찬반견해를 문헌연구를 통해 조사
- 국내 공매도 규제변화 내용을 소개하고 향후 규제의 개선방향에 관한 시사점을 도출하고자 함

2) 황세운(2016, 자본시장연구원)

2. 주식공매도의 현황 및 시장특성 분석

가. 주식공매도 시장현황

□ (주식공매도 현황분석을 위한 데이터) 국내 주식시장의 공매도 현황을 분석하기 위해서 인포맥스에서 제공하는 공매도 거래관련 데이터를 사용함

- 2008년 7월부터 2016년 4월까지의 기간(94개월)을 대상으로 공매도 거래자료를 추출하여 공매도 거래현황 및 특성분석을 실시함(자료: 인포맥스)
- 공매도 관련 데이터의 분석은 코스피시장과 코스닥시장을 분리하여 실시하였음
- 정량적 분석을 위해 공매도 거래이외에도 동일한 기간에 대하여 대차관련 통계와 주식시장 전체의 거래관련 데이터를 활용하였음(자료: 인포맥스, 블룸버그)

□ (코스피시장의 공매도 거래규모) 코스피시장의 공매도 거래규모는 2011년 이후로 꾸준한 증가세를 보이고 있으며 거래비중도 높아지고 있음

- 표본기간 동안(2008년 7월~2016년 4월) 코스피시장의 일평균 공매도 거래량은 430만주로 나타났고, 일평균 공매도 거래대금은 1,600억원 수준인 것으로 나타남
- 표본기간 동안 코스피시장에서 공매도 거래량이 전체 거래량에서 차지하는 비중은 평균 1.09%인 반면, 공매도 거래대금이 총거래대금에서 차지하는 비중은 평균 3.11%였음
- 거래량 비중에 비하여 거래대금 비중이 약 3배 정도 높게 나타나는데, 이는 공매도 대상이 되는 주식들이 일반적으로 가격이 높고 유동이 활발한 대형주 중심이기 때문인 것으로 추정됨

□ (코스닥시장의 공매도 거래규모) 코스닥시장의 공매도 거래규모는 코스피시장에 비해 적은 규모이지만 꾸준한 증가세를 보이고 있음

- 표본기간 동안 코스닥시장의 일평균 공매도 거래량은 170만주로 나타났고, 일평균 공매도 거래대금은 212억원 수준인 것으로 나타남
- 표본기간 동안 코스닥시장에서 공매도 거래량이 전체 거래량에서 차지하는 비중은 평균 0.30%인 반면, 공매도 거래대금이 총거래대금에서 차지하는 비중은 평균 0.96%였음

- 코스닥시장에서의 공매도 거래활동이 코스피시장에 비하여 활발하지 못한 것으로 나타나는데 이는 코스닥시장에서의 유동성이 코스피시장에 비하여 낮은 편이며 외국인투자자의 거래도 상대적으로 부진한 데에 기인하는 것으로 보임
- 코스피시장과 유사한 점은 거래량 비중에 비하여 거래대금 비중이 약 3배 정도 높게 나타난다는 사실이며, 이는 코스닥시장에서도 공매도 대상이 되는 주식들이 대형주 중심이기 때문인 것으로 추정됨

〈표 1〉 공매도 일평균 거래량 및 거래대금

구분	평균공매도 거래량	평균거래량 비중	평균거래대금	거래대금비중
코스피시장	432.4만주	1.09%	1,606.2억원	3.11%
코스닥시장	170.1만주	0.30%	212.2억원	0.96%

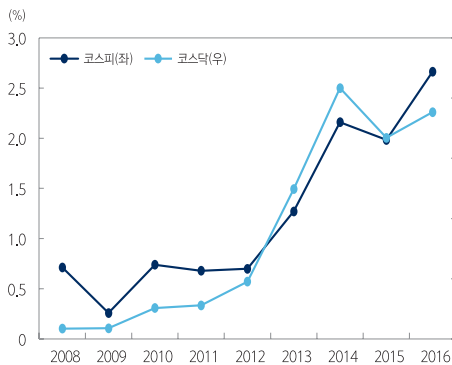
주 : 평균계산을 위한 표본기간은 2008년 7월에서 2016년 4월(일별 거래자료)

자료: 인포맥스

□ (공매도비중의 증가추세) 2011년 이후 국내 주식시장에서 공매도 거래가 전체 주식거래에서 차지하는 비중은 증가추세에 있음

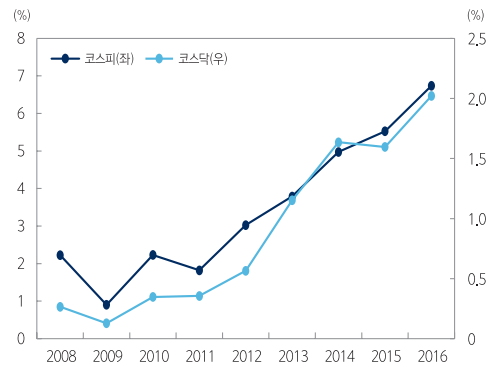
- 코스피시장에서 일평균 공매도 거래량이 전체 거래량에서 차지하는 비중은 2011년 0.68%였으나 2016년(4월까지의 평균값)에는 2.66%로 상승하였으며 일평균 공매도 거래대금이 총거래대금에서 차지하는 비중도 같은 기간 1.82%에서 6.74%로 높아졌음
- 코스닥시장에서도 공매도거래의 비중 증가는 뚜렷하게 관찰되는데, 일평균 거래량비중은 2011년 0.11%에서 2016년(4월까지의 평균값) 0.75%로 증가하였고, 일평균 거래대금 비중은 같은 기간 0.36%에서 2.02%로 상승하였음

〈그림 1〉 일평균 공매도 거래량 비중 추이



주 : 2008년은 하반기, 2016년은 4월까지 포함
자료: 인포맥스

〈그림 2〉 일평균 공매도 거래대금 비중 추이



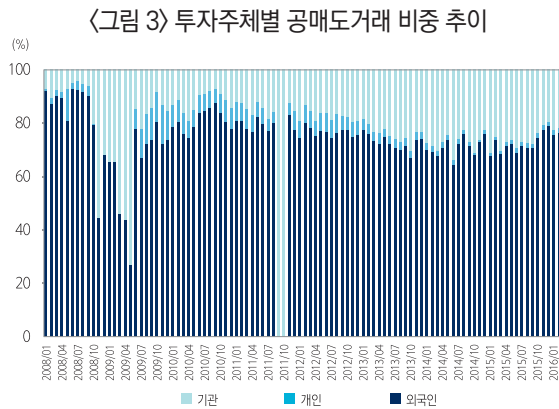
주 : 2008년은 하반기, 2016년은 4월까지 포함
자료: 인포맥스

□ (공매도 주체) 국내 주식시장에서의 주된 공매도 주체는 외국인 투자자인 것으로 나타나며 개인투자자의 비중은 지극히 미미한 수준임

— 주식 공매도에서 외국인 투자자의 비중은 70~80%를 차지하고 있으며, 국내 기관투자자의 비중은 20~30% 수준임³⁾

- <그림 3>을 살펴보면 외국인 투자자의 공매도 거래는 2011년 8~11월까지 일시적으로 급격히 위축되는데 이는 2011년 8월 10일부터 11월 9일까지 3개월간 실시된 공매도 금지조치의 결과였음

— 개인투자자의 비중은 꾸준히 낮아져 2% 미만을 기록하고 있음



나. 주식공매도 시장의 특성

□ (공매도와 지수수익률 상관관계) 주식 공매도와 지수수익률간에는 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 파악되지만 상관계수가 매우 낮은 수준에서 관찰되고 있음

— 표본기간 동안의 일별자료를 분석한 결과 코스피시장에서 공매도 거래량비중과 지수수익률간의 상관계수(Correlation coefficient)는 -0.0662 로 추정되며, 공매도 거래대금비중과 지수수익률간의 상관계수는 -0.0896 으로 추정됨

3) 한국거래소(2016)

- 표본기간 동안 코스닥시장에서 공매도 거래량비중과 지수수익률간의 상관계수는 -0.0570 으로 추정되며, 공매도 거래대금비중과 지수수익률간의 상관계수는 -0.0592 인 것으로 추정됨
- 코스피시장에서의 공매도 거래가 더욱 활발하다는 사실을 감안한다면 이론적으로 공매도 거래와 코스피지수간의 상관관계가 코스닥지수와의 상관관계 추정치보다 높게 나타날 수 있음
- 공매도 거래비중과 지수수익률간에 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타나지만 추정치의 절대값이 낮은 수준이기 때문에 경제적 유의성은 크지 않을 것으로 판단됨

□ (공매도 거래 상위종목) 거래대금 비중 기준으로 공매도 상위 종목들을 살펴보면 기업 규모가 상대적으로 크고 실적에 대한 우려가 지속되는 특징이 관찰됨

- 공매도 거래대금 기준으로 순위를 살펴보면 삼성전자가 압도적인 1위를 기록하고 있지만 이는 삼성전자의 주가가 매우 높은 수준에서 형성되기 때문이며 거래대금 비중 기준으로는 4% 내외에서 형성되고 있음
- 최근 3년간 업황이 악화되고 있는 철강, 건설, 화학 등의 업종에 대해 공매도가 많이 이루어지고 있음
- 거래량 비중기준을 사용할 경우에도 순위에 큰 변동은 없음

〈표 2〉 최근 3년간 공매도 거래 상위종목(거래대금 비중 기준)

	2013년		2014년		2015년	
	종목	비중	종목	비중	종목	비중
1	오리온	11.87%	하이트진로	16.41%	하이트진로	12.54%
2	현대미포조선	11.31%	동국제강	13.43%	GS건설	11.93%
3	S-Oil	10.54%	오리온	11.58%	현대차(우)	11.88%
4	현대차(우)	9.55%	롯데정밀화학	11.52%	CJ대한통운	11.63%
5	하이트진로	9.38%	CJ대한통운	11.07%	두산	10.80%
6	동국제강	9.32%	빙그레	10.69%	메리츠화재	10.75%
7	LG이노텍	9.29%	농심	10.25%	농심	10.49%
8	CJ대한통운	8.84%	GS건설	10.15%	대림산업	10.04%
9	호텔신라	8.48%	호텔신라	10.12%	현대해상	9.77%
10	롯데정밀화학	8.13%	GS리테일	10.01%	오리온	9.58%

자료: 인포맥스

□ (공매도 비중과 주가수익률의 상관관계) 공매도 비중이 높은 기업들을 대상으로 주가수익률과의 상관계수를 추정한 결과 약한 음(-)의 상관관계가 관찰됨

- 2013~2015년의 기간을 대상으로 공매도 거래대금 비중이 해당종목 거래대금의 5% 이상이 기업들을 대상으로 공매도 거래대금 비중과 연간 주가수익률간의 상관계수를 추정한 결과 약한 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타남
- 공매도 비중이 높을 경우 항상 음(-)의 주가수익률이 실현된 것은 아니며 연간 기준으로 절반의 확률로 주가 상승과 하락이 관찰되었음
- 2013년의 경우 공매도 비중과 연간 주가수익률의 상관계수가 0.033, 2014년과 2015년은 각각 -0.03과 -0.13을 기록하였음

〈표 3〉 공매도 거래 비중과 연간 주가수익률

	2013년	2014년	2015년
주가상승	14	14	33
주가하락	15	16	27
상관계수	0.033	-0.03	-0.13
표본수*	29	30	60

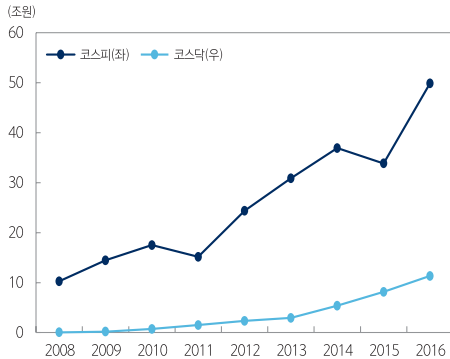
주 : 공매도 거래대금 비중이 해당종목 거래대금의 5% 이상인 기업

자료: 인포맥스

□ (대차거래 수준) 공매도 거래에 필수적인 주식대차거래 규모도 꾸준한 증가세를 보이고 있음

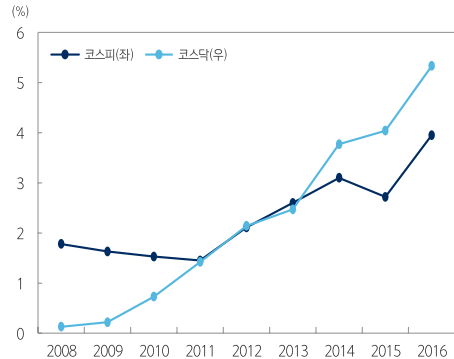
- 주식대차거래가 공매도만을 위한 목적으로 체결되는 것은 아니지만 공매도와 밀접한 관련성을 가짐
- 2016년 4월말 기준 대차거래잔고 금액은 코스피시장이 49.8조원, 코스닥시장이 11.3조원을 기록하였으며, 시가총액대비 비율은 코스피시장과 코스닥시장이 각각 3.95%와 5.33%를 기록함
- 코스닥시장에서의 대차거래 증가세가 상대적으로 더 빠르게 나타나는데, 2008년 시가총액 대비 0.13%에 불과하였던 대차거래잔고가 2016년 4월에는 5.33%를 기록하여 41배 증가하였음

〈그림 4〉 대차거래잔고 추이



주 : 2016년은 4월말 기준
자료: 인포맥스

〈그림 5〉 시가총액 대비 비율 추이



주 : 2016년은 4월말 기준
자료: 인포맥스

□ (대차잔고와 공매도 거래) 주식대차거래와 공매도 거래의 상관관계는 높은 수준인 것으로 나타남

- 공매도 거래와 주식대차거래의 일별 및 월별 자료를 이용하여 양자간의 상관계수를 추정
한 결과 매우 강한 양(+)의 상관계수가 관찰됨
- 코스피시장에서 공매도 일별 거래대금과 일별 대차잔고금액간의 상관계수는 0.74로 나
타났고, 코스닥시장에서의 상관계수는 0.90으로 나타났음
 - 공매도 일별 거래량과 대차잔고수량간의 상관계수도 코스피시장과 코스닥시장이 각
각 0.85와 0.93으로 나타남
- 월별 자료로 상관계수를 추정하는 경우에도 매우 유사한 결과가 도출되었음
- 대차거래가 주로 공매도 거래를 위한 목적에서 체결되고 있음을 시사하고 있음

3. 주식공매도에 대한 국내외 평가

가. 주식공매도에 대한 해외의 연구 결과

- (공매도와 주가하락) 공매도는 부정적인 정보거래의 중요한 경로로 작용하며 일반적으로 주
가의 하락을 초래함

- Aitken, Frino, McCorry, and Swan(1998)은 주식공매도에 대한 실증분석을 실시하여 공매도가 발생한 이후 15분간의 거래 또는 후속 20거래의 경우 평균적으로 0.2%의 주가하락이 발생함을 보고하고 있음
 - Desai, Ramesh, Thiagarajan, and Balachandra(2002)는 미국 NASDAQ시장에 대한 실증분석을 실시하여 주식공매도가 과도할 경우 $-0.76\sim-1.13\%$ 의 초과수익률이 실현되었음을 보고하고 있음
 - Boehmer, Jones, and Zhang(2008)은 미국 NYSE시장에 대한 실증분석 결과 상대적으로 공매도가 많은 주식의 경우 그렇지 않은 주식에 비하여 위험조정평균수익률이 1.16% 하락하고, 기관투자자에 의한 공매도가 많은 주식의 경우 수익률이 익월에 1.43% 하락하는 것을 발견함
- (정보효율성 개선) 공매도는 주가가 펀더멘탈에 비하여 과도하게 높을 경우 또는 기업에 대한 부정적인 정보를 주가에 신속히 반영하여 가격발견의 효율성을 개선시키는 역할을 담당하고 있으며, 공매도에 대한 제약은 가격발견의 효율성을 떨어뜨리는 요소로 작용함
- Diamond and Verrecchia(1987)은 공매도에 대한 제약이 주식의 가격을 상승시키는 못하는 반면 부정적인 정보의 가격조정속도를 떨어뜨리는 결과를 야기함을 주장하였음
 - Nagel(2005)은 기관투자자의 보유지분이 낮은 주식의 경우 공매도 전략의 활용이 상대적으로 어렵다는 사실을 이용하여 공매도 제약이 부정적인 정보의 반영을 위축시키고, 반대로 긍정적인 정보에 대해서는 과잉반응을 가져옴을 주장함
 - Chang, Cheng, and Yu(2007)는 홍콩증시에 대한 실증분석결과 공매도에 대한 제약이 주가의 고평가를 야기함을 발견하였음
- (공매도 제약과 버블형성) 주식공매도에 대한 제약은 주가의 버블형성을 촉진할 수 있으며 이로 인한 불필요한 시장충격(급격한 버블의 붕괴 등)을 야기할 수 있음
- Allen, Morris, and Postlewaite(1992)는 공매도에 대한 제약이 대규모 버블형성의 필요조건 중 하나임을 주장함
 - Hong and Stein(2003)은 공매도에 대한 제약이 강할 경우 악재정보의 반영이 충분히 이루어지지 않으며 미반영 악재가 시장후퇴기에 드러나게 되어 시장의 붕괴를 초래할 수 있음을 주장함

□ (공매도와 주가변동성 확대) 공매도는 부정적인 정보를 반영하는 경로로 작용하기 때문에 주가의 변동성을 증가시키는 경향이 있음

- Henry and McKenzie(2006)는 주식공매도가 집중된 시기에 상대적으로 더 높은 주가 변동성이 실현됨을 보고하였음
- Chang, Cheng, and Yu(2007)는 홍콩증시에 대한 실증분석 결과 개별주식에 대한 공매도가 허용될 경우 더 높은 주가변동성이 나타남을 보고하였음

□ (업틱룰(up-tick rule)⁴⁾의 한계) 공매도로 인한 주가하락을 제한하기 위하여 도입된 업틱룰은 의도한 효과(주가하락의 제한, 가격효율성 제고 등)를 가져오지 못하고 있으며 오히려 거래체결을 지연시키는 부정적인 효과가 강함

- Alexander and Peterson(1999)은 NYSE의 업틱룰에 대한 실증분석을 통해 업틱룰이 공매도 거래체결에 부정적인 영향을 미치고 있을 뿐만 아니라 상승장에서도 거래체결에 부정적인 효과가 나타남을 보고함
- Ferri, Christophe, and Angel(2004)은 업틱룰이 적용되는 시장과 적용되지 않는 시장을 비교한 결과 공매도, 주가변동성, 가격하락 속도 등의 측면에서 유의적인 차이가 없음을 보고함
- Diether, Lee, and Werner(2009)는 업틱룰의 적용을 일시적으로 중지한 경우에 대해 실증분석을 실시하여 거래량과 스프레드가 증가하였지만 수익률과 주가변동성에는 유의적인 차이가 없었음을 주장함

□ (공매도와 시장유동성) 주식에 대한 공매도의 허용이 시장의 유동성을 증가시킴

- Wooldridge and Dickinson(1994)은 미국 주식시장에 대한 실증분석을 실시하여 공매도가 주가상승기에는 매도량을 증가시키고, 주가하락기에는 매수량을 증가시켜서 전체적인 시장유동성의 확대에 기여하고 있음을 주장함
- Asquith, Pathak, and Ritter(2005)는 공매도 제약이 있는 주식 포트폴리오의 경우 공매도 제약이 없는 주식 포트폴리오에 비해 수익률이 유의적으로 더 낮았으며, 공매도 제약이 유동성 프리미엄을 증가시킴을 주장함

4) 업틱룰은 공매도를 할 때 직전 거래가격보다 낮은 가격으로 호가를 내지 못하게 하는 규정을 말함. 주가를 떨어뜨리면서 주식을 팔 수 없도록 제한하여 공매도로 인한 주가하락을 막기 위한 조치임

나. 주식공매도에 대한 국내의 연구결과

□ (공매도와 주가하락) 공매도가 주가하락과 연관되어 있으나 주가하락을 과도하게 부추긴다고 보기는 어려움

- 박기봉(2011)은 공매도 거래제한이 이루어졌던 시기와 제한이 없었던 시기간의 비교분석을 통하여 공매도 제한 전 시기에는 사실상 투기적 공매도 거래동기가 강하지 않았음을 주장함
- 조성순, 박순홍(2014)은 주가하락이 유의적으로 큰 경우에도 공매도거래가 더욱 증가하지는 않은 것을 발견하였고, 공매도거래를 외국인 투자자, 기관투자자, 그리고 개인투자자로 구분하여 살펴본 결과 외국인 투자자나 기관투자자가 상대적으로 정보거래를 하고 있지 않음을 보고함
- 이영섭, 한상범(2015)은 과도한 가격등락이 발생한 시기에 초점을 맞추어 공매도의 행태를 분석한 결과 가격하락 국면에서 약탈적인 비정상적 공매도 행태의 증거가 발견되지 않았음을 보고하고 있으며, 한국 주식시장에서는 비공매도 거래가 공매도에 비하여 훨씬 더 공격적이라는 결과를 보고함

□ (공매도와 정보효율성) 공매도가 시장의 정보효율성 유지에 중요한 역할을 하고 있음

- 김대룡, 전상기(2010)는 공매도 규제정책이 선물시장에 있어서는 긍정적 효과를, 옵션시장에서는 부정적인 효과를, 차익거래전략에 있어서는 긍정적인 역할을 하고 있다고 주장했으며, 국내에서 비금융사에 대해 공매도제도를 다시 허용한 것이 효율적인 시장형성에 부분적으로 도움이 되고 있음을 보고함
- 조영석, Youngsik Kwak, 김대호(2014)는 공매도의 정보효과에 대한 실증분석을 통해서 대차거래와 공매도가 시장에 유의적인 정보를 제공하고 있으며, 특히 공매도의 영향력이 가장 강하게 나타남을 주장함
- 최현섭, 강내철, 박상연(2016)은 기업신용과 공매도거래량 비율, 공매도 거래금액 비율 사이에 유의적인 음(-)의 상관관계가 존재함을 보고하고 있으며, 이는 신용이 좋은 기업일수록 공매도 비중이 낮아지는 것을 의미한다고 주장함

□ (공매도와 주가변동성 확대) 공매도는 부정적인 정보를 반영하는 경로로 작용하며 주가의 변동성을 확대시키는 경향이 있음

- 최혁, 이효정(2012)은 공매도 제한과 공매도 금지의 시장효과를 실증분석한 결과 공매도 규제시기에 시장전체의 일중변동성이 증가했음을 보고함
- 최용준, 김철중(2014)은 국내 주식시장을 변동성이 높은 시기(2009년 6월~2011년 7월)와 변동성이 낮은 시기(2011년 11월~2013년 11월)로 구분하여 실증분석을 실시한 결과 변동성이 높은 시기에는 주식공매도가 주가변동성을 높일 수 있었으나 낮은 기간에는 주가변동성에 유의적인 영향이 없었음을 보고함

□ (공매도와 시장유동성) 공매도의 제한이 시장의 유동성을 감소시키는 결과를 초래함

- 최혁, 이효정(2012)은 2008년 글로벌 금융위기 이후에 단행되었던 공매도 규제시기에 유동성 및 매매주문의 정보성이 어떻게 변화하였는지에 관한 실증분석을 실시하여 공매도 규제가 시장전체의 유동성을 저하시키고 공매도가 가지는 부정적인 정보성을 오히려 강화시키고 있음을 보고함

4. 공매도에 대한 규제변화 및 향후 개선방향

가. 공매도 규제변화 개요

□ (자본시장법의 개정) 공매도 공시제의 강화와 실효성의 확보를 위하여 공매도 공시강화 및 공시의무 위반시 처벌을 내용으로 하는 자본시장법 개정안이 2016년 3월 국회에서 통과됨⁵⁾

- 공매도 공시제의 강화를 위한 자본시장법 개정안은 2016년 2월 18일 국회 정무위원회를 통과하였고, 동년 3월 3일 국회 본회의를 통과함으로써 최종확정 되었음
- 자본시장법 개정안을 통해 확정된 공매도 공시제는 공매도 관련정보의 보고 및 공시의무, 의무위반에 대한 처벌조항을 주요 내용으로 함
 - 공매도의 제한: 금융위원회는 증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 저해할 우려가 있는 경우에는 대통령령으로 정하는 바에 따라 차입공매도를 제한할 수 있음(자본시장법 제180조 제3항, 2016년 3월 29일 신설)

5) 공매도 공시제의 강화를 위한 자본시장법 개정안의 자세한 내용은 황세운(2016, 자본시장연구원)을 참고하기 바람

- 순보유잔고의 보고: 차입공매도한 자는 해당 증권에 관한 매수, 그 밖의 거래에 따라 보유하게 된 순보유잔고가 발행주식의 0.01%를 넘을 경우 매도자의 순보유잔고에 관한 사항과 그 밖의 필요한 사항을 금융위원회와 거래소에 보고하여야 함(자본시장법 제180조의2, 2016년 3월 29일 신설)
- 순보유잔고의 공시: 상장주식 전종목에 대해 공매도 잔고 대량보유자는 매도자에 관한 사항, 순보유잔고에 관한 사항, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 공시하여야 함(자본시장법 제180조의3, 2016년 3월 29일 신설)
- 과태료: 보고의무를 위반하거나 거짓 보고할 경우 최대 5천만원의 과태료가 부과될 수 있음(자본시장법 제449조 제1항 제39의2호, 제39의3호, 제39의4호, 2016년 3월 29일 신설)

□ (자본시장법 시행령의 개정) 금융당국은 공매도 공시제의 구체적인 내용을 확정하기 위하여 자본시장법 시행령 개정안을 발표하였음⁶⁾

- 자본시장법 시행령 개정안은 공매도 잔고 공시에 대한 구체적인 기준, 공매도의 세부정의, 독립거래단위의 운영에 관한 사항, 순보유잔고의 산정 방법 등에 관한 내용을 담고 있음
- 자본시장법 시행령 개정안은 입법예고 기간(2016년 4월 5일~5월 16일)을 거쳐 2016년 6월 30일부터 시행될 예정임

□ (공매도 잔고 공시기준) 자본시장법 시행령 개정안 제208조의3은 공매도 순보유잔고의 공시기준을 0.5%로 설정하고 있음

- 상장주식에 대하여 순보유잔고가 음수(-)로서 그 절대값이 1,000분의 5(즉, 0.5%) 이상이 되거나 1,000분의 5 이상이 유지되는 경우 해당 공매도자는 매도자에 관한 정보를 공시해야 함
- 잔고 공시기준에 해당되는 매도자가 공시해야 할 정보는 금융투자업규정 제6-31조의2에 의해 규정됨
 - 공매도 해당증권에 관한 사항
 - 매도자에 관한 사항 : 성명, 주소, 국적, 생년월일(법인의 경우에는 사업자등록번호, 외국인의 경우 외국인투자자등록번호) 등의 인적사항, 매도자의 대리인이 공시하는 경우 대리인의 인적사항

6) 자본시장법 시행령 개정안 입법예고(금융위원회 보도자료, 2016년 3월 30일)

- 매도자의 순보유잔고에 관한 사항

- 공시기준에 해당하는 자는 사유발생일로부터 제3영업일이 되는 날 증권시장 종료 후 지체없이 해당 주권이 상장된 거래소를 통해 공시해야 함

□ (공매도 잔고 보고대상 조정) 자본시장법 시행령 개정안 제208조의2 제5항은 소액투자자들의 보고부담을 경감하기 위하여 공매도 잔고 보고대상에 대한 예외를 인정하고 있으며, 반대로 평가액이 큰 경우는 순보유잔고 비율에 상관없이 보고대상으로 인정

- 순보유잔고 비율이 음수(-)로서 그 절대값이 0.01% 이상인 경우에도 순보유잔고 평가액이 1억원 미만이면 공매도 잔고 보고대상에서 제외됨(제208조의2 제5항 제1호)
- 순보유잔고의 평가액이 10억원 이상이 되거나 10억원 이상이 유지되는 경우 순보유잔고 비율에 관계없이 보고대상에 포함(제208조의2 제5항 제2호)
 - 이는 시가총액 상위종목의 경우 순보유잔고 비율 0.01%가 수백억원에 달하는 경우가 흔히 발생하기 때문임

□ (공매도 잔고 보고에 관한 자료 보관의무) 자본시장법 시행령 개정안 제208조의2 제2항은 공매도 잔고 보고에 관한 자료 보관기간을 5년으로 규정함

- 전문투자자로서 순보유잔고에 대한 보고의무가 있는 자는 5년간 순보유잔고 산정에 관한 자료를 보관해야 하며, 금융위원회가 자료제출을 요구하는 경우 이를 지체 없이 제출하여야 함

나. 공매도 규제의 개선방향

□ (가격하락에 대한 투자기법) 금융상품의 다양화와 구조화 기법의 발달로 인해 자본시장에서는 주가의 상승기 뿐만 아니라 하락기에도 수익을 올릴 수 있는 투자기법이 많아지고 있음

- 파생상품시장을 활용할 경우 주가하락으로부터 수익을 올릴 수 있는데, 옵션의 활용과 선물의 매도 등을 고려해 볼 수 있음
 - 주가지수나 개별주식에 대한 콜옵션의 매도 또는 풋옵션의 매입
 - 주가지수선물이나 개별주식선물의 매도

- 구조화기법을 활용한 인버스(Inverse) ETF의 매입전략을 통해서도 주가하락시기에 수익을 올릴 수 있음

□ (공매도 규제의 기본방향) 공매도 규제는 공매도가 가진 순기능은 위축시키지 않으면서 가격발견의 효율성은 유지하도록 설계할 필요가 있음

- 공매도 규제가 공매도의 금지나 위축을 목적으로 설계되는 것은 지양될 필요가 있으며 공매도의 정보제공기능이 유지되어야 함
- 기존의 연구결과를 살펴보면 공매도의 제한은 주가의 과민반응을 억제하는 것이 아니라 오히려 시장의 변동성을 증가시키고 유동성을 축소시킬 가능성이 높음
 - 공매도는 주가를 펀더멘탈에 비하여 과도하게 떨어뜨리는 것이 아니라 신속하게 내재 가치에 수렴하도록 만드는 기능을 가진다는 결론을 도출한 연구가 다수를 이룸
- 선물이나 옵션, 인버스 ETF 등을 활용한 전략도 주가의 하락을 야기할 수 있지만 이러한 투자기법은 자유롭게 허용하면서 공매도에 대해서만 차별적으로 강하게 규제한다면 규제의 실익이 크지 않을 가능성이 높음

□ (정보공개의 익명성 유지) 전체적인 시장의 흐름을 파악할 수 있도록 거래관련 정보를 공개하는 것은 시장의 발전을 위해서 중요한 요소이지만 정보공개의 익명성은 유지할 필요가 있음

- 2016년 6월 30일부터 시행될 예정인 자본시장법 시행령에 따르면 순보유잔고가 0.5%를 넘게 되면 공매도자에 관한 자세한 인적사항과 공매도 포지션을 공시하도록 규정하고 있음
- 이는 개별 투자자의 공매도 포지션을 시장에 직접적으로 노출시키기 때문에 공매도 투자에 대한 상당한 부담요소로 작용할 가능성이 높음
 - 투자포지션에 대한 직접적인 노출은 공매도 활용전략을 상당히 위축시킬 수 있으며 이는 실질적인 공매도 제한과 유사한 효과로 나타날 수 있음
- 개별투자자에 대한 포지션 공시기준은 충분히 높게 설정하여 공매도 전략의 유용성을 유지함과 동시에 정보공개의 익명성을 유지할 필요가 있음

□ (시장정보의 신뢰도 및 유용성 확대) 공매도 정보보고에 대한 의무를 강화하고 처벌기준을 신설한 것은 시장정보의 신뢰도를 제고할 것으로 기대되며 전체 시장통계의 유용성은 제고할 필요가 있음

- 개별투자자에 대한 익명성은 유지하더라도 시장전체에 대한 통계자료는 공개범위를 확대할 필요가 있음
- 현재 한국거래소는 공매도 거래현황에 대한 정보를 공개하고 있는데, 거래현황 통계와 더불어 개별 주식종목에 대한 공매도 잔고에 대한 정보공개도 검토할 필요성이 있음
 - 공매도 거래량에 관한 정보는 전반적인 공매도 활동에 대한 중요한 정보를 제공하지만 종목별 공매도 잔고는 시장의 평가에 대한 보다 명확한 방향성을 제시하여 정보로서의 효용가치가 높음
 - 공매도 정보보고 의무가 있는 투자자들로부터 포지션을 취합하여 총량 수준에서 공매도 잔고에 대한 정보를 공개할 필요가 있음
- 공매도 정보보고 의무에 대한 처벌규정 적용은 제공되는 거래정보에 대한 신뢰성을 향상시키고 시장투명성을 개선시킬 것으로 예상됨

□ (공매도를 이용한 불공정거래행위에 대한 처벌강화) 공매도 거래와 공매도를 악용한 불공정거래행위는 구별될 필요가 있음

- 공매도가 시세조종을 통한 불공정거래를 목적으로 악용되었다면 이는 불공정거래세력에 대한 처벌 및 불공정거래이익 환수로 대응하는 것이 타당함
 - 불법적인 방법으로 주가를 띄운 후 시세차익을 만드는 경우 거래자체를 금지하는 것이 아니라 불공정거래를 주도한 세력에 대한 처벌과 이익환수를 통해 시장질서를 유지하는 방식과 유사함
- 불공정거래세력에 대한 처벌을 무겁게 하고 거래이익의 범위를 넓게 인정하여 이익환수를 두텁게 하는 방향으로의 개선 필요

□ (개인투자자의 시장접근성) 개인투자자들의 공매도 시장접근성을 어떠한 방식으로 설계할 것인가에 관한 정책적 검토 필요

- 개인투자자의 공매도 시장접근성은 다양한 방식으로 설계가 가능하며, 개인투자자 보호를 위하여 진입장벽을 설정하는 방식과 진입장벽은 없애되 주식차입에 대한 비용을 높이는 방식을 고려해 볼 수 있음

- 현재의 개인투자자 시장접근방식은 파생상품시장의 예탁금 규제와 같은 진입장벽은 존재하지 않지만 차입비용은 높은 형태를 가짐
- 개인투자자의 경우 공매도 전략의 활용은 가능하지만 주식의 차입이 번거롭고 차입과 관련된 비용이 높아 실질적인 공매도 전략의 활용은 매우 제한적임
- 개인투자자들의 신용도가 기관투자자나 외국인 투자자들에 비하여 낮은 편이기 때문에 상대적으로 불리한 차입조건이 적용되는 것은 불가피하다고 볼 수 있으나, 현재의 차입환경은 개인들의 접근성을 원천적으로 차단하는 수준으로 평가할 수 있음
- 현재와 같은 시장접근성을 계속해서 유지할 것인가 또는 진입장벽을 설정하되 주식차입과 관련된 높은 차입비용구조를 개선하여 접근성을 차별화할 것인가에 관하여 정책적인 검토가 필요함