

## OPINION

선임연구위원  
황세운

## 공매도 재개를 위한 제도개선 및 기대효과\*

상장주식에 대한 공매도가 오는 3월 31일부터 재개될 예정이다. 공매도 거래가 본격화된 2000년대 이후 국내 시장에서 공매도가 전면 금지된 사례는 4차례가 있다. 2008년, 2011년, 2020년에 각각 실시된 전면금지에는 대규모 위기상황에서 시장을 안정화시키기 위한 노력의 일환이었던 반면, 2023년의 전면금지에는 무차입 공매도 근절을 포함한 공매도 제도개선을 목적으로 한다는 점에서 이전의 조치들과 차별화된다.

2023년 11월 공매도 전면금지 조치 이후 금융당국과 주식시장 인프라 기관들은 무차입 공매도를 차단하고 기관 및 개인투자자간의 공매도 접근성 격차를 줄일 수 있는 일련의 제도개선을 단행했다. 가장 대표적인 제도변화로 상장주식을 공매도 하려는 법인과 공매도 주문을 수탁받는 증권사에 대해 무차입 공매도 방지시스템을 갖출 것을 의무화한 것을 들 수 있다. 한국거래소가 공매도 중앙점 검시스템(NSDS)을 구축했다는 점도 주목할만한 주식시장 인프라개선 사항이다. 개인투자자가 기관투자자와 동일한 상환기간(기본 90일, 최대 12개월), 담보비율(105%)을 적용받는다라는 점은 개인투자자의 공매도 접근성을 획기적으로 개선한 조치라고 평가할 수 있다.

공매도 제도는 신용거래용자가 그러하듯이 가격에 대해 중립적인 거래수단에 불과하다. 공매도를 금지한다고 해서 주가가 상승하지 않으며, 공매도를 재개한다고 해서 주가가 하락하지도 않는다. 공매도는 투자의사결정을 집행하는 도구일 뿐이며, 시장의 주가흐름을 결정하는 것은 결국 기업정보와 투자자들의 판단이다.

코로나19 팬데믹 이전부터 진행되어 온 공매도 제도개선 노력을 고려할 때, 공매도의 전면재개는 우리 자본시장의 선진화를 위해 필요한 조치라고 판단할 수 있다. 제도개선과 시장합리화를 위한 노력이 가시적으로 이루어지고 있음에도 불구하고 공매도 전면금지가 이어질 경우 우리나라의 대외신인도에도 부정적인 영향이 나타날 수 있다. 일련의 제도개선 사항들이 원하는 효과를 내고 있는지를 세세히 점검하고, 혹시라도 사각지대가 남아있는지를 살펴 이를 해소하려는 노력에 집중해야 할 것이다.

상장주식에 대한 공매도가 오는 3월 31일부터 재개될 예정이다. 국내 주식시장에서 오랫동안 강한 논쟁의 대상이 되어왔던 공매도는 2023년 11월 5일 무차입 공매도 근절을 위한 제도개선을 이유로 전면 금지되었고, 이후 약 17개월간 공매도 거래가 중단되어 왔다.

국내에서 공매도에 대한 평가는 긍정적인 평가와 부정적인 인식이 극렬히 대립되는 상황이다. 학

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

계와 업계에서는 대체로 공매도가 가지고 있는 순기능을 인정하는 의견이 주류를 이룬다. 공매도가 존 재함으로써 주가의 가격효율성이 유지되고 버블형성을 억제하며 시장유동성이 증가한다는 평가이다. 반면 개인투자자들은 공매도에 대해 부정적인 견해가 뚜렷하다. 공매도가 주가하락을 초래하고 불공 정거래에 악용될 위험성이 크다는 것이다. 공매도에 대한 견해의 차이는 결국 공매도의 필요성에 대해 대립적인 주장으로 나타났고, 유지와 금지에 대한 의견 격차가 해소되지 않은 채로 소모적인 논쟁이 계속되어 왔다.

이러한 시장상황에서 정부는 공매도에 대한 개인투자자로부터의 불신을 완화하기 위하여 지속적으로 제도개선에 집중해 왔다. 공매도 거래상황에 대한 공시기준을 마련하였고, 공매도와 관련된 불법 행위에 관한 처벌기준도 대폭 강화하여 주요 증시대비 가장 강력한 수준의 공매도 관련 불법행위 처벌이 가능해졌다. 기관 및 외국인투자자들의 전유물처럼 인식되었던 공매도에 대해 개인투자자들도 접근할 수 있도록 거래조건을 동일화하는 제도적 보완이 이루어지고 있으며, 대차잔고를 확인하여 무차 입 공매도가 차단될 수 있는 시스템도 도입될 예정이다. 이에 본고는 공매도 재개에 앞서 그간 진행되어 왔던 공매도 제도개선 사항을 점검하고, 이러한 제도 개선이 시장에 어떠한 변화를 가져올 것인가에 대해 살펴보고자 한다.

### 국내 공매도 금지조치 경과

국내 상장주식시장에서 공매도는 금지와 재개가 반복되었던 역사를 가지고 있다. 공매도 거래가 본격화된 2000년대 이후 국내 시장에서 공매도가 전면 금지된 사례는 4차례가 관찰된다. 첫 번째는 2008년 9월 미국의 초대형 IB인 리먼 브라더스(Lehman Brothers)의 파산 직후인 2008년 10월 1일에 이루어졌다. 글로벌 금융위기의 촉발로 인해 시장이 폭락장세를 거듭함에 따라 투자자 불안을 진정시키고 시장을 안정화시키려는 목적에서 공매도 금지조치가 단행되었다. 이후 시장의 안정세가 뚜렷해지면서 시행 약 8개월만인 2009년 5월 31일 공매도 거래가 재개되었다. 두 번째 금지조치는 유럽에서 재정위기가 진행되던 2011년 8월 11일 시행되었다. 유럽 재정위기는 글로벌 금융위기에 비하여 시장 충격이 상대적으로 약했기 때문에 금지기간도 이전에 비해 길지 않았다. 시장이 빠르게 안정세를 회복하자 금지 이후 약 3개월이 지난 2011년 11월 9일에 재개되었다. 세 번째 금지조치는 코로나19 팬데믹으로 인해 시장이 폭락장세를 보였던 2020년 3월 16일에 시행되었다. 이 기간의 금지조치는 이전에 비해 더 길게 유지되었는데, 약 14개월 동안 전면금지 조치가 유지된 후 2021년 5월 3일에 공매도 거래가 재개되었다. 이전의 두 번의 금지조치들과는 대조적으로 2021년의 공매도 재개조치는 부분 재개의 형태를 가지고 있었다. 모든 종목에 대해 공매도가 재개된 것이 아니라 코스피200지수 및 코스닥150지수를 구성하는 350개 종목에 대해서만 공매도가 허용되었고 나머지 약 2,000여개 종목에 대해서는 공매도 금지조치가 유지되었다. 네 번째 공매도 전면금지조치는 전술한 바와 같이 2023년 11

월 5일 시행되었다. 2,000여개 종목에 대해서는 여전히 공매도가 금지된 상황이었기 때문에 부분적으로 허용되었던 350개 종목에 대해 다시 공매도가 금지된 것이었다. 네 번째의 공매도 전면금지 조치는 무차입 공매도 근절을 포함한 공매도 제도개선을 목적으로 한다는 점에서 이전의 세 차례 공매도 전면금지조치와 구별된다. 이전의 공매도 전면금지조치들은 대규모 위기상황에서 투자자들을 진정시키고 시장을 안정화시키려는 목적으로 시행되었다는 공통점을 가지고 있다. 반면 2023년 11월의 공매도 금지조치는 위기상황에 대한 대응성격이 아니라 공매도 제도에 대한 강력한 제도개선 실행이라는 차원에서 이루어졌다. 관련 인프라를 구축하고 제도 개정에 상당한 시간이 필요했기 때문에 공매도 금지기간이 약 17개월 동안 지속되어 현재까지 최장기간 공매도 전면금지 사례로 기록될 것으로 보인다.

### 공매도 전면금지 전후의 주요 시장개선 사항

2023년 11월 공매도 전면금지 이전의 주요 공매도 관련 제도 개선 사항으로는 공매도 잔고 공시제도와 공매도 과열종목 지정제도를 들 수 있다. 공매도 잔고 공시제도는 주식시장에서 대규모 공매도 거래주체가 누구인지를 파악하기 위해 2016년에 도입되었다.<sup>1)</sup> 공매도 공시제도는 대규모 공매도 투자자에 대해 공매도 잔고비율에 따라 잔고공시 또는 신고의무를 부과하고 있다. 상장주식 총수 대비 공매도 순잔고비율이 0.01% 이상인 경우 잔고 보고의무가 부과되며, 그 비율이 0.5% 이상인 경우 잔고 및 매도자에 관한 사항을 공시해야 한다.<sup>2)</sup> 공매도 잔고 공시제도는 공매도 거래활동 및 잔고에 관한 정보를 시장에 투명하게 공개함으로써 공매도를 남용하는 행위를 방지하기 위한 규제로 해석할 수 있다.

공매도 과열종목 지정제도는 비정상적으로 공매도가 급증하고 가격이 급락한 종목을 매 거래일 장 종료 이후 공매도 과열종목으로 지정한 후 다음 매매거래일 하루동안 공매도 거래를 제한하는 제도로써, 2017년 3월에 도입되었다.<sup>3)</sup> 최초 도입시에는 전거래일 종가 대비 추가하락률, 해당 거래일의 공매도 거래비중, 직전 40거래일 평균대비 공매도 비중 등에 관한 기준을 만족시킬 경우 공매도 과열종목으로 지정되었다. 이후 2022년 7월에는 공매도 과열종목제도가 시장충격에 더 적극적으로 작동되도록 보완하기 위하여 지정요건을 완화하였다.<sup>4)</sup> 공매도 비중이 30% 이상이면 추가하락률(3% 이상), 공매도 거래대금 증가율(2배 이상)이 다소 낮더라도 공매도 과열종목으로 지정된다. 또한 공매도 과열종목으로 지정되어 공매도가 금지된 날에 추가하락률이 5% 이상일 경우 공매도 금지기간이 다음 거래일 까지 자동으로 연장된다.

1) 금융위원회, 2013. 11. 13, 공매도 제도 개선방안, 보도자료.

2) 자본시장법 제180조의2(순보유잔고의 보고) & 제180조의3(순보유잔고의 공시), 동법 시행령 제208조의2(순보유잔고의 보고) & 제208조의3(순보유잔고의 공시)

3) 금융위원회, 2016. 11. 10, 공매도 및 공시제도 개선방안, 보도자료.

4) 금융위원회, 2022. 7. 28, 관계기관 합동 “불법공매도 적발·처벌 강화 및 공매도 관련 제도 보완방안” 발표, 보도자료; 금융위원회, 2022. 7. 28, 불법공매도 적발·처벌 강화 및 공매도 관련 제도 보완방안, 보도별첨자료.

공매도 관련 불법행위에 대한 처벌강화도 2023년 11월 이전에 이루어진 중요한 제도개선이라 볼 수 있다. 2020년 12월 이전까지는 무차입공매도와 같은 공매도 관련 불법행위에 대해 과태료만 부과할 수 있었다. 낮은 수준의 과태료만으로는 공매도 관련 불법행위에 대한 억제력을 확보하기 어렵다는 비판이 제기됨에 따라 정부는 자본시장법 개정을 통해 공매도 관련 불법행위에 대해 형사처벌하는 동시에 과징금까지 부과할 수 있도록 제도를 개정하였다. 형사처벌은 1년 이상의 유기징역 또는 이익 또는 회피한 손실액의 3배 이상 5배 이하의 벌금을 부과하는 것을 주요 내용으로 한다.<sup>5)</sup> 과징금은 위법한 공매도 주문금액의 범위내에서 부과된다.<sup>6)</sup> 형사처벌상의 벌금이 이익 또는 회피한 손실액을 기준으로 산정되는 것과 대조적으로 과징금은 공매도를 통한 추정이익액이 아니라 전체 공매도 거래금액을 기준으로 부과된다는 점에서 상당히 강력한 처벌이라고 평가할 수 있다.

2023년 11월 공매도 전면금지 조치 이후 금융당국과 주식시장 인프라 기관들은 무차입 공매도를 차단하고 기관 및 개인투자자간의 공매도 접근성 격차를 줄일 수 있는 일련의 제도개선을 단행했다. 가장 대표적인 제도변화로 상장주식을 공매도 하려는 법인과 공매도 주문을 수탁받는 증권사에 대해 무차입 공매도 방지시스템을 갖출 것을 의무화한 것을 들 수 있다. 2025년 3월 31일부터 한 종목이라도 공매도 순보유잔고가 0.01%(1억원 미만 제외) 또는 10억원 이상으로 보고대상에 해당하는 법인과 시장조성자 및 유동성공급자는 종목별로 공매도 잔고를 관리하고 무차입공매도를 차단할 수 있는 전산시스템을 구축해서 운영해야 한다.<sup>7)</sup> 이를 위해 해당 법인은 임직원의 역할과 책임, 잔고관리, 공매도 내역 기록·보관(보관기간 5년 이상) 및 전산시스템 등에 관한 내부통제기준을 마련해야 한다. 해당 법인은 한국거래소(KRX)가 운영하는 공매도 중앙점검시스템(NSDS)을 통한 공매도 사후점검을 위해서 매 영업일의 종목별 잔고 정보, 대차거래정보 등을 한국거래소에 2영업일 이내에 제출해야 한다. 또한 증권사가 무차입공매도 방지조치를 확인할 수 있도록 요청하는 자료를 제출해야 하고, 전산시스템 구축 대상에 새롭게 해당하게 될 경우 이를 알려야 한다. 차입한 상장주식을 계좌에 사전입고하고 공매도 주문을 넣으로써 무차입공매도 발생 가능성이 없는 기관투자자의 경우에는 공매도 전산시스템 구축·이용 의무가 면제된다. 그리고 공매도 주문을 위탁받는 증권사는 해당 법인이 무차입공매도 방지조치를 이행했는지를 사전·12개월마다 확인해야 하며, 그 결과를 1개월 이내에 금융감독원에 보고해야 한다.

한국거래소가 공매도 중앙점검시스템을 구축했다는 점도 주목할만한 주식시장 인프라개선 사항이다. 한국거래소는 투자자들의 대차거래잔고-매매내역 간의 비교로 무차입 공매도 실행여부를 적발할 수 있는 NSDS(Naked Short-selling Detecting System)를 구축하였고, 2025년 3월 31일부터 가동할 예정이다. 2024년 6월 13일 정부의 공매도 제도개선 방안 발표 이후 한국거래소는 2024년 7월부

5) 자본시장법 제443조(벌칙) 제1항 제10호

6) 자본시장법 제429조의3(위법한 공매도에 대한 과징금) 제1항

7) 자본시장법 시행령 제208조의7(무차입공매도 방지조치) 신설

터 NSDS 개발에 착수했다. 이후 총 6개월간 시스템 개발 및 자체 테스트·연계 테스트를 완료하였다. NSDS는 기관투자자가 무차입 공매도를 자체적으로 차단하기 위하여 매도가능잔고 등을 실시간으로 관리하는 기관투자자 내부의 자체 잔고관리시스템과 연계하여 보고받은 해당 투자자의 잔고정보를 모든 매매내역과 비교함으로써 무차입 공매도를 점검하는 시스템이다.

기관투자자와 개인투자자간의 공매도 접근성 격차를 해소하기 위한 제도적 보완도 중요한 변화라고 평가할 수 있다. 2025년 3월 31일부터 차입공매도를 목적으로 상장주권의 대차거래 계약을 체결할 때 상장주권의 상환기간은 90일 이내로 제한되며, 기간을 연장하는 경우에도 총 상환기간은 12개월을 초과할 수 없다.<sup>8)</sup> 다만, 상환기간의 종료일에 상환해야 하는 상장주권이 매매거래가 정지되는 등의 사유로 증권시장에서 해당 상장주권을 매수할 수 없는 등의 경우에는 해당 사유가 종료되는 날로부터 3영업일이 되는 날을 해당 상장주권 상환기간의 종료일이 된다. 신용공여대주의 담보비율도 기관대차와 동일한 수준으로 인하된다. 2025년 3월 31일부터 개인투자자들에게 제공되는 신용공여대주 서비스에 적용되는 담보비율이 105%로 낮아진다.<sup>9)</sup> 이는 기관투자자들의 대차거래에 적용되는 담보비율과 동일한 수준이다. 차입주식에 대한 상환기간을 기관투자자와 개인투자자에게 동일하게 적용하고, 담보비율도 동일하게 적용함으로써 개인투자자의 공매도 접근성을 유의적으로 개선한 조치라고 평가할 수 있을 것이다.

### 공매도 제도개선에 대한 기대효과 및 향후 시장변화

2023년 11월의 공매도 전면금지 이후 17개월간 진행된 공매도 제도개선 및 새로운 인프라 구축작업은 그 이전부터 진행되어 온 공매도 규제강화 조치와 결합되어 주식시장에 유의적인 변화를 가져올 것으로 예상된다. 공매도 거래당사자인 기관투자자와 거래위탁기관인 증권사에 대한 잔고관리시스템 의무화는 무차입공매도 근절에 있어 가장 핵심이 되는 사안이라고 평가할 수 있다. 상장주식 대차잔고와 공매도 실행여부를 내부통제 시스템을 통해 자동적으로 제어할 수 있게 된다면 재고확인 착오로 인해 발생할 수 있는 무차입공매도를 높은 수준에서 원천적으로 차단할 수 있을 것으로 기대된다. 이와 더불어 잔고관리시스템이 한국거래소의 NSDS와 연결되어 기관투자자들의 공매도 거래와 대차잔고 관리가 정상적으로 이루어지고 있는지를 사후적으로 점검하게 된다면 기관투자자들의 대차잔고 관리가 더욱 정밀하게 이루어질 것이다.

대차거래 상환기간 및 신용공여대주 담보비율의 변경은 개인투자자들의 공매도 접근성을 개선시키고 기관투자자와 개인투자자들의 형평성 제고에 뚜렷하게 기여할 것이다. 오랜 기간 개인투자자들은 기관투자자들에 비하여 대주 상환기간과 담보비율에 있어 불리한 조건을 적용받기 때문에 제도의

8) 자본시장법 시행령 제208조의6(차입공매도를 위한 대차거래의 상환기간 등) 신설

9) 금융투자업규정 제4-25조(담보비율 등)

형평성에 문제가 있음을 주장해 왔다. 이번의 제도개선을 통해 개인투자자는 기관투자자와 동일한 상환기간(기본 90일, 최대 12개월), 담보비율(105%)을 적용받는다. 이를 통해 개인투자자는 기관투자자와 동일한 조건에서 공매도에 접근할 수 있게 되었다. 국내 개인투자자들의 뚜렷한 단기투자성향과 높은 신용거래용자 이용실적을 감안할 때 향후 개인투자자들에 의한 공매도 거래는 완만하게 증가할 수 있을 것이다. 물론 공매도에 대한 개인투자자들의 경험이 거의 없고 신용공여대주 서비스를 위한 재원 확보가 아직은 충분하다고 평가하기 어려운 한계도 있다.

주식시장에서 개인투자자들이 공매도에 대해 여전히 상당한 수준의 불신을 가지고 있다는 점은 부인하기 어렵다. 그러나 공매도 제도는 신용거래용자가 그러하듯이 가격에 대해 중립적인 거래수단에 불과하다. 공매도를 금지한다고 해서 주가가 상승하지 않으며, 공매도를 재개한다고 해서 주가가 하락하지도 않는다. 2024년 코스피시장과 코스닥시장은 공매도가 전면금지되어 있었지만 매우 부진한 주가흐름을 보였다. 코스피시장은 1월 2일 2,669.81포인트에서 12월 30일 2,399.49포인트로 연간 270.32포인트(10.1%) 하락하였다. 동일기간 코스닥시장은 878.93포인트에서 678.19포인트로 연간 200.74(22.8%) 하락하였다. 주요 아시아 시장중 최악의 성과를 보인 것이다. 이는 2023년 11월의 공매도 금지조치가 주가상승에 영향을 미치지 못하고 있음을 의미한다. 공매도는 투자의사결정을 집행하는 도구일 뿐이며, 시장의 주가흐름을 결정하는 것은 결국 기업정보와 투자자들의 판단이다. 일부 투자자들의 우려와는 달리 공매도의 전면재개는 시장에 별다른 충격을 주지 않을 가능성이 높다. 공매도의 전면금지가 시장의 유의적인 상승을 초래하지 못했음은 분명해 보인다. 그렇다면 공매도의 전면재개도 유의적인 주가하락을 가져올 이유가 없을 것이다.

대부분의 금융제도가 그러하듯 공매도 제도는 양면성을 가지고 있다. 잘 쓰면 약이 되고, 못 쓰면 독이 된다. 그러므로 단순히 공매도를 금지하는 것보다는 어떻게 하면 부정적인 측면은 최소화하고 긍정적인 측면은 최대화할 것인가를 고민하는 것이 더 합리적이다. 코로나19 팬데믹 이전부터 진행되어 온 공매도 제도개선 노력과 공매도의 순기능을 고려할 때, 공매도의 전면재개는 우리 자본시장의 선진화를 위해 필요한 조치라고 판단할 수 있다. 제도개선과 시장합리화를 위한 노력이 가시적으로 이루어지고 있음에도 불구하고 공매도 전면금지가 이어질 경우 우리나라의 대외신인도에도 부정적인 영향이 나타날 수 있다. 공매도 금지조치가 우리가 바라는 MSCI 선진국지수 편입에 제약요소가 되고 있다는 점은 익히 잘 알려진 사실이다. 공매도에 대한 소모적인 대립을 멈추고 일련의 제도개선 사항들이 원하는 효과를 내고 있는지를 세세히 점검하고, 혹시라도 사각지대가 남아있는지를 살펴 이를 해소하려는 노력에 집중해야 할 것이다.