



공매도 규제효과 분석 및 정책적 시사점

황세운



공매도 규제효과 분석 및 정책적 시사점

2017. 3.

연구위원 황세운

序 言

공매도 거래는 국내 주식시장에서 오랜 기간 끊임없는 논란의 대상이 되어 왔다. 공매도는 주가의 하락이 예상될 때 실행되는 투자전략이기 때문에 주가의 하락을 지나치게 부추겨서 투자자들의 피해를 양산하고 있다는 주장이 개인투자자를 중심으로 제기되고 있다. 한편 학계에서는 공매도 규제가 강화되어 공매도 거래가 위축된다면 시장의 효율성을 훼손시켜 득보다는 실이 클 수 있다는 주장도 제기된다. 이렇게 공매도 규제강화에 대해 대립적인 주장들이 존재하는 상황에서 공매도 규제의 국제적 트렌드를 점검하고 국내의 공매도 규제효과에 대해 계량적인 분석을 시도하는 것은 시장발전을 위한 방향성 모색에 있어 매우 중요한 의미를 가질 것이다.

2008년 글로벌 금융위기를 계기로 글로벌 주식시장에서 공매도에 대한 규제방향은 크게 바뀌고 있다. 해외의 공매도 규제는 두 가지 방향으로 요약될 수 있는데, 공매도 거래에 대한 공시 강화와 시장안정성 강화로 나누어 볼 수 있다. 대부분의 선진 금융시장에서는 일정수준 이상의 공매도 순포지션을 가진 투자자들에게 포지션과 관련된 보고의무 또는 공시의무를 부과하고 있다. 이러한 공시의무 부과를 통해 시장에 공매도와 관련된 정보공급을 확대시켜 투명성을 강화시키고자 한 것이다. 공매도 거래는 금융위기의 발생상황에서 주가하락폭과 변동성을 크게 증가시킬 수 있는 잠재력을 가진다. 특히 무차입공매도의 경우 위기상황에서 결제 불이행 위험이 크게 증가하기 때문에 시장의 안정성을 훼손할 우려가 있다. 이에 많은 국가가 예외로 인정되는 경우가 아니면 무차입공매도를 원칙적으로 금지하고 있으며, 변동성 완화를 위한 제도적 고민을 계속해 나가고 있다.

국내의 공매도 규제는 선진 금융시장에 비해 다소 강한 수준인 것으로 평가할 수 있다. 많은 국가에서 폐지한 업틱룰이 아직도 호가제출에 적용되고 있으며, 공매도 과열종목 지정제가 시행될 예정이라는 점, 그리고 공매도 보고 및 공시의무 부과기준이 해외에 비해 상대적으로 강하다는 사

실이 근거가 된다. 물론 현재의 규제수준이 시장의 효율성을 심각하게 훼손하는 수준은 아닐 것이다. 다만 공매도가 가진 경제적 순기능을 고려하여 추가적인 규제강화는 상당히 신중하게 접근할 필요가 있을 것이다.

본 연구보고서는 2016년 6월에 출간된 자본시장연구원 자본시장리뷰에 실렸던 이슈분석 보고서를 해당저자가 다시 한번 심도있게 발전시킨 확장판 보고서이다. 기존의 이슈분석 보고서에는 담기지 않았던 해외 공매도 규제현황에 대한 비교분석과 국내 공매도 거래 전면금지 사례의 효과를 살펴보기 위한 실증분석이 추가됨으로써 보고서의 분석범위와 수준이 큰 폭으로 높아졌다고 평가할 만하다. 본 보고서의 작성을 위하여 지난해 여름부터 많은 노고를 아끼지 않았던 황세운 연구위원에게 감사의 뜻을 전한다. 그리고 보고서의 완성도를 높이기 위해 수많은 개선안을 제시해주신 두 분의 지정심사자와 그 외의 연구조정위원회 박사님들께도 감사의 뜻을 전한다. 아울러 본 보고서의 작성을 위하여 기초 데이터분석, 해외시장 규제현황 조사, 실증분석을 위한 통계처리 작업 등을 세밀히 진행해 주었던 이영화 연구원에게도 깊이 감사드린다. 원고 교정을 맡아주었던 박신애 선임연구원, 그리고 편집을 맡아준 김옥엽 연구조원, 장운영 연구조원에게도 감사의 뜻을 전한다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식적인 의견이 아님을 밝힌다.

2017년 3월
자본시장연구원
원장 안동현

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	x
I. 서론	3
II. 국내 공매도 시장의 현황 및 특성	9
1. 공매도의 의의 및 국내 도입 역사	9
2. 국내 주식 공매도 시장의 현황	11
3. 국내 주식 공매도 시장의 특성	21
III. 주식 공매도 규제의 연혁적·국제적 분석	35
1. 국내 주식 공매도 규제변화 추세	35
2. 해외의 공매도 규제변화	41
3. 국내와 해외의 공매도 규제 비교를 통한 시사점	56
IV. 공매도 규제가 주식시장에 미치는 영향	61
1. 국내외 문헌연구	61
2. 데이터 및 방법론	66
3. 공매도 규제가 시장유동성 및 변동성에 미치는 영향	76
V. 결론 및 정책적 시사점	87
1. 결론	87
2. 정책적 시사점	90
참고문헌	95

표 목 차

<표 II-1> 유가증권시장의 공매도 거래량 및 거래대금 비중	14
<표 II-2> 코스닥시장의 공매도 거래량 및 거래대금 비중	16
<표 II-3> 최근 3년간 공매도 거래대금 상위종목 (비중 기준)	20
<표 II-4> 공매도 거래와 주가수익률간의 상관계수	22
<표 II-5> 주식 대차거래의 유형	28
<표 II-6> 대차거래 잔고와 공매도 거래 간의 상관계수	31
<표 III-1> 글로벌 금융위기 이후 유럽의 공매도 규제변화	46
<표 III-2> 글로벌 금융위기 이후 북미권 및 호주의 공매도 규제변화 ..	51
<표 III-3> 글로벌 금융위기 이후 아시아권 국가들의 공매도 규제변화 ..	54
<표 III-4> 주요국 주식 공매도 규제 현황	56
<표 III-5> 주요국의 공매도 공시체계	58
<표 IV-1> 표본군의 개별주식선물 거래통계	70
<표 IV-2> 표본군의 주식시장 거래통계	71
<표 IV-3> 대조군1의 주식시장 거래통계	72
<표 IV-4> 대조군2의 주식시장 거래통계	72
<표 IV-5> 공매도 금지가 시장유동성에 미치는 영향 (대조군1)	77
<표 IV-6> 공매도 금지가 시장유동성에 미치는 영향 (대조군2)	78
<표 IV-7> 공매도 금지가 시장변동성에 미치는 영향 (대조군1)	80
<표 IV-8> 공매도 금지가 시장변동성에 미치는 영향 (대조군2)	80
<표 IV-9> 공매도 금지가 주가수익률에 미치는 영향	82

그림 목 차

<그림 II-1> 투자주체별 공모도거래 비중 추이	18
<그림 II-2> 유가증권시장의 공모도 거래와 주가수익률 상관관계	23
<그림 II-3> 코스닥시장의 공모도 거래와 주가수익률 상관관계	25
<그림 II-4> 주식시장 대차거래 잔고 변동 추이	29
<그림 II-5> 시가총액 대비 대차거래 잔고비율 추이	30

약어 표

AMF	Autorité des marchés financiers
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
CD	Certificate of Deposit
CDS	Credit Default Swap
CNMV	Comision Nacional del Mercado de Valores
CSRC	China Securities Regulatory Commission
DR	Depositary Receipt
ELW	Equity Linked Warrant
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETF	Exchange Traded Funds
EU	European Union
EV	Enterprise Value
FSA	Financial Services Agency
HKEX	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited
IIROC	Investment Industry Regulatory Organization of Canada
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
MAS	Monetary Authority of Singapore
NYSE	New York Stock Exchange
RIS	Regulatory Information Services
SEC	Securities and Exchange Commission
SFC	Securities and Futures Commission
SHEK	The Stock Exchange of Hong Kong Limited
TSE	Tokyo Stock Exchange

《 Executive Summary 》

공매도 거래는 오랜 역사를 거치면서 그 경제적 순기능이 인정되어 온 제도임에도 불구하고 국내에서는 개인투자자를 중심으로 공매도 거래에 대한 비판이 강하게 제기되고 있다. 공매도 제도는 부정적인 정보가 주가에 반영되는 주된 경로로 작용함으로써 주식 시장의 정보효율성 유지에 중요한 역할을 담당하고 있다. 또한 주식 시장의 버블이 과도하게 형성되는 것을 방지하는 순기능도 제공한다. 이러한 긍정적인 기능을 감안할 때 공매도에 대한 규제가 지나치게 강화될 경우 시장가격 안정화라는 긍정적인 효과보다는 시장 유동성 및 효율성 위축이라는 부정적인 비용요소가 더 클 것으로 예상된다. 따라서 공매도 거래금지와 같은 강력한 규제는 대규모 금융위기가 발생하여 시장기능이 정상적으로 작동하지 못하는 경우에 한해 한시적으로 시행하는 것이 합리적 선택이 될 것이다. 극단적인 방향성의 규제보다는 부작용을 최소화하면서 제도운영으로부터의 실익을 최대화하는 방향으로 공매도 규제를 정비할 필요가 있다.

국내 주식시장에서 공매도 거래는 점진적으로 증가추세에 있다. 이러한 현상은 유가증권시장과 코스닥시장 모두에서 공통적으로 관찰되며 주식시장의 환경변화가 공매도 거래증가에 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 주가지수가 장기간 박스권에 머물고 있는 관계로 수익률 제고를 위해 다양한 투자기법의 시도가 필요한 상황이다. 하락장에서도 수익을 내기위한 공매도 전략이 기관투자자와 외국인 투자자를 중심으로 더욱 적극적으로 활용될 가능성이 크다. 공매도 거래수요가 증가추세인 점을 감안하여 시장효율성 개선으로 규제의 방향성을 설정할 필요가 있을 것이다.

글로벌 금융위기 직후 미국, 유럽 및 아시아권의 많은 국가들이 일시적으로 공매도 거래를 금지하는 조치를 실행하였다. 시장이 공포감에 매몰되어 이성적인 투자판단을 하기 어려운 시기에는 공매

도가 지나친 추가하락을 부추길 수 있음을 인정하였기 때문이다. 그렇지만 공매도 거래금지는 일부 금융주에 대해서만 실시하는 국가가 많았고 시행시기도 단기간인 경우가 대부분이었다. 국내의 공매도 규제도 위기상황에서의 대응방식은 해외의 규제방향과 동일한 것으로 볼 수 있는데, 시장의 지나친 변동성과 과민반응을 완화하려는 목적을 가졌다.

해외시장에서의 공매도 규제는 시장투명성 개선을 위한 공시제도의 도입확대가 중요한 변화 방향으로 파악된다. 공매도 공시제도는 많은 국가에서 채택하고 있는데 유럽과 아시아권의 국가들은 대부분 공매도 공시제도를 시행 중에 있다. 공시제도는 시장에서 공매도 거래가 얼마나 활발하게 이루어지고 있는지에 대한 정보를 공개함으로써 투자자들의 투자 의사결정에 도움을 준다는 측면에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

시장효율성 개선에 도움이 되지 않는다고 판단되는 공매도 규제는 과감하게 폐지하고 있다. 업틱룰의 폐지가 대표적인 사례이다. 아시아권 국가들은 대부분 공매도의 가격하락 압력을 완화하기 위해서 업틱룰을 채택하고 있다. 그러나 미국이나 유럽의 경우 업틱룰의 효과에 대해 부정적인 견해가 많아서 이를 폐지하거나 또는 매우 제한적인 형태로 운영하는 사례가 많아지고 있다. 우리나라도 향후 업틱룰의 효용성에 대해 다시 평가해 볼 필요성이 있을 것으로 판단된다.

공매도 금지규제의 효과에 대한 실증분석에서는 유동성 축소 가능성, 변동성 감소 가능성, 추가예측력 차별화 가능성이 관찰되었다. 2011년 유럽 재정위기에 대한 대응과정에서 실시되었던 3개월간의 공매도 금지조치의 효과를 분석해 보았는데, 공매도 금지시기에 시장의 유동성과 변동성은 줄어든 것으로 추정된다. 시장유동성은 전반적으로 축소되었지만, 추가변동성은 공매도 금지종목에 비해

공매도 금지를 우회할 수 있는 종목에서 더 높게 관찰되었다. 주가 예측력도 공매도 금지기간 동안 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목에 대해 더 높게 나타났다.

공매도 금지규제에 대한 실증분석 결과를 통해 공매도가 가진 경제적 기능을 확인할 수 있었다. 실증분석 결과는 공매도 거래가 시장유동성을 개선하는 효과를 가지는 반면 변동성을 확대시킬 수 있음을 시사한다. 이러한 결과는 기존의 연구결과와도 일관성을 가진다. 공매도 금지규제가 긍정적인 역할과 부정적인 효과를 동시에 가져올 수 있음을 감안하여 공매도 거래의 긍정적인 기능은 유지하되 부작용을 최소화하는 방식으로 규제체계를 개선할 필요가 있다. 공매도 공시제도는 시장투명성 개선을 위해 긍정적인 측면이 있지만 과도한 수준의 투자자 정보 공개는 거래활동을 위축시킬 수 있음을 염두에 두어야 할 것이다.

공매도 거래에 있어서 시장이 가지는 한계점을 분명히 인식하는 것도 중요한 사항이다. 일반적인 주식거래와 마찬가지로 공매도 거래에 있어서도 정보비대칭 현상은 비교적 뚜렷하게 나타날 것으로 예상된다. 기관투자자와 외국인투자자, 그리고 개인투자자간에는 정보접근성, 정보공개기술에 있어서 유의적인 차이가 나타나는 경우가 많다. 개인투자자들이 정보의 열위에 서게 되는 것이다. 이러한 정보의 비대칭성은 시장의 인프라가 개선되더라도 완전히 없어지기는 어려울 것이다. 정보 비대칭성은 결국 투자자계층간의 수익률 격차로 이어질 가능성이 높으며 개인투자자들이 상대적으로 낮은 수익률을 실현하게 될 것으로 전망할 수 있다. 시장이 가지는 이러한 한계점은 향후 공매도 거래에 대한 규제를 어떠한 방식으로 가져갈 것인가에 대해 고민할 때 반드시 고려되어야 할 요소일 것이다.

— « Abstract » —

**Analysis of the Effect of Short Selling Regulations and
Its Policy Implications**

Despite the long history in which its positive economic functions have been recognized, criticism against the short selling transactions has been strongly raised in Korea, mainly by individual investors. The short selling plays an important role in maintaining the price efficiency of the stock market by acting on the main route through which negative information is reflected in the stock price. It also provides a critical instrument that prevents excessive formation of stock price bubbles. Considering these positive functions, if the regulations on short selling are excessively strengthened, negative cost factors such as decline in the market liquidity and price efficiency might be even larger than the benefit factor of stabilizing the market price. Therefore, strong regulations such as banning short selling transactions could be a reasonable policy choice if and only if the market function does not operate properly as a result of a large economic crisis. It is necessary to develop short selling regulations in the direction to maximize the benefit from the operation while minimizing side effects.

Short sale transactions in Korean stock market are gradually increasing. This trend is commonly observed in both the KOSPI market and the KOSDAQ market, and changes in

the market condition seem to affect the increase in short selling transactions. As the stock price index is trapped in the narrow band for a long time, various investment strategies are needed to improve the portfolio performance. It is expected that the short selling would be more actively utilized by institutional investors and foreign investors in order to make gains even with the price downturns. Considering that short selling finds more value among institutional investors, it is desirable to design the regulation mechanism focusing on the market efficiency enhancement.

Immediately after the global financial crisis in 2008, many countries including the US, EU members and Japan took measures to temporarily prohibit short selling transactions. This was because it has been confirmed that short selling could amplify stock price declines at times when it is difficult to make reasonable investment decisions as the market is in panic. However, in many countries where short selling transactions were prohibited, it was only for companies financial industry, and the period of banning was short in most cases. The domestic policy responses to the crisis in 2008 seem to be the same as the overseas policy approaches, alleviating excessive market volatility and over-reaction.

The short selling regulation in the foreign markets after the global financial crisis is featured by strengthening information disclosure system to improve the market transparency. The information disclosure requirements on short selling have been adopted in many countries in Europe and Asia. The disclosure

systems are positively evaluated as they support investors to make reasonable investment decisions by disclosing information on how actively the short selling transactions in the market are taking place.

Short selling regulations that appear not to be useful for improving market efficiency are abolished boldly. The abolition of the up-tick rule is a typical case. Many Asian countries are still maintaining the up-tick rule to alleviate downward price pressure from short selling. However, in the United States and Europe, negative views are prevailing over the effectiveness of the up-tick rule. The cases of repealing or operating it in a very limited manner are increasing. In Korean stock market, it would be needed to re-evaluate the utility of the up-tick rule in the future.

In the empirical analysis on the effect of the short selling prohibition, the possibility of falling market liquidity, decreasing volatility and stock price efficiency were found. Analysis of the effect of the three-month short selling ban is conducted for the period of the down-grade of the US sovereign credit rating and European fiscal crisis in 2011. It is estimated that the market liquidity and volatility decreased during the prohibition period. The market liquidity diminished overall, but the volatility in stock returns was higher in companies for which bypassing route over short selling prohibitions was open. Price predictability also became stronger for stocks that can bypass short selling prohibitions.

With the results of empirical analysis of the short selling prohibition, we were able to confirm the positive roles the short selling. The results suggest that while it improves the market liquidity to allow short selling, it can also amplify the volatility. These results are consistent with previous researches. Keeping both brighter and darker side of the short selling in mind, we will have to revise the regulatory system in a way that minimizes side effects. Although the information disclosure system on short selling has positive aspects for market transparency, it should be borne in mind that the excessive level of information disclosure can reduce trading activities.

It is also important to recognize the limit of the market in short selling. Similar to general stock trading, the information asymmetry clearly exists in the short sale transactions. For institutional investors, foreign investors, and individual investors, there are many cases where significant differences are seen in terms of information accessibility and information processing among investor groups. Individual investors have more weakness than the other investor groups. The information asymmetry is not likely to disappear completely even if market infrastructure improves. Information asymmetry will ultimately lead to disparity in the profitability among investor groups and individual investors are more likely to realize relatively lower returns. Revising the regulations on short selling, policy makers should take this aspect into account for better-functioning market.

1. 서론

I. 서론

2008년의 글로벌 금융위기 이후 각국의 주식시장에서는 공매도(空賣渡, short sale)에 대한 규제강화가 뚜렷하게 관찰되고 있다. 주식공매도는 주가의 하락이 예상될 때 적극적으로 활용되는 전략이기 때문에 공매도에 대해 부정적인 시각을 가진 투자자들이 많다. 공매도의 확대는 일반적으로 주가의 하락을 가져오고, 주식시장이 폭락의 공포감에 압도될 때 공매도는 주가하락의 규모를 증폭시켜 시장에 불필요한 변동성을 야기할 수 있다는 인식이 널리 퍼져 있는 것이다. 개인투자자를 중심으로 관찰되는 공매도에 관한 부정적인 인식은 글로벌 주식시장에서 공매도 규제강화라는 결과로 이어지고 있다. 실제로 글로벌 주식시장에서는 2008년 리먼 브라더스 파산, 2012년 유럽 재정위기의 심화 등과 같은 대규모 위기상황에 대한 대응정책의 일환으로 전면적 혹은 부분적인 공매도 금지조치를 단행한 바 있다. 이후에도 유럽과 아시아권 국가를 중심으로 공매도에 대한 규제정책이 강화되고 있는 추세이다.

공매도에 대한 부정적인 인식이 팽배해 있는 것은 사실이지만 공매도는 주식시장의 가격효율성을 유지하는 데에 있어서 중요한 역할을 담당하고 있다. 주식시장에서의 자금흐름을 통한 자원배분 기능이 정상적으로 작동하기 위해서는 가격발견의 효율성 유지가 매우 중요하다. 가격발견의 효율성이라는 것은 결국 시장에 노출된 정보가 가격에 얼마나 신속하게, 그리고 정확하게 반영되고 있느냐에 의해 결정된다. 기업의 가치에 영향을 미치는 정보는 긍정적인 정보와 부정적인 정보를 모두 포함한다. 이는 가격발견의 효율성은 주가의 상승과 하락이 모두 신속하고 정확하게 이루어져야 달성됨을 의미한다. 주가상승은 신속히 이루어지는데 주가하락은 비대칭적으로 천천히 진행된다면 이는 시장에서 불필요한 자금흐름의 왜곡을 초래할 수 있다.

공매도는 기업에 대한 부정적인 정보가 가격에 반영되는 데에 중요한 역할을 담당한다. 또한 비이성적인 주가버블 형성을 차단함으로써 주식시

장의 잠재적인 위험요소가 확대될 가능성을 억제한다. 장기적으로 주가의 흐름은 해당기업의 펀더멘탈에 의해서 결정된다는 사실을 감안한다면 공매도가 가능하지 않더라도 주가는 결국 본질적인 가치에 수렴할 것이다. 그러나 주가가 기업의 본질적인 가치와 항상 일치하지는 않으며 일시적인 괴리가 나타날 수 있고 또 그러한 괴리가 경우에 따라서는 확대되는 방향으로 흐를 수 있음을 이해할 필요가 있다. 공매도는 이러한 비효율적인 가격흐름을 축소하는 데에 효과적인 수단이 된다.

가격발견의 효율성에 관한 평가는 방향성에 대해 중립적으로 이루어져야 한다. 신속한 가격상승이 좋은 것이라면 신속한 가격하락도 동일하게 간주될 필요가 있다. 주식시장에서는 흔히 주가의 상승과 하락에 대해 비대칭적인 반응이 관찰된다. 주가의 신속한 상승은 긍정적인 것이지만 주가의 신속한 하락은 시장의 공포심리를 자극하여 피해규모를 증폭시킨다는 이유에서이다. 그렇지만 과도한 가격하락이 투자자피해로 연결될 수 있다면 때때로 나타나는 비정상적인 가격상승도 투자자피해를 야기할 수 있다. 따라서 투자자들은 주가의 상승과 하락에 대해 대칭적인 시각을 유지할 필요가 있으며 규제에 있어서도 주가하락과 상승에 대해 일관성을 유지하는 것이 중요하다.

기술한 바와 같이 공매도는 긍정적으로 평가해야 할 순기능을 가지고 있기 때문에 공매도에 대한 규제가 지나치게 강화될 경우 부작용이 더 크게 나타날 수 있음이 지적되고 있다. 학계의 연구결과는 대체로 공매도의 규제가 강화될 경우 가격발견의 효율성이 훼손되고 시장유동성이 감소하고 있음을 지속적으로 보고하고 있다. 따라서 공매도에 대한 정책은 규제강화로 인한 긍정적인 규제효과와 부정적인 시장영향을 모두 감안하여 결정할 필요가 있다. 단순히 공매도로 인해 투자자의 피해가 발생하고 있다는 막연한 주장에 근거한 공매도 규제강화는 의도한 투자자 보호효과를 충분히 제공하지 못하면서 시장의 기능을 위축시키는 결과를 초래할 가능성이 있다. 공매도 규제효과에 대한 체계적인 연구결과를 바탕으로 시장의 기능을 최적화할 수 있는 방향으로의 접근이 필요하다.

본 보고서는 글로벌 금융위기 이후 강화되고 있는 공매도 시장의 규제 강화에 대한 실증적인 평가를 진행하고, 해외의 공매도 규제변화 방향을 점검하여 우리나라 주식시장에 대한 의미 있는 시사점을 도출하고자 한다. 또한 이러한 실증분석과 해외로부터의 시사점을 바탕으로 향후 국내 주식시장의 건전한 발전을 위한 정책적 제언을 제시하고자 한다. 이를 위한 본 보고서의 구성은 다음과 같다. 보고서의 II장에서는 국내 공매도 시장의 현황 및 특성을 파악해 볼 것이다. 주식시장에서의 공매도 활용에서 관찰되는 특징과 추세를 거래정보 데이터를 활용하여 정량적으로 분석한다. III장에서는 해외의 공매도 규제변화 추이를 검토한다. 글로벌 주식시장에서 관찰되는 공매도 규제변화 방향을 점검하고 북미, 유럽, 아시아권의 공매도 규제강화 움직임을 살펴본다. IV장에서는 공매도 규제가 주식시장에 미치는 영향에 대해 실증분석을 실시한다. 공매도 규제효과에 대한 국내외 문헌연구를 바탕으로 공매도 거래데이터를 활용하여 공매도 규제가 시장유동성과 시장변동성에 미치는 영향을 분석한다. 마지막으로 V장에서는 해외 공매도 규제변화로부터의 시사점과 국내 실증분석 결과를 바탕으로 향후 공매도 규제방향에 관한 정책적 제언을 제시한다.

II. 국내 공매도 시장의 현황 및 특성

1. 공매도의 의의 및 국내 도입 역사
2. 국내 주식 공매도 시장의 현황
3. 국내 주식 공매도 시장의 특성

II. 국내 공매도 시장의 현황 및 특성

1. 공매도의 의의 및 국내 도입 역사

공매도는 보유하고 있지 않은 증권을 매도하는 행위를 말하는데, 신용거래와 더불어 주식시장에서 널리 활용되어 온 전통적인 주식거래기법이다. 국내에서 공매도는 주식시장에서 주로 활용되고 있으나 이론적으로 공매도는 주식이나 채권 등의 금융투자상품 뿐만 아니라 원유, 금, 곡물, 철광석 등의 상품시장에 대해서도 적용이 가능하다. 물론 현물인도 (delivery)에 대한 불편함으로 인해 실물상품에 대한 공매도가 일상적으로 이루어지는 시장은 거의 없다.

기술한 바와 같은 공매도의 학술적인 개념정의에 비하여 규제상의 공매도 정의는 다소 복잡한 형태로 나타난다. 우리나라에서 규제상의 공매도 정의는 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 (이하 자본시장법)」에 의해 정립되어 있다. 자본시장법에 의하면 공매도는 소유하지 아니한 상장증권의 매도나 차입한 상장증권으로 결제하고자 하는 매도를 의미한다.¹⁾ 공매도가 가능한 증권을 대통령령으로 정하는 상장증권으로 제한한다는 점에서 특징이 있다.

공매도는 매도시점에서 증권이 차입되어 있는지의 여부에 따라 차입공매도(covered short sale)와 무차입공매도(naked short sale)로 구분된다. 차입공매도는 매도시점 이전에 주식차입이 먼저 이루어지며 차입된 주식으로 결제가 이행된다. 반면 무차입공매도는 주식차입이 이루어지지 않은 상태에서 매도가 실행되는데 결제일 이전에 차입을 통해 증권결제 의무를 이행하게 된다. 차입공매도와 무차입공매도는 주식차입시점에 따른 분류이며 증권결제를 위해서는 주식을 차입해야 한다는 점에서 공통점을 가진다. 국내에서는 자본시장법에 의해 무차입공매도는 원칙적으로 허용되지 않으며 차입공매도만 가능하다. 다만 무차입공매도는 결제이행의 문제가 없는 경

1) 자본시장법 제180조(공매도의 제한) 제1항 제1호 및 제2호

우에 한하여 예외적으로 허용되는데, 증권시장에서 매수계약이 체결된 상장증권을 해당 수량의 범위에서 결제일 전에 매도하는 경우나 전환사채·교환사채·신주인수권부사채 등의 권리 행사, 유상·무상증자, 주식배당 등으로 취득할 주식을 매도하는 경우로서 결제일까지 그 주식이 상장되어 결제가 가능한 경우 등은 무차입공매도의 성격을 가지고 있으나 공매도로 보지 않는다.²⁾ 무차입공매도에 대한 금지조치는 우리나라를 포함한 많은 국가에서 시행되고 있다. 대다수의 아시아권 국가들과 유럽연합(European Union: EU) 국가들이 무차입공매도를 금지하거나 아주 예외적인 경우에 대해서만 허용하고 있다.

국내에 공매도제도가 도입된 것은 1969년 2월인데, 신용융자제도와 함께 신용대주제도가 도입되면서 주식에 대한 공매도가 가능해졌다. 제도도입기의 규제적 관점에서 공매도는 신용융자제도와 대칭적인 성격을 가지는 것으로 인식되었다. 사실 주식공매도는 가격흐름의 방향성을 제외한다면 주식신용융자제도와 경제적 특성이 완전히 동일하다. 투자자는 가격흐름에 대한 판단을 정확히만 할 수 있다면 주식소유의 여부나 주식매입자금의 보유여부와는 상관없이 수익을 낼 수 있다. 예를 들어 주가의 상승에 확신을 가지고 있는 투자자라면 자금을 빌려 주식을 매입함으로써 매매차익을 거둘 수 있다. 매입 후 실제로 가격이 오른다면 높아진 가격에 주식을 매각하고 빌린 자금을 상환함으로써 매입가격과 매도가격의 차이에 해당하는 양도차익을 확보하게 된다. 반대로 주가의 하락에 확신을 가지고 있는 투자자라면 주식을 빌려와 매각함으로써 매매차익을 거둘 수 있다. 매각 후 가격이 떨어진다면 낮아진 가격에 주식을 매입하여 빌린 주식을 상환함으로써 매도가격과 매수가격의 차이에 해당하는 수익을 얻게 되는 것이다.

신용융자제도의 도입과 더불어 주식시장 수급구조의 균형을 맞추기 위해 공매도가 허용되기는 했지만 1996년 이전까지는 공매도 거래가 매우 드물게 관찰되었다. 이는 공매도의 주요 주체인 기관투자자들에 대해 주식대차거래가 허용되지 않았기 때문이었다. 상장종목에 대한 유가증권 대차제도는 1996년 9월에 도입되었는데, 이를 통해 비로소 실질적인 공매

2) 자본시장법 제180조(공매도의 제한) 제2항 제1호, 제2호 및 제3호

도 거래가 가능한 시장환경이 조성되었다. 이 시기의 공매도제도에서는 증권계좌에 주식을 보유하지 않은 상태에서 매도주문을 낼 수 있었으며 매도거래 체결 이후 3일 이내에 주식을 차입하여 결제하는 것이 가능하였다. 차입공매도 뿐만 아니라 무차입공매도도 사실상 가능하였던 것이다.

무차입공매도에 대한 금지는 2000년 우풍상호신용금고가 대량으로 주식에 대한 공매도 포지션을 취한 뒤 증권결제를 불이행한 사태가 발생하면서 도입되었다. 우풍상호신용금고는 대규모 무차입공매도를 실시한 후 급격한 주가상승으로 인해 주식차입에 어려움을 겪었으며 결국 결제일을 지키지 못하였다. 주식거래의 안정성을 크게 훼손시키는 사건이었는데, 이를 통해 무차입공매도의 위험성을 인지하게 된 금융당국은 무차입공매도를 금지시켰으며 업틱룰(up-tick rule)³⁾과 공매도 여부 표시제도를 함께 도입하여 공매도제도의 문제점을 개선하고자 하였다. 이후 2008년 글로벌 금융위기가 발생하면서 공매도제도는 또 한번의 큰 변화를 맞게 된다. 글로벌 금융위기 이후 나타난 공매도제도에 대한 대내외적인 변화에 대해서는 III장에서 자세하게 기술하기로 한다.

2. 국내 주식 공매도 시장의 현황⁴⁾

국내 주식시장에서 공매도의 비중은 꾸준한 증가세에 있다. 공매도 시장에서 개인투자자의 참여는 지극히 제한적인 수준에서 이루어지고 있으며 주로 기관투자자와 외국인투자자의 거래비중이 절대적인 비중을 차지

3) 업틱룰이란 공매도 거래를 할 때 매도호가를 직전 체결가 이상으로만 내도록 제한하는 규정을 말한다. 업틱룰은 공매도로 인한 급격한 주가하락을 막기 위한 규제이다. 업틱룰과 대립되는 개념으로 매도호가를 자유롭게 제시할 수 있는 룰을 제로틱룰(zero-tick rule)이라고 부른다.

4) 본절과 다음절에서 서술되는 시장현황 및 시장특성에 관한 내용은 저자가 작성하였던 “공매도 규제의 개선방향”(황세운, 2016) 보고서와 일부 중복되는 내용이 있음을 밝힌다. 본 보고서는 시장현황과 특성에 관해 더욱 포괄적인 분석내용을 담고 있으며, 분석기간도 2016년 10월말까지로 확대하였다는 점에서 차이가 있다.

한다. 유가증권시장에서의 공매도 거래활동이 코스닥시장에 비하여 상대적으로 활발하게 이루어져 왔지만, 최근 들어서는 코스닥시장의 공매도 거래비중이 빠른 속도로 늘어나는 추세에 있다. 국내 주식시장에서의 공매도 거래현황을 파악하기 위하여 본 절에서는 공매도 거래자료를 이용하여 전반적인 시장변화 양상을 분석하였다.

공매도의 시장현황을 분석하기 위해서는 공매도 거래자료와 공매도잔고자료에 대한 접근이 필요하다. 그런데 국내 주식시장에서는 공매도 거래에 관한 자료는 공개되고 있지만 공매도잔고에 대한 자료는 2016년 6월말까지 공개되지 않았다. 따라서 본 절에서는 공매도 거래자료를 바탕으로 공매도의 시장현황을 분석하고 있으며, 추가적으로 공매도 거래와 밀접한 관계에 있는 대차관련 통계를 이용하였다. 시장현황의 파악을 위해서 2008년 7월부터 2016년 10월까지의 기간(100개월)을 대상으로 공매도 거래자료를 연합인포맥스로부터 추출하여 분석을 실시하였다. 공매도 거래는 유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 살펴보았으며, 유가증권시장에서의 공매도 거래활동이 더 뚜렷하게 관찰되었으나 변화추세는 동일한 방향성을 가지고 있는 것으로 파악되었다.

가. 유가증권시장의 공매도 거래

공매도 거래규모와 거래비중은 꾸준한 증가세에 있는 것으로 나타난다. 먼저 유가증권시장의 공매도 거래추이를 살펴보면 거래규모의 증가세가 뚜렷하다. 분석기간(2008년 7월~2016년 10월) 동안 유가증권시장의 일평균 공매도 거래량은 427만주이며 일평균 공매도 거래대금은 약 1,678억원이다. 공매도 거래량과 거래대금은 글로벌 금융위기의 여파로 인해 공매도에 대해 전면적인 금지조치가 내려졌던 2009년을 제외한다면 평균적인 증가추세를 유지하였다. 2009년 공매도 일평균 거래량은 126만주에 불과하였지만 2012년과 2016년(10월까지)의 경우 각각 340만주와 916만주로 증가하였다. 일평균 거래대금에서도 비슷한 양상을 보이는데

2009년 520억원으로 매우 낮은 수준이었으나 2012년과 2016년에는 각각 1,460억원과 2,928억원으로 증가하였다.

절대적인 수준에서의 거래량과 거래대금 증가보다 더욱 중요한 변화는 거래비중에서 나타난다. 분석기간 동안 유가증권시장에서 공매도 일평균 거래량 비중은 1.08%, 일평균 거래대금 비중은 3.26%였다. 그런데 유가증권시장에서 공매도 거래량 비중과 거래대금 비중은 전체 거래대비 꾸준한 증가세가 관찰되었다. 일평균 거래량 비중은 글로벌 금융위기 직후인 2009년 0.26%로 가장 낮았고, 이후 지속적으로 증가하여 2012년과 2016년의 경우 각각 0.70%와 2.32%로 높아졌다. 공매도 일평균 거래대금 비중에 있어서도 비슷한 추이가 관찰되는데, 2009년 0.90%로 가장 낮았고, 2012년과 2016년의 경우 각각 3.03%와 6.32%로 상승하였다. 공매도 거래량 비중과 거래대금 비중의 증가는 유가증권시장에서 일평균 거래량과 일평균 거래대금이 줄어들었던 2011~2014년의 기간에도 뚜렷하게 이어지고 있다. 유가증권시장의 일평균 거래대금은 2011년 6.86조원에서 2014년 4.12조원으로 감소하였는데, 반면 일평균 공매도 거래대금은 같은 기간 1,249억원에서 2,066억원으로 증가하였다.

유가증권시장의 공매도 비중에서 나타나는 특징 중의 하나로 일평균 공매도 거래량 비중에 비해 일평균 공매도 거래대금 비중이 2~3배 더 높게 나타난다는 점을 들 수 있다. 앞서 설명한 바와 같이 분석기간 전체의 공매도 일평균 거래대금 비중(3.26%)은 일평균 공매도 거래량 비중(1.08%)의 약 3배 수준이다. 이러한 특징은 연도별 공매도 거래량 비중과 거래대금 비중의 비교에서도 일관성있게 유지되었다. 아래의 <표 II-1>에서 유가증권시장의 일평균 공매도 거래량 비중과 일평균 공매도 거래대금 비중은 공매도 거래대금 비중이 거래량 비중에 비하여 높게 형성되고 있다는 점을 뚜렷하게 보여주고 있다. 일평균 공매도 거래량 비중에 비해 일평균 공매도 거래대금 비중이 높게 나타나는 것은 공매도에 활용되는 주식들이 유동성이 높은 대형주를 중심으로 형성되어서 절대적인 가격수준이 높은 경우가 많기 때문인 것으로 추정된다.

<표 II-1> 유가증권시장의 공매도 거래량 및 거래대금 비중

(단위: 천주, 억원)

연도	거래량			거래대금		
	공매도	시장전체	비중	공매도	시장전체	비중
2008	367,988	51,581,990	0.71%	145,482	6,533,712	2.23%
2009	298,618	116,042,336	0.26%	122,879	13,655,483	0.90%
2010	690,724	94,915,535	0.73%	307,427	14,006,341	2.19%
2011	591,680	87,103,717	0.68%	307,360	16,880,987	1.82%
2012	843,619	120,646,794	0.70%	362,065	11,962,633	3.03%
2013	1,030,643	81,096,260	1.27%	373,760	9,863,751	3.79%
2014	1,471,187	68,129,969	2.16%	485,545	9,759,770	4.97%
2015	2,239,688	112,903,282	1.98%	733,460	13,272,298	5.53%
2016	1,860,382	80,039,419	2.32%	594,385	9,407,789	6.32%

주 : 2008년은 7월 이후, 2016년은 10월까지만 포함되었음

자료: 연합인포맥스

나. 코스닥시장의 공매도 거래

코스닥시장에서의 공매도 거래에서도 유가증권시장과 유사하게 증가추세가 뚜렷하게 관찰된다. 코스닥시장에서의 공매도 거래활동은 유가증권시장에 비해 상당히 부진한 편이었지만 2013년 이후 공매도 거래증가가 확연히 나타난다. 분석기간 동안 코스닥시장의 일평균 공매도 거래량은 190만주이며 일평균 공매도 거래대금은 약 234억원이었다. 유가증권시장과 유사하게 코스닥시장에서도 공매도 거래량과 거래대금은 공매도 금지조치가 내려졌던 2009년을 제외한다면 평균적으로 증가추세를 유지하였다. 2009년 공매도 일평균 거래량은 28만주에 불과하였지만 2012년과 2016년(10월까지)의 경우 각각 112만주와 492만주로 증가하였다. 일평균 거래대금에서도 비슷한 양상을 보이는데 2009년 27억원으로 매우 낮은 수준이었으나 2012년과 2016년에는 각각 120억원과 605억원으로 증가하였다. 코스닥시장의 공매도 거래량과 거래대금은 절대적인 수준에서는 유가

증권시장에 비해 낮은 수준에 있으나 증가속도에 있어서는 유가증권시장보다 오히려 높은 수준에 있다. 코스닥시장에서의 공매도 비중 증가속도를 살펴보면 거래량 기준으로는 분석기간 동안 연평균 292%의 증가율을 기록하였고, 거래대금 기준으로는 연평균 104%의 성장률을 기록하였다. 코스닥시장의 성장가능성에 대한 관심이 높아지면서 코스닥시장에서의 공매도 거래에 대한 관심도 증가하고 있는 것으로 평가되며, 향후 거래비중 증가추이는 유가증권시장에 비해 더 높은 수준을 보일 것으로 예상된다.

코스닥시장에서는 절대적인 수준에서의 거래량과 거래대금 증가보다는 거래비중의 변화추이에 주목할 필요가 있다. 분석기간 동안 코스닥시장에서 공매도 일평균 거래량 비중은 0.33%, 일평균 거래대금 비중은 1.02%였다. 공매도 거래량 비중과 거래대금 비중은 전체 거래대비 증가세가 뚜렷하다. 일평균 거래량 비중은 글로벌 금융위기 직후인 2009년에도 0.03%를 기록하여 전년대비 증가세를 보였다. 글로벌 금융위기의 대응과정에서 공매도의 전면금지조치가 시행되었음에도 불구하고 공매도 거래비중이 줄지 않았다는 것은 다소 의외의 현상이라 볼 수 있겠지만 글로벌 금융위기 이전의 기간에도 코스닥시장에서의 공매도 거래활동이 매우 부진했었다는 점을 감안한다면 공매도 금지조치가 코스닥시장에 유의적인 영향을 미치지 못했음을 이해할 수 있다.

코스닥시장에서 공매도 거래량 비중은 지속적으로 증가하여 2012년과 2016년의 경우 각각 0.19%와 0.70%로 높아졌다. 공매도 일평균 거래대금 비중에 있어서도 비슷한 추이가 관찰된다. 2009년 0.12%로 가장 낮았고, 2012년과 2016년의 경우 각각 0.57%와 1.74%로 상승하였다. 공매도 거래량 비중과 거래대금 비중의 증가는 일평균 거래량과 일평균 거래대금이 줄어들었던 2011~2014년의 기간에도 이어지고 있다. 코스닥시장의 일평균 거래대금은 2011년 2.25조원에서 2014년 1.97조원으로 감소한 반면, 일평균 공매도 거래대금은 같은 기간 80억원에서 322억원으로 증가하였다.

<표 II-2> 코스닥시장의 공매도 거래량 및 거래대금 비중

(단위: 천주, 억원)

연도	거래량			거래대금		
	공매도	시장전체	비중	공매도	시장전체	비중
2008	22,357	66,823,783	0.03%	2,893	1,382,118	0.21%
2009	64,404	185,231,606	0.03%	5,967	4,981,820	0.12%
2010	162,341	160,179,202	0.10%	16,388	4,789,233	0.34%
2011	148,807	133,630,770	0.11%	19,507	5,541,092	0.35%
2012	278,938	146,477,691	0.19%	29,835	5,280,282	0.57%
2013	485,841	97,590,877	0.50%	51,891	4,503,690	1.15%
2014	723,804	86,861,793	0.83%	78,940	4,827,309	1.64%
2015	1,001,625	149,904,603	0.67%	139,460	8,737,823	1.60%
2016	998,358	143,562,938	0.70%	122,831	7,078,444	1.74%

주 : 2008년은 7월 이후, 2016년은 10월 이전까지만 포함되었음

자료: 연합인포맥스

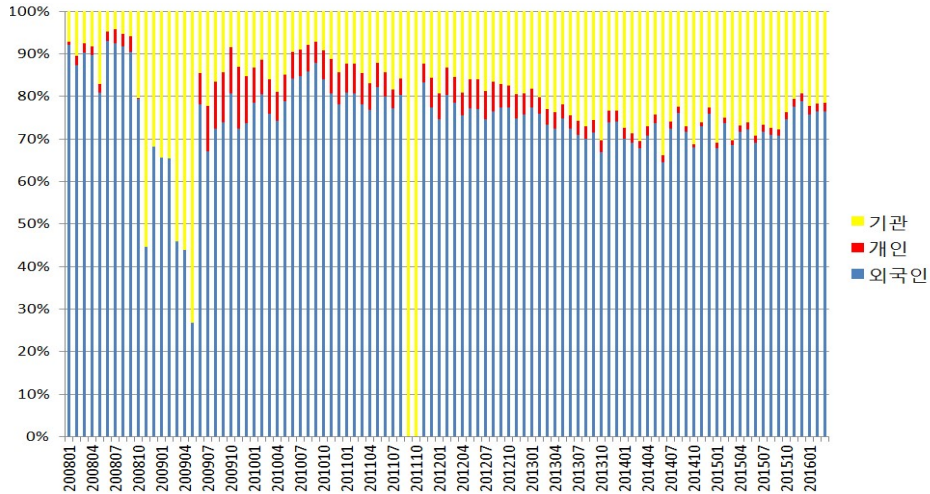
유가증권시장의 경우와 유사하게 코스닥시장에서도 일평균 공매도 거래량 비중에 비해 일평균 공매도 거래대금 비중이 2~3배 더 높게 나타난다. 분석기간 전체의 공매도 일평균 거래대금 비중(1.02%)은 일평균 공매도 거래량 비중(0.33%)의 약 3배 수준이다. 이러한 특징은 코스닥시장의 연도별 공매도 거래량 비중과 거래대금 비중의 비교에서도 유지되었다. <표 II-2>에서 코스닥시장의 일평균 공매도 거래량 비중과 일평균 공매도 거래대금 비중은 공매도 거래대금 비중이 거래량 비중에 비하여 높게 형성되고 있다는 점을 보여주고 있다. 공매도의 주된 거래주체인 외국인 투자자와 기관투자자들은 위험관리의 일환으로 손절매 기법을 널리 활용하고 있는데 잘못된 투자로부터의 손실을 최소화하기 위해서는 시장의 유동성이 풍부한 종목을 선택하는 것이 중요하다. 이러한 이유로 공매도에 활용되는 코스닥시장의 주식들은 주로 유동성이 높은 대형주가 많고 평균적인 가격수준이 높은 경우가 많다.

다. 공매도 거래주체

국내 주식시장에서 공매도 거래의 주요 투자자는 외국인투자자와 국내 기관투자자인 것으로 나타나며 개인투자자의 참여는 매우 제한적인 수준이다. 외국인투자자의 거래비중이 절대적으로 높으며 70~80%의 비중을 유지하고 있다. 외국인투자자들은 국내 기관투자자들에 비하여 공매도 전략의 활용에 더욱 적극적인데, 국내 투자자들에 비해 공매도 전략의 활용역사가 오래되었고 주가상승기와 주가하락기에 모두 수익을 내는 전략을 중요시하기 때문인 것으로 판단된다. 아래의 <그림 II-1>을 살펴보면 2011년 9월과 10월의 기간에 외국인투자자의 공매도 거래비중이 일시적으로 급감하는데 이는 유럽 재정위기에 대한 우려가 확대됨에 따라 2011년 8월 10일부터 11월 9일까지 3개월간 공매도가 전면 금지되었기 때문이다.

국내 기관투자자들은 글로벌 금융위기 이전의 기간에는 공매도 전략의 활용에 소극적인 태도를 유지하였다. 글로벌 금융위기 이전기간에 기관투자자들에 의한 공매도 거래비중은 약 10% 내외에 불과하였다. 그렇지만 글로벌 금융위기 이후 기관투자자들의 공매도 거래비중은 꾸준히 확대되었고, 2013년 하반기 이후부터는 약 30% 수준을 유지하고 있다. 기관투자자들에 의한 공매도 전략 활용이 확대된 것은 2011년 이후 지속되고 있는 주가지수의 정체현상과 관련이 있을 것으로 추정된다. 2011년 이후 유가증권시장과 코스닥시장은 장기간에 걸친 박스권 장세를 이어오고 있다. 유가증권시장의 경우 1,900~2,100포인트 사이에서 등락을 반복하고 있으며 코스닥시장의 경우에도 600~700포인트의 영역에서 장기 체류하고 있다. 박스권 장세에서는 주가상승에 의한 수익률 확보가 상당히 어려워진다. 수익률 제고를 위한 다양한 전략들이 시도되는데 그 중의 하나가 공매도 거래를 활용한 절대수익 추구전략이었다.

<그림 II-1> 투자주체별 공매도거래 비중 추이



자료: 한국거래소, 황세운(2016) 재인용

개인투자자들의 공매도 거래 참여는 매우 부진한 상황이다. 2009년 공매도 전면금지조치가 해제된 이후 개인들의 공매도거래가 일시적으로 증가한 기간이 관찰되지만 이러한 흐름이 유지되지는 못하였다. 2014년 이후의 기간에는 개인들의 공매도 거래비중은 2% 이하로 나타난다. 개인투자자들의 공매도 거래가 부진한 것은 공매도시장에 대한 접근자체가 어렵기 때문인 것으로 보인다. 개인투자자들의 공매도 거래참여는 제도적으로는 허용되어 있지만 대주거래를 위한 조건들이 상당히 까다롭게 설정되어 있기 때문에 실질적인 거래참여가 어려운 편이다. 공매도를 원하는 개인투자자는 금융투자회사로부터 주식을 빌려야한다. 금융투자회사에 신용거래계좌를 개설한 후 대주주문을 통해 주식을 빌리게 되는데 빌릴 수 있는 종목에 제한이 많은 편이고 대주기간도 90일 이하의 단기간인 경우가 대부분이다. 또한 매도대금에 대한 담보설정 이외에도 보증금의 예치가 필수인 경우가 많아서 대주거래에 대한 부담요소가 된다.

라. 공매도 거래종목

공매도 거래규모가 확대됨에 따라 공매도 거래가 활발한 종목수도 증가하고 있다. 공매도 거래는 주가하락이 예상될 때 활발하게 이루어진다. 따라서 실적에 대한 우려가 커지거나 지속되는 기업들에 대해 공매도 거래가 확대될 가능성이 크다. 한편 공매도 거래는 위험성이 수반되며 투자손실을 볼 가능성도 충분히 존재한다. 따라서 공매도 거래자는 손실이 발생하였을 경우에 대비할 필요가 있으며 손절매 등의 방법을 통하여 손실의 규모를 통제할 유인을 가진다. 위험관리에 있어서 해당종목의 유동성 수준은 중요한 고려요소가 되는데, 시장유동성이 풍부한 종목일수록 위험관리가 상대적으로 용이해지는 이점이 있다. 이러한 점들을 고려해 볼 때 공매도 거래는 기업실적에 대한 우려가 확대되는 종목 중에서 유동성이 상대적으로 풍부한 종목을 중심으로 나타날 가능성이 높아진다.

공매도 거래가 활발한 종목들은 유가증권시장의 대형주인 경우가 많다. 2014년에서 2016년 10월까지의 기간에 대하여 공매도 거래가 활발했던 상위 종목들을 살펴보면 대부분 인지도가 높은 대형주였다는 사실을 확인할 수 있다. 이는 공매도 거래참여를 결정함에 있어서 유동성이 중요한 영향을 미칠 수 있음을 시사한다. 실적개선에 대한 우려가 약한 종목에 대해 공매도가 확대되는 사례는 거의 없다는 사실도 확인된다. 공매도 거래 상위종목을 살펴보면 지속적으로 영업실적이 악화되는 기업들이 대다수를 이룬다. 이는 공매도가 부정적인 기업정보의 반영경로가 된다는 사실을 뒷받침한다.

공매도 거래가 얼마나 활발한가를 판단하는 데에 있어서 중요한 기준은 절대적인 공매도 거래량이나 거래대금이 아니라 상대적인 공매도 거래량 비중과 거래대금 비중이다. 예를 들어 공매도 거래대금을 이용하여 공매도 거래활동에 대한 판단을 내린다면 삼성전자에 대한 공매도 거래가 가장 활발하다는 결론을 내릴 수 있다. 그렇지만 삼성전자의 공매도 거래대금이 많은 것은 삼성전자의 주가수준이 매우 높기 때문이다. 1주에 1백

만원이 넘어서는 고가의 종목이기 때문에 작은 수의 공매도 거래가 발생하여도 거래대금 기준에서는 큰 액수로 나타난다. 실제로 공매도 거래대금 비중 기준으로 계산하면 삼성전자의 경우 전체거래 대비 4% 내외의 수준에서 공매도가 이루어지고 있다.

<표 II-3>은 거래대금 비중 기준으로 공매도 거래가 활발했던 상위 10개 종목들을 나타내고 있다. 2014년의 경우 공매도 거래가 전체 거래의 10% 이상을 차지했던 기업수가 10개를 기록하였고 2015년에는 8개, 2016년에는 16개를 기록하였다. 기준을 확장하여 공매도 거래대금 비중이 1% 이상인 종목은 2014년, 2015년, 2016년 각각 171개, 171개, 173개인 것으로 나타났다.

<표 II-3> 최근 3년간 공매도 거래대금 상위종목 (비중 기준)

(단위 : %)

	2014년		2015년		2016년	
	종목	비중	종목	비중	종목	비중
1	하이트진로	16.41	하이트진로	12.54	CJ대한통운	16.44
2	동국제강	13.43	GS건설	11.93	오리온	15.56
3	오리온	11.58	현대차우	11.88	세아베스틸	14.65
4	롯데정밀화학	11.52	CJ대한통운	11.63	삼성SDI	14.14
5	CJ대한통운	11.07	두산	10.80	삼립식품	13.88
6	빙그레	10.69	메리츠화재	10.75	GS건설	13.08
7	농심	10.25	농심	10.49	GS리테일	12.34
8	GS건설	10.15	대림산업	10.04	한화증권	12.02
9	호텔신라	10.12	현대해상	9.77	두산	11.79
10	GS리테일	10.01	오리온	9.58	신세계	11.56

주 : 2016년은 10월말 기준임
 자료: 연합인포맥스, 황세운(2016) 일부 인용

위의 표에서 나타나는 한 가지 특징은 공매도의 집중은 단기간에 종료되는 것이 아니라 장기간에 걸쳐 이루어진다는 사실이다. 예를 들어 2014년에 상위 10위안에 포함되었던 종목 중 5개 종목이 2015년에도 상위 10안에 잔류하였다. 마찬가지로 2015년에 10위안에 들었던 기업 중 4개는 2016년에도 10위안에 포함되었다. 2014년에서 2016년까지 3년 동안 연속해서 상위 10위 포함된 기업도 3개에 달한다. 사실 규모가 큰 기업의 경우 실적의 하락세가 시작되면 3~4년 동안 실적악화가 지속되는 사례가 많다는 점을 감안하면 공매도 집중이 장기간 이어진다는 것은 당연한 결과일 수 있다. 한편 거래대금 비중이 아니라 거래량 비중을 기준으로 계산해도 결과는 거의 달라지지 않았다.

3. 국내 주식 공매도 시장의 특성

국내 주식시장에서 공매도의 활용이 증가추세에 있음은 뚜렷하다. 공매도 거래의 증가세는 특히 2011년 이후 강해지고 있는데, 일반적인 인식과는 달리 공매도 거래의 확대가 전체적인 시장지수의 하락과는 관련성이 비교적 낮아 보인다. 2011년 이후 전체 주식거래에서 공매도 거래가 차지하는 비중이 계속해서 늘어나고 있음에도 불구하고 주가는 오히려 장기 박스권을 형성하고 있다는 점을 감안하면 공매도 거래가 개별종목의 수익률에는 유의적인 영향을 미치지만 시장전체의 주가흐름에는 상대적으로 영향이 적음을 추론할 수 있다. 물론 공매도 거래의 비중이 전체 주식거래에서 차지하는 비중이 유가증권시장의 경우 6% 내외이며 코스닥시장의 경우 2%에 불과하다는 사실을 감안하면 공매도 거래가 전체 시장지수의 수익률에 미치는 영향은 제한적일 수 있다. 다만, 공매도 거래와 주가수익률의 상관관계를 연도별로 구분하여 계산할 경우 양자간의 관계는 훨씬 더 밀접한 것으로 판단된다. 특히 공매도 거래대금 비중이 확대되는 경우 시장전체의 주가수익률 하락이 연도별 계산에 있어서는 상당히 강하

게 관찰되었다. 본 절에서는 전체적인 공매도 거래의 움직임과 주가지수 수익률간의 상관관계를 분석하고 공매도 시장과 대차시장의 상관관계에 대한 분석을 실시한다.

가. 공매도 거래와 주가수익률

개별종목의 공매도 거래와 주가수익률간에는 강한 음의 상관관계가 존재하는 것으로 알려져 있다.⁵⁾ 그렇지만 전체 시장지수와 상관관계는 개별종목에 비하여 상대적으로 낮은 편인 것으로 파악된다. 유가증권시장과 코스닥시장에서의 공매도 거래와 주가수익률간의 상관관계를 계산한 결과 음(-)의 상관관계가 존재하지만 상관계수의 절대값이 낮은 수준으로 나타났다. 표본기간에 대해 일별 공매도 거래변수와 주가수익률간의 상관계수를 추정한 결과는 아래의 <표 II-4>와 같다.

<표 II-4> 공매도 거래와 주가수익률간의 상관계수

	공매도 거래량 비중	공매도 거래대금 비중
유가증권시장	-0.0389	-0.0822
코스닥시장	-0.0392	-0.0471

주 : 2008년 7월부터 2016년 10월까지의 일별자료를 이용하여 계산
자료: 연합인포맥스

유가증권시장의 경우 공매도 거래량 비중과 주가수익률간의 상관계수는 -0.0389로 나타나며 거래대금 비중을 사용하였을 경우 상관계수의 절대값이 더욱 높아진다. 거래량 비중과 주가수익률간 상관계수의 절대값이 크다고 보기는 어렵지만 공매도 거래가 확대될 때 해당종목의 주가 뿐만 아니라 시장전체에 대한 주가흐름이 하락한다는 것은 분명한 방향성으로

5) Aitken, Frino, McCorry & Swan(1998), Boehmer, Jones & Zhang(2008)

해석된다. 공매도 거래대금 비중과의 상관계수가 더 크게 나타난다는 점도 일관성있는 결과로 판단할 수 있다. 앞 절에서 공매도 거래량 비중에 비해 공매도 거래대금 비중은 2~3배 높게 나타난다는 사실을 확인하였다. 거래대금은 주가의 등락과 높은 상관성이 있다는 점을 고려할 때 상관계수 절대값의 증가는 논리적 합리성을 가진다.

공매도 거래와 주가수익률의 상관계수를 연도별로 산출할 경우 양자간의 상관관계는 더욱 강하게 나타난다. 코스피지수 수익률과 거래량 비중 또는 거래대금 비중과의 상관계수는 2012년을 제외하면 항상 음의 상관계수값을 가졌으며 계수의 절대값도 분석기간 전체를 대상으로 한 경우보다 훨씬 크게 나타났다. 2012년의 경우 주가수익률과 거래량 비중 간의 양의 상관계수값이 산출되었다. 그렇지만 그 값이 0.0388로 크지 않았고 일회성의 성격이 강하기 때문에 큰 의미를 두기는 어려워 보인다. 연도별 계산에 있어서도 거래대금 비중과의 상관계수 절대값이 거래량 비중과의 상관계수보다 크게 나타나는 경우가 많았다. 거래대금 비중과의 상관계수 절대값은 2010년 이후 0.1보다 높은 수준에서 유지되고 있으며, 2010년의 계수값이 -0.2673로 절대값 기준에서 가장 크다.

<그림 II-2> 유가증권시장의 공매도 거래와 주가수익률 상관관계



자료: 연합인포맥스

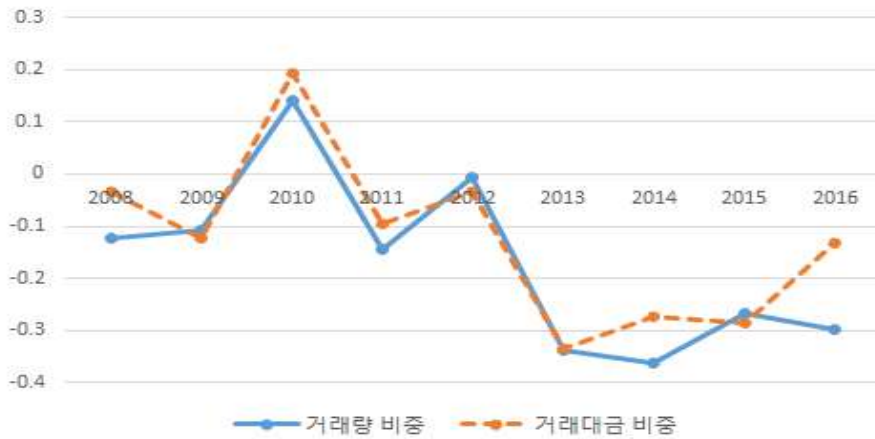
코스닥시장의 경우에도 공매도 거래와 코스닥지수 수익률간의 상관계수는 2010년의 경우를 제외하면 모두 음의 값을 가졌다. 전체 분석기간 중 공매도 거래량 비중과 주가수익률간의 상관계수는 -0.0392 으로 유가증권시장의 계수값과 큰 차이가 없었다. 코스닥시장에서의 공매도 거래활동이 활발해지기 시작한 것이 2013년 이후였다는 사실을 감안하면 다소 높은 수준으로 볼 수 있다. 공매도 거래대금 비중과의 계수값은 -0.0471 로 거래량 비중과의 계수값에 비해서 절대값이 커지기는 하였지만 유가증권시장에서 관찰되는 것처럼 뚜렷한 차이가 관찰되지는 않았다. 코스닥시장에서의 공매도 거래대금 비중이 거래량 비중에 비해 2~3배 높게 형성되고 있다는 사실과 비교하면 다소 의외의 결과로 해석된다. 오랜 기간 공매도 거래가 활발하지 못했던 점이 일정 부분 영향을 미쳤을 것으로 추정된다.

코스닥시장에서도 공매도 거래와 주가수익률의 상관계수를 연도별로 산출할 경우 양자간의 상관관계는 더욱 강하게 나타난다. 코스닥지수 수익률과 거래량 비중 또는 거래대금 비중과의 상관계수는 2010년을 제외하면 항상 음의 상관계수값을 가졌다. 유가증권시장에서의 결과와 동일하게 계수의 절대값도 분석기간 전체를 대상으로 한 경우보다 훨씬 크게 나타났다. 주목할만한 점은 전체 분석기간을 대상으로 상관계수값을 계산할 경우 유가증권시장의 계수값이 코스닥시장보다 더 높은 수준에서 형성되고 있다는 사실이다. 코스닥시장에서의 공매도 거래량이나 공매도 거래대금의 비중이 유가증권시장에 비해서 훨씬 낮은 수준에서 형성되고 있기 때문에 시장지수에 미치는 영향은 상대적으로 낮을 것으로 예상된다. 그런데 연도별 상관계수값의 추정치는 오히려 정반대의 결과를 가져오고 있다. 이는 코스닥시장에서의 공매도 활동이 전체 거래에서 차지하는 비중은 적지만 주가변화에는 영향을 크게 미치는 중요한 요소임을 시사한다. 이는 코스닥시장에서 정보거래의 속성을 가진 공매도가 더 활발하게 일어나거나 시장의 유동성이 상대적으로 낮기 때문에 발생할 가능성이 존재한다.

공매도 거래와의 상관계수는 특히 2013년 이후의 기간에 대하여 높은 값을 유지하고 있다. 코스닥시장에서 공매도 활동이 활발해지기 시작한 시기가 2013년임을 감안하면 거래활동의 증가가 지수변화에 대해 유의적

인 영향을 미칠 가능성이 높다. 거래량 비중과의 상관관계에 비해 거래대금 비중과의 상관관계가 높게 산출된 유가증권시장과는 대조적으로 코스닥시장에서는 거래량 비중과의 상관관계가 거래대금 비중과의 상관관계보다 더 높게 산출되는 경우도 빈번히 관찰되었다.

<그림 II-3> 코스닥시장의 공모도 거래와 주가수익률 상관관계



자료: 연합인포맥스

주식시장의 공모도 거래와 주가수익률의 상관관계는 분석기간 전체에 대한 추정치보다 연도별 추정치가 훨씬 큰 값을 가진다. 분석기간 전체의 상관관계는 거래량 비중으로 계산할 경우 유가증권시장과 코스닥시장 모두 약 -0.039수준이지만 연도별로 계산할 경우 -0.1이 넘는 연도가 흔히 관찰된다. 분석기간 전체와 연도별 추정치 간에 이러한 괴리가 나타나는 이유는 분석기간 전체에 대해 상관계수를 구할 경우 연도별 편차가 상쇄되어 상관관계수값을 낮추는 현상이 나타날 수 있기 때문이다. 예를 들어 유가증권시장과 코스닥시장에서 연도별 상관관계수는 양의 값을 가지는 경우도 발생한다. 분석기간 전체에 대한 값은 양의 값을 가지는 기간과 음의 값을 가지는 기간을 모두 고려하기 때문에 상관관계수의 절대값이 줄어들 수 있다.

공매도 거래와 주가수익률간의 상관계수가 양(+)¹의 값을 가지는 경우가 일부 관찰되었다. 유가증권시장의 경우 2012년에 공매도 거래량 비중과 주가수익률의 상관계수가 양의 값을 가졌고, 코스닥시장의 경우 2010년에 공매도 거래량 비중과 주가수익률의 상관계수 및 공매도 거래대금 비중과 주가수익률의 상관계수가 양의 값을 가졌다. 이론적으로는 공매도 거래와 주가수익률 간에는 음(-)의 상관계수가 관찰될 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 양의 값이 추정되는 잠재적인 이유로 공매도의 낮은 거래비율을 들 수 있다. 유가증권시장의 경우 공매도 거래가 확대되는 추세에 있지만 여전히 공매도 거래비율은 해외의 주요 주식시장에 비해 낮은 편이다. 양의 상관계수값이 추정된 2012년의 경우 거래량 기준 공매도 비중은 전체의 0.70%에 불과하였다. 공매도 거래비중이 이처럼 낮을 경우 공매도 거래가 주가지수의 변화에 미치는 영향력은 매우 작을 수밖에 없으며 공매도 거래가 비록 확대된다고 하더라도 주가지수는 상승할 여력이 충분하다. 코스닥시장의 경우에 있어서도 양의 상관계수가 관찰된 2010년 공매도 거래비중은 거래량 기준으로는 0.10%였으며, 거래대금 기준으로는 0.34%였다. 이론적 예측과는 상반되게 양의 상관계수값이 관찰되는 것은 유가증권시장과 코스닥시장의 공매도 거래비중이 낮아서 발생하는 현상으로 해석된다.

나. 공매도 거래와 대차거래

현재 국내에서는 무차입공매도가 허용되어 있지 않기 때문에 공매도의 실행을 위해서는 주식차입이 우선적으로 이루어져야 한다. 따라서 주식차입을 위한 대차거래의 변동추이를 살펴보는 것은 공매도 거래의 변화방향을 이해하는 데에 있어서 매우 유용하다. 공매도 공시규제가 강화되기 이전인 2016년 6월 이전의 기간에는 종목별 공매도잔고수량에 관한 정보가 공시되지 않았다. 한국거래소에서 종목별 공매도 거래량 및 거래대금에 관한 자료를 일별로 제공하기는 하였지만 거래단위별로 매수·매도 주체

를 파악할 수 없는 상태에서 단순히 공매도 거래량과 거래대금 정보만을 공시하는 것은 공매도잔고를 정확히 파악하는 데에 큰 제약이 된다. 이 경우 공매도잔고에 대한 대용치(proxy)로 대차거래잔고가 활용될 수 있었다. 물론 주식을 빌린 차입기관이 빌린 주식을 항상 공매도로 활용하는 것은 아니다. 주식의 차입목적은 다양하게 존재하며 주식 대차거래잔고와 공매도잔고 간에는 큰 괴리가 있음이 널리 인식되고 있다. 그렇지만 공매도 거래행위에 대한 선행변수로서 주식의 대차거래 활동은 중요한 의미가 있을 것이다.

주식 대차거래는 주식 보유기관이 거래의 결제 또는 투자전략의 목적으로 주식을 필요로 하는 기관에게 주식을 빌려주는 거래를 말한다. 주식 대차거래는 중개주체에 따라 예탁결제원, 한국증권금융, 또는 금융투자회사가 중개하는 거래로 구분된다. 예탁결제원은 대차거래의 중개 및 체결, 대차대상 증권 및 담보증권의 권리 관리 등 주식 대차거래와 관련된 포괄적인 서비스를 제공한다.⁶⁾ 전체 주식대차거래 중에서 예탁결제원이 중개하는 대차거래가 약 80%에 이르는 것으로 나타난다. 대차거래는 거래목적에 따라 크게 결제거래, 경쟁거래, 지정거래, 맞춤거래, 연계거래 등 5개 유형의 거래로 구분된다.

대차거래의 대상증권에는 상장주식, 상장채권(단, 주식관련사채는 제외), 상장지수수익증권(Exchange Traded Funds: ETF), 주식예탁증권(Depositary Receipt: DR)이 포함된다. 대차거래의 차입자는 차입한 증권으로부터 발생하는 모든 경제적 권리를 대여자에게 상환해야 한다. 여기에서 경제적 권리란 이자와 배당금(주식배당 포함), 유상증자, 무상증자, 그리고 의결권 등을 말한다. 차입자는 대차거래의 안정성 유지를 위해 담보를 제공해야 하며, 차입증권의 가격변동을 감안하여 필요한 담보가액을 일일정산하게 된다. 만일 담보가액이 차입증권의 시가보다 더 많을 경우 초과분에 대해서는 인출하거나 담보설정을 해제할 수 있다. 반대로 담보가액이 특정수준 이하로 떨어지게 될 경우 차입자는 추가적인 담보의 제공을 요구받게 된다.

6) 한국예탁결제원(www.ksd.or.kr)

담보제공이 허용되는 상품으로는 주식, 채권, 양도성 예금증서(Certificate of Deposit: CD), 현금, 외화증권, 외화통화 등이 포함된다. 제공되는 담보의 상품특성에 따라 담보인정 비율은 차등적으로 적용된다. 일반적으로 신용위험이 적을수록 담보인정 비율이 높아지게 된다. 국채나 특수채와 같이 안전성이 높은 상품은 시가로 인정비율이 설정되고, 회사채나 신용등급에 따라 인정비율이 달라진다.

<표 II-5> 주식 대차거래의 유형

구분	특 성
결제거래	매매거래의 결제증권 부족분 보전 목적으로 체결
경쟁거래	대차수수료율의 호가경쟁에 의해 이루어지는 거래
지정거래	거래종목, 수량, 수수료율 등을 상호 협의하여 예탁결제원을 담보권자로 하는 거래
맞춤거래	거래종목, 수량, 수수료율, 담보비율을 상호 협의한 조건으로 체결하는 거래
연계거래	전담중개업자 등이 대역수수료와 차입수수료간의 차익을 얻기 위해 대역자와 차입자를 물색해 체결시키는 거래

자료: 한국예탁결제원

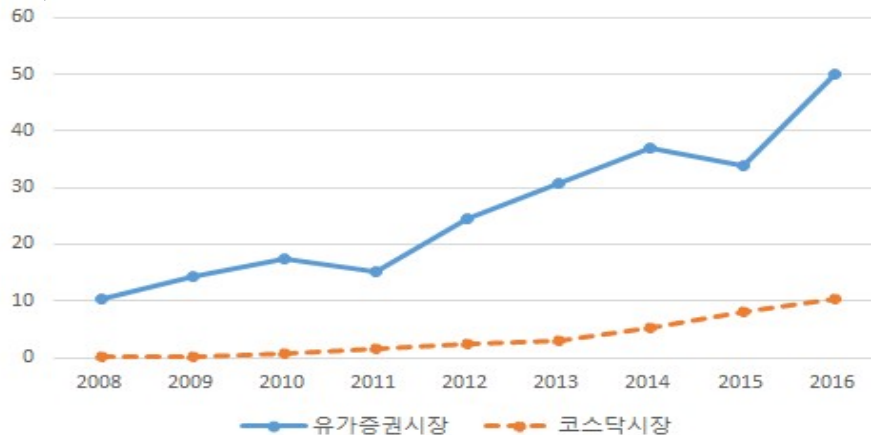
2016년 10월말 기준 대차거래잔고 금액은 유가증권시장이 48.2조원, 코스닥시장이 10.3조원을 기록하고 있다. 대차거래잔고 금액은 유가증권시장이 코스닥시장에 비해 훨씬 높지만 시가총액 대비 대차거래 잔고비율은 코스닥시장에서 오히려 더 높게 나타난다. 유가증권시장에서의 시가총액 대비 대차잔고 비율은 3.77%인 반면 코스닥시장에서는 5.27%이다. 절대적인 수준에 있어서는 유가증권시장이 훨씬 큰 규모를 보이지만 대차거래활동은 코스닥시장에서 상대적으로 더욱 활발하게 일어나고 있음을 알 수 있다. 이는 코스닥시장에서 공매도 거래가 더욱 빠른 속도로 늘어나는 결과로 이어지고 있다. 시가총액 대비 대차거래 잔고비율의 성장세에 있어서도 코스닥시장에서의 성장속도가 더 빠르다는 점을 확인할 수 있다. 2008년 코스닥

시장의 대차거래 잔고비율은 0.13%에 불과하였지만 2016년 10월에는 5.27%를 기록하여 무려 41배 증가하였다. 동일한 기간에 대해 유가증권시장에서의 대차거래 잔고비율은 1.78%에서 3.74%로 2배 증가하였다.

대차잔고에서 나타나는 중요한 특징 중의 하나는 대차잔고 수준과 실제 공매도잔고 간에 상당한 규모의 차이가 존재한다는 점이다. 국내에서는 무차입공매도가 허용되어 있지 않기 때문에 공매도 거래자는 주식에 대한 차입을 먼저 완료해야 한다. 대차거래에서 관찰되는 변화가 공매도 거래활동의 변화와 밀접한 관계가 있는 이유이다. 그런데 통계자료로 발표되는 대차거래 수준과 실제 공매도거래 사이에는 설명하기 쉽지 않은 수준의 괴리가 존재한다. 앞서 설명한 바와 같이 2016년 10월말 기준 대차거래잔고는 유가증권시장과 코스닥시장을 합칠 경우 약 60조원 수준이다. 그런데 2016년 6월말부터 공시되기 시작한 공매도잔고 금액을 살펴보면 2016년 10월말 기준 유가증권시장이 7조원, 코스닥시장이 3조원을 각각 기록하였다. 양시장의 공매도잔고 금액은 10조원 수준으로 대차거래잔고의 약 17% 수준이다.

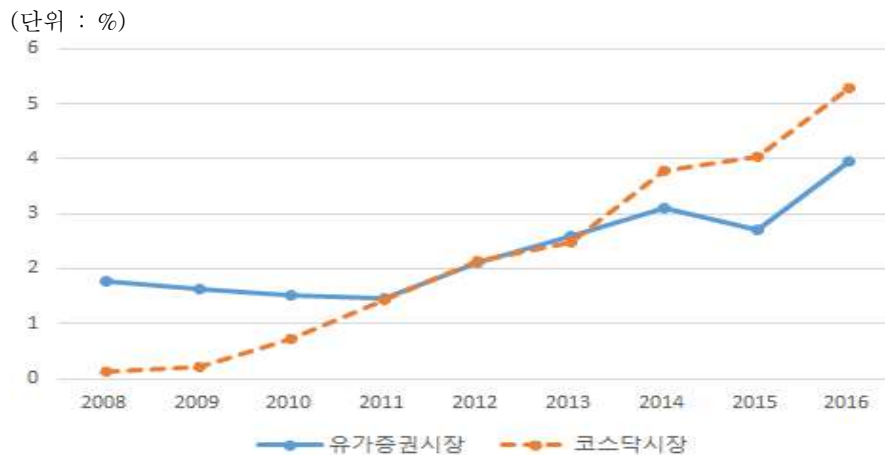
<그림 II-4> 주식시장 대차거래 잔고 변동추이

(단위 : 조원)



주 : 2016년은 10월말 기준
 자료: 인포맥스, 황세운(2016) 일부 인용

<그림 II-5> 시가총액 대비 대차거래 잔고비율 추이



주 : 2016년은 10월말 기준
 자료: 인포맥스, 황세운(2016) 일부 인용

주식 대차거래는 공매도 목적 이외에도 다양한 이유로 실행된다. 따라서 주식 대차거래 잔고와 공매도잔고 간에 괴리가 생기는 것은 당연한 현상이다. 그렇지만 앞서 설명한 바와 같은 괴리수준은 당연한 것으로 받아들이기에는 지나치게 높다고 볼 수 있다. 대차잔고가 공매도잔고에 비해서 무려 6배 가까이 높은 것이다. 대차잔고나 공매도잔고 자료 취합과정에 체계적인 오류가 포함되어 있거나 공매도잔고 계산방식에서 미처 고려하지 못한 부분이 있을 가능성이 존재한다. 본 보고서는 이렇게 큰 차이가 나타나는 이유에 대해 분석을 실시하지는 않았다. 그렇지만 향후 괴리가 나타나는 이유에 대해 추가적인 조사와 분석이 필요할 것으로 판단된다.

주식 대차거래와 공매도 거래의 상관관계는 매우 높은 편으로 나타난다. <표 II-6>에서 나타나는 바와 같이 대차거래와 공매도 거래 간의 상관관계수는 높은 수준의 양(+)의 값을 가진다. 유가증권시장의 주식 대차거래 잔액과 공매도 거래대금과의 상관관계수는 일별자료를 사용하였을 경우 0.76이었고, 월별자료를 사용하였을 경우에는 0.83으로 상승하였다. 코스닥시장의 경우에 있어서도 매우 비슷한 양상이 관찰되었는데, 일별자료를 사용했을 경우 0.88이었고 월별자료의 경우에는 0.94로 나타났다.

<표 II-6> 대차거래 잔고와 공매도 거래 간의 상관계수

		유가증권시장	코스닥시장
거래량 기준	일별	0.78	0.88
	월별	0.87	0.92
거래대금 기준	일별	0.76	0.88
	월별	0.83	0.94

자료: 연합뉴스포맥스

유가증권시장과 코스닥시장 모두 일별자료를 사용한 경우보다 월별자료를 사용했을 때 상관계수가 더 높게 나타난다는 공통점이 관찰된다. 일별 자료에서 나타나는 변동성이 월별자료에서는 상쇄되기 때문에 더욱 강한 상관관계가 도출되는 것으로 해석할 수 있다. 유가증권시장에 비해서 코스닥시장에서의 상관계수가 더 높게 나타나는데 이는 코스닥시장에서의 대차거래 잔액 증가율과 공매도 거래대금 성장률이 더 높게 나타난다는 사실이 반영된 결과로 해석된다. 대차거래 잔액과 공매도 거래대금 간의 높은 상관관계는 대차거래의 중요한 목적이 공매도 거래임을 시사하고 있다.

Ⅲ. 주식 공매도 규제의 연혁적 · 국제적 분석

1. 국내 주식 공매도 규제변화 추세
2. 해외의 공매도 규제변화
3. 국내와 해외의 공매도 규제 비교를 통한 시사점

Ⅲ. 주식 공매도 규제의 연혁적·국제적 분석

1. 국내 주식 공매도 규제변화 추세

가. 공매도 제도의 도입과 공매도 규제강화

우리나라에 주식 공매도 제도가 처음으로 도입된 것은 1969년이었다. 공매도 제도의 도입과정을 살펴보면 신용대주제도의 형태로 도입되었는데 개인투자자가 금융회사가 보유한 주식을 대주의 형태로 빌려서 공매도 거래에 참여하는 방식이었다. 도입과정에서 주목할만한 점은 공매도 제도가 신용융자제도와 함께 도입되었다는 사실이다. 공매도와 신용융자제도가 가격흐름에 대한 방향성만 정반대일 뿐 완전히 동일한 구조로 작동한다는 점을 감안할 때 이러한 정책적 태도는 사실 매우 합리적인 것으로 이해할 수 있다. 가격상승 흐름에 대한 긍정적인 효과만을 고려하여 신용융자제도만 도입되었다면 시장의 가격흐름이 상당히 비대칭적인 모습으로 나타날 가능성이 커지며 효율성 측면에서도 왜곡이 나타날 수 있기 때문이다. 균형잡힌 수급구조의 확립이라는 정책목표가 제도 도입 과정에서 분명히 나타났던 것이다.

제도 도입 이후 오랜 기간 동안 공매도 거래는 매우 부진하여 사실상 유명무실하였다. 이는 신용대주제도가 국내 개인투자자에게만 허용되어 있었고 대주에 대한 제약도 많았기 때문이었다. 구체적으로 살펴보면 증권사가 빌려줄 수 있는 대주한도는 자기자본의 50% 이내로 제한되었으며, 투자자별 한도도 2,000만원 이하로 설정되어 있었다. 전체 대주한도도 상장주식의 10% 이하로 제한되었으며, 담보를 제공해야 대주가 가능하였다. 이렇게 신용대주에 대한 제약이 많았고 개인투자자에게만 대주가 가능하였기 때문에 제도적으로 허용되어 있었음에도 불구하고 진입장벽이 높아 실제 공매도 거래는 매우 부진할 수 밖에 없었다.

공매도 거래가 본격적으로 활발해지기 시작한 것은 1996년 9월 기관간 주식대차가 허용된 이후이다. 한국증권거래소 상장종목에 대한 기관간 주식대차가 허용되면서 금융회사들의 공매도 참여가 증가하기 시작하였다. 최초로 허용된 주식대차의 세부내용을 살펴보면 현재의 주식대차제도와 큰 차이는 없는 것으로 평가할 수 있다. 주식대차는 6개월 만기로 차입이 허용되었는데 이는 현재의 주식대차제도와 동일하다. 대여자에 대해 중도상환 요청권리가 인정되었고, 차입자는 중도상환 요청을 받은 경우 5영업일 이내에 차입한 주식을 상환할 의무가 있었다. 담보제공에 관해서는 대차가액의 130%에 해당하는 현금이나 유가증권을 담보로 징구하였다. 현재의 대차제도와 비교할 경우 담보징구 수준이 약간 더 높은 편이라 할 수 있다. 보증금(margin) 제공의무는 이 시기에도 없었으며 지금도 주식 대차거래에는 적용되지 않는다. 대차수수료는 차입자가 주식 대여기관에 대해 1.5%를 지급하였고, 중계수수료는 증권예탁결제원과 증권금융에 각각 0.15%를 지급하였다. 현재의 대차수수료 체계에서는 수수료가 경쟁적 방식이나 상호간 협의에 의해서 결정되지만, 당시에는 수수료가 일괄적으로 정해져 있었다는 점에서 차이가 난다.

증권 대차제도는 1997년 외환위기를 겪으면서 다시 한번 큰 변화를 맞게 된다. 외환위기의 대응과정에서 국내 자본시장의 제도는 큰 폭으로 정비되었고 대외개방도도 확대되었다. 증권 대차제도도 주식의 대차범위가 넓어지고 외국인의 참여가 확대되었으며, 주식 이외의 상품에 대한 대차도 허용되었다. 1997년 11월에는 코스닥 종목에 대한 기관간 주식 대차거래가 허용되었고, 1998년 7월에는 외국인의 대차거래 참여가 허용되어 본격적인 시장변화의 계기를 마련하였다. 1998년 9월에는 채권 대차거래가 허용되어 대차거래의 범위가 주식이외의 상품으로 확대되었다.

국내에서 주식공매도에 대한 규제강화는 2000년 발생한 우풍상호신용금고의 결제불이행 사태가 계기가 되었다. 사건의 개요를 간략하게 살펴보면 2000년 3월 29일 우풍상호신용금고는 코스닥 상장기업인 성도ENG의 주식 35만주를 공매도 하였다. 그런데 이후 성도ENG의 주가가 급등하였고, 우풍상호신용금고는 증권결제일인 4월 4일까지 결제수량 중 일부

인 약 15만주에 대해 결제를 완료하지 못하였다. 이 사건은 전체 주식시장에 큰 파문을 일으켰고 공매도 제도상의 허점을 보완해야 할 필요성이 강하게 제기되었다. 우풍상호신용금고의 결제실패 사건은 당시의 공매도 제도가 차입공매도를 가정하고 있었지만 실제에 있어서는 무차입공매도도 가능했음을 알려주었다. 거래당사자의 증권계좌에 주식잔고가 없어도 매도주문을 내고 거래체결 후 3 거래일 이내에 매수하여 결제하는 무차입공매도가 사실상 가능하였고 우풍상호신용금고의 공매도거래도 무차입공매도였다. 무차입공매도가 가지는 이러한 결제위험성을 해결하기 위하여 금융당국은 무차입공매도를 전면 금지하고, 주식거래시 공매도 여부를 표시하는 제도와 업틱룰을 도입하였다. 이후 공매도 제도는 2008년 글로벌 금융위기가 발생할 때까지 큰 틀의 변화없이 유지되었다.

나. 글로벌 금융위기 이후의 공매도 규제

2008년 9월에 발생한 글로벌 금융위기는 우리나라를 포함한 전세계 주식시장의 공매도 규제에 변화를 가져오는 계기가 되었다. 공매도 제도는 시장효율성 유지에 대한 순기능이 널리 인정되고 있지만 금융위기와 같은 극단적인 상황에서는 오히려 시장의 불안심리를 증폭시켜 주가의 폭락을 부추길 가능성이 있다. 이에 위기의 진앙지였던 미국을 포함한 세계 각국은 주식에 대한 공매도를 한시적으로 금지하는 조치를 취하게 되었다. 우리나라 금융당국도 글로벌 금융위기에 대한 공포심이 공매도를 과도하게 부추겨 자본시장의 불안요인이 되고 있다는 판단하에 상장주식의 모든 종목에 대해 공매도금지조치를 시행하였다.

금융위원회와 금융감독원은 2008년 10월 1일부터 2009년 5월 31일까지 8개월의 기간 동안 유가증권시장과 코스닥시장의 전체 상장종목에 대해 공매도 거래를 금지하였다. 국내의 공매도 금지조치는 위기상황에서 시장안정화에 일정부분 기여한 것으로 볼 수 있지만 공매도 금지기간과 금지종목의 범위가 자본시장이 발전한 주요국가들에 비해 길고 넓었다는

특징이 관찰된다. 일례로 글로벌 금융위기가 발생하였던 미국의 경우 공매도 금지조치를 시행하였지만 시행기간이 2008년 10월까지로 매우 짧은 기간에 대해서만 공매도 거래를 금지하였다. 또한 공매도 금지종목에 있어서도 우리나라와 같이 전체 종목을 대상으로 한 것이 아니라 금융주를 중심으로 972개 종목에 대해서만 공매도 거래를 금지하였다. 시장의 규모와 특성에 따라 위기의 진행양상이 달라질 수 있다는 가정하에 국가별로 공매도 금지행태가 달라질 수 있음을 인정하더라도 글로벌 금융위기에 대응한 국내의 공매도 금지조치가 상당히 강력한 수준이었음을 알 수 있다.

글로벌 금융위기 발생 이후 시행되었던 공매도 금지조치는 2009년 6월 1일부로 해제되었지만 금융주에 대한 공매도 금지조치는 이후에도 계속해서 유지되었다. 2011년에는 글로벌 금융위기로 인한 경기침체의 과정에서 유럽의 재정위기에 대한 우려감이 급격히 증가하였다. 글로벌 주식시장에서 또 한번 대규모 주가폭락사태가 나타났고 국내 금융당국은 주식 공매도 거래 금지조치를 또 한번 시행하게 되었다. 2011년 8월 10일에서 2011년 11월 9일까지 3개월의 기간 동안 유가증권시장 및 코스닥 시장 전종목에 대해 공매도 거래가 금지되었다. 이때의 공매도 금지조치는 이전에 비해 상당히 짧은 기간에 대해 시행되었다. 그런데 2011년 11월 9일 이후에도 금융주에 대한 공매도 금지는 상당히 오랜 기간 유지되었다. 금융주에 대한 공매도 거래는 2013년 11월 14일에 이르러서야 허용되었는데 무려 5년이 넘는 기간 동안 시행되었다.

공매도에 대한 규제의 일환으로 시행된 공매도 거래금지는 매우 강력한 규제수단이지만 많은 국가에서 공매도 금지는 예외적인 상황에서 일시적으로만 활용된다. 우리나라의 경우 공매도 금지조치가 해외에 비해서 상대적으로 오랜 기간 유지되었지만 한시적인 조치라는 인식에서는 공통점이 있다. 글로벌 금융위기 이후 공매도에 대한 글로벌 규제방향은 공시강화를 통한 시장투명성 개선에 초점을 맞추고 있다. 국내에서도 공매도 규제는 유사한 방향으로 진행되고 있는데 2012년 8월 30일부터 공매도 보고제도가 도입되어 시행되었다.⁷⁾ 공매도 보고제도는 공매도 순포지션이

7) 금융위원회, 금융감독원, 한국거래소(2012. 6. 7)

발행주식의 0.01% 이상인 경우 공매도 포지션에 대해 보고의무를 부과하는 것이다. 공매도로 인해 발행주식총수 대비 공매도 포지션의 비율이 0.01% 이상인 투자자에게 보고의무를 부과하였으며, 해당자는 보고의무 발생일로부터 3 영업일 이내에 금융감독원 홈페이지를 통해 보고해야 한다. 일별 공매도 포지션이 발행주식총수의 0.01% 이상인 상황이 지속되는 경우에는 매일 보고의무가 발생하며, 보고의무자는 성명 등 인적사항, 해당증권, 공매도 포지션 및 발행주식총수 대비 비율을 보고해야 한다. 그런데 2012년의 공매도 공시제도는 공매도 포지션이 높은 투자자에 대해 공매도 보고의무를 부과하였지만 보고된 공매도 정보를 어떠한 방식으로 시장에 전달할 것인가에 대해서는 정책적 입장을 결정하지 못하였다. 보고된 공매도 포지션 정보를 금융당국의 모니터링 목적으로는 활용하였지만 시장에서 필요한 정보형태로 가공하여 공시하는 단계에 이르지 못하였기 때문에 활용에 한계를 보였다. 또한 포지션 보고의무를 이행하지 않았을 경우에 대한 벌칙조항이 없어서 공시제도의 실효성에 대한 의문이 지속적으로 제기되었다. 공매도 포지션이 0.01%를 초과하였지만 금융감독원에 보고하지 않더라도 사후적으로 과징금을 부과한다거나 다른 형태의 제재를 가할 수 있는 법률적 근거가 마련되어 있지 않았다. 이러한 이유로 인해 2012년 시행된 공매도 보고제도의 실효성에 대해 비판이 제기되었고 2016년에 이르러 강화된 공매도 공시제도가 새로이 도입되었다.

2016년 3월 자본시장법의 개정을 통해 강화된 공매도 공시제도는 공매도 포지션의 공시의무 부과와 보고의무 위반시에 대한 처벌조항 채택을 주요 내용으로 한다. 구체적으로 살펴보면 일정 수준 이상의 공매도 포지션을 가진 투자자에 대해 공매도 포지션 공시의무를 신설하였다. 공매도 보고의무의 경우에도 이전에는 자본시장법 시행령상의 의무였으나 자본시장법상의 의무로 격상시켜 그 중요성을 강조하였다. 또한 보고의무를 위반한 투자자에 대해서는 과태료 부과조항을 신설하여 공시제도의 실효성을 확보하고자 하였다.

2016년 3월 국회를 통과한 자본시장법 개정안을 살펴보면 금융위원회는 증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 저해할 우려가 있는 경우에

는 대통령령으로 정하는 바에 따라 차입공매도를 제한할 수 있다.⁸⁾ 차입 공매도한 자는 해당증권에 관한 매수, 그 밖에 거래에 따라 보유하게 된 순보유잔고가 발행주식의 0.01%를 넘는 경우 매도자의 순보유잔고에 관한 사항과 그 밖의 필요한 사항을 금융위원회와 한국거래소에 보고하여야 한다.⁹⁾ 또한 상장주식 진종목에 대해 공매도잔고 대량보유자는 매도자에 관한 사항, 순보유잔고에 관한 사항, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사항을 공시해야 한다.¹⁰⁾ 만일 보고의무를 위반하거나 거짓 보고할 경우에는 최대 5천만원의 과태료가 부과될 수 있다.¹¹⁾

공매도잔고 공시에 대한 구체적인 기준, 공매도에 관한 세부 정의, 독립거래단위의 운영에 관한 사항, 순보유잔고의 산정방법 등에 관한 사항은 자본시장법 시행령을 통해 규정된다. 자본시장법 시행령은 공매도 순보유잔고의 공시기준을 0.5%로 설정하였다.¹²⁾ 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 한다. 공매도자가 공시해야 할 정보는 공매도 해당증권에 관한 사항, 매도자에 관한 사항(성명, 주소, 국적, 생년월일 등의 인적사항), 매도자의 순보유잔고에 관한 사항이다. 공시의무가 있는 공매도자는 사유 발생일로부터 제3영업일이 되는 날 증권시장 종료 후 지체없이 해당증권이 상장된 거래소를 통해 공시해야 한다.¹³⁾

자본시장법 시행령은 공매도 순보유잔고의 보고기준을 0.01%로 설정하였다. 그렇지만 순보유잔고가 0.01%를 상회하더라도 일별 순보유잔고의 평가액이 1억원 미만인 자는 보고의무가 면제된다.¹⁴⁾ 순보유잔고가

8) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제180조 제3항(2016년 3월 29일 신설)

9) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제180조의2(2016년 3월 29일 신설)

10) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제180조의3(2016년 3월 29일 신설)

11) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제449조 제1항 제39의2호, 제39의3호, 제39의4호(2016년 3월 29일 신설)

12) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제208조의3 제2항(2016년 6월 28일 신설)

13) 금융투자업규정 제6-31조의2 제1항(2016년 6월 28일 신설)

0.01% 이하인 경우에도 만일 순보유잔고의 평가액이 10억원 이상이 되거나 10억원 이상이 유지된다면 순보유잔고 비율에 관계없이 보고의무가 부과된다.¹⁵⁾ 공매도자가 보고해야 할 정보는 공매도 공시의무의 경우와 흡사한데, 해당증권에 관한 사항, 매도자에 관한 사항(성명, 주소, 국적, 주민등록번호, 연락처 등의 인적사항), 매도자의 순보유잔고에 관한 사항(순보유잔고 수량 및 비율)이다. 보고의무가 있는 공매도자는 사유발생일로부터 제3영업일 오전 9시까지 금융위원회와 해당증권이 상장된 거래소에 보고해야 한다.¹⁶⁾ 보고의무가 있는 공매도자는 공매도잔고 보고에 관한 자료를 5년간 보관할 의무도 부과되었다.¹⁷⁾ 또한 금융위원회가 자료제출을 요구하는 경우 이를 지체없이 제출하여야 한다.

2. 해외의 공매도 규제변화

자본시장이 발달한 대부분의 국가에서 공매도 거래는 제도적으로 허용되고 있다. 많은 국가에서 변동성이 확대되는 위기상황에서는 공매도에 대해 비판적 견해가 커지는 현상이 관찰되고 있지만, 공매도가 가지는 긍정적인 기능을 제한하는 것은 바람직하지 않다는 공감대가 형성되어 있는 것으로 보인다. 이러한 인식하에 공매도에 글로벌 규제방향은 공매도 거래의 투명성 강화와 위기시의 일시적인 공매도 제한으로 요약해 볼 수 있다.

2008년 글로벌 금융위기와 2011년 유럽 재정위기는 공매도 거래의 일시적 금지조치가 집중적으로 관찰된 시기였다. 2008년 9월 15일 미국의 투자은행인 리먼 브라더스가 연방법원에 파산보호 신청을 낸 후 우리나라를 포함해 미국과 영국 등의 국가는 한시적으로 공매도 금지조치를

14) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제208조의2 제4항 제1호

15) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제208조의2 제4항 제2호

16) 금융투자업규정 제6-31조 제3항(2016년 6월 28일 개정)

17) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제208조의2 제2항

단행하였다. 미국의 경우 2008년 9월 19일부터 10월 8일까지 금융주에 대한 공매도를 전면적으로 금지하였다. 영국은 2008년 9월 19일부터 2009년 1월 16일까지 32개 금융주에 대해 순매도포지션의 확대를 금지하는 방식으로 공매도 거래를 금지하였다. 우리나라의 경우는 미국이나 영국에 비해 훨씬 포괄적인 범위로 공매도를 금지하였고 공매도 금지기간도 상대적으로 훨씬 길게 유지되었다.

2008년 글로벌 금융위기의 대응전략으로 공매도 금지를 시행하지 않은 국가들도 다수 관찰된다. 아시아권에서는 홍콩, 싱가포르, 일본 등의 국가가 글로벌 금융위기 상황에서도 공매도 거래를 여전히 유지하였고, 유럽에서는 독일이 유사한 포지션을 취하였다. 홍콩의 경우 무차입공매도가 글로벌 금융위기 이전부터 이미 금지되어 있었고 공매도에 대한 규제가 상대적으로 강하였기 때문에 금융위기 상황에서도 공매도 거래의 규모에 큰 변화가 없었다. 이러한 이유로 공매도 거래에 대해 추가적인 금지조치를 시행할 실익이 없었으며, 다만 공매도로부터 발생하는 결제의무를 제대로 이행하지 못할 경우 과징금 부과를 두배로 강화하는 정도의 규제 변화가 있었을 뿐이다. 싱가포르는 결제실패에 대해 벌금을 부과하고 공매도 거래에 관한 공시를 강화하였지만 공매도 거래를 글로벌 금융위기 기간중 지속적으로 허용하였다. 일본은 글로벌 금융위기가 발생하자 무차입공매도를 금지하고 자본규모의 0.25%를 넘어서는 공매도 포지션의 공개를 의무화하였지만 공매도거래를 금지하지는 않았다. 독일의 경우 11개 금융주에 대한 무차입공매도를 일시적으로 금지하였으나 이외의 공매도 거래에 대해서는 특별히 제한을 두지 않았다.

공매도 거래의 일시적인 금지조치는 2011년 유럽 재정위기시에도 일부 유럽국가와 우리나라에서 관찰되었다. 북미권 국가들의 경우 유럽 재정위기의 충격에 직접적으로 노출되지 않았기 때문에 유럽 재정위기 기간 동안에 공매도 거래금지와 같은 강력한 조치를 취하지는 않았다. 미국, 캐나다, 호주의 경우 공매도 포지션 보고와 같이 시장투명성 개선을 위한 규제를 도입하기는 하였지만 유럽 재정위기 기간에 특별히 거래금지조치를 시행하지 않았다. 재정위기의 직접적인 당사자 국가들이었던 프랑스,

스페인 등의 국가들은 재정위기 상황이 진정될 때까지 한시적으로 금융주에 대한 공매도를 금지하였다.

글로벌 금융위기 이후 공매도 거래 규제에 있어 가장 중요한 방향성은 공매도 거래의 투명성을 강화하기 위한 포지션 보고제도의 확산이라고 볼 수 있다. 이러한 규제흐름은 공매도 제도를 채택하고 있는 거의 모든 국가에서 나타나고 있으며, 자본시장 제도변화를 주도하는 국제기구들도 대량 공매도 포지션 보고제도에 대한 가이드라인을 제시하고 있다. 예를 들어 국제증권관리위원회(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)는 2009년 6월 19일 대량 공매도 포지션 보고제도 도입을 목적으로 한 공매도 규제원칙을 발표하였다.¹⁸⁾ IOSCO는 규제원칙으로 공매도 정보를 확보하여 시장상황에 대한 모니터링을 강화하고 시장남용행위(market abuse)를 억제할 것을 권고하고 있다. 또한 대규모 공매도 포지션 구축사실 및 이로 인한 잠재적 교란 의심행위에 대해 조기인지 시스템을 갖출 필요가 있으며 불공정행위 등의 발생시 조사 및 제재에 필요한 증거자료를 확보할 것도 권고하였다.¹⁹⁾ 이러한 글로벌 규제흐름을 바탕으로 본절에서는 주요국의 공매도 규제변화 방향과 공매도 관련 포지션 보고제도의 도입현황에 대해 살펴보고자 한다.

가. 유럽의 공매도 규제변화

2008년 글로벌 금융위기 당시 대부분의 EU 회원국은 공매도 거래에 대한 규제방식을 독자적으로 결정하였다. 그런데 시장간의 통합수준이 매우 높은 유럽시장에서 특정 시장의 규제효과가 다른 시장에 유의적인 영향을 주는 경우가 많았기 때문에 EU 차원에서 공매도 거래에 대한 규제를 조율할 필요성이 제기되었다. 이에 EU 집행위원회는 2010년 9월 금

18) IOSCO(2009. 6. 19)

19) IOSCO가 발표한 공매도 규제원칙의 자세한 내용은 “Regulation of Short Selling (Consultation Report, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, March 2009)”을 참조하기 바란다.

금융상품의 공매도 및 신용부도스와프(Credit Default Swap: CDS) 관련 규제를 강화하고 회원국간의 규제 일관성을 제고하기 위한 법안을 마련하였다. 동 법안은 2011년 5월 EU 재무장관 이사회를 통해 채택되었으며, 2011년 10월 EU 이사회와 유럽의회간의 합의를 거쳐 2012년 3월 공식 승인되었다.²⁰⁾ 동 법안(이하 Regulation (EU) No 236/2012)은 2012년 11월부터 시행되었으며 현재 EU 회원국들의 공매도 규제 가이드라인으로 정착되어 있다.

동 법안은 무차입공매도의 전면금지와 공매도에 관한 보고 및 공시의 의무 부과를 주요 내용으로 한다. 구체적인 내용을 살펴보면 주식 공매도의 경우 유럽 기업들의 주식에 대해 발행주식 총수의 0.2% 이상의 공매도 순포지션을 보유한 투자자들은 관계 금융당국에 보고해야 하며, 공매도 순포지션이 0.1%씩 증가할 때마다 추가로 보고해야 한다.²¹⁾ 공매도 순포지션이 0.5% 이상일 경우 금융당국 보고의무와 더불어 그 내용을 거래소를 통해 직접 공시해야 한다. 이후 공매도 순포지션이 0.1%씩 증가 또는 감소할 때마다 당국에 보고할 의무를 가진다.²²⁾ 국채의 경우²³⁾ 발행액 5,000억유로 이하의 국채에 대해서 공매도 순포지션이 총 발행액의 0.1% 이상이면 보고의무가 부과되며, 이후 0.05% 단위의 변경이 발생할 때마다 추가적인 보고를 해야 한다.²⁴⁾ 발행액이 5,000억유로 이상이거나 국채에 대해 유동성이 확보된 선물시장이 존재하는 경우에는 공매도 순포

20) REGULATION (EU) No 236/2012 of THE EUROPEAN PARLIAMENT AND THE COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION on short selling and certain aspects of credit default swaps

21) REGULATION (EU) No 236/2012, Article 5, Notification to competent authorities of significant net short positions in shares

22) REGULATION (EU) No 236/2012, Article 6, Public disclosure of significant net short positions in share

23) REGULATION (EU) No 236/2012, Article 7, Notification to competent authorities of significant net short positions in sovereign debt

24) Box 8, paragraph 7(a) & 8(a), Final Report – ESMA’s technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) No 236/2012), 19 April 2012, ESMA/2012/263

지션이 발행액의 0.5% 이상일 때 금융당국에 보고해야 하며 이후 0.25% 단위로 증가할 때마다 추가로 보고해야 한다.²⁵⁾ 국채 CDS에 대한 무차입 공매도 포지션은 원칙적으로 금지되지만 예외적으로 허용되는 경우에는 국채의 경우와 동일한 기준을 적용하여 보고의무가 부과된다.²⁶⁾

주식에 대한 무차입공매도는 원칙적으로 금지되나, 일정 조건을 만족하는 경우에 대해서만 예외적으로 허용된다.²⁷⁾ 국채의 무차입공매도 또한 원칙적으로 금지된다. 그렇지만 국채의 매수 포지션에 대한 헤지목적의 거래에 대해서는 예외가 인정되며, 국채시장의 유동성이 금융당국이 정한 일정수준 이하로 떨어진 경우에도 무차입공매도 거래금지를 일시적으로 정지할 수 있다.²⁸⁾ 국채 CDS의 무차입공매도는 원칙적으로 금지되나, 이로 인해 국채 발행금리가 상승하고 신규 국채 CDS 시장에 대한 부정적 영향이 있는 경우 회원국의 금융당국은 객관적 판단기준에 기초하여 무차입공매도 거래금지를 일시적으로 정지할 수 있다.²⁹⁾ EU의 공매도 공시규 제안은 회원국의 공매도 거래행위에 직접적인 영향을 미치고 있다. 현재 영국, 독일, 프랑스, 스페인 등의 EU 주요 회원국들은 Regulation (EU) No 236/2012에 따라 공매도 순포지션에 따른 보고 및 공시의무를 적용 받고 있다.

25) Box 8, paragraph 7(b) & 8(b), Final Report – ESMA’s technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps ((EC) No 236/2012), 19 April 2012, ESMA/2012/263

26) REGULATION (EU) No 236/2012, Article 8, Notification to competent authorities of uncovered positions in sovereign credit default swaps

27) REGULATION (EU) No 236/2012, Article 12, Restrictions on uncovered short sales in shares

28) REGULATION (EU) No 236/2012, Article 13, Restrictions on uncovered short sales in sovereign debt

29) REGULATION (EU) No 236/2012, Article 14, Restrictions on uncovered sovereign credit default swaps

<표 III-1> 글로벌 금융위기 이후 유럽의 공매도 규제변화

국가	규제강화 조치 현황
EU	<ul style="list-style-type: none"> - 2010년 3월 2일부터 시가총액의 0.2% 이상의 공매도 포지션에 대해 신고하고, 0.5% 이상은 거래내역을 공개 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 일별로 산출하여 익일에 보고하며, 최초보고 후 0.2% 초과 및 하회 등 변동시에도 보고해야함 - 2012년 3월 14일: 2012년 11월 1일부터 공매도 공시제도(No 236/ 2012) 시행을 예고 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 공매도 순포지션이 0.2% 이상인 투자자는 감독당국에 보고해야 하며, 0.5% 이상 보유한 투자자는 포지션 규모와 투자자 인적사항을 거래소를 통해 공시하도록 함
프랑스	<ul style="list-style-type: none"> - 2008년 9월 22일: 프랑스 정규시장에서의 15개 금융주에 대한 무차입공매도를 2008년 12월 22일까지 금지; 포워드, 옵션을 이용한 순매도포지션의 증가도 금지; 자본규모의 0.25% 이상의 순매도포지션에 대해 Autorité des marchés financiers(이하 AFM)에 일일보고 및 공시의무 부과; 기존 공매도 커버를 위한 대차, 기존의 계약과 관련된 대차, 매수포지션과 관련된 대차 이외의 경우 금융기관의 대차 금지; 결제실패에 대한 감독 강화 - 2008년 12월 19일: 규제강화 조치를 유지하기로 결정 - 2008년 2월 23일: 규제강화 조치를 유지하기로 결정 - 2009년 5월 29일 규제강화 조치를 유지하기로 결정 - 2011년 8월 12일부터 주요 금융주에 대해 한시적으로 공매도 금지 - 2011년 9월 28일: 공매도 금지를 11월 11일까지로 연장 - 2012년 2월 11일: 공매도 금지조치 해제 - 2012년 11월부터 EU의 공매도 규제법령(No 236/ 2012)이 적용

자료: 김준석 · 빈기범(2009) 일부 인용

<표 III-1> 글로벌 금융위기 이후 유럽의 공매도 규제변화 (계속)

국가	규제강화 조치 현황
독일	<ul style="list-style-type: none"> - 2008년 9월 20일: 11개 금융주에 대한 무차입공매도를 2008년 12월 31일까지 금지 - 동 규제강화조치는 2009년 5월 31일까지 연장됨 - 2009년 5월 29일: 일부 금융주에 대한 무차입공매도 금지조치를 2010년 1월까지 연장 - 2010년 5월 18일: 유로화 표시 국채, CDS, 대형 금융주 등을 대상으로 2011년 3월 31일까지 한시적으로 공매도를 금지 - 2012년 11월부터 EU의 공매도 규제법령(No 236/ 2012)이 적용
스페인	<ul style="list-style-type: none"> - 2008년 9월 24일부터 20개 금융기업에 대하여 0.25% 이상의 매도포지션을 보유한 경우에는 공표하고 Comision Nacional del Mercado de Valores(이하 CNMV)에 보고해야 함, 무차입공매도를 금지함 - 2011년 8월 12일부터 일부 금융주에 대해 한시적으로 공매도 금지 - 2011년 9월 28일: 주식시장의 불안정한 상황이 진정될 때까지 공매도 금지조치를 연장하였으며, 2012년 2월 15일 해제 - 2012년 7월 23일: 일부 주식의 공매도를 일시적으로 금지하였으며 2013년 2월 1일 해제 - 2012년 11월부터 EU의 공매도 규제법령(No 236/ 2012)이 적용
영국	<ul style="list-style-type: none"> - 2008년 6월 23일: 신주인수권을 발행한 기업의 주식에 대한 공매도 규모가 전체 시가총액의 0.2%를 초과할 경우 이를 금융당국에 보고해야 함 - 2008년 9월 19일~2009년 1월 16일까지 32개 금융주에 대한 순매도 포지션 확대 금지, 해당 금융주에 대해 0.25% 이상의 매도포지션은 익일 Road Investment Strategy(이하 RIS)에 공시 - 2009년 1월 16일: 순매도 포지션 제한조치 해제, 2009년 6월 30일까지 순매도 포지션이 0.25%를 초과하여 0.1% 변동될 때마다 해당 사항을 익일 공시해야 함 - 2012년 11월부터 EU의 공매도 규제법령(No 236/ 2012)이 적용

자료: 김준석·빈기범(2009) 일부 인용

나. 북미권 및 호주의 공매도 규제변화

북미권과 호주의 공매도 규제는 유럽에 비하여 상대적으로 규제강도가 약하다는 공통점이 관찰된다. 미국의 경우 2008년 글로벌 금융위기의 대응과정에서 일시적으로 공매도 금지조치를 시행하였지만 공매도 금지종목을 금융주의 범위로만 한정하였고 금지조치의 시행기간도 약 20일 정도에 불과하였다. 유럽 재정위기가 심화되었던 2011년의 기간에도 미국은 유럽과 달리 공매도 금지조치를 실시하지 않았다. 다만 공매도 거래에 대한 보고 및 관련자료의 공개제도는 유지하고 있는데, 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)는 한달에 두 번 미청산 공매도(short interest)에 관한 자료를 공개하고 있다. 여기에는 개별 주식들의 일간 공매도 수량과 공매도 거래내용이 포함되며 공매도 주체는 공개되지 않고 있다.

미국에서는 증권거래법에 의해 공매도 규제가 이루어지고 있다.³⁰⁾ 공매도 거래에 대한 최초의 규제는 업틱룰의 도입을 통해 이루어졌다. 미국에서 업틱룰은 1938년에 최초로 도입되었고³¹⁾, 2007년 7월 6일 수정된 Regulation SHO³²⁾가 시행되면서 폐지되었다.³³⁾ SEC는 업틱룰의 폐지필요성에 대한 검토를 2004년부터 시작하였는데, 업틱룰이 시장유동성을 일부 위축시키고 가격하락을 방지하는 데에 효과적이지 못하다는 점을 인정하여 결국 폐지하기로 결정하였다. 그런데 글로벌 금융위기를 겪는 과정에서 공매도가 일시적으로 주가의 과도한 폭락을 야기할 수 있다는 비판이 제기되면서 업틱룰의 재도입에 대한 논의가 시작되었다.

SEC는 2010년 2월 24일 변형된 형태의 업틱룰(alternative uptick rule)을 도입하기로 결정하였는데, 장중 가격하락폭이 전일 종가대비 10% 이상인 종목에 대해서는 당일과 익일 거래일까지 공매도 호가가 시장가격

30) The Securities and Exchange Act of 1934

31) 17 CFR 240.10a-1

32) Regulation SHO(17 CFR § 242.200 - 204)는 2005년 1월에 제정되었는데, 무차입공매도의 남용으로 인해 결제불이행 상황이 많아지는 것을 규제하는 것을 목적으로 하고 있으며, 제정당시에는 업틱룰에 대한 규제도 포함하고 있었다.

33) 17 CFR § 242.201 Price test가 폐지되었다.

이상이 되도록 요구하였다.³⁴⁾ 변형된 업틱룰의 성격을 살펴보면 공매도에 의한 가격하락을 제한하는 것이 아니라 시장거래의 안정화를 도모하려는 목적이 뚜렷하다. 모든 종목에 대해서 업틱룰을 적용하는 것이 아니라 가격하락폭이 큰 종목에 대해서만 이틀간 한시적으로 업틱룰을 적용하는 방식인데, 이는 시장안정화를 위해 시행중인 서킷브레이커와 매우 유사한 형태이다. Regulation SHO도 이러한 점을 분명히 밝히고 있는데, 2007년 이전까지 적용되던 업틱룰은 ‘price test’로 규정하고 있었으나, 변형된 업틱룰은 ‘circuit breaker’로 규정하고 있다는 사실에서 규제의 목적성이 분명히 드러난다.

Regulation SHO는 공매도에 관한 결제안정성의 강화를 위하여 무차입 공매도에 대해 엄격한 규제를 실시하고 있다. 원칙적으로 무차입공매도는 허락되지 않는다. 다만 공식적으로 등록된 금융투자업자(broker/dealer)에 의한 공매도, 시장조성을 위한 공매도, 해당증권을 소유하고 있음이 분명한 고객을 대신해 금융투자업자가 수행하는 공매도 거래에 대해서는 예외적으로 무차입공매도가 허용된다.³⁵⁾ 결제안정성의 강화를 위하여 금융투자업자에게 거래종결을 위한 의무도 부과하고 있다. 청산소(clearing agency)의 회원인 금융투자업자는 증권의 인도 실패가 발생하면 동일한 종목의 증권을 매입하거나 차입하여 결제실패 상황을 종료시킬 의무를 가진다. 해당 금융회사는 T+4일까지 공매도 거래로부터 발생한 결제실패를 종료시켜야 하며, 만일 T+6일까지 종료의무가 이행되지 않을 경우 해당 종목의 공매도 거래에 참여할 수 없다. 공매도 거래로부터 발생한 결제실패의 규모가 10,000주 이상이고 총발행주식수의 0.5% 이상이며 결제실패가 5 결제일 이상 지속될 경우 해당증권은 ‘threshold securities’로 분류되며 그 명단이 주식시장 자율규제기관에 의해 시장에 공개된다.³⁶⁾

캐나다의 공매도 규제는 미국과 매우 흡사한 형태를 가진다. 캐나다는 2006년 5월 26일부터 공매도 포지션 보고제도를 실시하였다. 공매도 포지션의 보고의무를 부과하고 있지만 포지션 정보의 공개는 제한적인 수준에

34) 17 CFR § 242.201 Circuit breaker.

35) 17 CFR § 242.203 Borrowing and delivery requirements.

36) 17 CFR § 242.204 Close-out requirement.

서 이루어진다. 보고된 개별계좌의 공매도 총량을 거래소가 합산하여 공매도 포지션 상위 20개 종목의 공매도 총량을 한달에 2번 거래소 홈페이지를 통해 공시하고 있다. 미국의 공매도 정보 공개와 유사한 방식으로 볼 수 있다. 공매도 거래에 대해 적용하던 업틱룰도 2012년 10월부터 폐지하였다.

호주의 공매도 규제도 미국이나 캐나다의 공매도 규제와 유사한 방식으로 이루어진다. 글로벌 금융위기 이후 가장 중요한 공매도 규제변화는 공매도 포지션 보고제도의 도입이다. 동 보고제도는 2010년 6월에 도입되었는데, 공매도 거래자의 일별 공매도 포지션이 발행주식 총수의 0.01% 이상에 해당하는 경우 공매도 거래에 대한 상세내역을 3 영업일 이내에 보고해야 한다. 공매도 거래자가 감독당국의 홈페이지에 상품별 총량을 직접 보고해야 하며, 이후 일별 공매도 포지션이 발행주식 총수의 0.01% 이상인 상황이 지속되는 경우 매일 보고해야 한다. 공매도 거래 규제를 위해 업틱룰이 존재하였으나 현재에는 폐지된 상태이다.

다. 아시아권의 공매도 규제변화

아시아권 주요 국가들의 공매도 규제는 북미, 호주, 유럽 국가들의 공매도 규제에 비하여 상대적으로 더 강하다는 공통점이 있다. 자본시장의 발달 역사가 상대적으로 짧아 시장의 성숙도가 부족하기 때문이라는 시각도 있지만 금융규제에 대한 금융당국의 기본적인 관점이 다르다는 점도 중요한 요소가 될 것이다. 아시아권 국가들은 공매도 포지션에 대해 보고 및 공시제도를 채택하고 있는 국가가 많으며 업틱룰을 적용하는 사례도 많다. 싱가포르의 경우 아시아권 국가들 중에서 가장 약한 수준의 공매도 규제를 가지고 있는데 공매도 포지션에 대한 보고 및 공시의무를 부과하고 있지만 업틱룰은 적용하지 않는다.

<표 III-2> 글로벌 금융위기 이후 북미권 및 호주의 공매도 규제변화

국가	규제강화 조치 현황
캐나다	<ul style="list-style-type: none"> - 2006년 5월 26일부터 공매도 포지션 보고제도를 실시 - 2008년 9월 19일~10월 3일까지 13개 금융주에 대한 공매도 금지 - 2008년 10월 3일: 미국과의 규제차익을 차단하기 위해 금지조치를 2008년 10월 8일까지 연장 - 2012년 10월 15일에 업틱룰 폐지
미국	<ul style="list-style-type: none"> - 2007년 3월 6일: 2007년 9월 7일부터 미청산 공매도(short interest) 자료를 통해 개별 주식들의 일간 공매도 수량과 공매도 거래 내용을 공개하는 주기를 월1회에서 월2회로 확대 - 2008년 7월 15일: 7월 21일~29일까지 19개 금융주에 대한 무차입공매도 금지 - 2008년 7월 18일: 7월 15일의 조치에서 시장조성이나 헷징에 대해 예외를 둠; 브로커-딜러는 대여와 대여계약에 대한 컴플라이언스를 작성해야 함 - 2008년 7월 29일: 7월 15일의 조치를 8월 12일까지 연장 - 2008년 9월 17일: 결제실패가 발생했을 때 결제일 다음거래일 장개시 이전에 결제실패를 해소해야 하며 그렇지 않으면 공매도 자격 박탈 - 2008년 9월 18일: 9월 19일~10월 2일까지 799개 금융주에 대한 공매도 전면금지 (시장조성, 헷징 등 불가피한 경우 예외)

자료: 김준석 · 빈기범(2009) 일부 인용

<표 III-2> 글로벌 금융위기 이후 북미권 및 호주의 공매도 규제변화(계속)

국가	규제강화 조치 현황
미국	<ul style="list-style-type: none"> - 2008년 9월 21일: 9월 22일~10월 2일까지 1억 달러 이상 규모의 기관투자자는 특정 주식의 공매도량이 0.25% 이상, 100만 달러 이상일 때 공매도 현황을 매주 보고해야 함 - 2008년 9월 29일: 공매도 금지종목 972개로 확대 - 2008년 10월 2일: 금융주 공매도 금지조치 및 공매도 현황보고 의무를 10월 17일까지 연장 - 2008년 10월 8일: 금융주 공매도 금지조치 해제 - 2008년 11월 15일: 11월 18일부터 기관투자자들의 공매도 보고의무를 2009년 8월 1일까지 연장 - 2010년 2월 25일: 4월말부터 변형된 업틱룰(alternative uptick rule) 도입을 결정
호주	<ul style="list-style-type: none"> - 2008년 9월 19일: 2008년 9월 2일부터 무차입공매도 금지, 차입공매도 가능주식 제한, 공매도 현황 보고 의무 - 2008년 9월 21일: 모든 주식에 대해 30일간 차입공매도 금지 - 2008년 9월 23일: 헷징, 교차상장증권 차익거래, 옵션 및 지수 차익거래, 시장조성자 등에 대해 제한적으로 공매도 허용 - 2008년 10월 21일: 공매도 금지조치 연장(비금융주는 11월 18일까지, 금융주는 2009년 1월 27일까지)

자료: 김준석·빈기범(2009) 일부 인용

일본은 공매도 포지션 보고 및 공시의무를 부과하고 있다. 2008년 11월부터 공매도 포지션이 발행주식수의 0.25% 이상일 경우 해당 공매도 거래자는 증권사를 통해 포지션의 상세 내역을 거래소에 보고해야 하며, 거래소는 이를 공매도자의 명칭과 함께 공개하도록 하였다. 이러한 대량 공매도 포지션 공개의무는 2013년 11월부터 발행주식수의 0.5% 이상인 경우로 완화되었으며, 공매도 포지션이 0.2% 이상인 경우에는 보고의무만이 부과된다. 업틱룰은 미국의 경우와 유사하게 전날 종가 대비 10% 이상 하락한 종목에 대해서만 다음 거래일까지 적용된다.

홍콩은 상대적으로 공매도 규제가 강한 편으로 평가된다. 무차입공매도가 금지되어 있으며, SHEK(The Stock Exchange of Hong Kong Limited)거래시스템을 통해서만 공매도 거래가 가능하다. 공매도가 가능한 주식에 제한이 있으며 업틱룰을 채택하고 있다. 2012년 6월부터는 공매도 거래에 대한 주간보고를 의무화하고 있다. 공매도잔고가 발행주식의 0.02% 이상이거나 홍콩달러 기준 3,000만달러 이상이면 공매도 거래에 대한 상세내역을 3 영업일 이내에 감독당국에 보고해야 한다. 홍콩 증권선물위원회는 보고된 정보를 취합하여 개별주식에 대한 공매도 총잔고 비율을 웹사이트에 게시하고 있다.

중국은 오랜 기간 공매도 거래를 불허하고 있었으나 자본시장의 개방 수준이 높아지면서 단계적으로 공매도 거래허용을 확대하고 있다. 홍콩 증권거래소(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited: HKEX)는 2015년 3월부터 후강통 제도 아래 중국 A주에 대한 외국인들의 공매도 거래를 허용하였다. 홍콩증시에 상장된 주식에 대해서만 허용하던 공매도 거래를 중국 본토에 상장된 주식으로 확장한 것이다. 다만 특정 종목의 하루 공매도 거래 한도는 개장시간에 투자자들이 보유한 총 주식수의 1%로 제한되며, 10 거래일 동안 5%를 넘을 수 없도록 제한하였다. 외국인들에 대한 공매도 거래 확대와 더불어 중국 국내 금융회사들의 공매도 허용범위도 확대되는 추세이다. 2015년 4월 중국 증권감독관리위원회(China Securities Regulatory Commission: CSRC)는 공매도 가능 종목 수를 기존의 900개에서 1,100개로 확대하였고 증권사들의 신용거래 및 공매도 거래에 대한 규제도 완화하였다.

<표 III-3> 글로벌 금융위기 이후 아시아권 국가들의 공매도 규제변화

국가	규제강화 조치 현황
홍콩	<ul style="list-style-type: none"> - 업틱롤 채택(1998년 9월 7일), 무차입공매도 금지, SHEK 거래시스템을 통해서만 공매도가 가능, 공매도 가능 주식 제한 - 2008년 9월 26일: 공매도 결제실패에 대한 패널티를 2배로 상향 - 2012년 5월 25일: 2012년 6월 18일부터 시장참여자들의 공매도 거래에 대한 주간공시를 의무화함
중국	<ul style="list-style-type: none"> - 2015년 2월 23일: 3월부터 후강통 제도 아래 중국 A주에 대한 외국인들의 공매도 거래를 허용 - 2015년 4월 17일: 중국기관의 공매도를 허용(공매도 가능 종목 수 확대) - 2015년 6월 9일: 증권사들의 신용거래 및 공매도 계약에 대한 채무 상환 연장(roll over)를 허용
일본	<ul style="list-style-type: none"> - 2008년 10월 14일: 2009년 3월 31일까지 공매도 체결가 공개범위 확대 및 자사주 매입한도 및 매입기간 제한 완화 - 2008년 10월 26일: 11월 4일부터 2009년 3월 31일까지 무차입공매도 금지, 발행주식수의 0.25% 이상의 공매도 포지션 공개 의무 - 2008년 10월 28일: 10월 26일의 규제조치를 10월 28일부터 시행 - 2008년 11월 6일: 11월 7일부터 공매도 포지션이 자본규모의 0.25% 이상일 경우 포지션의 상세내역을 회원사에게 제공해야 하며 회원사는 이를 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange: TSE)에 보고하며 TSE는 이를 공매도자의 명칭과 함께 공개함 - 2013년 3월 8일: 주식 공매도 규제 완화방안을 발표하여 2013년 11월부터 시행 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 시장 가격 이하의 공매도 주문을 허용 ▪ 공매도 포지션 공표 의무 완화(증권사의 공매도 포지션 공표 의무 적용범위를 기업 발행 주식수의 0.25% 이상에서 0.5% 이상으로 축소)

자료: 김준석·빈기범(2009) 일부 인용

<표 III-3> 글로벌 금융위기 이후 아시아권 국가들의 공매도 규제변화 (계속)

국가	규제강화 조치 현황
싱가포르	<ul style="list-style-type: none"> - 2008년 9월 22일: 9월 25일부터 인도실패에 대해 실패금액의 5%를 벌금으로 부과하며 달러간 시장에서의 결제실패는 5만싱가폴달러의 벌금을 추가로 부과하고 달러간 시장에 참여를 금지, 9월 22일부터 공매도 커버를 위해 매입된 수량과 해당종목을 매일 공표 - 2008년 11월 27일: 공매도 표시제도 도입, 일별 주식당 공매도 주문수 공표, 대량(1%) 매도포지션 보유자는 매월 그 내역을 거래소에 보고해야 함 - 2014년 2월 7일: 3월 6일부터 일별 공매도 포지션이 발행주식 총수의 0.5% 이상이면 2 영업일 이내에 보고하도록 함 <ul style="list-style-type: none"> ▪ 상장회사 발행주식의 0.05% 또는 10만싱가포르달러 이상의 공매도 포지션은 매주 보고 ▪ 발행주식의 0.5% 이상의 공매도 포지션은 2 영업일 이내에 공시해야 하며, 0.1% 이상 변동시에도 공시해야 함
한국	<ul style="list-style-type: none"> - 2008년 10월 1일 부터 전종목 주식 공매도 금지 - 2009년 6월 1일부터 비금융주 주식 공매도 허용 - 2011년 8월 10일부터 3개월간 공매도 금지 - 2012년 8월 20일부터 발행주식 총수 대비 공매도 포지션 비율이 0.01%를 초과하면 투자자가 금융감독원에 직접 보고해야 하는 공매도 포지션 보고제도 시행 - 2013년 11월 14일부터 금융주 공매도 허용 - 2016년 6월 30일부터 특정 기관이나 개인이 개별기업 주식을 0.5% 이상 공매도하면 투자자 신원과 잔고내역을 공시하도록 하는 공매도잔고 공시제도 도입

자료: 김준석, 빈기범(2009, 자본시장연구원) 일부 인용

<표 III-4> 주요국 주식 공매도 규제 현황

국가	규제 현황
캐나다	공매도 포지션 보고, 업틱룰 없음
미국	변형된 업틱룰, 공매도 잔량 정보 공개
호주	공매도 포지션 보고, 업틱룰 없음
홍콩	업틱룰, 가능주식 제한, 무차입공매도 금지, 공매도 포지션 보고
중국	가능주식 제한, 수량 제한, 무차입공매도 금지
일본	변형된 업틱룰, 무차입공매도 금지, 공매도 포지션 보고 및 공시
싱가포르	공매도 포지션 보고 및 공시, 업틱룰 없음
한국	업틱룰, 무차입공매도 금지, 공매도 포지션 보고 및 공시
EU	공매도 포지션 보고 및 공시, 업틱룰 없음
프랑스	공매도 포지션 보고 및 공시, 업틱룰 없음
독일	공매도 포지션 보고 및 공시, 업틱룰 없음
스페인	공매도 포지션 보고 및 공시, 업틱룰 없음
영국	공매도 포지션 보고 및 공시, 업틱룰 없음

주 : 2016년 7월말 기준

자료: 각국 증권거래소 및 규제기관

3. 국내와 해외의 공매도 규제 비교를 통한 시사점

지금까지 살펴본 해외의 공매도 규제현황을 정리해보면 아시아권 국가들이 북미나 유럽권 국가들에 비하여 상대적으로 강한 공매도 규제수준을 유지하고 있다는 것을 알 수 있다. 이러한 특징은 주식시장의 발달수준과 관련이 있을 것으로 추정되는데, 상대적으로 시장의 성숙도가 높은 북미와 유럽권 시장에서는 공매도의 규제가 주로 시장의 투명성을 강화하고 거래의 비효율성을 줄이는 데에 중점을 두고 있다. 아시아권 국가들은 상

가포르와 일본을 제외하면 시장의 성숙도가 북미나 유럽권에 비해서 다소 낮은 수준이라고 평가할 수 있다. 시장의 성숙도가 상대적으로 떨어질 경우 금융시장에 교란요인이 발생하였을 때 훨씬 큰 충격을 받을 가능성이 높으며, 이는 공매도에 대해 더 강한 규제를 실시하는 원인이 될 수 있다.

우리나라의 공매도 거래 규제수준은 북미나 유럽권 국가들에 비해 상대적으로 강한 것으로 평가된다. 미국과 유럽에서는 업틱롤이 가격하락 방지에 효과적이지 못하다는 인식이 강하여 폐지하거나 서킷브레이커와 비슷한 형태로 변형시켜 적용하고 있다. 아시아권 국가에서는 일본이 미국과 동일한 형태의 변형된 업틱롤을 채택하고 있으며, 싱가포르의 경우 업틱롤을 폐지하였다. 우리나라에서는 아직도 업틱롤이 적용되고 있는데, 자본시장이 발달한 해외 국가들은 업틱롤을 폐지하고 있다는 점을 참고할 필요가 있을 것이다.

무차입공매도는 많은 국가들이 원칙적으로 금지하고 있는데 이는 우리나라 규제방향과 동일하다. 다만 해외의 경우 헤지거래이거나 시장조성을 위한 경우 등에 대해서는 예외적으로 무차입공매도를 허용하고 있다. 결제불이행의 위험이 매우 낮고 시장유동성 공급을 위해서 긍정적이라고 판단될 경우 허용하는 것이 오히려 시장에 긍정적인 효과를 가져 온다고 보기 때문이다. 국내에서는 무차입공매도가 전면 금지 되어 있는데, 헤지거래나 시장조성 등에 대해서도 예외를 허용하지 않는다. 해외의 규제 태도와 비교분석을 통해 향후 국내에서 무차입공매도에 대한 규제를 어떠한 방식으로 개선할 것인가에 관해 고민할 필요가 있을 것이다.

공매도 포지션에 대한 공시강화는 북미권을 제외한 대부분의 국가에서 시행되고 있다. 다만 보고의무와 공시의무를 부과하는 기준은 국가별로 차이가 있는데, 우리나라의 의무부과 기준이 가장 강한 것으로 나타났다. 유럽과 일본의 경우 보고의무는 0.2%이며 공시의무는 0.5%인 반면, 국내에서는 각각 0.01%와 0.5%로 설정되었다. 싱가포르의 경우 공시의무 기준은 우리나라와 동일하나 보고의무 기준은 0.02%로 우리에게 비해 낮은 수준이다. 호주와 홍콩은 보고의무만을 부과하고 있다. 국가간 공매도 공시체계 비교는 아래의 <표 Ⅲ-5>를 참조하기 바란다.

<표 III-5> 주요국의 공매도 공시체계

국가 (감독당국)	보고/공시 기준	대상상품	보고/공시 체계
캐나다 (IIROC)	공매도 포지션 상위 20개	상장주식 (CB, EB 포함)	<ul style="list-style-type: none"> 공시내용 : 거래소가 거래내역 보고를 합산하여 공매도 포지션 상위 20개 종목에 대해 총량공시
호주 (ASIC)	10만달러 또는 0.01% 이상	상장주식	<ul style="list-style-type: none"> 보고주체 : 공매도 거래자 보고내용 : 감독당국 홈페이지에 상품별 총량 등록
홍콩 (SFC)	0.02% 또는 천만홍콩달러 이상	상장주식	<ul style="list-style-type: none"> 보고주체 : 공매도 거래자 보고내용 : 3 영업일 이내에 거래 상세내역을 감독당국 홈페이지에 상품별 총량 등록
일본 (FSA)	<ul style="list-style-type: none"> 보고 : 0.2% 이상 공시 : 0.5% 이상 	상장주식, 관련 파생상품	<ul style="list-style-type: none"> 보고주체 : 공매도 거래자 공시내용 : 상품 및 섹터별 총량을 거래소 홈페이지에 공시
싱가포르 (MAS)	<ul style="list-style-type: none"> 보고 : 0.02% 또는 10만 싱가포르달러 이상 공시 : 0.5% 이상 	상장주식	<ul style="list-style-type: none"> 보고주체 : 공매도 거래자 공시내용 : 거래 상세내역을 감독당국 홈페이지 공시
한국 (금융감독원)	<ul style="list-style-type: none"> 보고 : 0.01% 이상 공시 : 0.5% 이상 	상장주식	<ul style="list-style-type: none"> 보고주체 : 공매도 거래자 공시내용 : 대량보유자의 종목명, 성명, 주소 등 인적사항을 공개
EU (ESMA)	<ul style="list-style-type: none"> 보고 : 0.2% 이상 공시 : 0.5% 이상 	상장주식, 관련 파생상품, 주가지수 및 ETF	<ul style="list-style-type: none"> 보고주체 : 공매도 거래자 공시내용 : 0.5% 이상 보유한 투자자는 포지션 규모와 투자자 인적사항을 거래소에 직접 공시

자료 : SEC, IIROC, ASIC, SFC, FSA, MAS, 금융감독원, ESMA

IV. 공매도 규제가 주식시장에 미치는 영향

1. 국내외 문헌연구
2. 데이터 및 방법론
3. 공매도 규제가 시장유동성 및 변동성에 미치는 영향

IV. 공매도 규제가 주식시장에 미치는 영향

가격발견의 효율성 유지라는 긍정적인 시각과 과도한 주가하락을 부추길 수 있다는 부정적인 시각의 공존으로 인해 공매도 제도의 유지에 대해서는 여전히 뜨거운 논쟁이 계속되고 있다. 위기의 상황에서는 공매도의 부정적인 측면이 강조되기 때문에 공매도에 대한 규제가 강화되는 경향이 있고, 반대로 시장안정기에는 긍정적인 측면이 강조되기 때문에 규제완화 추세가 강해진다. 공매도에 대한 이러한 대립적인 시각으로 인해 공매도의 경제적 효과에 대한 연구는 오랜 기간 재무학계의 중요한 연구주제였다. 특히 공매도가 시장의 유동성, 변동성, 가격발견 기능의 효율성 등에 미치는 영향에 대해서는 정책당국 뿐만 아니라 대부분의 시장참가자들도 큰 관심을 가지고 있다. 본 장에서는 지금까지 진행되었던 국내 공매도시장의 현황 파악과 해외의 공매도 규제변화 방향에 관한 조사를 바탕으로 국내 주식시장에 대해 공매도 거래가 어떠한 영향을 미치는가를 실증적으로 분석해 본다.

1. 국내의 문헌연구

공매도에 관한 국내의 실증분석 연구들은 공매도의 경제적 기능 중에서 특히 시장유동성, 주가변동성, 가격발견의 효율성 등의 측면에 대해 연구의 관심을 집중시켜 왔다. 실증분석의 특성상 항상 일관된 결과가 도출되지는 않았으며, 대립적인 결과를 보고하는 경우도 흔히 관찰된다. 그렇지만 다수의 연구결과들이 공매도의 긍정적인 기능이 뚜렷함을 반복적으로 보고하고 있는데, 이는 국내 및 해외의 실증연구 결과에서 공통적으로 나타나는 추세이다. 본 절에서는 해외 주식시장과 국내 주식시장을 대상으로 실시된 공매도 연구결과들을 점검함으로써 공매도에 대한 학계의 시각을 파악하고 향후 진행될 실증분석에서 사용할 연구방법론에 대한 이론적 기반을 마련하고자 한다.

가. 주식공매도 규제에 대한 해외의 연구결과³⁷⁾

공매도는 주가하락을 예상하며 실행되는 투자전략이기 때문에 기업에 관한 부정적인 정보가 주가에 반영되는 중요한 경로로 작용한다. 따라서 공매도 거래는 주가하락과 직접적으로 관련되는 것이 일반적이다. 해외의 문헌에서도 공매도 거래가 주가의 하락으로 연결된다는 연구결과가 다수 보고되고 있다. Aitken, Frino, McCorry & Swan(1998)은 주식공매도에 대한 실증분석을 실시하여 공매도가 발생한 이후 15분간의 거래 또는 공매도 직후의 20 거래에 대해 평균 0.2%의 주가하락이 발생함을 보고하였다. Desai, Ramesh, Thiagarajan & Balachandran(2002)의 연구는 미국 NASDAQ시장의 공매도 거래에 대한 실증분석을 실시한 결과 공매도 거래비중이 상대적으로 높은 경우 $-0.76\sim-1.13\%$ 의 초과수익률이 실현됨을 보고하였다. Boehmer, Jones & Zhang(2008)은 미국 NYSE시장에 대한 실증분석 결과 상대적으로 공매도가 많은 주식의 경우 위험조정평균수익률이 1.16% 하락하고, 기관투자자에 의한 공매도가 많은 종목은 익월 수익률이 1.43% 하락하는 것을 발견하였다. 이러한 연구결과들은 공매도가 집중된 종목들이 평균보다 더 큰 주가하락을 기록하였음을 의미한다.

이상의 연구결과를 해석함에 있어 주의할 점은 공매도의 집중이 주가하락을 가져오는 것은 분명해 보이지만 그러한 주가하락이 해당기업의 펀더멘탈 변화에 비해 과도한 것인지에 대해서는 명확히 단정하기 어렵다는 것이다. 사실 이 문제에 관해서는 여전히 대립되는 의견들이 제시되고 있으며 명확한 결론을 내리기가 어렵다. 다만 공매도의 제약이 버블형성에 영향을 미칠 수 있다는 연구결과들이 보고되고 있는데 주가하락폭의 적정성 여부를 판단하는 데에 있어서 참고할만한 연구결과로 활용할 수 있을 것이다. Allen, Morris & Postlewaite(1992)는 공매도에 대한 제약이 대규모 버블형성의 필요조건 중의 하나임을 주장하였다. Hong & Stein(2003)은 공매도에 대한 제약이 강할 경우 주가변화에 악재성 정보가 충분히 반영되

37) 해외 문헌연구 분석에서는 저자가 작성한 ‘공매도 규제의 개선방향’(황세운, 2016) 보고서의 내용과 일부 중복되는 부분이 있음을 밝힌다.

지 않으며, 이러한 정보반영의 지연이 급격한 시장붕괴를 초래할 수 있음을 주장하였다. Chang, Cheng & Yu(2007)는 홍콩증시에 대한 실증분석을 실시하여 공매도에 대한 제약이 강해질 경우 주가가 고평가되는 현상이 나타남을 보고하였다.

공매도 거래가 시장의 유동성과 변동성에 미치는 영향에 대한 평가도 매우 중요한 부분이다. 공매도는 일반적으로 시장의 유동성을 확대시키는 효과가 있는 것으로 나타난다. Wooldridge & Dickinson(1994)은 미국 주식시장에 대한 실증분석을 통해 공매도가 주가상승기에는 매도량을 증가시키고, 주가하락기에는 매수량을 증가시킴으로서 시장의 유동성을 증가시킨다고 판단하였다. Asquith, Pathak & Ritter(2005)는 공매도 제약이 있는 주식 포트폴리오의 경우 공매도 제약이 없는 주식 포트폴리오에 비해 수익률이 유의적으로 더 낮는데, 이는 공매도 제약이 유동성 프리미엄을 증가시키기 때문이라고 주장하였다. 한편 공매도는 정보를 반영하는 경로로 작용하기 때문에 공매도 거래의 확대가 주가수익률의 변동성을 확대시킬 수 있다. Henry & McKenzie(2006)는 주식공매도가 집중된 시기에 상대적으로 더 높은 주가수익률의 변동성이 나타남을 보고하였다. Chang, Cheng & Yu(2007)는 홍콩증시에 대한 실증분석에서 개별주식에 대한 공매도가 허용되었을 경우에 더 높은 주가변동성이 나타났음을 보고하였다.

공매도 거래가 주식시장의 가격발견 효율성에 미치는 영향에 대한 평가도 이루어지고 있다. Diamond & Verrecchia(1987)는 공매도에 대한 제약이 주식의 가격을 상승시키지는 못하지만 부정적인 정보의 가격조정 속도를 떨어뜨리기 때문에 시장의 가격발견 기능을 저하시킨다고 주장하였다. Nagel(2005)은 기관투자자의 보유지분이 낮은 주식의 경우 공매도 전략의 활용이 상대적으로 어렵다는 점에 착안하여 공매도의 제약이 부정적인 정보의 반영을 위축시키고 긍정적인 정보는 과도하게 반영되는 결과를 야기한다고 주장하였다.

공매도로 인한 주가하락을 제한하기 위해 활용되고 있는 업틱룰에 대한 효과분석도 활발한 편이다. Alexander & Peterson(1999)은 NYSE의 업틱룰에 대한 실증분석에서 업틱룰이 공매도 거래체결에 부정적인 영향을 미치고 있으며, 상승장에서도 거래체결에 방해요소가 됨을 보고하였다. Christophe, Ferri & Angel(2004)은 업틱룰이 적용되는 시장과 적용되지 않는 시장을 비교한 결과 공매도, 주가변동성, 가격하락 속도 등의 측면에서 유의적인 차이가 나지 않음을 발견하여 업틱룰이 의도한 효과를 내지 못하고 있음을 주장하였다. Diether, Lee & Werner(2009)는 업틱룰이 일시적으로 중지되었을 경우 거래량과 스프레드가 오히려 증가하였음을 보고하였다.

나. 주식공매도 규제에 대한 국내의 연구결과³⁸⁾

공매도 거래의 효과분석은 국내에서도 비교적 연구가 활발한 분야이다. 공매도 효과분석의 방향성은 기본적으로 해외의 연구분석과 일관성을 유지하고 있는데 공매도 거래가 시장유동성, 주가변동성, 정보효율성에 미치는 영향을 분석하는 데에 집중하고 있다. 국내의 연구결과들도 해외 사례와 유사하게 공매도 거래가 주가를 하락시키는 요인으로 작용하고 있음을 밝히지만, 공매도가 주가하락을 과도하게 부추긴다고 판단하기는 어렵다는 결론을 도출해 왔다. 박기봉(2011)은 공매도 거래제한이 이루어졌던 시기와 제한이 없었던 시기 간의 비교분석을 통하여 공매도 제한 전 시기에는 사실상 투기적 공매도 거래동기가 강하지 않았음을 주장하였다. 조성순·박순홍(2014)은 주가하락이 유의적으로 큰 경우에도 공매도 거래가 더욱 증가하지 않은 것을 발견하였고, 공매도 거래를 외국인투자자, 기관투자자, 그리고 개인투자자로 구분하여 살펴본 결과 외국인투자자나 기관투자자가 상대적으로 정보거래를 하고 있지 않다고 주장하였다. 이영섭·

38) 국내 문헌연구 분석에서는 저자가 작성한 “공매도 규제의 개선방향”(황세운, 2016) 보고서의 내용과 일부 중복되는 부분이 있음을 밝힌다.

한상범(2015)은 과도한 가격등락이 발생한 시기에 초점을 맞추어 공매도의 행태를 분석한 결과 가격하락 국면에서 약탈적인 공매도 행태의 증거가 발견되지 않았음을 보고하고 있으며, 우리나라 주식시장에서는 비공매도 거래가 공매도 거래에 비해 더욱 공격적이라는 결과를 제시하였다.

공매도의 제한이 시장유동성에 부정적인 영향을 미친다는 결과도 해외 연구와 유사하게 제시되고 있다. 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 주장하였다. 또한 유동성 감소와 더불어 공매도 규제시기에 시장전체의 일중변동성이 증가했음도 발견하였다. 최용준·김철중(2014)의 연구결과를 살펴보면 국내 주식시장을 변동성이 높은 시기와 낮은 시기로 구분하여 실증분석을 실시한 결과 변동성이 높은 시기에는 주식공매도가 주가변동성을 높였지만 낮은 기간에는 유의적인 영향을 미치지 못했음을 보고하였다.

공매도가 시장효율성에 미치는 영향에 있어서는 긍정적인 평가와 부정적인 평가가 동시에 보고되고 있다. 김대룡·전상기(2010)는 공매도 규제 정책이 선물시장에 있어서는 긍정적인 효과를, 옵션시장에서는 부정적인 효과를, 차익거래전략에 있어서는 긍정적인 역할을 하고 있음을 주장하였다. 또한 국내에서 비금융사에 대한 공매도 거래를 다시 허용한 것이 시장효율성 개선에 부분적으로 도움이 되고 있음을 보고하였다. 조영석·Youngsik Kwak·김대호(2014)는 공매도의 정보효과에 대한 실증분석을 통하여 대차거래와 공매도가 시장에 유의적인 정보를 제공하고 있으며, 특히 공매도의 영향력이 가장 강하게 나타남을 주장하였다. 최현섭·강내철·박상연(2016)은 기업신용과 공매도 거래량 비율, 공매도 거래대금 비율 사이에 유의적인 음(-)의 상관관계가 존재함을 보이고 있으며, 이러한 사실이 신용이 좋은 기업일수록 공매도 비중이 낮아지는 것을 의미한다고 주장하였다.

2. 데이터 및 방법론

가. 데이터

1) 표본기간 및 표본군·대조군의 설정

공매도 규제효과에 대한 실증분석을 진행하기 위해서 본 연구는 공매도 금지조치가 단행되었던 2011년 8월 10일에서 11월 9일까지를 분석기간으로 설정하였다. 국내에서 공매도 규제효과를 연구할 수 있는 사례는 2회에 걸쳐 관찰되는데 공매도에 대해 전면적인 금지조치가 내려졌던 2008년과 2011년이 여기에 해당된다. 2008년 9월 글로벌 금융위기가 발생한 이후 국내 주식시장에서는 급격한 주가폭락이 나타났고 공매도 물량도 급증하였다. 위기상황에 대한 대응책으로 금융당국은 2008년 10월 1일에서 2009년 5월 31일까지 8개월의 기간 동안 공매도 거래를 전면 금지하였다.³⁹⁾ 두 번째 공매도 전면금지조치는 미국의 국가신용등급이 강등되고 유럽 재정위기 상황이 급격히 악화되었던 2011년 8월에 시행되었다. 2011년 8월 5일 미국의 신용평가기관인 Standard & Poor's는 미국의 국가신용등급을 AAA에서 AA+로 강등시켰다. 유럽의 재정위기에 대한 우려가 커지고 있던 시기에 이루어진 미국의 신용등급 하락은 글로벌 주식시장에 큰 충격을 안겨 주었다. 유가증권시장의 경우 2011년 8월 8일 주가지수가 74.30포인트 하락하였고 -3.82%의 수익률을 기록하면서 시장의 위기감이 극도로 확대되었다. 이에 금융당국은 주식시장 안정화 대책의 일환으로 2011년 8월 10일부터 3개월간 공매도를 전면 금지하게 되었다.⁴⁰⁾

본 연구는 두 번째 공매도 금지시기를 표본기간으로 설정하여 공매도 금지효과를 분석한다. 이는 2008년에 실시된 공매도 금지조치에 대해서는 이미 선행연구가 존재하는 관계로 유사한 분석을 되풀이할 실익이 적지만,

39) 금융위원회(2008. 9. 30)

40) 금융위원회(2011. 8. 9)

2011년에 실시된 공매도 금지조치에 대해서는 효과분석이 이루어진 적이 없기 때문이다. 개별주식선물의 거래가 2010년 이후에 활발해지기 시작하였다는 사실도 2011년 공매도 금지조치를 분석기간으로 설정한 중요한 이유가 되었다. 공매도 금지기간은 8월 10일에서 11월 9일까지이지만 공매도 규제효과에 대한 비교를 위하여 분석에 포함된 실제 기간은 공매도 금지조치가 시행되기 이전 6개월의 기간을 포함한다. 따라서 실제 분석대상 기간은 2011년 2월 10일에서 11월 9일까지 9개월의 기간이다.

분석대상종목은 코스피 200지수 구성종목으로 설정하였다. 물론 코스피 200지수에 포함된 모든 종목을 분석대상으로 선정한 것은 아니며 표본군과 대조군의 설정에 있어서 모집단의 성격으로 코스피 200지수 구성종목을 고려하였다. 코스피 200지수의 구성종목은 매년 1회 정기적으로 변경된다. 코스피 200 선물시장의 6월 결제월 최종 거래일의 다음 매매거래일을 기준으로 변경되며, 이외에도 상장폐지 결정, 관리종목 지정, 기업분할 후 존속법인이 구성종목으로 적합하지 아니하다고 거래소가 인정하는 경우, 그 밖에 거래소가 구성종목으로 적합하지 아니하다고 인정하는 경우 등의 사유가 발생하게 되면 수시로 구성종목의 변경이 이루어진다.⁴¹⁾ 본 연구에서는 분석대상기간이 2011년 2월 10일부터 시작되는 관계로 2011년 6월 기준 코스피 200지수 구성종목을 1차 분석후보종목으로 선정하였으며, 이 중 기업분할, 합병, 신규상장 등의 사유로 인해 일부 기간에 대해 적정 데이터가 존재하지 않을 경우 1차 분석후보종목에서 제외하였다.

1차 분석후보종목은 다시 공매도 금지기간동안 공매도 제한효과를 받는 표본군과 공매도 금지효과를 받는 대조군으로 나누어진다. 표본군은 분석기간동안 개별주식선물(single-stock futures)의 거래가 이루어진 20개 종목으로 구성되었다. 개별주식선물은 개별적인 주식 종목에 대해 이루지는 선물거래인데, 2008년 5월 6일에 최초로 도입되었다. 개별주식선물은 공매도의 거래가 제한적인 상황에서 주가변동에 대비한 헤지수단의 마련이 필요했는데 주가지수선물로는 개별종목의 가격변동에 대한 헤지가 완전하기 못했기 때문에 도입되었다.

41) KOSPI 200 지수산출방법(2016. 5, 한국거래소)

본 보고서에서는 개별주식선물 거래가 가능할 경우 공매도 금지규제의 효과가 차별화되어 나타날 수 있음을 가정하고 있다. 그런데 공매도 금지규제를 우회하는 방법은 개별주식선물 거래 이외에도 다양하게 존재한다. 예를 들어 개별주식 주식워런트증권(Equity Linked Warrant: ELW)나 장외 주식옵션거래를 통해서도 공매도 포지션의 합성이 가능하다. 따라서 공매도 금지규제의 효과를 완전하게 추정하기 위해서는 공매도에 대한 이 모든 우회경로를 추적할 필요가 있다.

본 보고서는 공매도 금지규제를 우회하는 다양한 방법 중에서 특히 개별주식선물 거래를 활용한 경로에 분석의 초점을 맞춘다. 이는 개별주식선물의 거래대금이 개별주식 ELW의 거래대금보다 낮은 수준에 있지만 헤지거래와 공매도 합성에 있어서는 ELW에 비해 더 유용할 수 있기 때문이다. ELW의 경우 공매도 포지션 합성에 활용될 잠재력이 높은 편이지만 실제 거래에 있어서는 투기적 매매의 성격이 강하였다. 2011년 당시 개별주식 ELW의 거래대금은 일간 약 2조원 수준에서 형성되고 있었는데, 금융당국은 ELW 거래에서 투기적 매매의 비중이 지나치게 높다고 판단하여 2011년 7월부터 ELW 시장에 대한 규제를 강화하였다. 특히 2011년 12월에 발표된 유동성 공급자(Liquidity Provider: LP)의 호가제출제한 조치와 ELW 상장종목수에 대한 제한 조치⁴²⁾로 인해 ELW시장에서는 붕괴수준의 시장위축이 발생하였다. 그럼에도 불구하고 ELW가 공매도 우회에 유용할 수 있다는 점은 부정하기 어려우며, 향후 분석범위의 확장을 위한 연구를 통해 재조명될 필요가 있을 것이다.

대조군은 표본군을 제외한 분석후보종목에서 선정되었는데, 선정기준을 달리하여 두가지 방식으로 대조군1, 대조군2를 구성하였다. 대조군1에서는 최근접 매칭(nearest neighbor matching)법을 이용하여 거리척도가 가장 근접한 10개 기업을 해당종목의 대조군으로 선정하였다. 거리척도의 계산을 위해서는 시가총액, 거래량, 회전을, 주가변동성을 사용하였다.⁴³⁾

42) 금융위원회(2011. 12. 1)

43) Mayhew & Mihov(2004)는 미국 주식시장에서 시가총액, 회전을, 변동성이 개별 주식옵션의 상장여부를 결정하는 주요 변수임을 주장하였다.

구체적인 수식은 아래와 같으며, 4개 변수를 이용하여 계산한 후 중복을 제외한 결과 76개 종목이 대조군1로 선정되었다.

$$d(x_i, y_j) = \sqrt{(MC_i - MC_j)^2 + (TV_i - TV_j)^2 + (TR_i - TR_j)^2 + (V_i - V_j)^2}$$

단, MC = 시가총액, TV = 거래량, TR = 회전율, V = 변동성

대조군2는 성향점수비교(propensity score matching) 방식을 통해 선정되었다. 개별주식선물이 거래되는지의 여부를 종속변수로 두고, Mayhew & Mihov(2004)가 사용한 변수들을 설명변수로 사용하였다. 아래의 수식에서 설정된 방식으로 로지스틱 회귀분석을 실시한 후 분석후보종목의 성향점수를 계산하였다. 표본군 종목들과 성향점수가 가장 비슷한 종목을 각각 10개씩 매칭시켜서 대조군2를 구성하였으며, 중복되는 경우를 제외한 후 58개 종목이 대조군2로 선정되었다.

$$FD_i = Logistic(MC_i, TV_i, TR_i, V_i)$$

단, FD = 개별주식선물 더미, MC = 시가총액, TV = 거래량,

TR = 회전율, V = 변동성

2) 표본군과 대조군에 대한 기초통계량

표본군은 기술한 바와 같이 개별주식선물의 거래가 이루어지고 있던 20개의 종목⁴⁴⁾으로 구성되었다.⁴⁵⁾ 표본군의 개별주식선물 거래는 공매도

44) 삼성전자, SK텔레콤, POSCO, KT, 한국전력, 현대자동차, 신한금융지주, 기아자동차, LG전자, 현대제철, KT&G, 현대중공업, 하나금융지주, SK이노베이션, LG디스플레이, KB금융지주, 대우증권, 두산인프라코어, SK하이닉스, GS건설

45) 이마트의 경우 2011년 8월에 시작된 공매도 금지기간에 개별주식선물 거래가 이루어지고 있었다. 그렇지만 해당종목 개별주식선물의 상장이 2011년 6월에 이루어

금지 이전기간과 공매도 금지기간 사이에 상당한 차이를 보이고 있다. 일평균 거래량은 공매도 금지 이전기간(6개월)에 8,314계약이었던 반면 공매도 금지기간에는 15,089계약으로 증가하였다. 일평균 거래대금도 639억원에서 727억원으로 증가하였다. 일평균 미결제 약정수량도 증가하였는데 공매도 금지 이전기간에는 21,393계약이었고 공매도 금지기간에는 24,175계약으로 증가하였다. 아래의 <표 IV-1>에서 나타나는 바와 같이 개별주식선물의 거래는 공매도 금지 이전기간에 비해 공매도 금지기간에 더욱 활발해졌다. 주가가 급락하고 변동성이 크게 확대되었던 기간에 개별주식선물의 거래가 더욱 많아졌다는 것은 개별주식선물이 주가하락에 대한 투자수요나 헤지거래에 대한 수요가 높아졌음을 의미한다.

<표 IV-1> 표본군의 개별주식선물 거래통계

(단위 : 계약, 억원)

	공매도 금지 이전기간 (6개월)	공매도 금지기간 (3개월)
일평균 거래량	8,134	15,089
일평균 거래대금	639	727
일평균 미결제 약정수량	21,393	24,175

자료: 연합뉴스포맷스

공매도 금지규제가 시행된 후 표본군의 주식거래는 다소 위축되는 양상을 보였다. 표본군이 시가총액에서 차지하는 비중의 평균은 공매도 금지 이전기간에는 2.03%였으나 공매도 금지기간에는 1.97%로 약간 감소하였다. 공매도 거래량 비중 평균은 2.32%에서 0.19%로 하락하였다. 통계에서 나타나는 한 가지 특이한 점은 공매도 거래량 비중이 공매도 금지기간에 0으로 떨어지지 않았다는 점이다. 공매도가 금지되었음에도 불구하고 소량의 공매도 거래가 나타나고 있는 것이다. 이러한 현상은 표본군에서만 나타나는 것은 아니며, 대조군에서도 관찰된다. 통계상의 오류는

어진 관계로 거래량이 현저히 낮았기 때문에 표본군에서 제외되었다.

아닌 것으로 보이며 예외적으로 허용되는 공매도 거래가 존재하였던 것으로 추정된다. 공매도 금지기간에 주식회전율은 소폭 상승하였다. 주가변동성은 공매도 금지기간에 크게 확대되었다. 공매도 금지 이전 6개월의 평균주가변동성은 2.21%였으나 공매도 금지기간에는 6.07%로 상승하였다.

<표 IV-2> 표본군의 주식시장 거래통계

	공매도 금지 이전기간 (6개월)	공매도 금지기간 (3개월)
시가총액 비중 평균	2.03%	1.97%
공매도 거래량 비중 평균	2.32%	0.19%
주식회전율 평균	0.70	0.83
주가변동성 평균	2.21%	6.07%

자료: 연합인포맥스

대조군1의 주식거래에서 나타나는 특징은 공매도 금지 전후의 기간에 대해 표본군과 유사한 방향성을 가졌다. 대조군1의 시가총액 비중 평균은 표본군의 약 1/4 수준이었는데, 공매도 금지 이전기간에는 0.48%였으며 공매도 금지기간에는 0.47%로 소폭 감소하였다. 표본군의 시가총액 비중 평균값이 2% 내외였다는 점과 비교하면 시가총액 규모에 상당한 차이가 있음을 알 수 있으며, 이는 개별주식선물의 거래가 주로 시가총액 상위 종목을 중심으로 이루어지고 있음을 나타낸다. 공매도 거래비중을 살펴보면 대조군1의 공매도 거래량 비중 평균이 공매도 금지 이전기간에는 표본군보다 오히려 더 높은 수준인 2.80%를 기록하였다. 그렇지만 공매도 금지기간에는 0.04%로 급격히 떨어졌는데, 표본군과 동일하게 공매도 거래가 완전히 사라지는 않았던 것으로 나타난다. 주식회전율 평균은 금지 이전기간에 0.84를 기록하였고 금지기간에는 0.92로 증가하였다. 주가변동성의 평균값은 공매도 금지기간에 증가하였지만, 증가폭은 표본군에 비해 훨씬 낮은 수준이었다.

<표 IV-3> 대조군1의 주식시장 거래통계

	공매도 금지 이전기간 (6개월)	공매도 금지기간 (3개월)
시가총액 비중 평균	0.48%	0.47%
공매도 거래량 비중 평균	2.80%	0.04%
주식회전율 평균	0.84	0.92
주가변동성 평균	2.58%	3.81%

주 : 종목수 76개
 자료: 연합인포맥스

대조군2의 주식거래에서 나타나는 특징은 대조군1과 거의 차이가 없었다. 시가총액비중 평균은 공매도 금지기간에 0.54%에서 0.53%로 소폭 하락하였는데, 이는 대조군1의 시가총액비중 평균의 하락폭과 동일한 수준이다. 공매도 거래량비중의 평균은 2.67%로 대조군1의 2.80%보다는 낮았으나 표본군의 2.32%보다는 높았다. 공매도 금지기간동안 공매도 비중이 급감한 것은 동일하게 나타났으며, 표본군이나 대조군1의 경우와 마찬가지로 공매도 거래비중이 0%로 떨어지지 않는 않았다. 주식회전율은 0.75에서 0.79로 증가하였는데 대조군1과 동일한 방향성을 가졌다. 주가변동성도 큰 차이가 없었다. 대조군2의 주가변동성은 공매도 금지기간 동안 다소 증가하였는데, 대조군1과 유사한 방향성과 변화수준을 가지는 것으로 해석된다.

<표 IV-4> 대조군2의 주식시장 거래통계

	공매도 금지전기간 (6개월)	공매도 금지기간 (3개월)
시가총액 비중 평균	0.54%	0.53%
공매도 거래량 비중 평균	2.67%	0.04%
주식회전율 평균	0.75	0.79
주가변동성 평균	2.38%	3.46%

주 : 종목수 58개
 자료: 연합인포맥스

나. 방법론

본 연구는 공매도 금지규제가 시장유동성, 주가수익률의 변동성, 그리고 가격발견기능의 효율성에 미치는 영향을 파악하기 위하여 다변량 회귀 분석을 실시하였다. 공매도 금지규제가 시장유동성에 미치는 영향을 파악하기 위해서 공매도 금지종목과 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목에 대해 통계적으로 유의적인 차이가 있는지를 검증한다. 분석을 위한 회귀모형은 아래와 같다.⁴⁶⁾

$$L_i = \alpha + \beta_1 MC_i + \beta_2 TR_i + \beta_3 V_i + \beta_4 FD_i + \epsilon_i \quad (1)$$

단, L_i = 유동성 변화율, MC_i = 시가총액, TR_i = 회전율,

V_i = 변동성, FD_i = 개별주식선물 더미

유동성에 대한 측정은 Amihud 척도를 이용해 이루어진다. Amihud 척도는 거래대금 대비 수익률 변동의 절대값의 비율로 계산한다. Amihud 척도값의 상승은 동일한 거래대금하에서 수익률의 변동이 크다는 것을 의미하기 때문에 시장의 깊이가 얕아짐을 의미하며 상대적인 유동성의 감소를 의미하는 것으로 해석될 수 있다. Amihud 척도는 표본군과 대조군에 대해 일별값을 산출한 이후 공매도 금지 이전 6개월의 기간과 공매도 금지기간에 대해 평균값을 산출하였다. 공매도 금지 이전기간과 공매도 금지기간의 평균값을 이용하여 양 기간사이의 유동성 변화율을 계산하였으며 이를 회귀분석의 종속변수로 사용하였다. 설명변수로는 개별주식선물의 거래여부를 나타내는 더미변수를 포함시켰다. 이외에도 주식시장의 유동성에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 통제하기 위하여 평균 시가총액, 평균 회전율⁴⁷⁾, 주가변동성⁴⁸⁾을 설명변수로 사용하였다.

46) 본 연구에서 사용하는 실증분석 모형은 공매도 금지종목과 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목을 구분하기 위하여 개별주식선물의 거래여부를 기준으로 한다는 점을 제외하면 기본적으로 최혁·이효정(2012)의 분석방법론을 활용하고 있다.

공매도 금지규제가 시장의 변동성 변화에 미치는 효과를 분석하기 위한 회귀분석도 추가적으로 실시한다. 공매도 금지종목과 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목간에 유의적인 변동성의 차이가 있는지를 파악하기 위하여 아래의 회귀모형을 사용하였다. 기본적으로 표본군과 대조군의 시장유동성 차이를 추정하기 위한 모형과 유사한 형태이며 종속변수로 변동성 변화율을 사용한다는 점에서 차이가 있다.

$$VC_i = \alpha + \beta_1 MC_i + \beta_2 TR_i + \beta_3 V_i + \beta_4 FD_i + \epsilon_i \quad (2)$$

단, VC_i = 변동성 변화율, MC_i = 시가총액, TR_i = 회전율,

V_i = 변동성, FD_i = 개별주식선물 더미

변동성 변화율의 계산을 위해서 공매도 금지기간 이전과 금지기간에 대해 일별주가변동성을 별도로 계산한 뒤 각각의 종목에 대해 변화율을 계산하였다. 주가변동성 변화율에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 통제하기 위해서 유동성 추정 회귀모형에서와 같이 평균 시가총액, 평균 회전율, 주가변동성을 설명변수로 사용하였다.

공매도 금지가 추가수익률에 미치는 영향을 분석하기 위한 실증분석은 패널 데이터를 사용하였다. 공매도 금지효과를 판단하기 위하여 공매도 금지규제가 추가수익률에 영향을 미치는가를 분석하게 되는데, 개별종목의 일별수익률을 종속변수로 한 회귀분석을 실시하였다. 시계열 자료에서 발생할 수 있는 자기회귀현상을 통제하기 위하여 과거 일별수익률 변수를 설명변수로 사용하였는데, $(t-1)$ 에서 $(t-4)$ 까지의 과거수익률을 포함시켰다. 시장으로부터의 영향을 통제하기 위하여 일별 시장수익률을 포함시켰으며, 시장수익률이 가질 수 있는 자기회귀현상을 통제하기 위하여 $(t-1)$ 에서 $(t-4)$ 까지의 과거 시장수익률을 설명변수로 사용하였다.

47) 회전율은 분석기간 중 거래량을 평균상장주식수로 나눈 값으로 계산하였다.

48) 주가변동성은 분석기간 중 일별수익률의 표준편차로 계산하였다.

$$\begin{aligned}
R_{it} = & \alpha + \beta_1 R_{it-1} + \dots + \beta_4 R_{it-4} + \beta_5 MR_{t-1} + \dots + \beta_8 MR_{t-4} + \beta_9 SS_{it} + \dots \\
& + \beta_{13} SS_{it-4} + \beta_{14} RD_t + \beta_{15} FD_i + \beta_{16} RDFD_{it} + \beta_{17} X_i + \epsilon_{it}
\end{aligned}
\tag{3}$$

단, R_{it} = t 기의 i 종목수익률, MR_t = t 기의 시장수익률

SS_{it} = t 기의 i 종목 공매도 비중, RD_t = 규제시기 더미

FD_i = 개별주식선물 더미,

$RDFD_{it}$ = 규제시기 더미와 개별주식선물 더미 상호작용변수,

X_i = 기업특성 변수(기업규모, PBR, 회전율 등)

공매도 거래비중이 수익률에 미치는 영향을 분석하기 위해 공매도 거래 비중변수를 회귀분석에 포함시켰다. 과거의 공매도 거래비중이 주가에 대해 정보성을 가지는지를 파악하기 위해 ($t-1$)에서 ($t-4$)까지의 공매도 거래비중 변수도 포함시켰다. 공매도 금지조치가 주가수익률에 미치는 영향을 통제하기 위하여 규제시기 더미변수를 포함시켰다. 개별주식선물 거래가 주가수익률에 미치는 영향을 파악하기 위하여 개별주식선물 더미변수도 포함되었다. 또한 공매도 금지종목에 비해 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목이 공매도 금지기간 동안 주가수익률에 더욱 뚜렷한 영향을 미치는지를 분석하기 위하여 규제시기 더미와 개별주식선물 더미간의 상호작용변수를 포함시켰다. 만일 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목의 정보성이 공매도 금지종목의 정보성보다 크다면 상호작용변수 추정계수값이 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목에서 더 크게 나타날 것이다. 주식수익률에 영향을 미칠 수 있는 기업특성을 통제하기 위하여 기업규모, 시장가치 대 장부가치비율, 회전율을 기업특성 변수로 포함시켰다.

3. 공매도 규제가 시장유동성 및 변동성에 미치는 영향

가. 공매도 규제와 시장유동성 변화

공매도 금지규제가 시장유동성에 미치는 효과에 대한 실증분석 결과를 살펴보면 공매도 금지조치 이후 시장유동성이 감소한 것으로 나타났다. 설명변수들의 계수추정값을 살펴보면 먼저 절편이 양의 값을 가지며 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 공매도 금지시기에 Amihud 척도값이 증가함을 의미하는데, Amihud 척도값의 증가는 시장의 깊이(depth)가 축소되면서 시장유동성이 감소함을 나타낸다.

통계적으로 유의적인 양의 절편값에 대한 해석은 두 가지 경로로 가능하다. 먼저 공매도 금지규제가 전반적인 시장유동성을 감소시켰을 가능성을 고려해 볼 수 있다. 공매도 금지는 시장의 매도공급을 줄이는 확실한 요소이기 때문에 매도공급량의 축소가 거래위축의 결과로 이어질 수 있다. 공매도에 관한 많은 연구들이 공매도 규제강화가 시장의 유동성 저하를 야기할 가능성이 크다는 결론을 내리고 있다는 점도 이러한 해석을 가능하게 만드는 요소이다.

관찰되는 양의 절편값에 대한 대안적인 해석으로 관찰되는 유동성 축소가 공매도 금지조치의 결과물이 아니라 급격한 주가하락과 변동성 확대가 원인이 되어 발생하였을 가능성을 고려해 볼 수 있다. 2011년 8월 5일(미국 현지시간 기준) 미국의 국가신용등급이 강등된 이후 유럽 재정위기에 대한 우려까지 확대되면서 주가가 폭락하였고 공포지수가 급격히 상승하였다. 주가가 급락했던 과거의 사례들을 살펴보면 주가변동성의 확대와 더불어 주식거래활동이 급격하게 위축되었던 경우가 많다. 회귀분석에 있어서 시장의 환경변화를 통제하기 위한 변수들이 설명변수로 포함되어 있지만 한정된 숫자의 변수들로 시장의 모든 측면을 통제하기는 어렵다. 따라서 관찰된 시장유동성의 위축은 공매도 금지조치의 결과물이 아니라 주가하락 및 변동성 확대에 대한 시장반응의 결과물일 수 있음을 시사한다.

도출된 양의 절편값은 전술한 바와 같이 두 가지 방향성에서 해석이 가능하다. 본 보고서의 실증분석 결과에서 시장유동성 감소의 원인이 어느 쪽인지를 명확히 해석하기는 매우 어려운 것이 사실이다. 시장유동성의 감소는 공매도 금지와 주가하락 및 변동성 확대가 모두 원인으로 작용하였을 가능성이 오히려 더 높을 수 있다. 다만 본 보고서의 실증분석 모형이 가지는 한계로 인해 어느 쪽의 영향력이 더 강할 것인가에 대한 판단을 내리기는 어려울 것이다. 유동성 축소의 공매도 금지효과에 의한 것일 수도 있지만 반대로 주가하락과 변동성 확대가 주요한 원인일 수도 있다. 향후 좀 더 세밀한 분석이 필요한 영역일 것이다.

절편이 통계적으로 유의한 양의 값을 가지는 것은 대조군1과 대조군2에서 모두 공통적으로 관찰되었다. 개별주식선물터미에 대한 계수값은 양의 값을 가지고 있었으나 통계적 유의성이 나타나지는 않았다. 양의 값은 개별주식선물 거래가 존재하는 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목의 시장유동성이 공매도 금지종목에 비해 더 크게 위축됨을 의미한다. 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목의 경우 공매도 포지션의 합성이 가능하고 선물시장에서 발생한 가격하락 효과가 현물시장에서의 거래위축으로 연결될 수 있다. 통계적 유의성을 가지지 못하는 한계가 있으나 부호의 방향성은 이론적 예상결과와 일치한다.

<표 IV-5> 공매도 금지가 시장유동성에 미치는 영향 (대조군1)

설명변수	계수	T값	계수	T값
절편	0.3163	2.86***	0.3078	2.80***
시가총액	0.0000	-0.33	0.0000	-0.98
회전율	-0.1225	-1.38	-0.1219	-1.38
변동성	0.0433	4.12***	0.0397	3.71***
주식선물터미			0.2318	1.48
표본수	96		96	
조정결정계수	0.1313		0.1425	

주: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준, *는 10% 유의수준

<표 IV-6> 공매도 금지가 시장유동성에 미치는 영향 (대조군2)

설명변수	계수	T값	계수	T값
절편	0.3973	3.11***	0.3865	3.02***
시가총액	0.0000	-0.74	0.0000	-1.14
회전율	-0.1312	-1.16	-0.1366	-1.21
변동성	0.0424	3.55***	0.0394	3.22***
주식선물더미			0.1970914	1.08
표본수	78		78	
조정결정계수	0.1181		0.1202	

주: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준, *는 10% 유의수준

시가총액과 회전율은 공매도 규제에 따른 시장유동성 감소에 유의적인 영향을 주지 못했으나, 변동성은 시장유동성 감소에 통계적으로 유의적인 영향을 미쳤다. 변동성이 큰 종목일수록 공매도 금지 이후 시장유동성의 감소가 뚜렷하였다. 시장의 유동성을 측정하는 지표로 Amihud 척도가 아닌 다른 변수를 사용하였을 경우에도 실증분석 결과는 거의 달라지지 않았다. Amihud 척도에 대한 대안으로 거래량과 거래대금을 이용하여 동일한 실증분석을 반복해 본 결과 추정계수값의 질적 특성은 거의 변하지 않았다. Amihud 척도의 계산에 거래대금이 이미 반영되어 있다는 점, 그리고 거래량과 거래대금은 상관관계가 매우 높은 변수들이라는 사실을 감안할 때 실증분석 결과의 유사성은 당연한 귀결이라 판단되며 그 결과보고는 생략하였다. 공매도 규제 이후 시장유동성이 감소했다는 결과는 이전의 연구 결과들에서 일관되게 보고되고 있다. 국내에서는 최혁·이소정(2012)의 연구에서 공매도 규제가 시장유동성 감소로 이어졌다는 결과가 보고되었고, 미국의 경우 Kolasinski, Reed & Thornock(2010)의 연구가 공매도 규제 후 Amihud 척도가 증가하였음을 보고하였다. 다만 시장유동성 감소 원인에 대한 해석에 있어서는 다소 차이가 있음을 인지할 필요가 있다.

나. 공매도 규제와 시장변동성 변화

공매도 금지규제 이후 시장변동성에서 관찰되는 효과에 대한 실증분석 결과를 살펴보면 공매도 금지 이후 공매도 금지종목과 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목간에 변동성 차이가 뚜렷하게 나타났다. 변동성 차별화 현상은 대조군1과 대조군2에서 동일하게 나타났는데, 통계적 유의성에서는 다소 차이가 있었다. 먼저 절편값을 살펴보면 대조군1의 경우 개별주식선물 더미변수가 포함되지 않을 경우 절편이 양의 값을 가지며 통계적으로 유의하였다. 이는 공매도 금지기간 동안 시장의 변동성이 유의적으로 증가하였음을 의미한다. 그렇지만 개별주식선물 더미가 포함될 경우 절편이 여전히 양의 값을 가졌지만 통계적 유의성을 확보할 수 없었다. 대조군2의 경우 절편이 양의 값을 가졌지만 개별주식선물 더미의 포함 여부와 상관없이 통계적 유의성을 확보할 수 없었다.

개별주식선물 더미에 대한 계수값은 양의 값을 가졌으며 통계적 유의성이 95% 수준에서 확인되었다. 이는 개별주식선물이 거래되었던 종목에 대한 주가변동성이 그렇지 않았던 종목에 비해 더 높았음을 의미한다. 통계적 유의성에 대한 해석을 위해 공매도 금지효과가 표본군과 대조군에 대해 차별적으로 나타났을 가능성을 고려해 볼 필요가 있다. 공매도의 금지는 시장의 유동성을 줄이면서 변동성을 억제할 수 있다. 그런데 변동성 억제효과는 표본군과 대조군에 대해 다르게 나타날 수 있다. 이는 표본군의 경우 공매도 금지를 우회할 수 있는 수단이 존재하기 때문에 공매도 금지효과가 시장에 의해 일정부분 상쇄되기 때문이다. 따라서 표본군에 대해서는 변동성 감소가 상대적으로 약하게 나타나고 대조군에 대해서는 변동성 감소가 상대적으로 강하게 나타날 수 있다. 공매도 금지효과로 변동성이 축소되었지만 표본군은 우회로를 통하여 축소효과가 희석되었기 때문에 표본군과 대조군 사이에 차이가 발생할 수 있다.

분석결과를 종합하면 대조군1과 대조군2를 사용한 경우 모두에서 개별주식선물의 거래가 가능했던 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목의 주

가수익률 변동성이 공매도 금지종목에 비해 더 높은 수준인 것으로 확인되었다. 개별주식선물 더미 이외의 변수에서는 통계적 유의성이 관찰되지 않았다. 이러한 결과를 바탕으로 공매도 금지규제의 변동성 억제효과가 개별주식선물과 같은 우회경로가 없는 종목에 대해 더 뚜렷하였다는 해석을 내릴 수 있다. 시장유동성 감소에 있어서는 양자간에 유의적인 차이가 없었지만 개별주식선물을 통해 발생한 공매도 가격효과가 주가변동성에 차이를 가져오는 원인으로 작용할 수 있다.

<표 IV-7> 공매도 금지가 시장변동성에 미치는 영향 (대조군1)

설명변수	계수	T값	계수	T값
절편	1.303	1.77*	1.091	1.50
시가총액	0.000	-0.34	0.000	-1.33
회전율	0.686	1.72*	0.618	1.58
변동성	-0.455	-1.61	-0.407	-1.47
주식선물더미			1.387	2.30**
표본수	96		96	
조정결정계수	0.0102		0.0544	

주: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준, *는 10% 유의수준

<표 IV-8> 공매도 금지가 시장변동성에 미치는 영향 (대조군2)

설명변수	계수	T값	계수	T값
절편	1.403	1.43	1.306	1.36
시가총액	0.000	-0.28	0.000	-1.14
회전율	0.948	1.74*	0.873	1.63
변동성	-0.576	-1.25	-0.593	-1.32
주식선물더미			1.402	2.05**
표본수	78		78	
조정결정계수	0.0043		0.0456	

주: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준, *는 10% 유의수준

다. 공매도 규제와 주가수익률

공매도가 주가수익률에 미치는 영향은 공매도 비중 변수의 계수를 통해서 확인할 수 있다. 공매도 거래비중의 확대는 일반적으로 주가의 하락을 가져오는 것으로 알려져 있다. 공매도와 주가간의 음(-)의 상관관계는 (T-1)일의 공매도비중에 대한 계수값이 음의 값을 가지는 것에서 확인할 수 있다. 실증분석 결과 대조군1 또는 대조군2를 사용하였느냐에 상관없이 (T-1)일의 공매도비중의 계수는 음의 값을 가졌으며 통계적 유의성을 확보하였다. 대조군1의 경우 계수값이 -0.0259 이었고 95% 신뢰수준에서 통계적으로 유의하였다. 대조군2를 사용한 추정결과에서는 계수값이 -0.0270 이었고 90% 신뢰수준에서 통계적 유의성을 확보하였다. 해당일의 공매도비중의 계수는 음의 값을 가졌으나 통계적 유의성을 확보할 수는 없었다. (T-2)일에서 (T-4)일까지의 공매도 거래비중 변수의 경우 대체로 음의 계수값을 가진 것으로 추정되었으나 통계적 유의성을 확보할 수는 없었다.

공매도 금지여부는 주가수익률에 유의적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 규제시기 더미변수에 대한 계수값은 대조군1과 대조군2를 사용하였을 경우 각각 -0.0280 과 -0.0267 로 나타났으나 통계적 유의성을 가지지는 못하였다. 공매도 금지는 일반적으로 대규모 금융위기가 발생하였을 경우에 시행된다. 따라서 이러한 시기에는 평균적으로 주가의 하락이 강하게 발생하기 때문에 규제더미의 계수가 음(-)의 값을 갖는 것으로 해석할 수 있다. 공매도 금지가 주가수익률을 떨어뜨리는 것이 아니라 주가하락기에 공매도 금지조치가 내려진 결과로 보아야 할 것이다.

개별주식선물 거래여부도 주가수익률에 유의적인 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 개별주식선물 더미변수에 대한 계수값은 모든 경우에 음의 값을 가지는 것으로 나타났지만, 통계적 유의성을 확보할 수는 없었다. 개별주식선물이 주가예측력을 가지지 못하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

<표 IV-9> 공매도 금지가 주가수익률에 미치는 영향

설명변수	표본군+ 대조군1		표본군+ 대조군2	
	계수	T값	계수	T값
절편	0.0938	1.04	0.0814	0.81
공매도비중	-0.0036	-0.29	-0.0086	-0.62
공매도비중(T-1)	-0.0259	-1.99**	-0.0270	-1.81*
공매도비중(T-2)	0.0057	0.44	0.0079	0.53
공매도비중(T-3)	-0.0089	-0.69	-0.0122	-0.82
공매도비중(T-4)	0.0025	0.21	0.0056	0.41
규제시기더미	-0.0280	-0.32	-0.0267	-0.26
기업규모	0	-0.26	0	-0.34
PBR	0.0009	0.60	0.0021	1.09
회전율	-0.0560	-0.86	-0.0414	-0.60
주식선물더미	-0.1320	-1.17	-0.1330	-1.12
규제시기*주식선물더미	0.5140	2.94***	0.5040	2.71***
표본수	18,240		14,815	
조정결정계수	0.0078		0.0056	

주: ***는 1% 유의수준, **는 5% 유의수준, *는 10% 유의수준

공매도 금지종목과 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목이 공매도 금지기간 동안 주가수익률에 차이가 발생하는지를 분석하기 위하여 규제시기 더미와 개별주식선물 더미간의 상호작용변수가 포함되었다. 상호작용변수의 계수추정치는 대조군1과 대조군2에 대해 각각 0.5140과 0.5040으로 나타났으며 99% 신뢰수준에서 통계적 유의성을 가졌다. 두 그룹은 유동성의 경우 유의적인 차이가 없었고, 변동성의 경우에는 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목이 더 높았다. 그럼에도 불구하고 공매도 금지기간 동안 주가수익률은 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목에서 더 높게 관찰되고 있다. 공매도 금지규제의 효과가 차별적으로 주가에 반영되어 수익률에 대한 예측력이 다르게 나타나는 현상으로 해석할 수 있을 것이다.

본장에서 제시하는 실증분석의 결과와 이에 대한 해석은 기존의 연구 결과와 비교해서 최대한 일관성을 유지하기 위하여 노력하였다. 그렇지만 실증분석 방법론의 타당성과 해석방향에 있어서는 이견이 있을 수 있음을 인정해야 할 것이다. 실증분석 결과 공매도 금지규제가 시장의 유동성을 축소하고 변동성을 줄였으며, 가격에 대한 예측력에 차별성을 확대시키고 있음을 발견하였다. 그렇지만 채택한 실증분석 방법론의 한계로 인해 다른 방향성의 해석도 가능할 수 있을 것이다. 특히 실증모형 설정상 내생성(endogeneity)이 존재할 수 있으며, 그럴 경우 유동성과 변동성에 대한 효과는 공매도 금지규제 이외의 다른 요소에 의해 영향을 받을 수 있다. 변동성에 대한 효과의 해석에 있어서도 공매도 금지규제가 각각의 그룹에 대해 다른 정도의 효과를 가져오고 있다는 사실은 비교적 명확해 보이지만, 그러한 규제효과가 변동성을 전반적으로 줄이고 있는지 또는 높이고 있는지에 대해서는 양방향의 해석이 가능할 수 있다. 본 연구가 채택한 방법론과 해석방향이 가지는 한계점으로 인식할 필요가 있을 것이다.

V. 결론 및 정책적 시사점

1. 결론
2. 정책적 시사점

V. 결론 및 정책적 시사점

1. 결론

개인투자자를 중심으로 공매도 거래에 대한 비판론이 집중적으로 제기되고 있지만 공매도 거래는 오랜 역사를 거치면서 그 경제적 순기능이 인정되어 온 제도이다. 공매도 제도는 부정적인 정보가 주가에 반영되는 주된 경로로 작용함으로써 주식시장의 정보효율성 유지에 중요한 역할을 담당하고 있다. 또한 주식시장의 버블이 과도하게 형성되는 것이 방지하는 순기능도 제공한다. 이러한 긍정적인 기능을 감안할 때 공매도에 대한 지나친 규제강화는 시장가격 안정화라는 긍정적인 결과보다는 시장유동성 및 효율성 위축이라는 부정적인 비용요소가 더 클 것으로 예상된다. 따라서 공매도 거래금지와 같은 강력한 규제는 대규모 금융위기가 발생하여 시장기능이 정상적으로 작동하지 못하여 경우에 한해 한시적으로 시행하는 것이 합리적 선택이 될 것이다. 극단적인 방향성의 규제보다는 부작용을 최소화하면서 제도운영으로부터의 실익을 극대화하는 방향으로 공매도 규제를 정비할 필요가 있다.

국내 주식시장에서 공매도 거래는 점진적으로 증가추세에 있다. 이러한 현상은 유가증권시장과 코스닥시장 모두에서 공통적으로 관찰되며 주식시장의 환경변화가 공매도 거래증가에 영향을 미치고 있는 것으로 보인다. 주가지수가 장기간 박스권에 갇혀 있는 관계로 수익률 제고를 위해 다양한 투자기법의 시도가 필요한 상황이며, 하락장에서도 수익을 내기 위한 공매도 전략이 기관투자자와 외국인을 중심으로 더욱 적극적으로 활용될 가능성이 크다. 거래수요가 증가추세인 점을 감안하여 시장효율성 개선으로 규제의 방향성을 설정할 필요가 있을 것이다.

글로벌 금융위기 이후 미국, 유럽 및 아시아권의 많은 국가들이 일시적으로 공매도 거래를 금지하는 조치를 실행하였다. 시장이 공포감에 빠

져 이성적인 투자판단을 하기 어려운 시기에는 공매도가 지나친 주가하락을 부추길 수 있음을 인정하였기 때문이다. 그렇지만 공매도 거래금지는 일부 금융주에 대해서만 실시하는 국가가 많았고 시행시기도 단기간인 경우가 대부분이었다. 국내의 공매도 규제도 위기상황에서의 대응방식은 해외의 규제방향과 동일한 것으로 볼 수 있는데, 시장의 지나친 변동성과 과민반응을 완화하려는 목적을 가졌다.

시장이 공포감에 빠져 정상적인 가격기능이 작동하지 못하는 경우 일시적인 공매도 거래금지와 같은 강력한 규제를 통해 시장을 안정화시키고 변동성을 완화하려는 노력은 긍정적으로 평가할 수 있을 것이다. 다만 공매도 금지규제가 지나치게 오랫동안 유지되는 것은 시장의 부담으로 작용할 수 있기 때문에 금지규제는 짧은 기간 동안 한시적으로 시행한다는 원칙의 확립은 필요할 것으로 판단된다. 또한 외국의 사례에서와 같이 특히 과도한 변동성이 우려되는 특정 산업 또는 종목에 대해서만 금지규제를 실시하는 것이 시장전체에 대한 공매도 금지보다 효과적일 수 있음도 염두에 둘 필요가 있다.

해외시장에서의 공매도 규제는 시장투명성 개선을 위한 공시제도의 도입확대가 중요한 변화 방향으로 파악된다. 공매도 공시제도는 많은 국가에서 채택하고 있는데 유럽과 아시아권의 국가들은 대부분 공매도 공시제도를 시행 중에 있다. 공시제도는 시장에서 공매도 거래가 얼마나 활발하게 이루어지고 있는지에 대한 정보를 공개함으로써 투자자들의 투자의 사결정에 도움을 준다는 측면에서 긍정적으로 평가할 수 있다.

시장효율성 개선에 도움이 되지 않는다고 판단되는 공매도 규제는 과감하게 폐지하고 있다. 업틱룰의 폐지가 대표적인 사례이다. 아시아권 국가들은 대부분 공매도의 가격하락 압력을 완화하기 위해서 업틱룰을 채택하고 있다. 그러나 미국이나 유럽의 경우 업틱룰의 효과에 대해 부정적인 견해가 많아서 이를 폐지하거나 또는 매우 제한적인 형태로 운영하는 사례가 많아지고 있다. 우리나라도 향후 업틱룰의 효용성에 대해 다시 평가해 볼 필요성이 있을 것으로 판단된다.

공매도 금지규제의 효과에 대한 실증분석에서는 유동성 축소 가능성, 변동성 감소 가능성, 주가에측력 차별화 가능성이 관찰되었다. 2011년 유럽 재정위기에 대한 대응과정에서 실시되었던 3개월간의 공매도 금지조치의 효과를 분석해 보았는데, 금지규제의 시기에 시장의 유동성과 변동성은 줄어든 것으로 추정된다. 시장유동성은 전반적으로 축소되었지만, 주가변동성은 공매도 금지종목에 비해 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목에서 더 높게 관찰되었다. 주가에측력도 공매도 금지기간 동안 공매도 금지를 우회할 수 있는 종목에 대해 더 높게 나타났다.

공매도 금지규제에 대한 실증분석 결과를 통해 공매도가 가진 경제적 기능을 확인할 수 있다. 실증분석 결과는 공매도 거래가 시장유동성을 개선하는 효과를 가지는 반면 변동성을 확대시킬 수 있음을 시사한다. 이러한 결과는 기존의 연구결과와도 일관성을 가진다. 공매도 금지규제가 긍정적인 역할과 부정적인 효과를 동시에 가져올 수 있음을 감안하여 공매도 거래의 긍정적인 기능은 유지하되 부작용을 최소화하는 방식으로 규제체계를 개선할 필요가 있다. 공매도 공시제도는 시장투명성 개선을 위해 긍정적인 측면이 있지만 과도한 수준의 투자자 정보 공개는 거래활동을 위축시킬 수 있음도 염두에 두어야 할 것이다.

본 보고서의 실증분석 결과는 공매도 금지규제가 시장의 유동성과 변동성에 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다. 그런데 실증분석 대상 시기에 미국의 국가신용등급이 강등되고 유럽 재정위기에 대한 우려가 크게 확산되었던 점을 감안하면 실증분석 모형에 내생성이 존재할 수 있음을 감안할 필요가 있다. 분석시기가 위기 상황을 중심으로 형성되어 있기 때문에 공매도 금지로 인한 유동성 감소와 같은 실증분석 결과가 위기상황에서 나타나는 유동성 감소현상에 일부 기인할 수 있는 것이다. 물론 시기별 더미변수를 통해 내생성의 문제를 최대한 제거하려는 노력을 하였으나 실증분석 모형이 이러한 내생성으로부터 완전히 자유롭지 못할 가능성은 남아 있을 것이다. 본 보고서의 실증분석이 가지는 한계점이며 향후의 공매도 관련 실증분석 연구에서 추가적인 모형의 보완이 이루어질 필요가 있을 것이다.

2. 정책적 시사점

본 보고서에서 실시된 해외의 공매도 규제 동향분석과 국내의 공매도 규제효과에 대한 실증분석은 향후 우리의 공매도 규제를 어떠한 방식으로 가져갈 것인가에 관해 많은 정책적 시사점을 제시하고 있다. 공매도 규제 강화의 필요성이 강하게 제기되고 있지만 공매도의 기능과 역할을 감안하여 보다 신중하게 접근하는 자세가 필요할 것으로 판단된다. 공매도의 순기능과 역기능을 종합적으로 판단하여 공매도 규제를 합리화하고 관련 인프라를 개선해 나가는 것이 중요하다.

본 연구의 실증분석 결과에서 공매도 거래가 시장의 유동성을 증가시키는 반면 변동성도 증가시킬 수 있음이 관찰되었다. 주가가 하락할 때의 시장유동성이 주가가 상승할 때보다 훨씬 낮은 수준에서 형성된다는 사실을 감안할 때 공매도를 통한 유동성 공급효과의 중요성은 인정할만하다. 또한 2010년 이후 국내 주식시장에서는 거래량 감소가 꾸준히 지속되고 있다. 거래량 감소는 시장의 깊이를 줄이는 부정적인 요소이며 일부 기관투자자들은 이를 거래비용의 일부로 간주하기도 한다. 시장유동성 감소가 마무리 국면이라는 시각도 존재하지만 개인투자자들의 신규유입 중단과 기존 투자자들의 고령화 추세를 감안할 때 감소추세가 당분간 더 지속될 가능성도 배제할 수는 없다. 공매도에 대한 규제가 강화될 경우 이러한 시장유동성 감소를 더욱 악화시킬 수 있음을 감안하여 향후 공매도 규제방향과 강도를 설정할 필요가 있다.

공매도 규제에 대한 기본적인 방향성은 시장투명성 개선, 불공정 거래 행위에 대한 처벌 강화, 그리고 시장인프라 정비로 요약해 볼 수 있다. 먼저 시장투명성의 개선에 있어서는 공매도 거래와 관련된 시장정보들이 신속히 생산되어 시장에 제공될 수 있도록 만드는 것이 중요하다. 공매도잔고에 관한 정보는 이미 제공되고 있으며, 제공주기도 단축될 예정이다. 주기적인 점검을 통하여 정보제공의 의무가 있는 투자자들이 정보 보고 및 공시의무를 제대로 이행하고 있는지 확인할 필요가 있다. 또한 정보의 신

퇴성 제고를 위해 정보보고 의무를 제대로 지키지 않는 투자자에 대해 과징금을 강하게 부과하는 사례도 필요할 것으로 판단된다. 다만 정보보고 의무를 지나치게 강화하는 것은 공매도 거래를 위축시키고 시장에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 개별투자자의 인적사항을 공개하는 것보다는 총량적 수준에서 공매도와 관련된 정보공개를 다양화하는 방식으로 접근할 필요가 있을 것이다.

불공정 거래행위에 대한 처벌 강화는 공매도 규제개선을 위해서 매우 중요한 부분이다. 사실 공매도에 대한 부정적인 인식이 확대된 데에는 공매도를 악용한 불공정 거래세력들의 역할이 매우 컸다고 할 것이다. 공매도 자체는 중립적인 성격을 가지고 있지만 이를 부당이득을 목적으로 악용함으로써 투자자들의 피해를 키운 것이다. 예를 들어 투자판단에 영향을 미치는 악재성 정보가 정식으로 공시되기 전에 공매도가 비정상적으로 증가하였음에도 불구하고 미공개 중요정보 이용행위 또는 기타 불공정거래가 적발되지 못하는 경우가 발생한다. 그 동안 국내 주식시장에서는 부당이득을 노리는 투기적 공매도 세력이 일부 존재한다는 비판이 제기되어 왔다. 이러한 세력들이 존재하는 이유 중의 하나로 자본시장에서 시세조종 등의 불공정 거래행위에 대한 처벌강도가 약하다는 점을 들 수 있다. 부당이득을 목적으로 하는 불공정 거래행위에 대한 처벌 강화는 긍정적인 공매도의 기능 활용에 중요한 역할을 하게 된다. 불공정 거래행위에 대한 단속노력을 강화하고 불공정 거래세력에 대한 처벌을 강화함으로써 공매도 제도와 시장에 대한 신뢰를 모두 유지하는 방식으로의 접근이 필요할 것이다.

추가적인 시장인프라의 정비도 필요한 부분이다. 거래제도에 대한 보완적 정비를 검토할 필요가 있는데, 공매도 거래와 관련하여 업틱룰의 실효성에 대한 재평가를 진행해 보아야 한다. 해외의 공매도 사례에서 공통적으로 관찰되는 내용 중의 하나가 업틱룰의 폐지 또는 변형이다. 업틱룰이 공매도의 가격하락 효과를 억제하는 데에 효과가 거의 없다는 인식이 해외에서는 확산되고 있다. 우리 주식시장에서도 업틱룰의 실효성에 대한 평가작업을 진행하고 만일 기대했던 효과를 가져오지 못한다는 판단을 내리게 될 경우 업틱룰의 변형 또는 폐지를 검토해야 할 것이다. 업틱룰이

외에도 대차거래에 관한 제도적 보완도 필요할 것으로 판단된다. 국내에서는 무차입공매도는 원칙적으로 금지되어 있고, 차입공매도만 가능하기 때문에 공매도 거래를 위해서는 주식의 대차거래가 선행되어야 한다. 그런데 국내 주식대차시장은 수수료 체계의 산정이나 대차기간의 선택, 보증금의 설정 등에 대해 불합리한 장벽이 존재한다는 비판이 많다. 공매도 거래가 확대되는 추세를 감안하여 기본 인프라인 주식 대차시장에서의 인프라 및 제도개선이 필요할 것으로 예상된다.

공매도 거래에 있어서 시장이 가지는 한계점을 분명히 인식하는 것도 중요한 사항이다. 일반적인 주식거래와 마찬가지로 공매도 거래에 있어서도 정보비대칭 현상은 비교적 뚜렷하게 나타날 것으로 예상된다. 기관투자자와 외국인투자자, 그리고 개인투자자간에는 정보접근성, 정보공개기술에 있어서 유의적인 차이가 나타나는 경우가 많다. 개인투자자들이 정보의 열위에 서게 되는 것이다. 이러한 정보의 비대칭성은 시장의 인프라가 개선되더라도 완전히 없어지기는 어려울 것이다. 정보 비대칭성은 결국 투자자계층간의 수익률 격차로 이어질 가능성이 높으며 개인투자자들이 상대적으로 낮은 수익률을 실현하게 될 것으로 전망할 수 있다. 시장이 가지는 이러한 한계점은 향후 공매도 거래에 대한 규제를 어떠한 방식으로 가져갈 것인가에 대해 반드시 고려되어야 할 요소일 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 금융위원회, 2008. 9. 30, 공매도 및 자사주 관련 제도 개선, 보도자료.
- 금융위원회, 2011. 8. 9, 공매도 제한조치 및 자기주식 1일 취득한도 확대 실시, 보도자료.
- 금융위원회, 2011. 12. 1, 장내옵션시장, ELW시장 및 FX마진시장 건전화방안, 보도자료.
- 금융위원회, 금융감독원, 한국거래소, 2012. 6. 7, 공매도 포지션 보고제도 도입방안, 보도자료.
- 금융위원회, 2016. 3. 30, 자본시장법 시행령 개정안 입법예고, 보도자료.
- 김대룡·전상기, 2010, 공매도 규제정책이 차익거래전략에 미치는 영향에 관한 실증분석 연구, 명지대학교 금융지식연구소 『금융지식연구』 8권 3호, 161-185.
- 김준석·빈기범, 2009, 『주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점』, 자본시장연구원 이슈페이퍼 09-04.
- 박기봉, 2011, 공매도의 제한이 공매도 거래동기에 미치는 영향, 『대한경영학회지』 제24권 제2호, 723-741.
- 이영섭·한상범, 2015, 한국 주식시장에서의 공매도와 가격반전 분석, 『한국과생상품학회』 Vol.23 No.2, 265-287.
- 조성순·박순홍, 2014, 신용등급 변화와 공매도 거래, 『한국증권학회지』 43집 3호, 499-542.
- 조영석·Youngsik Kwak·김대호, 2014, 공매도 규제와 주식대차거래의 정보효과, 『산업경제연구(Journal of Industrial Economics and Business)』 Vol.27 No.6, 2647-2667.
- 최용준·김철중, 2014, 시장상황별 주식공매도가 변동성에 미치는 질적

특성에 관한 연구, 『기업경영연구』 Vol.53, 85-99.

최현섭·강내철·박상연, 2016, 신용등급이 공매도에 미치는 영향, 『회계연구』 Vol.21 No.1, 1-23.

최혁·이효정, 2012, 공매도 제한효과와 공매도 금지효과의 비교- 유동성과 정보성에 미치는 영향을 중심으로, 『재무연구』 25권 2호, 161-202.

황세운, 2016, 공매도 규제의 개선방향, 자본시장연구원 『자본시장리뷰』 여름호.

Aitken, M. J., A. Frino, McCorry M. S., Swan P. L., 1998, Short sales are almost instantaneously bad news: Evidence from the Australia Stock Exchange, *Journal of Finance* 53, 2205-2223.

Alexander, Gordon J., Mark A. Peterson, 1999, Short selling on the New York Stock Exchange and the effects of the uptick rule, *Journal of Financial Intermediation* 8(1-2):90-116.

Allen, F., S. Morris, A. Postlewaite, 1992, Finite bubbles with short sales constraints and asymmetric Information, *Journal of Economic Theory* 61, 209-229.

Asquith, Paul, Parag A. Pathak, and Jay R. Ritter, 2005, Short interest, institutional ownership, and stock returns, *Journal of Financial Economics* 78, 243-276.

Boehmer, E., C. M. Jones, X. Zhang, 2008, Which shorts are informed? *Journal of Finance* 63, 491-527.

- Chang, E. C., J. W. Cheng, Y. Yu, 2007, Short-sales constraints and price discovery: Evidence from the Hong Kong Market, *Journal of Finance* 62, 2097-2121.
- Christophe, S., Ferri, M., Angel, J., 2004. Short-selling prior to earnings announcements, *Journal of Finance* 59, 1845-1875.
- Desai, H., K. Ramesh, S. R. Thiagarajan, B. V. Balachandran, 2002, An investigation of the informational role of short interest in the Nasdaq market, *Journal of Finance* 57, 2263-2287.
- Diamond, D. W., R. E. Verrecchia, 1987, Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information, *Journal of Financial Economics* 18, 277-311.
- Diether, K. B., K. Lee, I. M. Werner, 2009, Short-sale strategies and return predictability, *Review of Financial Studies* 22, 575-607.
- ESMA, 'ESMA's technical advice on possible Delegated Acts concerning the regulation on short selling and certain aspects of credit default swaps', *Final Report*, 19 April 2012.
- Henry, Ó.T., M.D. McKenzie, 2006, The impact of short selling on the price -volume relationship: Evidence from Hong Kong, *Journal of Business* 79, 671-91.
- Hong, Harrison, Jeremy C. Stein, 2003, Differences of opinion, short-sales constraints and market crashes, *Review of Financial Studies* 16 (Summer), 487-525.
- IOSCO, 2009, Regulation of Short Selling, *Consultation Report*, Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions.
- IOSCO, 2009. 6. 19, IOSCO publishes principles for the effective regulation of short selling, IOSCO Media Release, Madrid.

Kolasinski, A., A. Reed, J. thornock, 2010, Prohibitions versus Constraints: The 2008 Short Sales Regulations, *working paper*. University of Washington.

Mayhew, S., V. Mihov, 2004, How do exchanges select stocks for option listing? *Journal of Finance* 59(1), 447-471.

Nagel, S., 2005, Short sales, institutional investors and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics* 78, 277-309.

Stephen E. Christophe, Michael G. Ferri, James J. Angel, 2004, Short-Selling Prior to Earnings Announcements, *Journal of Finance* 59(4), 1845-1875.

Woolridge, J. R., A. Dickinson, 1994, Short selling and common stock prices, *Financial Analysts Journal* 50, 20-28.

금융감독원	www.fss.or.kr
금융위원회	www.fsc.go.kr
금융투자협회	www.kofia.or.kr
연합인포맥스	www.einfomax.co.kr
자본시장연구원	www.kcmi.re.kr
한국거래소	www.krx.co.kr
한국예탁결제원	www.ksd.or.kr

황세운 (Seiwoon Hwang)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Fixed Income Securities & Derivatives
- Corporate Finance
- Corporate Taxation

KCM



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891623
ISBN 978-89-6089-162-3