

주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점

2009. 9.

연구위원 김준석

연구위원 빈기범



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

주식공매도는 2008년 미국 SEC가 Fannie Mae, Freddie Mac 주식을 포함한 일부 금융주에 대한 공매도 금지 비상 조치를 취하면서 일반에 널리 알려지기 시작했다고 여겨집니다. 리먼브러더스가 파산 신청을 하고, 미국 하원에서 당시 구제금융 법안이 부결되자, 우리나라 금융당국도 2008년 10월 1일부터 전격적으로 주식공매도 금지 조치를 취했습니다. 국내 주식시장에서 공매도를 주요하게 활용하는 이는 외국인입니다. 그렇다보니, 외국인 주식공매도로 인해 주가가 과도하게 하락하고, 원/달러 환율 상승 요인으로 작용한다는 주장이 제기되기도 했습니다.

하지만, 경제학적 관점에서는 자산 가치의 하락이 예상되는 경우 그 자산에 대해서 어떠한 포지션도 갖지 않거나 공매도를 통해 숏포지션을 취하는 것이 합리적인 선택일 것입니다. 통상 많은 투자자들은 주식을 보유하거나, 보유한 주식을 매각하는 거래에 익숙해져 있습니다. 여기서 더 나아가 주식 보유와는 완전히 반대 포지션을 취하는 행위가 공매도입니다. 따라서, 주식공매도 거래가 특별한 매매 기법도 아니며, 편법적 매매 방식도 아니며, 첨단투자기법도 아닙니다. 또한, 주식을 보유하는 것과 공매도하는 것이 위험 측면에서도 크게 다르지 않습니다. 한편, 선물 및 옵션은 거래상 자연스럽게 공매도 포지션이 발생할 수 밖에 없는 금융계약입니다.

한국 주식시장에 주식공매도 개념과 제도가 도입된 것이 이미 40여년 전입니다. 하지만, 아직도 공매도 또는 주식공매도의 경제학적 의미나 특성이 정확히 이해되지 못하고 있다고 판단됩니다.

이에 대한 정확한 이해가 있어야 합리적인 주식공매도 제도의 설계, 외국인 주식공매도에 대한 평가 및 바람직한 정책 수립이 가능할 것입니다.

이에 본 보고서에는 공매도 및 주식공매도의 경제학적 개념에 대해서 정확히 설명하고자 하였습니다. 아울러, 외국인 주식공매도가 주가를 하락시키고, 환율을 상승시킨다는 주장을 지지할만한 증거가 있는지를 실증적으로 살펴보고자 하였습니다. 본 보고서를 통해 주식공매도에 대한 일반의 인식 수준을 높이고자 노력하였습니다.

아무쪼록, 본 보고서가 주식공매도에 관한 한 좋은 입문서가 되기를 기대합니다. 동시에 투자자, 업계, 정책 당국에 주식공매도에 관한 좋은 정보를 제공하기를 바라며, 주식공매도에 대한 합리적이고 올바른 논의를 촉진시킬 수 있기를 바랍니다.

본 보고서를 위해 훌륭하고 유용한 코멘트를 주신 자본시장연구원의 연구위원, 특히 장욱 연구위원 및 고찬태 초빙위원께 감사드립니다. 아울러, 연구 보조를 충실히 해 준 한지연 연구원 및 보고서 편집에 수고한 임수아 연구조원께 감사드립니다. 남아 있는 오류는 모두 저자들의 책임이며, 보고서 내용은 자본시장연구원의 공식 입장과는 무관합니다. 독자 여러분의 많은 관심과 의견 개진을 부탁드립니다. 관련 문의 사항은 아래의 필자에게 연락주시기 바랍니다.

김준석 jskim@kcmi.re.kr 3771-0828

빈기범 bink1@kcmi.re.kr 3771-0624

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	xviii
I. 서론	1
II. 공매도 및 주식공매도의 개념 및 의의	5
1. 공매도의 경제학적 의미	5
2. 포트폴리오 선택 이론 관점에서 본 주식공매도	15
3. 주식공매도에 관한 선행 연구	22
III. 주요국 주식공매도 제도 및 규제	29
1. 우리나라 주식공매도 제도 및 규제	29
2. 주요국 주식공매도 규제 현황	54
IV. 주식공매도가 주식시장 및 외환시장에 미치는 영향에 대한 실증분석	71
1. 한국 증시에서 주식공매도 현황	72
2. 주식공매도와 주식시장	74
3. 외국인 주식공매도와 원/달러 환율	76

V. 주식공매도에 관한 주요 이슈에 대한 평가	79
1. 주식공매도와 주가 하락	79
2. 업틱룰(호가제한제도)	81
3. 무차입공매도	82
4. 주식공매도 공시 및 보고	84
5. 주식공매도 기회의 비대칭성	86
6. 금융허브와 공매도	87
7. 주식공매도와 원/달러 환율	88
 VI. 요약 및 정책적 시사점	 91
1. 요약	91
2. 정책적 시사점	92
 참 고 문 헌	 97

표 목 차

<표 II-1> 차입공매도시 계좌내 주식과 현금의 유출입	9
<표 II-2> 무차입공매도시 계좌내 주식과 현금의 유출입	10
<표 III-1> 유가증권시장 주식 대차거래 및 주식공매도 현황	30
<표 III-2> 기관별 주식 대차거래 근거 규정 및 업무 범위	30
<표 III-3> 기관별 대주조건	42
<표 III-4> 주식 대차거래와 대주거래의 비교	46
<표 III-5> 세계 각국 주식공매도 규제 현황	56
<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황	60
<표 IV-1> KRX 유가증권시장 주식 대차거래 및 주식공매도 거래 현황	72
<표 IV-2> KOSPI 지수 일일증감율 평균 방정식 IV 추정 결과	75

그 립 목 차

<그림 II-1> 주식과 채권에 대한 자본배분선	16
<그림 II-2> 위험회피성향과 포트폴리오 선택	17
<그림 II-3> 가상적 롱/숏 포트폴리오의 성과	21
<그림 II-4> KOSPI200 숏포트폴리오의 성과	21
<그림 III-1> 주요국 주식공매도 규제 강화 조치의 변화	69
<그림 IV-1> 유가증권시장 및 코스닥시장 일일 주식공매도 추이	73
<그림 IV-2> 유가증권시장 거래대금 및 주식공매도 대금	76
<그림 IV-3> 외국인 KRX 주식공매도 및 순매도의 산포도	78

약 어 표

AFM	Authority for the Financial Markets
AMEX	American Stock Exchange
ASE	Athens Stock Exchange
ASX	Australian Securities Exchange
BW	Bond with Warrant
CAL	Capital Allocation Line
CB	Convertible Bond
CBFA	Commission Bancaire, Financiere et des Assurances
CD	Certificate of Deposit
CMVM	Comissão do Mercado de Valores Mobiliários
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CP	Commercial Paper
DR	Depository Receipts
EB	Exchangeable Bond
ELS	Equity Linked Securities
ELW	Equity linked Warrant
ETF	Exchange Trade Fund
FSC	Financial Supervisory Commission
FMA	Financial Market Authority
FX	Foreign Exchange
HAC	Heteroscedasticity Autocorrelation Consistent
HCMC	Hellenic Capital Markets Commission
HFSA	Hungarian Financial Supervisory Authority
IV	Instrumental Variable
KRX	Korea Exchange
LBO	Leveraged Buyout
LP	Liquidity Provider

NYSE	New York Stock Exchange
OLS	Ordinary Least Square
RIS	Regulatory Information Service
SEBI	Securities and Exchange Board of India
SEC	Securities and Exchange Commission
SEHK	Stock Exchange of Hong Kong
TS	Trend Stationary
TSE	Tokyo Stock Exchange
VWAP	Volume-Weighted Average Price

I. 서론

- 2008년 7월 15일 미국 SEC는 Fannie Mae, Freddie Mac을 포함한 19개 IB 주식에 대하여 “무차입공매도(naked short sale)”를 30일간 금지하는 “공매도 제한 비상조치”를 발동
 - 당시 우리나라 증시도 크게 하락하고 있었고, 동시에 외국인에 의한 주식공매도가 크게 증가하여, 외국인 주식공매도가 과도한 주가하락을 부추기고 변동성을 심화시킨다는 비난이 제기됨
 - 금융위원회는 9월말 미국 하원에서 구제금융법안이 부결되자 10월 1일부터 즉각적인 주식공매도 전면 금지 조치를 취한 바 있음
- 본 연구에서는 주식공매도의 개념을 이론적으로 설명하고, 주요국의 주식공매도 제도의 현황과 최근 변화를 비교하며, 주식공매도의 주식시장 및 외환시장에 대한 영향력을 분석하여 주식공매도에 관한 정책적 시사점을 도출하고자 함

II. 공매도 및 주식공매도의 개념 및 의의

- 특정 자산에 대해 롱포지션(long position)과는 반대 방향으로의 위험에 노출되기 위한 숏포지션(short position)으로 전환하기 위한 거래 행위를 공매도(short sale)라 하며, 차입이 공매도의 본질은 아님
 - 롱포지션을 통해 롱 익스포저(long exposure) 취할 경우:
동 자산 가격 상승시 이득, 하락시 손실
 - 숏포지션을 통해 숏 익스포저(short exposure) 취할 경우:
동 자산 가격 하락시 이득, 상승시 손실

- 은행으로부터 돈을 대출받는 행위는 채권에 대해 숏포지션을 취하는 채권공매도 행위임을 고려한다면, 공매도 자체가 비정상적, 부자연스러운 거래는 아님

- 자본배분선(capital allocation line: CAL)이 포트폴리오 선택의 기준이 되는 투자자는 자신의 위험회피성향에 따라 주식과 무위험 채권에 대한 최적 투자비중(optimal weight)을 결정하여 최적 포트폴리오 구성함

□ 헷지펀드의 주요 전략 중 하나인 Equity long/short 전략은 개별 주식에 대해서 롱포지션과 숏포지션을 적절히 결합하여 시장위험 (market risk)인 체계적 위험(systematic risk)을 제거하는 전략

□ 주식공매도에 대한 기존 연구의 주요 내용

- 공매도는 주가가 과도하게 상승하여 본질가치에서 벗어났을 때 또는 기업에 대한 부정적인 정보가 있을 때 실행되어 정보효율성을 높이는 역할
- 주식공매도 제약은 상향의 주가의 거품(upside bubble)을 유발할 수 있으며 부정적 정보가 시장에 반영되는 속도를 늦추어 시장붕괴(crash)를 조장할 수 있음
- 주식공매도자는 무정보거래자의 비용으로 초과수익을 달성한다는 일부 견해와 달리 주식공매도자는 평균적으로 초과 비정상수익률을 얻지 못함
- 주식공매도로 인해 악재정보가 활발하게 생산되므로, 공매도는 개별 주식 수준의 변동성 및 음의 수익률의 발생빈도와 양의 관계
- 업틱룰이 하락장에서 가격하락을 제한하거나, 시장의 질을 높이거나, 가격효율성을 증가시킨다는 증거를 발견하지 못함
- 이른바 ‘모회사 할인(parent company discount)’ 현상의 주요 원인은 주식공매도 제약임
- 주식공매도는 주식시장 유동성을 확대

Ⅲ. 주요국 주식공매도 제도 및 규제

□ 우리나라의 주식 대차거래와 대주거래

- 대차거래: 기관간 거래로, 주식 차입자는 주식 대여자로부터 주식을 빌리고 일정 기간 이후 대여한 주식을 되갚기로 약정하며 주식 대여에 대해 연 2-4%의 대차 수수료를 지불
- 대주거래: 개인과 금융투자회사 간 주식을 빌려주고 빌리는 거래로 증권시장에서의 매매 거래를 위하여 투자매매업자·투자중개업자가 개인투자자에게 매도하도록 제공하는 증권의 대여를 의미함

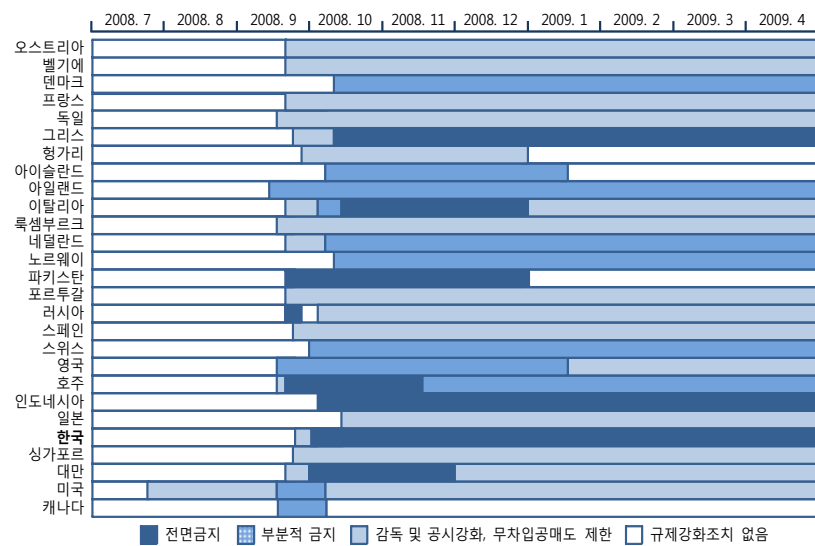
□ 우리나라 주식공매도 제도의 주요 역사

- 우리나라 주식시장에서는 1969년 2월 신용융자제도와 함께 신용대주제도가 도입되면서 주식공매도가 가능해짐
- KOSPI200 선물·옵션 시장의 개설과 더불어 당시 한국증권거래소 상장종목에 대한 유가증권 대차 제도를 1996년 9월 도입하면서 기관투자자의 차입공매도 거래 시작
- 2000년 우풍상호신용금고의 대량 주식공매도 및 결제불이행 사태가 발생 → 무차입공매도 금지, 업틱룰, 공매도 여부 표시 제도 등 도입

— 2008년 9월 30일에는 한시적으로 전 종목에 대한 주식공매도를 금지하여, 10월 1일부터 시행, 2009년 6월, 비금융주에 대한 공매도 제한 해제

- 현재 증권거래소(exchange)가 운영되고 있는 국가 중 조사대상 65개국 중 주식공매도가 허용된 국가는 49개국

주요국 주식공매도 규제 강화 조치의 변화



IV. 주식공매도가 주식시장 및 외환시장에 미치는 영향에 대한 실증분석

- 2008년 글로벌 금융위기가 고조되던 시기, 한국 증시에서는 제2의 외환위기가 거론될 정도로 주가가 폭락하고, 원/달러 환율이 급상승하고, 외화유동성이 부족해지는 급박한 상황이 전개됨
 - 당시 외국인의 주식공매도가 주가 폭락 및 원/달러 환율 급등의 주요 원인으로 지목받은 바 있음
- 본 연구의 실증분석 결과, 주식공매도가 KOSPI 지수 변화에 미치는 유의한 영향은 없는 것으로 나타남
 - 주식공매도의 KOSPI 지수에 대한 통계적으로 유의한 영향력이 있다고 해도, 경제적 유의성은 거의 없다고 판단됨
- 외국인의 주식공매도가 있던 거래일에 자본시장에서 전체 순매수한 거래일의 빈도가 약 48%로, 이러한 거래일에는 주식공매도를 상회하여 주식시장, 채권시장, 파생상품시장에서 외국인의 순매수가 있었음

- 일평균 거래규모가 7조원을 상회하는 외환시장내 현물환 거래 규모를 감안한다면, 외국인 주식공매도 규모는 매우 미미하며, 통계적으로 유의한 영향이 있다고 하더라도 실질적 효과는 매우 미미하다고 판단됨

V. 주식공매도에 관한 주요 이슈에 대한 평가

□ 이슈 I: 주식공매도와 주가 하락

- 본 연구에서 주식공매도가 주가하락을 유발한다는 실증적 증거는 찾을 수 없었음
- 설령 주식공매도가 주가 하락을 유발한다 하더라도 공매도의 본질은 매도라는 점을 상기한다면, 공매도가 매도에 따른 주가 하락 압력으로 작용하는 것이 잘못된 현상이 아님
 풍설의 유포 행위에 관한 문제는 공매도와는 별개의 문제로 이해하는 것이 바람직함

□ 이슈 II: 업틱룰

- 업틱룰은 공매도로 인한 직접적인 가격하락을 방지하고 공매도에 대한 투자자의 과민반응을 제한하는 효과를 가짐
- 시장의 변동성 수준이 낮고 안정적인 시기에는 업틱룰이 없다 하더라도 공매도자가 매수호가잔량을 소진하여 평균 매도가격을 낮출 유인은 높지 않음

- 하지만, 간접적인 매도압력으로 작용할 수 있으며, 변동성이 높은 시기에는 평균매도가격을 낮추어 투자자의 과민반응을 유발할 유인이 있을 수 있어, 이 경우 업틱플의 유효성이 발휘될 수 있음

□ 이슈 III: 무차입공매도

- 무차입공매도는 단기적인 투자기회에 대한 공매도 전략의 실행을 가능하게 하여 공매도의 경제적 효용성을 극대화하고, 시장효율성을 더욱 증진시킬 수 있음
- 하지만, 불확실성이 높은 시기에는 다량의 즉각적인 무차입공매도로 인한 매도압력에 의해 투자자의 과민반응이 발생할 가능성이 크며, 결제 실패로 인해 시장혼란이 크게 가중될 수 있음

□ 이슈 IV: 주식공매도 공시 및 보고

- 거래투명성이 과도하게 높을 경우 투자자의 거래전략이 노출되므로 공매도가 위축될 가능성이 있고, 공매도 정보에 의한 투자자의 과민반응이 유발될 수 있으며, 규제 준수를 위한 자료 작성 및 시스템 구축의 비용이 발생
- 주식공매도 관련 거래투명성 수준은 이에 따르는 비용과 효용의 관계를 고려하여 합리적인 적정 수준의 정보공개의 범위와 깊이를 찾아야 할 것임

- 주식공매도 관련 상세정보의 실시간 공개는 가급적 피하는 것이 바람직하며, 상세정보는 일정 주기로 사후 공개 및 사후 보고 체계를 갖추는 것이 좋은 대안이라 판단됨

□ 이슈 V: 주식공매도 기회의 비대칭성

- 현행의 대주제도를 통해 개인투자자의 공매도가 가능하나, 활성화 되지 못한 것은 사실
- 개인투자자가 기관투자자나 외국인에 비해 정보적 측면에서 불리한 것은 아무리 개인투자자를 위한 각종 정보 공시를 강화해도 근본적으로 해결할 수 없는 문제임
- 제도적으로 허용되어 있으나 실질적으로 활성화되지 못하고 있는 것은 불가피한 측면이 있음
- 개인투자자들이 시장의 하락에 베팅하거나 시장 하락에 따른 위험을 헷징할 수 있는 대안적인 방식, 각종 파생금융상품(선물, 옵션, ELW, 주식 선물 등)이나 공매도 전략을 이용하는 펀드 등을 이용하는 것이 현실적인 대안으로 판단됨

□ 이슈 VI: 금융허브와 공매도

- 헷지펀드 전략은 market directional 전략으로 주식공매도를 중요하게 이용하며, 반대로 막대한 규모의 신용매수(즉, 레버리지)를 일으키기도 함

- 주식공매도를 폐지하거나 규제를 크게 강화하는 것은 선진 증시로의 도약, 금융허브 정책을 고려할 때 바람직하지 않음
- 최근 헷지펀드에 대한 규제 강화 논의는 헷지펀드의 주식 공매도와는 별개의 논의로, 주로 헷지펀드가 일으키는 레버리지, 규제 당국의 헷지펀드의 감시 강화와 관련된 논의임

□ 이슈 VII: 주식공매도와 원/달러 환율

- 주식공매도로 인해 외환시장으로 유입될 수 있는 자금의 규모는 상대적으로 매우 미미한 수준
- 아울러, 외국인 주식공매도가 반드시 외국인 자본시장 순매도를 의미하는 것이 아니기 때문에 외국인 주식공매도가 반드시 원/달러 환율의 상방 압력으로 작용할 개연성이 있는 것은 아님
- 외국인 주식공매도가 원/달러 환율에 영향을 미친다는 추측을 설득력 있게 뒷받침할 만한 배경 논리 또는 실증적 증거는 제시된 바 없음

VI. 요약 및 정책적 시사점

- 현재 제기되는 일각의 주장과는 달리, 주식공매도를 최대한 허용하면서 주식공매도의 잠재적 역기능을 제어하기 위한 공매도 관련 규제 제도의 구축이 중요함

- ☐ 시장참가자는 주식공매도 관련 규제의 철저한 준수가 필요하며, 규제 당국도 법적 규제를 자동적으로 강제할 수 있는 수단을 강구해야 함

- ☐ 현행의 금융투자업자가 제공하는 대주로 이미 개인투자자들에게 주식공매도 기회가 제공되고 있으나, 대주한도, 대주기간, 담보비율 등의 제약으로 현실적으로 활성화되기 어려움

- ☐ 주식공매도와 함께 해당 기업에 대한 악성루머를 유포한다며 주식 공매도를 비난하고 있으나, 이는 주식공매도 자체의 문제는 아님을 인식해야 함

« Abstract »

A study on stock short-sale:

A review of recent issues and policy implications

In the middle of 2008, the SEC announced the prohibition of stock short sales for the financial sector including Fannie Mae and Freddie Mac stock. This event made the short selling of stock quite famous. At that time, the stock market was falling sharply and stock short selling by foreign investors was increasing in Korea due to the global financial crisis. Some argued that the foreigners were mainly responsible for the sudden rise of the KRW/USD exchange as well as the stock market crash. Some individual investors organized an internet campaign for the annulment of short selling.

We can short-sell any asset including stock. One can take the opposite buy-and-hold position, i.e., long-position. A short-seller of an asset can make a gain from the price fall. However, he/she faces the risk of loss if the price rises. If one expects the rise of an asset, he/she would buy and hold it. However, under the expectation of a fall of the price, it is reasonable to short-sell and take a short-position for it. So, we should remember that the short-selling of stock is neither particular nor tricky at all. In addition, it is not illegal in most countries. In some cases, it is a useful and efficient tool for a risk management.

In the Korean stock market, an investor who intends to short-sell stocks should borrow them since naked short sales are illegal. The Korean stock borrowing and lending market is well established and functioning. It came into existence in 1969 and so it has a long history.

As soon as the SEC took emergency actions to prohibit short sales for stocks, regulators in most countries also took similar actions. Until recently, Korea, Greece and Indonesia had maintained the whole ban of stock short-sales, but have gradually lifted it. The Korean regulators removed the ban in all areas except the financial sector stocks in June 2009.

Some investors and members of the media have argued that the foreign investors' short selling in the stock market fostered an excessive downward momentum in that market and caused a superfluous rise of the KRW/USD exchange rate in the FX market. In this report, we present the analysis of the empirical evidence as to whether there was such an effect of foreign investors' short-selling. After looking at the facts, we do not find any statistically significant evidence. In particular, we see that foreign investors' stock short-sales did not necessarily have a big part of their total net-sales in the KRX, which comprises of the bond market, index futures and option market, bond futures market, commodity futures market and so on as well as the stock market.

Moreover, the size of the foreign investors' stock short-sales is remarkably small relative to the trading volume in the FX market.

In this report, we criticize several essential issues regarding stock short-sales and derive policy implications. We should note that the short selling of stock has many proper and useful functions in the capital market. So, it is necessary to create an environment and construct policies that maximize such merits. However, to prevent the reverse functions of short selling, we should be equipped with a system where the settlement and redemption following a stock short-sale is fulfilled without failure.

I. 서론

- 2007년 중반 미국 서브프라임 사태로부터 사상 최악의 글로벌 금융위기 및 경기침체가 전개되기 시작하였고, 2008년 중후반 위기감이 최고조에 이르면서 전세계 주식시장은 최고치 대비 약 50% 이상 하락
 - 모기지 회사 Fannie Mae와 Freddie Mac의 파산 가능성이 높아지자, 미국 주식시장에서 양 사에 대한 주식공매도가 급격히 증가하고 주가는 크게 하락
 - 2008년 7월 15일 미국 SEC는 Fannie Mae, Freddie Mac을 포함한 19개 IB 주식에 대한 “공매도 제한 비상조치”를 발동¹⁾
 - 이들 금융기관의 주식에 대해 대차된 주식 없이 공매도를 하는 “무차입공매도(naked short sale)”를 30일간 금지하는 조치²⁾
 - 공매도 자체를 금지하는 조치가 아니며, 기간도 30일로 한정
 - 이후 SEC는 동 조치를 연장하고 공매도 금지 종목을 크게 확대하였다가, 10월 8일 공매도 금지 조치를 해제함

-
- 1) Emergency order pursuant to Section 12(k)(2) of the securities exchange act of 1934 taking temporary action to respond to market development
 - 2) 이후 설명하겠지만, 주식의 경우 가격 변화에 따른 위험에 매입·보유와는 다른 방향으로 노출시키는 숏포지션을 취하기 위해서는 소유하지 않은 주식을 빌려 매도해야 하며, 이러한 행위를 “공매도(short sale)”라 함. 하지만, 실무적으로는 차입하지 않은 채 결제일까지 주식을 차입하여 계좌에 입고하겠다는 약속을 하고 먼저 매도 거래를 체결할 수도 있음. 이를 무차입공매도라 함. 반면, 차입을 통해 주식을 확보한 후 매도하는 것을 차입공매도라고 함. 참고로 우리나라 주식시장에서는 t일 체결시 (t+2)일 결제가 이루어지며, 미국 주식시장에서는 t일 체결시 (t+3)일 결제가 이루어짐

2 주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점

- 당시 SEC의 공매도 제한 조치는 Fannie Mae, Freddie Mac에 대한 건잡을 수 없는 과도한 공매도와 각종 풍문들이 뉴욕 증시에서 금융주 중심의 폭락을 부추긴다는 판단 하에 이루어진 결정으로 보이나, 동 조치에 대한 형평성, 필요성, 합리성, 적법성 등에 관한 논란이 있었음
- 미국 SEC의 공매도 제한 조치와 함께 그간 잘 알려지지 않았던 주식공매도가 일반 대중에게도 알려지면서 주목을 끌기 시작함
- 특히, 당시 우리나라 증시도 크게 하락하고 있었고, 동시에 외국인에 의한 주식공매도가 크게 증가하여, 외국인 주식공매도가 과도한 주가하락을 부추기고 변동성을 심화시킨다는 비난이 제기됨
 - 일부 개인투자자들이 인터넷 포털 Daum의 아고라에서 “공매도 제도를 폐지하자”는 인터넷 서명 운동을 벌이기도 함
- 당시 지속적 주가하락과 함께 주식공매도가 중요한 이슈로 부각되면서 금융감독원은 KRX, 한국예탁결제원(이하 예탁결제원) 및 7개 증권사에 대해 공매도 거래 현황 점검을 시작함
 - KRX는 2008년 6월부터 주식공매도 통계의 공개 수준을 크게 높여, 홈페이지를 통해 현재까지 일별로 개별 종목 및 시장 전체 주식공매도 거래량 및 거래대금을 제공하고 있음
 - 주식 대차거래의 주요 중개기관인 예탁결제원 및 한국증권금융(이하 증권금융)은 동 사가 중개하는 대차거래 통계를 홈페이지를 통해 종목별로 제공하고 있음³⁾

3) 주식 대차거래가 주식공매도로 반드시 이어지는 것은 아님. 우리나라에서

□ 미국 SEC가 미국 시장에서 주식공매도(무차입공매도)를 금지시키면서 많은 언론들이 주식공매도를 관심 있게 보도하기 시작하였고, 우리나라에서 외국인들의 주식공매도 이슈가 부각됨

— 매일경제(2008.9.18.) 기사 “달러 빼가는 외국인 공매도”의 일부

- 외국인 공매도가 증시 불안을 부추기고 있어 한시적이라도 공매도를 제한해야 한다는 지적이 제기됐다. ... 또 외국인이 공매도를 통해 국내 주식을 과다하게 처분해 이를 달러로 교환해 나가는 과정에서 외환시장 교란 요인이 되고 있다는 지적까지 일고 있다. ... 외국인들의 공매도가 집중된 종목은 급락장에서 타격이 더 컸다.

— 한국경제(2008.9.26.) 기사 “없는 주식 빌려다 미리 파는 ‘공(空)매도?’”의 일부

- 공매도가 글로벌 증시 불안의 주범으로 지목되고 있다. ... 주가가 내려야 돈을 벌 수 있기 때문에 공매도는 미국발 금융위기와 글로벌 경기둔화로 각국 증시가 쉽게 흔들릴 수 있는 요점 같은 상황에선 증시를 불안하게 만드는 요인이 된다.

— 외국인 주식공매도에 대해서 비판적 입장인 이들의 전반적인 견해는 위의 두 기사 내용과 크게 다르지 않음

□ 금융위원회는 2008년 9월 리먼브러더스 파산 신청 후 주식공매도 제한 조치를 예고하였고, 9월말 미국 하원에서 구제금융법안이 부결되자 10월 1일부터 즉각적인 주식공매도 전면 금지 조치를 취한 바 있음

무차입주식공매도는 금지되어 있기 때문에, 주식공매도를 위해서는 반드시 주식 대차거래를 통해 주식을 차입해야 함. 하지만, 주식대차거래 목적이 반드시 주식공매도인 것은 아님

4 주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점

— 2009년 6월부터 금융주를 제외한 주식들에 대한 공매도는 다시 허용됨

□ 본 연구에서는 주식공매도의 개념을 재무이론적 관점에서 설명하고, 주요국의 주식공매도 제도의 현황과 최근 변화를 비교하며, 주식공매도의 주식시장 및 외환시장에서의 영향력에 대해서 실증분석하여 주식공매도에 관한 정책적 시사점을 도출함

— 국내 증시에서 주식공매도 제도의 향후 개선 방안과 주식공매도에 기인할 수 있는 문제점을 효과적으로 통제·관리할 수 있는 제도적 방안에 대해서 논의함

II. 공매도 및 주식공매도의 개념 및 의의

1. 공매도의 경제학적 의미

- 공매도는 주식을 포함하여 모든 자산의 매매에서 통용될 수 있는 개념으로, 특정 자산에 대해 롱포지션(long position)을 취하기 위해 행하는 경제적 행위를 매입 또는 매수(buying, purchase)라 하며, 숏포지션(short position)을 취하기 위해 행하는 경제적 행위를 공매도(short sale)라 함
 - 매입하여 보유하고 있는 자산, 즉 롱포지션을 취하고 있는 자산을 매각(또는 매도)하여 롱포지션 크기를 줄이거나, 해당 포지션을 완전히 없애는 행위는 공매도가 아님
 - 공매도는 특정 자산에 대해서 아무런 포지션이 없는 상태에서 롱포지션과 반대 방향의 포지션을 취하기 위해 자산을 빌려서 매각하는 행위임
 - 매입·보유 포지션과 반대 방향으로의 가격변화에 따른 위험에 노출시키는 행위로 가격 하락하에서 이득, 가격 상승시 손실이 발생하는 구조가 되는 포지션을 취하는 행위

- 공매도를 특이한 거래로 생각하게 하는 원인 중 하나가 빌려와서 판다는 것이나, 이러한 차입이 공매도의 본질은 아님
 - 실물 실체가 있고, 그 실체에 대한 실소유자가 있는 자산의 경우 이를 공매도하기 위해서는 어떤 소유주로부터 동 자산을 차입해야 함

6 주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점

- 이러한 자산의 경우 동 자산에 대한 시장내 롱포지션 및 숏포지션 합은 항상 실체적으로 존재하고 있는 동 자산의 규모가 됨
 - 원유, 광물, 통화, 부동산 등 실물자산의 경우 이러한 설명이 정확히 적용될 수 있으나, 이들 자산에 대한 차입 공매도 사례는 거의 없음
 - 예를 들어, 100주 발행되어 유통되고 있는 주식의 경우 롱포지션 및 숏포지션을 모두 합치면 +100주, 즉 100주 롱포지션이 됨: 만일 이 주식에 대해서 120주 롱포지션이 취해져 있다면, 20주 숏포지션이 취해져 있을 수 밖에 없음
- 거래 양자 간 계약으로 인해 탄생하는 금융계약(financial contract)의 경우, 거래 체결과 동시에 한쪽은 롱포지션, 한쪽은 숏포지션이 되며, 이 때 숏포지션을 취하기 위한 차입이 불필요
- 이러한 자산의 경우 롱포지션과 숏포지션을 모두 합하면 0
 - 선물, 옵션과 같은 파생금융상품 계약은 그 자산의 실체가 이미 존재하면서 소유주가 있는 것이 아니라, 거래 양자간 계약이 체결되면서 존재하게 되는 금융계약이며, 특정 선물, 특정 옵션에 대한 시장 전체 롱포지션과 숏포지션의 합은 0임
 - 앞서 예로 든 주식 역시 기업과 주주간 금융계약의 일종으로 동 계약에 대해서 기업이 숏포지션을 취하고(주식 발행), 주주가 롱포지션을 취한 것(주식 인수)으로 해석할 수 있으며, 이와 같이 유통시장뿐만 아니라 발행시장까지 고려한다면 주식이나 채권에 대한 전체 롱포지션 및 숏포지션의 합은 0
- KRX에서 거래되는 KOSPI200 선물, 옵션의 경우 시장내 롱포지션과 숏포지션 합은 0

- KRX에서 거래되는 ELW는 옵션과 거의 흡사한 성격을 지녔음에도 불구하고, 특정 ELW에 대한 시장 전체 롱포지션과 숏포지션의 합은 시장내 유통되는 ELW 규모의 롱포지션이 됨
 - ELW의 경우 write(or short) option의 개념이 없으며, ELW에 대한 롱포지션 반대 포지션을 취하기 위해서는 차입 공매도가 필요
 - 하지만, 앞서 주식과 마찬가지로 ELW 발행시장을 고려한다면 이를 발행한 증권사가 숏포지션을 취한 셈이고, 유통 및 발행 시장 전체 포지션 합은 0

□ 주식공매도의 경우 무차입공매도란 용어로 인해 공매도 개념에 대한 혼란이 있을 수 있으나, 차입한 주식을 매도하는 것이나 차입하지 않은 채 매도하고 결제일 이내에 주식을 차입하는 것이나 소유하지 않은 주식을 매도한다는 점에서 공히 공매도임

- 차입공매도의 경우에는 주식을 먼저 차입한 후 차입한 주식을 매도하고 결제하는 것이며, 무차입공매도는 주식을 먼저 매도한 후 결제일 이전에 주식을 차입하여 결제하는 것
 - 거래일과 결제일이 서로 다르기 때문에 무차입공매도가 가능
- 실제적으로는 무차입공매도와 차입공매도는 결제 불이행 위험, 거래 상대방 위험의 존재 여부에 따른 차이가 있음
 - 무차입공매도: 결제일까지 주식 차입에 실패한 경우 결제 불이행 발생, 차입 및 결제가 성사된 이후에는 주식 대여자와 차입자간 채무 불이행 위험 존재
 - 차입공매도: 차입한 주식을 매도하였으므로 결제 불이행은 발생하지 않으나, 주식 대여자와 차입자간 채무 불이행 위험 존재

8 주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점

— 하지만, 두가지 행위하에서 매도시점과 매수시점이 동일하다면
가격 변화에 따른 손익 구조는 완전하게 동일

□ 아래 <표 II-1> 및 <표 II-2>는 차입공매도와 무차입공매도에서 결제 불이행이 없는 상황을 가정하여 계좌로의 주식과 현금의 유출입을 나타내고 있음

— 계좌내에 해당 종목 주식은 0주였고, 현금은 M원이 있었음을 가정

— 동일 종목, 동일 주식수만큼 매도-매수가 t일 당일내에 모두 체결
되면 사실상 주식 차입이 불필요

• 이는 미수 거래를 통해 당일내에 동일 금액의 매수-매도가 일
어날 경우 결제일까지 현금 입고가 불필요한 것과 마찬가지로

— t일 공매도에 대한 결제일의 이전일인 (t+1)일에 매수 거래가 체결
된다면 그 결제는 (t+3)일이므로 (t+2)일까지 주식 차입을 해야 함

□ 결국, 무차입공매도는 당일 장중의 매도-매수하에서 두 시점간 가격
하락을 노리는 거래임

<표 II-1> 차입공매도시 계좌내 주식과 현금의 유출입

(a) 공매도 당일날 상환할 주식을 매수하는 경우

거래일	액션	계좌내 주식	계좌내 현금
t-a	100주 차입	+100주	M원
t	100주를 주당 10원에 공매도	+100주	M원
t	100주를 주당 9원에 매수	+100주	M원
t+2	공매도 및 매수 체결분 동시 결제	+100주	M+100원
t+2+c	상환	0주	M+100원

(b) 공매도 다음날 상환할 주식을 매수하는 경우

거래일	액션	계좌내 주식	계좌내 현금
t-a	100주 차입	+100주	M원
t	100주를 주당 10원에 공매도	+100주	M원
t+1	100주를 주당 8원에 매수	+100주	M원
t+2	t일 공매도 체결분 결제	0주	M+1,000원
t+3	(t+1)일 매수 체결분 결제	+100주	M+200원
t+3+c	상환	0주	M+200원

(c) 공매도 결제 이후 상환할 주식을 매수하는 경우

거래일	액션	계좌내 주식	계좌내 현금
t-a	100주 차입	+100주	M원
t	100주를 주당 10원에 공매도	+100주	M원
t+2	t일 공매도 체결분 결제	0주	M+1,000원
t+2+b	100주를 주당 8원에 매수	0주	M+1,000원
t+2+b+2	(t+b)일 매수 체결분 결제	+100주	M+200원
t+2+b+2+c	상환	0주	M+200원

주: 표에서 a, b, c는 음이 아닌 정수

<표 II-2> 무차입공매도시 계좌내 주식과 현금의 유출입

(a) 차입 없이 무차입공매도 당일날 매수하는 경우

거래일	액션	계좌내 주식	계좌내 현금
t	100주를 주당 10원에 공매도	0주	M원
t	100주를 주당 8원에 매수	0주	M원
t+2	결제	0주	M+200원

(b) 차입 없이 공매도 후 다음날 차입과 동시에 매수하는 경우

거래일	액션	계좌내 주식	계좌내 현금
t	100주를 주당 10원에 공매도	0주	M원
t+1	100주를 주당 8원에 매수	0주	M원
t+1	100주 차입	+100주	M원
t+2	t일 공매도 체결분 결제	0주	M+1,000원
t+3	(t+1)일 매수 체결분 결제	+100주	M+200원
t+3+c	상환	0주	M+200원

(c) 차입 없이 공매도 후 다음날 차입하여 결제한 후, 결제일 이후 매수하는 경우

거래일	액션	계좌내 주식	계좌내 현금
t	100주를 주당 10원에 공매도	0주	M원
t+1	100주 차입	+100주	M원
t+2	결제	0주	M+1,000원
t+2+b	주당 8원에 매수	0주	M+1,000원
t+2+b+2	결제	+100주	M+200원
t+2+b+2+c	상환	0주	M+200원

주: 표에서 a, b, c는 음이 아닌 정수

□ 기존의 소유하던 주식과 차입한 주식이 뒤섞여 있는 상태에서 매도할 경우, 소유하던 주식의 매도인지 차입한 주식의 매도인지(즉, 공매도인지) 모호할 수 있어 공매도 규제상의 어려움을 야기할 수 있음

— 자연스러운 해석은 기존의 소유하던 주식을 우선 매각 처분한 후, 빌려온 주식을 매도하는 것으로 보는 것

— 하지만, 이를 어떻게 해석해야하는지는 공매도 규제를 담당할 규제기관이 합리적으로 정해야 할 것이나, 실질적으로는 해당 투자자의 손익 구조는 어떻게 해석해도 동일함 (즉, net position은 동일)

□ **Example 1:** 100주를 소유하고 있는 상태에서 100주를 빌려온 후 50주 매도

- 100주를 소유하고 있는 상태: +100주 long position
- 100주 차입 후: +100주 long position
 - 계좌내 존재하는 주식은 +200주이지만 +200주 long position이 아님에 유의, 주식 차입 자체는 투자자의 주식 가격 변화에 대한 exposure를 변화시키지 않음
- 50주 매도 한 후
 - 기존 소유하던 100주 중 50주를 매도했다고 해석: +50 long position($=+100-50$)
 - 빌려온 주식 100주 중 50주를 매도(즉, 공매도)했다고 해석: +50 long position($=+100+(-50)$)
 - 기존 100주 중 20주 매도, 빌려온 100주 중 30주 매도(공매도)했다고 해석: +50 long position($=(+100-20)+(-30)$)
- 이 투자자의 결과적인 net position은 +50 long으로 해당 주가가 상승하면 이득, 주가가 하락하면 손실을 입게 됨

□ **Example 2:** 100주를 소유하고 있는 상태에서 100주를 빌려온 경우 150주 매도

- 100주를 소유하고 있는 상태: +100주 long position
- 100주 차입 후: +100주 long position
- 150주 매도 한 후
 - 기존 소유하던 100주 모두 매도하고, 빌려온 주식 100주 중 50주를 추가적으로 매도(공매도)했다고 해석: 50 short position ($=+100-100+(-50)$)

12 주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점

- 빌려온 주식 100주를 모두 매도(공매도)하고, 기존의 주식 중 50주를 매도했다고 해석: 50 short position(=+100-50+(-100))

— 이 투자자의 결과적인 net position은 +50 short(=50 long)으로 해당 주가가 상승하면 손실, 주가가 하락하면 이득을 얻게 됨

□ 특정 자산에 대해서 롱포지션 또는 숏포지션을 취하는 이유는 해당 자산의 가격 변동에 따른 자본 이득(capital gain)을 얻기 위함임

— 특정 자산에 대해서 아무런 포지션을 취하고 있지 않다면, 동 자산 가격 변동에 의해 영향 받을 리 없음

— 특정 자산에 대해서 롱포지션을 통해 롱 익스포저(long exposure)를 열어두고 있다면, 동 자산 가격 상승시 이득을 보지만, 하락시 손실이 발생하는 위험을 감수하는 것

— 특정 자산에 대해서 숏포지션을 통해 숏 익스포저(short exposure)를 열어두고 있다면, 동 자산 가격 하락시 이득을 보지만, 상승시 손실이 발생하는 위험을 감수하는 것

□ 특정 자산에 대한 투자 성과에 실질적인 영향을 미치는 것은 롱과 숏을 모두 합산한 naked position에 따른 순익스포저(net exposure)임

— 순익스포저를 줄이거나 없애는 방향으로 포지션을 취하여 투자 위험을 줄일 수 있음

— 특정 주식에 대하여 naked된 순익스포저가 롱익스포저라면 주가 상승시 이득, 하락시 손실, 숏익스포저라면 주가 하락시 이득, 상승시 손실

— 국내 외국환 은행에 대하여 외환 순익스포저 규제가 있기에, 외국환 은행은 어느 방향으로든 익스포저를 과도하게 늘리지 못함

- 예를 들어, 외국환 은행이 대기업과 선물환 계약을 체결하여 롱포지션을 취한 경우(대기업은 선물환 매도), 은행간 시장에서 동 익스포저를 줄이거나 없애기 위한 거래를 해야 하며, 이를 위해 FX스왑이나 통화스왑 거래로 달러화를 차입한 후 현물환 매도(결국 달러화 공매도)를 할 수 있음

— 특정 자산의 순익스포저로 인한 위험을 줄이기 위해서 다른 자산(주로, 파생금융상품)을 이용하여 기존 익스포저를 덮어 씌워(covered position) 익스포저 크기를 줄이거나 상쇄하여 제거하는 행위를 “헷징(hedging)”이라 함

- 예를 들어, 주식 보유에 따른 롱익스포저 상쇄를 위한 적당한 규모의 풋옵션 롱포지션(이른바, protective put), 주식 공매도에 따른 숏익스포저 상쇄를 위한 적당한 규모의 콜옵션 롱포지션, 콜옵션 숏익스포저 상쇄를 위한 적당한 규모의 주식 롱포지션(이른바, covered call) 등은 헷지 행위

— 헷지되지 않은 포지션으로 인한 순익스포저를 취한다는 것은 가격 변동의 어느 한 방향에 베팅하고 있는 셈으로, 이는 “투기(speculation)”라 할 수 있음⁴⁾

□ 이상으로 논의한 공매도의 기본적 개념 및 의의를 생각한다면, 공매도가 특별하거나 첨단금융기법이거나 편법적인 것도 아니며, 통상적인 매입·보유에 비해 더욱 위험한 것도 아님

— 단지, 금융거래를 포함한 일상적 거래에서 공매도가 자주 일어나지 않기 때문에 생소할 뿐임

4) 일상적으로 사용되는 투기의 의미는 이와는 다르며, 주식의 경우 일반에서는 매입을 통한 롱포지션은 투자, 공매도를 통한 숏포지션은 투기, 장기 보유는 투자, 단기 보유는 투기라는 인식이 있음

14 주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점

— 공매도에 따른 위험은 롱포지션을 취한 경우의 반대일 뿐임

- 하지만, 주식과 같은 자산 가격은 0이하로 내려갈 수 없기 때문에 이론적으로는 주식 롱포지션에 따른 손실은 한정되지만, 주식 숏포지션에 따른 손실은 무한대가 될 수도 있음

□ 주식 거래를 포함한 일상적인 금융거래에서 일반투자자들은 주로 롱포지션과 무포지션(zero position)을 오가는 거래를 하여, 이러한 거래에만 익숙한 이들은 공매도를 이용하여 숏포지션을 취하는 거래는 비정상적, 부자연스러운 거래란 인식이 있음

— 하지만, 일상적 경제 활동에서 자신도 모르게 공매도를 취하는 경우가 있음

- 예를 들어, 돈을 은행에 맡기는 행위(돈을 빌려주는 행위)는 채권에 대해 롱포지션을 취한 것이며, 반대로 은행으로부터 돈을 대출받는 행위는 채권에 대해 숏포지션을 취한 것임

— 은행으로부터 돈을 대출받아(즉, 채권공매도) 그 자금을 단순히 보유하는 것이 아니라, 다른 자산(주식, 부동산, 금, 통화, 천연자원, 곡물, 사업, 소비재 소비)에 투자하게 되며 이를 “차입포트폴리오(leveraged portfolio)” 또는 “신용매수”라 부름⁵⁾

— 신용매수는 보유하지 않은 자금으로 자산을 매수하는 것이며 공매도는 보유하지 않은 자산을 매도하여 자금을 확보하는 것이므로 서로 완전히 반대 개념으로 이해할 수 있음

5) 헷지펀드는 자기자본의 40-50배의 레버리지를 일으켜 투자하는데, 이 역시 신용매수의 일종임

□ 왜 돈을 빌리는가, 즉 왜 채권을 공매도하는가를 생각한다면, 주식을 공매도하는 이유를 쉽게 유추할 수 있음

- 채권에 대해 숏을 취하여(돈을 빌려) 상대적으로 더 많은 이득을 줄 것으로 판단되는 투자안에 투자하기 위한 것, 즉 채권의 상대가치가 낮아지고 기타 자산의 상대 가치가 높아질 것으로 예상하기 때문
 - 기대수익이 높다고 판단되는 프로젝트(금융자산 투자도 포함)에 투자하기 위해 과연 채권공매도를 취할 것인지(돈을 빌릴 것인지), 얼마나 취할 것인지는 투자자의 위험회피성향에 따라 달라짐
- 마찬가지로, 주식에 대해 숏을 취하는 주식공매도는 확보된 자금을 투입할 투자안의 가치에 비해 주식의 상대가치가 낮아질 것으로 판단하기 때문임

2. 포트폴리오 선택 이론 관점에서 본 주식공매도

□ 주식공매도는 포트폴리오 이론(portfolio theory)으로 설명 가능

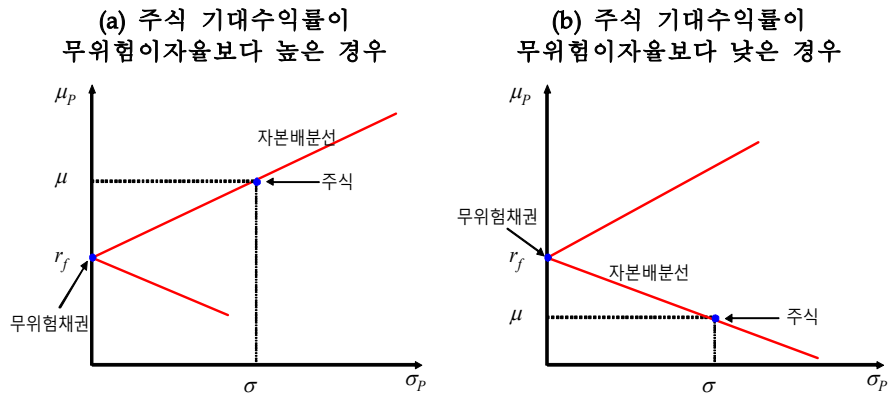
- 무위험이자율이 r_f 인 무위험 채권과 기대수익률이 μ 이고, 수익률 표준편차가 σ 인 주식이 있다고 가정: 여기서 기대치와 표준편차는 특정 투자자의 주관적 확률분포에 근거
- 주식과 채권에 대한 비중치가 각각 w , $1-w$ 인 포트폴리오 P 를 고려하면, 포트폴리오 수익률 r_P 의 기대치는

$$E(r_P) = \mu_P = r_f + [\mu - r_f] \cdot w \text{이고,}$$
 표준편차는 $\sigma(r_P) = \sigma_P = w \cdot \sigma$ 임

— 이상으로부터 자본배분선(capital allocation line: CAL)을 구하면
<그림 II-1>과 같음

□ CAL이 포트폴리오 선택의 기준이 되는 투자자는 자신의 위험회피성
향에 따라 주식과 채권에 대한 최적 투자비중(optimal weight)을 결
정하여 최적 포트폴리오를 구성함

<그림 II-1> 주식과 채권에 대한 자본배분선



□ 주식 기대수익률이 무위험이자율보다 높은 경우 (<그림 II-2> (a) 참
조)

— 매우 위험회피적인 투자자: 주식과 채권 각각 롱포지션, 즉 두 자
산을 적절히 매입 보유 ($0 \leq w \leq 1$)

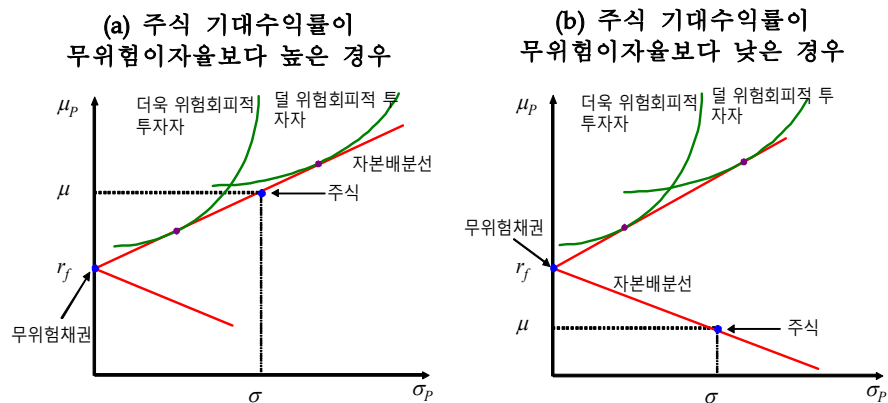
— 덜 위험회피적인 투자자: 주식에 대해서 롱포지션, 채권에 대해서
숏포지션, 즉 돈을 빌려서 주식을 매입($w > 1$)하며, 위험회피도가
작을수록 채권을 숏하여 주식을 롱하는 정도가 커짐

- 이는 주가 상승기에 비교적 공격적 투자자가 미수, 주식담보대출, 은행 대출 등을 통해 주식에 투자하는 현상을 설명할 수 있음

□ 주식 기대수익률이 무위험이자율보다 낮은 경우 (<그림 II-2> (b) 참조)

- 이 경우 기대수익률도 낮고 위험한 주식을 보유하지 않는 것이 당연하면서 자연스러운 선택, 여기서 더 나아가 주식에 대해서는 공매도 포지션을 취하고자 함
- 위험회피적인 투자자: 채권에 대해서 롱, 주식에 대해서 숏
- 위험회피도가 작을수록 주식에 대해서 더욱 큰 비중으로 숏포지션을 취함 (즉, $w_{\text{moderate risk-averse}} < w_{\text{highly risk-averse}} < 0$)
- 이는 비교적 공격적 투자자가 주가 하락시 주식공매도를 취하는 현상을 설명

<그림 II-2> 위험회피성향과 포트폴리오 선택



- 공격적 투자자는 주가의 하락 장세에서 주가 하락이 예상될 때 주식 공매도를 통한 주식에 대한 숏포지션으로 포트폴리오 수익 제고 추구, 주가의 상승 장세에서 주가 상승이 예상될 때 채권공매도를 통한 채권에 대한 숏포지션으로 자금을 확보하여 주식 보유 비중을 늘려 (즉, 신용매수) 포트폴리오 수익 추구

- 인수 자금을 차입하여 기업을 인수하는 신용매수의 일종인 LBO(leveraged buyout)도 레버리지 자금으로 기업 경영권을 인수하여 얻을 수 있는 가치가 더욱 크다고 판단하기 때문에 이루어질 수 있음

- 헷지펀드의 주요 전략 중 하나인 Equity long/short 전략은 개별 주식에 대해서 롱포지션과 숏포지션을 적절히 결합하여 시장위험 (market risk)인 체계적 위험(systematic risk)을 제거하는 전략임
 - 체계적 위험을 흔히 분산불가능한 위험(non-diversifiable risk)이라고도 하나, 공매도를 이용할 경우 이를 완전하게 제거할 수 있음

※ 참고: 헷지펀드의 Equity long/short 전략

CAPM에 근거한 시장모형을 이용하여 주식 A와 주식 B의 수익률을 다음과 같이 표현하자. 즉, 주식 A의 베타는 β_A , 주식 B의 베타는 β_B 이다.

$$r_A = \alpha_A + \beta_A r^M + \epsilon_A$$

$$r_B = \alpha_B + \beta_B r^M + \epsilon_B$$

주식 A에 w , 주식 B에 $1-w$ 의 비중을 취하는 포트폴리오 P를 고려하자. 그러면, 포트폴리오 P의 시장베타는 $w\beta_A + (1-w)\beta_B$ 이며 이를 0으로 만드는 w

로서 $w = -\frac{\beta_B}{\beta_A - \beta_B}$ 를 취하면, 시장 위험이 완전히 제거된다.

Example. 주식 A의 베타를 0.8, 주식 B의 베타를 0.5라 하자. 이 때, 주식 A를 5/3 비중으로 공매도하고, 공매도하여 확보한 자금까지 합하여 주식 B를 8/3 비중으로 매입한 포트폴리오 P의 시장 베타 β_P 는 0이 된다.

$$\beta_P = \left(-\frac{5}{3}\right) \cdot 0.8 + \frac{8}{3} \cdot 0.5 = 0$$

따라서, 포트폴리오 P의 가치는 시장 전체적 변동(즉, 시장지수의 변화)에 영향 받지 않는다.

□ 아래 <그림 II-3>는 삼성전자와 SK텔레콤에 대한 가상적 롱/숏 포트폴리오의 성과 및 KOSPI, 삼성전자, SK텔레콤에 대한 롱포지션 포트폴리오의 성과를 나타내고 있음

- 투자기간은 2005년 1월 3일부터 2009년 7월 13일까지 1,123거래일
- 롱/숏 포트폴리오는 삼성전자와 SK텔레콤에 대해서 일별로 시장 베타를 추정하여, 시장 위험을 제거시키는 포지션을 취하는 포트폴리오임⁶⁾ (단, 롱/숏 포지션 가중치의 절대치가 200%를 넘는

6) 예를 들어, 삼성전자 베타는 일별 수익률 자료를 이용하여 다음과 같이 추정함:

경우, 과도한 위험임을 고려하여 SK텔레콤에 대해서만 100% 롱 포지션을 취함)

- 최초 투자 원금은 100원이며, 위와 같은 롱/숏 포트폴리오, KOSPI, 삼성전자, SK텔레콤에 기간 내내 롱을 취한 포트폴리오의 성과를 나타냄
- 롱/숏 포트폴리오는 시장위험의 제거를 목표로 하므로, 포트폴리오 가치 변동 경로가 KOSPI에 덜 의존적인 양상을 볼 수 있음

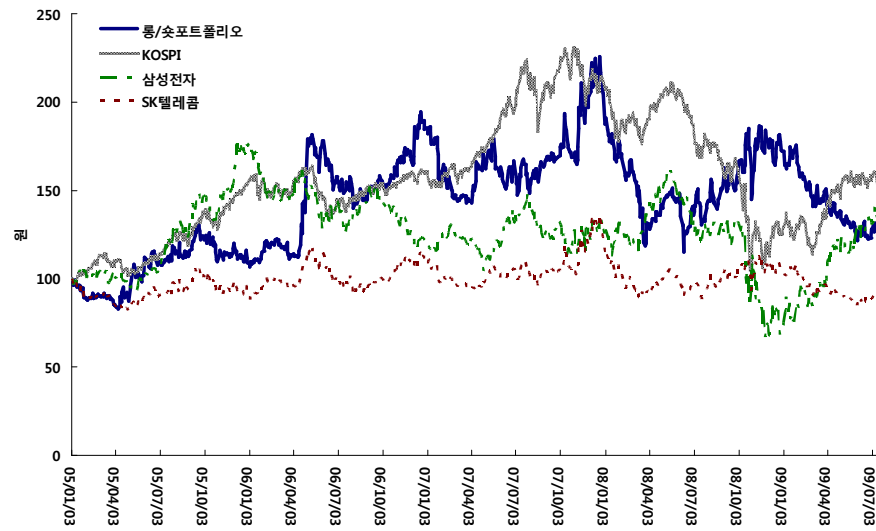
□ 아래 <그림 II-4>는 KOSPI200에 대하여 숏포지션을 취한 가상적 숏 포트폴리오의 성과를 보여주고 있음

- 투자기간은 2005년 1월 3일부터 최근까지로, 그림은 누적수익률을 나타냄

$$\begin{aligned}\hat{\beta}_{\text{samsung}} &= \widehat{\text{cov}}(r_t^{\text{samsung}}, r_t^{\text{KOSPI}}) / \widehat{\text{var}}(r_t^{\text{KOSPI}}), \text{ 여기서 } r_t^{\text{samsung}} \text{은 } t \text{일 삼} \\ &= \sum_{t=1}^T \tilde{r}_t^{\text{samsung}} \tilde{r}_t^{\text{KOSPI}} / \sum_{t=1}^T (\tilde{r}_t^{\text{samsung}})^2\end{aligned}$$

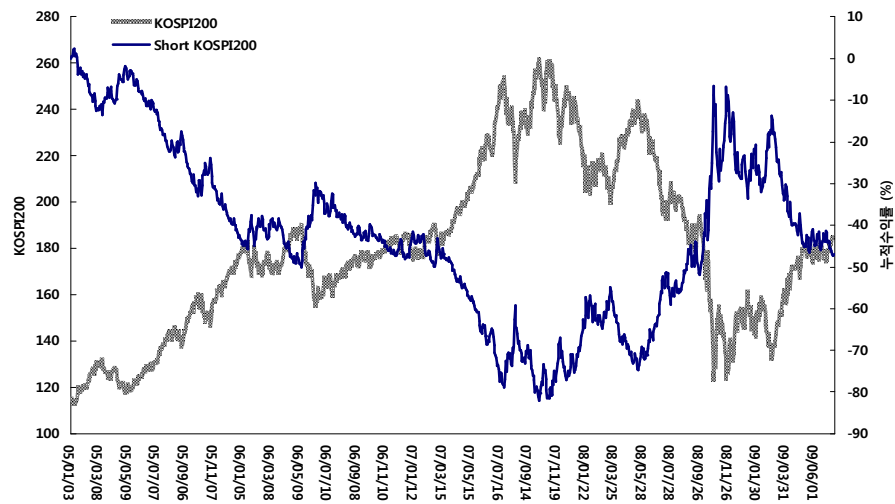
성전자 일일수익률, r_t^{KOSPI} 는 t 일 KOSPI 일일수익률을 나타내며, $\tilde{r}_t^{\text{samsung}}$ 및 $\tilde{r}_t^{\text{KOSPI}}$ 는 평균 제거한(mean-deviated) r_t^{samsung} 와 r_t^{KOSPI} 를 나타냄. 공분산과 분산은 과거 250일 자료를 이용하여 계산함. 즉, $T=250$

<그림 II -3> 가상적 롱/숏 포트폴리오의 성과



주: 롱/숏포트폴리오는 삼성전자와 SK텔레콤에 대하여 롱 또는 숏을 취하는 포트폴리오

<그림 II -4> KOSPI200 숏포트폴리오의 성과



주: 숏포트폴리오는 KOSPI200에 대해서 숏포지션을 취하는 포트폴리오

3. 주식공매도에 관한 선행 연구

□ 공매도는 주가가 과도하게 상승하여 본질가치에서 벗어났을 때 또는 기업에 대한 부정적인 정보가 있을 때 실행되어 정보효율성을 높이는 역할을 함

— Diamond and Verrecchia(1987)

- 증권가격의 조정 속도에 대한 공매도제약의 효과를 모형화한 결과, 공매도 제약은 가격을 상승시키는 결과를 초래하지는 않지만 일부 정보거래가 제한하여 악재정보에 대한 가격조정속도를 감소시킴

— Aitken et al.(1998)

- 일중 주식공매도 거래에 대한 시장 반응을 조사한 결과, 공매도 후 15분 동안 또는 20 거래 동안 평균적으로 0.2%까지 주가 하락이 관찰됨
- 차익거래 및 헷지거래에 대해서는 더 작은 가격반응이 일어나며, 시장가 주문보다는 지정가 주문으로 실행된 공매도의 경우에 더 작은 가격반응이 일어남을 발견

— Desai et al.(2002)

- 1988년 6월부터 1994년 12월까지 미국 나스닥시장에서의 차주잔고 수준과 주가수익률간의 관계를 조사한 결과, 주식공매도가 과도하게 이루어진 기업의 경우 -0.76%에서 -1.13%의 비정상 음(-)의 수익률이 유의한 수준으로 실현되었음을 확인
- 과도한 공매도가 이루어진 기업들이 상장폐지될 가능성이 더 높음을 발견

— Nagel(2005)

- 기관투자자 보유지분을 주식공매도 제약에 대한 대용변수로 사용하여 분석한 결과, 기관투자자 보유지분이 낮은 주식의 가격은 악재정보에 대한 반응이 저조하고, 호재정보에 과잉반응함을 발견

— Chang et al.(2007)

- 홍콩 증시에서 개별주식이 공매도 가능 주식 목록에 추가된 후의 가격효과를 분석한 결과, 공매도제한이 주식가격 고평가를 유발함을 발견

— Cohen et al.(2007)

- 주식공매도 수요의 증가는 익월의 음(-)의 비정상수익률을 발생시키며 정보가 잘 유통되지 않는 시장에서 더 강하게 나타나, 주식공매도가 사적정보 공개의 중요한 경로임을 제시

— Boehmer et al.(2008)

- NYSE의 2000-2004년까지의 주문데이터를 이용하여 분석한 결과, 공매도가 많이 행해지는 주식은 공매도가 적게 수행되는 주식에 비해 20 거래일간 위험조정평균수익률이 1.16%(연율 15.6%) 하락하며 기관에 의해 공매도가 많이 수행된 주식은 익월 1.43%(연율 19.6%)만큼 하락

— 이외에도 Hurtado-Sanchez(1978), Senchack and Starks(1993), Christophe et al.(2004), Ofek et al.(2004), Bris et al.(2007), Diether et al.(2008) 등의 논문에서 공매도의 정보효율성 강화의 증거가 제시되고 있음

□ 주식공매도의 제약은 상향의 주가의 거품(upside bubble)을 유발할 수 있으며 부정적 정보가 시장에 반영되는 속도를 늦추어 시장붕괴(crash)를 조장할 수 있음

— Allen et al.(1992),

- 비대칭적 정보를 가진 경제의 유한기간 일반균형모형을 통해, 강한 버블이 발생하는 필요조건 중 하나로 공매도가 제한되는 경우를 들 수 있음을 밝힘

— Jones and Lamont(2002)

- 1926년부터 1933년까지 차입주식에 대한 분석 결과, 공매도 제약 하에서 주식이 고평가된다는 사실을 발견

— Hong and Stein(2003)

- 주식공매도 제약으로 인해 축적된 숨겨진 악재 정보는 시장후퇴기에 시장에 드러남으로써 시장 붕괴를 초래한다고 주장

— Nagel(2005)

- 기관투자자 보유지분을 주식공매도 제약에 대한 대용변수로 사용하여 분석한 결과, 기관투자자 보유지분이 낮은 주식의 가격은 호재 정보에 과잉반응함을 발견

— Boehme et al.(2006),

- 주식공매도 제약이 존재하고 투자자 견해가 이질적일 때 주식이 과대평가된다는 유의한 증거를 발견

— 이외에 Figlewski(1981), Figlewski and Webb(1993), Bris et al.(2007)의 논문에서도 공매도 제약으로 인한 과대평가의 가능성이 제기되고 있음

- 주식공매도자는 무정보거래자의 비용으로 초과수익을 달성한다는 일부 견해와 달리 주식공매도자는 평균적으로 초과의 비정상수익률을 얻지 못함

— Wooldridge and Dickinson (1994)

- 주식공매도로 인해 악재정보가 활발하게 생산되므로, 공매도는 개별 주식 수준의 변동성 및 음의 수익률의 발생빈도와 정(+)의 관계를 가짐

— Henry and McKenzie(2006)

- 주식공매도가 집중된 시기 이후에 더 큰 변동성을 나타냄을 발견하였으며, 이는 공매도에 의해 제공된 악재정보에 대해 투자자 과민반응하기 때문으로 풀이

— Chang et al.(2007)

- 홍콩 증시에서 개별주식이 공매도 가능 주식 목록에 추가된 후의 가격효과를 분석한 결과, 주식공매도가 허용될 때 개별주식 수익률은 더 작은 양(+)의 왜도와 더 높은 변동성을 기록했다고 보고

- 업틱룰이 하락장에서 가격하락을 제한하거나, 시장의 질을 높이거나, 가격효율성을 증가시킨다는 증거를 발견하지 못한 반면 거래의 체결을 지체시켜 거래전략 실행을 방해함

— Alexander and Peterson(1999)

- NYSE에서 시행된 주식공매도 주문에 대한 업틱룰(up-tick rule; SEC Rule 10a-1)의 영향을 분석한 결과, 공매도 주문자의 거래체결이 업틱룰에 의해 불리한 영향을 받음
- 심지어 주가상승기에서도 거래 체결에 역효과를 유발하는 것으로 나타남

— Au-Yeung and Gannon (2005)

- 홍콩시장에서 업틱룰의 폐지 이후 변동성이 감소하고 시장효율성이 증가하는 것으로 나타남

— Ferri et al.(2004)

- 호가제약이 적용되는 시장과 그렇지 않은 시장을 비교분석한 결과, 공매도 활동, 변동성, 가격하락의 속도에 있어서 차이점을 발견하지 못함
- 반면, 공매도제약이 오히려 공매도의 가격안정화기능을 오히려 감소시키는 것으로 나타남

— Diether et al.(2009)

- 미국 SEC가 업틱룰 적용을 일시 정지한 일부 증권에서 그 효과를 살펴본 결과, 거래량의 증가, 스프레드의 증가, 호가잔량의 비대칭 감소가 확인되었으며 수익률과 변동성에는 아무런 영향이 없는 것으로 분석되어 업틱룰은 폐지되어도 무방하다고 주장

— 2007년 6월 미국에서는 업틱룰을 폐지

□ 기업의 시장 가치가 동 기업이 소유한 타 기업 지분 증권의 가치에도 못 미치는 이른바 ‘모회사 할인(parent company discount)’의 원인을 주식공매도 제약에서 찾고자 하는 기존 연구들이 있음

— Cornell and Liu(2001)과 Schill and Zhou(2001)

- 모회사 할인현상은 공매도계약으로 인해 자회사의 가격이 과대평가될 때 일어날 수 있음

— Lamont and Thaler(2003)

- 모회사 할인 현상은 명백한 차익거래의 기회이나 공매도 비용이 매우 크기 때문에 차익거래 기회를 추구할 수 없음을 보임

□ 주식공매도는 주식시장 유동성을 확대시킴

— Diamond and Verrecchia(1987)

- 이론적 모형을 통해, 공매도 제약이 주식의 공급을 제한함으로써 호가스프레드를 증가시켜 유동성을 하락시킴을 제시

— Wooldridge and Dickinson(1994)

- 상승장에서 공매도잔고의 증가를, 하락장에서 공매도잔고의 하락이 발견되어, 공매도는 상승장에서 매도수요를 창출하고 하락장에서 매수수요를 창출하여 유동성 확대에 기여함을 발견

— Charoenrook and Daouk(2008)

- 공매도를 허용하였을 때, 특히 하락장에서 유동성이 증가함을 발견

— Asquith et al.(2005)

- 주식공매도 수요에 대한 대응변수로 차주잔고를, 주식공매도 공급에 대한 대응변수로 기관투자자 소유지분을 사용하여 1988년에서 2002년의 기간 동안 주가수익률을 분석한 결과, 공매도가 제한된 주식의 포트폴리오가 그렇지 않은 포트폴리오에 비해 월별 215bp만큼 성과가 열등함을 발견
- 주식공매도 제약에 따르는 유동성 프리미엄이 존재함을 밝힘

Ⅲ. 주요국 주식공매도 제도 및 규제

1. 우리나라 주식공매도 제도 및 규제

가. 주식 대차거래와 대주거래

- 주식공매도와 함께 주식 대차거래, 대주거래 등의 용어가 혼용되고 있어 이에 대한 정확한 개념 정립이 필요하여 우선 설명함

1) 주식 대차거래

- 주식 대차거래는 기관간 거래로, 주식 차입자는 주식 대여자로부터 주식을 빌리고 일정 기간 이후 대여한 주식을 되갚기로 약정하며 주식 대여에 대해 연 2-4%의 대차 수수료를 지불
 - 대차거래에서 주식 차입자는 기관투자자 및 외국인투자자로 제한되고, 주식 대여자는 연기금, 보험 등 주식 장기보유자이며 중개기관은 예탁결제원, 증권금융 및 금융투자회사임
 - 중개기관은 대차거래의 담보로 현금 또는 증권의 형태로 보증금을 징구함
 - 물론, 중개기관을 거치지 않은 기관간 개별적 계약에 의한 장외 대차거래도 가능

<표 III-1> 유가증권시장 주식 대차거래 및 주식공매도 현황

(단위: 조원/월)

구 분	2007년 상반기	2007년 하반기	2008년 상반기
대차규모	5.24	7.44	10.07
공매도규모	1.22	2.30	3.15

자료: 금융감독원 보도자료(2008.7.10.)

- ☐ 주식을 빌린 차입 기관은 빌린 주식을 반드시 매도, 즉 공매도하는 것은 아님

<표 III-2> 기관별 주식 대차거래 근거 규정 및 업무 범위

참가자	관련규정	업무범위	대여	차입
투자매매업자, 투자중개업자	자본시장법시행령 “제43조제5항제5호”	대차거래 가능	○	○
은행 (고유계정)	은행업무중부수업무의 범위에관한지침	대여·차입가능 (차입은 헷지/결제/ 차익거래 목적으로 한정)	○	○
보험회사	보험업감독규정 “제1-3조”관련 별표	대여가능	○	×
국민연금	「국민연금법」 “제102조제2항제3호”	대여가능	○	×
공무원연금	「공무원연금법시행령」 “제74조제1항”	대여가능	○	×
기타	교원공제회 유가증권운용규칙	대여가능	○	×
	새마을금고연합회 자금운용지침	대여가능	○	×
	사학연금재단 사립학교직원연금법	대여가능	○	×

자료: 예탁결제원

가) 예탁결제원이 중개하는 대차거래

- 전체 대차시장 거래 중 예탁결제원을 통한 대차거래가 70-80%에 이르며, 예탁결제원을 통한 대차거래는 결제거래, 경쟁거래, 맞춤거래, 지정거래로 구분됨
 - 결제거래는 유가증권시장 또는 코스닥시장에서의 매매거래에 따른 결제증권의 부족분 보전 등을 목적으로 이루어지는 대차거래
 - 경쟁거래는 대차수수료율의 호가 경쟁에 의하여 이루어지는 대차거래
 - 맞춤거래는 대차수수료율 및 담보비율 등 대차거래 조건의 협의에 의하여 이루어지는 대차거래
 - 지정거래는 거래상대방이 특정되고 예탁결제원을 담보권자로 하는 대차거래

- 대차거래의 대상증권으로는 상장주권, 상장채권, 상장지수집합투자기구의 집합투자증권(이하 ETF), 증권시장에 상장된 주식예탁증권이 있으며, 담보대상증권으로는 현금(은행계좌), 예탁대상증권(예탁계좌), 외화증권(외화증권계좌), 외화(외화예금계정)가 있음

- 대차거래 참가자
 - 예탁결제원은 대차거래의 중개 및 주선, 대차거래의 체결, 대차증권의 인도 및 상환, 대차증권의 권리관리, 대차거래와 관련된 담보관리, 대차증권 등의 대이행, 이상의 업무에 부수하는 업무를 수행
 - 대여자와 차입자는 예탁자, 주권상장법인, 외국법인, 그 밖에 예탁결제원이 필요하다고 인정하는 자가 됨

— 차입자는 차입한 증권으로 인한 배당금, 분배금, 이자, 신주인수권증서 및 새로 발행되는 증권을 대여자에게 인도 또는 지급해야 함⁸⁾

□ 대차 기간은 체결일로부터 6개월이며(예외적으로 결제거래는 대차거래 체결일로부터 3영업일) 대차거래 시간은 오전 9시부터 오후 4시까지임

□ 대차거래 절차

— 대차거래 참가 신청

- 증권을 대여 또는 차입하고자 하는 자는 대차거래 종류별로 종목, 수량, 대차수수료율 등을 명시하여 신청
- 증권 대여 신청은 (i) 참가자가 자기소유 증권을 대여하는 경우, (ii) 참가자가 다른 참가자를 대신하여 예탁결제원의 「증권대차거래의 중개 등에 관한 규정 시행세칙」의 방법에 따라 그 다른 참가자 소유 증권의 대여를 신청하는 경우, (iii) 참가자가 그의 투자자로부터 대차거래의 위임을 받아 투자자 소유 증권을 대여하는 경우에만 가능

— 예탁결제원은 참가자의 신청 순서에 따라 접수하고 심사한 후 통지

— 대차거래 체결 방법은 거래 종류에 따라 달라짐

- 결제거래, 경쟁거래의 경우 낮은 대여수수료율 우선, 높은 차입수수료율 우선, 대차수수료율이 같을 때는 선순위 신청순, 신청수량이 많은 순으로 우선

7) 「증권대차거래의 중개 등에 관한 규정」 및 「시행세칙」은 현재 예탁자, 법인세법 시행령 “제17조의2제8항” 각 호의 어느 하나에 해당하는 자, 주권상장법인, “제2호”의 자와 유사한 업무를 수행하는 외국법인으로 참가자를 규정하고 있으나, 「법인세법 시행령」 “제17조의2제8항”은 2009년 2월 3일자로 폐지

8) 맞춤거래는 상호 합의 하에 배당금을 인도, 지급하지 않을 수도 있음

- 맞춤거래는 참가자간 협의한 종목, 수량, 대차수수료율, 담보비율 등의 조건에 따라, 지정거래는 참가자간 협의한 종목, 수량, 대차수수료율 등의 조건에 따라 체결

— 대차거래 체결 내역 통지

- 예탁결제원은 대차거래가 체결되었을 때 지체 없이 대여자와 차입자에게 해당 대차거래 체결 내역을 통지함

— 대차증권의 인도

- 예탁결제원은 대차거래 체결일(대차증권을 체결일 익영업일에 인도하기로 한 경우에는 인도일)의 오후 4시까지 담보제공 순서에 따라 차입자에게 대차증권을 인도(예탁자계좌부상의 계좌 대체 방법에 의한 인도)
- 결제거래, 경쟁거래, 지정거래의 경우 차입자는 예탁결제원에 담보를 제공해야 함
- 맞춤거래의 경우 차입자는 대여자에게 담보를 제공하여야 하나, 대여자가 동의한 때에는 담보를 제공하지 않을 수도 있음

— 대차증권의 상환

- 예탁결제원은 대차거래 종료일에 대여자에게 대차증권을 인도해야 함
- 차입자가 대차증권의 유동성 부족 등의 사유로 전부 또는 일부 인도가 불가능한 경우, 대여자의 동의를 얻어 예탁결제원은 차입자로부터 금액을 납부 받아 대여자에게 현금 상환할 수 있음
- 예탁결제원은 대차증권의 인도 또는 현금의 지급이 완료되고 차입자가 담보물의 인도 또는 지급을 요청하는 경우에 해당 차입자에게 담보물을 인도 또는 지급해야 함

□ 대차거래의 담보 관리

- 예탁결제원은 담보로 제공된 증권 등(외화증권 제외)을 예탁자계좌부상 질권 설정의 방법으로 관리하고, 담보권자인 질권자는 차입자의 채무불이행이 있는 때를 제외하고는 담보물을 처분할 수 없음
- 예탁결제원은 담보물에 대하여 매 영업일마다 차입자별로 일일정산을 실시하고, 과부족이 발생하는 때에는 그 내역을 해당 차입자에게 통지

□ 채무불이행시 예탁결제원 대이행책임

- 예탁결제원은 채무불이행이 발생한 경우 차입자를 대신하여 대여자에게 이행할 책임을 짐 (맞춤거래는 예외)
 - 차입자의 채무불이행시 예탁결제원은 담보물을 처분할 수 있는데, 그 처분금액으로 대차증권과 동종, 동량의 증권을 시장을 통해 매입하여 대차수수료와 배당금 등을 대여자에게 인도하거나 지급해야 함
 - 담보물 처분이 불가능하거나 그 처분 금액이 부족한 경우에는 예탁결제원의 계산으로 해야 함

□ 대차거래 수수료 체계

- 채권 대차거래의 대차수수료⁹⁾
 - 결제거래 및 경쟁거래는 대차증권가액×대차수수료율 (대차거래 체결 방법에 따라 결정된 수수료율)

9) 대차증권가액은 대차거래 체결일 전일의 시가

- 맞춤거래 및 지정거래는 대차증권가액×대차수수료율 (참가자간 협의한 수수료율)

— 채권 이외의 대차거래의 대차수수료

- 결제거래 및 경쟁거래는 (대차증권가액×대차수수료율)/365으로 산정된 금액을 합산
- 맞춤거래 및 지정거래는 (대차증권가액×참가자간 협의한 대차수수료율)/365으로 산정된 금액을 합산

— 중개수수료

- 대차수수료의 2%(다만, 대차수수료율이 1% 이하인 대차거래의 경우에는 대차증권가액의 0.02%)
- 결제거래에서 대차수수료가 3만원 이하인 경우에는 해당 대차수수료의 1/10을 차입자만 지급
- 맞춤거래에서 대차수수료율이 0%인 경우에는 대차증권가액의 0.04% 차입자가 납부, 다만 대여자가 동의하는 경우 대여자와 차입자가 각각 대차증권가액의 0.02% 납부

나) 증권금융이 중개하는 대차거래

□ 증권금융은 대차거래를 경쟁거래, 상대거래, 현금담보부거래로 구분하고 있음

— 세 유형은 대차수수료율 결정방식, 담보비율 등에서 차이가 있음

- 경쟁거래의 대차수수료율은 호가 경쟁에 의해, 상대거래는 상호협약에 의해, 현금담보부거래는 1%로 고정
- 경쟁거래와 상대거래는 담보비율이 90% 이상 (신용등급별 차등적용), 현금담보부거래는 100% 이상

- 거래기간은 세 유형 모두 1년 이내이며, 중개수수료율은 대차수수료의 2%임 (대차수수료율이 1% 미만인 경우에는 1%로 간주)
 - 증권금융이 대차거래 이행 의무를 짐
 - 분할상환과 중도상환이 가능
 - 중도상환의 경우 대여자가 12시 이전에 요청하면 T+2 영업일, 12시 이후에 요청하면 T+3 영업일 이내 상환
- 대차거래 대상증권은 상장주권(단, 투자유의종목 및 관리종목은 제외), 상장채권(단, 신용등급 BBB 미만 회사채, CB, BW, EB 등 주식관련사채, 그 외 시가평가가 곤란한 채권은 제외), ETF 등
- 담보 대상은 주식, 채권, 수익증권, ETF, CP, CD, ELS, 당사 발행어음, 현금 등임
- 대차거래 참가자
- 중개기관은 증권금융으로 대차거래 중개, 주선 및 대리, 담보관리, 권리 처리의 업무 수행
 - 대여자는 유가증권을 대여하여 수수료 수입을 목적으로 하는 연기금, 은행, 보험사, 자산운용사 등
 - 차입자는 투자매매업자, 투자중개업자
 - 모든 경제적 권리(단, 의결권제외)는 대여자에게 귀속
 - 유상·무상증자 및 주식배당은 신주상장일로부터 T+2 영업일 이내에 차입자가 증권금융에 인도하며 현금배당, 이자, 단주대금은 지급일에 해당 참가자에게 징수 또는 지급

□ 대차거래 절차

- 증권금융을 통해 대차거래에 참가하고자 하는 자는 대차거래신청서를 작성하여 약정 체결
- 증권금융은 대차거래계약 체결 내역을 차입자와 대여자에게 통지
- 증권금융은 대여자의 대차증권 계좌를 대체하고, 차입자는 담보금을 이체하고 담보 질권 설정
- 증권금융은 차입자의 대차증권 계좌를 대체
- 반환 신청시 증권금융 반환 내역을 통지하고 대차증권 계좌 대체
- 담보금인출/담보질권해지

□ 대차거래의 담보 관리는 일일정산을 통해 이루어짐

- 증권금융은 담보제공자별 담보가치와 담보설정대상가액의 비율을 매일 평가
- 증권금융은 담보가액 부족 시 추가담보 요구

□ 수수료 체계

- 익월 제3영업일 일괄 수수
- 대차수수료는 차입자가 대여자에게 지급
- 중개수수료는 대여자 및 차입자가 중개기관인 증권금융에 지급
 - 대차수수료의 2%, 단 대차수수료율이 1% 미만인 경우 1%로 간주
- 현금담보이용료는 증권금융이 현금담보제공자에게 지급

다) 금융투자회사가 중개하는 대차거래

□ 유가증권시장 및 코스닥시장 외에서 증권 대차거래를 하고자 하는 금융투자회사는 한국금융투자협회(이하 금융투자협회)가 제정한 증권 대차거래 약관을 따름¹⁰⁾

— 금융투자협회는 금융투자회사가 유가증권대차거래 중개업무 및 기관투자자를 상대로 한 자기소유 유가증권 대여업무를 영위함에 있어 이에 필요한 방법 및 절차의 표준화를 위한 약관 제정

— 약관의 적용 대상

- 금융투자회사의 중개에 의한 유가증권 대차거래
- 금융투자회사의 기관투자자를 상대로 한 자기소유 유가증권 대여거래

□ 대차거래 대상 유가증권

— 유가증권시장 또는 코스닥시장에 상장된 주권, 채권, 수익증권, 단, 주식관련 사채권과 대차기간 중 만기가 도래하는 채권은 제외

□ 대차거래 참가자 자격

— 대여자와 차입자는 기관투자자, 국내법인, 외국인투자자

10) 자본시장법 시행령 “제43조제5항제5호”는 증권대차거래와 그 중개·주선 또는 대리업무는 금융투자회사 가운데 해당 증권에 대한 투자매매업 또는 투자중개업을 경영하는 경우만 해당된다고 규정하고 있으며, 동 시행령 “제182조”(증권의 대차거래)는 투자매매업자 또는 투자중개업자가 증권에 대한 대차거래 또는 그 중개·주선이나 대리업무를 하는 경우에 준수하여야 할 기준을 규정하고 있음

- 차입자는 대차기간 동안 대차유가증권으로부터 발생하는 이자, 배당, 신주인수권 등의 수익을 대여자에게 인도해야 함
- 대여자는 대차기간 동안 담보유가증권으로부터 발생하는 이자, 배당, 신주인수권 등의 수익을 차입자에게 인도해야 함

□ 대차거래 절차

- 개별대차거래계약 성립
 - 문서작성(개별약정서)에 의한 방법
 - 인편, 전화, 내용증명 우편 또는 등기우편, 전보, FAX, 텔렉스, 전자우편 등 기타 당사자가 합의하여 달리 지정하는 수단
- 대여자와 차입자는 각각 기명날인 또는 서명한 개별약정서 2부를 작성하여 1부씩 보관하고 당해 합의 내용을 확인하기 위하여 거래가 개시되기 전까지 차입자 또는 대여자에게 거래확인서를 교부하여야 함
- 대차유가증권 등의 인도
 - 대차거래계약이 성립한 경우 거래개시일에 차입자는 대여자에게 담보를 인도하고, 동시에 대여자는 차입자에게 대차거래 대상증권을 인도함
 - 대차증권 및 담보의 인도는 (i) 예탁결제원이 예탁대상증권으로 지정한 대차증권 및 담보증권의 경우에는 예탁결제원의 예탁자계좌부 또는 금융투자회사의 고객계좌부상 계좌간 대체, (ii) 현금 담보의 경우에는 한국은행, 은행, 또는 금융투자회사를 통한 자금이체
- 대차거래계약의 종료

- 대차거래계약은 차입자가 대여자에게 대차증권, 대차수수료 및 미지급된 대차증권에 대한 수익을 반환하고, 대여자가 차입자에게 담보, 현금담보운용료 및 미지급된 담보증권에 대한 수익을 반환함으로써 종료

□ 대차거래의 담보 관리

— 담보 평가

- 상장주권은 평가기준일에 유가증권시장 및 코스닥시장에서 형성된 종가로 함
- 상장채권은 평가기준일에 유가증권시장에서 거래된 최종시가를 기준으로 2개 이상의 채권평가회사가 제공하는 가격정보를 기초로 한 가격으로 함
- 집합투자회사가 발행한 수익증권으로 중도환매 또는 신탁계약 해지가 가능한 것은 평가기준일에 공고된 기준가격으로 함
- 현금은 액면금액으로 함

— 담보 유지

- 대여자와 차입자는 담보의 평가금액을 대차증권의 평가금액으로 나눈 비율(담보비율)이 대차증권의 평가금액에 대하여 양 당사자가 사전에 합의한 일정비율(담보유지비율)을 유지할 수 있도록 일일정산해야 함
- 최초담보비율 및 담보유지비율은 당사자간 합의에 의하여 정하되 100% 이상이어야 하고, 대차거래의 대상증권이 주권인 경우 최초담보비율 및 담보유지비율은 130% 이상이어야 함

□ 계약 불이행

- 대여자 또는 차입자가 계약불이행 사유에 해당하는 경우에 거래 상대방이 계약불이행 사유가 발생한 일방에게 거래종료일이 즉시 도래하였다는 서면통지를 함으로써 당해 통지에서 지정한 날에 당사자간의 대차거래를 조기에 종료시킬 수 있음
- 대차거래의 계약불이행 등으로 인하여 계약이행자가 손해를 입게 된 경우에는 점유하고 있는 계약불이행자의 현금이나 유가증권 등을 처분하여 손해를 충당하거나, 손해 배상을 청구할 수 있음

□ 수수료 체계

- 차입자는 대차거래기간 동안 대차수수료를 대여자에게 지급
- 대여자는 담보제공일로부터 반환일까지 기간 동안 현금담보운용료를 차입자에게 지급
- 대차수수료와 현금담보운용료는 대차거래 기간 동안 매월 10일에 지급, 거래가 종료한 때에는 직전 지급일로부터 거래종료일까지의 기간분에 대해 지급

2) 대주거래

- 대주거래란 개인과 금융투자회사 간 주식을 빌려주고 빌리는 거래로 증권시장에서의 매매 거래를 위하여 투자매매업자·투자중개업자가 개인투자자에게 매도하도록 제공하는 증권의 대여를 의미함
 - 우리나라에서는 개인투자자가 HTS를 통해 대주거래를 통한 주식공매도가 가능하며, 투자매매업자·투자중개업자는 담보금으로 공매도 매도 대금 및 보증금을 징구하고 대주한도와 대주기간에 제한을 둠

- 외국에서는 대차거래와 대주거래를 구분하지 않고 통합된 개념으로 사용하고 있으며, 굳이 구분해야 할 특별한 이유는 없음
- 2000년 주식공매도에 대한 정의가 관련 규정에서 확립되기 이전까지 대주거래는 현재의 차입공매도와 같은 의미로 사용되었으며, 공매도는 현재의 무차입공매도와 같은 의미로 사용되었음

<표 III-3> 기관별 대주조건

구 분	대주한도	대주기간	담보비율	매각대금 이용료율
굿모닝신한증권	10억	30일	200%	연0.5%
키움증권	1억	60일	170%	연0.5%
현대증권	online: 1 억 offline: 3억	30일	200%	연 1%
NH투자증권	5천~50억	60일	200%	연0.5%
CJ투자증권	2억	30일	200%	연0.5%
하나대투증권	2억	30일	170%	연 1%
한국투자증권	1억	30일	200%	연 0.5%
동부증권	1억	30일	170%	연 0.5%
우리투자증권	1억	60일	200%	연 0.5%
이트레이드증권	2억	60일	170%	연 0.5%
리딩투자증권	1억	60일	200%	연 0.5%
교보증권	5억	30일	200%	연 0.5%
메리츠증권	5억	60일	200%	연 0.5%

자료: 한국증권금융

□ 참가자 자격

- 금융투자회사의 고객
 - 신용거래계좌설정자(고객)와 금융투자회사는 유가증권시장 또는 코스닥시장에서의 신용거래(신용거래융자와 신용거래대주)

를 위한 신용거래계좌를 설정함에 있어 금융위원회가 정한 “신용거래약관”을 적용¹¹⁾

□ 대주거래 대상 증권

- 상장주권(주권과 관련된 증권예탁증권 포함) 및 상장지수집합투자증권
- 신용대주거래 대상에서 제외되는 경우
 - 거래소가 투자경고종목, 투자위험종목 또는 관리종목으로 지정한 경우
 - 거래소가 매매 호가전 예납조치 또는 결제전 예납조치를 취하였을 때¹²⁾

□ 금융투자회사에 따라 상환기간, 신용거래한도, 담보, 대주매각대금이
용료 등이 다름

- 대주거래 상환 기간은 대주를 받은 날로부터 금융투자회사가 정한 기간
 - 금융투자회사에 따라 30일, 60일, 90일 등
- 중도 상환하는 경우의 상환일

11) 자본시장법 시행령 “제169조제2항”에 따라 신용공여(신용거래용자, 신용거래대주)의 구체적인 기준과 담보의 비율 및 징수방법 등은 금융위원회가 정하여 고시함

12) 매매 호가전 예납은 투기현상이 과열되는 것을 막기 위해 시장 매매호가 이전에 거래원으로 하여금 매도증권 또는 매수자금의 일부 또는 전부를 납부한 후에 거래하게 하는 조치임

- 매매(대주하여 공매도 한 주식을 매입하는 것)에 의한 상환의 경우는 매매거래 결제일이 됨

— 신용거래 한도

- 고객은 금융투자회사가 정한 1인당 신용거래대주 금액 최고 한도 내에서 신용대주를 하는데, 보통 1억이며, 때로는 금액기준 외 수량기준을 두기도 함

— 담보의 징구 및 관리

- 담보는 주식 매도 대금이 됨
- 대주에 의하여 매도한 주식 및 ETF의 시세변동으로 담보가액의 총액이 해당 신용거래대주 시가상당액에 대하여 회사가 정한 일정비율(담보유지비율)에 미달하는 경우 회사의 요구에 의하여 소정 기한 내에 추가 담보를 제공해야 함
- 회사는 담보가액총액이 담보유지비율에 미달하는 경우 해당 고객에게 담보의 추가납부를 요구한 후 고객이 추가담보제공 기간이내에 담보의 추가납부를 이행하지 않으면, 신용거래대주 상환기일 이전에 고객에게 상환 요구를 하고, 상환기일 내 상환되지 않은 경우 그 다음 영업일에 담보물을 처분할 수 있음

— 대주매각대금 이용료

- 대주매각대금이란 신용거래에서 고객이 금융투자회사로부터 대부받은 주식의 매각대금으로 이는 대주의 담보가 되어 상환 전까지는 인출할 수 없는데, 금융투자회사는 이 대금을 이용하는 대가로 고객에게 일정률의 이용료를 지불함
- 연 0.5% 수준임

□ 대주거래 절차

— 신용거래계좌 설정

- 고객은 계좌설정보증금을 납부하고 신용거래계좌를 설정함
- 금융투자회사에 100만원을 계좌설정보증금으로 납부해야 함
(이는 모든 금융투자회사에서 동일)

— 대주 주문

- 대주 주문시 신용거래보증금 납부
- 주문 매매수량에 지정가격(지정가격이 없을 때는 상한가)을 곱하여 산출한 금액에 고객의 신용상태 및 종목별 거래상황 등을 고려하여 회사가 정한 비율에 상당하는 금액을 신용거래보증금으로 납부해야 함
- 담보 외에 이러한 신용거래보증금을 납부하도록 하는 이유는 급격한 시세변동 등으로 인하여 대주매각대금의 담보가치가 하락하거나 해당 고객이 의무를 불이행하는 사태에 대비하여 채권을 확보하는 수단을 마련하기 위함임

— 대주 주식의 상환

- 대주 매도했던 종목을 매수함으로써 상환함

<표 III-4> 주식 대차거래와 대주거래의 비교

	주식 대차거래	대주거래
참가자	- 차입자: 국내외법인 등 - 대여자: 연기금, 은행, 보험회사, 금융투자회사 등 - 중개기관: 예탁결제원, 증권금융, 금융투자회사	- 차입자: 개인투자자 - 대여자: 금융투자회사
대상증권	- 상장주권 (주식예탁증권 포함) - ETF - 상장채권	- 상장주권 - ETF
절차	- 증권대여 또는 차입신청 - 중개기관의 접수 및 통지 - 대차거래 체결 - 중개기관 대차거래 체결 내역통지 - 대차증권과 담보물 동시이행 - 대차증권 상환 및 담보물인도	- 신용거래계좌 설정 - 대주주문 - 상환
권리	차입자(대주매도자)가 대차증권(대주증권)으로 인해 가지게 되는 배당금, 분배금, 이자, 신주인수권증서 등 모든 경제적권리(단, 의결권 제외)는 대여자에게 귀속	
수수료	- 대차수수료: 차입자가 대여자에게 지불(호가경쟁 또는 상호협의로확정) - 현금담보운용료: 중개기관이 현금담보제공자에게 지급 - 중개수수료: 대여자와 차입자가 중개기관에 지불(중개기관별로 다름) * 예탁결제원: 대차수수료의 2% (1%이하는 대차증권가액의 0.02%) * 증권금융: 대차수수료의 2% (1%이하는 1%)	- 대주매각대금이용료: 금융투자회사에 따라 다름(0.5% 수준)
담보	- 대차가액의 90~110%의 현금 또는 유가증권, 외화 및 외화증권(현금의 경우 거의 액면금액을 담보로 요구)	- 일반적으로 매도 대금
보증금	- 보증금 예치 없음	- 보증금 예치 필수
기간	- 6개월	- 회사가 정한 기간 (30, 60, 90일 등)

나. 주식공매도 제도 및 규제의 역사

- 1969년 2월 신용융자제도와 함께 신용대주제도가 도입되면서 주식공매도가 가능해짐
 - 신용융자제도를 도입하면서 시장수급구조의 균형을 도모하기 위해 경제적 대칭 개념으로서 신용대주제도를 도입
 - 정확히는 금융투자회사가 보유한 상품보유주식의 대주를 통한 개인투자자의 차입공매도가 가능해짐
 - 대주제도는 1990년 5월 증시가 침체되면서 금융투자회사 사장단 결의의 형식으로 중단되었다가, 1994년 1월 17일 증시가 급등세를 보이면서 시장안정화 대책의 일환으로 부활
 - 금융투자회사의 대주한도는 자기자본의 50%이내, 투자자별 대주한도는 2,000만원 이하, 주식별 대주한도는 상장주식수의 10%이하로 규정되어 있었으며 국내 개인투자자에게만 허용
 - 대주를 위한 담보가 요구되며 대주가능 상품이 금융투자회사 보유상품으로 제한됨
 - 기관간 주식 대차거래가 허용된 1996년 이전에는 대주 잔고는 신용융자잔고의 최대 1% 이하의 수준에 불과하여 차입공매도는 매우 드물게 행하여짐
 - 주식공매도에 대한 직접적인 규제는 사실상 존재하지 않았음
- KOSPI200 선물·옵션 시장의 개설과 더불어 당시 한국증권거래소 상장종목에 대한 유가증권 대차 제도를 1996년 9월 도입하면서 기관투자자의 차입공매도 거래가 시작됨

- 대차대상 유가증권은 관리종목을 제외한 상장주식에 한정되며 기본 거래단위는 1백주
- 주식을 빌린 기관투자자는 6개월 이내에 동일한 주식으로 갚아야 하며, 대여자는 대여 5일 이후에 중도상환을 요청할 수 있고, 차입자는 요청을 받은 후 5일 이내에 상환해야 함
- 당시 증권예탁결제원이 중개역할을 하고 증권금융은 차입자로부터 차입증권 시가의 130%에 해당하는 주식을 담보로 징구
- 대차수수료는 대여기관이 1.5%, 증권예탁결제원 및 보증기관인 증권금융이 각각 0.15%로 차입증권 시가의 연 1.8% 수준
- 주식을 차입하더라도 다른 사람에게 팔지 않았을 경우 의결권은 차입기관이 보유하나 배당금, 무상 및 유상 신주인수권 등에 대한 권리는 대여기관에게 귀속돼 차입기관이 빌린 유가증권을 매각한 경우 보상을 해야 하며 미매각 보유분에 대한 배당금 등 또한 대여기관에 반환해야 함
- 이 제도는 1997년 11월 코스닥종목으로 확대되었고, 1998년 7월에는 외국금융기관에게 허용되었으며 1998년 9월에 채권대차거래가 시작되었음
- 업틱룰이 최초로 도입됨

□ 2000년 우풍상호신용금고의 대량 주식공매도 및 결제불이행 사태가 발생함에 따라 주식공매도의 문제점을 보완하기 위해 당시 「협회중개시장운영규정」을 개정하면서 무차입공매도를 금지, 직전 체결가격보다 높은 가격에서만 공매도 호가를 허용(업틱룰), 공매도 여부 표시 제도 등 도입

- 2000년 3월 29일 우풍상호신용금고는 대우증권을 통해 코스닥 상장기업인 성도ENG 주식 35만여주를 공매도했으나 공매도 후 주가가 급등하여 주식매입에 실패, 결제대용증¹³⁾ 상환일인 4월 4일까지 약 15만주에 대한 결제실패가 발생
 - 성도ENG 주식은 결제불이행이 해소될 때까지 무기한 매매거래 정지 처분을 당했으며 우풍상호신용금고는 영업정지 처분, 담당자는 시세조종혐의로 처벌됨
 - 코스닥시장에서는 공매도가 허용되지 않았음에도 불구하고 무차입공매도를 실행하였다가 결제 불이행으로 노출된 사건
 - 이 시기까지는 증권 계좌에 주식을 보유하지 않고 매도 주문을 낸 후 3일 이내에 매수하여 결제하는 무차입공매도가 사실상 가능하였음
 - 금융감독원은 증권거래질서를 바로잡고 투자자를 보호하기 위하여 금융투자회사(구 증권회사)가 매도주문 수탁업무를 수행하는데 준수하여야 할 유의사항을 통보함
- 2008년 하반기, 전 세계적 금융위기에 대응하여 미국을 비롯한 세계 각국이 주식공매도 금지 조치를 취함에 따라 KRX에서도 「유가증권시장업무규정」과 「코스닥시장업무규정」의 공매도 관련 규정을 개정하여 규제를 강화

13) 결제대용증이란 금융투자회사가 결제시한까지 매도증권의 납부가 불가능한 때에 매수 금융투자회사의 동의를 얻어 거래소가 납부에 갈음하여 발행하는 증서로 이 경우 당해 증권을 납부할 때까지 당해 매도대금의 지급을 유예, 결제대용증으로 납부한 금융투자회사는 결제대용증을 발행받은 날로부터 기산하여 3영업일 내에 당해 매도증권을 거래소에 납부해야 함

- 금융위원회와 금융감독원은 주가 하락기에 주식공매도가 시장불안요인으로 작용할 수 있다는 인식하에 지속적으로 시장 동향을 모니터링 하는 한편, 미국, 영국 등 주요국의 관련 규제 동향을 예의주시하여 2차례에 걸쳐(1차 2008.7.15.-7.25., 2차 8.26.-9.19.) 주식공매도 규제 준수 여부에 대한 검사를 실시하였고, 이에 따라 주식공매도 관련 제도 개선을 추진
- 금융감독원은 2008년 9월 24일 주식공매도 관련 제도 개선 방안 발표
 - 금융투자회사로 하여금 공매도 주문의 결제가능여부 확인 절차 강화
 - 주식 대차거래시 담보비율을 현행 90-110%에서 140%로 상향 조정
 - 공매도 집중 종목에 대한 냉각기간 설정
 - 주식공매도 관련 시장투명성을 강화하기 위해 10월 중 대차거래정보시스템을 구축하여 예탁결제원, 증권금융, 금융투자회사 등의 대차거래정보를 금융투자협회에 집중시켜 공시

□ 2008년 9월 30일에는 한시적으로 전종목에 대한 주식공매도를 금지하여, 10월 1일부터 시행

- 미국의 구제금융법안이 부결(9월 29일)되면서 글로벌 증시 불안 및 위기감이 고조됨에 따라 국내 증시에 대한 부정적 파급효과를 최소화하기 위하여 한시적으로 주식공매도를 전면 금지 (불가피한 주식공매도 거래에 대한 일부 예외 조항은 있음)
- 10월 1일부터 유가증권시장 및 코스닥시장 전체 상장종목에 대하여 차입공매도 금지

□ 2009년 6월, 비금융주에 대한 공매도 제한 해제

- 2008년 10월 1일부터 시행해 온 주식공매도 제한 조치를 비금융주에 대해서는 2009년 6월 1일부터 해제함
- 금융주에 대한 공매도 제한 조치는 7월 현재 유지되고 있으나 금융위원회는 조만간 금융주에 대한 공매도 제한도 해제할 것이라고 발표함

다. 현행 주식공매도 관련 규제 조항

□ 현행 주식공매도 규제는 자본시장법, 「유가증권시장업무규정」, 「코스닥시장업무규정」에 규정됨

□ 자본시장법 “제180조” 및 동 법 시행령 “제208조”

- 자본시장법이 제정되면서 동 법 “제180조”(공매도의 제한)와 동 법 시행령 “제208조”에 관련 규정이 마련됨¹⁴⁾
- 자본시장법 “제180조”에 따라 무차입공매도는 원칙적으로 금지되며, 비금융주에 대한 차입공매도가 허용

14) 현재 폐지된 「증권거래법」 “제188조제1항”에도 공매도 관련 규정은 존재하였으나 이는 ‘공매도에 해당하는 거래’를 금지한 것으로서 명시적으로 ‘공매도’란 용어를 사용하지는 않음. 동 법 “제188조제1항” “주권상장법인 또는 코스닥상장법인의 임원·직원 또는 주요주주는 유가증권시장 또는 코스닥시장에 상장된 주권(외국주권·외국주권예탁증서 및 출자증권을 포함한다)·전환사채권·신주인수권부사채권·신주인수권을 표시하는 증서, 그 밖에 총리령으로 정하는 유가증권(이하 “주권등”이라 한다) 중 자신이 소유한 것이 아니면 이를 매도하지 못한다”라고 규정

- 주식공매도 주문확인 및 결제이행 가능성에 대한 확인 방법, 주식공매도 배제 사유를 밝히고 있으며, 세부사항에 대해서는 KRX의 증권시장업무규정으로 정할 수 있도록 위임 근거를 마련

□ 「유가증권시장업무규정」 “제17조 및 제18조”

- KRX의 1996년 업무규정에 공매도 관련 가격제한제도가 신설
- 통합거래소 출범과 함께 「유가증권시장업무규정」이 2005년 1월 21일 제정됨
 - 유가증권을 소유하지 아니하거나(소유가 불분명한 경우 포함) 차입한 증권으로 결제하기 위한 매도를 공매도로 정의
 - 결제불이행 위험이 없는 경우에는 주식공매도의 허용 범위를 확대하며, 차입한 증권을 매도하는 경우 직전가 이하의 가격으로 매도하는 것을 원칙적으로 금지하되, 가격이 상승 중인 경우에는 직전가로 호가하는 것을 허용¹⁵⁾
 - 다만, 원활한 차익거래를 위하여 가격제한의 예외를 확대¹⁶⁾
- 2006년 7월 7일 개정
 - ETF의 공매도 호가 가격규제를 폐지
- 2008년 9월 30일 개정

15) DR의 원주 전환청구로 취득한 주식의 매도로서 결제일까지 결제가 가능한 경우, 고객과 VWAP으로 시간외시장에서 거래하기로 약정한 수량범위 이내에서 장중에 미리 매도하는 경우 등

16) 해외 DR과 원주와의 차익거래를 위한 매도, 동일한 지수를 대상자산으로 하는 ETF간 차익거래를 위한 매도 등

- 차입공매도 호가 제한의 근거 신설하여 차입공매도 비중이 높거나 투자자보호와 시장안정상 필요하다고 인정되는 경우, 차입공매도 호가를 제한하고 동 규정 시행세칙에서 차입공매도가 제한되는 종목 및 제한 방법 등을 구체적으로 규정

— 2008년 11월 29일 개정

- 동 규정 시행세칙에 대량매매를 이용한 차입공매도 금지조치를 우회하는 사례를 방지하는 한편, LP 지분율이 일정수준을 초과하는 경우 매수호가제출 의무를 면제하고 해당 사실을 KRX에 보고해야 하는 근거 마련

— 2009년 1월 28일 개정

— 자본시장법시행에 맞추어 공매도 규제 대상 증권의 범위를 확대하고, 결제가능여부 확인 면제 제도 폐지 및 차입공매도 호가제한 예외 사유 추가

— 2009년 3월 4일 개정

- 주식공매도 규제에 따른 실효성 제고를 위하여 효율적인 주식공매도 확인 방법과 주식공매도 규정 준수 여부에 대한 점검체계를 마련하고, 시행세칙에 주식공매도 확인 방법과 주식공매도 호가의 사후관리 등에 관하여 필요한 세부 사항을 규정

□ 「코스닥시장업무규정」 “제9조”

— 2000년 5월 26일 개정(당시 「협회중개시장운영규정」 “제31조”)

- 주식공매도 허용 조건을 규정하고 호가 제한 규정으로 업틱룰을 채택하였으며, 결제가능 확인서 등에 의해 확인된 경우만 주식공매도를 허용, 이로써 코스닥시장에서의 무차입공매도가 규정을 통해 명시적으로 금지됨

- 2005년 5월 16일 개정
 - 주식공매도의 정의를 규정하고 주식공매도 허용 범위를 확대하며 호가 규제의 실효성 제고
- 2005년 6월 28일 개정
 - 주식공매도 확인 방법 명시 및 호가 규제의 예외 인정
- 2006년 7월 7일 개정
 - ETF 공매도 시 가격규제 폐지
- 2008년 9월 30일 개정
 - 시장상황에 따른 차입공매도 제한의 근거를 마련하고, 동 규정 시행세칙에서 차입공매도 제한의 세부 조건 및 예외 규정
- 2008년 11월 28일 개정
 - 동 규정 시행세칙을 통해 대량매매를 통한 차입공매도 금지를 규정
- 2009년 3월 4일 개정
 - 차입공매도 확인 방법과 주식공매도 규정 준수 여부 확인 절차를 강화하고 규정 위반자에 대한 사후관리를 강화하고, 동 규정 시행세칙에 주식공매도 규제와 관련하여 규정에서 위임한 사항 및 그 시행에 필요한 사항을 정함

2. 주요국 주식공매도 규제 현황

- 현재 증권거래소가 운영되고 있는 국가 중 조사대상 65개국 중 주식공매도가 허용된 국가는 49개국으로 나타남

- 북남미 9개국 중 6개국, 아시아 및 중동에서는 23개국 중 13개국, 유럽 및 아프리카는 33개국 중 30개국에서 주식공매도 허용
- 대부분의 중동 국가에서는 주식공매도 불허

- 이 중 업틱룰을 채택하고 있는 국가는 15개국, 공매도 가능 주식을 제한하고 있는 국가는 15개국, 무차입공매도를 금지하고 있는 국가는 12개국으로 조사되었으며, 주식공매도 또는 주식 대차거래 현황에 대한 보고 의무를 부여하고 있는 국가는 19개국으로 조사됨
- 일부 국가에서는 주식공매도 기간을 제한하거나 주식공매도 수량에 대한 제한을 두고 있음
- 특히, 아시아 국가들이 주식공매도에 대해 높은 규제 수준을 채택하고 있으며, 유럽 국가들의 규제 수준이 일반적으로 낮음

<표 III-5> 세계 각국 주식공매도 규제 현황

국가	허용여부	규제 현황
아르헨티나	허용	기간 제한, 가능 주식 제한
브라질	허용	대차 현황 보고
캐나다	허용	업틱룰, 공매도 현황 보고
칠레	허용	기간 제한
콜롬비아	불허	
멕시코	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 공매도 현황 보고
페루	불허	
미국	허용	공매도 현황 보고
베네수엘라	불허	
호주	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 공매도 현황 보고, 수량 제한
바레인	불허	
중국	불허	
홍콩	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 무차입공매도 금지, 공매도 현황 보고
인도	허용	무차입공매도 금지, 가능 주식 제한
인도네시아	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 무차입공매도 금지
일본	허용	업틱룰, 공매도 현황 보고
쿠웨이트	불허	
말레이시아	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 공매도 현황 보고
몽고	불허	
뉴질랜드	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 공매도 현황 보고, 수량 제한
오만	불허	
파키스탄	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 공매도 현황 보고, 무차입공매도 금지
필리핀	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 공매도 현황 보고
카타르	불허	
사우디	불허	
싱가폴	허용	
한국	허용	업틱룰, 무차입공매도 금지
스리랑카	불허	
타이완	허용	수량 제한
태국	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 공매도 현황 보고, 수량 제한
UAE	불허	
베트남	불허	

<표 III-5> 세계 각국 주식공매도 규제 현황(계속)

국가	허용여부	규제 현황
오스트리아	허용	무차입공매도 금지
벨기에	허용	
불가리아	허용	공매도 현황 보고
체코	허용	
덴마크	허용	대차현황 보고
이집트	불허	
핀란드	허용	대차현황 보고
프랑스	허용	
그루지야	허용	
독일	허용	
그리스	허용	업틱룰, 무차입공매도 금지
헝가리	허용	
아이슬란드	허용	
아일랜드	허용	
이스라엘	허용	무차입공매도 금지
이탈리아	허용	
요르단	불허	
룩셈부르크	허용	
네덜란드	허용	
노르웨이	허용	무차입공매도 금지
폴란드	허용	가능 주식 제한
포르투갈	허용	
루마니아	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 공매도 현황 보고
러시아	허용	가능 주식 제한, 무차입공매도 금지, 공매도 현황 보고
슬로바키아	허용	거래 방식 제한
슬로베니아	허용	기간 제한, 무차입공매도 금지
남아공	허용	무차입공매도 금지
스페인	허용	대차 현황 보고
스웨덴	허용	대차 현황 보고
스위스	허용	
터키	허용	업틱룰, 가능 주식 제한, 수량 제한
영국	허용	
짐바브웨	불허	

- 2008년 하반기, 글로벌 금융위기가 급속히 전개되는 상황에서 주식공매도에 대한 규제 강화 조치가 확산됨
 - 주식공매도가 허용된 49개 조사대상 국가 중에서 37개국의 금융 규제 당국 또는 거래소에서 주식공매도 규제와 관련된 언급이 있었으며, 이 중 27개국에서 실질적 규제 강화 조치를 실행
 - 2008년 7월 15일 미국 SEC가 19개 금융주에 대한 무차입공매도를 금지한 것을 시작으로, 우리나라를 포함한 대부분 국가의 규제 강화 조치는 9월 말에서 10월 초 사이에 이루어짐

- 규제 강화 조치는 가장 낮은 수준인 감독 및 공시 강화에서부터 주식공매도 전면 금지 조치까지 다양하게 이루어짐
 - 한국, 호주, 이탈리아 등 8개국에서는 공매도 전면 금지 조치가 취해졌으며, 미국, 영국, 캐나다 등 9개국에서는 일부 주식에 대한 공매도 금지 조치가 취해짐
 - 독일, 프랑스, 일본 등 10개국에서는 주식공매도 관리 감독 강화, 공시수준 상향, 무차입공매도 금지 등 낮은 수준의 공매도 규제 조치를 시행

- 홍콩, 이스라엘, 태국, 남아프리카 공화국 등 일부 국가에서는 기존의 주식공매도 규제 수준이 충분히 높거나 주식공매도 거래가 활발하지 않다는 등의 이유로 주식공매도 규제 강화의 필요성이 없다고 밝히고 있음

□ 주식공매도 규제 강화 조치는 점차 완화되고 있는 추세로 가장 최근 까지 공매도를 전면 금지하였던 그리스, 인도네시아도 일정 조건 하에서 주식공매도를 허용하기 시작함

— 호주, 그리스, 인도네시아는 2009년 하반기에 들어서면서 주식공매도 규제를 완화함

- 호주는 2009년 5월 말 금융주 공매도 규제조치를 전면 해제
- 그리스는 2009년 6월부터 주식공매도를 허용함과 동시에 업틱룰 규정을 도입함
- 인도네시아는 2009년 5월부터 주식공매도 제한 조치를 해제

— 오스트리아, 벨기에, 프랑스, 독일, 이탈리아 등 유럽 국가들은 2009년 하반기까지 금융주에 대한 주식공매도 제한조치를 연장함

- 그러나 현재의 규제 강화 조치를 늦어도 2009년 하반기에 해체할 것이라고 밝히고 있음

<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황

국가	주식공매도 규제 강화 조치 현황
호주	- 업틱룰 채택하고 있으며 공매도 가능수량이 제한되어 있음 - 2008년 9월 19일 - 2008년 9월 22일부터 무차입공매도 금지; 차입공매도 가능주식을 제한; 공매도 현황 보고의무 - 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) - 2008년 10월 28일 - 2008년 11월 19일부터 비금융주의 매도에 대해 브로커는 보유매도, 차입공매도, 예외적 차입공매도 여부에 대한 정보를 확보해야 함; 전환증권 보유자에 대해 헷징을 위한 차입공매도를 허용 - 2008년 11월 5일 - 비금융주 차입공매도는 2008년 11월 19일부터 허용; 브로커는 매도거래의 종류를 기록하는 시스템을 갖추어야 함; 매도투자자는 브로커에게 매도의 종류를 알려야 하며 브로커는 공매도 여부를 ASX에 보고해야 함; ASX는 증권별 공매도량과 금융주의 예외적으로 허용된 공매도량을 시장에 익일 공시함 - 2008년 11월 13일 - 모든 무차입공매도는 영구적으로 금지; 투자자는 공매도와 대차실적을 매일 공개해야 함; 비금융주 차입공매도는 11월 19일부터 허용되며 금융주 차입공매도는 2009년 1월 27일부터 허용 - 2009년 1월 7일 - 금융주에 대한 공매도를 2009년 1월 27일까지 금지하되 콜옵션발행 관련, 일부 회사채, 디벤처, 정부채에 대해 무차입 공매도를 허용 - 2009년 1월 21일 - 금융주 공매도 금지조치를 2009년 3월 6일까지 연장 - 2009년 3월 5일 - 금융주 공매도 금지조치를 2009년 5월 31일까지 연장 - 2009년 5월 24일 - 금융주 공매도 금지조치를 해제
오스트리아	- FMA 규정으로 무차입공매도가 가능하나 Wiener Borse에서는 무차입공매도를 금지하고 있음 (시장조성자 등 일부 제외) - 2008년 9월 22일 - 시장조작이나 불법내부거래와 관련되어 있을 것으로 의심되는 거래에 대해 신고의무 부여; 파생상품 포지션을 포함하여 순매도포지션이 자본규모의 0.25%를 초과할 경우 불법적 시장조작행위의 근거가 될 수 있음을 경고; 결제실패 및 허위사실 유포에 대한 감독 강화

<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황(계속)

국가	주식공매도 규제 강화 조치 현황
오스트리아	- 2008년 10월 27일 - FMA는 4개 금융주에 대한 무차입공매도를 2008년 11월 28일까지 금지 - 2008년 11월 28일 - 금융주 무차입공매도 금지조치를 2009년 1월 30일까지 연장 - 2009년 1월 28일 - 금융주 무차입공매도 금지조치를 2009년 4월 30일까지 연장 - 2009년 4월 29일 - 금융주 무차입공매도 금지조치를 2009년 6월 30일까지 연장 - 2009년 6월 24일 - 2개 은행과 2개의 보험회사에 대한 무차입공매도 금지조치를 2009년 9월 말까지로 연장
벨기에	- 2008년 9월 22일 - Euronext-Brussels에서 거래되는 5개 금융기관의 증권과 파생상품에 대한 무차입공매도를 2008년 9월 22일부터 2008년 12월 21일까지 금지(시장조성과 헷징목적일 경우 예외); 자본규모의 0.25%를 초과하는 순매도포지션과 변동내역을 CBFA로 보고해야하며 익일까지 공시해야 함; 기존 포지션의 청산을 위한 경우를 제외하고 금융주 대차금지 - 2008년 12월 19일 - 이전 조치의 기한을 2009년 3월 20일까지 연장 - 2009년 3월 20일 - 이전 조치의 기한을 2009년 6월 1일까지 연장 - 2009년 5월 28일 - 이전 조치의 기한을 2009년 9월 21일까지 연장
캐나다	- 업틱룰이 채택되어 있으며 공매도 현황 보고의무 있음 - 2008년 9월 19일 - 2008년 10월 3일까지 13개 금융주에 대한 공매도 금지; 공매도 감독강화 - 2008년 10월 3일 - 미국과의 규제차익을 차단하기 위해 금지조치를 2008년 10월 8일까지 연장
덴마크	- 대차현황 보고의무 있음 - 2008년 10월 13일 - 은행주에 대한 매도포지션을 증가시키는 거래 및 추가하락으로 이익을 보는 계약 금지(헷징, 시장조성 등에 대해 예외); 기한은 추후 공시
핀란드	- 대차현황 보고의무 있음 - 2008년 10월 6일 - 금융주 거래에 대한 감독강화; 공매도는 시장조작 행위에 포함될 수 있음을 경고

<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황(계속)

국가	주식공매도 규제 강화 조치 현황
프랑스	- 2008년 9월 22일 - 프랑스 정규시장에서의 15개 금융주에 대한 무차입 공매도를 2008년 12월 22일까지 금지 (시장조성, 헷징 등에 대해 예외); 포워드, 옵션을 이용한 순매도포지션의 증가도 금지함; 자본규모의 0.25% 이상의 순매도포지션(파생상품에 의한 포지션을 포함)에 대해 AFM에 일일보고 및 공시의무 부과; 기존의공매도 커버를 위한 대차, 기존의 계약과 관련된 대차, 매수포지션과 관련된 대차이외의 경우 금융기관에 대한 대차금지; 결제실패에 대한 감독 강화 - 2008년 12월 19일 - 규제강화 조치를 유지하기로 결정 - 2009년 2월 23일 - 규제강화 조치를 유지하기로 결정 - 2009년 5월 29일 - 규제강화 조치를 유지하기로 결정
독일	- 2008년 9월 20일 - 11개 금융주에 대한 무차입공매도를 2008년 12월 31일까지 금지 (시장조성, 헷징에 대해 예외를 두며, 선물 및 옵션에는 규제가 해당되지 않음) - 규제강화 조치는 2009년 5월 31일까지 연장됨 - 2009년 5월 29일 - 11개 금융주에 대한 무차입공매도 금지조치를 2010년 1월까지 연장
그리스	- 무차입공매도는 금지되어 있음 - 2008년 9월 24일 - 2008년 9월 24일부터 2008년 12월 31일까지 공매도를 실행하는 회원사는 거래시스템에 공매도 여부와 공매도 커버를 위한 매수 여부를 공개해야 함; 각 주식별 대차량과 공매도량 공개; 0.1%이상의 매도포지션을 보유한 법인 또는 개인은 그 내역을 HCMC에 보고해야 하며 ASE의 공시시스템에 익일 공시됨 - 2008년 10월 6일 - 2008년 12월 31일까지 업틱룰 채택 - 2008년 10월 10일 - 2008년 10월 10일부터 2008년 10월 31일까지 모든 공매도 금지 - 2008년 10월 31일 - 공매도 금지조치 2008년 12월 31일까지 연장 - 2008년 12월 11일 - 공매도 금지조치 2009년 5월 31일까지 연장 - 2009년 6월 1일 - 공매도 금지조치 해제, 업틱룰 도입

<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황(계속)

국가	주식공매도 규제 강화 조치 현황
홍콩	- 업틱룰 채택, 무차입공매도 금지, 공매도 가능주식 제한, SEHK 거래시스템을 통해서만 공매도가능 - 2008년 9월 26일 - 공매도의 수량의 큰 변화가 없고 높은 규제수준을 가지고 있으므로 추가적인 규제계획 없음; 공매도 결제실패에 대한 페널티를 두배로 상향
헝가리	- 2008년 9월 29일부터 2008년 12월 31일까지 발행주식수의 0.1%이상의 공매도는 익일 HFSA에 보고해야 함; 공매도와 공매도의 청산결제에 대해 감독 강화
아이슬란드	- 2008년 10월 7일부터 2009년 1월 16일까지 6개 금융주와 이 주식과 연계된 모든 상품에 대한 공매도 금지 (이 시점 이전의 계약과 시장조성과 관련한 공매도는 예외)
인도	- 공매도는 소매투자자들에게만 허용되다가 2007년 12월부터 모든 투자자들에게 재허용되었음; 무차입공매도는 금지되어 있으며 공매도 가능주식이 제한됨 - 2008년 10월 1일 - 공매도 금지 계획은 없으나 공시기준을 상향할 필요성 검토 - 2008년 10월 31일 - SEBI는 주식대여 및 차입기간을 7일에서 30일로 연장할 계획 - 2008년 12월 12일 - 주식대여 및 차입기간 연장은 2008년 12월 22일부터 시작
인도네시아	- 대차담보율은 135%; 업틱룰 채택; 공매도 표시제도; 공매도 가능주식은 유동성이 높고 시가총액이 큰 50개 종목으로 제한되며 공매도 가능종목을 매달 발표; 무차입공매도 금지; 결제실패 경우 현금결제 및 공매도 금액의 25%에 해당하는 벌금 부과 - 2008년 10월 6일 - 2008년 10월 31일까지 공매도 전면금지 - 2008년 11월 5일 - 공매도 금지조치 11월말까지 연장 - 2008년 12월 1일 - 공매도 금지조치 12월까지 연장 - 2008년 12월 26일 - 공매도 금지조치 2009년 1월까지 연장 - 2009년 1월 6일 - 공매도 금지조치 2009년 4월까지 연장 - 2009년 4월 9일 - 새로운 공매도제도를 5월부터 도입; 마진거래와 공매도가 가능한 증권, 금융투자회사 및 브로커에 대한 규제체제 정비예정 - 2009년 5월 1일 - 공매도 금지조치를 해제, 마진거래와 공매도가 가능한 증권에 대한 규제체제 정비

<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황(계속)

국가	주식공매도 규제 강화 조치 현황
아일랜드	- 2008년 9월 18일 - 4개 아일랜드 은행의 주가의 하락으로 이익이 발생하는 모든 종류의 계약과 거래를 금지 (시장조성 목적의 공매도는 예외); 자본규모의 0.25% 이상의 아일랜드 금융기관에 대한 매도포지션에 대해 당일 보고의무 - 공매도 규제조치의 해제 기한은 미정
이스라엘	- 무차입공매도 금지되어 있음 - 공매도 규제를 강화해야 할 근거가 없다고 판단되므로 현행의 규제수준 유지
이탈리아	- 2008년 9월 23일부터 10월 31일까지 이탈리아의 은행과 보험기관의 주식에 대한 무차입 공매도금지(시장조성자, 스페셜리스트, LP의 공매도는 예외); 거래규정 및 인도규정 준수에 대한 감독강화 - 2008년 10월 1일부터 10월 31일까지 기존 규정을 강화하여 은행과 보험기관의 주식에 대한 차입공매도 금지 - 2008년 10월 10일부터 2008년 10월 31일까지 모든 이탈라이 정규시장 주식에 대한 공매도 금지 - 2008년 10월 29일 - 기존 조치의 기한을 12월 31일까지 연장 - 2008년 12월 30일 - 2009년 1월 1일부터 2009년 1월 31일까지 은행과 보험기관에 대한 무차입공매도 금지로 완화 - 공매도 규제강화 조치 2009년 2월 28일까지 연장 - 공매도 규제강화 조치 2009년 5월 31일까지 연장 - 2009년 5월 27일 - 공매도 규제강화 조치 2009년 7월 31일까지 연장
일본	- 업틱룰 및 공매도 거래의 확인 및 표시제도가 이미 도입되어 있음 - 2008년 10월 14일 - 2009년 3월 31일까지 공매도 체결가 공개범위 확대 및 자사주매입한도 및 매입기간 제한 완화 - 2008년 10월 26일 - 2008년 11월 4일부터 2009년 3월 31일까지 무차입공매도 금지; 자본규모의 0.25%이상의 공매도포지션 공개 의무 - 2008년 10월 28일 - 10월 26일의 규제조치를 10월 28일부터 조기시행 - 2008년 11월 6일 - 11월 7일부터 공매도 포지션이 자본규모의 0.25%이상일 경우 포지션의 상세내역을 회원사에게 제공해야 하며 회원사는 이를 TSE에 보고하여 TSE는 이를 공매도자의 명칭과 함께 공개함

<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황(계속)

국가	주식공매도 규제 강화 조치 현황
일본	- 2008년 12월 16일 - 공매도거래가 체결될 때마다 결제주식의 원천을 특정해야하며 해당기록을 7년간 보관 - 2009년 3월 6일 - 무차입공매도 금지조치 및 대량 공매도 포지션 공개의무를 3월 이후에 해제할 것 - 2009년 3월 24일 - 체결가 공개범위 확대, 자사주 매입제한 완화, 무차입공매도 금지, 대량 공매도 포지션 공개의무를 7월 31일 해제
룩셈부르크	- 2008년 9월 19일부터 룩셈부르크 정규시장에 상장된 은행과 보험기관의 주식과 관련 상품에 대한 장내외 무차입 공매도 및 순매도포지션의 확대 금지; 시장남용과 관련된 허위사실 유포에 대한 감독강화 - 공매도 규제강화 조치의 기한에 대해서는 추후검토
말레이시아	- 업틱룰, 공매도 가능주식 제한, 공매도 현황 보고 제도가 이미 도입되어 있음 - 기존의 공매도 규제수준이 높아 추가 규제강화조치는 없음 - 2008년 12월 24일 - 내년 초 공매도 규제를 완화할 것
멕시코	- 무차입공매도 금지되어 있으며 업틱룰, 공매도 가능주식 제한, 공매도 현황 보고제도가 도입되어 있음 - 2008년 8월 28일 - 공매도 가능주식 대폭 확대
네덜란드	- 2008년 9월 22일부터 3개월간 금융주에 대한 무차입공매도 또는 동일한 효과를 갖는 거래금지; 자본규모의 0.25% 이상의 순매도포지션은 AFM에 보고해야 하며(시장조성자 예외) 해당 주식에 대한 대차금지 - 2008년 10월 5일부터 금융주에 대한 공매도 금지로 확대 - 2008년 10월 30일 - 공매도 규제강화 조치를 2009년 1월 17일까지 연장 - 2009년 1월 14일 - 공매도 규제강화 조치를 2009년 2월 28일까지 연장 - 2009년 2월 24일 - 공매도 규제강화 조치를 2009년 6월 1일까지 연장 - 2009년 5월 27일 - 한시적 공매도 규제강화 조치가 2009년 6월 1일 만료됨에 따라 더 이상 규제하지 않기로 결정
뉴질랜드	- 공매도 가능주식은 고유동성 종목으로 제한; 주식수의 10%이상 공매도 금지; 5만 달러 이상의 순매도포지션은 일일보고 의무; 공매도 금액의 20%이상의 담보설정 의무; 공매도후 10%이상 추가상승시 담보가 추가되며 담보요건 미충족시 공매도 반대매매; 업틱룰 채택(시간후매매의 경우 예외); 공매도 수량제한 - 2008년 9월 22일 - 공매도가 활발하지 않고 시장의 특별한 변화가 없으므로 공매도 규제계획 없음

<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황(계속)

국가	주식공매도 규제 강화 조치 현황
노르웨이	- 무차입공매도가 금지되어 있음 - 2008년 10월 8일부터 금융주에 대한 공매도 금지 - 규제기한에 대해서는 추후 검토
파키스탄	- 업틱롤 채택; 공매도 가능주식 제한; 공매도 현황 보고의무; 무차입공매도 금지 - 2008년 9월 24일부터 2008년 12월 31일까지 모든 주식에 대한 공매도 금지
폴란드	- 공매도 가능주식이 제한되어 있으며 공매도가 활발하지 않으므로 공매도 규제계획 없음
포르투갈	- 2008년 9월 22일부터 회원사는 공매도현황을 매일 CMVM에 보고해야 함; 8개 금융주에 대한 무차입 공매도 금지(시장조성자, LP 예외); 포르투갈 주가지수인 PSI 20에 속한 모든 기업의 0.25%이상의 커버되지 않은 공매도 정보와 순매도포지션는 매일 CMVM에 보고해야 함; - 2009년 1월 8일부터 공매도 현황에 대한 일일보고제도 폐지 - 공매도 규제조치의 해제기한은 추후검토
러시아	- 공매도 가능주식이 제한되어 있으며 공매도 현황을 규제당국에 보고해야 함 - 2008년 9월 22일부터 모든 주식의 공매도 금지 - 2008년 9월 26일부터 시장 유동성 강화를 위해 공매도 금지조치를 해제; 공매도 마진 상향조정 - 2008년 9월 30일부터 모든 주식의 무차입공매도 금지 - 2009년 3월 31일 - 2009년 4월 중에 공매도제한을 해제하고 새로운 공매도 제도를 도입할 것 (공매도 가능가격을 전일 종가의 95% 이상에서 97% 이상으로 상향) - 2009년 5월 28일- 수일내 공매도제한을 해제할 것이라고 발표
싱가폴	- 2008년 9월 22일 - 9월 25일부터 인도실패에 대해 실패금액의 5%를 벌금으로 부과 (최소 1,000싱가폴달러) 하며 딜러간 시장에서의 결제실패는 5만 싱가포르달러의 벌금을 추가로 부과하고 딜러간 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%이상)매도포지션 보유자는 매일 그 내역을 거래소에 보고하도록 함

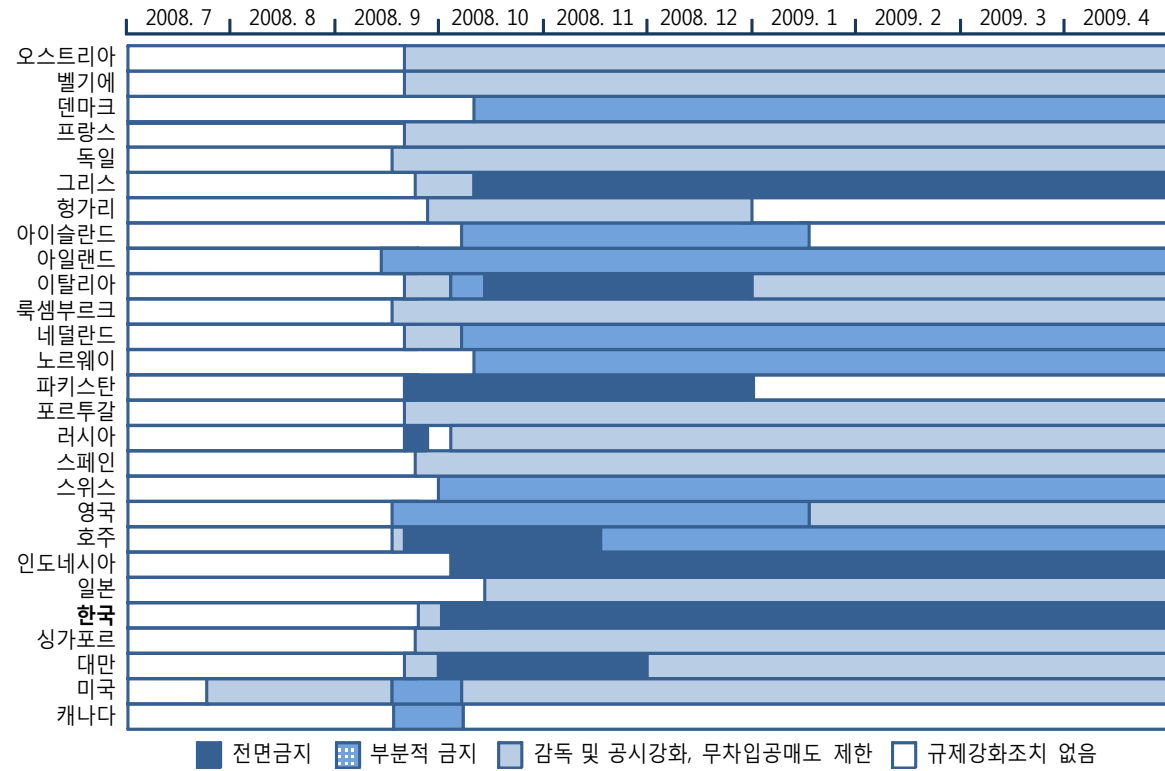
<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황(계속)

국가	주식공매도 규제 강화 조치 현황
남아공	- 무차입공매도가 금지되어 있음 - 2008년 10월 8일 - 공매도에 대한 규제강화 계획 없음
스페인	- 2008년 9월 24일부터 20개 금융기업에 대하여 0.25%이상의 매도포지션을 보유한 경우 공표하고 CNMV에 보고해야 함; 무차입공매도를 금지함(시장조성자, LP, 파생상품은 예외) - 규제강화 조치 해제기한은 추후검토
스웨덴	- 2008년 9월 24일 - 대차현황에 대한 정보 취합; 금융주 거래에 대한 감리강화;시장조작 의혹에 대한 즉각 보고의무; 결제품질 점검
스위스	- 2008년 9월 30일 - 10월 2일부터 12월 19일까지 29개 스위스 금융주에 대한 순매도포지션의 확대금지(직간 접적인 투자수단을 통한것까지 모두 포함); 순매도포지션 확대를 위한 차입금지; 모든 스위스 금융주에 대한 0.25%이상의 기존의 순매도포지션은 SWX Europe(스위스 증권거래소)에 보고 - 2008년 12월 15일 - 공매도 규제강화 조치를 연장하며 해제시점은 추후발표
타이완	- 2008년 9월 21일 - 10월 3일까지 3개 주요지수(TAIWAN50, TAIWAN Midcap100, TAIWAN Technology index) 편입종목에 대해 직전 세션의 종가 이하에서 공매도 금지 - 2008년 9월 29일 - 대차주식의 공매도량 한도를 발행주식수의 25%에서 10%로 하향조정; 기관투자자의 대 차주식의 공매도량 한도를 발행주식수의 10%에서 1%로 하향조정; 대차주식의 일일 공매도주문량 한도를 발 행주식의 3%에서 0.3%로 하향조정; 대차거래에 대한 공시감독 강화 - 2008년 10월 1일 - 모든 주식에 대해 10월 14일까지 공매도 및 대차금지 - 2008년 10월 12일 - 가격제한폭을 절반으로 축소; 공매도 금지기간을 12월 31일까지 연장 - 2008년 11월 27일부터 전세션의 종가보다 높은 가격에서 공매도 허용 - 2008년 12월 5일 - FSC는 공매도 규제조치를 2009년 1월 5일 해제할 것을 발표 - 2009년 1월 5일 - 3개 주요지수 편입종목의 경우 전일종가보다 낮은 가격에서도 공매도 허용

<표 III-6> 최근 각국의 주식공매도 규제 강화 현황(계속)

국가	주식공매도 규제 강화 조치 현황
태국	- 공매도 가능주식 제한; 공매도 표시제도; 업틱룰 채택; 공매도 현황 보고의무; 공매도 한도 제한 - 2008년 10월 1일 - 기존의 규제수준이 높고 공매도 거래량이 작아 별도의 규제강화조치가 불필요
영국	- 2008년 9월 19일부터 2009년 1월 16일까지 32개 금융주에 대한 순매도포지션 확대 금지(펀드, 파생상품, 기타계약에 의한 포지션변동도 모두 포함되며 시장조성자는 예외); 해당 금융주에 대해 0.25% 이상의 매도포지션은 익일 RIS에 공시해야 함 - 2009년 1월 16일 - 순매도포지션 제한조치 해제; 2009년 6월 30일까지 순매도포지션이 0.25%를 초과하여 0.1% 변동될 때마다 해당 사항을 익일 공시해야 함
미국	- 2008년 7월 15일 - 2008년 7월 21일부터 2008년 7월 29일까지 19개 금융주에 대한 무차입공매도 금지(5일 연속 인도실패가 발생하고 인도실패 물량이 1만주 이상이며 상장주식수의 0.5%이상인 19개 종목을 대상으로 하며 기한은 최대 30일까지 연장할 수 있음) - 2008년 7월 18일 - 7월 15일의 조치에서 시장조성이나 헷징에 대해 예외를 둬; 브로커-딜러는 대여와 대여계약에 대한 컴플라이언스를 작성해야 함 - 2008년 7월 29일 - 미국 SEC는 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 19일부터 10월 2일까지 799개 금융주에 대한 공매도 전면금지(시장조성, 헷징 등 불가피한 경우 예외) - 2008년 9월 21일 - 2008년 9월 22일부터 2008년 10월 2일까지 1억불 이상 규모의 기관투자자는 특정주식의 공매도량이 0.25%이상, 100만 달러 이상일 때 공매도 현황을 매주 보고해야 함 - 2008년 9월 29일 - 공매도 금지 종목 972개로 확대 - 2008년 10월 2일 - 금융주 공매도 금지조치 및 공매도 현황 보고의무를 10월 17일까지 연장 - 2008년 10월 8일 - 금융주 공매도 금지조치 해제 - 2008년 11월 15일 - 11월 18일부터 기관투자자들의 공매도보고의무를 2009년 8월 1일까지 연장

<그림 III-1> 주요국 주식공매도 규제 강화 조치의 변화



IV. 주식공매도가 주식시장 및 외환시장에 미치는 영향에 대한 실증분석

□ 2008년 우리나라를 포함한 각국의 주식공매도 제한 조치는 주식공매도가 과도하게 주가를 끌어내려 시장 붕괴를 유발할 수 있는 잠재적 요인이라는 판단 하에 이루어진 것이라 할 수 있음

— 이에 본 연구에서는 서브프라임 사태로 인해 글로벌 금융위기가 본격적으로 가시화된 2007년 7월 중반부터 2008년 주식공매도 제한 조치가 이루어지기 직전 시기에 대하여 한국 증시에 주식공매도가 주식시장에 미친 영향을 실증분석하고자 함

□ 2008년 미국 SEC의 미국 시장에서 주식공매도 제한 조치가 이루어지자, 이를 주요 언론에서 보도하면서 일반에게도 주식공매도가 널리 알려지기 시작하였으며, 당시 한국 증시에서 대량의 주식공매도 거래 주체인 외국인에 대한 비난의 목소리가 높아졌음

— 제2의 외환위기가 거론될 정도로 주가가 폭락하고, 원/달러 환율이 급상승하고, 외화유동성이 부족해지는 급박한 상황에서 외국인의 주식공매도가 원/달러 환율 상승의 요인으로 지목받기도 함

— 본 연구에서 외국인 주식공매도가 과연 원/달러환율을 상승시키는 요인이었는가를 분석함

1. 한국 증시에서 주식공매도 현황

- 시장 전체 주식공매도의 거래규모와 시장 전체 매도에서 차지하는 비중은 2004년 이후 꾸준히 증가하는 추세였으나, 2008년 10월 주식공매도 제한 조치에 따라 극히 일부 주식공매도만 허용됨으로써 주식공매도 거래규모는 급격히 하락함

<표 IV-1> KRX 유가증권시장 주식 대차거래 및 주식공매도 거래 현황

(단위: 조원, %)

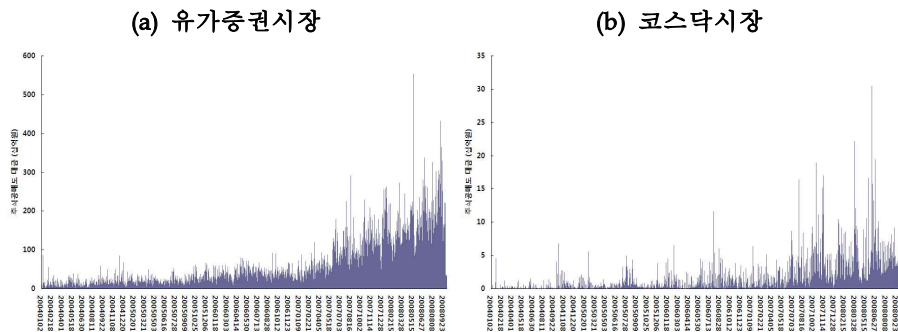
	대차거래	공매도 (A)	매도 (B)	비중 (A/B)
2004	12.9	3.8	361.4	1.1
2005	17.1	5.7	563.4	1.0
2006	35.0	9.5	714.9	1.3
2007	74.9	21.1	1,252.8	1.7
2008	109.7	31.2	1,287.0	2.4
2008/01~05	48.8	15.5	540.3	2.9
2008/06	11.3	1.1	93.3	1.2
2008/07	11.6	4.5	109.6	4.1
2008/08	11.0	4.0	76.7	5.2
2008/09	12.0	4.9	116.7	4.2
2008/10	8.4	0.8	129.1	0.6
2008/11	3.1	0.1	111.7	0.1
2008/12	3.6	0.2	109.6	0.2
2009/01	4.8	0.1	88.1	0.1
2009/02	3.9	0.1	90.3	0.1
2009/03	4.4	0.1	109.3	0.1

주: 매도는 당해 기간(월) 중 공매도가 있었던 종목의 매도 대금
 자료: KRX, 예탁결제원, 금융감독원

□ 유가증권시장에서 주식공매도는 2004년 초부터 2007년 7월 이전 일 평균 약 300억원 수준이었으나, 그 이후 일평균 약 1,490억원 수준으로 급격히 증가하여 최고 일일 5,000억원 수준에까지 이르기도 하였으나, 2008년 10월 금융위원회의 주식공매도 제한 조치와 함께 급격히 감소

— 코스닥 시장의 경우 주식공매도 규모의 변화 양상은 유가증권시장과 유사하나, 규모면에서는 상당히 작은 편: 2004년 초부터 2008년 9월까지 일평균 주식공매도 규모는 약 16억원 정도

<그림 IV-1> 유가증권시장 및 코스닥시장 일일 주식공매도 추이



주: 2004년 1월 2일부터 2008년 10월 8일까지 1,181거래일

□ 유가증권시장 및 코스닥시장에서 주식공매도의 주요 주체는 외국인이며, 이는 주식 대차거래에서도 마찬가지임

— 유가증권시장 주식공매도 중 외국인 주식공매도가 차지하는 비중은 일별로 약 80-90%에 이릅니다

2. 주식공매도와 주식시장

□ 본 절에서는 주식공매도가 주식시장 지수 변화에 미치는 영향에 대해서 실증 분석함

— 외국인 주식공매도는 코스닥시장보다는 유가증권시장에서 대부분 이루어지기 때문에 본 연구에서는 유가증권시장을 대상으로 분석

□ 주식공매도가 유가증권시장 지수인 KOSPI에 미치는 영향을 다음 회귀모형으로 분석하고 함

$$r_t^{\text{KOSPI}} = \alpha + \rho r_{t-1}^{\text{KOSPI}} + \beta r_{t-1}^{\text{US}} + \gamma s_t + \delta f_t + \epsilon_t$$

— r_t^{KOSPI} 는 t 일 KOSPI 지수 일일 수익률, r_t^{US} 는 t 일 미국 다우존스(Dow Jones) 지수 일일 수익률, s_t 는 t 일 유가증권시장 전체 주식공매도 대금, f_t 는 외국인 유가증권시장 순매도, ϵ_t 는 오차항¹⁷⁾

— 표본기간은 금융위기가 시작된 2007년 7월초부터 주식공매도 제한 조치 시작 직전인 2008년 9월 30일까지로 총 308 거래일임

□ 설명변수인 주식공매도 s_t 및 외국인 주식시장 순매도 f_t 는 종속변수와 동일 거래일에 측정된 변수로 연립성(simultaneity)를 감안하여 OLS기법보다는 IV 기법으로 위 식을 추정하는 것이 바람직함¹⁸⁾

17) 일일 공매도 대금 s_t 는 단위근 검정 결과 TS(trend stationary) 시계열인 것으로 판단되어, 선형시간추세를 제거한 후 사용함

18) 때로는 주식공매도 또는 외국인 주식시장 순매도와 동시에 원/달러 환율이 상승하는 것이 관측되기도 함. 이는 외국인의 주식시장 투자심리와 외환시장에서 원화 가치에 공통의 영향을 미치는 제3의 요인에 의해 두 개

□ KOSPI 지수 일일수익률 평균 방정식의 IV 추정 결과, 주식 공매도는 KOSPI 지수 변화에 미치는 유의한 영향은 없는 것으로 나타남

— 결국 본 분석에서 주식공매도가 주가를 과도하게 하락시킨다는 증거는 발견하지 못함¹⁹⁾

<표 IV-2> KOSPI 지수 일일증감을 평균 방정식 IV 추정 결과

	모형 I	모형 II
상수	0.7199 (1.30)	0.4341 (0.92)
r_{t-1}^{KOSPI}	-0.1583 (-1.48)	-0.1297 (-1.47)
r_{t-1}^{US}	-0.0128 (-0.17)	-0.0220 (-0.28)
s_t	0.0000 (-1.09)	0.0000 (-0.64)
f_t	0.0000 (-1.36)	0.0000 (-1.52)
R^2	0.1313	0.1117
$\bar{R}^2$	0.1197	0.0998

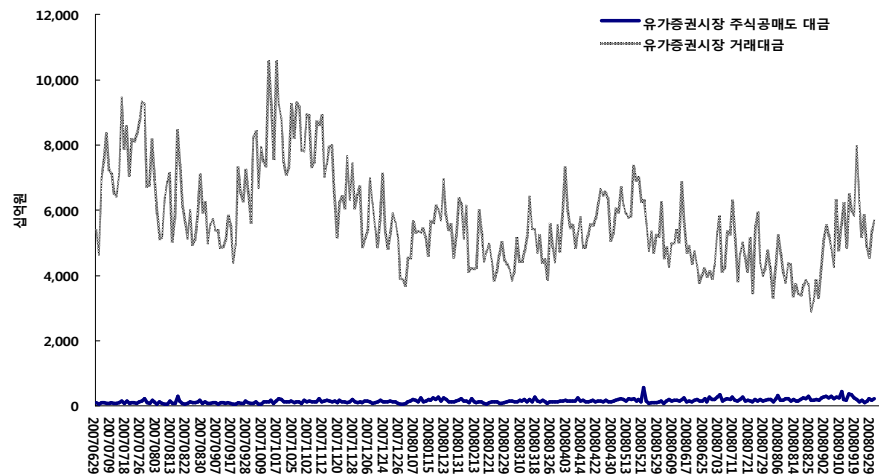
주: 1) 모형 I는 s_t 와 f_t 에 대해서 s_{t-1} 및 f_{t-1} 을 도구변수로 사용함
 2) 모형 II는 s_t 와 f_t 에 대해서 s_{t-1}, s_{t-2} 및 f_{t-1}, f_{t-2} 을 도구변수로 사용함
 3) 괄호 ()안의 값은 t-값임
 4) 오차항의 잠재적 자기회귀적 성질을 고려하여, Newey-West HAC (Newey and West(1987,1994))을 이용하여 표준오차를 계산함

시장에서 동시에 발생한 상황일 가능성이 높으며, 이 경우 변수간 관계는 동시성의 관점에서 보는 것이 타당하며, 인과관계로 해석하기 어려움

19) 본 결과는 시장 전체 주식공매도와 시장 지수인 KOSPI간의 관계를 분석하여 얻은 것으로, 시장 전체적 관점에서 해석해야 함. 개별 종목별로 분석한 결과는 이와 다를 수도 있음. 하지만, 개별 종목에 대한 자료 입수의 한계상 이는 향후 연구로 남기고자 함

- 주식공매도가 유가증권시장 전체 거래대금에서 차지하는 비중은 매우 미미하여, 주식공매도의 KOSPI 지수에 대한 통계적으로 유의한 영향력이 있다고 해도, 경제적 유의성은 거의 없다고 할 수 있음
 - 유가증권시장 거래대금 대비 주식공매도 거래대금 규모는 평균적으로 3%에 못 미침

<그림 IV-2> 유가증권시장 거래대금 및 주식공매도 대금



3. 외국인 주식공매도와 원/달러 환율

- 2008년 외국인투자자의 주식공매도가 대량으로 이루어지고 주가가 하락하고 원/달러 환율이 크게 상승하면서, 외국인이 주식공매도한 자금을 외환시장에서 달러화로 교환함으로써 환율 상승의 원인이 된다는 견해가 있었음

□ 이 절에서는 외국인 주식공매도가 과연 원/달러 환율을 상승시키는 영향을 미치는지 검토하고자 하며, 그러한 개연성을 우선 확인하기 위해 외국인 주식공매도, 외국인의 자본시장 전체 순매도 및 외환시장 거래량을 비교하고자 함²⁰⁾

— 아래 <그림 IV-3>에 제시한 외국인 자본시장 전체 일일순매도 및 외국인 주식시장(유가증권시장 및 코스닥시장) 전체 주식공매도의 산포도는 의미 있는 정보를 보여주고 있음

— 외국인이 주식공매도가 있던 거래일에 자본시장에서 전체 순매수한 거래일의 빈도가 약 48%임

• 이는 주식공매도를 상회하여 주식시장, 채권시장, 파생상품시장에서 외국인의 순매수가 있었던 거래일을 의미

— 외국인의 국내 자본시장 매매로 인해 외환시장으로 유입되어 원/달러 환율에 영향을 미칠 수 있는 것은 자본시장 전체 순매도 자금이지, 단지 주식공매도 자금에만 국한되지 않음

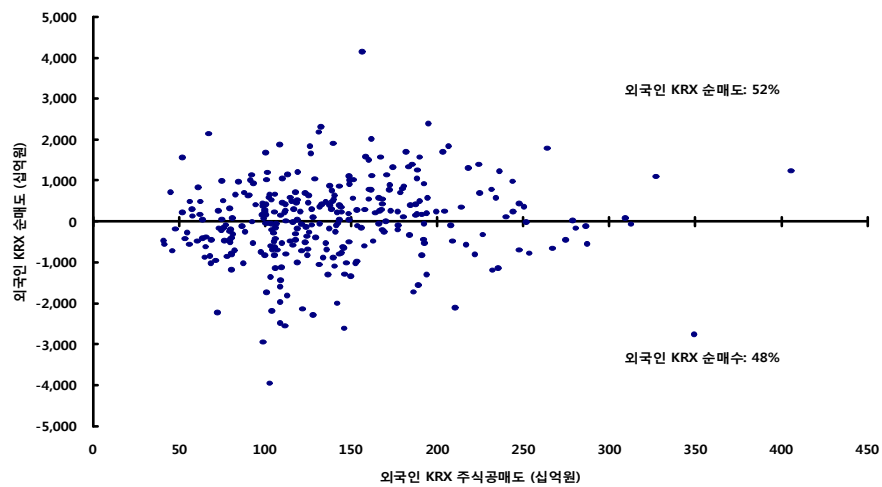
— 아울러, 외국인 일평균 주식공매도 규모는 분석 기간 동안 약 1,380억원이었고, 외국인의 자본시장 전체 순매도의 0으로부터의 평균편차는 약 7,300억원이기에 스케일 차이도 상당함

□ 일평균 거래규모가 7조원을 상회하는 외환시장내 현물환 거래규모를 감안한다면, 외국인 주식공매도 규모는 매우 미미하며, 통계적으로 유의한 영향이 있다고 하더라도 실질적 효과는 매우 미미하다고 판단됨

20) 자본시장은 KRX 장내 시장을 포함하는 매우 포괄적인 개념이지만, 여기서는 정확한 자료 입수가 가능한 KRX 장내 주식시장, 채권시장, 파생상품시장에 국한하여 논의함

— 여기에 분석 결과를 제시하지는 않지만, IV 기법 및 외국인의 증권-외환거래 사이클 불일치를 고려한 회귀분석에서 외국인 주식공매도가 원/달러 환율에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타남²¹⁾

<그림 IV-3> 외국인 KRX 주식공매도 및 순매도의 산포도



21) KRX내 모든 증권거래에서는 t일 거래가 체결되면, (t+2)일 결제가 이루어짐. 외국인이 증권거래에 따른 통화교환을 위해, 외환시장에서 t일 현물환익익일물(value spot)을 체결하면, (t+2)일 결제가 이루어짐. 하지만, 외국인은 한국 외환시장에서 이러한 현물환 거래 사이클을 증권거래 사이클에 일치시킬 수 없다는 불만을 MSCI에 제기하였음. 자세한 사항은 빈기범외(2009)를 참조

V. 주식공매도에 관한 주요 이슈에 대한 평가

- 주식시장에서 공매도를 전면 폐지해야 한다는 주장을 포함한 주식공매도 제도에 관한 주요 이슈를 살펴보고 평가하고자 함

1. 주식공매도와 주가 하락

가. 이슈의 내용

- 2008년 하반기 주가의 급락과 주식공매도가 증가하는 현상이 함께 관찰되면서 주식공매도가 주가를 하락시키고 변동성을 확대시키는 요인이 된다는 주장이 지속적으로 제기됨

나. 이슈의 평가

- 본 연구에서 주식공매도와 주가수익률의 관계를 실증적으로 분석한 결과, 주식공매도가 주가하락을 유발한다는 증거를 찾을 수 없었음
- 설사 주가의 하락을 유발한다 하더라도 공매도의 본질은 매도라는 점을 상기한다면, 공매도가 매도에 따른 주가 하락 압력으로 작용하는 것이 잘못된 현상은 아님
 - 아울러, 현행 규정상 주식공매도는 업틱룰의 적용을 받기 때문에 이를 위반하지 않는 한, 사실상 주식공매도가 직접적으로 가격을 끌어내리기 어려운 구조임

- 주식공매도는 정보거래자의 매매 행위일 가능성이 높으므로 주식공매도는 정보거래자의 부정적 정보를 가격에 반영시켜 가격효율성을 높이는 것으로 해석해야 함
 - 차입과 실행에 따르는 비용(보증금, 대차수수료, 중개수수료 등의 거래비용)이 존재하므로 이러한 비용을 상쇄할 수 있을 만한 정보를 보유하고 있어야만 공매도 전략이 유효한 전략이 됨
 - 헷지거래자(hedger)들도 위험 관리를 위하여 공매도 거래를 할 수 있으나, 이는 주가하락에 베팅하거나 의도적으로 주가를 끌어내리려는 행위가 아님
- 주식공매도가 간접적으로 가격 하락에 영향을 미치거나 가격 하락 속도를 가중시킨다 하더라도, 이는 가격하락을 유발한다기 보다는 본질가치에 보다 빠르게 수렴시키는 것으로 이해해야 함
- 주식공매도가 과도한 주가하락을 유발한다는 이유로 비난하거나 제한한다면, 주가 상승기에 돈을 차입(채권 공매도)하여 주식을 매입하는 신용매수 역시 과도한 주가 상승을 유발한다는 이유로 제한해야 할 것임
- 공매도 주문에 대해 투자자들이 과민반응을 하거나 공매도자가 공매도 후 허위 정보를 유포하여 가격하락을 유도하는 행위가 일어날 가능성이 존재하나, 이는 투자심리의 문제 혹은 풍설의 유포 행위에 관한 문제로 공매도와는 별개의 문제로 이해하는 것이 바람직함

2. 업틱룰(호가제한제도)

가. 이슈의 내용

- ☐ 업틱룰이 하락장에서 가격하락을 제한하거나, 시장의 질을 높이거나, 가격효율성을 증가시키는 효과는 뚜렷하지 않은 반면, 거래체결을 지연시켜 거래전략의 실행을 방해한다는 이유로 2007년 6월 미국에서 업틱룰을 폐지
- ☐ 최근 주식시장변동성이 확대되면서 주식공매도를 통한 직접적 가격하락을 통제할 수 있는 업틱룰을 부활시켜야 한다는 주장이 세계적으로 강하게 제기되고 있음

나. 이슈의 평가

- ☐ 호가제한제도는 직전 체결가보다 낮은 가격으로의 공매도 주문을 제한하므로, 공매도로 인한 직접적인 가격하락을 방지하고 공매도에 대한 투자자의 과민반응을 제한하는 효과를 가짐
- ☐ 평균매도가격을 높일수록 주식공매도의 이익이 증가하기 때문에 시장의 변동성 수준이 낮고 안정적인 시기에는 업틱룰이 없다 하더라도 공매도자가 매수호가잔량을 소진하여 평균매도가격을 낮출 유인은 높지 않음

- 하지만, 직전 체결가의 상방 주변에서 호가잔량으로 존재하기 때문에 간접적인 매도압력으로 작용할 수 있으며, 변동성이 높은 시기에는 평균매도가격을 낮추어 투자자의 과민반응을 유발할 유인이 있을 수 있어, 이 경우 업틱룰의 유효성이 발휘될 수 있음
- 업틱룰은 공매도의 순기능과 역기능을 절충하는 규제 방식으로 최근과 같이 변동성이 높은 시기에 적절한 공매도 규제 방안으로 받아들여질 수 있음
 - 최근 전 세계적인 공매도 규제강화 추세에도, 홍콩과 일본의 규제당국은 ‘업틱룰이 이미 도입되어 있어 공매도 규제강화의 필요성이 없다고 판단’한다고 밝힌 바 있음

3. 무차입공매도

가. 이슈의 내용

- 무차입공매도는 주식의 차입과정을 거치지 않기 때문에, 다량의 급격한 공매도를 일으킬 수 있고 남용적 공매도와 결부될 가능성이 있으며 결제실패를 일으킬 수 있음
- 이에 따라, 최근 많은 국가의 공매도 규제강화조치에 무차입공매도 금지가 포함되었음

나. 이슈의 평가

- 무차입공매도는 단기적인 투자기회에 대한 공매도 전략의 실행을 가능하게 하여 공매도의 경제적 효용성을 극대화하고, 시장효율성을 더욱 증진시킬 수 있음
 - 무차입공매도는 증권을 차입하지 않으므로 공매도의 수량과 실행 시점에 사전적 제약을 받지 않기 때문임
 - 업틱룰을 시행하는 시장에서는 공매도 거래의 즉시 체결이 보장되지 않으므로 무차입공매도의 효용성이 제한될 수 있음

- 하지만, 불확실성이 높은 시기에는 다량의 즉각적인 무차입공매도로 인한 매도압력에 의해 투자자의 과민반응이 발생할 가능성이 크며, 결제 실패로 인해 시장혼란이 크게 가중될 수 있음

- 투자자 과민반응의 발생가능성이 낮고(즉, 불확실성이 비교적 크지 않고) 결제가 확실히 보장된다면, 무차입공매도는 공매도 제도를 활성화하는데 도움이 될 수 있으나 그렇지 않은 상황에서는 무차입공매도를 제한하는 것이 바람직

4. 주식공매도 공시 및 보고

가. 이슈의 내용

- ☐ 시장의 불확실성이 확대되면서 각국의 규제당국에서는 공매도에 대한 감독을 강화하기 위해 공매도 관련정보의 취합과 공개의 수준을 높여왔음

나. 이슈의 평가

- ☐ 주식공매도 관련 거래투명성의 확보는 주식공매도 정보 공개를 통해 시장투명성(market transparency)을 높이는 한편, 주식공매도와 관련된 시장남용행위를 차단하기 위한 감독 기능 제고에 그 목적이 있음
- ☐ 거래투명성이 지나치게 높을 경우 투자자의 거래전략이 노출되므로 공매도가 위축될 가능성이 있고, 공매도 정보에 의한 투자자의 과민 반응이 유발될 수 있으며, 규제 준수를 위한 자료 작성 및 시스템 구축의 비용이 발생함
- ☐ 주식공매도 관련 거래투명성 수준은 이에 따르는 비용과 효용의 관계를 고려하여 합리적인 적정 수준의 정보공개의 범위와 깊이를 찾아야 할 것임

- 정보효율성 강화와 감독기능 강화의 측면에서는 공매도 관련 정보를 모든 투자자들에게 상세하게 공개하고 보고하도록 하는 것이 바람직함
- 투자자 과민반응 측면에서는 공매도 관련 정보의 실시간 공개는 일중 변동성을 증폭시킬 우려가 있으므로 바람직하지 않음
- 공매도 거래활성화 측면에서 볼 때, 공매도 투자자의 포지션 및 거래전략이 노출되는 것은 공매도를 위축시킬 수 있으므로 공매도 정보를 실시간으로 상세히 공개하는 것은 바람직하지 않음
- 보고 및 시스템 구축을 위한 비용은 정보공개 범위 및 깊이와 비례하여 증가함

□ 주식공매도 관련 상세정보의 실시간 공개는 가급적 피하는 것이 바람직하며, 상세정보는 일정 주기로 사후 공개 및 사후 보고 체계를 갖추는 것이 좋은 대안이라 판단됨

- 예를 들어, 장중에는 공매도 호가를 표시하고, 각 증권별 공매도 거래비중 또는 공매도 잔량은 장 종료 후 공개, 기관투자자별 일별 공매도 포지션은 1주일 후 공개 또는 보고하는 체계를 구성할 수 있음
- 최근과 같이 변동성이 높은 시기에는 공매도가 시장남용적 행위와 결부되는 것을 방지하기 위해 사후 보고의 주기를 탄력적으로 단축하고 보고의 내역을 구체화할 필요가 있음

5. 주식공매도 기회의 비대칭성

가. 이슈의 내용

- ☐ 개인투자자가 기관이나 외국인에 비해 정보적 측면의 불리함과 더불어 대주식 대주한도, 대주기간, 증거금 등의 제약으로 인해 공매도 기회를 공평하게 누릴 수 없다는 주장이 제기된 바 있음

나. 이슈의 평가

- ☐ 현행의 대주제도를 통해 개인투자자의 공매도가 가능하나, 활성화 되어 있지 못한 것은 사실
- ☐ 그러나 개인투자자가 기관투자자나 외국인에 비해 정보적 측면에서 불리한 것은 아무리 개인투자자를 위한 각종 정보 공시를 강화해도 근본적으로 해결할 수 없는 문제임
 - 주식시장에 참가하는 개인투자자는 기관, 외국인과의 정보적 측면의 체계적 차이로 인한 위험을 감수하고 거래를 하고 있는 것
- ☐ 또한 대주를 해주는 금융기관의 입장에서는 기관/외국인보다 자산규모가 작고, 비전문적이고, 신용등급이 낮은 개인투자자에게 대주한도와 대주기간을 한정하고, 증거금을 요구하는 것은 위험관리를 위한 합리적인 선택임

- 따라서 제도적으로 허용되어 있으나 실질적으로 활성화되지 못하고 있는 것은 불가피한 측면이 있음
- 개인투자자들이 시장의 하락에 베팅하거나 시장 하락에 따른 위험을 헷징할 수 있는 대안적인 방식, 각종 파생금융상품(선물, 옵션, ELW, 주식 선물 등)이나 공매도전략을 이용하는 펀드등을 이용하는 것이 현실적인 대안으로 판단됨

6. 금융허브와 공매도

가. 이슈의 내용

- 주식공매도 거래 자체에 대한 규제를 강화하는 것은 헤지펀드를 도입하려는 최근의 정책적 노력과 일관되지 못한다는 주장이 제기됨

나. 이슈의 평가

- 헤지펀드 전략은 market directional 전략으로 주식공매도를 중요하게 이용하며, 반대로 막대한 규모의 신용매수(즉, 레버리지)를 일으키기도 함
 - 주식공매도를 활용할 수 없는 헤지펀드는 존재하기 어려움

- 주식시장 공매도 규제 수준도 주식시장 가격발견 효율성에 대한 대용치가 될 수 있으며, 주식시장 효율성은 MSCI 선진국 지수의 편입 기준 중 하나임
- 결국, 주식공매도를 폐지하거나 규제를 크게 강화하는 것은 선진증시로의 도약, 금융허브 정책을 고려할 때 바람직하지 않음
 - 최근 헷지펀드에 대한 규제 강화 논의는 헷지펀드의 주식공매도와는 별개의 논의로, 주로 헷지펀드가 일으키는 레버리지, 규제당국의 헷지펀드의 감시 강화와 관련된 논의임

7. 주식공매도와 원/달러 환율

가. 이슈의 내용

- 한국시장에서 주식공매도의 주된 주체가 외국인이기 때문에, 외국인의 주식공매도가 원/달러 환율 상승요인이라는 주장이 대두

나. 이슈의 평가

- 실제 자료를 살펴보면 주식공매도로 인해 외환시장으로 유입될 수 있는 자금의 규모는 상대적으로 대단히 미미한 수준

- ☐ 아울러, 외국인 주식공매도가 반드시 외국인 자본시장 순매도를 의미하는 것이 아니며, 공매도와 상관없이 외국인의 자본시장 순매수 빈도는 약 50%이기에, 외국인 주식공매도가 원/달러 환율의 상방 압력으로 작용할 가능성도 적음
- ☐ 실증분석에서 외국인 주식공매도와 원/달러 환율간 통계적으로 유의한 관련성이 있다고 해도, 경제적 유의성은 거의 무시할만하다고 판단됨
- ☐ 외국인 주식공매도가 원/달러 환율에 영향을 미친다는 추측을 뒷받침할 만한 배경 논리 또는 실증적 증거는 제시된 바 없음

Ⅵ. 요약 및 정책적 시사점

1. 요약

- 공매도는 특정자산을 빌려와 매각하는 경제적 행위로, 합법적이고 전통적이며 일반화된 투자방식임
 - 공매도는 자산가격의 하락에 의해 이익을 얻는 구조로 매수와 반대 이익구조를 가지고 있음

- 공매도는 부정적인 정보를 반영하여 시장의 정보효율성을 높이고, 새로운 거래를 창출하여 시장의 유동성을 확대시키는 효과를 가짐
 - 주식공매도의 제한은 상향의 주가거품을 유발할 수 있으며 부정적 정보의 반영을 늦춰 시장붕괴를 조장할 수 있음

- 한국시장에서는 1996년 유가증권대차제도가 도입되어 기관투자자의 대차가 가능해지면서 본격적으로 공매도가 증가하였으며 2000년에 무차입공매도 금지, 공매도표시제도 등의 공매도 규제가 도입되었고 업틱룰에 대한 감독을 강화함
 - 1996년 이전에는 대주제도를 통한 개인투자자의 공매도가 가능하였으나 거래량은 매우 적었음
 - 2004년부터 2008년까지 최근 5년간에는 전체 거래대금의 1~2%정도가 공매도거래대금으로 나타남

- 현재 조사대상 65개국 중 49개국에서 공매도가 허용되어 있으며, 유럽지역의 규제수준은 낮고 아시아지역의 규제수준은 높으며 중동지역에서는 공매도가 대부분 금지되어 있음
- 2008년 하반기 금융위기가 급속히 확산되면서 공매도가 주가하락을 부추긴다는 주장에 따라, 27개국에서 한시적인 공매도 규제조치를 발표하였음
 - 한국은 2008년 10월 1일부터 모든 종목에 대한 주식공매도를 금지하였으며, 2009년 6월 1일 금융주를 제외한 종목에 대해 조치를 해제하였음
- 주식공매도가 주식시장 및 외환시장에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과, 일일 주식공매도는 해당일의 KOSPI 지수수익률과 원/달러 환율에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타남
 - 주식공매도가 주가하락을 부추긴다는 주장은 실증적으로 타당하지 않은 것으로 나타남

2. 정책적 시사점

가. 주식공매도 활성화의 정책 방향 설정

- 현재 제기되는 일각의 주장과는 달리, 주식공매도에 대한 규제를 강화하는 것보다는 활성화하기 위한 정책적 노력이 필요한 부문임

- 공매도는 매입·보유와는 반대 포지션으로 익스포저를 생성시키는 전략으로 헷징을 포함한 다양한 투자 전략의 구현을 가능하게 함
- 시장의 정보효율성을 높이고, 주가의 상향 거품을 방지하며, 시장의 유동성을 확대하는 순기능을 가지고 있음
- 따라서, 주식공매도의 순기능이 최대한 발휘될 수 있는 제도적 환경을 조성하는 것은 중요함

나. 주식공매도 규제의 효율화 및 철저한 규제준수

- 주식공매도를 최대한 허용하면서 주식공매도의 잠재적 역기능을 제어하기 위한 공매도 관련 규제제도의 구축이 필요함
 - 공매도 관련 공시 및 보고는 시장의 정보효율성을 높이고 감독기능을 강화하는 역할을 하나, 공매도를 위축시킬 수 있고 규제준수 비용이 발생하므로 합리적인 수준의 공시 및 보고 체계를 갖추어야 함
 - 무차입공매도금지와 호가제한제도는 시장의 안정성을 유지하는데 도움을 주지만, 공매도전략의 실행을 방해하는 요소로 작용할 수 있으므로 합리적인 규제의 설계가 필요하며 시장상황에 따라 탄력적으로 적용하는 방안을 고려할 필요가 있음
- 시장참가자는 주식공매도 관련 규제의 철저한 준수가 필요하며, 규제당국도 법적 규제를 자동적으로 강제할 수 있는 수단을 강구해야 함
 - 주식공매도를 최대한 허용하되, 공매도 관련 제도를 철저히 이행하도록 강제하는 수단이 필요함

- 무차입공매도로 인한 결제 실패, 호가제한제도와 보고의무 위반을 동반한 불공정 행위 등은 투자자보호와 시장질서에 대해 심각하게 부정적인 영향을 미치게 되므로 정확하고 엄격한 규제의 이행이 필요함

□ 주식공매도 규제를 따르도록 시장참여자에게 강제하고 어길시 처벌하는 것보다는 주식공매도의 전 과정을 시스템화하여 공매도 관련 규제가 시스템에 일괄적으로 적용될 수 있도록 하는 것이 바람직

- 이를 위해서는 KRX 장내거래 시스템과 예탁결제원 및 증권금융의 대차거래 시스템이 자동적으로 연계되는 주식매매시장 및 대차시장 종합 시스템을 구축하는 것이 필요함

다. 개인투자자의 주식공매도 허용 수준

□ 현행의 금융투자업자가 제공하는 대주로 이미 개인투자자들에게 주식공매도 기회가 제공되고 있으나, 대주한도, 대주기간, 담보비율 등의 제약으로 현실적으로 활성화되어 있지는 않음

- 개인투자자들의 투자전략 다양화를 위해서는 대주가 보다 활성화되어야 할 것으로 판단됨
- 다만, 개인투자자에 대해서 금융교육의 강화를 통해 기타 파생상품에 대한 이해의 수준을 높이는 중장기적 금융교육 강화 정책이 필요하며, 금융투자회사는 개인투자자의 위험 성향을 정확히 파악한 후, 가장 높은 위험감내력 범주에 속하는 투자자에게 대주 서비스를 제공해야 함

라. 주식공매도와 결부된 부정거래행위

□ 주식공매도와 함께 해당 기업에 대한 악성루머를 유포한다며 주식공매도를 비난하고 있으나, 이는 주식공매도 자체의 문제는 아님을 정확히 인식해야 함

— 주식에 대한 신용매수와 함께 해당 기업에 대한 긍정적 루머를 퍼뜨릴 수도 있으며, 이 경우 신용매수 자체의 문제가 아니라는 점을 인식하면 쉽게 이해할 수 있음

□ 악성루머이든지 긍정적 루머이든지 이는 풍문의 유포를 통한 주가조작(자본시장법 “제178조” 부정거래행위 등의 금지)에 해당되기 때문에 이를 철저히 감시하고 적발시 법에 따라 엄정하게 처벌해야 함

참 고 문 헌

<국내문헌>

빈기범 · Jaemin Kim · Sean Sehyun Yoo, 2009, 『한국 증시의 MSCI 선진시장지수 편입에 관한 주요 이슈 분석』, 자본시장연구원 이슈페이퍼 09-01.

박기효외, 달러 빼가는 외국인 공매도, 매일경제, 2008 (9.18).

장경영, 없는 주식 빌려다 미리 파는 ‘공(空)매도’?, 한국경제, 2008 (9.26).

한국예탁결제원, 상반기 주식대차거래 60조원 규모, 보도자료, 2008 (7.7).

<해외문헌>

Aitken, J.M., Frino, A., McCorry, S.M., Swan, L.P., 1998, Short sales are almost instantaneously bad news: evidence from the Australian stock exchange, *Journal of Finance* 53 (December), 2205-2223.

Alexander, J.G., Peterson, A.M., 1999, Short selling on the New York Stock Exchange and the effects of the uptick rule, *Journal of Financial Intermediation* 8, 90-116.

Allen, F., Morris S., Postlewaite A., 1992, Finite bubbles with short sale constraints and asymmetric information, *Journal of Economic Theory* 61, 206-229.

Angel, J.J., Christophe, E.S., Ferri, G.M., 2003, A close look at short selling on Nasdaq, *Financial Analysts Journal* 59, 66-74.

- Asquith, P., Pathak, A.P., Ritter, R.J., 2005, Short interest, institutional ownership, and stock returns, *Journal of Financial Economics* 78, 243-276.
- Au-Yeung, S.P., Gannon, G.L., 2005, Regulatory change and structural effects in HSIF and HSI volatility, *Review of Futures Markets* 14, 283-308.
- Boehme, D.R., Danielsen, R.B., Sorescu, M.S., 2006, Short sale constraints, differences of opinion, and overvaluation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41, 455-487.
- Boehmer, E., Jones, M.C., Zhang, X., 2008, Which shorts are informed? *Journal of Finance* 63, 491-527.
- Bris, A., Goetzmann, N.W., Zhu, N., 2007, Efficiency and the bear: short sales and markets around the world, *Journal of Finance* 62, 1029-1079.
- Chang, C.E., Cheng, W.J., Yu, Y., 2007, Short-sales constraints and price discovery: evidence from the Hong Kong market, *Journal of Finance* 62, 2097-2121.
- Charoenrook, A., Daouk, H., 2008, A study of market-wide short-selling restrictions, working paper.
- Christophe, E.S., Ferri, G.M., Angel, J.J., 2004, Short-selling prior to earnings announcements, *Journal of Finance* 59, 1845-1875.
- Cohen, L., Diether, B.K., Malloy, J.C., 2007, Supply and demand shifts in the shorting market, *Journal of Finance* 62, 2061-2096.

- Cornell, B., Liu, Q., 2001, The parent company puzzle: When is the whole worth less than one of the parts?, *Journal of Corporate Finance* 7, 341-366.
- Desai, H., Ramesh, K., Thiagarajan, R.S., Balachandra, V.B., 2002, An investigation of the informational role of short interest in the Nasdaq market, *Journal of Finance* 57, 2263-2287.
- Diamond, W.D., Verrecchia, E.R., 1987, Constraints on short-selling and asset price adjustment to private information, *Journal of Financial Economics* 18, 277-311.
- Diether, B.K., Lee, K., Werner, M.I., 2008, Short-sale strategies and return predictability, *Review of Financial Studies* 22 (October), 575-607.
- Diether, B.K., Lee, K., Werner, M.I., 2009, It's SHO time! short-sale price tests and market quality, *Journal of Finance* 64 (February), 37-73.
- Ferri, M.G., Christophe, S.E., Angel, J.J., 2004, A short look at bear raids: testing the bid test, working paper.
- Figlewski, S., 1981, The informational effects of restrictions of short sales: some empirical evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 16 (November), 463-476.
- Figlewski, S., Webb, G.P., 1993, Options, short sales, and market completeness, *Journal of Finance* 48, 761-777.
- Henry, T.O., McKenzie, M., 2006, The impact of short selling on the price-volume relationship: evidence from Hong Kong, *Journal of Business* 79, 671-690.

- Hong, H., Stein, C.J., 2003, Differences of opinion, short-sales constraints, and market crashes, *Review of Financial Studies* 16, 487-525.
- Hurtado-Sanchez, L., 1978, Short interest: its influence as a stabilizer of stock returns, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 13 (December), 965-985.
- Jarrow, R., 1980, Heterogeneous expectations, restrictions on short sales, and equilibrium asset prices, *Journal of Finance* 35 (December), 1105-1113.
- Jones, M.C., Lamont, A.O., 2002, Short-sale constraints and stock returns, *Journal of Financial Economics* 66, 207-239.
- Lamont, O. A., Thaler, R.H., 2003, Can the market add and subtract? mispricing in tech stock carve-outs, *Journal of Political Economy* 111, 227-268.
- McCormick, D.T., Ziegler, B., 1997, The Nasdaq short sale rule: analysis of market quality effects and the market maker exemption, NASD Economic Research.
- Mitchell, M., Pulvino, T., Stafford, E., 2002, Limited arbitrage in equity markets, *Journal of Finance* 57, 551-584.
- Nagel, S., 2005, Short sales, institutional investors and the cross-sectional of stock returns, *Journal of Financial Economics* 78, 277-309.
- Ofek, E., Richardson, M., Whitelaw, R.F., 2004, Limited arbitrage and short sales restrictions: evidence from the options markets, *Journal of Financial Economics* 74, 305-342.

- Schill, M.J., Zhou, C., 2001, Pricing an emerging industry: evidence from internet subsidiary carve-outs, *Financial Management* 30, 5-33.
- Senchack, J.A., Starks, T.L., 1993, Short-sale restrictions and market reaction to short-interest announcement, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 28, 177-194.
- Timothy, D.M., Reilly, L., The economic impact of the Nasdaq short sale rule, NASD, 1996 (July 23).
- Timothy, D.M., Zeigler, Bram, The Nasdaq short sale rule: analysis of market quality effects and the market maker exemption, NASD, 1997 (August 7).
- Woolridge, R.J., Dickinson, A., 1994, Short selling and common stock prices, *Financial Analysts Journal* 50, 20-28.

<웹사이트>

- | | |
|---------|--|
| 금융감독원 | www.fss.or.kr |
| 금융감독위원회 | www.fsc.go.kr |
| KRX | www.krx.co.kr |
| 한국예탁결제원 | www.ksd.or.kr |
| 한국증권금융 | www.ksfc.co.kr |