

Buysignal 이슈 토의: 공매도

10기 여름 1조/2023.07.30

- 서론

1. 공매도란?

공매도란 글자 그대로 '없는 것을 판다'는 의미이다. 개인 혹은 단체가 주식, 채권 등을 보유하지 않은 상태에서 매도하는 행위를 말한다. 매도한 주식·채권은 결제일 이전에 구매해서 매입자에게 갚아야 한다. 주가하락이 예상되는 시점에 시세차익을 내기 위한 방법이다.

공매도의 과정을 예로 들면 1만원짜리 A 주식을 100주 빌려서 팔아버려 당장 100만원의 현금을 얻은 후에 A 주식이 5천원이 됐을 때 A 주식을 100주 사서 갚는다. 갚을 때는 50만원밖에 들지 않았으니, 공매도 투자자는 A 주식 가격이 하락했지만 50만원의 수익을 낼 수 있다.

이렇듯 공매도를 하면 주가가 하락할 때 수익을 낼 수 있고 반대로 주가가 오르면 공매도 투자자는 손해를 보게 된다.

주식 공매도는 특정 주식의 가격이 단기적으로 과도하게 상승할 경우, 매도 주문을 증가시켜 주가를 정상 수준으로 되돌리는 등 증권시장의 유동성을 높이고 합리적인 주가 형성에 기여한다. 반면에 주식 공매도는 증권시장에서 시세조종과 채무불이행을 유발할 수 있다. 예를 들어 주식을 공매도한 후에 투자자는 주가 하락을 유도하기 위해 부정적 소문을 유포하거나 관계자는 부정적 기업보고서를 작성할 가능성이 있다. 또한 투자자의 예상과 달리 주식을 공매도한 후에 주가가 급등하면 손실부담이 증가해 빌린 주식을 제때 돌려주지 못하는 결제불이행이 발생할 수 있다.

특히 우리나라에서는 공매도는 외국인과 기관투자자가 거래대금의 99%를 차지해 '기울어진 운동장'이란 비판이 제기돼 왔다. 특히 공매도 거래의 70~80%를 외국인이 차지한다.

공매도는 매도 증권의 결제를 위해 대차거래 등을 통해 해당 증권을 사전에 차입하였는지 여부에 따라 무차입공매도(naked short selling)와 차입공매도(covered short selling)로 구분된다 대한민국 주식시장에서는 원칙적으로 공매도가 허용되지 않으나 차입공매도는 가능하다.



2. 한국 공매도의 역사

우리나라 공매도는 1969년 2월 신용융자제도와 함께 신용대주제도가 도입되면서 주식공매도가 기능해졌다. 그리고 1996년 2월부터 상장사 주식의 대차제도가 도입되면서 기관들의 공매도도 허용되면서 거래규모가 급증하게 되어 본격적으로 공매도가 시장에서 활발하게 거래되기 시작하였다. 하지만 2000년에 우풍상호신용금고가 대량 공매도 후 차입 없이 성도이엔지 주식을 무차입으로 공매했는데 당초 예상했던 것과는 달리 성도이엔지 주가가 상승하여 결국 우풍상호신용금고는 결제불이행에 빠졌고 영업을 정지됐다.

금융당국은 '우풍상호신용금고'와 비슷한 사태의 재발을 막기 위해 '협회중개시장운영규정'을 개정하고 무차입공매도를 금지했다. 또한 공매도 여부 표시제도를 도입했으며 주가의 급격한 하락을 막기 위해 주식을 매도할 때 현재보다 높은 가격으로만 매도해야 하는 '업틱 룰'을 도입하여 현재의 공매도 규제의 토대가 되어 지금도 이 규제가 유지되어오고 있다. 그 이후 역사적으로 큰 경제위기가 발생하였을 때마다 공매도는 종종 중지되어왔다. 2008년 글로벌 금융위기 당시 주가폭락에 대응하여 2008년 10월 1일부터 8개월간 공매도가 금지되었고, 2011년 유럽발 재정위기 당시에는 2011년 8월 10일부터 3개월간 공매도가 금지되었었다. 가장 최근에는 2020년 코로나 당시 코로나 패닉으로 인하여 주가가 폭락하여 코스피 2000선이 무너졌고, 금융당국은 3월16일부터 6개월간 코스피, 코스닥, 코넥스 전체 상장종목 대상으로 공매도 금지를 하였다. 그 후 5월 26일 코스피가 종가 기준 2000선을 회복하였지만, 금융당국은 다시 한번 8월 27일부터 6개월간 공매도 금지를 연장하였다. 2021년 1월 7일 코로나 시기 풍부한 자금을 바탕으로 한 개인투자자들의 자금이 증권시장에 대거 유입되며 코스피를 사상 처음 3000을 돌파하면서 주가가 회복을 넘어서 상승 흐름을 탔지만 정치권과 개인투자자들의 반발에 2월3일부터 3개월간 공매도 금지를 연장하였다. 그리고 이 연장을 끝으로 5월3일 금융당국은 전면재개 대신 코스피200, 코스닥 150지수구성 종목에 한하여 공매도를 부분 재개하였다.

그리고 현재까지 전면재개 대신 부분적 재개에 머물고 있다. 최근 들어 공매도 전면재개에 관하여 논의하고 있지만 개인투자자들의 반발이 매우 거세어 아직까지는 전면재개가 어려운 것이 현

실이다.

외국은 대부분의 국가는 공매도를 허용하고 있다. 단, 공매도에 대한 세부적인 규정은 국가마다 다르다. 미국이나 일본은 우리나라보다 규제가 약한 편이다. 또한 공매도에 참여하는 투자자 중 개인투자자의 비율이 4%가 채 되지 않는 우리나라와 달리 미국은 35%, 일본은 약 25%를 기록하고 있다.



3. 최근 공매도 이슈

(1) 공매도 전면재개 이슈

공매도 전면재개의 필요성에 대한 목소리가 업계 안팎에서 다시 힘을 얻고 있다. 소시에테테제네랄(SG)증권발 주가 폭락사건에 이어 지난달 5종목 무더기 하한가 사태 당시 공매도 예외종목이 범 죄의 타깃이 된 점이 배경으로 작용했다. 공매도가 가능했다면 가격 급등과정에서 공매도 물량이 풀리며 과열을 가라앉히거나 주가가 제자리를 찾아가 작전세력의 먹잇감이 되지 않았을 것이란 지적이다.

최근 모건스탠리카피털인터내셔널(MSCI) 지수 편입 불발도 공매도 재개론에 힘을 실고있다. 이른바 '코리아 디스카운트'를 해결하려면 증시 유동성 확보, 외국인 투자자금 유치에 더해 공매도 완전재개가 필수적이라는 지적이다. 실제 MSCI는 보고서를 통해 "우리나라 공매도 제도의 정상화 스케줄이 부재하다"고 지적한바 있다.

(2) 공매도를 버틴 에코프로

앞서 한 차례 조정을 받은 에코프로 주가가 이 같은 급등세를 나타낸 데는 공매도 세력의 '쇼트 커버링'(빌린 주식을 갚기 위해 되사는 것)이 주효했다는 분석이 많다. 에코프로 주가가 떨어질 것이라고 생각해 주식을 빌려서 팔았으나(공매도 했으나), 되레 주가가 오르자 매도했던 주식을 다시 사들여 주가가 큰 폭으로 치솟게 됐다는 얘기다. 아직 골드만삭스 등 외국계 투자은행들이 에

코프로그룹주에 대한 공매도 잔고를 대량 유지 중이지만 개인투자자는 이들 공매도 세력도 결국 견디지 못하고 쇼트 커버링에 나설 것이라고 내다보고 있다. 결국 에코프로 공매도에 나섰던 헤지펀드들도 주식을 다시 매매하고 있어 앞으로 더 급등할 수 있다는 것이다.

- 본론

4. 공매도의 순기능

(1) 증시 진정효과

공매도는 주가나 채권 값에 진정효과를 가져온다. 사람들은 주가를 싸게 사서 비싸게 팔고 싶어 하는 욕구를 가지지만 실제로 그렇지 못한 경우가 종종 발생한다. 주가가 이미 오르기 시작했을 때 주식 매수량을 늘리고 주가가 빠르게 떨어지면서 바닥을 찍기 전에 주식을 파는 경향을 보이곤 한다. 이러한 상황이 반복되면 주가 그래프의 기울기가 주가가 오르고 내림에 따라 가파르게 변한다. 즉 주가가 상승할 때 큰 폭으로 오르고 주가가 내릴 때 큰 폭으로 떨어지는 경향이 강해지는 것이다. 공매도는 이러한 변동성에 따른 리스크를 줄이는 역할을 한다. 공매도 투자자들은 주가가 오를 때 주식을 먼저 팔고 이후 주가가 내릴 때 주식을 사는 성향이 있다. 만약 매수량이 급증해 주가가 큰 폭으로 오르는 경우 나중에 가격이 떨어질 것을 기대하며 공매도 투자자들은 매도 주문을 한다. 이 때 매도 주문을 통해 주가가 급증하는 것을 완화한다. 주가가 떨어지는 상황에서는 공매도 투자자들이 주식을 매수함으로써 주가 하락폭을 완화한다. 결국 이러한 공매도 투자자들의 행동은 증시에서 변동에 따른 위험을 줄인다.

(2) 적절한 기업가치 평가

어떠한 기업이 지나치게 고평가를 받는 상황에서 공매도 투자자들은 매수를 진행함으로써 현재 주가가 지나치게 높으니 주가가 적정 가치를 찾아 가면서 조정을 받을 것을 기대한다. 대부분의 주주들과 투자자들은 자신이 투자한 기업의 주가가 오르기를 기대한다. 이러한 과정에서 이해당사자들이 주가를 높이기 위한 목적으로 주가가 떨어질 수 있는 정보를 제공 제공하지 않고 숨기거나 비록 훌륭한 기업이라고 할지라도 기업의 적정가치에 비해 주가가 지나치게 과열되어 있는 상황에서 공매도 투자자들이 매도세를 만듦으로써 아직 투자를 결정하지 않은 투자자들에게 하락의 위험을 경고하는 긍정적 기능을 한다.

(3) 유동성 공급

주식은 매도하는 사람과 매수하는 사람 사이에서 가격이 형성된다. 몇몇 주식은 매수하고 싶어도 매도량이 나오지 않아 거래가 이루어지지 않는 경우가 발생한다. 잠재 매수자는 모든 주식 투자자가 될 수 있지만 공매도가 이루어지지 않는다면 잠재 매도자는 오직 해당 주식을 보유하고 있는 투자자이다. 그렇기에 주식을 가지고 있는 주주들이 매도 제시를 하지 않으면 매수, 매도 불균형이 발생할 우려가 있다. 이러한 상황에서 공매도가 이루어지면 가격을 매개로 주주들에게서 매

도 수요를 유인할 수 있다. 따라서 공매도를 통해 자본의 유동성을 높이는 일을 기여할 수 있게 된다.

5. 공매도의 역기능

(1) 참여주체의 불공정: 국내 개인 투자자의 낮은 참여 비중

국내 주식시장에서 공매도 기법에 참여하는 주체의 상당수는 개인 투자자들이 아닌 외국인 투자자와 기관이다. 2021년 공매도 거래실적을 집계한 외국인 투자자의 공매도 거래 대금 비중이 전체 공매도 거래액의 73%를 차지하고 그 다음으로 기관투자자가 25% 개인 투자자가 2%수준이다. 이렇게 국내 개인 투자자와 외국인 투자자의 공매도 참여 비중이 현격히 차이가 나는 이유는 제도적 차별에서 기인한다. 외국인 투자자의 경우 국내 개인 투자자에 비해 35% 더 낮은 105%의 담보유지비율이 요구되고 주식 상환기간 또한 국내 개인투자자는 90일인데 반해 외국인 투자자는 정해진 기한이 애초에 없으며 증권회사의 계약에 따라 통상적으로 1년 정도의 상환 기간이 정해진다. 국내 개인투자자의 경우 90일 안에 매수가 이루어지지 않으면 증권사에서 반대매매를 통해 차입금을 회수한다. 이러한 제도적 원인에 의해 국내 개인 투자자들은 공평한 공매도 투자 기회를 가지지 못한다.

(2) 주가 하락 가속화: 불공정 거래 유발 위험 및 하락장 가속화

공매도 투자자들이 수익을 보기 위해서는 반드시 주가가 떨어져야 한다. 그렇기에 일부 공매도 세력이 주가를 떨어뜨리기 위해 의도적인 불공정 거래를 유발함으로써 주식시장의 불안정성을 유발할 수 있다. 이것뿐만 아니라 주식시장이 하락장으로 국면이 전환된 경우 공매도 투자자들이 주가가 떨어질 것을 기대해 대규모 공매도 물량을 시장에 풀기 시작하면 주식시장의 하락세가 가속화될 위험이 있다. 공매도 투자자들의 대규모 물량세를 시장에 풀어 주가하락이 이루어지기 시작한다면 다른 투자자들의 역시 하락세를 걱정해 주식을 매도하기 시작해 주식시장 전체가 큰 폭으로 하락할 위험이 발생한다. 이러한 위험이 있어 실제로 2008년 한국의 경우 10월 1일부터 8개월간 공매도가 금지되었고 2011년 유럽발 재정위기 때에는 3개월간 공매도가 금지되었다. 물론 주가가 하락하는 원인은 상당히 복합적이기에 공매도가 주가 하락을 유발한다는 주장은 근거가 부족하다는 반박이 존재하기도 한다. 하지만 2008년 당시 공매도가 금지 이후 한 달간 코스피가 떨어진 이후 반등을 시작해 시작일 대비 1.7% 하락에 그쳤다. 동일 기간 동안 미국의 S&P 지수는 18.8% 떨어졌다. 동기간 최대 낙폭 또한 코스피가 34.8%로 S&P 500이 41.7%를 기록한 것에 비해 더 작았다. 일본의 닛케이 지수 역시 한국이 공매도 금지를 시작한 기간 동안 코스피보다 높은 14.9%의 하락이 이루어졌다. 이를 통해 볼 때 공매도가 주가하락을 가속화한다는 하나의 방증이 될 수 있다.

6. 국내와 해외의 차이

¹공매도는 대부분 선진 자본시장에서 허용된다는 점에서 비교 국가는 미국, 홍콩, 독일, 일본으로 선정하며, 이하 본론에서 비교 국가들을 선진 자본시장으로 정의한다. 선진 자본시장과 한국은 공매도 허용 여부, 공매도 이후의 주가 하락 추이, 공매도 결제 시스템, 시장 조성자에 대한 입장에서 유사한 측면을 가진다. 반면에 거래주체별 공매도 조건, 불법 공매도 관련 제재 현황에 대해서는 상이한 현상을 보이는 것을 알 수 있었다.

(1) 공통점

- 공매도 허용 여부와 결제 시스템

대부분의 선진 자본시장에서는 차입 공매도를 허용하고 있으나, 결제 불이행의 위험이 큰 무차입 공매도에 대해서는 금지하는 추세이다. 국내 역시 무차입 공매도에 대해서는 전면 금지하고 있다. 무차입 공매도의 결제 불이행 위험이 큰 것은 선진 자본시장이 주식 거래에서 해외자본 유입을 위하여 익일 결제를 허용하지 않기 때문이다. 현재 세계 각국처럼 T+n 일에 주식이 결제된다면, 차입 공매도와 달리 무차입 공매도는 반대매매 할 주식이 존재하지 않기에 결제 불이행의 확률이 높아진다. 아래 표에서 볼 수 있듯이 해외 주요국의 경우 T+2 일 결제주기, ²국내의 경우 T+3 일 결제주기를 채택한 실정이다.

참고 해외 주요국의 주식 결제주기	
[아시아]	[미국·오세아니아]
국가	결제주기
홍콩	T+2일
일본	T+2일
싱가포르	T+2일
태국	T+2일
베트남	T+2일
인도네시아	T+2일
국가	결제주기
미국	T+2일
캐나다	T+2일
멕시코	T+2일
브라질	T+2일
호주	T+2일
뉴질랜드	T+2일
[유럽]	
국가	결제주기
독일	T+2일
영국	T+2일
프랑스	T+2일
이탈리아	T+2일
네덜란드	T+2일
스페인	T+2일

<표> 해외 주요국의 주식 결제주기(2021), 한국거래소

하지만 결제 불이행의 위험에도 불구하고 익일 결제를 허용하지 않는 원인은 외국인 투자자 거래와 국내 일반 거래 모두 최소한 하루 이상의 결제 기간이 필요하기 때문이다. ³특히 개방된 자본시장의 측면에서 시간대가 다른 외국인 투자자들의 원활한 결제를 지원하기 위해 최소한 하루 이상의 기간 부여가 불가피 하다.

- 공매도와 주가 하락의 상관관계 및 인과관계

¹

² 다올투자증권 <https://www.daolsecurities.com/customer/guide/stockPayment.jsp>

³ 한국거래소

국내외 모두 공매도와 주가 하락 사이의 상관관계나 인과관계를 실증적, 이론적으로 증명한 사례는 없으나 해당 주제에 대하여 예민하게 접근해야 할 필요성이 있다.⁴ 우선 국내의 경우 시장전체 차원이나 개별종목 차원 모두에서 공매도로 인한 주가하락의 인과관계가 밝혀지지 않았다. 역으로 주가가 공매도를 인과한다는 증거는 비교적 강하게 나타났다.⁵ 또한 동일 기간 동안 공매도 금지 국가와 허용 국가를 비교한 실증 연구에서도 상관관계가 존재하지 않았다. 그러나 분명한 것은 '공매도가 주가 하락을 견인한다'라는 논리는 인과관계를 나타내는데, 주식 거래의 특성상 개별 변수가 통제할 수 없을 정도로 많기 때문에 공매도와 주가 사이의 인과관계를 밝히는 것이 현실적으로 어렵다는 사실이다.⁶ 특히 국내의 경우 기관을 중심으로 이뤄지는 공매도 특성상 정부 기관을 필두로 공매도를 극단적으로 옹호하는 시각을 언론을 통해 형성하고 있다는 지적이 발생하고 있다.⁷ 또한 해외 실증 연구에서 공매도와 초과수익이 유의미한 상관관계에 있다는 견해 역시 존재한다. 따라서 앞서 '공매도의 역기능'에서 살펴본 주가 하락의 측면을 무시할 수 없다는 점을 시사한다.

- 시장 조성자에 대한 예외적인 허용

시장 조성자란 소속된 거래소의 규정에 따라서 매수/매도 양방향에 호가를 제시하여 투자자의 거래비용을 축소하는 역할을 담당하는 이를 칭한다. 특히 매수가/매도가 간의 스프레드가 크게 벌어졌을 때 유용하며,⁸ 국내의 경우 한국거래소와 별도 계약을 맺은 국내외 22개 증권사들이 맡고 있다. 시장 조성자에게 부여되는 가장 큰 혜택은 업틱을 면제와 공매도 허용이다. 업틱이란 직전 체결가격보다 높은 가격으로만 공매도 호가 제출을 허용하는 것을 뜻한다. 과거 국내 시장조성자에게는 업틱률이 면제되었으며, 공매도가 허용되었다.

주요국의 공매도 규제 비교 자료: 금융투자업계

	무차입 공매도 금지	업틱률	공매도 호가 표시	공매도 과열종목 지정	전액 공시		공매도 금지 (2020년)
					투자자별	종목별	
한국	○	○	○	○	○	○	○
미국	△	△	○	×	×	○	×
영국	○	×	×	×	○	×	×
독일	○	×	×	×	○	×	×
일본	△	△	○	×	○	×	×
홍콩	○	○	○	×	×	○	×

업틱률은 공매도를 할 때 시장가격 밑으로 호가를 낼 수 없도록 하는 제도.

<표> 주요국의 공매도 규제 비교(2021), 금융투자업계

업틱률 면제 여부는 국가마다 상이하나 공매도 허용에 대한 선진자본 시장의 입장은 동일하다. 대부분의 주요 국가가 매도호가 제출을 위한 주식을 사전에 매수하기 어려운 실정을 고려하여

4

5 자본시장연구원

6

7

8

시장 조성자에 대한 공매도를 예외적으로 허용하고 있다. ⁹2020년 3월 코로나로 인하여 *유럽 6개국이 공매도를 금지했던 경우, 그리고 과거 **주요국의 공매도 금지조치의 경우 모두 시장조성자 등에 대한 예외를 허용한 것을 확인할 수 있다.

*그리스, 오스트리아, 이탈리아, 벨기에, 프랑스, 스페인

** 미국, 영국, 일본, 프랑스, 독일, 이탈리아, 호주, 대만

(2) 차이점

- 거래주체별 공매도 조건

앞서 공통점과 비교했을 때 핵심적인 차이점은 2개에 불과하다는 사실을 미루어 보아 국내 공매도에 관한 실정은 선진 자본시장과 유사한 측면이 더욱 큼을 알 수 있다. 그러나 국내에서 공매도에 대한 비판적인 목소리가 나오는 경향성은 개인에게 지나치게 불리한 국내 공매도의 구조적인 측면에서 기인한다. 공매도 거래에 있어서 미국, 일본은 기관투자자와 개인 간의 구조적 차이가 뚜렷하지 않은 반면, 국내는 공매도 제한으로 인하여 2022년 개인 투자자의 비율이 2.3% 선에서 그치는 것으로 추측된다.

		'21.6월	'21.12월	'22.6월
코스피	개 인	1.9	1.8	2.3
	기 관	25.5	23.7	22.8
	외국인	72.6	74.5	75.0
코스닥	개 인	2.0	2.9	3.0
	기 관	19.9	31.6	32.9
	외국인	78.1	65.5	64.1

주 : 각 기간의 한달 간 누적 거래대금을 기준으로 비중을 산출

<표> 거래주체별 공매도 거래비중(2022), 한국증권거래소

공매도 거래에 있어서 해외 국가(미국, 일본)와 한국 간의 대표적 차이는 공매도 담보 비율이 있다. 공매도 담보 비율의 경우, 미국과 일본은 기관과 개인이 동일한 책임을 지는 반면 국내는 개인이 더 높은 책임을 진다. ¹⁰미국에선 기관과 외국인 역시 개인과 마찬가지로 150%다. 일본은 개인과 기관이 130%로 같은 규정을 적용받는다. 반면, 우리나라는 외국인/기관이 105%, 개인 투자자 공매도 담보 비율이 140%이다.

이외의 부수적인 차이로는 상환기한(미국), 주식 대여 서비스(일본), 개인 증거금(한국)이 존재한다.¹¹ 미국은 기관 간의 대차 거래에 한해서 3개월/6개월/1년 단위 상환 만기를 규정한다. 그러나 국내에선 외국인/기관이 최대 1년, 개인의 공매도 대여 기간은 90일이기 때문에 개인은 예측에 어려움을 겪는다. 일본의 경우 공공기관이 개인을 위한 주식 대여 서비스를 제공하고, 개인과 기관 간의 주식 차입 조건이 다르지 않다. 하지만 한국은 개인에게만 40%의 증거금을 요구하는 등 투자에 있어서 불리한 측면이 발견되었다.

- 불법 공매도 관련 제재 현황

불법 공매도에 대한 한국의 처벌 수위는 세계 자본 시장에서 강력한 편에 속한다. 한국 자본시장법에 따르면 불법 공매도를 한 자에 대하여 주문금액 범위 내 과징금과, 1년 이상의 유기징역 등 형사처벌 부과가 가능하다. 유기징역은 형법에 따라 최대 30년까지 부과될 수 있다.

해외 주요국의 불법공매도 관련 제재 현황

국가	제재 수준
미국	5백만\$ 이하의 벌금 또는 20년 이하의 징역
홍콩	10만 홍콩\$ 이하의 벌금 또는 2년 이하의 징역
독일	50만 € 이하의 벌금
일본	30만 ¥ 이하의 과태료

<표> 해외 주요국의 불법 공매도 관련 제재 현황

하지만 해외의 경우 미국, 홍콩만이 불법 공매도에 대하여 형사처벌을 실시하고 있으며 독일, 일본은 금전적 처벌만이 존재한다.

3. 케이스

3-1. 국내 케이스: 에코프로

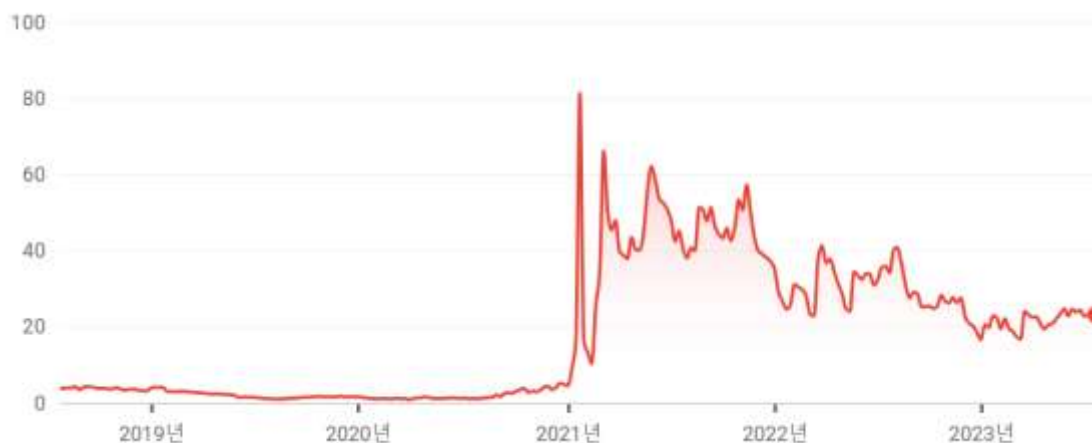
에코프로의 경우 앞에서 제시한 공매도가 주가 하락을 가속화하는 경우와 달리 공매도가 오히려 주가 가격을 올리는데 영향을 준 사례이다. 에코프로는 코스닥에 상장된 2차전지 관련주 중 하나이다. 에코프로의 1주당 가격은 지난 7월 말 70만원대의 가격을 유지하다가 7월 24일 장 마감 기준 116만원대로 최근 3개월 동안 94%의 주가 상승이 이루어졌다. 20일 한국거래소에 따르면 시가총액 대비 공매도 잔액 비중이 지난 6월 말과 비교해 1.3% 감소한 4.9%를 기록하였다. 공매도 잔고금액은 1조 3095억원을 기록하였다. 에코프로의 주가가 과대평가되었다고 생각했던 공매도 투자자들이 떨어질 것이라 예상해 공매도를 진행했지만 그들의 기대와 달리 에코프로의 주가가 천정부지로 치솟으면서 공매도 투자자들이 숏커버링(빌린 주식을 갚기 위해 주식을 사들이

는 것)을 진행하였다. 숏커버링으로 인한 매수세가 이어지면서 오르고 있는 주가를 더 끌어올리는 숏스퀴즈 현상이 이루어진 것으로 파악되고 있다. 이것을 통해 볼 때 공매도는 주가하락에 영향을 주는 경우가 있으면서 동시에 주가상승에 영향을 주는 양면성을 지녔다고 할 수 있다. 또한 진정효과만을 만드는 것이 아닌 주가의 변동폭을 키우는 역효과가 날 수 있음을 시사한다.

3-2. 해외 케이스: 게임스탑 주가 폭등 사건(21.01.29)

해당 케이스를 이해하기 위해선 로빈후드와 게임스탑, 두 기업을 알아야 한다. 우선 로빈후드는 미국의 핀테크 기업으로 수수료 없이 주식, 상장지수펀드, 암호화폐 등의 금융 거래를 지원한다. 편리한 거래 방식으로 미국 내 젊은 층을 상대로 선풍적인 인기를 끌었다. 다음으로 게임스탑은 미국의 비디오 게임 전문 기업이다. 2020년 연말, 해당 주식에 대하여 유명 헤지펀드 멜빈 캐피털 등 공매도 세력으로부터 과도한 수준의 공매도가 이뤄진다. 공매도 수량은 게임스탑 총 주식 발행수의 140% 이상에 달했다. 신제품 출시와 인사 영입이라는 호재가 존재했으나, 코로나 상황에서 디지털이 아닌 오프라인 게임 유통이라는 한계로 인한 주가 하락이 예견되었기 때문이다. 더불어 주당 20달러였던 기업 가치 역시 고평가되었다는 견해가 지배적이었다.

이를 인지한 개인 투자자들은 '레딧'이라는 온라인 커뮤니티를 중심으로 공매도 세력과의 전쟁을 선포한다. 게임스탑 주식을 집중적으로 매수하여 주가를 올림으로써 공매도 세력에게 손실을 입히는 전략이다.



<표> 게임스탑 주가(2019~2023), google 금융

¹²그러자 2021 년 연초 주당 17.25 달러에서 거래되던 게임스탑 주가가 폭등하기 시작했다. <표>에서 확인할 수 있듯이 주가가 갑자기 80 달러 선으로 뛰는 것을 확인할 수 있다. 무엇보다 주가를 올리려는 개인과 끌어내리려는 공매도 세력이 맞붙으면서 주가의 변동성은 극에 달했다.

결국 일부 공매도 세력은 급등한 주가에 따라서 파산하거나 증거금 청산을 위하여 자산을 처분한다.

그러나 개인과 공매도 세력이 맞붙은 상황에서 로빈후드가 게임스탑 주식에 대한 거래제한을 내걸면서 공매도 세력을 돕는다는 비판에 직면했다. 시장 안정을 이유로 게임스탑 주식의 매수는 허용하고 매도를 제한한 것이다. 전례 없는 조치에 로빈후드는 금융기관으로서의 신뢰가 하락함에 따라, 예정된 규모보다 작게 IPO가 성사되고 로빈후드 주식에 대해서도 대량 공매도가 이뤄진다.

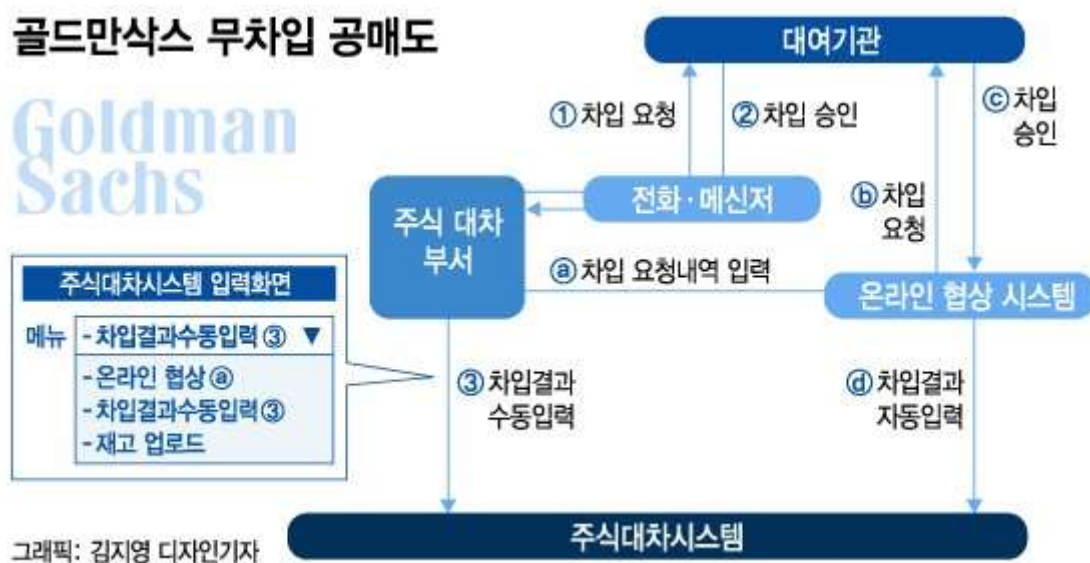
해당 사례를 통해 알 수 있는 시사점은 다음과 같다. 우선 기관 투자의 측면에서, 위 사례는 기관 투자자들의 공매도 전략의 비탄력성을 시사한다. 개인들은 상대적으로 자유로운 투자가 가능함에 따라 포지션을 유추하는 것이 어렵지만, 기관 투자자들의 포지션은 유사할 수밖에 없기에 예측 가능하다. 또한 사전에 결정된 IR에 따라 투자를 진행해야 하는 기관 투자자들의 특성상 해당 사건에 탄력적인 대응이 불가능한 것은 자연스러운 결과이다. 마지막으로 개인 투자의 측면에서, 국내외 모두 구조적인 불리함을 내재하고 있음을 시사한다. 공매도에 대한 금융당국의 입장, 거래 제한 등에 대한 주시가 보다 예민하게 요청된다.

- 결론

처벌 사례

국내에서는 자본시장법에 따라 시장의 안정성과 공정한 가격형성을 해칠 우려가 있는 공매도나 허용되지 않는 공매도에 대한 처벌 규정을 두고 있다.

먼저 불법인 무차입 공매도의 경우 적발할 수 있는 경로가 굉장히 제한된다. 다음의 사례는 골드만삭스의 무차입 공매도 사례이다.



기관투자자들은 공매도할 주식을 계좌에 임의로 넣어주는 가입고가 가능한데, 이 경우 계좌에 해당

주식을 보유한 것으로 보이기 때문에 차입 공매도를 한 것처럼 보이게 되어 결제불이행이 나타나기 전까지는 해당 기관투자자가 주식을 실제로 보유했는지 알 수가 없게 된다. 위의 그림처럼 기관 및 외국인 투자자는 은행과 같은 수탁회사를 거쳐 주식을 거래하고 주문정보 및 계좌 내역이 수탁회사에게 관리되기 때문에 증권사는 주식의 소유 여부를 알 수 없다. 이러한 공매도의 허점을 이용한 악용 사례는 건전한 시장 체계에 역기능을 초래하기 때문에 높은 과징금 처벌 이상의 규제가 요구되고 있다.

차입 공매도는 공매도를 시행한 기관투자자가 실제로 시장의 안정성과 가격형성을 위해 시행한 것인지 매매차익을 늘리는 등 이익극대화를 이유로 시행했는지 알 수 있는 방법이 없다. 어쩌면 기관투자자의 도덕성에 맡기는 것처럼 보이기도 하다. 이러한 차입 공매도 규제에 대한 허술함 또한 공매도의 주요 문제점으로 지적되어 국내에서도 철저한 대차거래 정보 제출, 지속적 모니터링 등 관련 규제를 강화하고 있으나 아직 현재진행형인 것으로 보인다.

무차입 공매도 처벌

년도(건)	조치대상자	과태료[만원]
2016년(7건)	H사	2250
	I사	2250
	J사	3000
	K사	1500
	L사	750
	M사	750
	N사	1500
2017년(10건)	O사	1500
	P사	1500
	Q사	1500
	R사	1500
	S사	750
	B사	6000
	G사	2250
	E사	1500
	M사	750
	G사	750
2018년(5건)	C사	2100
	G사	1500
	D사	750
	C사	750
	G사	750
		750,480

자료: 자유한국당 김홍석 의원

지난 5월 금융감독원은 악의적 무차입 공매도를 적발하고 처음으로 무차입 공매도에 대한 과징금을 부과했다. 대상자는 외국계 투자회사였고 이들은 주가를 하락시키기 위해 스왑 거래를 이용, 악재성 정보가 시장에 공개되기 전에 공매도하여 매매차익을 극대화한 혐의를 받았다. 이를 통해서 국내 규제 당국이 악의적인 공매도를 지속적으로 추적하고 강화된 과징금을 부과할 것을 시사하면서 점차 국내외 금융사가 불공정거래에 대한 경각심을 가지게 될 것으로 보인다.

공매도 선행 연구 결과 모음

공매도가 과연 증시의 변동성 확대를 시키고 가격 하방 압력을 확대시키는지에 대해 그동안의 선행 연구 결과들에 대해서 찾아보았다. 가설로는 ‘공매도 금지 조치가 효과적이었는가’, ‘공매도는 시장에 긍정적인 영향(유동성 공급, 가격형성, 발견효과 등)을 미칠 것이다’에 대해서 실증 분석을 시행한 결과들이었다. 연구결과들은 다음의 세가지 기준으로 분석을 하였다. **시장의 유동성, 변동성, 주가하락에 인과적 영향성**이다.

1) 최혁, 이효정(2012) , 손욱, 엄운성(2014)

2008년 글로벌 금융위기 대응과정에서 사용된 국내 증권시장의 공매도 금지조치를 통해 공매도의 시장에 미치는 영향을 분석하였다. 결과를 요약하자면 **공매도 금지 기간에 시장 전체의 유동성이 저하되고 일종 변동성이 증가한 것으로 나타났다.** 공매도 순기능에서 주장하는 '**공매도 거래가 시장 유동성을 공급한다**'는 것을 지지 & **공매도 역기능 중 하나로 지적된 공매도의 시장 변동성 확대 효과가 오히려 제한시 확대되는 것을 보여주었다.**

정리하자면, 글로벌 금융위기로 인한 주식시장의 불안정성을 완화시키기 위해 **공매도 금지 조치가 시행되었으나 시장의 변동성을 축소시키지 못하였다는 의미한다.** 추가로 해제의 시점 전후를 비교 시 해제 후에 변동성이 축소되는 현상을 관측하였다는 점에서 공매도가 오히려 시장의 변동성을 완화시킨다는 점에서 가설인 공매도 금지 조치가 효과적이라는 것은 기각할 수 있고 공매도가 시장에 긍정적 효과를 미친다는 가설은 기각할 수 없다는 결과가 나온다.

2) 김준식, 서성원(2015)

공매도 금지조치가 주가에 대한 의견 불이치가 큰 종목들에 대해서는 과대평가 경향으로 이어질 수 있다는 점을 발견하였다.

3) 엄경식, 빈기범, 김준석(2011)

외국인투자자의 공매도와 주가 및 변동성에 대한 인과적 영향력 또는 선행성 분석하였다. **외국인 주식공매도의 주가 하락에 대한 인과적 영향력을 인정할 만한 근거는 찾지 못하였다는 것이 결론**이고, **외국인 주식공매도가 주가하락에 대한 선행성 없다는 점에서 이 역시 공매도가 긍정적 효과를 야기한다는 가설을 기각하지 못하는 근거로 작용하였다.**

4) Jung, Kim and Lee(2013)

우리나라 개인투자자의 공매도 효과에 대해 분석하였다. 1986년 5월부터 2008년 1월 20일까지 금지되어 있었는데, 2008년 1월 21일 개인 공매도가 재개되는 시점의 전후를 비교하는 방식으로 파악하였는데, **개인 투자자의 공매도가 주식시장의 불안정성을 유발하는 근거를 찾지 못하였다.** 오히려 **호가스프레드를 줄여주는 유동성 효과**를 발견했다는 점에서 공매도의 순기능에 논리적인 근거가 되었다.

정리

우리나라 주식시장을 대상으로 공매도의 영향을 분석한 논문들은 대체로 공매도가 주식시장의 유동성을 공급에 기여하는 것으로 평가하고, **공매도를 금지(제한)할 경우 시장의 유동성이 악화되고, 변동성이 오히려 확대되는 것으로 나타났다.** 또한 **공매도가 주식가격을 정상 수준 이하로 하락시키거나, 시장의 불안정성을 유발하는 증거는 발견하지 못하였다는 점에서** 공매도 금지 조치가 효과적이라는 가설의 논리적 근거는 부족하고 공매도가 효율적인 시장을 야기한다는 점은 기각하지 못한다는 결론에 이른다.

〈표 IV-2〉 2008년, 2011년 공매도 금지조치 및 해제조치의 영향¹⁾

	지표 및 분석 방법	2008년 공매도 금지조치 분석		2011년 공매도 금지조치 분석		
		금지조치 영향	금지조치 해제 (비금융주) 영향	금지조치 영향	금지조치 해제 (비금융주) 영향	금지조치 전면해제 영향
유동성	Amihud 척도 ²⁾	-	개선	악화	-	-
	스프레드 ^{3,4)}	-	개선	N/A	N/A	N/A
변동성	일간 변동성 ²⁾	상승	감소	상승	감소	-
	일중호가 변동성 ³⁾	상승	감소	N/A	N/A	N/A
	일중가격 변동성 ³⁾	상승	감소	N/A	N/A	N/A
공매도의 가격 하락 유발 또는 금지조치의 가격 하락 방어 가능성	누적 비정상 수익률 분석	금지조치가 가격하락을 방어하지 못함.	해제조치가 가격하락을 유발하지 않음.	가격하락을 방어했을 가능성 존재	해제조치가 가격하락을 유발하지 않음.	가격하락과 연관성 존재

주 : 1) 손욱 엄윤성(2014)의 내용을 정리하였으며, '-' 표시는 통계적으로 유의하지 않음을 나타냄.

2) 사건 전후 1개월씩 비교한 분석을 기준으로 하였음.

3) 일중 데이터를 사용

4) 상대적 호가스프레드, 실패스프레드, 실패스프레드 등 3 종류의 스프레드 지표를 사용

2020년 공매도 금지조치 및 해제 조치의 영향

-금지조치

공매도 금지조치로 유동성은 악화되고 변동성은 상승한 것으로 판단되었다. 바이오 종목군의 경우, 공매도 금지조치로 인한 유동성 악화와 변동성 상승이 상쇄되는 경향이 나타났다는 점은 그동안의 결과와는 조금 다른 결론이 나왔다. 하지만 여전히 공매도 금지조치가 부정적 효과를 야기한다는 점에서는 동일한 결론이 나왔다.

-해제조치

공매도 금지조치의 해제는 유동성을 개선시켰으나, 변동성은 오히려 상승시켰다. 변동성의 시차효과를 감안할 때에도 이러한 효과 유지되었고, 누적비정상수익률 분석을 통해 볼 때, 공매도 금지조치는 주식가격의 하락을 방어하지 못하였다, 다만 이 경우에도 바이오 종목의 경우 가격 하락을 방어한 것으로 보였다. 이 점은 금지조치와 마찬가지로 바이오 종목에 대해서는 공매도 금지조치가 긍정적인 효과를 보여주었다. 하지만 해제 시 공매도로 인한 가격 하락 효과는 발견되지 않았다.

〈표 IV-18〉 2020년 공매도 금지조치 및 해제조치의 영향

	2020년 공매도 금지조치 분석	
	금지조치 영향	금지조치 해제 (코스피200, 코스닥150) 영향
유동성	악화 바이오 종목의 경우 유동성 개선	개선
변동성	상승 바이오 종목 등의 경우 변동성 상승이 상쇄	상승
공매도 금지조치의 가격 하락 방어 가능성 또는 공매도의 가격 하락 유발 가능성	전반적으로 금지조치가 가격하락을 방어하지 못함. 바이오 종목의 경우 가격하락을 방어	공매도로 인한 가격하락 효과는 발견되지 않음.

주 : 1) 유동성 및 변동성 효과 분석에서 금지조치 영향은 사건 전후 분석을, 금지조치 해제 영향은 회귀 분석을 기반으로 하여 평가하였다.

정리하면 금지조치가 바이오 종목을 제외하고는 유동성, 변동성 측면에서 부정적인 효과를 주었고 금지조치 해제는 유동성 측면에서는 긍정적 효과를 주었으나 다소 변동성을 확대한 측면은 있었다. 하지만 공매도가 가격하락에 큰 영향을 미친다거나 변동성을 과하게 확대하는 현상은 발견되지 않다는 점에서 공매도 금지가 효과적인 정책이 될 수는 없다는 것을 반증하였다.

정리 및 의견

공매도는 시장의 유동성을 향상시키고 시장 및 일부 주식에 존재하는 '거품'을 제거하는 역할을 수행한다는 점에서 시장 가격 형성을 원활하게 하는 순기능을 가지고 있다. 실제로 시장 내 공매도가 존재하지 않는다면 최대치로 차오른 거품의 피해를 받는 것은 마지막에 그 주식을 매수한 일반투자자의 몫일 것이다. 또한 매도 의견을 냄으로써 대주주와 경영자에 대한 압력 수단으로 사용하여 건강한 경영을 시행하도록 만든다. 기업 입장에서는 투자기관이 기업을 감시하는 스튜어드십 코드보다 더 신경 쓰이는 존재라고 할 수 있다. 위와 같이 공매도는 시장 내 효율성과 유동성을 증진시키며 경영자에게도 주주 친화적인 경영을 지속하게 만드는 등의 주요 순기능을 가지고 있다. 실제로 국내 공매도 비중은 6.4%로 미국 39.6%, 일본 36.6%, 홍콩 13.7%에 비해 낮은 공매도 비중을 가지고 있다. 이런 해외의 높은 공매도 비중은 공매도의 순기능이 시장의 자정작용에 유의미한 역할을 하고 있음을 보여준다. 그러나 공매도가 특성 상 기본적으로 주가에 하락 압력을 가중시킨다는 점이나 공매도의 혜택이 외국인과 기관투자자들에게 집중되고, 매도시점에 주가 변동성이 커지며, 그 피해를 일반 투자자가 떠안는다는 점에서 일반 투자자들은 공매도에 대해 부정적인 입장을 가지고 있다. 이러한 양론 때문에 규제 당국에서는 공매도의 순기능은 살리고 역기능은 최소화하기 위해 자본시장법 개정 등 지속적으로 공매도 규제체계를 정립하고 있다. 현재 보통 국내외에 허용되는 공매도는 차입 공매도로 무차입 공매도는 결제 불이행을 이유

로 금지하고 있지만, 차입 공매도 또한 앞서 설명한 바와 같이 사용 의도의 기준 등 여전히 모호한 기준이 존재한다는 점, 파생상품과 같은 다양한 투자 상품 등으로 인해 규제의 공백이 남아있다는 점, 공매도 악용에 비해 처벌 수위가 낮다는 점 등의 문제점이 남아있고, 처벌의 수위가 악용 시의 이익보다 현저히 낮아 비도덕적인 남용의 사례와 우려가 여전히 존재한다.

따라서 공매도는 시장에 존재하는 거품을 제거하여 시장을 효율적, 안정적으로 진정시키는 순기능을 가질 뿐만 아니라 경영인에 대한 압박 수단으로 활용되어 건전한 기업경영과 기업가치가 적절하게 평가되도록 조정하는 역할을 하는 필수불가결한 수단이지만, 공매도가 참여 주체의 불공정으로 인해 수혜자가 편중되는 경향이나 사용 의도에 따라 시장의 비효율성을 초래할 수 있는 역기능을 초래할 가능성이 여전히 존재하고, 실제로 앞서 예시했던 것과 같은 역기능 사례도 종종 발생했다는 점에서 공매도의 철폐나 금지보다는 지속적으로 공매도 체계를 점검하고 규제 법안 등을 철저하게 수정하고 보완해가는 것이 시장의 효율성과 건전성을 증진시키는 데 더 도움이 될 것이다.

1) 공매도의 순기능은 인정, 공매도 역기능을 최소화

공매도를 폐지하기보다는 공매도의 순기능을 감안하여, 공매도 제도를 유지하되 역기능을 최소화하는 방안을 모색하는 것이 타당할 것으로 보인다.

실증분석으로 판단시 공매도를 금지한다고 해서 시장의 변동성을 줄이거나 가격 하락을 막지 못한다. 대체로 공매도는 기업에 대한 부정적 정보가 빠르게 시장 가격에 반영될 수 있도록 도와주는 등 효율적인 가격 발견을 도와주며, 시장 유동성을 확대시켜주는 것으로 나타났다. (금지 기간에 오히려 변동성 확대, 유동성 위축되는 현상으로 반증) 공매도 거래가 시장 가격의 하락세를 유발하지 않으며 주식시장에 과도한 거품 형성을 제한한다는 장점이 있다. 시장의 가격 조정능력과 가격 발견 기능은 시장이 작동하는 핵심원리 중 하나로 작용하고 있다. 공매도가 전반적으로 시장의 가격 조정의 효율성을 향상시키는 방향으로 작동한다면 이를 폐지하는 것은 부적합하다고 판단된다.

2) 기술적으로도 공매도를 완벽하게 금지하기 어려움

다양한 매매전략 또는 파생상품을 통해 공매도와 유사한 효과를 낼 수 있다. 따라서 공매도를 금지한다고 해서 공매도와 같은 전략이 없어지지 않고 다른 전략으로 자금 수요가 이동될 것이다. 예를 들어, 인버스 ETF의 경우 기초자산의 가격이 하락하면 수익을 얻을 수 있는 구조로 되어 있어 인버스 ETF에 투자하는 것이 공매도와 마찬가지로 매도포지션 취하는 것, 선물매도도 매도포지션 취하는 방법등이 존재한다. 이런 상황에서 공매도를 금지한다면, 공매도 수요는 대체 매매전략으로 구현될 것이고 단순 공매도에 비해 더 높은 거래비용만 소요되는 결과만 초래할 것이다. 따라서 거래비용 상승시 시장의 효율성은 악화될 것으로 판단된다.

3) 순기능이 잘 발현되도록 하고 부작용이 나타날 수 있는 영역을 식별해서 그 부작용이 최

소화되도록 제도적 보완 필요

예를 들어 공매도 부작용에 대한 우려가 크다면 부작용이 나타날 개연성이 적은 종목(시가총액이 큰 대형주, 거래량 풍부한 경우)들부터 공매도를 허용하는 방식 채택하는 방안이 필요할 것이다.

2021년 5월 3일 공매도 금지조치를 코스피200및 코스닥 150 종목에 한정해서 해제했던 것과 동일한 맥락이다.

4) 위기사 공매도 금지조치의 선별적 활용

우리나라의 경우 타국가에 비해 공매도 금지조치 사용 빈도 잦으며 전종목 금지 조치로 큰 규모로 사용, 기간도 가장 길었다. 추후 공매도 금지조치는 최소한의 기간동안, 범위를 좁혀서 한정적 종목 사용이 필요할 것이다. 공매도 금지 조치가 유동성 감소, 변동성 확대 등 부작용 수반한다는 점과 본래의 목적은 몇일 정도밖에 가격 하락 방어 효과가 나온다는 점에서 선별적 활용이 필요할 것이다.

〈표 II-5〉 주요국 공매도 금지 조치 사례

국가	업종	2008 글로벌 금융위기	2011 유럽재정위기	2020 코로나19 사태
한국	금융주	2008.10.1.~2013.11.13. (5년 1개월 13일)		2020.3.16.~2021.5.2. (1년 1개월 17일)
	비금융주	2008.10.1.~2009.5.31. (8개월)	2011.8.10.~2011.11.9. (3개월)	
미국	금융주	2008.9.19.~2008.10.9. (3주)	-	-
	비금융주	-	-	-
영국	금융주	2008.9.19.~2009.1.16. (3개월 29일)	-	-
	비금융주	-	-	-
프랑스	금융주	-	2011.08.12.~2012.2.11. (6개월)	2020.3.18.~2020.5.18. 시총상위 92종목 (2개월 1일)
	비금융주	-		
호주	금융주	2008.9.22.~2009.5.25. (8개월 4일)	-	-
	비금융주	2008.9.22.~2008.11.19. (1개월 29일)	-	-
독일		-		
일본		-		
홍콩		-		

자료 : 손욱·엄윤생(2014)를 기준으로 업데이트

5) 불공정거래 관련 공매도에 대한 모니터링 및 처벌 강화

불공정 거래와 관련된 공매도의 모니터링 강화와 처벌 수준 상향 조정이 필요하다. 공매도에 대한 부정적 인식은 주로 공매도와 불공정 거래의 연관성으로부터 기인한다는 점에서 부정적인 인식의 개선이 선행되어야 한다. 따라서 공매도의 순기능이 발현하기 위해서는 자본시장의 신뢰도 유지 필요하고 공매도와 연관된 불공정거래 행위는 더욱 엄격히 모니터링되어야하고 강하게 처벌할 필요가 있다.

공매도를 악용하는 자의 입장에서는 예상되는 처벌이 충분히 높다면 공매도를 악용할 가능성이 낮아질 것이다. 예상처벌은 다음으로 정의내릴 수 있다.

예상처벌 = 불공정행위의 발각 가능성 x 처벌수준

불공정행위의 발각 가능성은 주식시장의 규율을 담당하는 금융당국, 거래소 등의 기술적 감시 역량에 의존한다. 만약 기술적으로 공매도 악용에 대한 탐지가 어렵다면 공매도 악용에 대한 예상 처벌 낮아지고 이에 따라 공매도 악용할 확률이 높아진다. 불공정행위의 발각 가능성을 향상시키는 것도 필요하나 이는 규제당국의 역량에 좌우한다는 점에서 변화시키기 어렵다. 이 경우에는 처벌 수준을 높여 예상처벌을 높이는 것이 필요하고 더욱 효과적이라고 판단한다.