

공매도 제도의 이해와 합리적인 운용방안

김 상 욱*

目 次

I 서 론	3. 공매도 관련규제 법제
1. 배경 및 필요성	4. 공매도 주요사건 및 시사점
2. 공매도 규정 개정사항	5. 불공정행위와 공매도
II 본 론	6. 공매도 제도의 문제점과 개선방안
1. 정의	III. 결 론
2. 우리나라 공매도의 연혁	

I. 서 론

1. 배경 및 필요성

주식시장의 도입 이래 ‘공매도’ 만큼 대중의 관심을 많이 불러일으킨 주제도 없었던 것 같다. 그만큼 투자자들의 수준도 높아졌으며, 불공정하다고 생각하는 주제에 대한 여론이 강력하고 빠르게 형성되고 있다. 주식시장은 다양한 투자형태가 존재할 수 있으며, 이는 주식시장을 발전시키는 원동력임을 부인할 수 없다. 또한, 시장참가자들이 그들의 창의성을 발휘하여 주식시장에 참여할 때, 자본·금융시장의 발전이 이루어지는 것은 당연하다. 다만, 금융시장의 제도에 대하여 시장참여자들이 공정성에 의문을 제기

■ 투고일자 : 2021년 11월 12일, 심사일자 : 2021년 12월 10일, 게재확정일자 : 2021년 12월 22일.

* 부산대학교 일반대학원 법학과 석사과정

할 때, 우리는 그 제도의 긍정적·부정적 측면의 근거들을 살펴보고 보다 나은 제도로 정착하기 위한 노력을 해야 할 것이다. 현재의 공매도 제도가 이러한 상황에 놓여있다. 공매도가 한국 금융시장의 발전과 투자자 신뢰를 보호하는 제도로 정착하기 위해서는 공매도의 긍정적·부정적 효과를 객관적으로 분석하고, 긍정적인 측면은 확대·발전시켜야 할 것이며, 부정적인 효과는 최소화 하기 위한 노력이 필요할 것이다. 그것이 우리나라 자본시장의 발전과 공정한 투자자 신뢰확보의 목적을 달성할 수 있을 것이기 때문이다.

금융시장에서의 참여자들은 국내 기관투자자, 외국인 투자자, 국내 개인투자자로 구분할 수 있다. 주체에 따라 투자방식, 형태, 자금조달능력 등이 다를 수밖에 없으며, 금융시장 자체의 위험도 평가에 따라 발생하는 차이를 모두 불공정하다고 할 수는 없을 것이다. 같은 것을 같게 다른 것을 다르게 평가하는 것은 차별이라고 볼 수 없기 때문이다. 다만, 개인투자자들은 시장에 참여하는 주체를 기준으로 제도의 이용이나 자금조달에 차이를 두는 것은 차별이라는 주장을 하고 있으며, 이러한 의견들이 최근 힘을 얻고 있다. 반면, 공매도 제도를 찬성하는 입장에서는 공매도가 시장에 유동성을 제공해주며, 적정가격을 찾는 데 도움이 된다는 것이다. 주로 시장의 효율에 초점을 두며, 공매도가 시장의 효율적 가격형성에 도움 되는 것에서 정당성을 찾는다.

이렇게 많은 논란이 있는 공매도 제도가 우리나라 금융시장에 긍정적인 제도로 자리잡기 위해서는 공매도 제도가 무엇이며, 우리나라에 어떻게 도입되었으며 어떤 방식으로 운용되는 것인지를 이해할 뿐만 아니라, 이 제도의 긍정적인 측면과 부정적인 측면을 종합적으로 살펴보아야 할 것이다. 그것은 이 주제를 감정적으로 대응하는 것이 아니라 합리적이고 공정한 제도로 자리잡기 위한 선행조건이다. 그 근거는 다수의 논문과 저서에서 주장하는 내용을 검토하는 것이 될 것이며, 단순히 제도의 찬반논의에 그치는 것이 아니라 우리나라에서 공매도의 역사, 사례, 법규, 개선방안에 대한 체계적인 이해가 본 논문의 목적이다.

2. 공매도 규정 개정사항

예전과는 달리 금융시장에 참가하는 개인투자자들이 금융시장의 제도에 관심이 많아졌다. 시장참가자들의 여론은 관련 제도의 개정에도 많은 영향을 미치게 되는데, 이러한 관심이 반영되어 최근 공매도 관련 규정이 일부 개정되었다. '21. 5. 3. 코로나19로

중단되었던 공매도가 부분적으로 재개되면서 금융위원회는 '21. 4. 20. 보도자료¹⁾를 통해서 개인대주제도의 개정과 투자 주체별 공정 환경조성과 투자자 보호조치 등을 발표했다. 주요 내용을 살펴보면 아래와 같다.

① 개인투자자의 공매도 접근성 향상

구분	'20.2월말	'21.5월
대주운영 증권사	6개	28개사(연내11개)
금액	205억	2.4조원('21.4.5.기준)
종목수	393종목	일일변동
기타	-	60일 차입기간 보장

- ② 개인대주 증권사와 신용대주약정 체결을 통해 담보비율을 준수하지 못할 경우 반대매매로 강제 청산 가능
- ③ 공매도 투자경험 무경험 투자자 사전교육(금융협회, 30분) 모의거래(한국거래소, 1시간)를 사전 이수하여야 함(기존 공매도 투자 거래있는 증권사 거래해야 교육 이수 필요없음)
- ④ 투자경험에 따른 차등화 된 투자한도 부여
 - 1단계: 신규투자자 (3천만원)
 - 2단계: 거래횟수가 5회 이상이면서 누적차입규모가 5천만원 이상 (7천만원)
 - 3단계: 2단계 투자자가 거래기간 2년 이상 경과 또는 전문투자자 (제한없음)
- ⑤ 유상증자 계획이 공시²⁾된 다음 날부터 발행가격이 결정되는 날까지 해당 주식을 공매도 한 경우 유상증자 참여가 제한됨
(위반 시 부당 이득금액의 1.5배 이하 과징금 부과)
- ⑥ 일정수준 이상 순보유자산 보고의무(위반 시 전당 3천만원 이하의 과태료 부과)
 - 순보유잔고가 상장주식수의 0.01% 이상이면서 평가액이 1억원 이상인 경우
 - 평가액이 10억원 이상인 경우
- ⑦ 신용공여 한도규제 변경
 - 신용융자
 - 신용대주

1) 금융위원회 [보도자료] 5월3일부터 공매도를 부분 재개합니다.(2021.4.29. <https://www.fsc.go.kr/>).

2) 거래소 수시공시, 증권신고서 공시, 투자설명서 공시 중 가장 빠른 날을 의미.

- * 개정 전 신용공여 한도가 자기자본의 100% 이내로 제한되었는데 금투업규정 개정으로 신용
용자와 신용대주를 구분하여 한도계산하는 것으로 개정됨
→ 신용융자 금액 $\cdot 1/2$ * 신용대주 금액 $\leq$ 자기자본의 95%
→ 신용대주 금액 $\cdot 1/2$ * 신용대주 금액 $\leq$ 자기자본의 5%

- ⑧ 신용융자를 취급하는 모든 증권사는 신용융자 고객의 수익 창출기회를 보장하기
위하여 담보로 제공한 주식을 대주재원으로 활용할 수 있음을 안내

II. 본 론

1. 정의

공매도(空買渡)란 보유하고 있지 않은 주식을 매도하는 거래를 말한다. 유가증권은
실물이 존재하며, 이 실물 주식은 의결권 행사, 배당금 지급 등의 경제적 가치를 가진
다. 선물의 매도포지션이나 옵션의 풋옵션은 주식같은 실물을 보유하지 않으면서 하락
할 경우 이익을 얻는다는 측면에서 공매도와 성격이 비슷한 투자형태이다. 즉, 공매도
와 선물의 매도포지션, 옵션의 풋옵션은 기초자산이 하락할 때 이익을 얻는 다시 말해
침체시장(Bear Market)에서 경제적 이익을 취할 수 있는 수단이라는 측면에서 공통점이
있다. 반면, 선물이나 옵션 등 파생상품은 기초자산을 기준으로 만들어낸 추상적인 지
수·지표일 뿐인데 주식은 유가증권이라는 실물가치를 가진다는 측면에서 차이가 있다.
주주총회에 참석하여 의결권을 행사하고, 기업의 가치가 향상되었을 때는 배당금을 받
으며, 최대주주의 경우 경영권을 행사할 수 있다. 이에 반해 선물, 옵션 등의 파생상품
은 이런 실물가치가 없이 단순히 시세차익, 해지거래 등의 목적으로 이용된다.

보유하고 있지 않는 주식을 매도하는 것의 가장 큰 문제점은 결제불이행이다. 영업일
기준 3일 결제를 취하고 있는 우리나라 주식시장에서 매도 후 3영업일에 실제로 주식이
계좌에 존재해야 한다. 그렇지 않으면 결제불이행이 발생한다. 결제불이행을 이해하기
위해서는 증권시장과 관련한 용어에 대한 이해가 필수다. '예수금'은 투자자가 증권계좌
에 미리 넣어 놓는 돈을 말한다. '증거금율'은 A종목의 주식을 살 때, 일정비율만큼의 예
수금이 존재해야 한다는 것을 말하며, '미수금'은 고객이 증권사에 내야 할 부족한 금액
을 말한다. 결론적으로 주식을 매수 할 때는 증거금율 만큼의 예수금만 존재하면 되고

3영업일에는 나머지 금액이 존재해야 하는데, 그것이 존재 하지 않을 때를 결제불이행이라고 한다. 부족한 금액이 3 영업일까지 계좌에 존재하지 않으면 증권회사는 그 보유 주식을 가장 낮은 가격에 팔아서 대출금을 회수하는데 이것을 '반대매매'라고 한다. 이처럼 없는 돈으로 주식을 산 행위에 대한 제재가 '반대매매'라 할 수 있다. 공매도는 매수포지션 없이 매도포지션을 취하기 위한 경제적 행위로서 매도자가 보유하지 않는 상태에서 증권을 매도하는 무차입공매도(naked short sale)와 매도자가 타인으로부터 증권을 빌려 매도하고 나중에 동일한 증권을 매수해서 돌려주는 차입공매도(covered short sale)로 구분된다.³⁾

형태에서 일부 차이가 있으나 우리나라를 포함한 세계 각국에서 무차입공매도(naked short sale)는 규제한다. 중요한 이유는 상법상 주식발행수가 정해져 있음에도 보유하고 있지 않는 주식을 매도하는 행위는 존재하지 않는 주식을 만들어서 파는 결과가 초래할 뿐만 아니라, 결제불이행이 발생하기 때문이다. 그래서 무차입공매도는 거래소의 가장 중요한 기능인 거래의 안전을 해칠 뿐만 아니라 투자자 신뢰를 저해하는 행위이기 때문에 대부분의 나라에서 불법으로 규정하고 있다. 이에 반해, 차입공매도는 일정한 규정 하에서 허용을 하고 있다.

차입공매도의 공정성에 대한 논의도 중요한 이슈이다. 시장참여자별로 주식을 차입할 수 있는 조건·기간이 다르고 이에 따라 개인 투자자들의 공매도 참여비율은 저조하다는 것이다. 앞에서 살펴본 바와 같이 '21. 4. 20. 금융위원회가 이러한 시장참여자들의 공정성을 확보할 수 있는 제도적인 장치들을 마련한 것은 주식시장 참여자들의 공정한 제도 확립에 대한 요구가 주요 이유가 되었다고 할 수 있다.

2. 우리나라 공매도 연혁

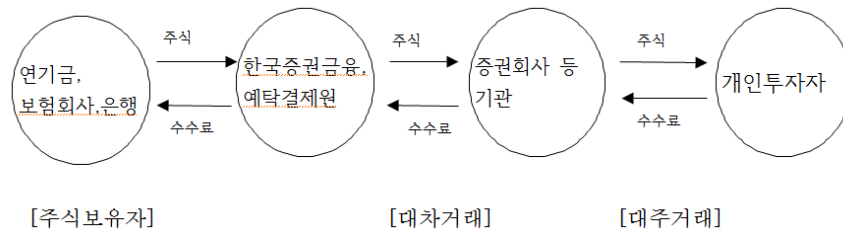
금융시장은 다양한 금융상품의 도입이 성장 동력이다. 그렇기에 다양한 종류의 상품이 발생하고 소멸하기를 반복한다. 다양한 상품의 등장은 금융시장을 발전시키고, 자금 조달이라는 본연의 목적을 충실히 수행하면서 국가 경제발전에 이바지한다. 다만, 과욕과 탐욕, 불공정한 금융상품은 오히려 금융 자체의 불안을 야기시킬 수 있고 그로 인해 실물경제에 악영향을 끼칠 수 있는 것 또한 사실이다.

3) 박임출(2010), 공매도 규제법제의 현황과 과제, 기업법연구 제24권 제1호, 397면.

금융의 역사가 짧은 우리나라는 1969. 2. 1.에 신용융자와 신용대주의 제도가 도입되었다. 신용융자는 투자고객으로부터 일정한 증거금(신용거래보증금)을 받고 주식거래의 결제를 위해 매매대금을 빌려주는 것을 말한다. 이때의 신용거래보증금은 증권시장을 파악하는 중요한 수단이 되며, 현금 대신 주식으로 빌려주는 신용대주와 함께 신용거래로 불려진다. 신용융자는 최근 빚투, 영끌 등의 영향으로 2021. 5. 22. 23조 2283억원으로 증가하였으며, 급격한 증가 때문에 금융위원회에서도 신용대주의 비중을 늘리고 신용융자의 비중을 줄이는 방식으로 증권사별로 투자한도를 구분하여 적용하도록 최근 개정한 바 있으며, 신용융자의 증가에 의해 한도에 도달한 증권사들은 신용융자를 줄이거나 제한하는 방향으로 나아가고 있다.⁴⁾

공매도의 연혁과 관련하여 앞선 선행연구는 신용융자와 신용대주의 차이를 이해하는데 도움이 된다. 주요 선행연구의 내용은 시장의 효율성 제고, 유동성 공급, 적정가격 형성 등 공매도의 긍정적 흐름에 초점을 맞춘 것도 있으며, 시장불안악기, 주가하락에 대한 원인 등 여러 가지 부정적 연구도 존재한다. 이러한 연구결과를 바탕으로 우리나라의 공매도 연혁을 살펴보기 위해서는 대주 및 대차거래에 대한 이해가 필수적이다.

[그림 1] 대주거래와 대차거래 비교



대차거래의 대부분은 기관·외국인 투자자가 이용하고 있으며, 현실적으로 개인투자자의 참여는 어렵다. 전문투자자에 해당하는 경우에는 중개기관(한국예탁결제원 등)의 참가승인을 받아 증권을 차입하는 대차거래에 개인투자자가 참여하는 경우가 일부 있으나, 사실상 개인투자자는 대차거래 시장에 참가할 자격 자체가 없다.⁵⁾

4) 코피스 상승에 '빚투'증가세에 일부 증권사 신용융자 중단

(https://www.ajunews.com/view/20210608151501549_ 아주경제, 마지막 방문일 21. 6. 17).

5) 한국예탁결제원[증권대차거래의 중개 등에 관한 규정] 제9조(대차거래 참가신청)

①예탁결제원에 대차거래의 참가신청을 할 수 있는 자는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 자로 한다. 1.예탁자 2.[법인세법 시행규칙] 제79조의 2 제1항 제2호 내지 제5호의 어느 하나에 해당

개인투자자들은 공매도가 적극적으로 활용되어 적절한 투자수단으로 자리 잡기 위해서는 공매도 주식 차입에 대한 대주·대차제도가 공정하게 운영되어야 한다고 주장한다. 공매도가 금융시장의 유효한 투자·해지수단으로 자리 잡기 위해서는 기관·외국인 투자자들과 동일한 조건에서 금융시장에 참여가 가능해야 하는데, 그렇지 못한 것이 현실인 것이다. 대차거래를 통해서 증권회사들이 빌려온 주식을 개인투자자들이 대여하는 것이 대주거래인데, 이 대주거래 또한 일반 투자자들이 주식시장 상승기에 이용하는 신용융자의 이윤성이 높다는 이유로 금융기관에서 취급을 꺼려 실질적으로 이용하기 어려운 것이 현실이다. 대차거래의 투자자별 참여현황을 살펴보기 위해 최근 5년간 (2016.5.23.~ 2021.5.21.) 대차거래 현황은 아래와 같다.⁶⁾

[단위: 주, %]

구분	구분	대여자		차입자	
		체결규모	비중	체결규모	비중
외국인	외국인	18,508,353,004	39.27	26,876,249,857	57.03
내국인	내국인	28,617,245,448	60.73	20,249,348,595	42.97
	은행	638,934,488	1.36	244,651,812	0.52
	증권회사	14,710,043,285	31.21	17,709,914,084	37.58
	보험	24,824,550	0.05	1,995,861	-
	연기금	105,769,109	0.22	35,000	-
	자산운용	7,016,094,093	14.89	1,944,264,110	4.13
	기타	5,186,207,758	11.01	242,990,284	0.52
합계	합계	47,125,598,452	100.00	47,125,598,452	100.00

주식을 빌려주는 주체는 국내 내국인(60.73%)이 대부분이며 이를 차입하여 이용하는 주체는 외국인(57.03%)이 다수이며, 개인투자자는 2.4억주로 0.52%만 차지하고 있다. 471억 주식 중에 단 2.4억 주를 대차하였으며, 이는 개인투자자들이 현실적으로 대차거래를 이용하는 것이 불가능하다는 것을 보여주고 있다. 또한, 국내 개인투자자들은 대차거래를 통해 국내기관들이 빌린 주식 202억 주 중에서도 기관별 한도를 적용받아 자기자본 내에서 신용한도를 적용받고 있기에 더욱더 제한적이라고 할 수 있다. 다시말해, 개인투자자들이 주식을 빌려 공매도를 할수 있는 환경 자체가 형성되어 있지 않으며 주식 매수 후 가격상승에 의한 차익만을 받아들일 수밖에 없는 현실이다.

하는 자 3.주권상장법인 4.제2호의 자와 유사한 업무를 수행하는 외국법인 5.그 밖에 예탁결제원이 필요하다고 인정하는 자.

6) 금융투자협회(<http://freesis.kofia.or.kr/>) 통계자료.

그렇다고 개인투자자들이 공매도를 활용하지 못하는 것에 대해 책임이 전혀 없는 것은 아니다. 그들 또한 금융시장에 참가하는 참가자인 만큼 다양한 금융상품 제도에 대한 이해 및 학습 등이 필요하며 그래야만 하는 것인데, 한국 주식시장에 참여하는 개인 투자자들은 그러한 측면에서 부족한 면이 없지 않았다. 그렇기에 금융위원회의 투자자 교육은 공매도이용을 제약하기 위한 측면의 교육이 아니라 그들이 침체시장에서도 일정한 이윤을 얻을 수 있고, 리스크관리를 하는데 도움이 될 수 있는 공매도를 이해하고 적극 활용하기 위한 투자에 필요한 교육에 집중해야 할 이유라 할 것이다.

한편, 우리나라 공매도의 변화를 가져온 주요 사건이라고 할 수 있는 것은 2000년 우풍 상호신용금고의 공매도 미결제 사건, 2013년 셀트리온의 공매도와의 분쟁, 2016년 한미약품의 불공정 공시 및 공매도 조사가 그것이다. 이런 사건으로 공매도 관련 규제에 대한 입법적 변화가 있었다. 공매도 규정의 변경에는 자본시장에 많은 영향을 미친 사건들이 존재하였다. 이를 살펴보기 전에 현재의 공매도 관련 규정을 살펴보기로 하자.

3. 공매도 관련규정 법제

기존의 공매도 관련 규정은 증권거래법, 선물거래법, 간접투자자산운용업법 등으로 산발적으로 나누어져 있었는데, 상품의 종류를 제한적으로 열거하는 방식으로서의 법규제는 금융혁신이 어렵다는 문제의식에서 2007. 8. 3. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 제정되었다. 2021. 3. 25. 금융소비자 소비자 보호에 관한 법률이 시행되면서 금융과 자본시장의 관련 법규로는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률과 금융소비자 보호에 관한 법률로 체계가 마련되었다. 금융소비자 보호에 초점을 맞춘 금융소비자 보호에 관한 법률은 금융상품의 판매, 판매기관의 의무, 이에 대한 손해배상을 법률로 규정하고 있으며, 다양한 금융시장의 발전에 발맞추어 금융소비자 보호에 관한 법률 확대의 방향으로 나아가고 있다. 금융위원회의 고시인 금융투자업규정 또한 금융시장과 관련하여 행정당국의 영향력이 큰 현 상황에서 중요한 규정이 아닐 수 없다. 또한, 한국거래소의 유가증권 업무규정, 시장감시규정도 한국의 금융시장을 이해하는데 중요한 규정이다.

현재의 공매도 법률규정은 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 명시되어 있으며, 공매도의 제한(제180조), 순보유잔고의 보고(제180조의2), 순보유잔고의 공시(제180조의3), 공매도 거래자의 모집 또는 매출에 따른 주식 취득 제한(제180조의4), 차입공매도를 위한 거래정보 보관(제180조의5)은 부정거래행위와 관련 있으며, 공매도에 대한 과징금

(제429조의 3)이 주요한 내용이다. 금융위원회에서 공매도를 전면적·부분적으로 금지하는 규제의 방식·형태가 어떻게 되는지 이해할 필요가 있으며, 한국 금융시장에서 공매도를 규제한 역사를 살펴봄과 동시에 현행 공매도 금지조치의 법률적·절차적 정당성에 대한 검토가 필요할 것이다.

자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제18조 ③㉞은 공매도를 제한할 수 있는 법률적 근거로써 금융시장의 급격한 변동과 상황에 대한 이해를 보유하고 있는 한국거래소에 그 권한을 위임한 것이 주요 내용이다. 금융시장의 불안에 대응하기 위한 목적에서 무차입공매도에 금지 조치의 변동이 다음과 같다.

【공매도 금지 조치】 ㉞)

구 분	'08.10.1 ~ '09.5.31	'09.6.1 ~ '11.8.9	'11.8.10 ~ '11.11.9	'11.11.10 ~ '13.11.13	'13.11.14 ~ '20.3.13
비금융주	금지 (8개월)	허용	금지 (3개월)	허용	허용
금융주	금지 (약 5년간)				허용

공매도 금지조치의 주요특징은 금융주와 비금융주를 구분하여 적용하였다는 것이다. 2008년 서브프라임 사태처럼 금융시장의 불안이 야기 될 때 공매도 금지규정이 적용된 것을 확인할 수 있으며, 비금융주보다는 금융주에 공매도 금지조치가 엄격하게 시행되었음을 확인할 수 있다. 그렇다면 이렇게 공매도를 제한하는 조치들은 어떤 법률적 근거 하에서 시행되고 있는지 확인할 필요가 있다.

한국거래소의 유가증권업무규정 제17조는 공매도로 보지 않는 예외적인 조항을 광범위하게 규정하였으며, 제17조 ⑥항은 차입공매도를 제외할 수 있다고 규정하고 있다. 그 내용은 1. 주가하락률 및 차입공매도 비중 등이 세칙으로 정하는 기준에 해당하는 종목 2. 법 제180조 제3항에 따라 금융위원회가 증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 저해할 우려가 있다고 판단하여 거래소의 요청에 따라 범위, 매매거래의 유형, 기한 등을 정하여 차입공매도를 제한한 종목이라고 규정해 놓았다.

7) 금융위원회는 증권시장의 안정성 및 공정한 가격형성을 저해할 우려가 있는 경우에는 거래소의 요청에 따라 상장증권의 범위, 매매거래의 유형 및 기한 등을 정하여 차입공매도를 제한할 수 있다.

8) 2000.03.13. 금융위원회 보도자료 공매도 금지 등 시장안정조치.

또한, 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제24조 3항에는 공매도 과열종목의 종류를 규정하고 있다.⁹⁾ 조건을 모두 충족해야 하며, 그 조건이 엄격함을 알 수 있다. 그렇기에 그동안 우리나라 금융시장의 공매도 금지 조치는 이러한 규정에 의하기 보다는 금융위원회의 요청에 따라 이루어지는 것으로 봐도 무리가 없을 것이다.

4. 공매도 주요사건(CASE) 및 시사점

① 우풍상호신용금고의 공매도 미결제 사건

2000. 3. 29. 우풍상호신용금고의 주식운용 담당자는 반도체 클린룸 업체인 성도이엔지 주식 34만주를 45,000원에 공매도하였다. 상장 후 주가를 높이기 위해 성도이엔지 대표 서인수는 차명계좌 10억원으로 시세조정을 하였다. 우풍상호신용금고는 공매도 당일 19만주를 매수하였으나, 나머지 15만주에 대해서는 결제일까지 주식을 취득하지 못해 채무불이행 상태가 되었다. 채무불이행 사태를 해결하기 위해 우풍상호신용금고는 다양한 노력하였으나 공매도의 미결제분을 막지 못하였고, 결국 금융감독원의 중재로 성도이엔지 자사주매각을 요청했으나 거절되었고, 2000. 4. 6. 성도이엔지 주식은 매매거래 정지가 되었다. 그러다가 성도이엔지의 대주주 지분을 대여해주는 것으로 해결되었다. 우풍상호신용금고는 유동성 위기에 처하게 되었고, 골드상호신용금고에 매각되는 결과를 가져왔다. 금융감독원은 우풍상호신용금고의 성도이엔지 주식 공매도에 따른 결제불이행 사태와 관련해 증권거래 질서를 바로잡고 투자자를 보호하기 위하여 증권회사에 매도주문 수탁 시 유의사항을 2000. 4. 17.에 공지하였다. 즉, 투자자별 신용위험 관리기준을 마련하여 증권회사는 매도주문 수탁 시 공매도 여부를 확인하며, 공매도 여부에 대해 허위표시를 한 고객에 대해서는 관리절차를 수립하도록 했다. 금융감독원은 서인수 성도이엔지 사장을 비롯한 7명을 시세조정 혐의로 검찰에 고발하고, 우풍상호신용금고 주식운용 담당자를 주가조작 혐의로 검찰에 고발했다.¹⁰⁾

시세조정을 주도한 성도이엔지나 결제불이행으로 시장의 불안을 야기시킨 우풍상호

9) 1. 당일 종가가 당일의 기준가격 대비 100분의 95 이하일 것 2. 당일 거래대금 대비 차입공매도 거래대금 비중이 해당 매매거래일이 속한 분기의 직전 분기 전체 상장종목의 거래대금 대비 같은 기간 차입공매도 거래대금 비중의 3배 이상일 것 3. 당일 차입공매도 거래대금이 직전 40매매 거래일간 차입공매도 거래대금의 평균대비 6배 이상일 것.

10) 김동주(2018), 주요 공매도 사건에 대한 사례 비교연구, 목포대학교 석사논문, 40면.

신용금고 모두 비난을 피할 수 없을 것이다. 결국 이들의 불공정 행위는 선량한 개인투자자들의 피해로 귀결되었다는 점이 중요하다. 주식가격은 상승이나 하락이 나타날 수 있다. 다양한 요소가 반영되는 주식시장의 특징이다. 그러나 누군가에 의해 의도적으로 자기의 이익을 위해 행하는 행위들은 건전한 주식시장 및 자본주의 시장의 발전을 저해하는 요소임이 명백하다. 그러나 이들은 솜방망이 처벌을 받는 것에 그쳤고, 금융시장에 대한 투자자 신뢰가 추락하는 원인이 되었다. 명백하게 불법을 자행한 자에 대한 엄격한 처벌만이 건전한 금융시장의 발전에 토대가 될 것이다.

② 셀트리온 서정진 회장 공매도와의 전쟁

국내 바이오주식의 주가상승을 주도한 셀트리온의 공매도 세력과의 투쟁에 대한 사례이다. 공매도세력에 대한 불만으로 해외제약사에 매각, 무상증자, 자사주매입을 마다하지 않는 대표적인 공매도 투쟁 CEO라 해도 손색이 없을 것이다. 공매도 투자자들은 공정한 시장경쟁 하에서 주식시장의 합리적인 가격형성에 기여 한다는 주장이 있다. 이론적으로는 그럴지라도 현실 금융시장에서는 공매도 투자를 실행한 투자자는 가격의 하락을 위해 가짜뉴스를 시장에 퍼트리는 것을 마다하지 않는다. 셀트리온의 경우 분식회계설, 대표이사 도피설, 가장 매출설, 중국임상 실패설 등 다양하다. 이러한 뉴스나 소식이 사실에 근거한 합리적인 주장이라면 문제 될 것이 없겠지만, 공매도 투자자들은 본인들의 이익을 위해 시장에 근거없는 주장들을 퍼는 경우 드물지 않다. 바이오시밀러 사업은 개발에서 약품 승인까지 의약품 개발 못지않게 많은 돈이 필요하며, 그 과정에 수많은 어려움이 존재한다. 그렇기에 해당사업에 대한 긍정적이거나 부정적인 평가는 있을 수 밖에 없다. 그러나 없는 사실을 만들어서 시세를 조정하는 것은 비판 받아야 할 것이다.

2011년 서정진 회장은 2년간 불법 공매도에 시달렸으며 금융당국에 조사를 요청했지만 오히려 서회장은 주가조작 혐의로 검찰에 고발당했다. 공매도에 대한 방어적 목적, 시세차익을 목적으로 하지 않았다는 이유로 약식기소에 그치긴 했지만, 공매도 투자자들에 대한 기업의 대응이 쉽지 않음을 보여주는 예라고 할 수 있을 것이다. 이후, 공매도 잔고에 대한 직접 공시가 시행되고 있다. 발행주식의 0.5% 이상, 10억 이상일 경우 보고하도록 하고 있다. 이러한 제도의 도입에 셀트리온 사례가 계기가 되었다. 다만 이러한 대응책은 미봉책에 불과하다. 셀트리온 사건의 본질은 무분별한 공매도 투자자의

공격에 기업의 대응책이 현실적으로 존재하지 않는다는 점에 있다. 공매도의 긍정적 효과에도 불구하고, 오히려 기업이 처벌을 받는 상황이 된다면 누구도 공매도 투자자의 부당한 공격에 대응할 수 없을 것이다. 그렇기에 부당한 공매도에 대한 기업이 대응할 수 있는 방안에 대한 제도적 마련이 필요할 것이다.

③ 한미약품의 불성실공시와 공매도 사례

주식시장에 상장된 회사들은 공시의무가 부여된다. 이는 공정한 투자환경 조성을 위해서 필수적인 제도이다. 1988년 6월 20일 증권거래소에 상장된 한미약품은 개량신약 및 제네릭(복제약)을 만드는 회사로써 고혈압치료제 아모디핀, 아모잘틴 등을 생산하는 회사이다. 한미약품의 사례는 공시제도와 공매도 세력이 결합할 때 공정한 투자환경이 얼마나 쉽게 무너지는지 보여준다고 할 수 있다. 한미약품은 매출의 76%에 달하는 미국 제넨텍과 1조원 규모의 표적 항암제 기술수출 계약을 '16. 9. 29. 장마감 이후에 공시하여 익일 시장에서 즉시 반영될 수 있도록 하였고, '16. 9. 30. 오전 9시 29분에 베링거 인겔하임이 한미약품의 기술개발 권리를 반환했다는 악재를 공시하였다. 그 당시 기술수출 계약 파기는 익일 공시가 가능한 사항으로 거래소 공시규정 위반은 아니지만, 늦장 공시의 비판을 피할 수가 없었다.

내부자 정보의 유출로 인한 공매도 세력의 투자수익 발생은 한미약품의 이러한 행태를 더욱더 비판하는 근거가 되었다. 이 사건으로 공매도 거래 투자자에게 유상증자 참여제한, 공매도 과열종목 지정제도 신설, 공매도 규제 위반에 대한 제재강화 등 공매도 제도의 개선방안이 마련되었다. 투자자들이 기업의 주요정보를 적시에 받게 정정공시 기한 단축, 자율공시 항목 중 중요정보의 의무공시 전환, 진행단계별 정보제공확대 등 공시제도가 정비되었다.¹¹⁾

④ 시사점

공매도와 다른 불공정 거래가 결합할 때 시장이 얼마나 불안해지는지, 공정한 투자환경은 어떻게 무너지는지를 다양한 사례를 통해서 살펴보았다. 투자 주체별로 이러한 정보에 얼마나 접근할 수 있느냐에 따라 투자성장에 차이를 보이게 되고, 우리나라의 금

11) 김동주, 앞의논문, 56면.

용시장이 불공정한 경쟁이라는 개인투자자들의 주장이 설득력 있게 들리는 이유다. 이러한 사례들을 반면교사로 삼아 거래소 규정 및 투자자 보호 규정이 하나씩 마련되어가고 있으며, 공정한 투자시장 형성이라는 목표를 향해 달려가고 있는 점은 긍정적이라고 할 것이다.

5. 불공정행위와 공매도

① 불공정행위와 공매도의 결합

공매도가 투자시장에서 투자방법의 하나로 공정하게 활용되기 위해서는 자본시장법의 불공정거래와 공매도가 결합하지 않아야 한다. 이러한 불법행위들이 결합할 때 일반 투자자들은 그 내용을 알 수 없을 뿐만 아니라, 투기세력에게 복잡한 기법을 사용하여 부당이득이 발생하기 때문이다. 그 주요 내용은 미공개정보이용을 통한 공매도, 공매도를 이용한 시세조정행위, 공매도를 이용한 부정거래행위, 공매도를 이용한 시장교란행위로 나눌 수 있다. 이들 중 주로 발생하고 중요한 것은 미공개정보이용을 통한 공매도, 공매도를 이용한 시세조정행위에 대해서 구체적으로 살펴보기로 한다.

첫 번째, 미공개 중요정보를 이용한 공매도이다. 주식시장에 상장된 법인의 임·직원, 주요주주 등은 일반투자자가 알기 전에 주식시장의 가격에 영향을 미치는 정보를 미리 취득할 수 있다. 이러한 정보는 호재성 정보와 악재성 정보로 나눌 수 있으며, 호재성 정보가 공시되기 전에 주식을 취득하거나, 악재성 정보가 공시되기 전에 공매도를 하여 경제적 이익을 취득할 수 있다. 이는 공정이나 정의관점에서도 부당하며, 공정한 자본시장 형성과 투자자 신뢰에 악영향을 미치기 때문에 자본시장법 제174조에서 규제하고 있다. 그러나 회사 내부에서 이루어지는 특성상 밝혀내기가 어렵고, 밝혀진다고 하더라도 직무관련성 입증의 문제, 내부자 해당유무, 미공개정보인지 여부 등으로 현실적으로 처벌하기 어렵다는 문제가 있다.

두 번째, 시세조정행위와 공매도이다. 셀트리온의 사례는 시세조정행위와 공매도의 세력이 반대편에서 다룬 사례인데, 이 경우는 시세조정행위와 공매도가 결합할 때 얼마나 자본시장을 불안하게 하는지 그리고 투자자 신뢰를 저해할 수 있는지 보여주는 것이라 할 것이다. 시세조정행위는 다양하게 나타날 수 있으며, 통정 및 가장매매에 의한 시세조정, 시세고정 및 안정조작행위, 연계 시세조종행위가 있다. 이러한 행위와 공매도가

결합하여 시장이 수요와 공급에 의해서 결정되는 것이 아니라 시세조정자의 의사에 따라 결정된다면 공정한 자본시장과 투자자 신뢰를 형성하는데 악영향을 끼칠뿐만 아니라, 개인투자자들의 시장참여를 막아 자본시장의 발전을 가로막는 길이 될 것이다.

② 업틱룰(uptick rule)

【2014~2019년 연도별 업틱룰 예외 거래대금(유가증권시장+코스닥)】

(단위: 억원)

연도	전체 거래대금	전체공매도 거래대금	업틱룰 예외 거래대금	공매도 거래대금 대비 업틱룰 예외 거래대금 비중
2014	14,587,081	564,488	26,138	4.6%
2015	22,010,122	872,922	54,830	6.3%
2016	19,475,814	840,745	77,919	9.3%
2017	21,904,686	950,783	118,883	12.5%
2018	27,997,220	1,280,604	194,625	15.2%
2019.8	15,617,116	747,988	152,198	20.3%

공매도와 관련하여 중요한 개념이 업틱룰제도이다. 업틱룰제도(uptick rule)는 차입공매도를 할 경우에는 직전의 가격 이하로 호가를 할 수 없도록 하는 제도를 말한다. 그러나 차익거래나 헤지거래 등 예외적으로 업틱룰을 적용받지 않는 경우가 있다.¹²⁾

12) 한국거래소 「유가증권시장 업무규정」 제18조(차입공매도호가의 가격제한)

- ① 회원이 법시행령 제208조 제2항에 따라 차입공매도를 하거나 그 위탁을 받아 호가를 하는 경우에는 직전의 가격 이하의 가격으로 호가할 수 없다.
- ② 제1항의 규정에 불구하고 다음 각호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 직전의 가격 이하의 가격으로 호가할 수 있다.
 1. 지수차익거래를 위하여 매도하는 경우 1의2.~4. 생략
 5. 제20조의2제1항의 규정에 의한 유동성공급호가를 제출하는 경우
 - 5의2. 제20조의9에 따른 시장조성호가를 제출하는 경우
 6. 주식워런트증권에 대하여 제20조의2제1항의 규정에 의한 유동성공급호가를 제출하는 회원이 매수하거나 매도한 주식워런트증권의 가격변동에 따른 손실을 회피하거나 줄이기 위하여 기초주권을 매도하는 경우
 7. 생략
 8. 파생상품시장 업무규정 제83조에 따른 시장조성자가 시장조성계좌를 통하여 매수한 선물거래종목 또는 매수하거나 매도한 옵션거래종목의 가격변동에 따른 손실을 회피하거나 줄이기 위하여 기초주권.

위의 표에서 보듯이 2014년 124만건(2.6조원)에서 2018년 964만건(19.4조원)으로 급증하였다.¹³⁾ 업틱룰의 예외적인 적용이 가능한 차익거래, 해지거래가 실제로 해당거래인지 밝히기 힘들 뿐만 아니라 그 비중도 해마다 증가하고 있는 현 상황은 최소한 한국시장에서만은 공매도가 나쁜 공매도로 비판받을 수 있는 근거를 제공한다. 공매도의 긍정적 효과를 주장하는 입장은 일반 투자자들이 공매도의 역할을 모르고 감정적인 비판에 열을 올리고 있다고 하지만, M&A 등 실무를 경험한 전문가들은 한국에서의 공매도는 나쁜길로 이용될 가능성이 높다는 우려를 여러 차례 표시하고 있다.¹⁴⁾ 이러한 우려가 불식되고, 공정한 투자시장 조성 및 투자자 신뢰확보를 위해서는 금융위원회에서 '21. 4. 20. 발표한 내용으로는 부족하고 장기적으로 공정한 투자시장 조성을 위한 환경을 만들어야 할 것이다. 이를 위해 현재의 공매도 제도에 대한 문제점과 개선방안을 살펴보고자 한다.

6. 공매도 제도의 문제점과 개선방안

① 대주거래의 조건 완화

앞에서 살펴본 바와 같이 대주거래는 개인투자자들이 증권사를 통해서 주식을 대여하는 것으로써 그 비중이 현저히 낮고, 60일의 기간 제한이 있다. 대차거래는 외국인, 기관투자자가 주로 이용하는 것으로 기간 제한이 없다. 투자는 단순히 시세차익을 목적으로 하는 투자전략도 있고, 헷지를 위한 투자전략도 존재한다. 예를 들어, 시장이 매도 우위의 하락시장으로 나타날 가능성이 높다고 판단되면 매도 포지션 비중을 늘려서 시장상황에 대한 헷지가 필요한 시점이 존재한다. 공매도가 그러한 헷지수단으로 역할을 할 수 있다. 그러나 개인투자자가 이러한 전략을 구사하기 위하여 공매도 포지션을 유지해야 할 경우에도 60일의 상환기간 제한을 받기 때문에 포지션 청산이 요구된다. 물론, 금융시장은 개인의 신용도나 자금력에 근거해 상환기간 등을 제한할 수 있다. 디

13) 아이뉴스24, “공매도, 업틱룰 예외 거래대금 5년간 17조 늘어”, 2019.10.4. 보도자료참고 (<http://www.inews24.com/view/1212607>, 마지막 방문일 2021.5.24.)

14) ‘세상 나쁜’ 공매도, 적어도 한국에서는 그렇다 (<https://www.ajunews.com/view/20210519142248929>, 마지막 방문일 2021.5.24.)
공매도 재개 보름, ‘기울어진 운동장’ 여전(<http://www.inews24.com/view/1368101>, 마지막 방문일 2021.5.24.)
주식 시세조종 드러나면 ‘시드머니’까지 몰수...“공매도논요?” (<http://news.tf.co.kr/read/economy/1862657.htm>, 마지막 방문일 2021.5.24.)

폴트 위험에 노출됨에도 불구하고 금융기관에게 결과적 평등을 요구할 순 없다. 그렇기에 정부가 다양한 보증방식을 활용하여 개인투자자들이 적극적으로 공모도 시장에 참여할 수 있는 조건을 만들어주는 것이 필요하다. 금융기관은 개인투자자들에게 대주주식에 대한 수수료를 높이는 등의 방식으로 리스크관리를 해야 할 것이고 제도의 이용 자체를 제한하는 것은 부당하다 할 것이다.

② 공모도 제도의 운영 및 규제상의 문제점

자본시장법에서는 공모도를 위반한 자에게 1억원이하의 과태료를 부과하고 있다. 이것 또한 최근에 개정된 사항이며, 실질적으로 부과되는 과태료는 그보다도 적다. 미국 등의 나라에서는 강력한 형사처벌을 병행하는 것에 비추어 본다면, 국내의 법적 처벌양형도 낮으며 실질적 처분에서도 실효성이 낮다고 할 수밖에 없다. 형사처벌이 모든 해결책은 아니겠지만, 형사처벌을 명시적으로 둔다면 공정한 투자시장 조성이라는 1차 토대가 마련되는 것이다. 자본시장법의 174조(미공개중요정보 이용금지), 176조(시세조정 행위), 178조(부정거래행위)가 공모도와 연계되었을 경우 1년 이상의 유기징역도 가능한데, 이 경우 공모도 거래를 발견하기 어려울 뿐만 아니라 공모도가 다른 투자방법 및 파생상품과 연동되어 거래될 때는 그 거래 자체를 입증하기는 불가능하다 봐야 한다. 그렇다면 자본시장법의 공모도 위반행위에 대해서는 최소한 자본시장법 174조에서 규정한 유기징역 1년 이상의 형사처벌 조항을 적용할 필요가 있다. 또한, 공모도는 금융기관 및 기업내부에서 이루어지는 만큼 조세법 영역에서 활용되고 있는 포상금 제도를 적극적으로 활용하여 거의 사문화(死文化) 되어 있는 이러한 조항을 활성화 시켜야 될 것이다.

③ 무차입공매도 실시간 감독시스템 마련

불법 공모도에 대한 피해가 발생하기 전에 한국거래소에서 공모도를 실시간을 찾아내서 투자자 피해가 발생하기 전에 발견할 수 있다면 그보다 더 좋은 방안은 없을 것이다. 그러한 시스템을 최근 도입했지만 실질적인 효과를 기대하기는 시기상조이다. 구체적으로 매도거래가 차입거래인지, 보유주식 매도인지 구분하는 시스템에 온·오프라인 모두 적용되어야 하며, 차입되었음이 확인된 주식만 거래되는 시스템을 전 금융기관이 확인해야 할 의무를 두고 이를 이행하지 못하였을 경우 책임을 지게 하는 제도가 필요

하다.

증권시장에서 무차입공매도 사건이 지속적으로 발생하는 또 다른 이유는 제재수준이 낮은 점에 있다. 2010년부터 2019년까지 최근 10년 동안 금융감독원에 의해 적발된 무차입공매도 사건 총 101건의 제재 현황을 보면, 45건은 과태료 처분, 나머지 56건은 단순 주의 처분만 하는 등 무차입공매도를 억제하기 위한 제재 수단으로는 미흡한 것으로 나타났다.¹⁵⁾ 구 증권거래법에서는 소유하지 않은 증권을 매도할 경우 2년 이하의 징역 또는 1천만원 이하의 벌금에 처하는 등 형사처벌이 가능하였으나, 형사처벌 규정이 삭제되고 과태료 1억원 처분으로 오히려 규제를 완화하는 방식으로 개정되었다. 선진국은 20년 이하의 징역에 처하는 규정과 대비된다.

Ⅲ. 결 론

국내 금융시장의 발전을 도모하고, 투자자의 신뢰를 확보하기 위해서는 개인투자자들이 공매도를 적극 활용 할 수 있는 기회가 주어져야 한다. 제도적·환경적 요건을 갖추어 놓지 않고서 투자자들이 공매도를 곡해한다고 주장해서는 안 될 것이다. 공매도는 이론적·실무적으로 그 긍정적인 효과가 입증되고 있다. 그러나 그러한 효과가 발휘되기 위해서는 투자 주체별로 금융시장의 제도 이용에 차별이 있어서는 안 될 것이다. 그러한 차별이 존재한다면 그 시정의 몫은 금융당국에 있는 것이다.

공매도는 가지고 있지 않는 주식을 매도하는 것으로써 선물의 매도포지션과 옵션의 풋옵션과 유사하다. 그러나 주식은 의결권, 배당 등의 실물적 가치를 가지는 자산으로써 파생상품과는 다른 측면이 있다. 이에, 미국, 영국과 마찬가지로 우리나라는 차입하여 오지 않은 주식을 매도하는 것을 규제하는데, 실질적인 규제가 이루어지지 않고 있다. 이에, 국내적으로는 개인투자자들이 공매도 포지션을 적극 활용 할 수 있는 길을 열어줌과 동시에 국내기관투자자와 외국인투자자들에게는 무차입공매도의 엄격한 감시와 규정적용, 감시시스템 도입을 통해서 공정한 투자시장 구성에 힘써야 할 것이다.

과거의 우풍상호신용금고, 셀트리온, 한미약품, 배당주식 배정사고를 계기로 한 임시

15) 뉴시스, “주호영 국회의원, 불법공매도의 94%가 외국계 투자자”, 2019. 10. 4.

(http://www.newsis.com/view?id=NISX20191004_0000789427&cID=10401&pID=10400, 마지막방문일 '21. 5. 24.)

방편적 대응책은 아무런 효과가 없다. 그 교훈을 바탕으로 다시는 이런 불공정한 사례가 발생하지 않도록 법규적·제도적 방안을 마련해서 1% 남짓한 개인투자자들의 공매도 이용 비율을 적극적으로 높이는 환경을 조성해야 할 것이다. 또한, 개인투자자들의 실질적 공매도 활용 방법에 대한 교육을 실시하여 금융시장에서 동등한 조건에서 경쟁할 수 있는 토대를 마련해야 할 것이다. 그것이 공매도 제도를 우리나라 금융시장의 훌륭한 제도로 정착하는 지름길일 것이다. 덧붙여, 공매도는 많은 긍정적인 효과가 존재하며, 그러한 것들을 포기하면서까지 공매도를 금지하여 금융시장을 위축시킬 이유는 없다. 다만, 공매도 제도가 개인투자자들도 활용할 수 있으며 이를 통해 수익을 낼 수 있으며, 리스크관리를 하는데 도움이 되어야 가능한 것이다. 특히, 가장 불공정한 제도라고 할 수 있는 60일 상환기간 제한 등의 대주 및 대차거래 제도의 보완이 시급하며, 법률적으로 불법공매도 자체의 처벌수위도 낮다. 외국의 사례를 참조하여 입증되어 확인될 경우 엄벌에 처하여 불법공매도를 할 생각조차 없게 만들어야 할 것이다. 또한 거래소는 시스템·제도적 장치를 마련하여 실시간으로 불법공매도를 확인하여 불법공매도 및 부당거래와 연계한 공매도가 한국증시에 발을 붙이지 못하도록 힘써야 할 것이다.

참 고 문 헌

『학술·학위 논문』

- 박임출(2010), 공매도 규제법제의 현황과 과제, 기업법연구.
- 김동주(2018), 주요 공매도 사건에 대한 사례 비교연구, 목포대학교 석사논문.
- 김병연(2019), 자본시장법상 공매도 제도에 대한 소고, 법학논총.
- 김정연(2020), 공매도 금지조치의 의의와 개선방안, 상사법연구.
- 여상현(2020), 자본시장법상 공매도 규제에 관한 연구, 동아대학교 박사논문.
- 장명원(2020), 투자자 보호를 위한 공매도 제도의 운영 및 규제에 관한 연구, 고려대학교 석사논문.

『기타』

- 아주경제, 코피스 상승에 '빚투'증가세에 일부 증권사 신용융자 중단 2021.6.9.
(<https://www.ajunews.com/view/20210608151501549>, 마지막 방문일 2021.6.17.)
- 아이뉴스24, “공매도, 업틱룰 예외 거래대금 5년간 17조 늘어”, 2019.10.4.
(<http://www.inews24.com/view/1212607>, 마지막 방문일 2021.5.24.)
- 아주경제, ‘세상 나쁜’ 공매도, 적어도 한국에서는그렇다, 2021.5.23.
(<https://www.ajunews.com/view/20210519142248929>, 마지막 방문일 2021.5.24.)
- 아이뉴스24, 공매도 재개 보름, ‘기울어진 운동장’여전, 2021.5.18.
(<http://www.inews24.com/view/1368101>, 마지막 방문일 2021.5.24.)
- 더팩트, 주식 시세조종 드러나면 ‘시드머니’까지 몰수...“공매도논요?”, 2021.5.21.
(<http://news.tf.co.kr/read/economy/1862657.htm>, 마지막 방문일 2021.5.24.)
- 뉴스시스, “주호영 국회의원, 불법공매도의 94%가 외국계 투자자”, 2019. 10. 4.
(http://www.news1.com/view/?id=NISX20191004_0000789427&cID=10401&pID=10400,
마지막방문일 ‘21. 5. 24.)

<국문초록>

한국 금융시장에서 투자자들의 '공매도'에 대한 관심이 뜨겁다. 금융의 역사가 짧은 한국에서도 투자시장의 공정한 제도조성이라는 화두에 공매도는 빠질 수 없는 주제이다. 미국의 '게임스톱 사건'에서 촉발된 개인투자자들의 공매도에 대한 전쟁은 이러한 화두에 방점을 찍은 사건이라고 할 수 있다.

공매도는 보유하고 있는 많은 주식을 파는 것을 말한다. 전혀 보유하고 있지 않고 가질 예정도 되어 있지 않는 주식을 파는 것을 무차입공매도라 하고, 다른 곳에서 빌려서 주식을 파는 것을 차입공매도라 한다. 우리나라는 무차입공매도는 금지하고 있으며, 차입공매도는 예외적으로 허용하고 있다.

원천 주식보유자로부터 한국증권금융 등의 기관에 주식을 위탁하고, 이를 증권회사 등 금융기관이 주식을 대여하는 것을 대차거래라고 하며, 원천 주식보유자부터 2차~3차에 걸쳐서 개인투자자들이 주식을 대여하는 제도를 대주거래라고 한다. 통계적으로 외국인, 기관은 대차거래를 주로 이용하며 개인투자자들은 주로 대주거래를 이용하고 있다. 물론 개인투자자들도 일정한 조건을 충족할 때는 대차거래의 이용이 가능하지만 그 비중은 0.2%에 불과하다. 대차거래는 상환기간의 제한이 없지만 '21.4월 금융위원회의 제도개선에도 불구하고 개인투자자들이 주로 이용하는 대주거래는 60일의 상환기간 제한을 받는다. 그 외에도 차입조건 등에서 많은 차이가 있기 때문에 개인투자자들의 공매도 제도의 불합리성에 대한 주장이 감정적인 대응만은 아니라고 할 것이다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률에 의하면 공매도 규제는 한국거래소의 요청으로 이루어지고 일정한 기준을 충족할 경우에 공매도 금지조치가 가능한데, 그 기준이 엄격하기에 조건에 충족해서 지정하는 경우보다 금융위원회의 판단이 현실적으로 중요하다. 이는 정치적·사회적인 이유에 의해서 공매도 금지 및 해제조치가 이루어질 수 있다는 가능성을 내포하고 있으며, 관련 규정이 엄격하고 해석이 어려워 일반투자자들이 공매도가 금지 및 해제에 대한 예측가능성이 낮다는 문제점도 존재한다. 한국 금융시장은 많은 공매도사건이 발생하였다. 우풍상호신용금고, 셀트리온, 한미약품의 사건은 금융당국이 다양한 방식으로 제도적·법률적으로 보완해야 하는 의무를 부여하였으나, 투자자보호 및 공정한 공매도 시장환경 조성이라는 측면에서는 부족한 면이 없지 않다.

자본시장법의 불공정거래제도와 공매도가 결합할 때는 상상하기 어려운 투자자 피해

가 발생한다. 이를 방지하기 위해 대차거래와 대주거래의 조건을 동일하게 하여 일반투자자도 투자방식의 하나로써 공매도를 적극적으로 활용할 수 있는 제도적 장치를 마련해야 할 것이다. 또한, 세법 영역에서 활성화 되어 있는 신고 포상금 제도를 실질적으로 운영될 수 있게 확대하는 것도 좋은 방법이 될 것이다. 현재의 자본시장법의 포상금 제도는 그 운영 면에서 부족한 면이 존재하기 때문이다. 그러나 가장 중요한 것은 한국거래소가 불법공매도를 조기에 발견하고 사전 예방적 조치를 할 수 있는 시스템을 마련하는 것이라 할 것이다. 이러한 기본전제가 충족될 때 시장 유동성 공급, 가격 조기발견, 다양한 투자방식 제공이라는 공매도의 순기능이 한국금융시장에 원활하게 작동하여 금융시장의 발전과 투자자 신뢰 보호라는 목적을 달성할 수 있을 것이다.

주제어 : 공매도, 대주거래, 업틱룰, 투자자 보호, 신뢰

<Abstract>

Understanding of the short selling system and reasonable operation plan

Kim, Sang Uk

Investors' interest in "short selling" is hot in the Korean financial market. Even in Korea, where the history of finance is short, short selling is an indispensable topic as the topic of creating a fair system for the investment market. The war on short selling by individual investors triggered by the 'game-stop incident' in the United States can be said to have focused on these topics.

Short selling refers to selling stocks that you do not hold. Selling stocks that are not held at all and are not expected to be held is called borrowing short selling, and borrowing from other places and selling stocks is called borrowing short selling. In Korea, borrowing-free short selling is prohibited, and borrowing short selling is exceptionally allowed.

Deposits stocks from original stockholders to institutions such as Korea Securities Finance, and financial institutions such as securities firms lend stocks is called loan transactions, and the system in which ordinary investors borrow stocks from original stockholders on the second and third rounds is called major transactions. Statistically, foreigners and institutions mainly use loan transactions, and general investors rarely use loan transactions. Of course, ordinary investors can also use loan transactions when certain conditions are met, but the proportion is only 0.2%. Loan transactions do not have a limit on the repayment period, but "Despite the Financial Services Commission's system improvement in April, major transactions mainly used by ordinary investors are subject to a 60-day repayment period limit." In addition, since there are many differences in borrowing conditions, it will be said that general investors' claims about the irrationality of the short selling system are not just emotional responses. According to the Capital Markets and Financial Investment Business Act, short selling regulations are made at the request of the Korea

Exchange and can be banned from short selling if certain standards are met, but the Financial Services Commission's judgment is more practically important than when designated by meeting conditions. This implies the possibility that short selling can be banned and lifted for political and social reasons, and there is also a problem that ordinary investors are less predictable about whether short selling will be banned or lifted due to strict and difficult interpretation. In the Korean financial market, many institutional supplements have been made due to various short selling-related events. The cases of Woopung Mutual Credit Cooperative, Celltrion, and Hanmi Pharmaceutical have been obligated by financial authorities to supplement them institutionally and legally in various ways, but they are not lacking in terms of investor protection and fair short selling market environment.

When the unfair trade system and short selling of the Capital Markets Act are combined, unimaginable investor damage occurs. To prevent this, it is necessary to prepare an institutional mechanism for general investors to actively utilize short selling as one of the investment methods by equating the conditions of loan transactions and major transactions. In addition, it would be a good idea to expand the reward system for reporting insiders of short selling transactions, which is being activated in the tax law area, so that it can be practically operated. This is because the reward system of the current Capital Markets Act is insufficient in terms of its operation. However, the most important thing is to establish a system for the Korea Exchange to detect illegal short selling early and take proactive measures. When these basic premises are met, the net function of short selling, such as supplying market liquidity, early detection of prices, and providing various investment methods, will work smoothly in the Korean financial market, achieving the purpose of developing financial markets and protecting investor trust.

Keywords : short selling, stock lending and borrowing, upticking rules, investor protection, trust

