

주식 공매도 규제의 바람직한 방향¹⁾



빈 기 범 연구위원
한국증권연구원

금융규제당국이 주식 공매도에 대해 끝내 칼을 빼들었다. 금융위원회는 9월 24일 주식시장에서 공매도를 억제하기 위한 제한 조치를 발표하였다. 발표된 주식 공매도 제한 조치는 (i) 공매도가 집중된 종목에 대해 일정기간 공매도 금지, (ii) 현행법으로 금지된 naked short sale에 대한 감독강화, (iii) 공매도시 증거금을 상향조정, (iv) 공매도 관련 공시의 강화를 주요 골자로 하고 있다. 서브프라임 발 전세계 금융위기로 인해 거의 사경을 헤매고 있는 미국이 지난 7월부터 주식 공매도 규제를 하기 시작하여 점차 그 범위를 넓혀 갔고, 최근 영국도 금융주에 한해 한시적 공매도 제한 조치를 단행하였다. 금융선진국 미국과 영국도 주식 공매도 규제를 하고 나설 정도이니 주식 공매도는 과연 시장에 해악을 미치는 요인인가? 주식 공매도 규제가 세계적 대세이니 우리나라의 공매도 제도도 이를 따르는 것이 합당한 것인가?

공매도란 용어는 그 어감상 어딘가 변칙적이고, 편법적이며, 비정상적이라는 인상이 든다. 영문 원어인 short sale과 그 의미가 정확히 들어맞지도 않는데, 왜 그렇게 번역되어 통용되었는지는 모를 일이다. 정확히 말하자면, 공매도란 없는 것을 파는 것이 아니라, 팔고는 싶은데 그 물건이 없으니 타인으로부터 '빌려와서 파는 것'이다. 따라서, 공매도를 한 후 일정기간이 지나면 빌린 물건은 정확히 똑같은 물건으로 갚아야 한다. 하지만, 여의치 않은 경우 그것과 가치가 대등한 다른 자산으로 되갚을 수도 있다. 이와 같이 공매도는 차입한 물건과 동일한 물건으로의 상환을 고려해야 하기 때문에, 주로 유동성이 풍부하고, 상품이 표준화되어 있는 주식시장에서 많이 이루어진다. 토지나 주택 등 부동산의 공매도도 이론상 가능하지만 그 사례를 찾아보기 거의 어렵다.

공매도를 왜 하는 것일까? 우리가 어떤 자산을 매입하여 보유하고 있을 때, 그 자산 가격이 상승하면 이득을 얻고, 하락하면 손실을 보듯이, 어떤 자산을 공매도한 상태에서는 그 자산 가격이 하락하면 이득을 얻고, 상승하면 손실을 본다. 우리가 어떤 자산 가격의 상승을 기대한다면 그 자산을 매입·보유하듯, 어떤 자산 가격의 하락을 기대한다면 아예 그 자산에 손을 대지 않을 수도 있지만, 나아가 이득을 추구한다면 공매도를 취할 수 있다. 하지만, 반드시 가

1) 본 논고의 주장과 견해는 필자 개인의 것이며, 필자의 소속기관 또는 본 고의 발행기관의 공식 입장이 아님을 밝힙니다. 본 고의 작성에 필요한 중요한 정보 및 본 고에 대한 훌륭한 논평을 주신 한국증권연구원 김준석 박사께 감사드립니다.

격 하락이 예상되는 자산에 대해 공매도를 취하는 것은 아니다. 예를 들어, 큰 가격상승이 기대되는 자산 A와 이에 못 미치는 가격상승이 기대되는 자산 B가 있다고 가정해 보자. 이때 많은 위험기피적인 투자자는 자산 A를 상대적으로 많이 보유하고 자산 B를 상대적으로 적게 보유하는 포트폴리오 선택을 할 것이다. 하지만, 위험기피성향이 작은 공격적 투자자는 여기서 더 나아가 자산 B를 공매도하여 현금을 확보하고, 이를 기존에 갖고 있던 현금과 합쳐서 자산 A를 매입할 것이다. 결국, 공매도란 투자자의 위험기피성향에 따라 달라지는 합리적 포트폴리오 선택의 결과이다.

우리는 알게 모르게 어떤 자산에 대해서 공매도를 취하기도 한다. 돈을 빌려주는 행위는 채권이란 자산을 매입·보유하는 것이지만, 돈을 차입하는 것의 채권이란 자산을 공매도하는 행위이다. 따라서, 큰 주가 상승이 지속되는 경우 채권에 대해 공매도를 취해, 즉 현금을 은행이나 증권사로부터 빌려와서 주식을 매입하는 '신용매수' 또는 '차입매수' 행태를 쉽게 볼 수 있다. 공격적인 성향일수록 채권 공매도를 포함하는 신용매수에 대한 유인이 크다. 결국, 주식 신용매수가 주식 공매도와는 대칭적 반대 개념이란 걸 알 수 있다.

주식 공매도가 그렇게도 변칙적이고, 비정상적이라면 주식 신용매수도 마찬가지이다. 주식 공매도가 시장에 해악적 요소라서 규제되어야 한다면, 주식 신용매수도 마찬가지로 규제되어야 옳을 일이다. 물론, 2007년 주식시장이 폭발적인 활황 국면일 때, 개인투자자 보호를 위해 실제로 신용매수를 제한하기도 하였다. 하지만, 당시 신용매수를 시장을 교란시키는 요인으로 지목하지는 않았다. 하지만, 최근 전세계 금융위기와 함께 취해진 주식 공매도 제한 조치는 주식 공매도가 시장을 과도하게 하락시키는 주범이라는 부정적 여론이 상당히 반영된 것으로 보인다.

과연 주식 공매도가 주식시장의 하락을 이끌 수 있을까? 우리나라의 주식 공매도 제도 특성상 그것은 불가능하다. 첫째, 우리나라는 주식 대차 물량이 현재 확보되지 않은 채 공매도 하는 naked short sale을 금지하며, 주식 대차 물량을 현재 반드시 확보한 후 공매도 하는 covered short sale만을

허용한다. 후자는 결제일인 (t+K)일에 물량 인도가 반드시 이루어지지만, 전자는 물량 인도가 이루어지지 않을 가능성도 있다. 미국에서는 naked short sale을 법으로 금지함에도 불구하고 prime broker의 책임하에 공공연히 시장에서 성행하였다. 물량 인도 실패 가능성을 대비하여 인도에 실패한 물량을 공급해주는 'SBP(stock borrowing program)'란 시스템까지 갖추고 있을 정도이다. 미국은 과도하게 전향적인 주식 공매도 제도를 운영해 왔던 것이다. 그 결과 미국 SEC가 지난 7월 몇몇 금융주에 대해 naked short sale을 한시적으로 제한하는 조치를 취하게 되는 망신을 초래하였다. 반면, 우리나라 공매도 제도는 상당히 보수적이기에 naked short sale은 법적으로 금지되어 있음은 물론이며, 일부 극소수를 제외하고 잘 준수되어 왔다.

둘째, 우리나라에서는 업틱룰(up-tick rule)의 존재한다. 이는 공매도 주문시 가장 최근 체결가 미만으로 주문을 못 내도록 하는 제도이다. 미국의 경우, 업틱룰을 지난해 폐지하였다. 업틱룰에 기대할 수 있는 역할이 없다는 판단이었다. 따라서, 미국에서는 대량의 공매도 주문을 통해 주가를 끌어내릴 수 있는 개연성이 충분하다. 하지만, 우리나라에서는 업틱룰의 존재로 인해 공매도 주문을 통해 주가에 직접적 영향을 미치는 것은 불가능하다.

이러한 제도적 특성으로 인해 공매도가 주가를 견인하기는 어렵고, 오히려 주가가 공매도를 견인할 개연성이 크다. 즉, 주가하락을 공매도가 뒤따르는 것이다. 이러한 추측을 실증적으로 검증해보기 위해 필자는 2005년 11월 3일부터 2008년 8월 26일까지의 KOSPI 지수와 공매도 물량의 일별 시계열 자료를 이용하여 두 변수간 Granger 인과관계 검정(Granger causality test, 2003년 노벨경제학상 수상자 Clive W.J. Granger가 개발한 통계 방법론)을 실시하였다. 분석 결과, KOSPI 지수가 공매도 물량을 인과(Granger 인과)하지만, 공매도 물량이 KOSPI 지수를 인과하지 않는 것으로 나타났으며, 이러한 결과는 통계적 유의성 측면에서도 매우 명확하였다. 결론적으로, 우리나라에서는 주식 공매도가 주가하락을 견인한다거나, 과도하게 주가를 끌어내린다

는 일각의 주장은 어떤 근거도 설득력도 없다.

지난 7월 미국 SEC의 주식 공매도 제한 조치는 Fannie Mae, Freddie Mac 등 모기지 대출회사 및 19개 투자은행 주식의 naked short sale을 제한하는 것이었다. 그렇다면, 당시로서는 이들 모기지 회사 및 투자은행의 주가가 공매도로 인해 과도하게 하락하여 금융시장의 변동성을 키우고, 혼란을 조장한다는 판단이었을 것이다. 하지만, 이후 Fannie Mae, Freddie Mac이 파산위기에 처하여 국유화를 통해 존속하고, 메릴린치가 BOA에 인수되고, 리먼 브라더스가 파산 신청하고, 골드만 삭스 및 모건스탠리가 위기를 겨우 탈출한 지금, 그 당시의 공매도는 선제적이며 합리적인 투자자의사결정이었음을 유추할 수 있다. 이들 금융기관이 공매도로 인해 피해를 본 것이 아니라, 이들 금융기관이 파산위기로 치닫기에 공매도가 집중된 것이다. SEC의 당시 공매도 제한 조치는 이들 금융기관에 관한 정보의 흐름을 강제적으로 차단하여 파산에 관련된 중대한 정보의 파급을 지연시킨 결과를 초래했다고 볼 수 있다. 따라서, 미국내 전문가 사이에서도 당시의 SEC의 조치 및 이후 공매도 규제의 확대에 대한 비난의 여론이 크다.

이상의 논의로 볼 때, 적어도 우리나라에서만은 주식 공매도가 시장의 혼란을 부추기는 악성적 교란 요인은 아니라는 것을 알 수 있다. 오히려, 주식 공매도는 투자자의 위험기 피성향에 따른 합리적 포트폴리오 선택의 유연성을 제공하고, 주식 가격발견의 효율성을 높이는 매우 중요한 순기능적 특성을 지닌다.

그렇다면, 주식 공매도로 인해 발생할 수 있는 위험은 전혀 없는 것인가? 미국의 경우 naked short sale이 시장 관례상 허용되고 있기 때문에, (t+K)일 물량 인도 실패 가능성이 있다. 하지만, 평판 및 신뢰가 중요한 prime broker가 그러한 우를 범할 가능성이 작고, 앞서 언급한 SBP라는 공매도 물량 인도 실패 보완 시스템까지 갖추고 있어 물량 인도 실패로 인한 큰 사고는 없었다. 하지만, 여전히 잠재적 위험요인으로 남아 있는 것은 사실이다. 미수 제도는 naked short sale의 대칭적 반대 개념이라 할 수 있다. 현재 돈이 없어도 매수 거

래 체결이 가능하다. 역시 결제일까지 반드시 현금 인도를 해야 한다. 여기서도 결제일 현금 인도가 안되는 위험이 존재하고, 실제로 종종 그런 사례가 발생한다. 우리나라의 경우 covered short sale만을 허용하기 때문에 원칙적으로 결제일 물량 인도 실패는 있을 수 없다. 공매도 물량 인도의 확실한 보장, 그것이 covered short sale 제도를 선택한 취지이다. 하지만, 이는 어디까지나 그러한 법적 원칙이 지켜졌을 때 얘기다. 법에서 금지하는 naked short sale이 규제당국의 눈을 피해 몰래 이루어진다면, 물량 인도 실패 가능성이 있게 된다.

최근 금융감독원 조사에 의하면 물량 인도 실패 사태까지는 간 경우는 없지만, 법을 어기고 naked short sale을 한 사례가 소수로 적발되었다. 금융위원회의 주식 공매도 제한 조치 중 naked short sale 금지 준수 여부에 대한 감독 강화도 이러한 불법 사례에 연유한다. 주식 공매도에서 규제의 초점은 naked나 covered냐가 아니라, 결제일 공매도 물량 인도가 확실히 이루어지느냐에 있어야 한다. 그러한 관점에서 우리나라의 현행 covered short sale은 지나치게 보수적 제도라 판단된다. 하지만, 현행 제도의 개선 여부는 향후의 연구, 토론 및 합의를 거쳐야 하는 사항이고, 현행 법규는 반드시 지켜져야 한다. 특히, naked short sale은 단순히 허용한다고 해서 되는 일이 아니고, 이를 위한 특별한 인프라가 우선적으로 구축되어야 한다. 따라서, 시장 참가자들은 현행의 naked short sale 금지를 반드시 준수해야 한다. 이는 준법의 문제는 물론이거니와, 신뢰의 문제이다. 자칫 naked short sale로 인해 물량 인도 실패 사태가 발생하면 관여된 이해당사자가 다수이고 주식거래가 지속적으로 이루어지기 때문에 이 문제를 깔끔하게 처리하기 어렵다. 이러한 사건은 시장에 대한 신뢰를 훼손시킨다.

이상으로, 주식 공매도의 개념, 동기, 순기능, 잠재된 위험 요소 등을 살펴보았다. 마지막으로 향후 공매도 규제 방향에 대해서 논의하고자 한다. 첫째로, 최근 공매도 제한 조치에 대해서 평가하고자 한다. 공매도 관련 공시의 강화 및 naked short sale 금지 준수 여부 감독 강화 등은 바람직한 정책이

라 판단된다. 투자자들이 어떤 종목에서 어느 규모의 공매도가 이루어지는지 알고 투자 의사결정을 할 필요가 있다. 또한, 불법적 naked short sale 사례가 소수 적발된 바, 법 준수 여부에 대한 감독 강화는 기본적으로 바람직하다. 공매도 증거금율은 시장 상황에 따라 올렸다 내렸다 할 사안은 아니다. 미수 제도에서의 증거금율, 파생금융상품 거래에서의 증거금율도 마찬가지다. 적절한 수준의 증거금율을 산출하여 중장기적으로 고정시켜야 한다. 마지막, 공매도 집중 종목에 대한 공매도 금지 조치는 매우 우려스럽다. 최근 SEC의 공매도 제한 조치를 촉발시킨 금융주 중심의 대량 공매도에서도 애꿎은 종목에 공매도의 집중 포화가 쏟아진 게 아니라, 파산이라는 대형 사건이 예상되는 종목에 공매도가 이루어진 것이다. 또한, 공매도를 금지하여 그 수요가 선물시장으로 터져나갔을 때 파급효과를 생각해보았는지 묻고 싶다. 따라서, 금번 제한 조치에서 공매도 집중 종목의 공매도 금지 조항은 철회하는 것이 마땅하다고 판단된다.

둘째, 현행 주식 공매도 제도는 covered short sale이 핵심이고, 금번 공매도 제한 조치를 통해 이에 대한 감독이 강화될 예정이다. 하지만, naked short sale이 뭔가 대단히 위험하고 부정한 거래라는 인식하에 covered short sale을 고수하는 것은 곤란하다. 앞서 언급했듯이, 주식 공매도에서 covered/naked 여부는 중요하지 않다. 이는 미수 제도가 허용되는 걸 생각해보면 알 수 있다. 정작 중요한 것은 결제일의 물량 인도가 정확히 이루어지느냐 마느냐 하는 것이다. 지금 대차 물량이 없다고 하더라도 어떻게든 구해서 결제일까지 인도하면 되는 것이다. 따라서, 결제일 물량 인도를 반드시 강제하는 규제로 나아가야 한다. 단, naked short sale이 별 탈없이 시장에서 이루어지기 위해서는 제도적, 물리적 인프라 구축이 선행되어야 한다. 결론적으로, 현행의 매우 보수적 공매도 제도인 covered short sale만을 고수할 것이 아니라, 향후 장기적으로는 naked short sale을 허용하도록 공매도 규제 원칙의 변화가 필요하다고 본다.

셋째, 악성 루머 즉 근거 없는 풍설의 유포는 주식 공매도와는 별개이다. 하지만, 주식 공매도가 악성 루머를 동반한다



는 일반의 인식이 있는 듯하다. 하지만, 이러한 인식을 입증할 만한 어떤 근거가 발견되지는 않았다. 이 두 가지가 혼동되어 다양한 순기능을 지니는 주식 공매도가 함께 매도당하는 것은 바람직하지 않다. 따라서, 금융규제당국은 거짓 정보 유포를 통한 시세조종 행위를 주식 공매도와 구분하여 엄중하게 처벌해야 한다.

넷째, 시장이 활황일 때 일시적 또는 단기적으로 신용매수를 제한하고, 역시 시장이 폭락하고 약세일 때 주식 공매도를 제약하는 정책은 바람직하지 않다. 최근 미국과 영국의 주식 공매도 제한 조치도 전문가들의 많은 비판을 받고 있는 실정이다. 만일, 주식 공매도 제한이 세계적 대세관 인식 또는 그러한 연유에서 금번 공매도 제한 조치가 나왔다면, 그야말로 넌센스이다. 필요에 따라서 시장의 방향성 통제를 위한 정부의 시장 개입이 정당화되기는 어렵다. 또한, 그런 것이 세계적 유행일 수는 없다. 전세계적 공매도 제한 조치는 시간 지연을 위한 교육지책일 뿐이다. 신용매수건 주식 공매도건 정책적 원칙을 정하고 시장 상황에 흔들림 없이 고수 및 추진하는 것이 바람직하다.

본 고를 통해 그간 존재해 왔던 주식 공매도에 대한 왜곡된 인식과 오해가 불식될 수 있기를 기대한다. 주식 공매도는 이에 수반되는 물량 인도 실패 위험만 제대로 통제된다면 순기능적 측면이 훨씬 많다. 현행의 과도하게 보수적인 주식 공매도 제도는 개선될 여지가 있고, 더욱 합리적인 주식 공매도 제도는 시장의 질적 성장에 크게 기여할 것이다. ▢