

# 개인투자자 이익보호의 관점에서 본 공매도 활성화를 위한 개선방안 연구

양세동\* · 심재연\*\*

세한대학교 대학원 경영학과 박사과정\*, 세한대학교 경영학과 교수\*\*

## A study on the improvements to revitalize short selling from the perspective of protecting the interests of individual investors

Se-Dong Yang\*, Jae-Yeon Sim\*\*

Doctoral student, Department of Business Management, The Graduate School of Sehan University\*

Professor, Department of Business Management, Sehan University\*\*

**요약** 최근 한국 금융시장은 무차입공매도를 금지하고 있으며, 차입한 증권을 매도하는 차입공매도를 일반적인 공매도라고 일컫는다. 이 연구는 개인투자자들을 위해 그들의 관점에서 공매도를 활성화하기 위한 개선 방안을 마련하고자 하였다. 공매도란 주식시장에서 소유하지 않은 종목을 매도하는 것으로 해당 종목의 주가가 하락할 것을 예측하여, 주식을 차입해 매도하는 것을 말한다. 본 연구 결과를 통하여 공매도시장의 활성화 및 개선방안은 다음과 같다. 첫째, 개인투자자의 공매도 기회확대 방안을 마련하여야 한다. 국내 공매도 시장은 코스피와 코스닥을 포함하여 외국인과 기관 참여자 비중이 시장의 95% 이상을 차지하고 개인투자자는 매우 미미한 수준이다. 따라서, 이의 확대가 불가피한 실정이다. 둘째, 공매도 불공정거래에 대한 모니터링 및 처벌을 강화해야 한다. 공매도 부작용을 최소화할 수 있는 대표적 개선 방안으로, 불공정거래, 공매도의 모니터링 강화, 처벌수준의 상향조정이 필요하다. 이와 더불어, 불공정거래 관련 공매도에 대한 처벌수준을 보다 높이는 방안을 강구해야 한다. 셋째, 공매도 보고 및 공시제도의 개선이 필요하다. 한국의 경우, 선진국에 비해서는 아직 공매도 거래가 활발하게 일어나고 있지는 않지만, 향후 공매도 거래가 활성화될 것에 대비하여 시장의 투명성을 강화하기 위해 공시제도를 확대할 필요가 있다. 결론적으로 공매도 규제가 지나치게 강화될 경우 가격효율성과 시장유동성 측면에서 손해가 발생하고 결과적으로 시장에 부정적 영향을 끼칠 수 있음을 보고하고 있다. 따라서 공매도 관련 정책은 규제 효과의 긍정적 측면을 고려하면서 시장에서의 부정적 영향을 반드시 고려하여 이루어져야 한다.

**주제어** 개인투자자, 공매도, 공매도시장, 주식, 규제

**Abstract** Recently, the Korean financial market has implemented a ban on unleveraged short selling, and leveraged short selling, which involves selling borrowed securities, is called general short selling. This study sought to come up with improvement measures to revitalize short selling from the perspective of individual investors. Short selling refers to selling stocks you do not own in the stock market, predicting that the stock price of the stock will fall, and borrowing stocks to sell them. Based on the results of this study, the short selling market's growth and improvement plans are as follows.

First, a plan must be developed to expand short selling opportunities for individual investors. In the domestic short selling market, including KOSPI and KOSDAQ, foreign and institutional participants account for more than 95% of the market, and individual investors are very small. Therefore, its expansion is inevitable. Second, monitoring and punishment for unfair short selling transactions must be strengthened. Representative improvement measures that can minimize the side effects of short selling include strengthening monitoring of unfair trading and short selling, and raising the level of punishment. In addition, measures must be taken to further increase the level of punishment for short selling related to unfair transactions. Third, the short selling reporting and disclosure system needs to be improved. In the case of Korea, short selling transactions are not yet as active as in developed countries, but there is a need to expand the disclosure system to strengthen market transparency in preparation for future short selling transactions becoming more active. In conclusion, it is reported that if short selling regulations are excessively strengthened, losses may occur in terms of price efficiency and market liquidity, which may ultimately have a negative impact on the market. Therefore, policies related to short selling must be made while taking into account the positive aspects of regulatory effects and the negative impact on the market.

**Key words** Individual investor, short selling, short selling market, stocks, regulation

Received 04 Apr 2024, Revised 12 Apr 2024

Accepted 25 Apr 2024

Corresponding Author: Jae-Yeon Sim  
(Sehan University)

Email: simjy@sehan.ac.kr

ISSN: 2466-1139(Print)

ISSN: 2714-013X(Online)

© Industrial Promotion Institute. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

## 1. 서론

공매도는 유독 오해와 비난을 함께 받는 제도다. 그럼에도 불구하고, 선진국에서 공매도를 선진적인 자본시장의 필수적인 제도로 도입하는 것은 공매도가 가격발견기능 등과 같은 순기능 때문이다. 최근 한국은 다시 한번 장기간 공매도 금지 조치를 단행했고, 이에 따라 여러 비판이 나오고 있다(김지웅, 2024: 116)[1]. 공매도에 결제불이행 등 위험과 역기능적인 요소가 있는 것은 분명하지만, 그렇다고 무분별한 규제나 금지 조치는 시장을 불안하게 하고 시장가격의 거품만을 형성할 뿐이다.

최근 한국 금융시장은 무차입공매도를 금지하고 있으며, 차입한 증권을 매도하는 차입공매도를 일반적인 공매도라고 일컫는다. 국내에서는 1996년 기관투자자를 대상으로 공매도 도입 이후로 거래량과 거래대금이 지속적인 성장을 보였다. 이를 통해 공매도가 주식시장에 많은 유동성을 제공하고 있는 것으로 보인다. 그러나 국내 공매도 시장은 주로 기관투자자와 외국인투자자의 거래 비율이 매우 높다(김선준, 2023: 1)[2]. 한국거래소에서 발표한 2021년 데이터를 보면, 개인투자자의 공매도 거래비중은 코스피에서 0.23%, 코스닥에서 0.16%로 다소 차이가 있지만(한국거래소, 2023)[3], 이는 대부분 기관투자자와 외국인 투자자가 공매도를 주도하고 있다는 것을 간접적으로 의미한다.

한국의 공매도 비중은 선진국에 비하여 매우 낮은 실정이다. 그러나 만일 개인투자자들의 공매도 거래가 활성화할 경우, 공매도 비중은 시간이 지날수록 지속해서 증가할 것이다. 공매도 과일 종목 지정 횡수 또한 공매도 비중 상승과 함께 지속적으로 증가할 가능성이 높다(김동주, 2021: 3)[4].

국내 개인투자자의 공매도 저조 현상은 공매도 투자가 접근하기 어렵고, 사회적 인식이 부정적인 점에 기인한다. 국내에서는 개인투자자가 공매도 시장에 접근하는 것이 어렵다는 사회적 통념이 존재하는데, 이는 공매도 거래는 거래대금이 높고, 대주거래의 편의성과 투자 리스크에 대한 부정적 평가로 공매도에 접근에 부정적인 인식을 키우고 있기 때문이다. 개인투자자들은 이러한 환경적 요인들로 공매도 투자를 적극적으로 시도하기 어렵고, 공매도에 대한 부정적 인식이 지속

되고 있다(김선준, 2023: 1-2)[2]. 특히, 국내에서는 개인투자자의 보호라는 취지로 공매도에 대한 규제가 시행되고 있어, 개인투자자들이 공매도 투자에 접근하는 데 장벽이 존재하며, 코로나19의 여파로 주가 변동성이 크게 증가한 현 시장에서 개인투자자들은 주가 하락이 예상되는 시점에 공매도가 시장의 하락 흐름을 더욱 가속화시킬 수 있다는 우려를 하고 있다.

본 연구는 이러한 시장상황하에서 공매도를 활성화하여 개인투자자의 이익을 극대화하기 위한 개선 방안을 마련하고자 한다.

## 2. 이론적 배경

### 2.1 공매도의 개념

공매도(Short Selling)란 주식시장에서 소유하지 않은 종목을 매도하는 것으로 해당 종목의 주가가 하락할 것을 예측하여, 주식을 차입해 매도하는 것을 말한다. 일부 투자자들은 공매도가 개인에게 불리하다고 평가하고 있으며, 주가 하락을 유발하여 시장의 불안감을 조성한다고 한다(김선준, 2023: 1)[2] 즉, 공매도는 보유하지 않은 증권을 매도하는 것으로, 차입한 증권을 매도하는 차입공매도가 일반적으로 사용된다. 투자자가 보유한 증권의 가격 하락에 따른 손실을 피하거나 고평가된 증권을 매도하여 차익을 얻기 위해 활용되는 매도 방식이다. 공매도 거래는 주식을 빌려서 매도하고, 주가가 하락할 때 주식을 매수하여 빌린 주식을 상환하는 과정으로 이루어진다. 그러나 주가가 공매도 시점의 예상과 달리 상승하게 되면 공매도 거래를 한 투자자는 손실을 본다. 이는 주가의 상승으로 인한 상환 시에 주식을 더 비싼 가격으로 매수해야 하기 때문에 발생하는 손실이다. 공매도는 주가 하락에 기대하는 전략이기 때문에, 상승 시에는 손실을 야기한다.

공매도는 매도시점에 증권이 차입되어 있는지에 따라 차입공매도(covered short-selling)와 무차입공매도(naked short-selling)로 구분된다(김동주, 2021: 7)[4]. 김동주(2021: 7)[4]에 따르면, 차입공매도는 매도시점 이전에 주식차입이 이루어지고, 차입한 주식으로 결제가 이루어진다. 무차입공매도는 주식차입이 이루어지지 않은 채로 매도가 실행된다. 이

후 결제일 이전에 주식차입을 통해 증권결제를 한다(이준하(2024: 6)[5]). 무차입공매도의 금지 조치는 한국을 비롯한 많은 나라에서 시행하고 있다. 대다수 아시아권 국가와 EU 국가들이 무차입공매도를 금지하고 있으며, 아주 예외적인 경우에만 허용하고 있다.

## 2.2 공매도의 기능

### 2.2.1 공매도에 대한 논란

공매도는 자본시장에 미치는 영향에 대해서는 지속적인 논란이 있었다. 2008년에는 세계 금융위기에 의해서 주식시장에서 공매도가 주가 하락을 부추긴다고 하여 미국을 시작으로 공매도가 전면 금지되었다. 미국 증권거래위원회(SEC)가 2008년 9월 공매도를 일시적으로 금지한 것이다. 이후로도 공매도 규제에 대한 혜택과 비용은 더 면밀하게 조사되고 있으며, 여전히 공매도 규제가 자산가치 평가의 상향 편향을 유발하는지, 가격 효율성을 감소시키는지, 시장을 안정시키는지에 대한 격렬한 논쟁이 있다(Miller, 1977: 1151) [6]. 당시 영국도 무대차 및 대차공매도를 모두 금지하고 이후 유럽과 전 세계 각국에서 공매도 금지가 이행됐다. 이때 국내에서도 코스피 급락과 함께 외국인에 의한 공매도가 원인으로 지목되면서 공매도 금지 조치가 시행되었다(이준서 외, 2010: 450)[7].

황세운(2017: 93-98)[8]에 따르면, 공매도의 순기능으로는, 첫째, 공매도는 주식시장의 가격효율성을 위해 중요한 역할을 담당한다. 둘째, 비이성적인 주가 버블을 차단함으로써 시장의 잠재적 위험의 확대를 억제시켜 준다. 둘째, 비이성적인 주가버블을 차단함으로써 시장의 잠재적 위험의 확대를 억제하게 해준다.

오현민(2021: 183-210)[9]에 따르면, 공매도는 기업의 주가를 크게 하락시켜 시장효율성에 부정적인 영향을 미친다는 주장과 이와 반대로 부정적 정보를 적시에 주가에 반영시켜 시장효율성의 향상을 견인한다는 주장은 여전히 대립되어 있으며, 실증 연구들이 꾸준히 진행되고 있지만 결과들은 비교적 일관되지 않다.

김동주(2021: 8)[4]는 공매도의 장점과 단점을 다음과 같이 주장한다.

### 2.2.2 공매도의 장점

첫째, 공매도는 주가하락을 부추긴다는 시각에도

불구하고 가격 결정의 효율성을 갖는다. 기업의 부정적인 정보가 공매도를 통해 주식시장에 제공되지 않을 경우, 주가의 버블이 발생할 가능성이 커진다. 이는 시간이 지날수록 주가 급락의 원인이 될 수 있다.

둘째, 공매도는 유동성을 공급하는 기능이 있다. 주식거래 의사가 없는 장기투자자의 주식이 주식시장에 공급되면 숏커버링(short covering, 공매도한 주식을 갚기 위해 다시 사들이는 환매수)으로 인한 주식시장의 신규수요가 창출됨으로써 주식시장 유동성이 증대될 수 있다.

### 2.2.3 공매도의 단점

공매도의 단점은 다음과 같다.

첫째, 공매도는 개인투자자들에게 민감한 반응이 나타난다(YTN, 2024.03.14.)[10]. 공매도가 증가하면서 개인투자자들이 보유하고 있던 기업의 주가가 급락으로 이어지고 변동성 또한 확대되기 때문이다.

둘째, 공매도는 주식 시세 조종의 수단으로 이용된다. 주식시장이 불안하면 공매도를 실행한 투자자는 소문을 통해 인위적인 주식 가격 하락을 유도할 가능성이 있다.

셋째, 공매도는 잠재적인 위험이 클 수 있다. 투자한 기업의 주가가 지속적으로 상승할 경우 공매도로 인한 손실은 무한대로 커질 가능성이 있기 때문이다.

## 2.3 공매도 규제

### 2.3.1 공매도 규제의 필요성

공매도를 규제하는 가장 본질적 목적은 결제불이행 방지이다(심정훈, 2021: 217)[11]. 민법상 소유하지 아니한 물건의 매도가 일반적으로 허용되지만, 이러한 증권 공매도는 결제불이행의 위험과 함께 그에 따른 파급효과가 크다. 증권시장에서는 다수 시장참가자의 수많은 거래가 체결되기 때문에 일부 결제불이행이 시장 전체의 결제불이행으로 번져서 커질 수 있기 때문이다. 또한 공매도는 부당이익을 취하기 위하여 미공개 중요 정보의 이용행위, 시세조종 행위, 그리고 부정거래 행위 등 각종 불공정거래행위와 결합하여 거래함으로써 이를 알지 못하는 다른 투자자는 예상치 못한 손해가 발생할 수 있다. 선진국 금융시장에서는 공매도를 통상적 투자기법으로 인정하면서 역기능을

줄이기 위한 규제를 가하고 있다.

김지용(2020: 9)[1]에 따르면, 공모도는 많은 순기능을 가지고 있지만, 그 역기능 면에서는 치명적이다. 특히 무차입공매도와 결제불이행의 경우, 거대한 액수의 부당이득을 만들고, 수많은 피해자들을 만들 수 있다. 그 외에도 내부자거래 등 타 불법행위와 연계되어 큰 피해를 야기하여 시장의 안정과 신뢰에 큰 해를 끼칠 수 있다. 이러한 역기능을 최소화하고 순기능을 최대화하기 위해 유효적절한 공모도 규제가 필요하다.

### 2.3.2 공모도 규제의 문제점

공매도를 추가급락의 원인으로 단정하는 등 공모도에 대한 인식이 부정적이다(김지용, 2024: 88)[1]. 이 영향으로 2018년 11월 차입공매도를 금지하는 내용의 「자본시장법」 개정안이 발의되기도 했으며, 개인투자자들이 공모도 금지 청원을 하기도 하였다(김병연, 2019: 24-248)[12]. 공모도에 대한 부정적 인식은 다른 선진국에 비해서 개인투자자의 비중이 상대적으로 높은 데에 주 원인이 있다는 주장도 있다(김병연, 2019: 24-248)[12].

그러나 공모도는 금융시장에서 인정되는 일반적 투자기법의 하나이다(김병연, 2019: 250)[12]. 차입공매도를 금지하지는 쪽의 이유는 크게 가격급락과 결제불이행에 대한 염려이다. 그러나 우리나라에서 이미 차입공매도를 금지하고 있는 상황에서 가격급락과 결제불이행이 발생한 적이 있었다.

### 2.3.3 공모도 규제의 내용

공매도 규제의 내용은 다음과 같다.

첫째, 공모도 금지조치의 엄격한 운용을 들 수 있다(김지용, 2024: 90)[1]. 공모도 금지조치는 경제위기 타개를 위한 정부 정책 중 하나이다. 금융위원회는 공모도 금지조치의 근거로 공모도 금지 기간 중 공모도 거래조건의 기울어진 운동장 해소와 무차입 공모도 방지 등을 위한 방안, 제도개선 마련을 추진, 글로벌IB 전수조사 등 외국인·기관의 무차입공매도를 강력히 적발하고 처벌을 들었다. 금융당국의 이러한 갑작스러운 공모도 금지조치에 대한 비판과 우려의 목소리가 크다.

둘째, 공모도 금지조치의 남용 위험성이 크다(송민

규, 2021: 78-80)[13]. 공모도는 증권시장의 긍정적 기능을 수행하며, 이 점을 고려할 때, 공모도 전면금지를 제도화한다는 것은 증권시장의 활성화에 바람직하지 않다. 그럼에도 불구하고, 공모도에 대한 대중의 부정적인 인식은 쉽사리 사라지지 않았다. 특히, 한국의 경우, 선진국들에 비해서 더 빈번하고 광범위한 공모도 금지조치를 단행하였다.

셋째, 공모도 과열종목 지정제도의 불합리성이다(강소현 2017: 20-23)[14]. 지정제 도입 후 지정 종목의 주가 변화를 살펴보았을 때에도 제도 도입의 취지에 맞는 큰 효과는 아직 살펴볼 수 없었다. 유가증권시장과 코스닥시장에서 결과가 다르게 나타났는데, 먼저 유가증권시장에서는 주가의 지속적 급락을 제어하는 효과가 일부 발생했다. 그러나 코스닥시장에서는 유가증권시장과 달리, 집중적 공모도의 추가하락 영향이 장기간에 걸쳐 유지되었다. 특히, 지정제 도입 후 주가의 하락폭이 과거에 비해 도리어 커졌다. 코스닥시장에서는 공모도 과열종목 지정제도 도입이 추가하락 예방에 큰 효과를 보이지 못했다고 판단할 수 있다.

결론적으로 한국은 공모도 규제에 조금 더 신중하게 접근할 필요가 있다. 그동안의 규제를 살펴볼 때, 한국은 공모도의 순기능보다는 역기능을 억제하는 데에만 중점을 둔 것으로 보인다. 공모도 규제는 미시적·거시적인 것, 한시적·상시적인 것, 단기적·장기적인 것들로 보다 세심하게 구분해 접근할 필요가 있다.

## 3. 공모도 시장의 활성화 및 개선 방안

개인투자자의 공모도 활성화를 위한 개선 방안은 다음과 같다.

첫째, 개인투자자의 공모도 기회 확대 방안을 마련하여야 한다(류혜선 외, 2021: 120)[16]. 국내 공모도 시장은 코스피와 코스닥을 포함하여 외국인과 기관 참여자 비중이 시장의 95% 이상을 차지하고 개인투자자는 매우 미미한 수준이다(엄세용, 2022: 88)[15]. 따라서, 이의 확대가 불가피한 실정이다. 이 때문에 개인투자자들은 여전히 공모도 시장을 기관과 외국인에게만 유리한 ‘기울어진 운동장’이라고 평가하며 비판적 시각을 유지하고 있다. 개인투자자의 경우를 살펴보면, 신용거래대주를 통하여 주식차입을 하고, 이를 통해서

공매도를 한다. 개인투자자의 입장에서 공매도가 어려운 이유는 우선 개인의 신용도나 상환능력의 경쟁력이 기관보다 열등해서 주식을 빌리기가 어렵다. 신용거래 대수가 가능한 종목과 수량이 매우 제한적이다(류혜선 외, 2021: 290)[16]. 예를 들어, 개인투자자의 경우, 공매도를 위하여 빌릴 수 있는 주식은 100~200종목 정도로 한정되며, 이때 빌리는 기간은 30~60일 정도로 짧다. 그나마 만기 연장 역시 불가능하다.

둘째, 공매도 불공정거래에 대한 모니터링 및 처벌을 강화해야 한다(이준하, 2024: 32-33)[5]. 공매도 부작용을 최소화할 수 있는 대표적 개선 방안으로, 불공정거래, 공매도의 모니터링 강화, 처벌 수준의 상향 조정이 필요하다. 공매도와 관련된 불공정행위의 모니터링을 강화하기 위하여 관련 협의체를 구성해서 정기적인 시장감시시스템을 보강해야 한다. 공매도에 대한 모든 유형의 악용 사례를 탐지할 시스템을 완비하고 있다고 해도, 금융거래기법의 발전에 따라서는 새로운 형태의 거래가 나타날 수 있다. 실제 시장에 참여하는 관련을 통해서 공매도 관련 거래기법들을 지속적으로 수집하고, 이러한 내용이 시장감시시스템에 반영되는 체계가 필요하다. 이와 더불어, 불공정거래 관련 공매도에 대한 처벌 수준을 보다 높이는 방안을 강구해야 한다. 즉, 공매도 악용에 대해 처벌 수준 검토 시에는 단순히 처벌 수준을 검토에 그치지 않고, 공매도의 악용을 탐지할 기술적인 역량 역시 함께 살펴야 한다.

셋째, 공매도 보고 및 공시제도의 개선이 필요하다(이상복, 2009: 100)[17]. 한국의 경우, 선진국에 비해서는 아직 공매도 거래가 활발하게 일어나고 있지는 않지만, 향후 공매도 거래가 활성화될 것에 대비하여 시장의 투명성을 강화하기 위해 공시제도를 확대할 필요가 있다. 공시제도의 목적은 금융시장에 공매도 행위에 관해 투자자 및 감독당국에게 투명성을 제공함으로써 자본시장의 신뢰 및 건전성을 향상하는 것이다. 공매도와 관련된 정보는 개인투자자들에게는 중요한 투자 정보이다. 그 이유는 공매도 거래에서의 공시의 무 강화와 맞물려 있기 때문이다(서완석, 2010: 872)[18]. 다시 말해서 공시제도를 통하여 투명성을 향상하는 데 도움이 된다. 먼저, 투자자에게 정보는 주식시장에 관한 정서 이해를 증진하고 주가의 추이를

알려주는 데 도움이 된다. 이로 인하여 개인투자자들이 이 정보를 근거로 하여 결정을 내림과 동시에 가격 효율성을 유지한다. 더불어 공매도자를 둘러싼 루머 및 투기를 감소하여 신뢰하도록 한다. 다음으로, 투명성은 금융당국 입장에서도 시장의 부정행위 조사를 용이하게 해 준다. 공매도는 과거 시세조종을 쉽게 이용되었음을 고려한다면, 포괄적 공시제도는 금융당국으로 하여금 시세조종에 연루될 수 있는 공매도자를 확인할 수 있게끔 해 준다.

결론적으로 공매도 규제가 지나치게 강화될 경우, 가격효율성과 시장유동성 측면에서 손해가 발생하고 결과적으로 시장에 부정적 영향을 끼칠 수 있음을 보고하고 있다. 따라서 공매도 관련 정책은 규제 효과의 긍정적 측면을 고려하면서 시장의 부정적 영향을 반드시 고려하여 이루어져야 한다.

#### 4. 결론

최근 한국 금융시장은 무차입공매도를 금지하고 있으며, 차입한 증권을 매도하는 차입공매도를 일반적인 공매도라고 일컫는다. 공매도는 유독 오해와 비난을 함께 받는 제도다. 그럼에도 불구하고, 선진국에서 공매도를 선진적인 자본시장의 필수적인 제도로 도입하는 것은 공매도가 가격발견기능 등과 같은 순기능 때문이다. 최근 한국은 다시 한번 장기간 공매도 금지 조치를 단행했고, 이에 따라 여러 비판이 나오고 있다. 이에 본 연구는 개인투자자들을 위해 그들의 관점에서 공매도를 활성화하기 위한 개선 방안을 마련하고자 하였다.

공매도란 주식시장에서 소유하지 않은 종목을 매도하는 것으로 해당 종목의 주가가 하락할 것을 예측하여, 주식을 차입해 매도하는 것을 말한다. 공매도의 장점으로는, 첫째, 공매도는 주가 하락을 부추긴다는 시각에도 불구하고 가격 결정의 효율성을 갖는다. 기업의 부정적인 정보가 공매도를 통해 주식시장에 제공되지 않을 경우, 주가의 버블이 발생할 가능성이 커진다. 이는 시간이 지날수록 주가 급락의 원인이 될 수 있다.

둘째, 공매도는 유동성을 공급하는 기능이 있다. 주식거래 의사가 없는 장기투자자의 주식이 주식시장에

공급되면 숏커버링(short covering, 공매도한 주식을 갚기 위해 다시 사들이는 환매수)으로 인한 주식시장의 신규수요가 창출됨으로써 주식시장 유동성이 증대될 수 있다.

본 연구 결과를 통하여 공매도 시장의 활성화 및 개선 방안은 다음과 같다.

첫째, 개인투자자의 공매도 기회 확대 방안을 마련하여야 한다. 국내 공매도 시장은 코스피와 코스닥을 포함하여 외국인과 기관 참여자 비중이 시장의 95% 이상을 차지하고 개인투자자는 매우 미미한 수준이다. 따라서, 이의 확대가 불가피한 실정이다.

둘째, 공매도 불공정거래에 대한 모니터링 및 처벌을 강화해야 한다. 공매도 부작용을 최소화할 수 있는 대표적 개선 방안으로, 불공정거래, 공매도의 모니터링 강화, 처벌 수준의 상향조정이 필요하다. 이와 더불어, 불공정거래 관련 공매도에 대한 처벌 수준을 보다 높이는 방안을 강구해야 한다.

셋째, 공매도 보고 및 공시제도의 개선이 필요하다. 한국의 경우, 선진국에 비해서는 아직 공매도 거래가 활발하게 일어나고 있지는 않지만, 향후 공매도 거래가 활성화될 것에 대비하여 시장의 투명성을 강화하기 위해 공시제도를 확대할 필요가 있다.

결론적으로 공매도 규제가 지나치게 강화될 경우 가격효율성과 시장유동성 측면에서 손해가 발생하고 결과적으로 시장에 부정적 영향을 끼칠 수 있음을 보고하고 있다. 따라서 공매도 관련 정책은 규제 효과의 긍정적 측면을 고려하면서 시장에서의 부정적 영향을 반드시 고려하여 이루어져야 한다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다.

첫째, 공매도 성격상 이익 극대화를 추구함으로써 개인투자자나 기관투자자는 물론이고, 이익집단 간, 관련기관이나 금융당국의 첨예한 대결이 논리보다 우선한다.

둘째, 금융당국은 공매도 재개 시점의 단정 불가 방침을 고수하고 있어서 공매도 정책에 대한 명백한 논리에 접근할 수 없다는 점이다.

셋째, 이러한 이유로 현실적용에 대한 피드백이 어렵다는 점이다.

## 참고문헌

- [1] 김지웅(2024). 자본시장법상 공매도 규제의 법적 규제와 개선방안. 연세대학교 대학원 석사학위논문.
- [2] 김선준(2023). 개인투자자의 공매도 인식과 활성화 방안에 대한 연구: 공매도 거래 특성 및 시장 참여 저해요인 중심으로, 서강대학교 경제대학원 석사학위논문.
- [3] 한국거래소 (2017). 『코넥스 시장의 이해』, KRX 2016-10. KRX 정보데이터시스템. <http://data.krx.co.kr/>
- [4] 김동주(2021). 공매도 과열종목 지정의 정보효과에 관한 연구. 목포대학교 대학원 박사학위논문.
- [5] 이준하(2024). 공매도 투자가 주식시장에 미치는 영향에 관한 연구. 고려대학교 정책대학원 석사학위논문.
- [6] Miller, E. M.(1977). Risk, uncertainty, and divergence of opinion. *The Journal of Finance*, 32(4): 1151-1168.
- [7] 이준서 외(2010). “주가와 공매도 간 인과관계에 관한 실증 연구”. 『한국증권학회』. 39(3): 449-489.
- [8] 황세운(2017). “공매도 규제효과 분석 및 정책적 시사점”. 『17-06 연구보고서』(자본시장연구원): 93-98.
- [9] 오현민(2021). “공매도와 재무분석가의 낙관적 이익에 축편의”. 『국제회계연구』. 1000: 183-210.
- [10] YTN. 2024.03.14.
- [11] 심정훈(2021). “공매도 규제의 개선에 대한 검토”, 『기업법 연구』 35(2): 204-241.
- [12] 김병연(2019). “자본시장법상 공매도 제도에 대한 소고”. 『법학논총』 39(1).
- [13] 송민규(2021). “공매도 논쟁과 향후 정책 방향”. 『KIF 연구보고서』 2021(5): 1-121.
- [14] 강소현(2017)., “공매도 과열종목 지정제도 도입 효과와 시사점”. 『KCFI 이슈보고서 17-09』.
- [15] 엄세용(2022). “공매도와 상장기업의 자기주식 취득 역할 제고 방안 연구”. 『증권법 연구』 23(2): 45-90.
- [16] 류혜선 외(2021). “공매도의 형평성·공정성 제고 방안 관련 소고-핀테크 서비스를 연계를 중심으로”. 『지급결제학회지』 13(2): 271-302.
- [17] 이상복(2009). “외국의 공매도규제와 법적 시사점”. 『증권법연구』 10(2): 53-104.
- [18] 서완석(2010). “공매도 규제법제에 관한 연구”. 『성균관법학』 22(3): 871-915.

### 양 세 동 (Yang, Se-Dong)



- 2021년 3월~2023년 2월: 세한대학교 대학원 경영학과 석사
- 2023년 2월~현재: 세한대학교 대학원 경영학과 박사과정 재학중
- 2020년 10월~현재: (주)퓨처온 대표 이사
- 관심분야: 금융재정운용
- E-mail: y1113love@naver.com

### 심 재 연 (Sim, Jae-Yeon)



- 1985년 2월: 조선대학교 회계학과 (경영학학사)
- 1990년 2월: 조선대학교 대학원 회계학과 (경영학석사)
- 1995년 2월: 조선대학교 대학원 경영학과 (경영학박사)
- 1995년~현재: 세한대학교 경영학과 교수
- 관심분야: 회계정보시스템, 정부회계, 인적자원관리
- E-mail: simjy@sehan.ac.kr