

2020. 6. 18

## 글로벌투자전략팀

전균  
Analyst  
gyun.jun@samsung.com  
02 2020 7044

진중현  
Research Associate  
chonghyeon.jin@samsung.com  
02 2020 7870

# 공매도 금지의 영향분석

## 시장조성/유동성공급 기능의 약화

### 공매도 금지 이후 공매도/대차잔고 감소

3월16일 공매도 금지 이후 6월(12일 현재)까지 KOSPI와 KOSDAQ은 각각 +24%와 +47% 급등하고 공매도거래는 금지 이전에 비해 97%이상 감소하였음. 다만 공매도잔고에 비해 대차잔고 가 큰 폭으로 줄어들어 공매도 환수를 위한 Short-covering은 상대적으로 적은 편임. 공매도 금지전후 업종별 공매도 거래규모와 주가등락률을 비교하면, 공매도 감소와 주가 상승에는 뚜렷한 상관성을 찾기 어려움. 공매도비중 상위종목의 주가변동과 공매도 흐름을 비교하더라도 주가등락률과 공매도 거래규모와는 무관한 경우가 대부분임. 공매도 주요주체인 외국인투자자는 공매도 금지기간에 순매도로 일관하였으며, 대차거래 역시 외국인간 거래는 공매도 금지 이전에 비해 감소폭이 크지 않았음. 국내 기관투자자의 대차거래만 위축되었음.

### 공매도 금지 이후 시장조성/유동성공급 대상상품의 유동성 위축 나타나

시장조성대상 파생상품(Mini선물, KQ150선물, 개별주식선물 등)은 공매도 금지 이후 저평가가 심화되었으며, 유동성이 오히려 감소한 경우가 많았음. 개별주식선물은 현물대비 과도한 저평가 상태를 상당기간 지속함에 따라 가격발견기능이 약화되고 기초자산에 대한 매도압력을 증폭시켰음. 일부 개별주식선물의 기초자산은 거래비용(변동성 등)이 공매도 금지 이전에 비해 상승되었음.

KRX와 국내의 증권회사가 시장조성계약을 체결한 800여개 개별주식들의 경우 공매도 금지 이전에 비해 금지 이후 거래량이 감소한 경우가 상당수 존재함. 시장조성계약이 맺어져 있음에도 불구하고 유동성이 약화된 것은 시장조성업무가 원활하게 수행되지 않았을 가능성을 배제할 수 없음. 해당 종목의 가격변동성도 금지 이전에 비해 높아져, 묵시적인 거래비용의 상승이 투자자의 효용을 반감시켰음.

주식형 ETF 중 섹터/전략/스타일 ETF의 경우, 공매도 금지 이후 거래량 감소한 종목이 전체의 61%에 달함. 해당 ETF의 괴리율은 공매도 금지 이전에 비해 더욱 확대되어 ETF의 가격안정성이 약화되었음.

공매도 금지초기 이후 시장조성/유동성공급 대상상품 상당수가 유동성과 가격발견기능 측면에서 약화되었음. 시장조성기능과 유동성공급이 원활하게 진행되지 않은 상품은 거래비용 인상은 물론 연계거래로 인한 변동성 확산(선물 저평가 장기화로 인한 매도차익 유발), 그리고 현물 및 파생상품시장에 참여하는 투자자의 효용을 감퇴시키는 변수로 작용하였음.

### 유럽, 3월 공매도 금지 이후 5월 해제

유럽 각국은 3월 팬데믹 사태에 대응하기 위해 공매도 거래를 1개월 단위로 금지하고 연장하는 방식을 취하였음. 5월18일에 공매도금지를 전면 해제하였으며, 해제 당일 유럽 주식시장은 급등하였음. 유럽 각국은 공매도 금지초기에도 불구하고 시장조성 업무는 유지하도록 하였으며, 독일과 영국은 공매도 금지보다는 시장자율적 거래를 선택하였음.

유럽에서는 공매도의 경제적 기능(해당 자산의 취약성 정보제공)과 시장조성업무의 효용(유동성 공급과 가격쏠림 방어 등)에 대해 충분한 인식을 하고 있으며, 시장 친화적이며 지속 가능한 시장위험관리에 주목하고 있음.

## Compliance Note

본 조사자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다. 본 조사자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변경, 대여할 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당시 리서치센터가 신뢰할만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었습니다.

## 공매도 금지조치 영향분석

### 금지기간 중 성과분석

**공매도 금지시행:** 금융감독당국은 지난 3월16일부터 6개월 동안 유가증권시장과 코스닥시장, 코넥스시장까지 전체 상장종목에 대해 공매도 금지조치를 시행하였음. COVID-19로 인한 글로벌 금융시장의 붕괴와 주식시장의 쏠림현상에 대응하기 위해 공매도 금지조치를 시행하였음. 2008년과 2011년 이후 전면적 공매도 금지조치는 3번째임.

3월 공매도 금지조치 이후 현재까지 국내 주식시장은 KOSPI와 KOSDAQ이 각각 +24%와 +47% 급등하였음. 연초 이후 공매도금지 직전까지 KOSPI와 KOSDAQ시장이 각각 -18%와 -22% 하락한 것을 모두 만회하는 상승세를 기록하였음. 특히 중소형주가 대형주의 상승률을 상회하는 강세를 보였으며, KOSPI시장에 비해 KOSDAQ시장의 반등폭이 더욱 큰 편임. COVID-19 사태로 인해 급락하였던 글로벌 금융시장이 중앙은행의 대규모 유동성공급과 각국 정부의 강제적인 보건조치(지역봉쇄 등)로 인해 Pandemic의 공포에서 벗어나고 있음.

### 공매도금지 전후 시장별 성과

시장	1/2~3/13 (%)	3/16~6/12 (%)	시장	1/2~3/13 (%)	3/16~6/12 (%)
KOSPI	-18.56	24.34	KOSDAQ	-22.26	47.88
KOSPI200	-17.12	20.95	KOSDAQ150	-20.43	47.89
중형주	-25.88	35.19	KOSDAQ M300	-22.85	51.07
소형주	-26.04	32.87	KOSDAQ SMALL	-25.76	41.31
의약품	-5.96	76.55	제약	-18.71	72.69
음식료	-16.20	38.19	소프트웨어	-25.73	62.28
운수장비	-31.41	29.03	유통	-5.11	61.58
철강금속	-25.90	19.43	금속	-28.54	31.34
전기전자	-10.46	11.15	오락문화	-28.97	25.91
통신업	-16.91	9.61	방송서비스	-32.84	21.14

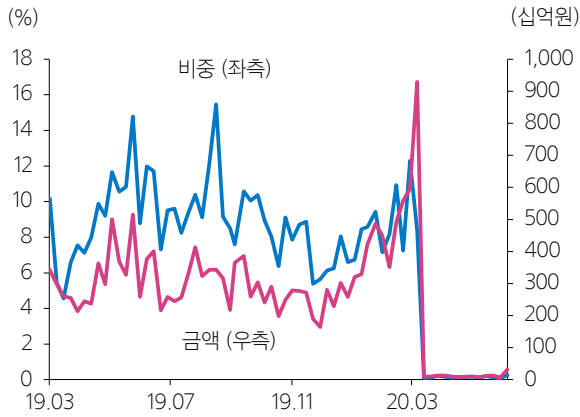
참고: 업종은 공매도금지 이후 업종지수 상승률상위 3개와 하위 3개를 기준으로 선별함

자료: KRX, 삼성증권

**공매도 및 대차거래 감소:** 공매도 금지조치로 인해 주식시장에서 관찰되는 공매도 규모와 거래비중(공매도거래대금/시장거래대금)은 금지조치 이후 급격히 감소하였음. 공매도거래는 금지조치 이전까지 올해 들어 주간평균 KOSPI200 4,720억원, KOSDAQ150 1,110억원을 기록하였지만, 공매도 금지조치 이후에는 6월 현재까지 주간평균 KOSPI200 118억원, KOSDAQ150 33억원으로 급감하였음. 공매도의 거래비중(공매도거래대금/시장거래대금) 역시 올해 들어 금지 이전까지 주간평균 KOSPI200 8.5%와 KOSDAQ150 5.5%를 기록하였지만, 공매도 금지조치 이후에는 주간평균 KOSPI200 0.15%와 KOSDAQ150 0.08%로 급감하였음.

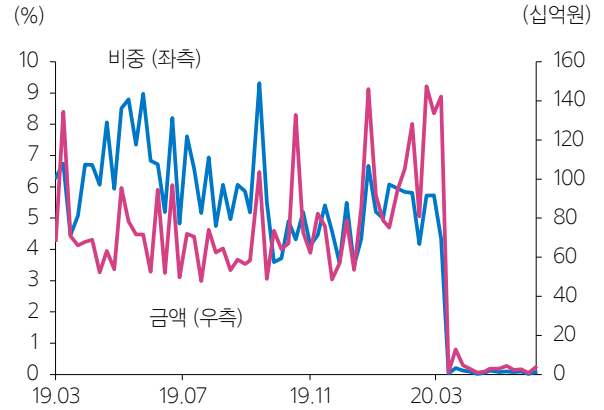
참고로 공매도 금지에도 불구하고 공매도거래가 지속된 것은 현물과 파생상품의 시장조성자 또는 유동성공급자가 제출하는 매도호가에 대해서는 공매도의 예외로 규정하고 있기 때문임. 예를 들어 주식현물의 시장조성자가 매수호가를 제출하여 체결된 상태에서 헤지를 위해 주식현물을 동일 수량으로 매도할 경우, 이는 공매도의 예외대상으로 적용됨.

KOSPI200 공매도 거래대금과 거래비중 (주간)



자료: KRX, Quatiwise, 삼성증권

KOSDAQ150 공매도 거래대금과 거래비중 (주간)

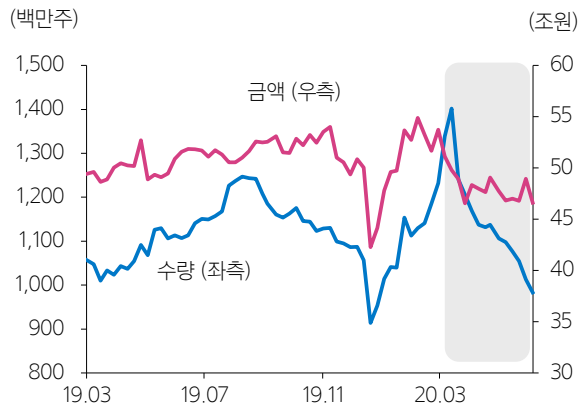


자료: KRX, Quatiwise, 삼성증권

대차거래는 공매도를 위한 주식차입뿐만 아니라 ETF 설정/환매 등을 위한 주식대여나 결제목적의 증권차입 등 다양한 목적으로 시행됨. 그럼에도 불구하고 공매도 금지로 인해 차입목적의 대차거래가 감소하고 주식시장 반등으로 기존 공매도 물량의 환매수(short-covering)가 발생하면서 대차잔고가 줄어들 수 있음.

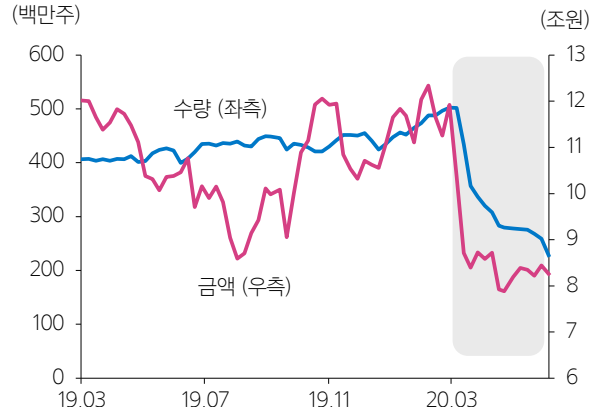
올해 들어 KOSPI200의 대차잔고 금액과 수량은 공매도 금지 이전에 주간평균 1.12억주(51.1조원)에서 금지 이후 1.13억주(47.8조원)를 기록하여 금액은 감소한 반면 수량은 유사한 편임. KOSDAQ150의 경우 올해 들어 공매도 금지 이전에 주간평균 4,730만주(11.5조원)에서 금지 이후 주간평균 3,000만주(8.3조원)으로 KOSPI200에 비해 수량과 금액 측면에서 모두 줄어들었음.

KOSPI200 대차잔고 수량 및 금액



자료: KRX, Quatiwise, 삼성증권

KOSDAQ150 대차잔고 수량 및 금액



자료: KRX, Quatiwise, 삼성증권

3월13일(공매도 금지조치 직전 영업일) 대비 6월 현재(6월12일) 공매도잔고와 대차잔고의 변동을 보면, 공매도잔고의 감소분에 비해 대차잔고의 감소가 절대적으로 크게 발생하였음. 해당 기간 KOSPI200과 KOSDAQ150이 각각 +20.9%, +47.8% 급등하여 공매도 대상종목의 가격이 상승한 것을 감안하더라도, 공매도잔고와 대차잔고 감소에는 상당한 불일치가 관찰됨. 다시 말해, 대차잔고의 감소에서 공매도 잔고의 환수를 위한 Short-covering은 상대적으로 적은 비중을 차지한 것으로 판단됨.

**KOSPI200과 KOSDAQ150 대차잔고 및 공매도잔고 변동**

구분	KOSPI200	KOSDAQ150
대차잔고수량 변동 (백만주)	-355	-273
대차잔고금액 변동 (십억원)	-4,545	-2,111
공매도잔고수량 변동 (백만주)	-71	-50
공매도잔고금액 변동 (십억원)	-316	-173
시가총액 변동 (십억원)	+214,129	+46,336
지수 상승률 (%)	+20.95	+47.89

참고: 3월13일 대비 6월12일 변동분 자료: KRX, 삼성증권

공매도 금지조치 전후로 업종별 누적공매도를 비교하면, 공매도 감소와 주가상승에는 뚜렷한 상관성을 찾기 어려운 편임. 유가증권시장에서 의약품은 금지 이전에 비해 금지기간 누적공매도가 -92.2% 감소 하였지만 업종지수는 금지 이후 +76% 급등하였음. 반면 전기전자는 금지 이전에 비해 금지기간 누적 공매도 규모가 -93.7% 줄어들었지만 업종지수는 금지 이후 +11% 상승에 머물렀음.

**공매도금지 전후 유가증권시장 업종별 공매도 행태 (기간 누적공매도)**

(십억원,%)	금지 이전(1/2~3/13)	금지 이후(3/16~6/12)	증감	지수등락률(3/16~6/12)
KOSPI	24,956	1,184	-95.2	+24.3
KOSPI200	22,202	1,111	-95.0	+20.9
중형주	3,717	143	-96.1	+35.2
소형주	822	13	-98.4	+32.8
의약품	1,618	126	-92.2	+76.5
음식료	474	19	-96.0	+38.1
운수장비	1,690	63	-96.2	+29.0
철강금속	782	29	-96.3	+19.4
전기전자	6,229	387	-93.7	+11.1
통신업	574	23	-96.0	+9.6

참고: 업종은 공매도금지 이후 업종지수 상승률상위 3개와 하위 3개를 기준으로 선별함 자료: KRX, 삼성증권

**공매도금지 전후 코스닥시장 업종별 공매도 행태 (기간 누적공매도)**

(십억원,%)	금지 이전(1/2~3/13)	금지 이후(3/16~6/12)	증감	지수등락률(3/16~6/12)
KOSDAQ	7,751.4	232.6	-97.0	+47.8
KOSDAQ150	5,485.6	220.0	-95.9	+47.9
KOSDAQ M300	1,985.9	16.1	-99.1	+51.0
KOSDAQ SMALL	1,064.9	2.3	-99.7	+41.3
제약	1,072.6	120.9	-88.7	+72.7
소프트웨어	313.1	2.6	-99.1	+62.2
유통	639.4	44.9	-92.9	+61.5
금속	37.8	0.5	-98.6	+31.3
오락문화	432.6	4.4	-98.9	+25.9
방송서비스	68.5	2.0	-97.1	+21.1

참고: 업종은 공매도금지 이후 업종지수 상승률상위 3개와 하위 3개를 기준으로 선별함 자료: KRX, 삼성증권

코스닥시장에서 중형주(KOSDAQ MID)와 소형주(KOSDAQ SMALL)의 누적공매도는 금지 이전 대비 금지 이후 -99%가 감소하였음. 업종별로 제약업종은 금지 이전 대비 공매도 규모가 -88% 감소하면서 해당 업종지수는 +72% 급등하였음. 반면 방송서비스업종은 금지 이전 대비 공매도 규모가 -97% 감소한 반면 해당 업종지수는 +21% 상승에 머물렀음. 유가증권시장과 유사하게 공매도 규모의 감소와 해당 업종의 상승률에는 뚜렷한 상관성을 찾기 어려운 편임.

**투자자별 거래동향**

**외국인 순매도 vs 개인 순매수:** 공매도 금지기간(3월16일~6월12일)에 외국인투자자들은 KOSPI와 KOSDAQ시장에서 각각 -14.0조원과 -5,260억원의 순매도를 기록하였음. 금융투자 역시 KOSPI와 KOSDAQ시장에서 같은 기간 -2.1조원과 -4,970억원의 순매도를 기록하였음. 일반적으로 공매도의 주요 주체로 외국인투자자를 지목하지만, 외국인투자자들에게서는 공매도 금지기간 공매도의 환매수(Short covering)의 흔적보다 국내주식에 대한 지속적인 매도압력을 확인할 수 있음. 오히려 개인투자자의 공세적인 주식매수가 COVID-19 사태에서 국내 주식시장의 반등을 주도하였음.

**공매도 금지기간 중 투자자별 누적순매수**

(십억원)	외국인	금융투자	투신	연기금	개인
KOSPI	-14,040	-2,165	-53	+2,909	+12,860
KOSPI200	-12,711	-2,111	+216	+2,888	+11,001
KOSDAQ	-526	-497	-612	-15	+3,619
KOSDAQ150	-310	-540	-439	+10	+1,822

참고: 3/16 ~ 6/12 자료: KRX, 삼성증권

**투자자별 대차거래:** 투자자별로 대차거래 현황을 공매도 금지 전후로 살펴보면, 유가증권시장에 비해 코스닥시장의 대차거래가 전반적으로 크게 감소하였음. 외국인투자자의 대차거래 참여비중은 공매도 금지 이전에 비해 국내 금융기관의 참여감소로 인해 오히려 늘어났음. 즉 외국인-외국인의 대차거래는 공매도 금지 이후에도 활발한 반면 외국인-내국인의 대차거래는 공매도 금지 이후 큰 폭으로 감소하였음

공매도금지 이후 대차잔고의 감소는 대체로 국내 금융기관의 거래감소에서 발생하였음. 특히 투신/사모의 대차거래 감소는 극적인 편임. 공매도 금지조치에 직접적인 영향을 받은 것으로 추정됨. 한편 외국인투자자의 대차거래는 직접적인 공매도 목적보다는 ETP연계 또는 현선물연계 Swap거래 등을 목적으로 진행된 것으로 추정됨.

**공매도 금지 이전 투자자별 유가증권시장 대차거래 (천주)**

대여 \ 차입	외국인	금융투자	투신/사모	소계
외국인	711,453	63,893	2,508	777,854
금융투자	454,556	284,588	68,054	807,198
투신/사모	11,972	40,567	3,508	423,047
소계	1,177,981	756,048	74,070	

자료: KOSCOM, 삼성증권

**공매도 금지 이후 투자자별 유가증권시장 대차거래 (천주)**

대여 \ 차입	외국인	금융투자	투신/사모	소계
외국인	689,515	54,501	-	744,016
금융투자	315,243	242,979	1,981	560,203
투신/사모	5,441	199,647	314	205,402
소계	1,010,199	497,127	2,295	

자료: KOSCOM, 삼성증권

**공매도 금지 이전 투자자별 코스닥시장 대차거래 (천주)**

대여 \ 차입	외국인	금융투자	투신/사모	소계
외국인	220,470	33,932	2,347	256,749
금융투자	361,945	171,434	39,213	572,592
투신/사모	2,815	345,609	183	348,607
소계	585,230	550,975	41,743	

자료: KOSCOM, 삼성증권

**공매도 금지 이후 투자자별 코스닥시장 대차거래 (천주)**

대여 \ 차입	외국인	금융투자	투신/사모	소계
외국인	119,311	3,960	1	123,272
금융투자	116,388	80,098	582	197,068
투신/사모	1,351	46,164	3	47,518
소계	237,050	130,222	586	

자료: KOSCOM, 삼성증권

### 공매도 상위종목군의 변화

**공매도거래비중 상위종목:** 공매도 금지 이전에 공매도 거래비중(공매도대금/전체거래대금) 상위 10종목을 대상으로 금지 이후 공매도 거래규모와 거래비중, 그리고 기간 등락률을 살펴보면, 공매도 거래규모는 금지 이전에 비해 평균 -97% 감소하여 공매도 금지조치의 효과가 나타났음. 반면 공매도 비중상위 종목의 금지 이후 등락률은 전체 평균 +18.8%를 기록하여, KOSPI200의 기간등락률 +20.9%를 하회하였음. '이노션'은 공매도 금지로 공매도 거래규모가 급감하였음에도 불구하고 금지 이전에 비해 주가는 추가로 더욱 하락하였음.

#### 공매도 금지 이전 KOSPI200 공매도비중상위 10종목

종목	금지 이전 (백만원)	거래대금비중 (%)	기간등락률 (%)	금지 이후 (백만원)	거래대금비중 (%)	기간등락률 (%)
한운시스템	132,337	25.76	-14.81	5,970	0.75	+6.58
아모레G	136,131	23.78	-36.78	3,690	0.56	+8.31
아모레퍼시픽	916,417	22.93	-27.23	26,597	0.72	+13.90
이노션	37,907	21.20	-19.86	807	0.38	-7.80
HDC현대산업	118,805	19.99	-39.07	1,155	0.07	+44.88
한샘	78,267	19.34	-15.59	2,208	0.38	+47.07
S-Oil	308,308	19.33	-38.08	12,199	0.34	+23.39
CJ대한통운	80,430	19.07	-20.00	1,340	0.18	+34.73
효성	41,318	19.07	-13.63	1,078	0.37	+2.45
CJ CGV	57,704	18.86	-37.79	1,399	0.26	+15.09

참고: 거래대금비중 = 공매도거래대금/전체거래대금 (누적)

자료: KRX, 삼성증권

공매도 금지 이전 KOSDAQ150내 공매도 거래비중 상위 10종목 역시 금지 이후 공매도 거래규모는 이전에 비해 평균 -98%를 감소하였음. 한편 공매도 상위종목군의 금지 이후 주가등락률은 평균 +20.4%으로, 같은 기간 KOSDAQ150의 +47.9% 상승률의 절반에도 미치지 않은 성과를 기록하였음. 특히 '메디톡스'는 공매도 금지 이후 공매도 거래규모가 -94% 감소하였지만, 주가는 공매도 금지 이후 -26%의 하락을 기록하였음.

#### 공매도 금지 이전 KOSDAQ150 공매도비중상위 10종목

종목	금지 이전 (백만원)	거래대금비중 (%)	기간등락률 (%)	금지 이후 (백만원)	거래대금비중 (%)	기간등락률 (%)
필어비스	86,028	16.17	-9.98	931	0.11	+24.70
고영	48,278	13.43	-21.09	1,263	0.20	+24.09
파라다이스	152,973	13.03	-34.24	1,164	0.11	+12.50
파트론	87,404	12.25	-40.30	785	0.08	+35.15
컴투스	36,318	11.24	-19.62	2,067	0.45	+33.80
메디톡스	101,195	11.00	-30.77	6,349	0.14	-26.09
SK머티리얼즈	48,506	10.98	-24.31	722	0.16	+24.74
스튜디오드래곤	54,523	10.64	-14.55	608	0.03	+14.85
원익PS	77,752	10.62	-25.56	2,094	0.21	+27.66
하림지주	5,951	10.07	-34.44	82	0.06	+32.70

참고: 거래대금비중 = 공매도거래대금/전체거래대금 (누적)

자료: KRX, 삼성증권

공매도 금지 이전에 관찰되었던 공매도 비중 상위10종목을 살펴보면, 공매도 금지 이후 공매도 거래규모는 급감하였지만, 해당 주식의 주가등락률은 편차가 심한 편임. 결국 공매도 금지로 인해 공매도 압박이 크게 줄었음에도 불구하고 주가등락률은 공매도 거래규모와 무관하게 나타난 경우가 대부분임.

**유럽, 공매도 금지조치 해제**

**3월 공매도 금지조치 시행:** ESMA(European Securities and Markets Authority, 유럽증권감독청, 이하 ESMA)는 COVID-19의 팬데믹으로 인한 금융시장의 혼란을 막기 위해 3월16일에 ESMA 감독관할에 있는 주식시장에서 발행주식수의 0.1%를 초과하는 공매도 포지션을 보유하고 있는 투자자에게 해당 각국의 감독기구에 신고하도록 하는 조치를 시행하였음. 기존에는 0.2%를 신고기준으로 지정하였지만, 이번 COVID-19 사태로 인해 신고기준을 0.1%으로 강화하였음. 다만 ESMA의 해당 조치는 시장조성자 또는 시장안정을 위한 공적인 활동에 대해서는 적용되지 않음을 명시하였음.

유럽 각국별로 공매도 금지조치에 대한 후속책을 아래와 같이 발표하였음. 대부분의 국가에서 공매도 금지조치를 한시적으로 시행하였지만, 독일과 영국에서는 공매도 금지조치를 시행하지 않았으며 오히려 공매도금지로 인해 발생할 수 있는 역기능에 대해 신중한 검토가 필요하다는 시각을 견지하였음.

또한 공매도 금지를 시행한 모든 국가에서 시장조성(market making) 관련 공매도 거래에 대해서는 예외적용을 하였음. 시장조성의 순기능(유동성공급, 균형가격 유지 등)에 대해 모든 금융감독당국이 인정하고 있음을 의미하는 부분임.

**Covid19사태 당시 유럽 각국의 공매도금지 조치내역**

국가	조치내용
Austria	Vienna Stock Exchange 거래되는 모든 주식에 대해 3월18일부터 1개월 공매도 금지조치 시행 4월15일, 공매도금지 1개월 연장 ETP 설정판매 또는 시장조성자 관련 공매도거래는 허용
Belgium	Euronext Brussels의 17개 주식에 대해 3월16일 1일 공매도 금지조치 시행 3월17일, 장내외 모든 주식거래에 대해 1개월 공매도 금지 4월15일, 공매도금지 1개월 연장 시장조성자에 대해서는 공매도거래 허용
France	3월16일, 92개종목에 대해 1일 공매도금지 조치시행 3월18일, 20일간 공매도 금지시행 & 10일 추가연장 4월15일, 1개월 추가연장 시장조성자의 공매도거래 허용
Germany	독일연방금융감독청, 공매도 금지조치 한번도 시행한 적 없음 개별기업의 불공정거래에 대한 공매도 금지조치는 시행 3월20일, 독일자산운용협회, 공매도 금지조치에 대한 반대입장 발표 3월18일, 4월24일까지 공매도 금지조치 시행
Greece	4월15일, 1개월 추가연장 시장조성자에 대해서는 미적용
Italy	3월12일, 자국거래소의 85개 기업에 대한 1일 공매도 금지조치 시행 3월17일, 3개월 공매도금지 조치 시행 시장조성자에 대해서는 공매도 허용 3월17일, 1개월 공매도 금지조치 시행
Spain	4월15일, 1개월 추가연장 시장조성자, 공매도 금지조치 예외적용
U.K.	공매도 금지조치 미시행 "공매도가 최근 주식시장 하락의 배경으로 작용한 근거가 없다" "공매도 거래비중은 전체 주식시장 거래의 일부에 그치며, 공매도 금지조치의 적절성과 역기능에 대해 균형있는 분석이 필요하다"

참고: "Short selling bans and market restrictions", 20 May. 2020, White & Case LLP 참조  
자료: ESMA, White & Case LLP, 삼성증권 정리

**5월18일 공매도 금지조치 해제:** 공매도 금지조치를 시행하였던 유럽 각국은 5월18일을 기점으로 공매도금지를 해제하였음. 공매도 금지조치를 한시적으로 시행하기 위해, 최초 1개월 금지조치 이후 수차례 금지조치를 연장하였지만, 주식시장의 회복을 계기로 공매도 금지조치를 5월18일에 모두 해제하였음.

5월18일 공매도해지 당일에 유럽 국가는 모두 급등하였음. 프랑스 CAC40은 +5.6% 폭등하였으며, 그리스 역시 +2.7% 상승하였음. 공매도 금지해제가 대규모 공매도의 재개를 유발할 것이라는 우려에도 불구하고, 오히려 주식시장의 정상적인 기능작동과 기존 공매도 포지션의 리밸런싱을 위한 short cover 등이 중첩되면서 주식시장이 급등하였음.

#### 유럽 각국 공매도금지기간 및 해제이후 성과

(%)	Austria	Belgium	France	Germany	Greece	Italy	Spain	U.K.
3/16~5/18(금지)	23.3	19.3	15.9	26.5	25.8	16.1	11.0	17.4
5월18일	3.7	3.2	5.1	5.6	2.7	3.2	4.7	4.3
5/18~6/12(해제)	4.4	8.9	7.5	8.0	6.1	8.5	7.5	0.9

참고: Austria-ATX, Belgium-BEL20, France-CAC40, Germany-DAX30, Italy-FISEMIB, Spain-IBEX35, U.K.-FTSE100

독일과 영국은 공매도금지 조치를 시행하지 않았음

자료: Bloomberg, 삼성증권

**‘Circuit Breaker’ vs ‘Short sale Ban’:** 주식시장의 스트레스 국면에서 ‘공매도 금지’와 같은 직접적인 시장개입수단과 ‘Circuit Breaker’와 같은 간접적인 시장개입조치의 효과에 대한 논의가 금번 COVID-19 사태를 계기로 재차 확산되었음(Laura Kodres, “Brakes or Bans: Protecting financial markets during a pandemic”, VOX, 26 Apr. 2020 참조).

‘Circuit Breaker’ 제도는 주식시장의 과도한 등락을 실시간으로 일정 수준에서 통제하는 가격제한 조치인 반면 ‘공매도 금지조치’는 공매도거래자의 주식시장 참여를 원천적으로 배제하는 시장개입조치임. 미국의 경우 COVID-19 사태에도 불구하고 직접적인 ‘공매도 금지조치’를 시행하지 않았지만, 3월9일 이후 4차례의 C.B를 발동하였음. 유럽에서는 영국과 독일을 제외한 대부분의 국가에서 한시적이지만 ‘공매도 금지조치’를 취하였음.

‘Circuit Breaker’와 ‘공매도 금지조치’ 모두 오버슈팅과 변동성 확산을 제어하는 위험관리정책임. ‘공매도 금지조치’는 거래참여의 의지를 일시적으로 원천 차단하기 때문에, 시장참여자들이 하여금 시장기능의 정상적인 작동에 대한 의구심을 갖게 하는 조치임. 반면 ‘Circuit Breaker’는 ‘공매도 금지조치’에 비해 상대적으로 시장친화적이며 장기적으로 지속가능한 조치로 평가됨.

특히 공매도의 경제적 기능(해당 자산의 취약성 정보의 제공)이 오히려 주식시장 급락국면에서 더욱 필요하다는 점이 공매도 금지조치로 간과되었다는 점을 주목해야 함. 투자대상기업의 취약성(펀드멘탈 대비 고평가 여부, 기업의 위기관리능력 미흡 등)이 주식시장 스트레스 국면에서 가장 필요한 정보이며, 이를 시장에 전달하는 매개체가 공매도 거래라는 점을 재인식할 필요가 있음.



## 시장조성/유동성공급기능의 제약

### 현선물 시장조성/유동성공급 대상상품

**공매도 예외적용:** 3월16일 이후 공매도 금지조치에도 불구하고, 공매도 거래가 미미하게나마 계속 발생하는 것은, 공매도 예외적용을 받는 거래가 존재하기 때문임. 공매도 예외적용되는 유형은,

- ① 주식시장 유동성공급자(Liquidity Provider, LP)의 호가
- ② 주식시장 시장조성자(Market Maker, MM)의 호가
- ③ 증권상품(ETF/ETN/ELW) 유동성공급자(LP)의 헤지거래 호가
- ④ 파생상품(주식선물/옵션, Mini선물/옵션, KOSDAQ150선물/옵션 등) 시장조성자(MM)의 헤지거래 목적의 호가.

현물과 파생상품의 시장조성자와 유동성공급자가 해당 상품에 대한 매도호가를 제출하면서 공매도 요건에 속하더라도, 해당 거래는 유동성 증진과 거래 안전성을 위해 이루어지는 거래이기 때문에 공매도 거래의 예외로 분류됨. 예를 들어 Mini KOSPI200 선물에 대한 시장조성업무를 맡고 있는 회원사가 제출한 선물매수호가 채결되면, 해당 포지션을 헤지하기 위해 주식현물(KOSPI200 바스켓)을 매도하는 과정에서 차입 후 매도를 할 수 있음. 해당 거래가 공매도 거래에 속하지만, 파생상품 시장조성의 헤지 거래를 위해 이루어진 시장조성자의 업무에 속하기 때문에, 공매도거래의 예외로 적용됨. 다만 해당 거래가 공매도 유형에 속하기 때문에, KRX에서는 이들의 매도거래를 공매도 항목으로 분류하고 있음.

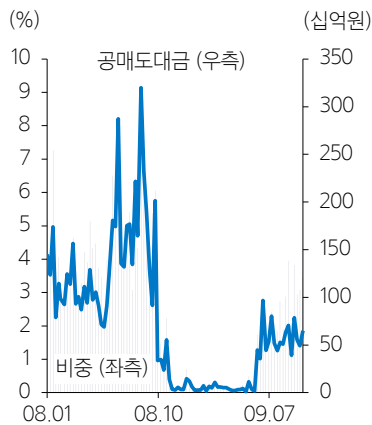
### 시장조성 및 유동성공급 대상과 내용

구분	내용
주식시장 유동성공급	상장법인과 금융투자자의 유동성 공급계약 체결에 의한 유동성 공급 (LP계약 체결 종목)
주식시장 시장조성	저유동성 종목을 중심으로 거래소와 금융투자자의 계약에 의한 시장조성 (국내외 증권사의 국내주식 550여개 대상 시장조성)
증권상품 유동성공급	ETF/ETN/ELW의 유동성 확보를 위해 금융투자자와 발행사의 계약에 의한 유동성 공급 (KOSPI200 ETF, 원유 ETN, 개별주식 ELW 등)
파생상품 시장조성	저유동성 파생상품을 대상으로 거래소와 금융투자자의 계약에 의한 시장조성 (Mini KOSPI200 선물, KOSDAQ150선물, 개별주식선물 등)

자료: KRX, 삼성증권

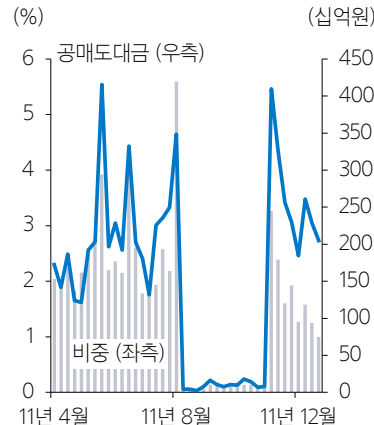
**공매도 예외적용 매물출회:** 시장조성 또는 유동성공급 차원에서 공매도 예외적용을 받는 물량은 공매도 금지기간에도 미미하게나마 출회되었음. '08년10월 ~ '09년5월까지 실시된 GFC 기간의 공매도 전면 금지 기간에 공매도 대금은 주간평균 74억원 출회되었음. 직전 6개월('08년9월~'08년9월) 동안 주간평균 공매도 출회규모 1,560억원의 5% 수준에 불과하지만, 꾸준히 공매도가 거래되었음. '11년8월~'11년11월까지의 2차 금지기간에도 주간평균 공매도거래는 거액을 기록하여, 직전 6개월('11년2월~'11년7월) 주간평균 공매도 출회규모 1,760억원의 4% 수준만 거래되었음. 금번 '20년3월부터 시행되고 있는 공매도 금지기간에도 주간평균 118억원 공매도가 출회되었음. 직전 6개월('19년9월~'20년2월) 주간평균 공매도 거래규모 3,460억원의 3% 수준 물량이 출회되었음.

2008년~2009년 공매도대금과 거래비중



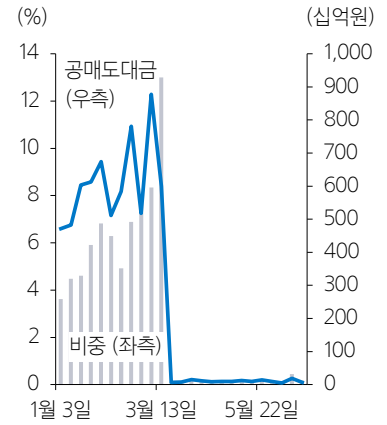
참고: 공매도 금지기간 '08.10.1 ~ '09.5.31  
자료: KRX, 삼성증권

2011년 공매도대금과 거래비중



참고: 공매도 금지기간 '11.8.10 ~ '11.11.9  
자료: KRX, 삼성증권

2020년 공매도대금과 거래비중



참고: 공매도 금지기간 '20.3.16~'20.9.15  
자료: KRX, 삼성증권

**시장조성 대상 파생상품의 거래동향**

**시장조성 대상 파생상품거래:** 3월16일 공매도 금지조치 이후 Mini KOSPI200선물 등 시장조성 대상상품의 유동성은 현물주식의 유동성에 비해 미흡한 편임. 기초자산의 유동성이 크게 확대되었지만 시장조성/유동성공급 대상상품의 거래는 기초자산 유동성에 연동되는 증가율을 보이지 못하였음. 공매도 금지조치와 시장조성자/유동성공급자의 호가제약(과도한 시장참여로 인한 시장변동성 확대를 제어하기 위한 조치)으로 인해 해당 파생상품의 유동성 개선효과가 기초자산에 비해 저조한 수준을 기록한 것임.

Mini 선물의 경우, 금지 이전 일평균 2.1조원의 거래대금을 기록하였지만, 금지 이후에는 오히려 -7% 감소한 1.9조원에 그쳤음. Mini KOSPI200선물의 기초자산인 KOSPI200의 경우 금지 이전에 비해 금지 이후 거래대금이 오히려 +49% 증가한 것과 대비되는 양상임.

KOSDAQ150선물의 경우 공매도 금지 이전 일평균 0.9조원에서 금지 이후 일평균 1.0조원이 거래되어, +13%의 증가를 기록하였음. 반면 기초자산인 KOSDAQ150의 주식거래규모는 공매도 금지 이전 일평균 1.9조원에서 금지 이후 3.7조원으로 거의 2배에 가까운 유동성 증가를 기록하였음. 금지 이후 주식시장의 반등과 개인투자자 중심의 투기적 거래가 급증한 것을 고려하더라도, 기초자산의 유동성 증가에 비해 KOSDAQ150선물의 유동성 개선은 상대적으로 미미한 수준에 그쳤음.

개별주식선물 역시 시장조성자의 역할이 핵심적임. 공매도 금지 이전 전체 개별주식선물의 거래규모는 일평균 297만계약(현물환원 2,970만주)에서 금지 이후 일평균 401만계약(현물환원 4,018만주)으로 +35% 증가하였음. 반면 해당 기초자산 138종목의 전체 거래규모는 공매도 금지 이전 일평균 1.05억주에서 금지 이후 일평균 1.85억주로 +75% 증가하였음. 선물 대비 기초자산의 유동성이 2배 이상 증가하였음.

## 파생상품 시장조성대상의 공매도 금지 전후 유동성 변화 (일평균)

상품	금지 이전(1/2~3/13)	금지 이후(3/16~6/12)	증감
Mini선물 (십억원)	2,102	1,937	-7.8
KOSPI200 (십억원)	5,100	7,602	49.1
KQ150선물 (십억원)	908	1,027	13.1
KOSDAQ150 (십억원)	1,967	3,763	91.3
개별주식선물 (천계약)	2,974	4,018	35.1
개별주식 (천주)	105,422	185,050	75.5

참고: 개별주식선물 1계약은 개별주식 10주와 동일 (거래승수)

자료: KRX, 삼성증권

개별주식선물의 경우 공매도 금지 이전과 금지 이후 유동성의 증감을 보면, 금지 이전의 거래량보다 금지 이후 거래량이 줄어든 경우는 전체의 44%(61개 종목)에 달함. 반면 기초자산인 현물의 경우 금지 이전의 거래량보다 금지 이후 거래량이 줄어든 경우는 전체의 11%(16종목)에 그침. 공매도 금지 이후 공매도 거래를 대체할 수 있는 개별주식선물의 활용도가 높아질 것이라는 기대감과 달리 유동성이 위축된 주식선물이 전체의 44%에 달함.

공매도 금지 전후 거래량이 증가한 주식선물은 전체의 56%인 반면 기초자산 주식현물은 89%에 달함. 특히 1배~2배에 늘어난 주식선물은 55종목(40%)에 그치는 반면 주식현물은 82종목(59%)에 달함. 전반적으로 공매도 금지 이후 주식현물의 유동성은 개선된 반면 주식선물은 오히려 유동성이 위축된 경우가 상대적으로 많음. 이는 공매도 금지조치와 더불어 시장조성자의 역할 제약이 일정 부분 발생한 것으로 해석됨.

## 개별주식선물 및 기초자산의 공매도 금지 전후 거래량 증감 분포

구분 (개)	1배 미만	1배~2배	2배~3배	3배이상
주식선물	61	55	11	10
주식현물	16	82	29	10

참고: 해당기간 일평균 거래량을 기준으로 거래량 증감을 표시함. 1배 미만은 금지 이전보다 거래가 위축되었음

자료: KRX, QuantiWise, 삼성증권

## 개별주식선물 및 현물 공매도 금지 전후 거래량 증감배율

기초자산	선물 (배)	현물 (배)	기초자산	선물 (배)	현물 (배)
삼성카드	0.35	2.06	현대차	1.46	1.69
현대위아	0.52	1.32	LG화학	1.52	1.39
원익PS	0.63	1.36	신한지주	1.54	1.51
씨젠	0.92	1.70	SK텔레콤	1.62	1.42
두산중공업	1.06	1.82	셀트리온	1.77	2.78
삼성전자	1.24	1.27	삼성중공업	2.50	4.02
대한항공	1.35	2.73	카카오	3.04	2.08
삼성생명	1.39	2.66	NAVER	3.18	1.90

참고: 금지 이전(1/2~3/13)일평균거래량/금지 이후(3/16~6/12)일평균거래량, '1'이하는 금지 이전보다 거래위축을 의미

대상종목은 전체 기초자산 중 일부만 발취함

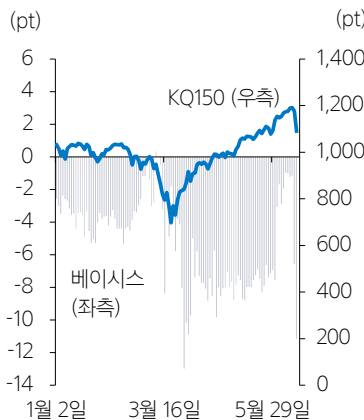
자료: KRX, QuantiWise, 삼성증권

3월 변동성 폭등과정에서 파생상품의 거래도 급증하였지만 4월 이후 변동성 진정으로 파생상품의 거래가 감소한 것은 사실임. 그럼에도 불구하고 기초자산의 유동성 개선에 비해 시장조성 대상상품의 유동성이 상대적으로 미흡하였다는 점은, 해당 파생상품의 가격형성이 불안정해지고 해당 파생상품과 연동된 현물거래가 현물가격에 변동성 요인으로 작용할 가능성이 높아졌음을 의미함.

**지수선물 저평가 심화:** KOSDAQ150선물의 시장베이스스는 공매도 금지 직후 최대 -10pt를 하회하여 금지 이전(연초 이후) 일평균 -3.3pt의 3배를 웃도는 상황을 연출하였음. 공매도 금지 이후 KQ150선물의 시장베이스스는 6월 현재까지 연결선물 기준으로 일평균 -6.7pt를 기록하고 있음. Mini KS200 선물 역시 금지 이전(연초 이후) 일평균 +0.02pt에서 금지 이후 일평균 -0.41pt(최저 -1.46pt)를 기록하였음. 공매도 금지 이후 시장조성 대상상품인 KOSDAQ150선물과 Mini선물의 저평가가 심화되었음. 해당 기간 주식시장의 높은 변동성과 급증한 헤지수요로 선물의 저평가가 형성되었겠지만, 동시에 공매도 금지로 인한 시장조성자의 역할제약도 지수선물 저평가의 배경으로 작용하였음.

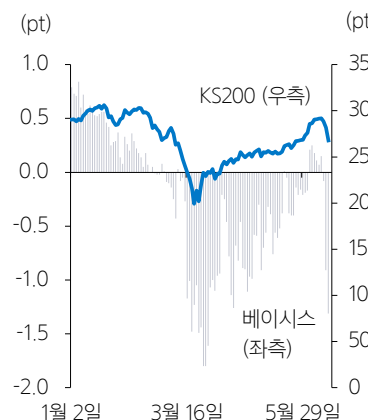
지수선물의 저평가는 주식현물 매도와 지수선물 매수의 매도차익거래를 유발할 수 있음. 특히 공매도 금지로 대차거래의 위축과 시장조성자의 역할제약으로 매도차익거래 여건이 악화됨에 따라 지수선물의 저평가 상태가 조기에 해소되지 못하였음. 더구나 시장조성자 이외의 투자자들이 매도차익거래에 동참하기 힘든 상황이 형성되어, 지수선물의 저평가 현상이 장기간 방치되었음. 지수선물의 저평가가 매도차익거래를 유발하지만 제한적인 매도차익거래로 지수선물의 저평가가 장기화되는 악순환이 최근 3개월 동안 지속되었음.

KOSDAQ150선물 시장베이스스 추이



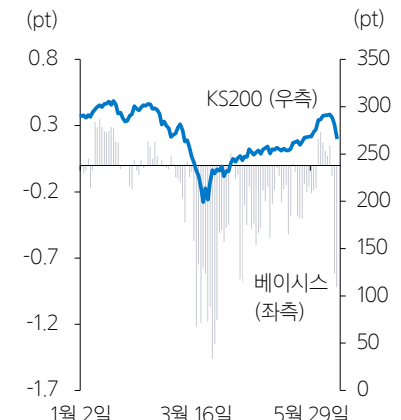
참고: 연결선물, 베이스스는 장중평균  
자료: KRX, 삼성증권

Big KOSPI200선물 시장베이스스 추이



참고: 연결선물, 베이스스는 장중평균  
자료: KRX, 삼성증권

Mini KOSPI200선물 시장베이스스 추이

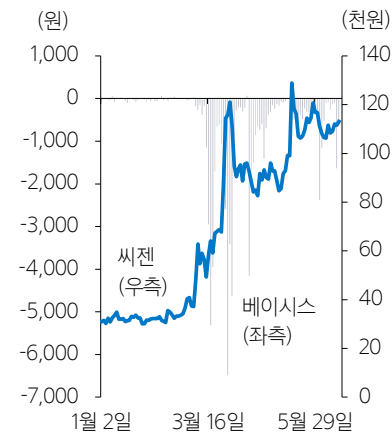


참고: 연결선물, 베이스스는 장중평균  
자료: KRX, 삼성증권

**개별주식선물 저평가:** 개별주식선물도 공매도 금지와 시장조성자의 역할 제약으로 인해 상당기간 저평가 상태에 노출되었음. ‘씨젠’ 주식선물의 경우, 공매도 금지 이전(연초 이후) 일평균 시장베이스스는 -38원에 그쳤지만, 공매도 금지 이후에는 최저 -5,300원(현물대비 -8.3%)에 달하는 등 일평균 -1,028원(현물대비 -1.7%)을 형성하고 있음. 이전에 비해 27배에 달하는 저평가 현상이 지속되었음. ‘카카오’ 주식선물 시장베이스스 역시 공매도 금지 이전 일평균 +37원에서 금지 이후 일평균 -592원으로 저평가 현상이 심화되었음. 카카오선물 시장베이스스는 공매도 금지 이후 최저 -2,865원을 기록하기도 하였음(현물대비 -1.8%). ‘셀트리온헬스케어’ 주식선물은 3월중 한때 시장베이스스 -1,178원(현물대비 -1.7%)에 달할 정도로 일시적인 저평가를 보였음.

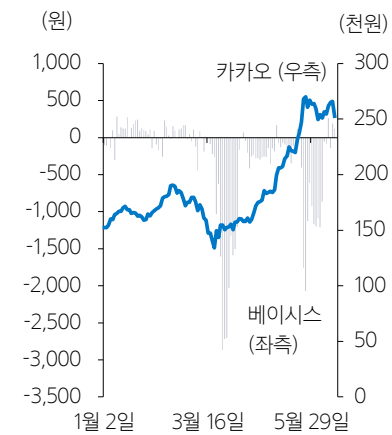
주식선물의 저평가 상태가 심화되면, 매도차익거래로 인한 현물 매도압력이 상시적으로 작용하게 됨. 특히 공매도 금지로 인해 매도차익거래가 원활하지 못한 상태에서는 선물의 저평가가 해소되지 않은 채 해당 주식에 대한 매도압력이 악순환을 유발하게 됨. 결과적으로 주식의 변동성은 상승하고 가격형성과정은 불안정해지는 양상이 반복될 수 밖에 없음.

씨젠선물 시장베이스스 추이



참고: 연결선물, 베이스스는 장중평균  
자료: KRX, 삼성증권

카카오선물 시장베이스스 추이



참고: 연결선물, 베이스스는 장중평균  
자료: KRX, 삼성증권

셀트리온헬스케어선물 시장베이스스 추이

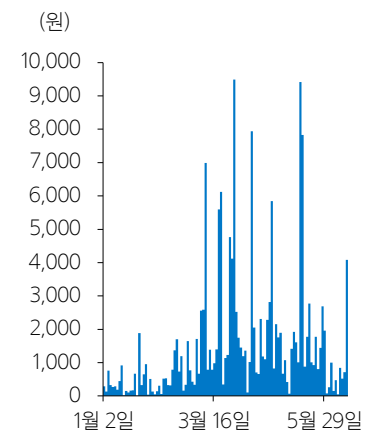


참고: 연결선물, 베이스스는 장중평균  
자료: KRX, 삼성증권

개별주식선물의 시장조성자 역할이 공매도 금지로 제약을 받는 과정에서 해당 개별주식의 가격 안정성도 일정부분 영향을 받을 수 밖에 없음. 시장조성자의 헤지거래가 원활하지 못하면, 해당 주식의 유동성은 물론 호가스프레드나 슬리피지의 확대가 발생할 수 있기 때문임. 현물주식의 체결과정에서 변동성이 높아진 것은 해당 주식의 거래과정에서 묵시적인 거래비용이 증가하고 체결과정의 안정성이 떨어진다는 것을 의미함. 결국 현선물 시장에 참여하는 시장참여자의 효용이 감퇴할 수 있다는 점임.

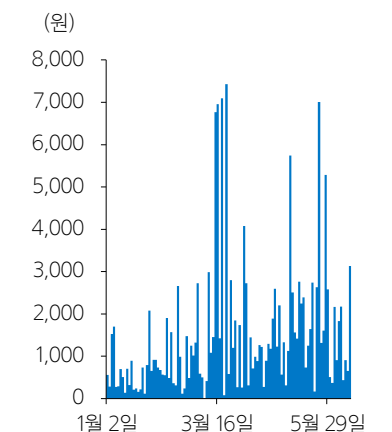
상기한 주식선물의 기초자산별로 VWAP(Volume Weighted Average Price, 거래량가중평균가격)과 종가의 차이(절대값)를 살펴보면, '씨젠'은 공매도 금지 이전(연초 이후) 일평균 772원에서 금지 이후 일평균 2,095원으로 늘어났으며, '카카오'는 금지 이전 일평균 962원에서 금지 이후 일평균 1,947원으로, '셀트리온헬스케어' 역시 금지 이전 일평균 646원에서 금지 이후 일평균 1,359원으로 급증하였음. 종가와 VWAP의 차이는 해당 주식의 장중 체결과정에서 발생하는 거래비용을 간접적으로 보여주는 지표이므로, 공매도 금지 이전에 비해 금지 이후 장중 체결과정에서 거래비용이 인상되었음을 의미함. 주식선물의 유동성이 현물에 비해 상대적으로 부진하고 공매도 금지로 인해 시장조성자의 역할이 원활하게 수행되지 못하기 때문에 장중 체결과정에서 거래비용이 증가한 것으로 추정됨.

씨젠 (VWAP-종가) 절대값



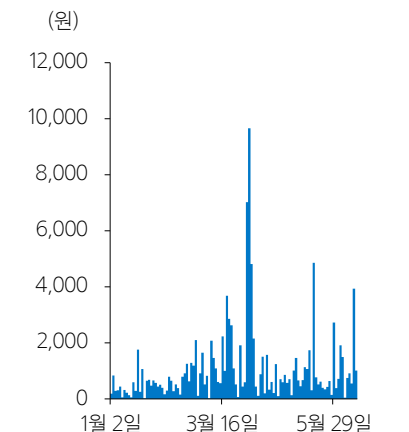
참고: KRX 증권투자정보포털의 VWAP 활용  
자료: KRX, 삼성증권

카카오 (VWAP-종가) 절대값



참고: KRX 증권투자정보포털의 VWAP 활용  
자료: KRX, 삼성증권

셀트리온헬스케어 (VWAP-종가) 절대값



참고: KRX 증권투자정보포털의 VWAP 활용  
자료: KRX, 삼성증권

### 시장조성 대상 개별주식의 거래행태

**시장조성대상 839종목:** 한국거래소는 주식시장의 가격발견기능과 유동성 개선을 위해 국내외 증권회사와 계약을 통해 시장조성자제도(Market Making System)를 운영하고 있음. 2019년 1월에는 저유동성 종목을 포함하여 유동성이 상대적으로 부진한 중대형 종목과 신규상장종목을 포함한 500종목에 대해 시장조성자 제도를 적용하였음. 2020년 현재 유가증권시장 666종목과 코스닥시장 173종목 등 총 839종목에 대해 시장조성자 제도를 적용하고 있음. KRX와 시장조성계약을 체결한 증권회사는 적정 가격의 호가(계약범위 4~8tick)를 상시적으로 제출하여 가격의 급변을 완화하고 유동성을 개선하는 기능을 수행하게 됨.

### 회원사별 시장조성 종목수 (2020년 현재)

(개)	미래대우	한화	한국	신한	메리츠	부국	신영	KB	NH	GS	SG	CLSA
KOSPI	186	187	133	92	92	70	71	56	46	212	126	36
KOSDAQ	77	47	27	20	-	22	15	-	-	-	73	24
합계	263	234	160	112	92	92	86	56	46	212	199	60

자료: KRX, 삼성증권

당사는 공매도 금지 전후의 시장조성 대상종목의 유동성 변화를 확인하기 위해 우선주와 비주식(리츠 등), 관찰기간 중 1/3 이상 거래정지종목 등을 제외한 KOSPI 575종목과 KOSDAQ 161종목을 대상으로 거래량의 증감을 비교하였음. KOSPI와 KOSDAQ 시장조성 대상종목의 거래량 증감을 살펴보면, 금지 이전 보다 거래량이 감소한 경우는 KOSPI 110종목(19%), KOSDAQ 35종목(21%)에 달함. 금지 이전보다 거래량이 늘어난 경우는 KOSPI 465종목(81%) KOSDAQ 126종목(79%)임. 전반적으로 공매도 금지 이전에 비해 금지 이후 시장조성 대상종목의 유동성이 개선되었음.

### 시장조성 대상종목의 공매도 금지 전후 거래량 증감 분포

구분 (개)	1배 미만	1배~2배	2배~3배	3배이상
KOSPI	110	240	109	116
KOSDAQ	35	77	21	28

참고: 해당기간 일평균 거래량 기준으로 증감을 표시함. 1배 미만은 금지 이전보다 거래량 감소한 것임

자료: KRX, QuantiWise, 삼성증권

다만 공매도 금지기간 변동성 확대에 따른 자연발생적 거래량 증가분을 고려하여 금지 이전 거래량과 동일한 수준(증가율 1.5배 기준)으로 판단하면 상이한 결과가 도출됨. KOSPI시장에서 증가율 1.5배 미만 종목은 307개(53%)으로 증가율 1.5배이상 종목 268개(47%)를 상회함. KOSDAQ에서도 증가율 1.5배 미만 종목은 80개(50%)으로 증가율 1.5배이상 종목 81개(50%)에 버금가는 수준임. 변동성 확대에 인한 자연발생적 거래량 증가를 고려하면, 시장조성 대상종목의 공매도 금지 전후 거래량 변동은 오히려 과반 이상이 감소한 것으로 해석할 수 있음.

결국 시장조성계약이 맺어져 있음에도 불구하고 공매도 금지 이전에 비해 거래량이 감소한 것은 시장조성업무가 원활하게 수행되지 않았을 가능성을 배제할 수 없음. 공매도 금지로 인한 대차거래 위축이나 시장조성자의 업무 제약 등이 배경으로 추정됨.

**KOSPI 및 KOSDAQ 시장조성 대상주식의 공매도 금지 전후 일평균거래량 비교**

KOSPI	금지 이전(주수)	금지 이후(주수)	배율	KOSDAQ	금지 이전(주수)	금지 이후(주수)	배율
한국석유	52,646	11,564	0.22	삼보산업	7,642,634	1,789,793	0.23
무림페이퍼	613,197	171,838	0.28	안랩	370,278	169,988	0.46
백광산업	8,022,079	2,941,714	0.37	우리바이오	437,578	275,365	0.63
일진디스플레이	646,213	324,896	0.50	오스템임플란트	203,364	143,753	0.71
코웨이	647,194	333,453	0.52	에스텍파마	597,292	476,697	0.80
메리츠금융지주	160,884	97,117	0.60	KH바텍	1,487,423	1,260,460	0.85
모나리자	10,360,188	6,524,643	0.63	SK머티리얼즈	53,642	47,476	0.89
SBS미디어홀딩스	169,987	122,155	0.72	파라다이스	1,291,818	1,262,753	0.98
영원무역홀딩스	8,216	6,608	0.80	젠타스	1,265,703	1,253,586	0.99
종근당홀딩스	45,674	39,825	0.87	아이씨디	594,331	617,162	1.04
퍼시스	4,308	3,913	0.91	컴투스	63,650	78,020	1.23

참고: 금지 이전(1/2~3/13), 금지 이후(3/16~6/12), 일평균 거래량 기준, 종목선별은 배율에 따라 임의로 선정함  
 자료: KRX, 삼성증권

KRX가 증권회사와 시장조성업무를 체결한 것은 주식시장의 가격발견기능을 강화하고 저유동성 종목의 유동성을 개선하기 위함임. 시장조성을 통해 거래회전율이 낮거나 거래 자체가 부진한 종목에 대해 상시적인 호가를 제공하여 수급 불균형시 발생할 수 있는 가격의 급변을 완화할 수 있음.

시장조성 대상 경쟁종목 및 복수종목의 기간별 수익률 표준편차를 공매도 금지 전후로 비교하면, 공매도 금지 이후 시장조성 대상종목의 변동성이 시장 전체에 비해 상대적으로 높게 형성되었음. 코스피 지수는 공매도 금지 이전에 비해 금지 이후 일별수익률의 표준편차가 1.6배 높아진 반면 KOSPI종목 중에서 1.6배 이상 높아진 종목은 전체의 46%인 253개임. 코스닥 지수는 공매도 금지 이전에 비해 금지 이후 일별수익률의 표준편차가 1.3배 높아졌으며, KOSDAQ종목 중에서 1.3배 이상 높아진 종목은 전체의 62%에 달하는 100종목임. 대차거래 위축이 크게 나타난 KOSDAQ종목의 가격변동성 확대가 큰 편임.

결국 시장조성 대상임에도 불구하고 유동성 개선이 충분히 이루어지지 않아, 해당 주식에 대한 투자자들의 거래가 원활하게 이루어지지 않고 목시적인 거래비용(가격변동성, 호가 스프레드 등)이 상승하는 상황이 초래되었음. 시장 전반적으로 투자자의 효용이 반감되었을 가능성을 배제할 수 없음.

**시장조성 대상종목(경쟁/독점)의 공매도 금지 전후 수익률 표준편차 변동분포**

구분 (단위: 개)	1배 미만	1배~2배	2배~3배	3배이상
KOSPI	62	391	110	12
KOSDAQ	20	128	12	1

참고: 해당기간 일별 수익률 표준편차의 금지 이전 대비 금지 이후 증감배율, 1배 미만은 금지 이후 표준편차가 줄어들었음을 의미  
 자료: KRX, QuantiWise, 삼성증권

**공매도금지 전후 주가지수별 수익률 표준편차 비교**

지수 (단위:%)	금지 이전(1/2~3/13)	금지 이후(3/16~6/12)	배율
KOSPI	1.645	2.646	1.60
코스피 대형주	1.649	2.682	1.62
코스피 중형주	1.753	2.819	1.61
코스피 소형주	1.869	2.668	1.43
KOSDAQ	2.245	2.985	1.33
코스닥 대형주	2.121	2.999	1.41
코스닥 중형주	2.387	3.244	1.36
코스닥 소형주	2.376	2.980	1.25

참고: 해당기간 일별 수익률 표준편차의 금지 이전 대비 금지 이후 증감배율  
 자료: KRX, QuantiWise, 삼성증권



ETF의 거래행태

**주식형 ETF의 유동성공급 현황:** ETF는 상장을 위해서 1개 이상의 유동성공급자와 계약을 맺어야 함. 유동성공급자는 대부분 지정판매회사와 겸하고 있어, 설정판매 업무를 수행하면서 자체적으로 ETF-NAV 차익거래도 수행할 수 있음. ETF의 유동성공급자는 원활한 거래를 위해 매수-매도 호가를 상시적으로 제출하고, 유동성 공급과정에서 발생한 포지션에 대한 헤지를 해당 ETF의 현물 포트폴리오 또는 파생상품으로 수행함. 따라서 파생상품이 존재하는 ETF의 헤지는 상대적으로 원활한 반면, 파생상품이 부재한 ETF의 경우 유동성공급자의 헤지가 어려워 상대적으로 유동성이 적은 편임.

국내에 상장된 국내주식형 ETF 중 레버리지/인버스 상품과 파생상품이 존재하는 주가지수 추적 ETF를 제외하고 섹터/스타일/전략 ETF의 유동성 상황을 살펴보았음. 올해 들어 공매도 금지 이전과 공매도 금지 이후 각 ETF의 유동성 증감을 살펴보면, 관찰대상 상품 중 61%인 95개 종목이 공매도 금지 이전보다 이후에 거래량이 감소하였음. 공매도 금지 이후 거래량이 증가한 ETF는 39% 59개 종목에 불과함. 변동성 구간인데다 공매도 금지와 유동성 공급자의 역할 제약 등으로 인해 해당 ETF의 유동성공급자가 원활한 헤지를 하지 못한 것으로 추정됨.

거래량 감소상위 ETF의 경우 금지 이전에 비해 -95% 이상 유동성이 줄어들었음. 대체로 밸류/배당/로우볼과 같이 변동성 구간에서 상대적으로 열위를 보였던 유형의 ETF임. 시장상황과 맞지 않은데다 유동성공급자의 역할이 충분히 이루어지지 못한 ETF임. 반면 거래량 증가상위 ETF는 중소형주/헬스케어 등 변동성 구간에서 상대적으로 우위를 보였던 ETF임. 거래가 늘어난 ETF들은 시장 상황에 적합한 ETF이기 때문에 유동성공급자의 역할보다는 시장참여자들의 자발적인 거래가 집중된 것으로 평가할 수 있음. 물론 일부 ETF는 유동성 조건을 충족하기 위한 거래가 포함된 경우도 있음.

주식형 ETF 공매도 금지 전후 일평균 거래량 비교

거래량 감소상위 ETF (주)	금지 이전(1/2~3/13)	금지 이후(3/16~6/12)	배율
마이티 코스피고배당	7,379	31	0.00
TIGER 중소형가치	9,379	81	0.01
KBSTAR 중소형모멘텀로우볼	1,761	23	0.01
KINDEX 스마트밸류	3,094	49	0.02
HANARO 고배당	61,047	1,668	0.03
KBSTAR 200IT	231,698	8,317	0.04
TIGER 코스닥150로우볼	2,429	90	0.04
TIGER 대형가치	13,528	569	0.04
KBSTAR ESG사회책임투자	6,030	330	0.05
TIGER 중소형성장	11,065	611	0.06
<b>거래량 증가상위 ETF (주)</b>			
TIGER 200 금융	1,631	35,855	21.99
ARIRANG 200동일가중	13,047	237,864	18.23
KODEX FnKorea50	207	1,790	8.63
KODEX Top5PlusTR	167,685	845,277	5.04
TIGER 의료기기	1,016	4,999	4.92
KODEX Fn멀티팩터	25,445	119,821	4.71
TIGER 코스피중형주	28,468	129,157	4.54
KODEX 운송	20,998	94,948	4.52
KODEX 헬스케어	8,156	34,433	4.22
KODEX 200동일가중	99	406	4.09

참고: 배율 1미만은 금지 이전에 비해 금지 이후 거래량이 감소한 것임  
 자료: KRX, 삼성증권



**주식형 ETF의 괴리율 현황:** ETF의 유동성공급자는 ETF의 시장가격과 순자산가치의 괴리를 최소화하기 위해 적극적인 유동성 공급과 함께 ETF-NAV 차익거래 등을 동시에 실시함. 따라서 NAV 대비 ETF의 시장가격 괴리가 확대될 경우, ETF의 해당 현물 포트폴리오와 ETF의 차익거래를 통해 ETF와 NAV의 괴리를 축소할 수 있음. 해당 ETF의 기초자산 유동성이 풍부하거나 파생상품이 존재할 경우에는 ETF-NAV 차익거래가 상대적으로 원활하게 이루어질 수 있지만, 유동성이 부족하거나 파생상품이 없을 경우, 그리고 공매도 금지로 인한 거래비용 상승과 같은 환경에서는 ETF와 NAV의 차익거래가 원활하지 못함. 이로 인해 해당 ETF의 괴리율 또는 스프레드가 늘어날 수 밖에 없음.

공매도 금지 전후 국내 주식형 ETF의 스프레드 변동을 살펴보면, 금지 이전에는 일평균 괴리율이 -0.1% ~ +0.1%에 포함되는 ETF가 전체의 60%(83개)에 달하였지만 금지 이후에는 해당 괴리율 구간에 속하는 ETF가 전체의 35%(54개)에 축소되었음. 오히려 ±0.3% 이상으로 괴리율이 확대된 ETF가 금지 이전에는 2%(4개)에 불과하였지만, 공매도 금지 이후에는 17%(26개)으로 급증하였음.

**주식형 ETF의 공매도 금지 전후 괴리율 분포**

괴리율 구간 (단위:개)	금지 이전(1/2~3/13)	금지 이후(3/16~6/12)	증감
+0.3% 이상	0	1	1
+0.2%~+0.3%	0	0	0
+0.1%~+0.2%	1	1	0
+0.0%~+0.1%	15	13	-2
-0.1%~+0.0%	78	41	-37
-0.2%~-0.1%	46	43	-3
-0.3%~-0.2%	10	30	+20
-0.3% 이하	4	25	+21

참고: 해당기간 일평균 괴리율, 괴리율 = (ETF증가-NAV)/NAV\*100

자료: KRX, 삼성증권

ETF의 괴리율이 과도하게 벌어지는 것은 해당 ETF의 거래 안정성이 크게 약화되었음을 의미함. 공매도 금지 이후 일부 ETF의 거래량 감소와 괴리율 확대는 변동성 구간이라는 시장환경을 감안하더라도 유동성공급자의 헤지기능이 약화되었거나 유동성공급에 대한 제약을 받기 때문인 것으로 판단됨.

주식형 ETF에 대한 유동성공급자의 거래를 공매도 금지 이전과 금지 이후로 비교하면, 레버리지와 인버스 ETF는 금지 이전에 비해 2배 내외의 증가율을 기록한 반면 정배율 ETF는 +27% 증가에 그쳤음. 더구나 정배율 ETF 중 KOSPI200과 KOSDAQ150 추종형 ETF가 대부분을 차지하므로, 파생상품이 부재한 섹터/스타일/전략형 ETF의 LP거래는 정체하였거나 오히려 감소하였을 가능성이 높음. 해당 ETF의 유동성공급자의 활동이 위축됨에 따라 거래량 감소와 괴리율 확대가 나타난 것으로 판단됨. 공매도 금지로 인한 대차거래의 위축이나 여타 시장조성자의 역할이 약화된 것도 ETF 유동성공급자의 위축에 영향을 주었을 것임.

**국내주식형 ETF에 대한 유동성공급자의 거래규모**

(단위: 십억원,배)	레버리지 ETF	인버스 ETF	정배율 ETF
금지 이전 (1/2~3/13)	7,115	9,215	11,033
금지 이후 (3/16~6/12)	12,542	24,609	14,067
증가율	1.76	2.67	1.27

참고: 매수+매도 합계

자료: KRX, 삼성증권

### 시장조성/유동성공급 기능확충 필요

**공매도 금지조치에도 시장조성기능의 활력을 높여야 시장의 안정성이 확보될 것:** 공매도 금지에도 불구하고 원칙적으로는 시장조성기능과 유동성공급은 공매도거래의 예외 적용을 받고 있음. 그러나 현실적으로 공매도 금지 이후 시장조성 대상인 파생상품과 저유동성 종목의 거래량과 수익률 등은 금지 이전에 비해 약화되었으며, 유동성공급 대상인 ETF의 거래량과 괴리율 역시 금지 이전에 비해 약화된 것으로 관찰됨. 공매도 금지조치와 함께 시장조성기능과 유동성공급에 대한 실질적인 제약(과도한 시장개입을 제어하기 위한 실무적 조치)이나 대차거래 위축 등이 원활한 시장조성기능과 유동성공급을 저해하고 있는 것으로 판단됨.

변동성 구간임에도 불구하고 시장조성기능과 유동성공급이 원활하게 진행되지 않는 해당 상품은 목시적인 거래비용(호가스프레드 등)의 증가는 물론 연계거래로 인한 변동성 확산(선물의 저평가 장기화와 매도차익 유발 악순환), 그리고 현물 및 파생상품시장에 참여하는 투자자의 효용을 감퇴시키는 변수로 작용하게 됨.

유럽 감독당국이 공매도 금지조치를 취하면서도 시장조성기능을 인정하고 공매도 예외적용 대상으로 명시한 것은 변동성 구간에 시장조성기능이 더욱 확충되어야만 시장의 안정성을 조속히 확보할 수 있다는 확신에 기반한 조치임. 또한 영국과 독일, 미국 등에서는 공매도 금지조치의 장단점을 균형되게 파악해야 하며, 직접적인 규제로 인한 시장기능의 불안정성을 키우기보다 간접적인 통제장치를 정밀하게 적용하는 것이 필요하다는 시각임.

신뢰에 가치로 답하다

삼성증권



**삼성증권주식회사**

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)  
Tel: 02 2020 8000 / [www.samsungpoc.com](http://www.samsungpoc.com)

삼성증권 지점 대표번호: 1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM