

공매도 및 공시제도 개선방안

2016. 11. 10

금융위원회
금융감독원
한국거래소

목 차

I. 추진 배경	1
II. 개선 방안	4
1. 공매도 제도	4
2. 공시 제도	8
III. 향후 계획	11

I. 추진 배경

공매도 제도

- 공매도는 **차입한 증권을 매도**하는 투자기법으로 **전 세계적으로 인정되고 있는 일반적인 거래방식**임
 - 공매도는 가격 발견기능을 강화하여 **시장 효율성을 제고하는** 순기능을 보임
 - 다만, 미공개정보 이용 등을 통한 **불공정거래의 수단으로 활용**될 수 있어 적절한 규제체계 확립 및 운영이 필요
- 우리나라는 무차입 공매도 금지, 공매도 호가제한 규제(up-tick rule), 투자자별 공매도 잔고 공시제도를 운영하는 등 상대적으로 **높은 수준의 공매도 규제를 도입·운영 중**
 - 전체 거래량 중 공매도 거래 비중은 해외 주요 증시에 비해 **매우 낮은 수준**
 - * 주요국 공매도 거래대금 비중 : 일본 40.6%, 싱가포르 20.5%, 홍콩 12.5%
 - 한국 5.2%(코스피시장 6%, 코스닥시장 1%)
 - 그러나 일반투자자들이 참여하는 **유상증자 과정 등에 공매도가 집중**되는 경향을 보이고, 공매도를 활용한 불공정 거래로 **선량한 투자자들이 피해를 보고** 있다는 인식이 지속되고 있는 상황
- ⇒ 공매도 제도 개선과 관련하여 제기되고 있는 사항들에 대해 검토하고 개선방안을 마련

공시 제도

- 기업공시는 경영에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항 등 **사유 발생시에 지체 없이 이루어져야 하는 것이 원칙**
 - * 단, ‘지체 없이’의 판단기준을 명확히 하기 위해 의무(수시)공시는 당일, 자율공시는 익일까지 공시하도록 하고 있으며, 위반시 불성실공시 제재
- 최근 한미약품에서 기술수출 계약 관련 **악재성 정보 공시를 함에 있어 임의로 공시시기를 지연**(“**늑장 공시**”)시켰다는 논란 발생

< 한미약품 공시 관련 사건 개요 >

	9.28(수)	9.29(목)	9.30(금)
호재성 공시	사유발생 (美제넨텍 기술 수출 계약 체결)	공시 (16:33, 주식 시장 종료 후)	
악재성 공시		사유발생 (19:07,獨 베링거잉겔 하임 기술수출 계약 파기)	공시 (09:29, 장중)
		<----- (14시간 22분 소요) ----->	

* 9.30일 악재성 공시 전(09:00~09:29), 호재성 공시를 신뢰한 투자자들이 한미약품 주식 매수 → 악재성 공시 후 주가 급락(전일대비 18% 하락)으로 피해

- 한미약품의 기술수출 계약 파기 관련 공시는 **사유발생 다음날 까지 공시 가능한 사항***으로 거래소 공시규정 위반은 아니나,
 - * 기존에 자율공시(‘15.7.28일 체결한 기술수출 계약)한 사항의 내용 변경에 따른 **정정공시**(유가공시규정 §45) → 익일 공시
- 공시시기의 적정성과 관련하여, **기업의 중요한 정보임에도 적시에 공시가 이루어지지 못하여 투자자 보호가 미흡**하다는 비판이 제기

< 언론·국회 등 지적사항 >

- i) (공시시한) **익일공시 사항**으로 투자자에 대한 적시정보 제공에 실패
- ii) (자율공시) 투자판단에 중요한 사항에 대한 공시를 **의무화하지 않고 기업자율에 맡김**에 따라 제재 등이 불가

참고

녹장공시 발생 원인

(1) 제도적 측면

① **(공시기한)** 既 자율공시한 사항에 대해 정정공시 사항이 발생한 경우에도 원 공시와 동일한 기한(익일 공시) 적용중

○ 이에 따라, 기업이 임의적으로 정정공시를 지연시킬 소지

② **(자율공시)** 바이오·제약 등 기술기반 업종 기업은 기술이전이나 특허 등이 주가에 중대한 영향을 미칠 수 있으나,

○ 호재성 정보라는 특성상 기업이 자발적으로 정보를 제공할 유인이 큰 점을 감안하여 기업 자율에 의한 공시사항으로 운영중

○ 또한, 기술이전 계약의 경우 임상개발 및 상업화 성공여부 등에 따라 마일스톤(단계별 성공보수)을 지급받는 단계적 구조임에도

- 계약 파기 전까지의 진행 단계에 대해 투자자가 이해할 수 있도록 정보가 상세히 제공되지 못했던 측면

* (예) 한미약품-베링거인겔하임 기술수출 계약 : 총 계약규모 \$73,000만 > 계약파기 시점 실 수익금 \$6,500만(계약금+마일스톤)

→ 계약 진행단계에 대한 이해부족시, 기술수출 성과가 과다 인식될 가능성

(2) 행태적 측면

□ 사유발생시 공시의무 기한 이내에서 지체 없이 공시해야 한다는 기본원칙을 준수하기 보다는 공시의무 기한만 지키면 된다는 안이한 인식이 통용

○ 지체 없는 공시가 이루어지지 않을 경우 미공개 정보 이용, 시세조종 등 불공정거래 행위에 활용될 가능성

* 금융위·금감원·거래소는 현재 한미약품 주식 관련 불공정거래 조사 중이며, 조사결과 위반행위가 발견될 경우 엄중히 조치할 계획

○ 공시책임자·담당자들의 인식 전환 및 내부통제 필요

II. 개선 방안

공매도 제도

① 일반투자자들이 참여하는 유상증자*에 대해 유상증자 기간 중 공매도 거래를 한 자의 유상증자 참여 제한

* 일반공모, 주주배정후 실권주 일반공모 등

○ (현황) 유상증자 기간 중 공매도 거래에 대해 별도의 규제가 없음

- 이에 따라 일부 투자자들이 공매도 거래를 통해 증자 기준 가격을 하락시키고, 증자에 참여하여 과도한 무위험 차익을 얻는다는 비판이 제기

○ (개선) 미국, 일본 등의 규제 사례를 참고하여 공매도 거래를 한 자가 유상증자에 참여하지 못하도록 제한

- (적용대상) 유상증자 공시일부터 발행가격 결정일(청약일 전 3거래일) 사이에 공매도를 한 자

- (적용방식) 공매도자의 직접 청약 참여는 물론, 유상증자에 참여한 자와의 공모*를 통해 실질적으로 유상증자에 참여하는 경우도 포괄적으로 제한

* (예) 공매도명의자가 아닌 다른 자의 명의로 증자에 참여하고 배정받은 주식을 장외에서 양도하는 등의 방법으로 확보하는 경우

- (집행력 확보) 사전적으로 유증참여를 100% 제한하는 것은 어려우나, 사후 조사를 통해 적발되는 경우 불공정 거래*로 엄격히 처벌하여 실질적인 집행력을 확보

* 이익 목적 등을 따지지 않고, 유증참여 사실관계만으로 처벌

- (제재) 위반자에 대해서는 5억원 이하*의 과징금 부과

* 단, 위법한 공매도 거래를 통한 이익액의 1.5배에 해당하는 금액이 5억원을 초과하는 경우 이익액의 1.5배에 상당하는 금액 (시장질서 교란행위에 대한 제재와 동일한 수준)

※ 자본시장법을 개정하여 반영

② 「공매도 과열종목 지정제도」 신설

○ (현황) 가격급등 종목에 대해서는 단기과열종목 지정제도 등 투자자의 주의를 유도하는 제도가 운영되고 있으나, 가격 급락 종목에 대해서는 이러한 정보제도가 운영되지 않고 있음

- 이에 따라 비정상적 공매도 급증으로 가격이 급락하는 종목에 대한 투자자 등의 적시성 있는 대응이 어렵다는 지적

○ (개선) 비정상적으로 공매도가 급증하고 가격이 급락하는 종목을 매 거래일 장종료 후 “공매도 과열종목”으로 지정하여 다음 매매거래일 하루동안 공매도 거래를 제한

- 당일 공매도거래 비중 및 비중 변화율과 주가 하락율 등 지표를 감안하여 거래소가 기준* 설정 → 기준 충족시 자동으로 지정되어 효력 발생

* (예) 다음과 같은 조건을 모두 충족하는 경우 과열종목 지정(코스피 기준)

① 당일 공매도거래 비중이 해당종목 전체 거래대금의 20% 이상

② 당일 종가가 전일종가 대비 5% 이상 하락

③ 공매도거래 비중이 과거 40거래일 평균 대비 100% 이상 증가

※ 공매도 과열종목에 대해서는 공매도와 연계한 불공정거래 또는 시장질서 교란행위 여부를 강도 높게 점검

③ 무차입공매도 금지, 공매도 호가제한 규제*(up-tick rule) 등 공매도 관련 규제 위반에 대한 제재 강화

* 공매도 호가는 직전 체결가보다 낮은 가격으로 낼 수 없음

① 공매도 규제 위반에 대해서는 일반 과태료 처분과 달리 별도의 엄격한 양정기준을 적용하고, 적발시 일정기간 매도증권 사전납부 의무화

(현행)

- 공매도 절차 규제 위반의 경우에도 일반 규정 위반과 동일한 과태료 양정기준*을 적용하여 제재 실효성이 미흡

* 고의·과실여부 등에 따라 법정기준액의 75%까지 감경 가능하고, 경미한 사안에 대해서는 경고 등 시정조치로 갈음 가능 (금융기관 검사 및 제재 규정 준용)

(개선)

- 무차입공매도 금지 등 공매도 규제의 실효성 제고를 위해 고의가 없더라도 무거운 금전제재를 부과하는 등 감경사유 적용 범위를 축소하고 (자본시장조사업무규정에 양정기준 신설)

- 공매도 규제 위반이 확인된 경우 일정기간 매도 주문시 매도 증권을 100% 투자중개업자에게 사전납부 하도록 의무화

* (현행) 결제불이행이 발생한 경우에만 90일간 매도증권 사전납부

(개선) 공매도 관련 규제위반이 발생한 경우에도 위반의 경중에 따라 30~90일의 매도증권 사전납부 의무 부과

② 공매도 포지션을 보유한 상태에서 추가하락을 유도하기 위한 일체의 행위를 시장질서 교란행위로 명확히 규정·처벌

※ 자본시장법을 개정하여 반영

- (현행) 공매도 후 해당 종목의 가격하락을 유도하여 이익을 취하는 행위는 현행법상 시세조종 또는 부정거래 행위에 해당할 수 있으나, 명시적 규정이 없어 적용이 쉽지 않은 상황

- (개선) 자본시장법상 시장질서 교란행위 유형의 하나로 공매도 포지션 보유자의 가격 하락 유도행위* 등 호가규제 회피 행위를 추가하고, 상시적 점검 활동 강화

- * ① 공매도 포지션을 보유한 상태에서 타인간의 거래를 통해 보다 낮은 가격으로 거래가 체결되도록 하는 행위
- ② 공매도 포지션을 보유한 상태에서 공매도임을 밝히지 않고 매도 주문을 내는 등의 방법으로 보다 낮은 가격으로 거래가 체결되도록 하는 행위 등

④ 공매도 잔고 보고·공시기한 단축

- (현행) 대량보유자 및 종목별 공매도 잔고를 T+3일 장종료 후 공시
- (개선) 대량보유자 및 종목별 공매도 잔고 공시가 T+2일 장종료 후에 이루어지도록 현재 여건하에서 공시기한을 최대한 단축

* 공매도 잔고 보고기한을 T+3일 오전 9시에서 T+2일 오전 9시로 조정

공시 제도

① 기술이전 등 관련 공시제출 기한 단축

① (정정공시 기한단축) 자율공시한 사항을 정정공시 하는 경우에는 익일공시에서 당일공시로 공시제출 기한을 단축 ('16.4분기)

- * (현행) 익일 18:00까지 공시 → (개선) 당일 18:00까지 공시
- 단, 장 종료 후 사유 발생 등 불가피한 경우에는 익일 07:20까지 공시

② (공시 의무화) 자율공시 항목 중 투자판단에 중요한 정보는 단계적 정비하여 의무공시(포괄주의 공시)로 전환 → 당일 공시

< 참고 : 포괄주의 공시제도 ('16.5.1.시행) >

- ◇ 과거 거래소 수시공시는 열거주의(유가 53개, 코스닥 32개 항목)를 채택함에 따라, 열거되지 않은 중요정보에 대해서는 공시 누락이 발생하여
- 열거된 수시항목 외에도 “기타 상장법인·채무·주식에 ‘중요한 영향을 미치는 사항’을 공시하도록 포괄조항 도입
- ※ 지금까지는 ‘기술이전·도입·제휴계약(유가)’, ‘특허권 취득 및 양수·양도(유가·코스닥)’ 등이 자율공시 항목에 나열되어 있어 포괄주의에 따른 의무공시 대상에서 제외

· (1단계) ‘기술이전·도입·제휴계약’ 및 ‘특허권 취득 및 양수·양도’ 관련 중요사항을 의무공시로 전환 ('16.4분기)

- 기업들이 포괄주의에 따라 중요사항에 대한 공시를 원활히 진행할 수 있도록 중요사항 여부에 대한 판단을 돕기 위한 예시적 가이드라인*을 제공

- * (예) 기술이전·특허 관련 사유로 매출액 대비 5%(대규모법인 25%) 이상 손익이 발행하거나 해당 법인의 특성상 경영·재산상태 등에 상당한 영향을 초래한 경우

- 의무공시 사항에 대한 정정공시는 당일공시 대상이므로, 기술 수출계약의 파기 등이 발생할 경우에도 당일 내 정정공시 필요

· (2단계) 기타 자율공시 항목 중에서도 주가 등에 영향을 미칠 수 있는 중요사항은 검토·발굴하여 의무공시화 (~'18년)

② 진행단계별 정보제공 확대

① **(기재 구체화)** 단계별 성과에 따른 대가(마일스톤)를 지급받는 조건부 계약시, 향후 진행될 계약의 단계에 대해 투자자에게 명확히 전달될 수 있도록 공시서식을 구체화 **(“16.4분기)**

- 단계별 성과에 연동되는 대가, 중도해지에 따른 계약규모 변동 가능성 등을 상세히 기재

② **(진행현황 공시)** 장기계약의 경우, 중요한 毎진행단계마다 해당 시점의 계약진행 현황이 공시되도록 의무화 **(“16.4분기)**

- 계약사 신약개발의 경우, 마일스톤을 지급받는 주요단계(임상 착수, 신약허가 등)별로 중요성 판단을 통해 진행 내용 및 향후 계획을 상세 기재

* 과거 단일판매·공급계약 관련 진행사항, 기술성장기업의 사업진행사항 등에 대한 정기적 현황공시를 운영한 바 있음 (규제완화로 '15.2월 폐지)

③ 적시 공시에 대한 기업 책임성 제고

① **(제재)** 공시 위반에 대한 제재금 상한을 상향(5倍)하여 제재 실효성 확보 **(“16.4분기)**

* (현행) 유가 2억원, 코스닥 1억원 → (개선) 유가 10억원, 코스닥 5억원

- 불공정거래 행위와의 연관성 등 고의·중과실로 공시위반시 최고 수준의 금전 제재를 부과 가능하도록 제재기준 정비 (유가·코스닥 공시규정 개정)

② **(교육)** 기업이 정당한 사유 없이 임의로 공시를 지연하지 않도록 “사유발생시 지체 없이 공시해야 한다”는 원칙을 규정에 천명하고, 교육 및 점검 강화 **(“16.4분기~)**

* '15년 공시교육 실적: (유)138회, 5,357명(중복 포함) (코)88회, 4,938명(중복 포함)

- 공시책임자 연례교육, 공시담당자 워크숍·방문교육 중 제도·교육활동*을 강화하고, 내부통제 점검도 병행

* 능력공시에 따른 투자자 피해 및 기업 이미지 실추, 불공정거래 연계 가능성 및 조치 사례 등을 포함

- 계약상 특이사항에 대한 공시가 누락되지 않도록 바이오·계약 등 업종별 특성에 맞는 특화 교육 및 컨설팅 신설·제공

* 공시담당자가 쉽고 정확하게 기업 특성에 맞는 공시업무 정보를 획득할 수 있도록 기업공시 종합지원시스템(“K-CLIC”) 고도화 작업도 지속

Ⅲ. 향후 계획

공매도 제도

개선방안	필요 조치사항	일정
1. 유상증자 기간 중 공매도 거래자의 유상증자 참여 제한	▪ 자본시장법 개정	'17.1분기 법안제출
2. 공매도 과열종목 지정제도 신설	▪ 거래소 업무규정 등 개정	'17년 초 제도시행
3. 공매도 관련 규제 위반시 과태료 기준 강화 및 매도증권 사전납부 의무화	▪ 자본시장조사업무규정 개정 ▪ 거래소 업무규정 등 개정	'17.1분기 제도개선
4. 시장질서 교란행위에 공매도 포지션 보유자의 가격하락 유도행위 추가	▪ 자본시장법 개정	'17.1분기 법안제출
5. 공매도 잔고 보고·공시 기한 단축	▪ 금융투자업규정 개정	'16.4분기 제도개선

공시 제도

개선방안	필요 조치사항	일정
기술이전 등 관련 공시제출 기한 단축		
1. 정정공시 기한 단축	▪ 거래소 공시규정 개정	'16.4분기
2. 기술이전 등 자율공시 항목의 단계적 정비	▪ 거래소 공시세칙 개정	'16.4분기
진행단계별 정보제공 확대		
3. 계약 진행단계에 대한 공시 기재 구체화	▪ 거래소 공시서식 개정	'16.4분기
4. 진행현황 관련 정보 공시 도입	▪ 거래소 공시서식 개정	'16.4분기
적시공시에 대한 기업 책임성 제고		
5. 공시위반시 제재금 상한액 상향 조정	▪ 거래소 공시규정 개정	'16.4분기
6. 공시책임자 등에 대한 교육 강화 등	▪ 거래소 공시규정 개정 ▪ 거래소의 상장사 교육 및 내부통제 점검 등	'16.4분기

참고

검토하였으나 시행하지 않기로 한 공매도 규제 방안

① 유상증자 기간 중 공매도 직접제한

- 가격하락이 명백히 예견되는 상황에서 공매도가 금지됨에 따라 가격 발견기능이 저하될 우려가 있고, 증자 참여의사가 없는 투자자들의 공매도 거래까지 제한되는 문제
- 미국, 일본 등 해외 사례를 보더라도 유상증자 기간 중 공매도 자체를 제한하지는 않고 있음

< 미국, 일본의 규제방식 비교 >

구 분	미 국	일 본
규 제 적용대상	발행가액 결정 5영업일전 ~ 발행가액 결정일 사이에 공매도 거래를 한 자	증자 결정 최초 공표일 ~ 발행가액 결정일 사이에 공매도 거래를 한 자
금 지 행 위	▪ 유상증자 참여 자체를 제한	▪ 증자에는 참여 가능 ▪ 단, 배정받은 주식을 공매도를 위해 차입한 주식을 상환할 용도로 사용할 수 없음

② 유상증자시 신주발행가격 산정 기준시점 조정

(청약일 전 3~5거래일 → 유상증자 공시 전 일정기간)

- 신주발행 기준가격이 정해진 후 공매도 등으로 주가가 지속 하락하면 청약일에 근접하여 할인율(최대 30%)을 적용한 신주 발행가격이 시가 대비 충분히 낮지 않을 수 있으며, 이 경우 청약 부진으로 증자 자체가 실패할 우려가 있음을 감안
- 일반공모증자에 나서는 기업의 경우 경영상태가 좋지 않은 경우가 많아 저평가된 가격으로라도 자금을 조달해야 하는 상황이 있을 수 있음

※ 시행은 가능하나, 증자기간 중 공매도 거래를 신중히 해야 한다는 인식이 확산되기까지 기업이나 투자자가 청약부진, 공모실패 등의 부작용을 감내하기는 쉽지 않은 상황

③ 투자자별 공매도 잔고 수량정보를 공시대상에 추가

- TRS 등을 통해 거래하는 최종수익자 정보를 파악하는 것이 현실적으로 어려운 상황에서 잔고수량을 공시하더라도 일반 투자자들에게는 큰 도움이 되지 않으면서 기관투자자들의 포지션 노출 우려만 증폭시킬 위험이 있음
- 일반투자자들의 투자의사결정을 돕기 위해 종목별 공매도 잔고 수량정보를 해외에 비해 매우 엄격한 기준*에 따라 공시하고 있다는 점도 고려할 필요
- * (미국) 종목별 공매도 잔고를 매 격주 집계 후 T+2일 공시
(홍콩) 종목별 공매도 잔고를 주간단위 집계 후 T+7일 공시
(한국) 종목별 공매도 잔고를 매일 집계 후 T+3일(T+2일로 단축예정) 공시
- * 일본, EU 등 대량보유자 잔고 공시제도를 운영하는 국가는 종목별 잔고 공시제도를 운영하지 않으나, 우리나라의 경우 양 제도를 모두 운영중

④ 장중 종목별 공매도 거래량 실시간 공개

- 장중 종목별 공매도 거래량을 실시간으로 공개할 경우 일반 투자자들의 추종매매로 가격변동성이 확대되고 시장 가격이 왜곡될 우려
- 해외에서도 종목별 공매도 거래량을 장중 실시간으로 공개하는 사례는 없는 것으로 파악됨