



## 가격 제한 폭 확대에 대한 소고

### What's new

- 지난 해 11월 언급됐던 가격 제한 폭 확대가 6월 15일 실시로 잠정 결정되었습니다.
- 금융 당국에서는 시장의 효율적인 가격 결정과 거래량의 증가를 기대하고 있는 것으로 알려져 있습니다.
- 과거 변동폭 확대 상황을 살펴볼 필요가 있을 듯 합니다.

### Our view

- 가격 변동 폭 제한 제도에 대해서는 학계에서도 논란이 많은 이슈인 듯 합니다.
- 그러나 과거 경험 상, 그리고 해외 증시의 경우를 보아도 거래량과 관련된 뚜렷한 효과를 이야기 하기는 쉽지 않아 보입니다.
- 중소형주의 변동성 확대로 연결될 가능성이 높다는 판단입니다.

### 가격 결정의 효율성 제고라는 측면에서 보면, 가격 제한폭 확대의 당위성이 존재

- 가격 제한 폭을 30%로 확대하는 방안이 6월 15일 실시될 것으로 잠정 결정되었음
- 가격 제한 폭의 효과에 대해서는 학계에서나 해외 증시에서나 뚜렷한 정답은 없는 상황
- 거래소 측은 시장 가격 결정의 효율성 제고와 거래량 증가를 기대하면서 가격 변동 폭을 확대 시키려는 것으로 알려지고 있음
- 우리 증시는 시장 안정성이 과거에 비해 크게 개선되었다는 점에서 당위성은 존재 하는 것으로 판단

### 가격 제한 폭 확대가 야기할 수 있는 변화

- 사실 상 거래량의 증가를 기대하기는 힘들어 보인다는 판단
- 가격 제한 폭 확대 시 하방 변동성에 대한 우려가 커지면서 기관, 개인들의 보수적인 운용 스탠스가 표출될 것
- 결과적으로 중소형주에 대한 변동성을 확대 시킬 것으로 판단되며, 반대 급부로 대형주 및 펀드에 대한 관심이 높아질 수 있을 것으로 전망

### 상/하한가 범위 확대, 6월 15일 실시 잠정 결정

정부는 지난해부터 경제 활성화를 위한 여러가지 대안들을 제시하고 있으며, 그 일환으로 지난 해 11월 금융위를 통해 ‘주식시장 발전 방안’을 발표한 바 있다. 크게 4가지 방향을 골자로 하고 있는데, 투자 가능한 상품의 확대, 기관 투자자의 역할 강화, 시장 인프라 및 제도 효율화, 투자자의 신뢰도 제고 등으로 정리해 볼 수 있다.

각 범주 별로 여러가지 세부 계획들이 포함되어 있었고, 하나 둘씩 시행이 가시권에 들어 오고 있는 상황이다. 그 중에서도 투자자들로부터 가장 눈길을 끌었던 이슈 한 가지가 바로 상/하한가 범위 확대(15%→30%)방침이었다. 발표 당시 상반기 중이라고만 언급을 했고 이후로 시행 시점 등과 관련된 여러가지 논의들이 진행되어 왔다. 그리고 최근 언론 보도에 따르면 거래소 측은 6월 15일 확대를 목표로 추진 중인 것이 확인되고 있다. (3월 27일 뉴스핌 보도 내용 : 채남기 한국거래소 주식시장부장은 27일 뉴스핌과의 전화 인터뷰에서 "오는 6월 15일을 목표로 금융위 규정 개정을 통해 가격제한폭의 상하한을 30%로 확대하려고 추진 중"이라며 "다만 내부 검토 과정에서 여러 의견이 제시될 예정이며, 실제 시행일은 유동적"이라고 말했다.)

이처럼 투자자들이 관심을 가지고 있던 제도의 변경이 가시권에 들어오면서 해당 사안이 유발하게 될 영향력에 대한 관심이 높아지고 있는 상황이다.

### 가격 제한폭 설정은 세계적으로도 논란이 많은 문제

사실 가격 제한 폭 제도가 증시에 미치는 영향에 대한 논란은 국내뿐만 아니라 해외 증시 및 학계에서도 논란이 되고 있는 상황이다. 실제로 해외 증시들을 살펴 보더라도 가격 제한 폭을 설정한 증시와 그렇지 않은 증시가 혼재되어 있다.

글로벌 주요 거래소들의 가격 제한 폭 설정 현황

| 거래소   | 가격제한 | 변동성완화장치                    | 거래소 | 가격제한    | 변동성완화장치                         |
|-------|------|----------------------------|-----|---------|---------------------------------|
| 한국    | ±15  | CB, 종목별 변동성 완화장치 도입        | 홍콩  | 없음      | 시초가 상대호가 부재시 전일 종가의 9배 이상 형성 안됨 |
| 중국    | ±10  |                            | 호주  | 없음      | Safe guard                      |
| 대만    | ±7   | 최종 매매가 기준 3.5%이상 변동시 매매 정지 | 일본  | 평균 ±21% | 특별 기배제도                         |
| 태국    | ±30  |                            | 미국  | 없음      | Trading collars/CB              |
| 말레이시아 | ±30  |                            | 영국  | 없음      | 기준 가격에서 일정 비율 이상 변동시 5분간 매매 정지  |
| 필리핀   | ±50  |                            |     |         |                                 |

자료: 유안타증권 리서치센터

만드시 그렇다고 할 수는 없지만 미국이나 영국 등 증시의 성숙도가 높다고 볼 수 있는 국가의 거래소에서는 서킷 브레이커 제도와 같은 변동성 완화장치 외에 특별한 가격 제한 폭을 두지 않고 있는 반면, 신흥국들은 전반적으로 제한 폭을 가지고 있는 것으로 나타나고 있다. 즉, 시장의 안정성, 성숙도 여부가 가격 제한폭의 설정 필요와 맞물려 있는 것으로 볼 수 있을 듯 하다.

기존의 연구들을 정리해 보더라도, 시장가격 제한의 긍정적인 효과를 언급하는 입장에서는 투자자에게 정보를 재평가 할 수 있는 냉각기간을 주고 과민 반응을 억제함으로써 주가가 내재 가치로부터 급격히 변동하는 것을 방지 한다는 점, 투자자들에게 주문 불균형을 감지하도록 함으로써 주가가 균형 가격을 회복하는데 도움을 준다는 점 등을 언급하고 있다. 즉, 투자자의 보호라는 측면에 보다 무게를 두고 있는 것으로 볼 수 있다.

반대로 부정적인 입장에서는 새로운 정보가 주가에 반영되는 속도를 단순히 지연 시키는 데 불과하기 때문에 주가 변동성을 감소시키지 못하며, 주가가 해당 일의 균형 가격에 근접 하는 것을 인위적으로 제한함으로써 효율적 가격 발견에 장애 요소가 된다는 주장을 하고 있다. 결국 투자자 보호와 시장의 효율성에 대한 trade-off 관계가 형성된다고 보는 견해가 주를 이루고 있는 것이다.

### 가격 결정의 효율성 제고라는 측면에서 보면, 가격 제한폭 확대의 당위성이 존재

금융위와 거래소 측에서 가격 제한 폭을 확대시키려는 이유도 앞서 언급한 내용에서 크게 벗어나지 않고 있다. KRX 측은 시장 개설 초기부터 가격 제한폭 제도를 유지해 오고 있다. 거래소 측에서는 시장의 과민 반응에 따른 주가의 급변동으로부터 선의의 투자자를 보호하고 시장 기능의 저하를 방지한다는 이유를 제시하고 있다.

그러나 11월 발표된 발전 방안 보도자료에 따르면 가격 제한폭 제도가 시장 안정에 기여하는 긍정적 효과가 있는 것은 사실이나 시장의 효율성을 저해하는 문제점을 해소하기 위해 충분한 수준으로 확대할 필요가 있다는 의견을 제시하고 있다.

해당 자료에서는 ①기업의 내재 가치와 새로운 정보들이 신속하게 가격에 반영되지 못한다는 점, ②상하한가 근접 시 호가가 물리는 자석 효과의 존재, ③자석 효과를 이용한 불공정 거래 발생 등의 이유를 거론했다.

우리의 시장 상황을 본다면, 시장의 효율성을 제고한다는 목적과 관련 충분히 가격 제한폭의 확대가 시도될 수 있는 상황인 듯 하다. KOSPI의 최근 1년여 간의 상/하한가 진입 비율([종가 기준으로 상하한가에 도달한 종목 수의 연 평균] / [전체 종목 수의 연 평균])을 구해 보면 0.76%에 불과하며, 상대적으로 변동성이 큰 KOSDAQ 시장의 경우도 1.17%에 불과하다.

## 주식시장 투자전략

90년대에는 KOSPI 시장의 상하한가 진입 비율이 14.8% (91~00 평균), 00년대 초반 (00~05년) KOSDAQ 시장의 상하한가 진입 비율이 10.1%였다는 점을 감안하면 가격의 급변동 빈도 자체가 상당히 낮아진 것으로 볼 수 있는 모습이다.

투자자 보호라는 관점에서 본다면 하한가 사례가 더욱 문제가 될 수 있는데, 우리 시장은 기본적으로 하한가 보다 상한가 비중이 높게 형성되는 특징을 보이고 있다. 필자가 데이터를 확보한 1991년 이후 KOSPI의 상한가 진입 횟수는 278,100 건으로 169,985건으로 기록된 하한가 진입 횟수에 비해 60% 이상 많다. KOSDAQ 시장의 경우도 2000년 12월 19일 이후의 데이터를 기준으로 보면 84,695건 대 37,480 건으로 상한가 진입 사례가 2배 이상 많은 것을 확인할 수 있다.

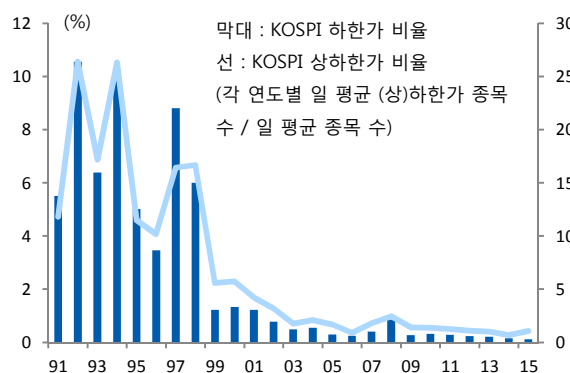
2014년 이후 앞서와 같은 방식으로 구한 하한가 비율은 KOSPI가 0.13%, KOSDAQ이 0.23%에 불과하다. 90년대의 KOSPI를 보면 하한가 도달 비율이 5.8% (91년~00년 평균)에 달했으며, KOSDAQ도 00년대 중반(00~05년)까지 6.4%에 달했다는 점을 감안하게 되면 그간 시장의 안정성 자체가 상당 수준 확보된 것으로 볼 수 있는 모습이다.

결국 시장의 효율성을 제고하기 위한 시도를 해볼 수 있는 여건은 어느 정도 형성되어 있는 것으로 볼 수 있다는 판단이다.

### 가격 제한 폭 확대로 거래량 확대를 유발할 수 있을까?

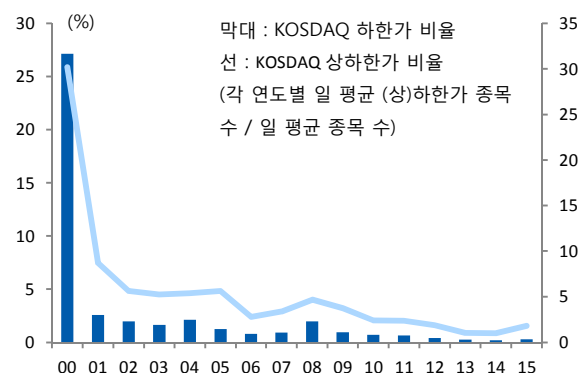
그런데 금융위가 집계한 바에 따르면, 2011년 이후 상/하한가를 기록한 종목의 익일 시초가 변동률은 4~5% 수준이다. 해당 수준이 미반영된 가격 변동분이라고 전제한다면, 기존의 가격 제한 폭에 이를 가산한 20% 내외의 가격 변동폭이면 충분하다고 볼 수 있다.

KOSPI의 연도별 (상)하한가 진입 종목 수 비율



자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

KOSDAQ의 연도별 상하한가 진입 종목 수 비율



자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

## 주식시장 투자전략

그럼에도 불구하고 한번에 30%까지 확대하는 것은 결국 가격 제한 폭 확대를 통한 거래량 제고에 대한 기대감을 가지고 있기 때문인 것이라는 추론이 가능하다. 그렇다면, 실제로 가격 제한 폭 확대가 거래량의 증가를 유발할 수 있을까? 일단 과거 국내 증시에서 거래 제한 폭이 확대되었던 사례를 살펴볼 필요가 있다.

사실 국내 증시의 거래 제한 폭이 확대되는 것은 이번이 처음이 아니다. 95년 3월까지 국내 증시는 정액제에 기반한 가격 제한 폭을 가지고 있었다. 당시에는 17단계로 기준 가격대를 구분해서 2.2%~6.7%, 평균 4.6% 수준의 가격 제한 폭이 적용되었다.

95년 4월 1일부터 정률제가 도입되면서 최초 6%의 가격 제한 폭이 도입되었고, 96년 11월 25일부터는 이것이 8%로 확대되었다. 98년 3월 2일부로 가격 제한 폭은 12%까지 확대되었고 98년 12월 7일 15%로 설정된 가격 제한 폭이 현재까지 유지되고 있는 상황이다.

연속적인 가격 제한 폭 확대가 진행된 95년~98년 기간 동안 연간 평균 거래 대금을 기준으로 보면, 신홍국의 연이은 외환위기 여파로 지수가 추세적인 하락 구간을 경험했음에도 불구하고 거래대금이나 회전율(시가총액 대비 거래대금)이 점진적으로 증가세를 보였던 것은 사실이다. 그러나 시계열을 조금 더 세분화 시켜 놓고 보면, 실제 가격 제한 폭 인상이 단행되었던 시점을 전후로 의미 있는 거래 강도의 변화를 찾아보기는 힘들다.

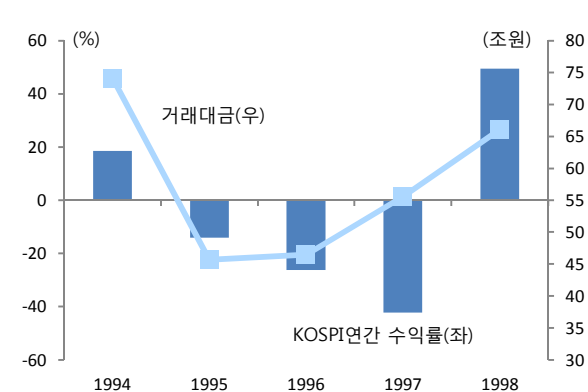
물론, 15%로 가격 제한 폭이 확대된 98년 말부터 거래 대금과 회전율이 큰 폭으로 증가한 경험에 있다. 그러나 당시 IMF 위기에 따른 급락 이후의 반작용과 글로벌 IT 버블이 형성되던 시기였다는 점에서 단순히 가격 제한 폭 확대에 따른 결과라고 해석하기에는 무리가 있다.

KRX의 가격 제한 폭 변화 과정

| 기간                  | 가격 제한 폭      |
|---------------------|--------------|
| ~1995.3.31          | 정액제, 평균 4.6% |
| 1995.4.1~1996.11.24 | 6%           |
| 1996.11.25~1998.3.1 | 8%           |
| 1998.3.2~1998.12.6  | 12%          |
| 1998.12.7~          | 15%          |

자료: 유안타증권 리서치센터

95년~98년 주가의 하락에도 불구하고 거래 대금은 증가



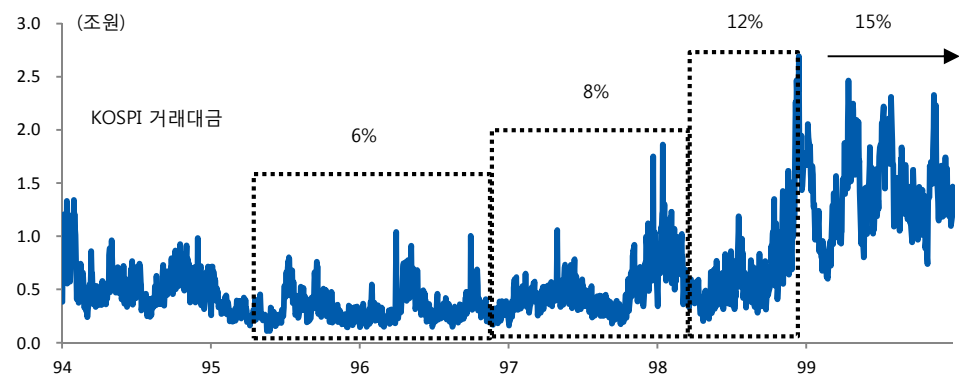
자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

## 주식시장 투자전략

결과적으로 이와 같은 과거의 사례들을 바탕으로 보면 가격 제한 폭 확대에 따른 거래 활성화 효과는 정책 적용 시점에 가시적으로 나타난다고 보기 힘들다. 그리고 만약 있다고 하더라도 상당히 점진적이고 완만하게 진행될 것으로 보는 것이 바람직하다.

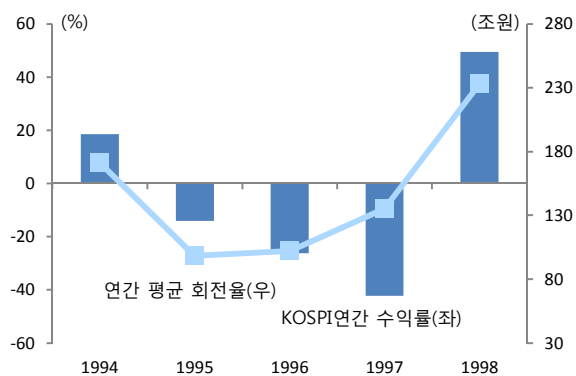
해외 사례를 보더라도 유사한 결과들을 확인할 수 있다. 비근한 예로 일본 증시를 참고할 수 있다. 일본의 경우 34단계로 세분화 된 가격대 별 제한 폭을 적용하고 있는데 지난 2010년 3월 당시 평균 18% 수준이었던 가격 제한 폭을 평균 22%로 확대 시켰던 경험 이 있다. 그러나 가격 제한 폭 확대에도 불구하고 해당 시점을 전후로 증시 거래 관련 데이터의 의미 있는 변곡점은 형성되지 않았다.

가격 제한 폭 변경 시점을 계기로 뚜렷한 거래량의 변화가 나타났다고 보기는 힘든 상황



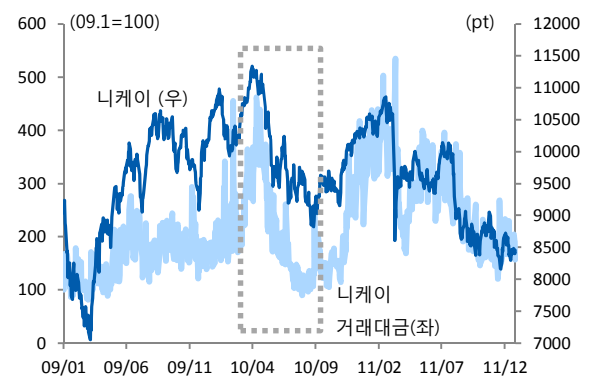
자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

95년~98년 평균 회전율도 높아지는 모습



자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

일본 증시의 사례를 보아도 거래량 확대 효과가 강하진 않은 듯



자료: CEIC, 유안타증권 리서치센터

## 가격 제한 폭 확대가 야기할 수 있는 변화

이상에서 살펴 본 바와 같이 시장 전반적으로 거래를 늘린다는 측면에 있어서는 가격 제한 폭 확대가 뚜렷한 효과를 보이지 못하는 것으로 볼 수 있다. 그러나 거래량 측면에서의 진작 효과가 크지 않다고 하더라도 다음과 같은 몇 가지 변화의 가능성 정도는 추론해 볼 수 있을 듯 하다.

우선 소형주, KOSDAQ의 변동성이 커질 개연성이 존재한다는 것이다. 기본적으로 상/하한가에 진입하는 빈도 자체가 소형주 그리고 KOSDAQ 시장에서 높게 나타나고 있다는 사실과, 다소 추상적이긴 하지만 정보의 비대칭성(실적 추정치의 존재 유무, 정확도, 기타 이슈 등)이 대형주 보다는 소형주, KOSPI 보다는 KOSDAQ에서 클 것이라는 점을 함께 감안하면 현행 가격 변동 폭 이상의 정보 반영은 KOSDAQ과 소형주에서 나타나는 빈도가 클 것으로 판단된다.

이상에서 언급한 사유로 소형주의 변동성이 확대되는 모습을 보이게 되면, 우선 기관 투자자들 중 중소형주 펀드들을 중심으로 손실 한도를 제한하기 위한 장치들을 강화할 필요성이 발생하게 된다.

즉, 펀드 자체적으로 Loss-cut 레벨 등을 타이트하게 운용할 가능성이 높고 이 경우 개별 종목의 하락 국면에서 하락 속도가 기존에 비해 가속화되는 경향이 발생할 수 있을 것으로 판단된다. 이 같은 움직임은 펀드들뿐만 아니라 신용 용자를 제공하는 증권사 등 금융시장 전체에서 폭 넓게 발생할 가능성이 높아 보인다는 점도 생각해 볼 필요가 있다.

개인의 경우도 하락에 대한 경계심이 더욱 강화될 수 있을 것으로 보인다. 단순히 산술적으로 계산해 보면 ‘반토막’ 상황은 단 2일, ‘1/4토막’ 상황은 단 4일 만에 도달할 가능성이 발생하는 것으로 볼 수 있다. 이런 점에서 개인 투자자들 역시 전반적인 손절매 시점이 빨라지는 효과를 예상해 볼 수 있다. 결국 이 역시도 수급 측면에서 오히려 단기 하락 속도를 가속화 시키는데 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단된다.

반대로 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 정보가 덜 반영되었던 종목들의 경우, 즉, 소형주나 KOSDAQ 기업들에 관련된 어닝 서프라이즈나 긍정적인 뉴스 발생 시 상승 속도와 폭은 기존에 비해 빨라질 것으로 보인다.

특히 앞서도 언급했던 바와 같이 국내 증시의 경우 기본적으로 상한가 진입 비율이 높은 특징을 가지고 있다는 점, 다시 말하면 개별 종목들이 호재에 더욱 민감하게 반응한다는 점을 감안하게 되면 이와 같은 현상도 상당히 빈번하게 나타날 것으로 볼 수 있다.

이상의 추론들을 종합해 보면 가격 제한 폭 확대는 소형주와 KOSDAQ 시장에 있어 양방향으로의 변동성 확대 가능성을 모두 내포하고 있다. 어떤 효과가 우위를 보일지에 대

## 주식시장 투자전략

해서 판단하기는 어렵지만, 한 가지 확실한 것은 서 종목 별 차별화를 상당히 심화 시키는 결과를 초래할 것으로 판단된다. 이는 개인 투자자의 투자 난이도를 높이는 역할을 할 수 있다는 점에서 대형주 수요 제고 및 개인들의 직접 투자 수요가 펀드, ETF 등 기관 투자로 흡수될 수 있는 개연성을 제공하는 것으로 볼 수 있을 듯 하다.