

Comment

Quantative Strategy

3 June 2015



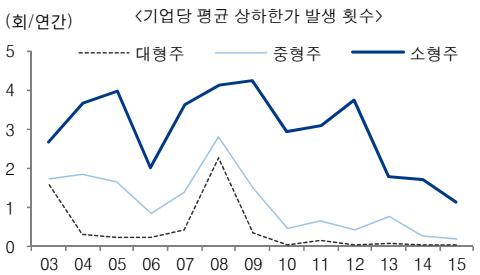
유가증권시장 17년만에 가격제한폭 확대

유가증권 시장 가격제한폭 변천사

구 분	유가증권시장	
~1995.3.31	정액제	17단계*
1995.4.1 ~ 1996.11.24		±6%
1996.11.25 ~ 1998.3. 1		±8%
1998.3.2 ~ 1998.12. 6	정률제	±12%
1998.12.7 ~ 2015.6.14		±15%
2015.6.15 ~		±30%

자료: 미래에셋증권 리서치센터

가격제한폭 확대는 대형주보다 중소형주에 밀접할 것



자료: DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

이진우, Analyst
3774 1469 jw.lee@miraeasset.com

Quant Spot Issue

가격제한폭 확대, 주식시장의 Rule 이 바뀐다

17 년만에 시행되는 가격제한폭 확대를 앞두고 시장의 기대와 우려가 공존하고 있음. 금 번 제도 변경과 관련해 간과한 측면은 없는지, 또는 좀 더 눈여겨봐야 할 부분은 없는지 면밀히 점검해 볼 필요가 있는 시점임. 물론 가격제한폭 자체가 펀더멘털과는 무관한 이슈이지만, 주식시장의 Rule 이 바뀐다는 점에서 그 의미가 있을 것. 가격제한폭 확대에 따른 주식시장 영향 및 관전포인트는 크게 5 가지로 요약됨.

투자자들이 생소할 수 있는 변화: '정적 VI', 장중 상하한가 도달 속도 늦추는 효과

한국 거래소는 오는 6 월 15 일(월)부터 가격제한폭을 확대(기존: ±15% → 변경: ± 30%) 시행하기로 한 가운데, 주식시장 변동성을 관리하기 위해, 변동성 완화장치를 도입함. 이중 눈 여겨 볼 것은 '정적 변동성완화장치(VI)'임, 정적 VI는 직전 단일가(전일 종가 포함) 대비 10% 이상 주가 변동시 2분간 단일가 매매로 전환되는 것으로 동 제도 시행 시 상하한가 도달 속도는 예전보다 늦춰질 가능성. 장시작과 동시에 상하한가, 하한가는 가능하지만 최소 1 번의 정적 VI 를 거쳐야 하고, 만약 보험권에서 주가가 출발한 뒤 완만하게 상승하여 +30%까지 상승하려면 최소 2 번의 정적 VI 를 거쳐야 함.

가격제한폭 확대에 따른 주식시장 영향 및 관전포인트 5가지

첫째, 가격제한폭 확대는 주식시장 전체가 아닌 개별 기업 변동성에 영향을 미치는 이슈 라는 점임. 이는 주식시장 전체 변동성과 개별주식의 변동성은 달리 접근해야 한다는 것 이고, 이미 국내 주식시장 변동성은 주식시장 제도변경과는 무관하게 추세적으로 감소 하고 있음.

둘째, 대형주 보다는 중소형주, 그리고 주가 하락 기업보다 상승기업에 좀 더 민감할 수 있다는 것임. KOSPI 대형주가 1년에 한 차례라도 상한가를 기록할 확률은 10%미만, 중형주는 50%, 소형주는 종목 당 평균 2.6 회를 기록하고 있음. 발생 빈도 측면에 있어서도 하한가 보다 상한가 기업이 최소 1.5 배에서 최대 3.8 배까지 많은 것이 현실.

셋째, 큰 그림으로 보면, 가격제한폭 뿐만 아니라 '10% Rule 완화', '공매도 대량보유 공시제도와 같은 후속 조치 또한 주목할 필요가 있다는 점임. 이는 주식운용방식의 Stlye 변화를 야기할 수 있는 것으로, 10% Rule 완화는 오는 7 월부터 적용되고, 공매도 대량 보유 공시제도는 하반기 내 시행될 가능성 존재. 특히 공매도 대량보유 공시제도는 기존의 공매도 패턴에 변화를 줄 가능성.

넷째, 투자심리 측면에서 단기적으로 신용잔고 높은 기업군, 저가주 및 고가주간 차별화 흐름이 전개될 수 있다는 것임. 가격제한폭 확대 시행을 앞둔 국내 증권사들의 대응을 감안 시, 단기적으로 신용잔고 비율이 높은 기업군에 대한 변동성에 유의 필요. 이 밖에 과거 경험상 저가주, 고가주에 대한 테마형성 가능성도 내재.

마지막으로 '스팩, IPO 기업' 등 상대적으로 이벤트 발생에 따른 주가 변동성이 클 수 있는 기업군에 대한 관리가 필요할 수 있다는 것임. 이들 기업의 경우 합병(M&A), 신규 상장 이벤트가 발생시 기존 보다 주가 변동폭이 커질 수 있다는 점에 그러함.

Table of contents

1. 가격제한폭 확대 시행에 따른 시장의 고민과 제도적 보완책	3
1) 주식시장 17 년만에 가격제한폭 확대, $\pm 15\%$ \rightarrow $\pm 30\%$ 로 변경	3
2) 가격제한폭 확대에 따른 보완장치는? 정적 변동성완화장치, 서킷 브레이커스 세분화 등	4
2. 가격제한폭 확대 시행에 따른 영향 및 관전 포인트	6
1) 가격제한폭 확대는 주식시장 전체가 아닌 개별 기업의 변동성에 영향을 미치는 이슈	6
2) 대형주 보다 중소형주 그리고 주가 하락 기업보다 상승 기업에 민감할 가능성	9
3) 가격제한폭 뿐만 아니라 '10% Rule 완화', '공매도 대량보유 공시제도'와 같은 후속 조치 또한 주목할 필요	10
4) 투자심리 측면에서 단기적으로 신용잔고 높은 기업군, 저가주 및 고가주간 차별화 흐름이 전개될 가능성	12
5) '스팩, 신규 IPO 기업' 등 이벤트 발생에 따른 주가 변동성이 클 수 있는 기업군에 대한 관리가 필요	13
[Appendix] 해외 가격제한폭 제도 현황 및 이에 대한 논의들	15
1. 해외 가격안정화 장치 현황	15
2. 가격제한폭 찬반론의 주요 내용 및 근거	17

1. 가격제한폭 확대 시행에 따른 시장의 고민과 제도적 보완책

1) 주식시장 17 년만에 가격제한폭 확대, ±15% → ±30%로 변경

한국 거래소는 당초 목표대로 2015년 6월 15일(월)부터 가격제한폭을 확대 시행할 예정(기존 ±15% → 변경 ±30%). 이는 2014년 11월 발표된 '주식시장 발전방안'의 일환으로, 시장 인프라 및 제도 효율화 차원임. 유가증권시장(KOSPI)은 1998년 이후, 코스닥은 2005년 이후 처음으로 변동되는 것.

다만 이와 관련해 시장의 기대와 우려가 공존하는 상황. 가격제한폭을 설정함으로써 야기됐던 가격 메커니즘의 비효율성(자석효과, 주가 과잉반응 등)을 개선시킬 수 있다는 점은 긍정적이지만, 역대 가격제한폭 확대 폭과 비교했을 때, 금번 가격제한폭 확대 폭이 유독 크다는 점이 우려 사항임.

자석효과(Magnetic Effect): 가격제한폭에 근접할수록 가격제한폭이 자석처럼 투자자를 유인하여 변동성이 오히려 확대되는 효과

주가 과잉반응(Spill-over Effect): 상한가 또는 하한가가 형성된 다음날, 장 초반 주가 변동성이 크게 확대되는 현상

실제 국내 주식시장은 1995년 4월 이후 현재와 유사한 가격제한폭 '정률제'를 시행하고 있는데, 총 4차례의 가격제한폭 확대 케이스의 경우 통상 +2~4%p를 추가로 확대하는 등 가격제한 확대가 점진적으로 진행된 반면, 금번은 +15%p 추가 확대(2배 확대)로 완화 폭이 다소 급격하게 진행된 면이 있기에, 투자자 입장에서는 17년만에 변경된 제도도 생소하지만, 가격제한폭이 금번처럼 크게 확대된 경우가 없었다는 점도 부담이 될 수 있음.

Figure 1. 유가증권시장(KOSPI) 및 코스닥시장의 가격제한폭 변천 과정

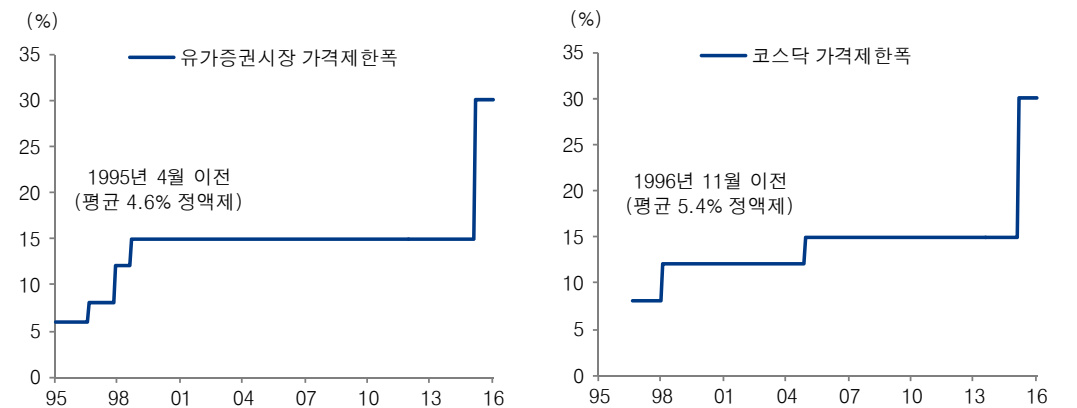
구 분	유가증권시장	구 분	코스닥시장		
~1995.3.31	정액제	17단계*	~1996.11	정액제	11단계*
1995.4.1 ~ 1996.11.24		±6%	1996.11. ~ 1998.5.24		±8%
1996.11.25 ~ 1998.3.1		±8%	1998.5.25 ~ 2005.3.27		±12%
1998.3.2 ~ 1998.12.6	정률제	±12%	2005.3.28 ~ 2015.6.14	정률제	±15%
1998.12.7 ~ 2015.6.14		±15%	2015.6.15 ~		±30%
2015.6.15 ~		±30%			

* 17 단계/11 단계로 기준가격대를 구분하여 평균 4.6%(유가증권), 5.4%(코스닥)의 정액제를 적용

주: 2015.6.15(월)부터 유가증권 및 코스닥 시장 가격제한폭 ±30% 일괄적용

자료: KRX, 금융위, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2. 유가증권시장(KOSPI) 및 코스닥시장의 가격제한폭 추이



자료: KRX, 미래에셋증권 리서치센터

2) 가격제한폭 확대에 따른 보안장치는? 정적 변동성완화장치, 서킷 브레이커스 세분화 등

제도적인 측면에서 가격제한폭 확대와 더불어 시행되는 것은 '가격안정화장치 강화' 임. 크게 개별종목 측면과 시장 전체로 구분할 수 있는데, 개별종목 측면에서는 기존 동적 변동성완화장치(VI: Volatility Interruption)에 정적 변동성완화장치가 추가됐고, 시장 전체적으로는 서킷브레이커스(CB: Circuit Breakers)가 강화 및 세분화됨.

예컨대, 동적 VI 가 직전 체결가격 기준으로 단기간의 가격 급변을 완화시키는 장치라면, 정적VI 는 전 일종가 또는 직전 단일가를 기준으로 10% 이상 주가 변동시 단일가 매매로 전환(2분간)하여 냉각기간을 부여하는 제도를 뜻함(냉각 기간 후 ±10% 변동폭 재설정).

즉, 바뀐 상하한폭 제도 하에서는 특정 기업의 주가가 보합권에서 출발 후 꾸준히 상승하여 장중 +30%에 도달하기 위해서는 2차례 정적 VI가 발동될 수 있다는 것으로, 사실상 상하한가의 도달속도를 늦추는 장치라고도 볼 수 있음. 또, 장 시작과 동시에 바로 상한가 또는 하한가로 가기 위해서도 최소 1번의 정적VI 를 거쳐야 함(시초가와 동시에 정적 VI 발동).

Figure 3. 가격제한폭 확대 시행에 따른 변동성완화 장치

시장 안정화 장치	현행	개선
서킷 브레이커 (CB) 개편	지수가 10% 하락시 20분간 거래정지, 10분간 단일가 매매	지수가 8%, 15%, 20% 하락시 각각 발동 1.2 20 10 가 매매, 3단계 발동시에는 당일 거래정지
정적 변동성완화장치 '추가' 도입	(기존) 동적 변동성 완화장치 : 종목별 예상체결가가 직전체결가에서 2~3%이상 벗어나는 경우 2분간 단일가매매로 전환	(추가) 정적 변동성 완화장치 : 종목별 가격이 전일종가 기준 10%이상 변동시 2분간 단일가매매로 전환 → 단일가매매가를 기준으로 ±10% 변동폭 재설정

자료: KRX, 금융위, 미래에셋증권 리서치센터

서킷브레이커스의 경우는 비교적 명쾌한데, 기존에는 지수가 10% 이상 하락해야 발동(거래정지) 됐지만(1일 1회), 앞으로는 지수가 8% 15%, 20% 하락 시마다 발동되는 조치로(단, 20% 발동시 Shut Down), 기존 보다 발동 기준이 강화 됐음.

참고로, 가격제한폭과 더불어 VI 및 CB를 모두 도입(3중 가격안정화 장치)하고 있는 국가는 한국이 유일할 만큼, 주식시장 내 가격안정화 장치는 상대적으로 엄격한 상황임.

Figure 4. 주요국 가격 안정화 장치 사례

구 분	가격제한폭제도	변동성완화장치		
		동적 VI	정적 VI	
유럽	Euronext	-	0	0
	스페인 (BME)	-	0	0
	독일 (Deutsche Börse)	-	0	0
	영국 (LSE)	-	0	0
미국	NYSE, NASDAQ	-	0	-
아시아	일본 (TSE)	정액제 (평균 22%)	0	
	대만 (TWSE)	전일증가±7%	0	
	중국 (SSE)	전일증가±10%	-	
	한국 (KSE, KOSDAQ)	전일증가±30%	0	0

자료: KRX, 미래에셋증권 리서치센터

2. 가격제한폭 확대 시행에 따른 영향 및 관전 포인트

제도적 보안장치(VI, CB) 마련에도 가격제한폭 확대에 대한 투자자들의 고민이 높은 이유는 가격제한폭 확대에 의한 '변동성 관리'의 어려움 때문일 것. 가격제한폭 확대가 결과적으로 시장 변동성 확대로 이어질 수 있다는 점에서임. 이와 관련해 가격제한폭 확대 시행에 따른 주식시장 영향 및 관전 포인트는 크게 5가지로 정리함.

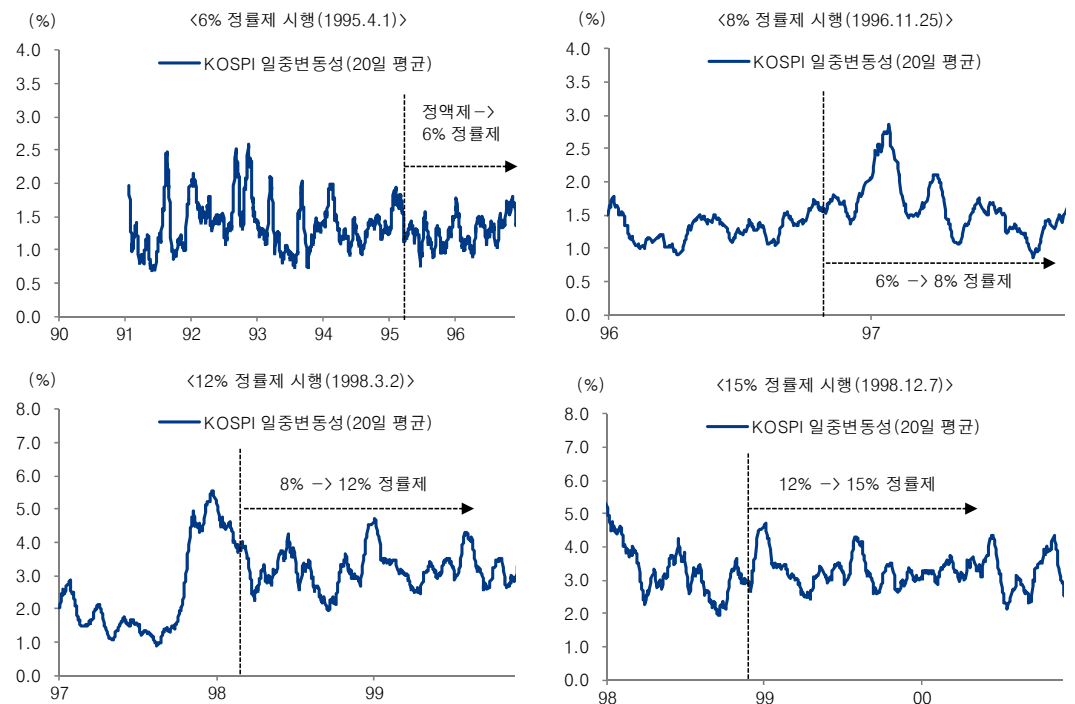
1) 가격제한폭 확대는 주식시장 전체가 아닌 개별 기업의 변동성에 영향을 미치는 이슈

결론적으로 가격제한폭 확대는 주식시장 전체가 아닌 개별기업의 변동성 이슈라 판단함. KOSPI의 변동성은 가격제한폭 확대와는 무관하게 추세적으로 감소하고 있기 때문. 또 가격제한폭 확대 자체가 주식시장에 영향을 주었다기 보다는 당시의 시장 상황에 따라 변동성이 연동되는 것으로 판단됨.

KOSPI의 일중 변동성은 1998년(외환위기), 2008년(금융위기)을 제외하고, 추세적으로 감소하고 있는 흐름임. 세부적으로 보아도 크게 다르지 않는데, 1) 정액제에서 6% 정률제로 제도변경이 진행된 1995년 4월, 2) 8% 정률제가 시행된 1996년 11월, 3) 12% 정률제가 시행된 1998년 3월, 4) 15% 정률제가 시행된 1998년 12월 이후의 KOSPI 일중 변동성에 유의미한 변화가 있었다고 보기 어려움.

다만 다만, 가격제한폭이 확대됨에 따라 상하한가 기업 수는 급감하는 흐름. 이는 자연스러운 현상으로 가격제한폭이 종전보다 넓어짐에 따라 상하한가를 기록하는 기업이 적어진 데 따른 결과물임.

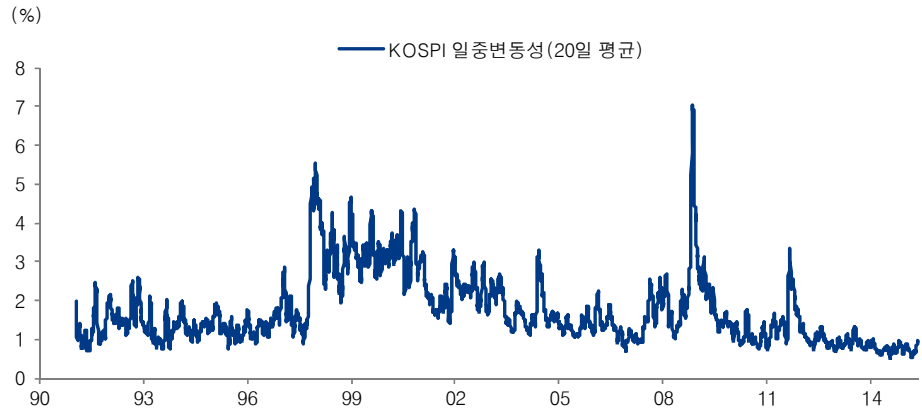
Figure 5. 역대 가격제한폭 확대 시행 전후 KOSPI 일중 변동성 추이



주: 일중변동성(20MA)기준

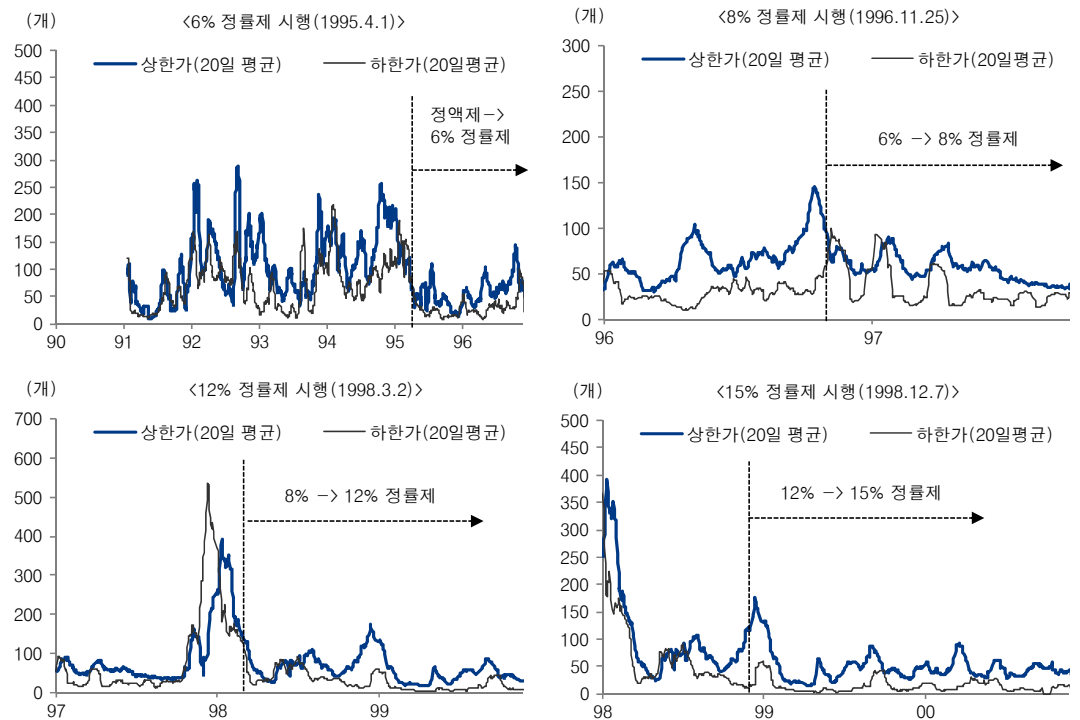
자료: Quantwise, Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6. KOSPI 일중 변동성 추이: 1998년, 2008년 제외 시 꾸준한 감소 추세



주: 일중변동성(20MA)기준
자료: Quantwise, Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7. 역대 가격제한폭 확대 시행 전후 상한가, 하한가 기업 수 변화: 가격제한폭 확대 시 마다 상한가 기업 수 감소

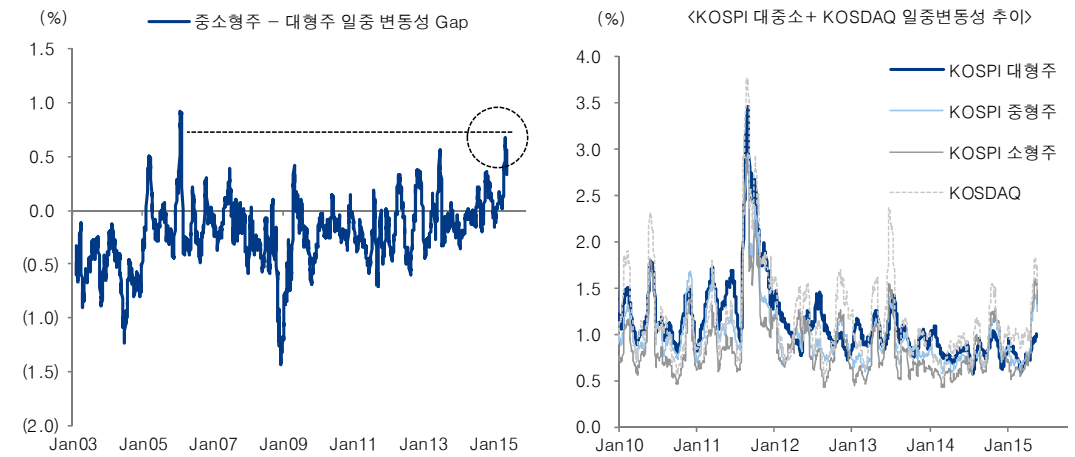


자료: KRX, DataGuide, 미래에셋증권 리서치센터

문제는 주식시장의 변동성 감소가 반듯이 개별기업의 변동성 감소로 연결된다고 보기는 어렵다는 것임.

이는 KOSPI 내 지수 영향력이 높은 대형주의 변동성 감소가 주식시장 전체 변동성 감소로 이어졌을 가능성이 높기 때문. 예컨대, KOSPI 중소형주 + KOSDAQ의 일중 변동성은 대형주와는 달리 최근 빠르게 상승하고 있고, 대형주 대비 일중변동성의 격차는 2006년 2월 이후 최고 수준까지 상승함.

Figure 8. 중소형주와 대형주간의 변동성 gap 및 일중 변동성 추이: 중소형주 변동성 증가 추세



주: 중형주 일중 변동성은 KOSPI 중형주, KOSPI 소형주, KOSDAQ 기업의 평균 변동성으로 산출
자료: Quantwise, Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

이러한 시장과 개별종목간의 변동성 불일치 현상에 대한 원인은 '공매도'에서 힌트를 얻을 수 있음.

공매도 역시 펀더멘털에 영향을 주는 이슈라기 보다는 수급 및 가격변수에 영향을 주는 사안이라는 점이 공통점인데, 공매도의 경우, 시장 전체를 비교하면 공매도 확대가 시장 변동성에 영향을 주지 않는 것처럼 보이지만, 개별 기업측면으로 접근하면 공매도 증가는 개별기업 평균 주가 변동성과 연동성이 높아지는 추세라는 점서임.

KOSPI200 내 공매도 거래 비중은 늘어나는 추세지만, 공매도 비중 증가와 시장 변동성과는 무관한 것으로(상관계수 0.05) 나타나는 것이 단적인 예임. 하지만 시장 전체가 아닌 개별기업의 평균 변동성으로 접근해 보면 정반대의 결과가 도출, 공매도 비중과 개별기업의 변동성간의 상관계수는 0.7로 상관계수가 높게 관찰됨. 즉, 시장 전체와 개별기업의 변동성과는 달리 접근해야 한다는 의미임, 금번 가격제한폭 확대 이슈 역시 시장 전체의 변동성이 아닌 개별기업의 변동성 관리에 중점을 주어야 하는 이유일 것.

Figure 9. 공매도 증가(거래량 대비)에 따른 변동성 점검 (시장 vs. 개별기업 평균)

KOSPI200 전체 기준				
일평균 공매도 수량 (최근 1개월, 주)	일평균 거래량 대비 공매도 비중 (최근 1개월, %)	변동성 (Beta, 1Y)	상관계수(1년, 변동성& 공매도 비중)	
4,817,450	6.07	0.11	0.05	
KOSPI200 구성종목 평균				
일평균 공매도 수량 (최근 1개월, 주)	일평균 거래량 대비 공매도 비중 (최근 1개월, %)	변동성 (Beta, 1Y)	상관계수(1년 변동성& 공매도 비중)	
24,274	6.10	0.34	0.70	

주: 상관계수는 1년 기준, 변동성 → 베타계산(일간/1년). 회귀직선모형의 로그수익률 표준편차를 연환산
자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

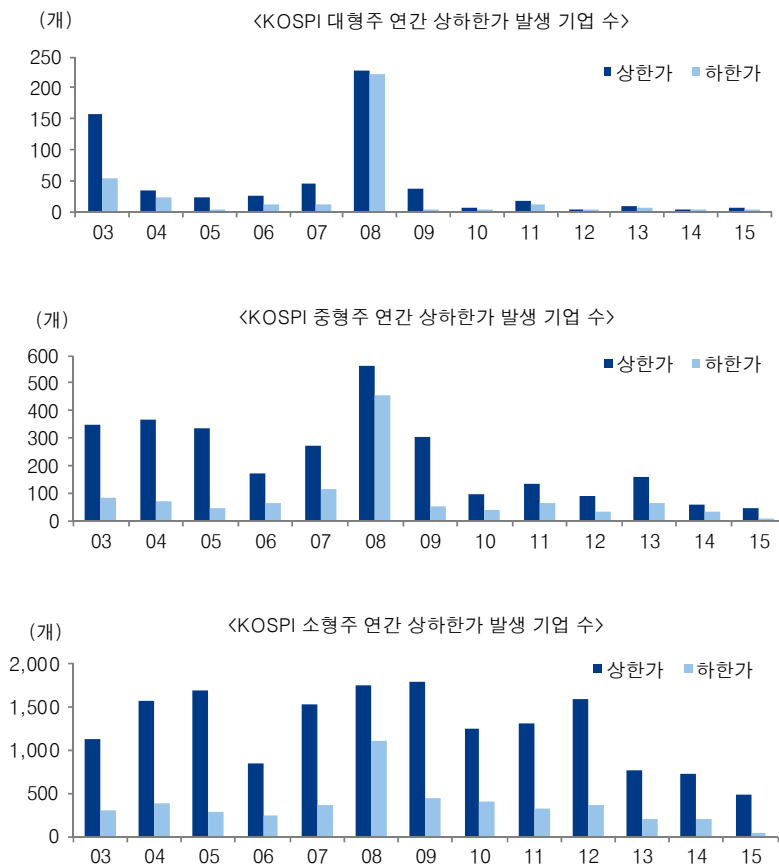
2) 대형주 보다 중소형주 그리고 주가 하락 기업보다 상승 기업에 민감할 가능성

현실적으로 볼 때, 가격제한폭 확대는 대형주 보다는 중소형주에 좀 더 민감한 사안으로 판단.

현재의 $\pm 15\%$ 가격제한폭 하에서는 KOSPI 대형주(시가총액 1위~100위)는 1년에 10개 미만이 상한가, 5개 이하가 하한가를 기록하고 있는 상황(2010년~2014년). 이는 확률적으로 1년에 KOSPI 대형주 기업이 한 차례라도 상한가를 기록할 가능성은 10%에 못 미친다는 의미이고, 하한가의 경우는 5% 이하라는 것임. 대형주의 경우 가격제한폭이 확대 되더라도 상대적으로 영향이 덜 할 수 있다는 점을 시사함.

반면, KOSPI 중형주에 속한 기업의 경우 1년에 한 차례라도 상한가를 기록할 확률은 50%, 하한가는 23%로 높아지고, 소형주는 상한가의 경우 종목 당 평균 2.6회(266%), 하한가는 70% 수준으로 상승함. 즉, 상하한가 빈도 측면에 있어서도 가격제한폭 확대는 대형주보다는 중소형주가 좀 더 민감한 이슈일 것.

Figure 10. KOSPI 대/중/소형주 연간 상한가, 하한가 기업 수 추이



자료: KRX, Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

또한 가격제한폭 확대는 주가 하락 기업보다 상승 기업에 좀 더 밀접한 사안이기도 함. KOSPI 대형주의 경우 연간 상한가 기업수가 하한가 기업 수 보다 1.5배 많고, 중형주의 경우 2.3배, 소형주의 경우 3.8배로 상승하는 등 중소형주로 갈 수록 상한가 발생 빈도가 높아지기 때문.

코스닥도 크게 다르지 않음. KOSDAQ 소형주의 경우 1년 중 상한가를 기록한 경우는 종목당 평균 4 회, 하한가는 종목당 평균 1.4 회를 기록하고 있음. 상한가 기업수 또한 하한가 기업보다 3 배 가량 많은 상황.

3) 큰 그림으로 보면 가격제한폭 뿐만 아니라 '10% Rule 완화', '공매도 대량보유 공시제도'와 같은 후속 조치 또한 주목할 필요

돌이켜보면, 역대 4번의 가격제한폭 확대 중 주식시장 반응이 긍정적이었던 경우는 최근 2차례인 1998년 3월, 12월임. 이는 가격제한폭 뿐만 아닌 당시 주식시장 환경(주가 저점) 및 여타 제도적인 변화가 동시에 수반됐기 때문으로 풀이됨. 예를 들어, 1998년 5월의 경우 외국인 국내투자확대, 12월 증시 선진화 방안 등이 종합적으로 맞물린 결과로도 볼 수 있음.

현재의 가격제한폭 확대가 주식시장 발전방안의 일부라는 점을 본다면, 가격제한폭 이후 나타날 수 있는 후속적인 제도변화도 눈 여겨 볼 필요.

결론적으로, 가격제한폭 확대와 더불어 눈 여겨 볼만한 제도 변화는 크게 두 가지임.

첫째, 공모펀드 활성화(10% Rule 개선)

둘째, 공매도 잔고 대량보유 공시제도 도입임

Figure 11. 주식시장 발전방안(2014.11) 중 주요 추진 과제 및 추진일정

추진과제	소관부처	조치사항	추진일정
투자상품 확대	2. 기관투자자 역할 강화 (금융회사)		
	(1) 공모펀드 활성화	금융위	자본시장법 등 개정 '15. 7 예정
기관투자자 역할강화	3. 시장 인프라 및 제도 효율화 (시장 인프라)		
	(1) 한국판 다우지수 개발	금융위	지수 개발 '15 上
	(2) 전자증권제도 도입	금융위	전자증권법 제정 '15 下
	(2) 대체거래시스템 제도 개선방안 마련	금융위	T/F 구성. '15 上
	(시장 제도)		
시장 인프라 및 제도 효율화	(1) 가격제한폭 확대	금융위	거래소 규정 개정 '15 上
	(2) 중시 변동성 완화장치 정비	금융위	거래소 규정 개정 '15 上
	(3) 저유동성 종목 시장조성자 제도 도입	금융위	거래소 규정 개정 '15 上
	(4) 자사주 매입 호가제도 개선	금융위	거래소 규정 개정 '15 上
	(5) 주주권 행사 절차 개선	금융위	자본시장법 시행령 개정 '15 上
	투자자 신뢰제고	4. 투자자 신뢰 제고	
(1) 자산운용 실적 공시 개선		금융위	자본시장법 개정 '15 下
(2) 공매도 잔고 대량보유 공시제도 도입		금융위	자본시장법 개정 '15 上
(3) 투자자 제공 정보 개선		금융위	금투협회 규정 등 개정 '15 上
	(4) 공시제도 합리화	금융위	거래소 규정 개정 '15 上

자료: 금융위(주식시장 발전방안 2014.11), 미래에셋증권 리서치센터

Figure 12. 공모펀드 활성화, 공매도 대량보유 공시제도 세부사항

개정 예정 사항	주요 내용
	(현행) 동일종목 10% 이상 투자금지, 1969년 이후 증권투자신탁법 개정 이후 현재까지 유지
공모펀드 활성화 (10% Rule 개선)	<p>(개선) 펀드 재산 중 50%는 동일 발생인 증권 편입을 25%까지 허용하되, 나머지 50%는 5%까지만 편입</p> <p>(향후 일정) 7월부터 적용(신규 공모펀드, 기존 펀드는 수익자총회 개최 후 정관 변경 후 가능)</p>
	(현행) 공매도 보유잔고가 발행주식총수의 0.01% 이상인 경우 감독당국에 보고(보고사항)
공매도 잔고 대량보유 공시제도 도입	<p>(개선) 법 통과 후 시행령 정비 후, 세부내용을 입법</p> <p>해당종목의 순보유잔고가 음수 & 그 절대값이 종목별 발행주식수의 0.5%를 넘는 경우</p> <p>(투자자가 직접공시)</p> <p>(향후 일정) 자본시장법 개정('15 上)</p>

주: 공모펀드 활성화는 2015.3 자본시장법시행령 개정안의 국무회의 통과(공표일로부터 3개월 뒤 시행 → 7월)
 자료: 금융위, 미래에셋증권 리서치센터

가격제한폭 확대가 가격형성의 메커니즘에 영향을 주는 이슈라면, 위의 두 제도는 투자자들의 운용 스타일의 변화를 야기할 수 있다는 특성을 지님.

먼저 공모펀드 활성화(10% Rule 개선)란, 기존에는 공모펀드의 경우 한 기업에 대해 펀드 내 10% 이상 투자를 할 수 없었다면(단, 지수 내 비중이 10%를 넘는 기업의 경우 시장 비중만큼 투자 가능: ex. 삼성전자), 앞으로는 펀드의 50% 이내에서는 최대 25%씩 두 개의 기업에 투자할 수 있게 되는 것을 의미함.

변경된 제도를 적용한 펀드는 오는 7월부터 신규출시가 가능하며, 기존 펀드의 경우 수익자총회를 거친 후 적용이 가능한 구조임.

예컨대, 7월 이후 신규 출시된 공모펀드에서는 삼성전자 25%, 아모레퍼시픽 25%를 보유하는 형태가 나타날 수 있다는 것임.

한편, 공매도 잔고 대량보유 공시제도란, 명시적으로 가격제한폭 확대 등으로 공매도에 따른 시장 변동성이 커질 가능성이 있는 만큼, 대량 공매도 잔고 공시제도 도입을 통해 시장 투명성을 제고하는데 목적이 있는 조치임.

다만 현재 자본시장법 개정안이 국회 계류 중(2014년 4월 김종훈 의원 발의)이지만, 올해 하반기 내 세부내용이 입법화된다면 현재의 공매도 트렌드에 변화가 생길 가능성이 높음.

과거(2012년 8월 이후 현재) 대량 공매도의 경우, 감독당국에 보고사항이었고, 보고의무 위반자에 대한 제재근거가 불명확했지만,

금번 제도 입법을 통해 보안이 된다면, 투자자가 대량 공매도 보유 현황을 직접 공시하는 형태를 펼 가능성이 높기 때문. 이는 공매도 투자자 입장에서 공매도 포지션이 노출될 수 있다는 점에서 기존보다 좀 더 신중해질 수 밖에 없는 사안이 될 가능성.

4) 투자심리 측면에서 단기적으로 신용잔고 높은 기업군, 저가주 및 고가주간 차별화 흐름이 전개될 가능성

가격제한폭 확대 시행을 앞두고 국내 증권사들은 담보비율, 반대매매 일수 조정을 통한 리스크 관리에 나서고 있다는 점이 특징임.

신용거래의 원천인 증거금율을 크게 변경하지는 않지만 담보비율 및 반대매매 기간 축소를 통해 신용 거래에 대해 다소 보수적으로 접근하고 있음.

이는 주식시장 급변 시 신용잔고가 높은 기업군에 대한 경계심리가 높아질 수 있음을 내포함.

한편, 과거의 경험이 현재도 반복된다고 말하기는 어렵지만 역대 가격제한폭 확대 시행 시 저가주, 고가주에 대한 테마가 일시적으로나마 형성됐던 것도 상기해 볼 필요.

주가 레벨 마다 변동률이 다르게 적용되는 '정액제'가 아닌 현재와 같은 '정률제'에서는 저가주와 고가주의 체감 변동폭이 다르기 때문. 예컨대 고가주의 경우, 주가 하락 시에는 저가주에 비해 체감적인 주가 하락폭이 큰 반면, 주가가 상승할 경우 주가 상승폭이 더 크게 느껴지기 때문.

이러한 이유 때문인지, 과거 가격제한폭 확대 시 일반 투자자의 경우, '저가주 = 저위험 & 저수익, 고가주 = 고위험 & 고수익'으로 인식됐던 것도 이러한 것에 기인함.

다만, 저가주 및 고가주가 부각된다면, 이들 기업 내 선택과 집중이 진행될 가능성이 높을 것.

Figure 13. 가격제한폭 확대에 따른 주요 증권사 신용거래 제도 변화

항목	구분	정책 변화 내용 및 증권사
담보비율	변경	130~140% 차등적용: 교보 140%~160% 차등적용: HMC, KDB대우 140%~170% 차등적용: 삼성, NH 150%: 하이
	유지	대신, 메리츠, 유안타, 키움, 하나대투, 한국투자, KB
반대매매기간	변경	T+3 → T+2 : 삼성 T+2 → 130%~140%, T+2, 130% 미만 T+1 : 교보, 미래에셋, KB T+2 → 120%~140%, T+2, 120% 미만 T+1 : HMC T+2 → T+2 / T+1 차등적용 : 하나대투
	유지	T+2: 대신, 메리츠, 키움, 한국투자, KDB대우, NH, 하이

자료: 주요 언론사 취합(재정리), 미래에셋증권 리서치센터

Figure 14. KOSPI 신용잔고 상위 TOP 10 (공여율 10% 이상)

(단위: 주)

No.	Code	종목명	증가	시가총액(백만원)	잔고수량	잔고율(%)	공여율(%)
1	A000220	유유제약	12,050	73,505	455,139	7.46	13.02
2	A000180	성창기업지주	43,900	253,530	429,413	7.43	18.29
3	A071950	코아스	2,310	68,280	2,168,458	7.34	11.52
4	A025750	한솔홀데코	1,680	127,841	5,541,163	7.28	20.39
5	A014160	대영포장	1,050	101,555	6,471,623	6.69	10.57
6	A017550	수산중공업	1,975	99,640	3,209,045	6.36	26.88
7	A013000	세우글로벌	1,400	33,167	1,399,539	5.91	10.18
8	A009440	KC그린홀딩스	12,700	284,924	1,298,512	5.79	22.76
9	A017370	우신시스템	3,715	58,918	917,139	5.78	19.1
10	A011760	현대상사	42,600	951,250	1,229,853	5.51	31.16

주 1: 2015.6.1 기준

주 2: 잔고율 = 신용용자(대주) 잔고수량 / 상장주식수 *100, 공여율 = 신용용자(대주) / 거래량 *100

자료: KRX, Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 15. KOSDAQ 신용잔고 상위 TOP 10 (공여율 10% 이상)

(단위: 주)

No.	Code	종목명	증가	시가총액(백만원)	잔고수량	잔고율(%)	공여율(%)
1	A016100	삼성엘엔에스	108,000	1,937,468	1,913,014	10.67	13.24
2	A039440	에스티아이	7,140	87,634	1,253,475	10.21	11.21
3	A041910	에스텍파마	11,200	122,590	1,079,556	9.87	19.61
4	A099440	스맥	4,965	108,731	2,100,273	9.59	16.05
5	A101240	씨큐브	12,550	95,117	726,809	9.59	18.26
6	A060250	한국사이버결제	35,450	640,732	1,694,995	9.38	24.04
7	A093520	매커스	3,435	55,417	1,501,742	9.31	15.26
8	A064260	다날	10,150	217,351	1,971,609	9.21	15.82
9	A126700	하이비전시스템	11,400	170,340	1,365,306	9.14	21.19
10	A013990	아가방컴퍼니	13,100	429,156	2,894,138	8.83	14.47

주 1: 2015.6.1 기준

주 2: 잔고율 = 신용용자(대주) 잔고수량 / 상장주식수 *100, 공여율 = 신용용자(대주) / 거래량 *100

자료: KRX, Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

5) '스팩, 신규 IPO 기업' 등 상대적으로 이벤트 발생에 따른 주가 변동성이 클 수 있는 기업군에 대한 관리가 필요

마지막으로, 금번 가격제한폭 확대가 보다 직접적으로 영향을 줄 수 있는 곳은 '스팩' 및 'IPO 기업'을 꼽을 수 있음

이들 모두 단기간에 주가 급변동 가능성이 내재되어 있다는 점이 공통점으로, 스�팩의 경우 합병(M&A)가 성사 시 주가 변동성이 커질 가능성이 높다는 점, IPO 기업의 경우 현재의 가격 결정 메커니즘 상, 상장 당일 공모가 대비 최대 260%까지 상승할 수 있지만, 반대로 공모가 대비 최대 37%까지도 하락할 수 있기 때문임.

[IPO 기업, 상장 당일 가격결정 Process(2 단계)]

- 1 단계: 시초가(공모가 대비 90%~200%) 결정,
- 2 단계: 상하한폭 적용(기존 ±15% → ±30%)

이는 가격제한폭 확대 시행에 따른 양면성을 보여주는 것으로, IPO 기업에 대한 시중 자금의 풀림 시 이들 종목에 대한 관리가 필요한 사안일 것.

Figure 16. 기업인수목적회사(SPAC) 상장 현황 및 인수 기업 현황

Code	Company	증가(원)	시가총액 (백만원)	Performance(%)				인수 기업
				1M	3M	6M	YTD	
A208640	케이비제6호스팩	2,335	37,360	(1.3)	(5.9)	-	11.2	
A205500	케이비제4호기업인수목적	2,515	26,458	0.0	10.8	23.3	25.8	액션스퀘어
A205100	교보위드스팩	6,190	25,998	56.7	99.4	19.0	12.6	엑셀
A206640	엔에이치스팩2호	5,230	24,058	(15.0)	15.5	-	30.8	바디텍메드
A203690	케이비제3호스팩	2,285	24,038	0.0	0.0	14.3	13.7	프로스테믹스
A198440	엔에이치스팩3호	3,000	21,000	0.0	22.2	47.4	46.7	글로벌텍스프리
A184230	키움스팩2호	2,575	18,025	(0.4)	9.6	8.4	10.5	레드비씨
A204630	현대드림스팩2호	2,400	16,356	0.0	6.9	-	20.0	심엔터테인먼트
A215790	엔에이치스팩5호	2,270	15,890	-	-	-	1.8	
A204650	케이티비스팩1호	2,835	15,593	24.1	17.9	39.3	37.0	
A207760	동부스팩2호	2,600	14,300	(0.2)	11.4	-	29.7	미스터블루
A215750	미래에셋제3호스팩	2,295	14,000	-	-	-	2.9	
A214270	케이비제7호기업인수목적	2,615	13,990	7.4	-	-	13.2	
A204620	유안타제1호스팩	2,260	13,560	(0.9)	(11.2)	12.7	12.2	
A204440	대우스팩2호	2,265	13,024	(3.6)	20.9	78.1	80.3	선바이오
A208710	교보3호기업인수목적	2,490	12,699	7.6	12.7	-	23.3	
A208370	하나머스트2호스팩	2,345	12,663	1.1	6.6	-	17.0	
A208350	케이비제5호기업인수목적	2,410	12,580	0.4	11.1	-	20.5	
A206400	한국2호스팩	2,260	12,430	(2.0)	3.7	-	12.7	
A205470	하이제2호스팩	2,245	12,348	(0.2)	1.1	11.4	11.1	
A214150	케이티비기업인수목적2호	2,240	12,320	(1.3)	-	-	3.2	
A204760	현대에이블기업인수목적1호	2,215	12,238	(1.1)	1.4	11.0	11.0	
A215380	한화MGI스팩	2,220	12,210	-	-	-	(9.9)	
A207930	SK1호스팩	2,215	12,183	(2.0)	-	-	1.8	
A215090	유진에이씨피씨스팩2호	2,215	12,183	(0.9)	-	-	(1.8)	
A215580	대우스팩3호	2,240	12,118	-	-	-	(6.7)	
A214680	한화에이스스팩1호	2,425	10,750	(28.7)	-	-	(6.0)	
A204840	IBKS스팩2호	2,225	10,013	(1.1)	(15.4)	11.3	11.0	
A215480	대우SBI스팩1호	2,765	9,774	-	-	-	1.8	
A206660	골든브릿지제2호스팩	2,220	8,658	(1.6)	0.9	-	2.5	
A208870	하나머스트3호기업인수목적	2,750	6,490	5.4	5.4	-	33.7	판도라티비
A215100	하나머스트4호스팩	2,245	6,286	(1.1)	-	-	(12.3)	
A208140	엘아이지스팩2호	2,205	5,976	(1.1)	(0.9)	-	13.5	엔지스테크놀러지
A207720	엔에이치SL스팩	2,300	5,762	(2.5)	(9.1)	-	12.8	

주 1: 회색 음영은 인수 후 상장 심사 승인까지 완료된 기업, 파란색 음영은 인수 후 상장 심사 대기 중인 기업, Bold 표시는 심사 철회 기업

주 2: 증가 및 시가총액은 2015.6.1 기준, 시가총액 순으로 정렬

자료: Dataguide, 미래에셋증권 리서치센터

[Appendix] 해외 가격제한폭 제도 현황 및 이에 대한 논의들

1. 해외 가격안정화 장치 현황

주요국의 가격안정화 장치 현황을 보면, 크게 두 가지로 구분됨. 가격제한폭(Daily Price Range Limit)과 변동성 완화장치(VI)임.

주요 특징은, 1) 북미, 유럽지역은 가격제한폭이 존재하지 않는 반면, 아시아 주요국은 가격제한폭을 대체로 유지하고 있다는 점, 2) 북미, 유럽지역은 가격제한폭이 없는 대신 변동성완화장치를 중심으로 운영 중에 있다는 것임

먼저 아시아 주요국의 가격제한폭 및 변동성완화조치의 경우, 한국과 동일한 가격제한폭제도(±30%)를 갖고 있는 곳은 태국, 말레이시아 정도이고, 일본의 경우 평균 ±22% 수준의 가격제한폭(정액제)이 유지되고 있음

Figure 17. 아시아 주요국 가격제한폭 및 변동성완화조치 사례

구분	가격제한폭	변동성완화조치 (Volatility Interruption)
한국(KRX)	전일종가 ±15% → ±30%	동적 VI, 정적 VI, CB(서킷브레이커스)
중국(SSE/SZSE)	전일종가 ±10% (특별관리종목 ±5%)	가격제한폭의 적용을 받지 않는 경우 → 매매방식에 따른 호가범위 차등 적용
대만(TWSE)	전일종가 ±7%	최종 매매가지준 3.5% 이상 변동시 매매정지
홍콩(ASX)	-	시초가의 상대호가 없는 경우 전일종가의 9배 이상 형성 안됨
호주(TSE)	-	Safe Guard(가격변동, 주문수량 및 금액, 주문확인 등 주의조치)
일본(TSE)	정액제 (30엔~1,000엔, 평균 22%) 연속 상하한가 시 제한폭 확대	특별기배제도(가격제한폭의 1/10 단위로 일정 기간 체결 가능한 호가 갱신)
태국(SET)	전일종가 ±30%	-
말레이시아(Bursa Malaysia)	전일종가 ±30%	-
인도네시아(JSX)	가격에 따라 ±20% ~±50%	-
필리핀(PSE)	전일종가의 ±40% ~±50%	-

자료: 증권시장연구원, KRX, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

중국 (Shanghai Stock Exchange: SSE)

개별주식의 주가 변동에 대해 기준가격(전일 종가) 대비 $\pm 10\%$ 의 가격제한폭을 적용. 2년 연속적자, 감사의견 거절 또는 부적정, 1주당 순자산 1위안 미만에 해당되는 특별관리종목의 경우 $\pm 5\%$ 의 가격제한폭을 적용

대만 (Taiwan Stock Exchange: TWSE)

개별주식의 주가 변동에 대해 기준가격(전일 종가) 대비 $\pm 7\%$ 의 가격제한폭 존재. 종목별 예상체결가격(개장 전)이 직전 가격 대비 3.5%이상 변동되면 2~3분간 매매체결이 일시적으로 정리되는 변동성완화조치를 채택(정규시간 종료 10분전은 미적용)

홍콩 (Hong Kong Stock Exchange: HKEx)

가격제한폭 없음. 다만 개장 전 최소의 매수, 매도호가에 상대호가 없는 경우 전일 종가의 9배 이상으로 형성될 수 없음

호주 (Australian Stock Exchange: ASX)

가격제한폭이 없는 대신, 거래소 매매체결시스템 상의 주문오류를 방지하고자 주문접수단계에서 적용되는 변동성완화조치 존재

일본 (Tokyo Stock Exchange: TSE)

순수경쟁매매 메커니즘 채택, 가격제한폭은 전일종가 등을 기준으로 하여 29단계 정액제로 구성. 평균 약 22% 수준

반면, 북미 및 유럽의 경우 대부분 가격제한폭을 별도로 두고 있지는 않는데, 유럽 주요국의 변동성완화장치 중 '정적VI'의 경우 현재 국내 주식시장이 도입하려는 것과 유사한 구조를 지니고 있음.

Figure 18. 북미, 유럽 주요국 가격제한폭 및 변동성완화조치 사례

구분	가격제한폭	변동성완화조치 (Volatility Interruption)	
북미	미국(NYSE)	- Trading Collars/ Circuit Breakers	
	캐나다(TSX)	- Circuit Breakers	
유럽	EURONEXT	네덜란드	- 정적 기준가격 10% 이상 변동시 매매정지
		벨기에	- 정적 기준가격 10% 이상 변동시 매매정지
		포르투갈	- 정적 기준가격 10% 이상 변동시 매매정지
	프랑스	- 정적 기준가격 10% 이상 변동시 매매정지 1) Reserve: 접수만 가능, 2) Freeze: 접수, 정정, 취소 불가	
	독일	- 동적, 정적 가격범위 이탈시 발동 1) 단일가 매매: 임의종료로 접수시간 연장, 2) 접속매매: 단일가 전환	
	영국	- 기준가격에서 일정비율 이상 변동시 5분가 매매정지 - 시장가 주문 연장, 주가감시 연장	

자료: 증권시장연구원, KRX, Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

2. 가격제한폭 찬반론의 주요 내용 및 근거

국내 주식시장은 금번 가격제한폭 확대 이후 장기적으로는 가격제한폭 제도를 완전 폐지하는 것을 검토하고 있음. 가격제한폭 제도가 오히려 시장의 효율성을 저해하는 측면이 있고, 시장의 변동성을 제어하는 효과는 제한적이라는 점 때문임.

실제, 가격제한폭제도에 대한 논의는 오래 전부터 존재해 왔는데, 대체로 가격제한폭제도 효과보다는 비효율성을 지적하는 것이 대체적인 견해.

Figure 19. 가격제한폭에 대한 찬반론 그리고 가격제한폭과 변동성과의 상관성 유무

쟁점 사항	긍정론	부정론
가격제한폭 제도	<p>첫째, 가격제한폭제도는 투자자에게 냉각기간을 제공하여 이들의 정보를 재평가할 기회를 제공</p> <p>둘째, 투자자에게 주문 불균형에 대한 정보를 제공하여 주가가 효율적으로 균형가격에 회귀한다는데 기여 (Brennan(1986), Ma, Rao and Sears(1989), Kordres and O'Brien(1994))</p>	<p>첫째, 가격제한폭제도는 새로운 정보에 대한 주가의 반응속도를 단순 지연시키거나, 가격변화를 다음 거래일로 연기시키는 작용만 함으로 주가 변동성을 감소시키지 못함</p> <p>둘째, 가격제한이 거래활동을 제한시키기 때문에 해당일은 유동성 감소, 다음 거래일은 거래활동이 증가하는 왜곡현상이 발생</p> <p>셋째, 가격제한폭제도는 당일주가 변동폭을 제한하기 때문에 해당일에 균형가격에 도달하지 못하게 되는 비효율성을 야기</p> <p>넷째, 가격이 상하한가에 근접하면 해당 주식의 펀더멘털과 상관없이 가격이 상승(하락)할 사전적 조건부 확률이 유의미하게 증가하는 자석효과(Magnet effect)가 발생하여 불필요한 변동성이 증가</p>

쟁점 사항	주요 내용
변동성 확대 관련	<p>가격제한폭과 변동성 확대와의 연관성과 관련, 개별 주식' 및 '시장 전체 '에 대해서 제한적인 견해가 대부분</p> <p>(일본) Kim and Rhee(1997), 주식수익률의 제곱값으로 주가 변동성을 측정하여 가설 기각여부로 변동성 확대 유무를 측정</p> <p>결론적으로 개별 가격제한폭이 오히려 시장효율성에 부정적 효과를 미치는 것으로 나타났고, 가격제한폭에 도달한 기업과, 가격제한폭 근처까지 도달한 기업들을 분석한 결과 가격제한폭제도가 변동성 완화 장치의 역할을 하지 못하는 것으로 분석</p> <p>다음의 3가지 가설을 검증했음. 즉 가설이 기각되어야 가격제한폭이 효과(변동성 제한)가 있다는 의미이고 기각이 되지 않는다면 가격제한폭 확대가 시장변동성 확대로 이어진다는 단정짓기 어렵다는 것임</p> <p>1) Volatility - Spillover: 가격제한폭에 도달한 경우 높은 변동성이 수일간 지속됐는지 여부 2) Trading - Interference: 주문불균형의 수정 과정이 가격제한폭에 도달한 다음날 진행됐는지 여부 3) Delayed - discovery: 가격제한폭에 의해 억제된 가격발견이 다음 날까지 지속됐는지 여부</p> <p>(대만, 말레이시아, 태국) 개별주식별 가격제한폭제도가 시장효율성에 오히려 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석됨. TWSE(대만)의 가격제한폭이 축소된 시기, 적어도 주가 변동성은 감소하지 않았고, 이는 가격제한폭이 주가 변동성을 감소시킨다는 기존의 관습적 견해와는 다른 부분임 오히려 가격제한폭으로 인해 자석효과가 발생함 (Cho, Russel, Tiao and Tsay(2003), Chou, Chou and Ko(2007))</p>

자료: 미래에셋증권 리서치센터

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 미래에셋증권 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 미래에셋증권은 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 동 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. 작성자: 이진우