우리나라 증권시장의

가격안정화 장치

이 정 범

이 주 영

우리나라 증권시장의
가격안정화 장치

1998. 4

연구위원 이 정 범

연구원 이 주 영

한 국 증 권 연 구 원

<編輯者 註>

본 연구는 우리나라 증권시장의 가격안정화 장치와 관련된 issue들의 논점들을 정리하여 분석해보고 향후 문제해결을 위한 개선방안을 제시하는데 그 목적이 있다.

하지만 연구가 현재 논의가 되고 있는 사항들에 대한 의견의 제시라는 점에 초점이 맞추어져 있어 연구방법이 깊지 못하며 고려사항이 포괄적이지 못하다는 점을 알려드립니다. 향후 추가적인 연구의 필요성이 대두되는 시점에 개선과 보완을 할 예정입니다.

독자 여러분의 많은 지적과 의견들이 추후 연구 질의 향상에 많은 도움이 될 것입니다. 저자는 의견을 개진하여 주실 독자들과 계속적인 논의를 할 것을 원하며 그 분들에게 심심한 사의를 표하는 바입니다.

연락처 수신인: 이정범

e-mail: jblee@ksri.org

Tel.: 3771-0663/4

Fax: 3771-0669

<목 차>

I. 서론 1

II. 가격안정화장치의 비교: 한국과 미국 4

1. 가격제한폭 (Daily Price Range Limit) 4
   가. 우리나라(KSE) 가격제한폭 4
   나. 미국(CME)의 가격제한폭 7
2. 자동거래제동장치(Circuit Breakers) 9
   가. 우리나라 증권거래소(KSE) 9
   나. 미국 뉴욕증권거래소(NYSE) 11
3. 명령에 의한 종목별 거래정지(Trading Halt) 19

III. 주가안정화 장치에 대한 평가 및 논란 20

1. 가격제한폭 (Daily Price Range Limit) 20
   가. 제도의 유용성에 대한 논란 21
   나. 연구결과 22
2. 자동거래제동장치(Circuit Breakers) 23
   가. 제도의 유용성에 대한 논란 24
   나. 연구결과: NYSE Rule 80A의 tick rule 보고서 25
3. 명령에 의한 종목별 거래정지 (Trading Halt) 27
   가. 지지론자의 논지 27
   나. 반대론자의 논지 28

Ⅳ. 우리나라의 주가안정화 장치 개선방안 29

1. 가격제한폭 (Daily Price Range Limit) 29
   가. 우리나라 증시에서 제도 개선 시 고려사항 29
   나. 우리나라에 있어서 가격제한폭 존재의 필요성 31
   다. 가격제한폭의 개선방안 31
2. 자동거래제동장치(Circuit Breakers)의 도입방안 34
3. 명령에 의한 종목별 거래정지 (Trading Halt) 35

<표차례>

<표 II-1> 우리나라 가격제한폭의 변화 6
<표 II-2> CME의 일중가격제한폭(시간은 central time기준) 8
<표 II-3> NYSE circuit breakers 13
<표 II-4> 시장간 통일적인 매매거래 정지(central time 기준) 16
<표 II-5> 한국과 미국의 종목별 거래정지 19
<표 III-1> 가격변동폭의 효과에 대한 연구결과 23
<표 III-2> NYSE Rule 80A에 대한 조사결과의 요약 26
<표 IV-1> 주식시장과 선물시장의 가격제한폭: 미국과 일본 34

< 要 約 >

현실적으로 불완전한 증권시장에서는 시장에 존재하는 여러 가지 마찰요인들이 거래자들의 거래전략과 시장에서의 가격결정과정에 영향을 주게 된다. 위와 같은 이유로 시장에 과도한 변동성이 존재하면 자본시장은 물론 실물경제에 중대한 영향을 미칠 수 있다.

따라서 우리나라 증권시장에서도 시장의 유동성을 높히고 시장가격의 연속성과 가격안정화의 확보를 통해 시장의 효율성을 제고시킬 수 있는 가격안정화 장치를 정비할 필요가 있다.

가격안정화 제도의 정비는 가격의 시장정보전달기능에 미칠 수 있는 부작용을 최소화하면서 가격변동성을 효과적으로 억제할 수 있는 방안이 마련되어야 할 것이다.

가격제한폭 변경의 경우 가격의 변동성뿐만 아니라 신용거래제도의 거래보증금율과 담보유지비율에 대한 영향을 고려해야 할 것이고 주가조작 및 내부자거래에 의한 일반투자자들이 입을 수 있는 피해를 고려하여야 할 것이다. 즉, 증권시장의 공정성과 투명성을 확보할 수 있는 증권시장의 하부기반의 정비에 발 맞추어 이루어져야 할 것이다.

자동거래제동장치(Circuit Breakers)의 도입은 주식시장뿐만 아니라 선물시장과의 연계성을 긴밀히 하여 시장간 마찰요인의 불일치에 따른 부작용을 최소화하여야 할 것이다. 또한 잦은 거래중단을 방지하기 위하여 자동거래제동장치의 도입시에는 일중연속거래의 실시도 동시에 이루어져야 할 것이다.

I. 서론

증권시장은 다른 시장에 비하여 다수의 참가자가 존재하며, 정보가 가격에 반영되는 속도가 빠르기 때문에 완전경쟁시장에 가까운 형태로 간주되기 쉽다. 그러나 완전히 이상적인 형태의 시장은 현실적으로 존재할 수 없으며, 현재의 증권시장들에는 많은 마찰요인들이 존재하여 이를 해소하기 위한 여러 가지 제도들이 사용되고 있다.

이러한 불완전한(정보, 접근성, 거래비용) 시장에서는 거래제도(또는 시장구조)가 시장성과에 영향을 주게된다. 이러한 마찰이 있는 시장에서 거래자들의 거래전략과 시장구조가 가격결정과정상의 시장성과에 어떻게 영향을 주는지에 대한 관심이 증대되면서 시장미시구조에 대한 연구가 활발해지기 시작했다.

이러한 마찰이 존재하는 실제시장에서의 가격결정행태를 연구하기 위해서, 시장미시구조연구는 증권거래과정(process)의 요소들을 연구의 기본대상으로 한다. 정보의 도착과 확산, 주문의 발생과 접수, 주문이 거래로 전환되는 방법, 그리고 호가와 거래체결가격에 대한 제약을 결정하는 시장구조 등이 연구의 기본대상이 된다는 것이다.

특히 1987년의 주식시장 붕괴는 시장의 미시구조를 시장의 과잉변동성에 영향을 미치는 중요한 요인으로 인식하게 하였다. 좀더 자세히 설명하면, 주식시장 붕괴의 요인들 중 시장미시구조와 관련된 요소들로는 주가지수 선물을 이용한 포트폴리오 보험프로그램과 주가지수선물 차익거래의 이용, 가격안정화 장치의 부재, 신용거래제도의 운영상의 문제점 등이 제기되었다.

가격의 안정화는 증권시장의 효율성을 제고하고 유동성을 증대시키기 위하여 확보되어야할 중요한 요소이다. 특히 정보의 반영에 의하지 않고 시장마찰요인에 의한 증권가격의 과잉변동은 증권시장에 대한 투자자들의 신뢰를 떨어뜨려 유동성의 하락을 초래하고 궁극적으로는 자원배분의 효율성을 저해한다.

하지만 가격의 안정화를 확보하기 위해서는 제도적 장치가 필요한데 1987년 증권시장 붕괴에 따라 도입된 가격안정화장치들에 대한 평가는 긍정적인 면과 부정적인 면 그리고 효과의 유무에 대한 주장이 서로 팽팽히 맞서왔다. 결과적으로 가격안정화 장치는 그 필요성이 인정된다 하더라도 향후 규제의 방향은 가격의 연속성과 원활한 가격발견기능에 따른 정보효율성을 저해하지 않는 방향으로 정립되어야 할 것임을 말해주고 있다.

우리나라의 가격안정화장치로는 주식시장에 가격제한폭(Daily Price Limit)과 선물가격변동과 연계되어 프로그램매매를 제약하는 사이드카(Sidecar) 제도가 존재하고 마지막으로 명령에 의한 임의적 거래중단(Trading Halt)이 있다. 또한 선물시장에는 가격제한폭, 자동거래제동장치(Circuit Breaker), 그리고 명령에 의한 임의적 거래중단이 사용되고 있다.

최근에는 시장의 효율성과 유동성의 제고를 위하여 가격안정화장치 중 가격제한폭의 완화를 단행하고 있다. 이러한 규제의 완화는 시장의 효율성 제고를 위해서는 바람직하나 이에 따른 가격변동성 증대의 우려도 존재한다. 이러한 부작용을 최소화하기 위해서는 각 가격안정화장치간의 상호보완적인 연관성이 중요하며 또한 주식시장과 선물시장의 장치들간에도 긴밀한 연관성이 요구된다.

본 보고서는 가격안정화장치가 시장의 효율성과 가격변동성에 어떠한

영향을 줄 수 있는지에 대하여 알아보고, 시장의 효율성저해를 최소화하면서 가격변동성을 효과적으로 억제하기 위한 각 장치들간의 상호보완적 연관성을 제고할 수 있는 방안을 제시하고자한다. 또한 주식시장과 선물시장의 각 장치간의 긴밀한 연관성을 통해 각 시장간 가격발견효과의 제고를 기하고자한다.

II. 가격안정화장치의 비교: 한국과 미국

가격안정화제도란 증권시장에 있어서 가격의 과잉변동성을 억제하여 증권시장의 안정을 도모하기 위한 제도이다. 이러한 목적을 위하여 사용되고 있는 제도에는 가격제한폭(Daily Price Limit), 자동거래제동장치(Circuit Breakers), 명령에 의한 임의적 거래정지(Trading Halt), 대량거래의 제한, 주식시장 안정화기금 등이 있다.[1)]

본 보고서에서는 시장내에서 일부 또는 전체 거래의 중단 또는 거래가격의 고정화에 따라 가격발견기능의 저해를 초래할 수 있는 가격안정화장치(가격제한폭, 자동거래제동장치, 그리고 명령에 의한 임의적 거래정지)에 대해서 알아본다

1. 가격제한폭 (Daily Price Range Limit)

가. 우리나라(KSE) 가격제한폭

우리나라의 주식시장에서의 가격제한폭은 급격한 주가의 변동을 억제하고 질서있는 시장을 유지할 목적으로 개별주식에 대한 가격제한폭을 설정하여 운영해 왔다. 처음에는 가격기준대별 17단계 정액제를 적용하여 평균

---

1) 가격제한폭(Daily Price Limit), 자동거래제동장치(Circuit Breakers), 그리고 명령에 의한 임의적 거래정지(Trading Halt)의 세 가지 장치 모두를 Circuit Breaker로 정의를 하는 경우도 많으나 본 보고서에서는 자동거래제동장치만을 Circuit Breaker로 정의한다.

적으로 4.6%수준이었고 1995년 4월 1일부터는 6%의 정율제를 적용해왔으나, 향후 상하한가의 도달에 따른 빈번한 거래중단이 유동성과 가격발견기능을 저해한다는 논란이 있어 왔다.

남명수와 안창모(1996)는 우리나라 증권거래소에서는 가격제한폭이 15%정도 되면 모든 종목에서 주가변동성이 고유의 주가변동성과 같고 가격제한폭이 적용될 확률이 매우 적게될 것이라 주장하였다.

이러한 추가적인 확대요청에 따라 1996년 11월 25일부터는 가격제한폭이 8%로 추가로 확대되었다. 그러나 8%의 가격제한폭도 시행 1년 반도 지나지 않아 1998년 3월 2일부터 12%로 확대되었다. 동 조치는 외국(일본 TSE의 경우 평균적으로 17% 정도임)에 비해 협소한 가격제한폭을 확대하여 주식매매제도의 국제화에 부응하고 수요와 공급에 의한 시장의 가격결정기능이 발휘되고 주식시장 정보가 주가에 잘 반영될 수 있도록 하려는 의도에서 이루어졌다.

기존의 상하 8%의 제한폭으로는 주가상승기에 주가회복이 지연되고 연속 하한가 때는 환금성을 제약받으며 과다한 상하한가 종목이 발생하는 등 부작용이 컸기 때문이다. 실제로 1997년 11월, 12월 두 달 동안 상하한가 종목 비중이 무려 58%에 달하는 등 좁게 설정된 가격제한폭이 주식시장의 가격기능에 병목이 된다는 지적이 많았다. 주가가 폭락한 이 기간 중 11일 이상 연속 하한가를 이어간 종목이 1백 65개에 달해 팔고 싶어도 팔지 못하는 환금성 붕괴현상이 빚어지기도 했다. 또한 뉴욕외채협상이 타결된 다음날인 1월 30일엔 상한가 종목이 무려 전체의 83%인 7백92개에 달해 사고 싶어도 사지 못하는 시스템 마비사태가 일어나기도 했다.

주가지수선물시장은 1996년 5월에 개장하면서 가격제한폭을 5%로 규정

하고 운영하여왔다. 그러나 주식시장의 가격제한폭인 8%와의 괴리 때문에 선물시장에서 일일정산시 기준가산정에 대한 논란을 불러일으켜 왔다. 선물시장의 가격제한폭은 주식시장 가격제한폭의 확대에 따라 1998년 3월 2일부터 5%에서 7%로 확대되어 시행되고 있다

아래 <표 II-1>은 우리나라 가격제한폭제도의 변화를 요약하였다. 제한폭이 자주 변해왔음을 알 수 있는데 이는 투자자저변의 확대와 시장의 발전에 따라 주가조작 등에 의한 가격 급등락에 따른 부작용의 우려가 줄어들어 가격기능의 향상과 거래의 효율성을 제고시키려는 방향으로 확대의 일로에 있음을 알 수 있다.

<표 II-1> 우리나라 가격제한폭의 변화

시장	기간	가격제한폭
주식시장	95년 3월 31일까지	- 가격기준대별 17단계 정액제 적용 - 평균: 4.6%, 최저: 2.2%, 최고 6.7%
	95년 4월 1일 ~ 96년 11월 24일	- 기준가격대별 6%의 정율제
	96년 11월 25일~ 98년 2월 28일	- 기준가격대별 6% → 8%로 확대
	98년 3월 2일부터	- 기준가격대별 8% → 12%로 확대
선물시장	96년 5월~ 98년 2월 28일	- 기준가격의 5%
	98년 3월 2일부터	- 기준가격의 5% → 7%로 확대

나. 미국(CME)의 가격제한폭

미국의 경우 주식시장에는 가격제한폭이 존재하지 않는다. 하지만 선물시장에는 일중 가격제한폭이 존재하는데 시카고상품거래소(CME)의 경우 우리나라 주식시장이나 선물시장의 가격제한폭과는 달리 일중 최대 가격제한폭에 도달하기 전까지 다단계의 일시적 매매거래정지장치를 병행하여 운영하고 있다.

시카고상품거래소의 가격제한폭은 가격의 하락만을 제한하고 있다는 점도 우리나라의 가격제한폭제도와는 다른 점이다. S&P 500 선물거래의 경우 일중 최대 하락폭은 90포인트(1998년 3월 말 기준 지수의 약 8.5%)이다. 이는 선물을 이용한 포오트폴리오보험의 리발란싱에 의한 선물매도거래가 현물시장의 주가지수 하락시에 심화되는 현상을 우려하여 설정된 제도로 인식될 수 있다.

아래 <표 II-2>는 시카고상품거래소의 주식관련 지수선물의 가격제한폭제도를 요약하였다.

<표 II-2> CME의 일중가격제한폭(시간은 central time기준)

MMI	S&P500/ BARRA Growth &Value	Russel 2000	Nasdaq 100	S&P MidCap 400	S&P 500 and E-Mini S&P 500	가격제한폭
12	8	8	30	6	15	하락시에만: 동 제한가격에 다달으면 거래는 10분동안 또는 2시 30분까지 현 제한가격에서 또는 그 이상에서만 가능하다. 기준선물이 10분의 종료시점이나 2:30분에 제한가격으로 지정가 매도가 있는 경우 거래는 2분동안 정지된다. 2분이 경과한 시간이 2:30분 이전이라면 거래는 다음의 제한가격 기준이 발효가 되면서 재개되며 2:30분 이후라면 처음의 두 제한가격은 적용되지 않는다.
24	15	15	45	12	30	하락시에만: 동 제한가격에 다달으면 거래는 10분동안 또는 2시 30분까지 현 제한가격에서 또는 그 이상에서만 가능하다. 기준선물이 10분의 종료시점이나 2:30분에 제한가격으로 지정가 매도가 있는 경우 거래는 2분동안 정지된다. 2분이 경과한 후 거래는 다음의 제한가격 기준이 발효가 되면서 재개된다.
36	25	25	60	18	45	하락시에만: 2:00이전의 경우에는 동 제한가격 또는 그 이상에서 거래가 가능하다. 기준 선물이 제한가격으로 지정가 매도가 있고 NYSE가 30분간 거래정지(DJIA가 350포인트 하락함에 따라)를 선언하면 거래는 정지된다. S&P500구성주식의 50%(가중가치기준)에 해당하는 주식이 거래를 시작하면 선물시장도 다음의 제한가격이 발효되면서 거래가 재개된다. 2:00 이후의 경우에는 10분동안 현재의 제한가격 또는 그 이상에서 거래가 가능하다. 기준 선물이 10분의 종료시점에 제한가격으로 매도가 있으면 2분동안 거래가 중단된 후 다음 제한가격이 발효되면서 거래가 재개된다.
56	35	35	85	30	70	하락시에만: 거래는 현재의 제한가격 또는 그 이상에서만 가능하다. 기준선물이 제한가격으로 매도가 있고 NYSE가 거래정지(DJIA가 550포인트 하락함에 따라)를 선언하면 거래는 정지된다. S&P500 구성주식의 50%(가중시장가치 기준)가 매매를 다시 시작하면 다음 제한가격이 발효되면서 거래가 재개된다.
72	45	45	100	40	90	하락시에만: 동 제한폭이 일일거래제한폭의 최대치이다. 거래는 제한가격 또는 그 이상에서만 가능하다.
12	8	8	30	6	15	상승 또는 하락: GLOBEX 가격제한폭. NYSE거래정지가 3:00에 발효중이거나 S&P500 기준선물이 3:15에 제한폭의 적용을 받으면 GLOBEX 거래는 6:00까지 연기된다.

2. 자동거래제동장치(Circuit Breakers)

자동거래제동장치란 증권가격의 등락에 따라 가격이 일정한 변화폭 이상으로 변동을 하면 자동적으로 특정 거래방법에 의한 거래나 시장전체의 거래를 일시적으로 중단시키는 제도이다.

자동거래제동장치는 심한 정보의 불균형이 존재하는 경우 시장상황을 재판단할 수 있는 냉각기간을 두어 투자자들에게 시장에 존재하는 정보를 제공해줄 수 있는 시간적인 여유를 제공함으로써 투자자들의 비이성적 거래(panic trading)를 방지하려는 의도에서 운영되고 있다. 또한 현물시장과 파생상품시장간의 연계를 이용한 차익거래가 불러올 수 있는 주가변동의 가속화를 방지하기 위해서도 사용되고 있다.

가. 우리나라 증권거래소(KSE)

1) sidecar

우리나라 증권거래소 업무규정 제7조의2 제1항과 동 규정 시행세칙 제15조의2 제1항은 KOSPI 200 선물 기준종목 가격이 기준가격 대비 3%이상 상승(또는 하락)하여 5분간 지속되는 경우의 프로그램매매 매수호가(또는 매도호가)는 5분간 효력이 정지된 후 거래가 재개되도록 규정하고 있다.

이는 다음과 같은 선물시장과 현물시장간의 악순환적 연계거래를 방지할 목적으로 운영되고 있다. 주가가 일정수준이하로 하락하면 주가지수선

물을 이용한 포트폴리오 보험 프로그램이 작동하여 주가지수선물을 매도하게 된다. 따라서 주가지수선물의 가격하락에 따른 선물의 과소평가가 나타나게 되고 이는 다시 주가지수선물 차익거래 프로그램에 의해 선물매입, 현물주식매도로 이어지게 된다.

이에 따라 현물주식의 가격이 더 하락할 수 있는데 이는 다시 포트폴리오 보험의 주가지수선물매도 프로그램을 작동시키게 된다. 이러한 악순환에 의한 주가 대폭락의 시나리오를 방지할 목적으로 sidecar라는 장치가 운영되고 있다.

2) 여타의 자동거래제동장치

우리나라 주식시장에는 NYSE의 Rule 80A나 Rule 80B와 같은 주가등락에 의해 매매의 중단을 자동적으로 유발시키는 자동거래제동장치가 존재하지 않고 있다.

반면 선물시장에는 가격의 급변에 따른 매매의 중단을 규정하고 있다. 증권거래소의 선물·옵션관련규정 제29조와 동 규정 시행세칙 제26조는 기준종목[2]의 가격이 상한가 또는 하한가로서 1분간 지속되는 경우 선물거래를 중단한 후 5분이 경과하는 때에는 즉시 선물거래를 재개한다라고 정하고 있다.

우리나라의 경우 동 제도가 주식시장에는 존재하지 않고 선물시장에만 존재하는 이유는 선물거래는 레버리지에 의한 거래로서 투기성이 강하다

2) 기준종목이라 함은 전일(선물시장의 휴장일인 때에는 순차적으로 앞당긴다)의 약정수량이 가장 많은 종목(그 종목이 2개 이상인 때에는 최종거래일이 가장 빨리 도래하는 종목)을 말한다.

고 보아 비이성적 거래의 가능성이 높다고 생각하기 때문이다. 우리나라 선물시장의 경우 개인투자자의 거래 비중이 기관투자자의 거래 비중에 비해 높은 점을 감안하면 선물시장에 헤징을 위한 거래보다 투기적 성격의 거래가 높은 비중을 차지하고 있다고 볼 수 있다. 이러한 관점에서 보면 우리나라 선물시장에 존재하는 자동거래제동장치는 그 존재에 의한 긍정적 효과를 기대할 수 있다고 생각된다.

나. 미국 뉴욕증권거래소(NYSE)

미국 뉴욕증권거래소의 자동거래제동장치에는 sidecar, Rule 80A, 그리고 Rule 80B가 존재한다. Rule 80A와 Rule 80B는 주식가격의 하락속도 완화와 시장내 정보의 비대칭이 심각할 경우 투자결정을 돕기 위하여 냉각기간을 제공할 목적으로 운영되고 있다.

1) circuit breakers 도입의 배경

미국에서는 1987년 10월의 블랙먼데이 이후 주가대폭락의 원인규명과 대응책에 관하여 정부의 특별위원회, 규제당국 및 거래소 등으로부터 연이은 보고서가 발표되었고 시장개혁에 대한 제언이 행해졌다.

다수의 보고서 중에서 대표적인 것 중의 하나가 대통령 특별위원회 보고서(브래디 보고서)로서 주가대폭락의 원인에 대해 무역적자 확대와 과세강화의 움직임이 시발이 되었으며 주가하락을 가속화한 요인으로써 첫

째 포트폴리오 보험거래, 둘째 지수차익거래, 셋째 NYSE 매매시스템의 결함, 넷째 시장간 원활하지 못한 협조를 지적하였다.

이와 관련하여 시장개혁의 한가지 방법으로 시장간에 통일적인 자동거래제동장치(circuit breakers)제도의 도입을 제언하였다. 동 보고서가 자동거래제동장치(circuit breakers)제도 도입을 제언한 것은 시장이 과열상태가 될 때 거래를 정지하여 시장참가자가 냉정하게 생각할 시간을 부여함으로써 시장의 완충기능을 수행하기를 기대했기 때문이다.

그러나 시장간의 유기적인 관련성이 절단되어 버리면 오히려 시장전체의 불안전성을 높이게 될지도 모르므로 시장간에 통일적인 절차가 필요하다고 보았다. 규제당국간에 협조를 도모한다는 취지에서 금융시장협의회(재무성, FRB, SEC, CFTC)를 구성하였고 동 협의회의 제안에 따라 1988년 10월에 통일적인 자동거래제동장치 등을 도입하였다.

2) 현재의 자동거래제동장치와 향후 변화방향

위에서 설명하였듯이 자동거래제동장치는 1988년 10월 19일에 최초로 제정되었다. 그 당시에는, DJIA의 250포인트의 하락은 1시간 동안의 거래정지를 발효시켰고 추가적인 150포인트의 하락은 2시간 동안의 거래정지를 발효하도록 정해졌었다. 이러한 기준은 그 당시로는 약 DJIA의 12%와 19%정도에서 거래정지 발효가 일어나도록 정해졌었다. 1997년 2월 3일에 자동거래제동의 발효 기준이 현재의 350 포인트와 550 포인트로 확대되었다. 이는 DJIA의 수준이 증가하여 이에 따라 자동거래제동의 발효 기준도 확대시킨 것이다.

현재 시행중인 자동거래제동장치에 대한 설명은 <표 II-3>에 자세히 설명되어 있다. 또한 조만간 바뀌어 시행될 규칙은 표 아래에 설명하였다.

<표 II-3> NYSE circuit breakers

항 목	목 적	내 용
Sidecar (CME와 연계하여 발효됨)	시세하락 속도의 완화	-CME의 S&P500선물이 전일종가로부터 12포인트 하락하면 S&P500 구성주식으로서 SuperDot(주문회송시스템)를 통해 NYSE로 전달되는 모든 프로그램거래 시장가 주문은 5분동안 별도의 파일(Side Car)로 전환됨. -5분간이 지난후 매수와 매도주문간에 매매됨 -만일 특정주식에 있어 안정적인(orderly)거래가 회복되지 않으면 그 주식의 거래는 정지되고 불균형 정보가 공식적으로 확산됨 -모든 주식에 대해 개인투자자의 2099주 이하의 주문을 제외하고는 이후의 거래시간 동안 stop 또는 stop limit 주문은 허용되지 않음 -단 거래 마지막 35분간은 5분 sidecar 규정이 적용되지 않음.
Rule 80A (프로그램 거래의 일종인 차익거래에 대한 제한)	시세하락(상승)속도의 완화	-DJIA가 전일종가로부터 50포인트 이상 하락(상승)했을 때 S&P500 구성 주식을 지수차익거래 하고자 할 때에는 tick test를 받게됨 -즉 매도시장가 주문의 경우는 plus(직전가보다 높게) 또는 zero-plus(직전가와 같으나 직전가가 전전가보다 높은 경우) tick에서만 거래가 가능하고 매수시장가 주문의 경우는 minus(직전가보다 낮게) 또는 zero-minus(직전가와 같으나 직전가가 전전가보다 낮은 경우) tick에서만 거래가 가능함 -DJIA가 전일종가로부터 25포인트 이내로 회복되지 않는한 당일 이후의 거래기간에 계속 적용됨 -지수파생상품 최종거래일인 금요일엔 최종거래일의 파생상품에 대해 미리 설정한 주식포지션을 해소하기 위한 종가매매 시장가 주문의 경우는 지수차익거래에 관한 규정을 적용받지 않음
Rule 80B	앞으로의 투자판을 위한 정보를 제공하고 투자태도 결정을 위한 냉각기간의 제공하여 시장붕괴를 막기위함	-DJIA가 전일 종가로부터 350포인트 하락한 경우 ° 3시 이전의 경우에는 30분 동안 모든 주식의 거래가 정지됨. ° 3시 정각이나 그 이후의 경우에는 350포인트 circuit breakers가 없어져 550포인트 하락시 또는 장종료시(4:00) 까지 거래가 계속됨 -DJIA가 전일 종가로부터 550포인트 하락한 경우 ° 2시 이전의 경우에는 1시간동안 모든 주식의 거래가 정지됨. ° 2시 정각부터 3시 이전 동안에 550포인트 하락하는 경우에는 1시간이 아닌 30분동안 거래가 정지됨 ° 3시 이후의 경우에는 모든 주식의 거래가 정지된후 그날에는 거래가 다시 재개되지 않음

Rule 80B의 경우 1998. 2. 2부터 <표 II-3>의 규칙으로 개정되어 시

행되고 있다. Rule 80B는 1988년 10월 19일부터 유효하여 1997. 10. 27일(554포인트 하락)에 단 한번 자동거래제동이 발효되었다.

그러나 현재의 기준인 350포인트는 1998년 2월 현재 DJIA의 4%, 550포인트는 7%수준으로 너무 낮아 투자자들은 시장이 정지되기 전에 그들의 주식을 매도하려하기 때문에 오히려 투자자들의 공포감을 악화시킨다는 비판이 제기되었다. 따라서 투자자들의 원활한 거래를 위해 NYSE는 동 기준을 수정하여 1998. 5. 1.부터 시행할 예정에 있다. 새로 시행될 Rule 80B는 다음과 같다.

새로운 거래정지 현재의 고정 발효 포인트제와는 달리 발효 포인트를 전달 동안 매거래일에 대해 계산한 DJIA 종가에 근거하여 계간(quarterly basis)으로 조정하게 된다. 따라서 새로 시행될 규칙에 근거하여 1998년 1월 현재의 circuit breakers수준을 계산하면 1997년 12월의 DJIA의 종가평균(7909.82)에 근거해 각각 10%, 20%, 30%수준인 800포인트, 1600포인트, 그리고 2400포인트가 된다.

그리고 각 단계별 거래제동의 발효는 다음과 같다.

○ DJIA가 10%(800포인트)하락하는 경우

— 2시 이전의 경우에는 1시간 동안 모든 주식의 거래를 정지한다.

— 2시와 2시 30분 사이에 발효시 30분 동안 모든 주식의 거래를 정지한다.

— 2시30분 이후에는 10% 하락하더라도 거래가 계속된다.

○ DJIA가 20%(1600포인트)하락하는 경우

— 1시 이전의 경우에는 2시간동안 모든 주식의 거래를 정지한다.

— 1시와 2시 사이의 경우에는 1시간동안 거래를 정지한다.

— 2시 이후의 경우에는 폐장한다.

○ DJIA가 30%(2400포인트)하락하는 경우

— 발효시간에 상관없이 폐장한다.

3) 현물시장과 선물(옵션)시장간의 통일적인 매매거래정지

1987년 10월 주가대폭락의 원인 중의 하나가 NYSE 매매시스템의 결함과 시장간 원활하지 못한 협조였다는 점이 지적되면서, 이와 관련하여 시장개혁의 한가지 방법으로 시장간에 통일적인 자동거래제동장치(circuit breakers)제도의 도입이 제언되었다. 시장간의 유기적인 관련성을 갖춘 통일적인 절차가 증권시장전체의 불안전성을 줄이기 위해 필요하다는 것이었다.

이러한 취지에서 도입된 각 거래소들의 가격제한폭과 자동거래제동장치는 시간의 흐름에 따라 변경되어 오면서 상호간의 연계성도 더욱 향상되는 방향으로 개정되어 왔다.

시카고상품거래소, 뉴욕증권거래소, 시카고선물거래소(CBOT), 그리고 시카고옵션거래소(CBOE)의 가격제한폭과 자동거래제동장치 사이의 연계성은 아래 <표 II-4>에 자세히 설명되어 있다.

<표 II-4> 시장간 통일적인 매매거래 정지(central time 기준)

시장변동성 완화를 위한 시장간의 절차(98.2.1 현재)			
CME(S&P 500 선물)	NYSE	CBOT (DJIA 선물)	CBOE
전일의 결제가로부터 15포인트 하락			
-가격제한폭의 발효시기: CME 개장시(8:30)부터 발효됨 -거래정지:가격제한폭에 다다른후 10분이 경과했을 때 또는 2:30분에 제한가격으로 매도주문이 있는 경우 2분동안 거래가 정지됨 -가격제한폭의 발효해지: 가격제한폭에 다다른지 10분이 경과한 후 또는 2:30분 이후부터(만약 거래정지가 있었다면 2분동안의 거래정지 후부터) 현재의 가격제한폭은 적용되지 않음	-S&P 500 선물계약이 전일의 종가로부터 12포인트 하락하는 경우: SideCar 규정이 프로그램 거래와 stop order 또는 stop limit order에 적용됨 -DJIA가 전일의 종가로부터 50포인트 상승하거나 하락하는 경우: S&P500 구성주식에 대한 지수차익주문은 DJIA가 상하 25포인트 범위 이내로 회복될때까지는 반드시 buy-minus(sell-plus)로 주문해야함	-제약 없음	-CME나 CBOT 가격제한폭 또는 NYSE의 circuit breakers에 의한 특별한 절차는 없음 단, 임의적인 거래정지나 거래의 연기는 가능함 -만기 이전 마지막 영업일을 제외하고는, CBOE는 일반적으로 거래정지 동안에는 아메리칸식의 현금결제지수옵션의 행사를 제한함. CBOE는 주식옵션의 행사를(만기일 이전 10일 동안을 제외하고) 제한할 수 있지만 일반적으로 거래정지 때문에 이를 행하지는 않음
전일의 결제가로부터 30포인트 하락			
-가격제한폭의 발효시기: 15포인트 가격제한폭 발효종료 이후부터 -거래정지:가격제한폭에 다다른후 10분이 경과했을 때 또는 2:30분에 제한폭으로 매도가 있는 경우 2분동안 거래가 정지됨 -가격제한폭의 발효해지: 가격제한폭에 다다른지 10분이 경과한 후 또는 2:30분 이후부터(만약 거래정지가 있었다면 2분동안의 거래정지 후부터) 현재의 가격제한폭은 적용되지 않음	-개별주식에 있어 임의적인 거래정지의 경우이외에는 특별한 절차는 없음	-제약 없음	- 제약없음: 거래정지와 연기와 같은 임의적 조치는 가능함(위의 경우와 같이 행사에 대한 제한이 있음)

CME(S&P 500 선물)	NYSE	CBOT (DJIA 선물)	CBOE
전일의 결제가로부터 45포인트 하락	**DJIA 350포인트 하락**	**전일의 결제가로부터 350포인트 하락**	
-가격제한폭의 발효시기: 30포인트 가격제한폭 발효종료 이후 또는 2:30분에 발효됨 **2시 이전에 DJIA가 350포인트 하락하여 NYSE의 30분간 거래정지 선언이 있는 경우:** -거래정지:NYSE가 30분간의 거래정지를 선언했을 때 선물계약이 45포인트 가격제한폭으로 매도가 있는 경우 또는 NYSE의 30분간의 거래정지기간중 45포인트 가격제한폭에 다다른 경우 -거래정지의 종료: NYSE가 거래정지를 종료하고 기초자산(시장가중가치 기준)의 50%이상이 거래를 재개했을 때 선물거래가 재개됨 -가격제한폭의 발효해지: NYSE가 거래정지를 종료하고 기초자산(시장가중가치 기준)의 50%이상이 거래를 재개했을 때 선물거래가 재개됨 **NYSE의 거래정지(2시 이전에 DJIA가 350포인트 하락함에 따른) 선언이 없었을 경우 2시 정각이나 2시 이후:** -거래정지:가격제한폭에 다다른후 10분이 경과했을 때 제한폭으로 선물계약의 매도가 있는 경우 2분동안 거래가 정지됨 -가격제한폭의 발효해지: 2분간의 거래정지가 종료된 후(만약 거래정지가 없었다면 가격제한폭에 다다른지 10분이 경과한 후) 현재의 가격제한폭은 적용되지 않음	**DJIA가 2시 이전에 전일의 종가로부터 350포인트 하락할 경우:** -모든 주식의 거래는 30분 동안 정지됨 **DJIA가 2시 또는 2시 이후에 전일의 종가로부터 350포인트 하락할 경우:** -강제적인 거래정지는 없음(350 포인트 circuit breaker는 더 이상 적용되지 않음)	-가격제한폭의 발효시기: CBOT 개장시(8:15)부터 발효됨 -거래정지:NYSE가 30분간의 거래정지를 선언했을 때 선물계약이 350포인트 가격제한폭으로 매도가 있는 경우 또는 NYSE의 30분간의 거래정지 기간중 350포인트 가격제한폭에 다다른 경우 -거래정지의 종료: NYSE가 거래정지를 종료하고 기초자산(시장가중가치 기준)의 50%이상이 거래를 재개했을 때 선물거래가 재개됨 - **가격제한폭의 발효 종료: 2시 이전에 DJIA가 350포인트 하락하여 NYSE가 30분간 거래정지를 선언했을 경우:** NYSE가 거래정지를 종료하고 기초자산(시장가중가치 기준)의 50%이상이 거래를 재개했을 때 **또는 NYSE의 30분 거래정지 선언이 없었을 경우에는 2:00시**	-CME나 CBOT 가격제한폭 때문에 특별한 절차는 없음 단, 임의적인 거래정지나 거래의 연기는 가능함(위의 경우와 같이 행사에 대한 제한이 있음) -NYSE의 시장전반에 걸친 circuit breakers로 인해 NYSE의 시장전체의 거래정지가 선언되었을 때에는 모든 CBOE 증권의 거래는 정지됨(위의 경우와 같이 행사에 대한 제한이 있음)

CME(S&P 500 선물)	NYSE	CBOT (DJIA 선물)	CBOE
전일의 결제가로부터 70포인트 하락	**DJIA 550포인트 하락**	**전일의 결제가로부터 550포인트 하락**	
-가격제한폭의 발효시기: 45포인트 가격제한폭 종료 이후 -거래정지: DJIA 550포인트 하락에 따라 NYSE가 거래정지를 선언할때 선물계약이 70포인트 가격제한폭으로 매도가 있는 경우 또는 NYSE의 거래정지 기간중 선물계약이 70포인트 가격제한폭에 다다른 경우 -거래정지의 종료: NYSE가 거래정지를 종료하고 기초자산(시장가중가치기준)의 50% 이상이 거래를 재개했을 때 선물계약이 재개됨. 또는 NYSE가 이후의 당일 거래를 종료하는 경우 CBOT에서의 거래도 종료됨 -가격제한폭의 발효종료: NYSE가 거래정지를 종료하고 기초자산(시장가중가치기준)의 50%이상이 거래를 재개했을 때 현재의 가격제한폭은 더 이상 적용되지 않음	-DJIA가 1시 이전에 전일의 종가로부터 550포인트 하락하는 경우: 모든 주식의 거래는 1시간동안 정지됨 -DJIA가 1:00 정각부터 2:00이전 동안 전일의 종가로부터 550포인트 하락하는 경우: 모든 주식의 거래는 30분 동안 정지됨 -DJIA가 2시 이후에 전일의 종가로부터 550포인트 하락하는 경우: 모든 주식의 거래는 당일의 이후 거래시간동안 정지됨	-가격제한폭의 발효시기: 350포인트 가격제한폭 종료 이후 선물거래 재개시 또는 2:00시에 발효 -거래정지: DJIA550포인트 하락에 따라 NYSE가 거래정지를 선언할 때 선물계약이 550포인트 가격제한폭으로 매도가 있는 경우 또는 NYSE의 거래정지 기간중 선물계약이 550포인트 가격제한폭에 다다른 경우 -거래정지의 종료: NYSE가 거래정지를 종료하고 기초자산(시장가중가치 기준)의 50%이상이 거래를 재개했을 때 선물계약이 재개됨. 또는 NYSE가 당일 이후의 거래를 종료하는 경우 CBOT에서의 거래도 종료됨 -가격제한폭의 발효종료: NYSE가 거래정지를 종료하고 기초자산(시장가중가치기준)의50% 이상이 거래를 재개했을 때 현재의 가격제한폭은 더 이상 적용되지 않음	-CME나 CBOT 가격제한폭 때문에 특별한 절차는 없음 단, 임의적인 거래정지나 거래의 연기는 가능함 (위의 경우와 같이 행사의 제한은 있음) -NYSE의 시장전반에걸친 circuit breakers로 인해 NYSE의 circuit breaker 기간중에는모든 CBOE 증권의 거래는 정지됨
전일의 결제가로부터 90포인트 하락		**전일의 결제가로부터 700포인트 하락**	
-가격제한폭의 발효시기: 70포인트 가격제한폭 종료 이후	-임의적인 개별주식의 거래정지를 제외하고 특별한 절차는 없음	-가격제한폭의 발효시기: 550포인트의 가격제한폭 종료후 선물거래가 재개되면서 발효됨	-위의 경우와 같은 행사제한 및 임의적인 거래정지나 연기 이외에 특별한 절차는 없음

3. 명령에 의한 종목별 거래정지(Trading Halt)

우리나라의 경우 증권거래소 업무규정 제17조 제1항과 동 규정 시행세칙 제27조 제1항은 투자자보호 및 시장관리를 위하여 주가 및 거래량의 급변이 예상되는 종목에 대하여 거래를 임의적으로 중단시킬 수 있다고 정하고 있다. 미국의 경우는 투자자보호를 위해 종목별 거래를 정지시킬 수 있음을 SEC가 정하고 있으며 시장관리 및 시장조성자역할의 원활한 수행을 위해 스페셜리스트가 시장감독자의 동의를 얻어 시장조성역할을 일시적으로 중단할 수 있음을 NYSE 자체규정이 정하고 있다.

<표 II-5> 한국과 미국의 종목별 거래정지

국가	규제담당기관	규제의 원인	규제의 목적
한국	증권거래소	풍문 등과 관련 주가 및 거래량의 급변이 예상	투자자보호 및 매매시스템의 거래성립능력을 감안한 시장관리
미국	NYSE	매수 매도 주문간의 심한 불균형 상태	스페셜리스트의 시장조성기능의 위험 감소
	SEC	중요정보의 공시로부터 야기될 수 있는 정보 불균형	투자자보호

III. 주가안정화 장치에 대한 평가 및 논란

일반 기관들의 주가안정화장치의 효과에 대한 견해를 들어보면 효과를 전면적으로 부정하는 의견은 거의 없고 정도의 차이는 있지만 투자자의 신뢰를 회복시키는 긍정적 역할을 하고 있다는 의견이다.

그러나 학자들을 중심으로 시장에 개입하는 것에 대하여 비판적인 의견이 강했으며 이들의 규제조치가 진정으로 폭락을 방지할 수 있는가에 대하여는 회의적인 견해도 있다.

아래에서는 가격제한폭, 자동거래제동장치, 그리고 명령에 의한 종목별 거래정지에 대한 논란을 개별적으로 서술한다.

1. 가격제한폭 (Daily Price Range Limit)

기본적으로 가격제한폭은 급격한 주가의 변동을 억제하여 질서 있는 시장을 유지시키는 것을 목적으로 하고 있다. 하지만 가격제한폭의 순기능에 반하여 시장의 효율성을 저해한다는 역기능에 대한 반론도 강하게 제기되고 있다. 아래에서는 가격제한폭의 순기능과 역기능에 대한 논란들을 정리하여 제도의 유용성을 알아본다.

가. 제도의 유용성에 대한 논란

1) 지지론자의 논지

지지론자들은 가격제한폭이 일시적인 수급불균형으로 인한 비정상적인 주가등락을 방지하여 투자자들의 시장에 대한 심리적 불안감을 해소시켜 비이성적 거래행위를 억제시킨다고 주장하고 있다. 또한 거짓정보를 이용한 주가조작에 의한 과도한 가격변화를 방지하여 정보열등자인 일반투자자의 보호에 기여할 수 있다고 주장하고 있다.

정보의 불균형이 심한 경우에는 가격제한폭이 균형가격을 찾을 수 있도록 냉각기간 제공하여 열광적인 거래자들의 정보공황적(panic)인 비이성적 거래행위로부터 야기되는 주가변동성을 방지할 수도 있다. 또한 가격제한폭은 신용거래잔고에 대해 하루중의 추가담보징구에 필요한 시간적 여유와 징구필요횟수를 줄여 증거금회수의 시간적 여유를 제공하고 주식시장내의 신용공황에 의한 시장실패를 줄임과 동시에 반대매매의 필요성을 줄여 강제적 매도압력을 낮출 수도 있다.

2) 반대론자의 논지

가격제한폭이 시장의 효율성을 저해한다는 반대론자들의 논지는 크게 네가지로 요약되는데 자석효과(gravitational effect)에 의한 변동성 증대, 균형가격의 발견을 지연시켜 정보의 효율성 저해, 주가변동성을 지속시켜 불안정한 기간의 연장, 그리고 거래방해로 인한 유동성 전이 등이 역기능

으로 지적되고 있다.

첫째, 자석효과(gravitational effect)에 의한 변동성 증대란 가격이 정해진 한계에 접근해 갈수록 투자자들은 주식의 균형가격과 무관하게 거래체결을 확실시하기 위해 매입 또는 매수를 선점하려는 행동 때문에 가격은 가속적으로 한계치에 도달하게되어 주가 변동성이 오히려 커지는 현상을 말한다.

둘째, 가격제한폭은 균형가격의 발견을 지연시켜 정보의 효율성을 저해할 수 있는데 이는 매매체결가격이 균형가격으로부터의 이탈로 수요와 공급의 불일치를 초래하여 거래체결을 위한 유동성 감소를 초래할 수 있다.

셋째, 가격제한폭은 주가변동성을 지속시켜 불안정한 기간을 연장시킬 수 있다. 시장에 있어서 주문불균형상태에서 균형상태로의 전환은 가격이라는 매체를 통하여 이루어지는데 가격제한은 이 기능을 마비시켜 불균형상태의 교정을 방해함으로써 주가변동성을 더욱 오랜 기간동안(다음날까지) 지속시킨다는 것이다.

마지막으로 가격제한폭은 거래방해로 인한 유동성 전이를 초래할 수 있다. 가격제한은 거래를 방해하여 당일의 유동성을 저하시키고, 익일의 거래량을 증대시켜 거래의 효율성을 저해할 수 있음을 말한다.

나. 연구결과

상기의 지지론자들과 반대론자들의 주장에 대한 실험적 연구들이 다수 존재하는데 그 결과는 아래 <표III-1>에 요약되어 있다. 결과를 살펴보면

서로 상반되는 결론들이 존재하여 가격제한폭의 순기능과 역기능이 모두 존재하는 것으로 보인다. 다시 말해서 동 제도의 사용은 시장의 발전단계와 시장의 상황 그리고 시장시스템에 따라 투자자를 보호하고 시장의 안정성을 꾀하면서 시장효율성(특히 가격정보의 효율성과 거래의 유동성)의 저해를 최소화하는 방향으로 탄력적으로 사용되어야 할 것이다.

<표 III-1> 가격변동폭의 효과에 대한 연구결과

효과	결과
주가변동성 방지효과에 대한 연구 결과	○ 변동성 방지효과 존재함 - Ma, Rao와 Sears(1989): 미국채권선물시장에서 - 박정호(1992), 이상빈과 김광정(1993): 한국주식시장에서 ○ 변동성 방지효과 없음 - Chung(1991), 남명수와 안창모(1995), 박상용과 조옥래(1995): 한국에서 - Chen(1992): 대만주식시장에서
자석효과에 대한 연구 결과	○ 자석효과 발견 - McMillan(1991): 미국의 선물시장에서 가격이 가격제한폭에 수렴할수록 제한폭방향으로 움직임을 발견
균형가격발견을 지연시켜 정보의 효율성저해에 대한 연구	○ 정보의 효율성을 저해함 - Fama(1989), Lehmann(1989), Lee, Ready and Seguin(1994), Kim and Rhee(1996)
주가변동성을 지속시켜 불안정한 기간을 연장시킴	○ 불안정한 기간을 연장시킴 - Kyle(1989), Kuhn et al.(1991), Lehmann(1989), Kim and Rhee(1996)
거래방해로 인한 유동성 전이	○ 거래방해로 인해 유동성이 익일로 전이됨 - Lehmann(1989), Kim and Rhee(1996)
추가담보징구와 반대매매 필요성감소: 시장실패요인 축소	○ 시장실패요인 축소에 긍정적 효과가 있음 - 윤종원(1994)

2. 자동거래제동장치(Circuit Breakers)

자동거래제동장치는 심한 정보의 불균형 상황에 시장상황을 재판단할 수 있는 냉각기간과 정보의 제공을 목적으로 운용되고 있다. 또한 현물시장과 파생상품시장간의 연계를 이용한 차익거래가 불러올 수 있는 주가변

동의 가속화를 방지할 목적으로 사용되고 있다.

미국에서는 1987년 10월 증권시장 대폭락사태를 경험한 뒤 자동거래제동장치를 도입하여 운용하고 있다. 그후로 시장간의 유기적인 관련성을 갖춘 통일적인 절차가 증권시장전체의 불안전성을 줄이기 위해 필요하다는 인식하에 도입된 각 거래소들의 가격제한폭과 자동거래제동장치들은 시간의 흐름에 따라 변경되어 오면서 상호간의 연계성도 더욱 향상되는 방향으로 개정되어 왔다.

가. 제도의 유용성에 대한 논란

1) 지지론자의 논지

주가의 급변하는 시기에는 투자자들간 정보의 불균형이 심화되어 투자자들이 주문가격을 판단할 수 없어 거래를 기피하여 가격변동을 더욱 심화시킬 우려가 있다. 이는 가격변동성→정보불균형→가격변동성의 악순환에 따른 가격변동성의 증폭이 가능하다는 것이다.

자동거래제동장치는 일시적으로 거래를 정지 또는 지연시킴으로써 일정기간동안 냉각기를 제공하여 투자자들이 정보를 획득할 기회를 갖고 시장의 상황을 다시 판단할 수 있도록 여유시간을 제공할 수 있다(NYSE의 Rule 80B). 또한 프로그램매매를 이용한 포오트폴리오 보험전략과 주가지수선물 차익거래 프로그램에 의한 선물 거래가 선물시장과 현물시장간의 악순환적인 매도압력에 의한 주가폭락을 방지할 수 있다(NYSE의 sidecar와 Rule 80A).

2) 반대론자의 논지

자동거래제동장치의 발효는 비록 일시적이기는 하지만 시스템을 일정기간동안 사용할 수 없다는 점에서 유동성 상실의 위험이 있다. 거래제동장치는 1989년의 주식시장붕괴를 막지 못했다는 점에서 그 유효성이 없다고 주장되기도 한다. 홍콩의 주식시장에서는 시장붕괴후 일주일 이후 거래를 다시 시작했음에도 불구하고 주가가 30%이상 하락하였음은 자동거래제동장치의 효과에 대한 의구심을 불러일으키기에 충분하였다.

시장이 정보의 불균형에 의해 불안정한 시기에는 거래를 중단시키는 거래중지장치는 연속거래시스템의 단점을 보완할 수 없을 뿐만 아니라 오히려 가중시킬 수도 있다고 주장되기도 하였다(Madhavan(1992)).

나. 연구결과: NYSE Rule 80A의 tick rule 보고서

NYSE의 tick rule은 1990년 7월 30일에 1년간의 pilot base로 SEC로부터 인가되었고(실시는 8월1일), 그후 1990년 10월 24일에 완전히 도입되었다. NYSE는 1991년 5월에 1990년 8월 1일부터 1991년 4월 30일까지 9개월을 대상으로 한 tick rule의 평가에 관한 보고서 'The Rule 80A Index Arbitrage Tick Test'를 SEC에 제출했다.

조사기간 중 페르시아만 전쟁의 시기와 겹친 점도 있고 금융시장은 불안정한 상황이 되어 tick rule은 그간 31일 32회 발동(하락 18회, 상승 14

회) 되었다. 또한 1990년 8월, 10월 및 1991년 1월에 주가의 대폭적인 변동이 있었지만, 차익거래에 대한 비난은 거의 없어 이는 tick rule 이 없었던 1987년 10월 및 1989년 10월과 대조적이라고 tick rule의 효과를 강조하고 있다.

마지막으로 투자자의 대부분은 DJIA가 50포인트 변동할 때에 tick rule이 적용되는 것에 안심감을 갖고 있고, 또 프로그램 매매를 행하는 전문가 사이에서도 tick rule이 호평받고 있다고 결론짓고 있다.

<표 III-2> NYSE Rule 80A에 대한 조사결과의 요약

1. tick rule은 지수차익거래에 통계적으로 유의한 영향을 미치고 있고, 주가의 하락국면에서 발동된 경우에는 1분당 지수차익거래와 관련한 매도주문의 금액은 762,156달러에서 534,182달러로 30% 감소하고 있음. 또한 가격의 상승국면에서는 매수주문의 금액이 2,022,130달러에서 1,007,310달러로 50%감소하고 있음

2. tick rule의 도입전후 차익거래의 특징을 종목수, 주수, 금액면에서 비교하면 전체에서 주수, 금액에 큰 차이가 없지만 종목수가 179에서 146으로 감소하고 있음

3. tick rule의 도입에 의하여 차익거래의 현물부분의 집행에 시간이 소요되기 때문에 선물부분의 집행시간을 늦춤. 즉 legging의 시간을 연장시킬것인가 여부에 대한 조사는 도입전이 평균 1.7분이었지만, 도입후에는 5.6분으로 늘어남

4. tick rule은 하락국면에는 S&P 500의 현물지수와 선물가격간의 괴리폭에 변화를 초래하지 않았지만 상승국면에는 괴리폭을 증대시킴

5. DJIA가 50포인트 변동할때에 tick rule이 없으면 현물과 선물 양시장에서 탄력이 가해지는 것이 검증되었음. tick rule은 하락국면에서는 현물과 선물 양시장의 탄력을 방지하는 것 같지만 상승국면에서는 이와 같은 사실은 발견할 수 없었음. 다만, 이들의 분석결과는 통계적으로 유의한 것은 아님

6. tick rule이 자석효과를 갖는다는 통계적으로 유의한 증거는 없음. DJIA이 30포인트 내지 40포인트 변동해도 50포인트로 끌어당기는 징조는 없음

7. 1분당 단기의 변동성에 대한 검증결과는 여러 가지인데 tick rule이 발동되고 있는 동안 현물시장의 단기 변동성은 저하하고 있지만 선물시장의 단기 변동성은 변화가 없음. 그러나 50포인트에 접근하면 양시장 모두 단기의 변동성은 상승함

3. 명령에 의한 종목별 거래정지 (Trading Halt)

명령에 의한 종목별 거래정지는 풍문 및 주가에 중대한 영향을 미칠 정보의 공시시기 전후에 발생할 수 있는 주가조작 및 내부자거래로부터 투자자를 보호하기 위하여 심한 정보의 불균형 상황에 시장상황을 재판단할 수 있는 냉각기간과 정확한 정보를 제공할 수 있는 기회를 시장에 부여하기 위하여 운영된다고 볼 수 있다.

특정종목에 대한 시장조성기능을 전담하는 스페셜리스트가 존재하는 NYSE의 경우 시장의 유지를 위한 증권공급과 자금공급이라는 시장조성자역할의 원활한 수행을 위해 매도나 매수의 과도한 일방적 주문이 쇄도할 경우 스페셜리스트가 시장감독자의 동의를 얻어 시장조성역할을 일시적으로 중단할 수 있도록 규정하고 있다.

가. 지지론자의 논지

특정 종목에 대한 일시적 거래정지는 동 종목이 풍문 등과 관련하여 주가 및 거래량의 급변이 예상될 시기에 주가조작 및 내부자거래로부터 투자자를 보호할 수 있다.

또한 주문이 폭주하여 매매시스템의 거래성립능력이 불안한 경우 시스템의 안정적 운영을 위한 시장관리상의 필요에 의해 운용되고 있기도 하다.

미국의 경우 주문이 매수나 매도 한쪽으로 집중할 경우 스페셜리스트가

시장조성기능을 수행하는 과정에서 자본이나 보유주식이 과다하게 소요되어 고갈되는 위험을 감소시킬 수 있도록 하는 순기능을 지니고 있다.

나. 반대론자의 논지

특정 종목에 대한 일시적 거래정지는 비록 일시적이기는 하지만 시스템을 일정기간동안 사용할 수 없다는 점에서 유동성 상실의 위험이 있다. 즉 이는 자동거래제동장치가 가지는 역기능에 대한 논란이 동일하게 적용될 수 있다.

IV. 우리나라의 주가안정화 장치 개선방안

일반적인 분석에서도 지적하였듯이 기본적으로 우리나라의 주가안정화 장치도 과잉변동성을 어느 정도 규제하면서 시장의 정보효율성과 거래의 유동성이 상실될 수 있는 가능성을 최소화하는 방향으로 설정되어야 할 것이다.

1. 가격제한폭 (Daily Price Range Limit)

가. 우리나라 증시에서 제도 개선 시 고려 사항

남명수와 안창모(1996)는 우리나라 증권거래소에서는 가격제한폭이 15%정도 되면 모든 종목에서 주가변동성이 고유의 주가변동성과 같고 가격제한폭이 적용될 확률이 매우 적게될 것이라고 주장하고 있다. 이들의 연구결과에 따르면 우리나라의 주식시장의 경우 1998년 3월부터 주가제한폭이 12%로 확대되었으나 이도 가격정보의 효율성을 충분히 확보하기에는 부족하다는 것을 말해주고 있다.

윤종원(1994)은 우리나라 증권거래소에서는 가격제한폭이 자석효과를 초래해서 주가가 본질가치를 지나쳐 가속적으로 제한값에 수렴하는 경향을 보이고 있으며 가격제한폭에 따른 거래기회상실의 빈도가 높은 편이라고 말하고 있다. 즉 이는 가격제한폭의 존재 자체가 투자자들의 거래행위 자체에 영향을 미칠 수 있음을 말하며 거래의 유동성상실 효과도 초래할

수 있음을 말해주고 있다.

즉 상기 두 연구의 결과는 우리나라 주식시장에서의 거래행태상 가격제한폭의 확대가 시장가격의 효율성과 유동성제고에 도움이 됨을 말해주고 있다.

하지만 가격제한폭의 과도한 확대는 시장내 정보의 비대칭이 심각할 경우 주가의 변동성이 심화되며 이에 따른 비이성적 거래나 주가조작 행위를 초래할 우려가 커질 수 있다.

이 외에도 최근 우리나라의 주식시장의 주가변동성은 매우 높은 편임을 감안 시 과도한 가격제한폭 확대는 신용거래잔고에 대한 빈번한 추가담보 징구와 징구기간 중 가격의 큰 폭으로의 추가하락 가능성 확대로 반대매매를 빈번하게 초래할 여지가 있다.

현 우리나라 증권회사의 신용거래에 관한 규정 제17조 제4항은 담보의 추가납부를 요구하고 그 요구일로부터 4일 이내에 담보의 추가납부를 이행하지 아니하였을 때에는 채권을 회수할 수 있다고 정하고 있다. 또한 담보증권의 시가가 납입기일 이전에도 신용융자액까지 내려가는 경우에는 반대매매가 이행될 수 있다. 빈번한 반대매매는 강제적 추가매도압력을 초래하여 주가를 더욱 하락시킬 수 있다.

이러한 우려에 따라 1998년 3월 가격제한폭이 12%로 확대(증권거래소는 1998년 말까지 15%~20%까지 확대할 예정임)됨에 따라 증권회사의 신용거래제공에 따른 위험이 증가하여 신용거래보증금율과 담보유지비율은 과거 각 거래대금의 40%와 신용거래융자액 또는 신용거래대주 시가상당액의 130%에서 증권회사별로 자율화되어 동 비율이 상승되었다. 현재 신용거래보증금율은 증권회사별로 최저 50%에서 최고 100%(대용증권 50%

포함)에 달하며 담보유지비율도 최저 160%에서 200%에 달하고 있다.

나. 우리나라에 있어서 가격제한폭 존재의 필요성

우리나라의 경우 개별종목의 가격급변에 따른 부작용을 최종적으로 방지할 수 있는 방법은 가격제한폭 밖에 없다. 자동거래제동장치를 도입한다 하더라도 자동거래제동장치는 시장전체의 변동성을 모든 종목에 걸쳐 통제하는 수단임으로 개별종목의 가격급변을 통제하지는 못하기 때문이다.

또한 NYSE의 경우 어떤 종목에 매수와 매도 주문간의 심한 불균형 상태가 존재하면 스페셜리스트가 시장조성기능의 실패위험을 막기 위하여 동 종목에 대하여 명령에 의한 거래정지를 시킬 수 있으나 우리나라의 경우에는 종목을 담당하는 딜러가 존재하지 않으므로 이러한 조치가 부재한 상태이다.

다. 가격제한폭의 개선방안

1) 주식시장 주가변동성 안정화

우리나라의 주식시장의 경우 시장운영의 특성(스페셜리스트의 부재)상 가격제한폭은 존재해야 할 것이다. 하지만 연구결과에 따르면 현재 가격제한폭 12%는 시장내 가격발견기능의 저해와 투자자들의 심리적 요인에 의한 자석효과의 유발을 완전히 해소시키지 못하는 것으로 보인다. 이러한

바람직하지 못한 효과를 완화하기 위해서는 가격제한폭을 남명수와 안창모(1996) 연구의 제안처럼 15%이상으로 늘리는 것이 바람직할 것이다.

하지만, 현재 신용거래보증금율이 최고 100%에 달하며 담보유지비율도 최고 200%에 달하고 있음을 감안하면 과도한 가격제한폭의 확대는 신용거래보증금율과 담보유지비율을 높혀 증권시장내의 신용거래를 위축시켜 증권시장내 가수급 유인에 의한 유동성제고라는 신용거래의 순기능을 저해할 소지가 크다.

또한 우리나라 증권시장에는 주가조작 및 내부자거래에 의한 일반투자자의 피해에 대한 우려가 아직 크게 존재하므로 증권시장의 감독체계 및 Stock-Watch 시스템이 잘 정비되어 상기의 우려가 불식될 때까지는 적정한 수준에서 주가의 변동성을 방지할 필요가 있다.

종합적으로 보면 가격제한폭의 확대는 증권시장의 공정성과 투명성에 대한 하부기반정비의 진전과 발 맞추어 단계적인 가격제한폭의 확대가 바람직해 보이며 현재의 12%에서 충분한 시간을 가지고 검증을 거친 후에 단계적 확대가 바람직해 보인다.

또한 가격하락시 발효되는 NYSE의 Rule 80B와 같은 circuit breaker의 동시도입이 요망된다. 하지만 circuit breaker를 도입하면 일중에 거래가 일시적으로 중단될 수 있으므로, 동 제도의 도입시기는 현재 시장상황과 무관하게 강제적으로 거래를 중단시키는 중식시간휴장제도가 폐지되고 일중연속거래를 실시되는 시점이 적절하다고 판단된다.

2) 선물시장과의 연계

주식시장의 가격제한폭의 추가적인 확대시 선물시장의 가격제한폭과 괴리의 확대로 선물시장에서 일일정산 시 기준가 산정에 논란을 불러일으킬 수 있으므로 선물시장 가격제한폭(현행 7%)의 완화도 함께 고려해야 할 것이다.

하지만 선물시장에 있어서의 투자행위는 레버리지를 이용한 거래임에 따라 주식시장에서보다 투기적 성격이 강하여 투자자보호를 위하여 주식시장에 가격제한폭이 존재하지 않는 미국의 경우에도 선물시장에서는 가격제한폭을 운용하고 있다. 이처럼 선물시장의 투기적행위에 따른 선물가격의 급변과 이로 인한 주식시장가격에로의 전이효과을 방지하기 위하여는 선물시장의 가격제한폭은 주식시장의 가격제한폭과 일치시키기보다는 좀더 보수적으로 운용될 필요성이 있다.

또한 주가지수선물이란 그 기저자산이 다수(KOSPI 200의 경우 200개)의 개별주식으로 구성되어 있는 하나의 포오트폴리오이므로 개별주식보다 변동성이 적다. 따라서 가격제한폭도 개별주식에 적용되는 주식시장의 가격제한폭보다 적을 필요가 있다.

선물시장의 가격제한폭의 경우 주식시장의 가격제한폭보다 낮을 뿐만 아니라 미국의 CME, CBOT, 그리고 CBOE에서처럼 주식시장의 자동거래제동장치의 도입시 동 제도와 연계되어 시행됨이 바람직할 것이다. 즉 CME에서처럼 선물시장 최대 가격제한폭까지 도달하기 전에 선물시장에 다단계 자동거래제동장치의 도입을 하여 동 장치의 발효와 종료시기를 주식시장의 자동거래제동장치의 발효와 종료시기에 연계시키는 방법을 고려해야 할 것이다.

<표 IV-1> 주식시장과 선물시장의 가격제한폭: 미국과 일본

가격제한폭	주식시장	선물시장
미국	없음	CME S&P500 index futures: Max. daily price limit = 약 8.5%
일본	TSE: 약 17%	TOPIX futures daily price limit = 약 5%

2. 자동거래제동장치(Circuit Breakers)의 도입방안

현물시장과 파생상품시장간의 연계를 이용한 차익거래가 불러올 수 있는 주가변동의 가속화를 방지할 수 있는 제도로서 sidecar 제도는 우리나라에 이미 존재한다. 우리나라 증권거래소에서는 KOSPI 200 선물 기준종목 가격이 기준가격 대비 3%이상 상승(또는 하락)하여 5분간 지속되는 경우 동 장치가 발효되는데 CME에서는 S&P 500 기준선물계약 가격이 15포인트(현재 약 1.5%) 변동시에 Sidecar가 발효됨을 고려시, 우리나라의 경우 1998년 3월의 주식시장과 선물시장의 가격변동폭 확대에도 불구하고 현재의 우리나라 Sidecar 제도는 별 무리가 없는 것으로 보인다.

주가가 급속히 하락 시 정보의 불균형 상황에 시장상황을 재판단할 수 있는 냉각기간과 시장상황에 대한 정보를 제공해 줄 수 있는 NYSE의 Rule 80B와 같은 다단계 자동거래제동장치를 우리나라의 주식시장에 도입함이 바람직할 것이다. 또한 선물시장에서도 미국에서와 같은 다단계 자동거래제동장치를 도입하여 가격변동을 단계적으로 제어함이 비이성적 거래를 줄여 시장가격의 변동성을 제어하는데 더욱 효과적일 것으로 보인다.

또한 주식시장의 경우 자동거래제동장치의 발효에 따라 거래가 일시적으로 정지된 후 다시 재개될 때에는 동시호가에 의한 단일가격으로 개시가격을 결정하는 방안이 바람직하다. 이는 학계의 일부는 시장불안정 시기에는 거래정지보다 더 효과적인 대안으로 일시적으로 거래시스템을 연속거래시스템에서 집중경매시스템으로 전환할 것을 제시하고 있음을 고려할 때 바람직한 것으로 보인다.(Madhavan (1992)).

이러한 전환은 일반 거래자들이 집약된 정보의 시그날(auction price)을 공통적으로 관찰할 수 있게 함으로써, 추후에 연속거래가 재개될 수 있도록 시장내부의 정보 불균형의 정도를 약화시켜줄 수 있기 때문이다. 우리나라에서는 명령에 의한 거래정지(Trading Halt) 이후 거래재개는 풍문에 대한 확인정보를 공시한 다음 거래장(the next trading session)에서 시작하므로 동시호가체제에서 개시가격이 결정되고 있다.

자동거래제동장치의 도입시기는 가격제한폭이 추가로 확대되어 일중 변동 가능폭이 넓어지고 일중연속거래를 실시하게 되는 시점이 적절하다고 판단된다.

3. 명령에 의한 종목별 거래정지 (Trading Halt)

우리나라에는 동 제도가 이미 존재한다. 시장의 효율성 증대를 위하여 동 장치의 발효가 가능한 한 빈번히 발효되지 않도록 시장의 하부구조를 정비해야 할 것이다. 즉, 풍문이나 허위정보가 시장에 만연하지 않도록 시장의 투명성을 제고하여야 할 것이며, 거래소 시스템의 전산화와 소프트웨어의 개발로 시스템상의 병목현상을 미리 제거하려는 노력이 요구된다.

참고문헌

남명수, 안창모, “주가제한폭의 적정수준,” 『재무연구』, 1996, pp.7～34.

남명수, 안창모, “상하한가 제도와 주가변동성,” 『증권학회 연구발표 논문집』, 제18집, 1995, pp.419～439.

박상용, 조옥래, “가격제한폭 제도가 주가기복에 미치는 영향,” 『증권·금융연구』, 1995, pp.69～92.

박정호, “한국증권시장에서 거래가격분포와 가격제한폭의 영향,” 『재무관리연구』, 제9권, 제2호, 1992, pp.243～270.

선우석호, “주가제한폭 확대와 변동성,” 『증권학회 연구발표 논문집』, 제20집, 1997, pp.369～392.

이상빈, 김광정, “한국주식시장에서 가격제한폭 제도가 주가변동성에 미치는 효과에 대한 실증적 연구,” 『재무관리연구』, 제10권, 제1호, 1993, pp.231～248.

최승빈, “세계주식시장의 주가변동성 비교분석과 시장운영효율성을 위한 제도 연구,” 『경영연구』, 제28권, 제2호, 1994, pp.15～34.

Chen, Yea-Mow, "Price Limit and Stock Market Volatility in Taiwan," *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.1, No.2, May 1993, pp.139～153.

Chung, Jong Rock, "Price Limit System and Volatility of Korea Stock

Market," *Pacific-Basin Capital Markets Research*, 1991, pp.283-294.

Fama, Eugene F., "Perspectives on October 1987, or, What did we learn from the crash?," in Robert W. Kamphuis, Jr., Roger C. Kormendi and J.W.Henry Watson, Eds: *Black Monday and the Future of the Financial Markets*(Irwin, Homewood, IL). 1989.

Kim, Kenneth. A., and S. Ghon. Rhee, "Price Limit Performance: Evidence from the Tokyo Stock Exchange," *The Korean Journal of Finance*, 1996, pp.287~317.

Kuhn, Besty A., Gregory J. Kurserk, and Peter Locke, "Do circuit breakers moderate volatility? Evidence from October 1989," *The Review of Futures Markets* 10, 1991, pp.136~175.

Kyle, Albert S., "Trading halts and price limits," *The Review of Futures Markets* 7, 1988, pp.426~434.

Lee, Charles M.C., Mark J. Ready, and Paul J. Seguin, "Volume, volatility, and New York Stock Exchange trading halts," *Journal of Finance* 49, 1994, pp.183~214.

Lehmann, Bruce N., "Commentary: Volatility, price resolution, and the effectiveness of price limits," *Journal of Financial Services Research* 3, 1989, pp.205-209.

Ma, C, R. Rao, and R. Sears, "Limit Moves and Price Resolution: the

case of the Tresury Bond Future Market," The *Journal of Futures Markets*, Vol.9, No.4, 1989, pp.321~335.

Madhavan, A., "Trading Mechanisms in Securities Markets," *Journal of Finance,* 47, pp.607~642.

McMillan, Henry, "Circuit Breakers in the S&P 500 Futures Market: Their Effect on Volatility and Price Discovery in October 1989," *The Review of Futures Markets*, 1991, pp.249~274.

Yoon, J. W., *Circuit Breakers and Price Discovery Theory and Evidence,* Ph.D. Dissertation, Department of Economics, University of California Los Angeles, 1994.