

매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안

- 한국증권거래소를 중심으로 -

2001. 12

연구위원 엄 경 식
연구원 윤 지 아

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

본 본고서는 유동성이 부족한 “매매거래 비활발종목”의 유동성 제고방안 및 이러한 종목에 대한 효율적이고, 국제적으로 정합성이 있는 상장관리방안을 도출하는 것을 연구 목적으로 합니다.

최근 거래소시장에서 매매거래는 이루어지지 않으면서 주가가 급등하는 등 매매거래 비활발종목을 이용한 불공정거래가 속출하고 있을 뿐만 아니라, 유동성 그 자체의 부족으로 인해 공정한 가격발견이라는 증권시장 고유의 기능을 위협하는 사례들이 종종 발생하고 있는 실정입니다. 따라서, 유동성과 관련한 상장관리정책 또는 메커니즘의 전반적인 개선이 요구되고 있습니다.

이에 본 연구는 매매거래 비활발종목의 발생원인 및 현황, 피해분석을 시작으로, 매매거래 비활발종목에 대한 효율적 상장관리 및 유동성 제고 방안을 모색하기 위하여 주요국(미국, 유럽, 일본 등) 거래소의 거래 메커니즘 측면, 거래량 및 주식분산 요건 등의 상장 및 상장폐지제도 측면을 살펴보고 거래소시장에의 시사점을 도출합니다. 그리고 이를 바탕으로 개선 방안 및 매매거래 비활발종목에 대한 새로운 분류기준(또는 정의)을 보고서 마지막에 제시합니다.

본 연구 결과가 증권시장의 신뢰성과 건전성을 향상시켜 궁극적으로 투자자 보호 및 효율적인 투자환경 조성에 일조할 것으로 기대하는 바입니다.

보다 구체적인 내용에 대해서는 추가적이며 지속적인 연구가 진행될 예정입니다. 독자 여러분의 많은 지적과 의견을 기대하며, 본 보고서의 내용을 공식적으로 인용할 시에는 저자와 상의하여 주시기 바랍니다.

연락처 수신인 : 엄 경 식

윤 지 아

e-mail : kseom@ksri.org

Tel : 3771- 0651, 0652

Fax : 3771-0669

< 목 차 >

I . 연구 배경 및 목적	1
1. 연구 배경과 필요성	1
2. 연구 목적 및 연구 방법	2
II . 한국증권거래소의 매매거래 비활발종목 현황 및 유동성 관련 상장관리제도	4
1. 매매거래 비활발종목의 현황	4
2. 매매거래 비활발종목의 유형별 발생원인	17
3. 한국증권거래소의 거래 메커니즘 및 상장관리제도: 유동성 관 련 요건을 중심으로	21
4. 유동성 관련 상장관리제도의 문제점과 시사점	35
III . 세계 주요 거래소의 유동성 관련 거래 메커니즘, 상장 및 상장유지제도	38
1. 미국의 유동성 관련 거래 메커니즘 및 상장관리제도	39
가. NYSE	39
나. Nasdaq	44

2. 일본 TSE의 유동성 관련 거래 메커니즘 및 상장관리제도	50
3. 유럽의 유동성 관련 거래 메커니즘 및 상장관리제도	54
가. Euronext-Paris	54
나. Deutsche Börse AG	59
다. LSE	62
4. 매매거래 비활발종목의 유동성 제고를 위한 시사점	66
 IV. 유동성의 개념, 측정, 유동성 관련 상장관리제도에의 시 사점	 75
1. 유동성의 개념 및 특징	75
2. 유동성의 측정	78
3. 한국주식시장에서의 주가와 유동성과의 관계	82
4. 유동성 관련 상장관리제도에의 시사점	83
 V. 매매거래 비활발종목의 유동성 제고를 위한 제언	 84
1. 거래 메커니즘 측면	84
가. 다양한 주문방법의 허용	84
나. 매매거래 비활발종목에 대해 장중 경쟁매매 메커니즘의 도 입 고려	 88

2. 상장관리제도 측면	91
가. 거래량요건 및 이와 관련한 매매거래 비활발종목의 분류기준 ..	91
나. 주식분산요건 및 이와 관련한 매매거래 비활발종목의 분류 기준	94
다. 액면가 미만의 저가주와 관련한 매매거래 비활발종목의 새 로운 분류기준	96
라. 기타	97
 참고문헌	 98

< 표 목 차 >

<표 II- 1> 상장법인의 상장주식수 및 6개월 평균거래량 현황	5
<표 II- 2> 6개월간 평균거래량에 따른 분류(1)	6
<표 II- 3> 6개월간 평균거래량에 따른 분류(2)	7
<표 II- 4> 6개월간 평균거래량이 상장주식의 1% 미만인 기업	8
<표 II- 5> 소액주주지분율과 소액주주수에 따른 분포	9
<표 II- 6> 주식분산요건 미달 종목	10
<표 II- 7> 액면가 미만으로 거래되는 종목	11
<표 II- 8> 가격대별 주가등락률	13
<표 II- 9> 거래세 과세 전후의 회전율과 거래비중의 변화	14
<표 II- 10> 관리종목 현황	15
<표 II- 11> 관리종목의 6개월간 평균거래량	16
<표 II- 12> 종목별 우선주 상장 현황	20
<표 II- 13> KSE 상장요건 중 유동성 관련 요건	25
<표 II- 14> 관리종목지정기준 및 상장폐지기준	30
<표 II- 15> 주권 상장폐지기준의 요건	32
<표 II- 16> 신규상장 및 상장폐지기업 추이	34
<표 II- 17> 상장폐지기업 사유별 추이	34
<표 III- 1> NYSE 주요 상장요건	41
<표 III- 2> NYSE 주요 상장유지요건	42
<표 III- 3> NYSE의 신규상장 및 상장폐지 현황	43
<표 III- 4> Nasdaq National Market의 상장 및 상장유지요건	48

<표 III-5> Nasdaq SmallCap Market의 상장 및 상장유지요건	49
<표 III-6> Nasdaq의 신규상장 및 상장폐지 현황	50
<표 III-7> TSE 1부시장의 주요 상장기준	53
<표 III-8> TSE 1부시장의 주요 상장폐지기준	53
<표 III-9> Euronext-Paris의 시장구분	55
<표 III-10> Euronext-Paris의 거래형태	56
<표 III-11> Euronext-Paris의 주요 상장요건	58
<표 III-12> DB AG의 주요 상장요건	61
<표 III-13> UKLA의 주요 상장기준	65
<표 III-14> 유동성에 따른 시장구분	68
<표 III-15> 주문 규모에 따른 거래형태 비교	71
<표 III-16> 주요 거래소의 주식분산요건	73

○ 연구배경 및 연구목적

- 최근 거래소시장에서 매매거래는 이루어지지 않으면서 주가가 급등하는 등 매매거래 비활발증목을 이용한 불공정 거래가 속출
 - 또한 유동성 그 자체의 부족함으로 인해 공정한 가격발견이라는 증권 시장 고유의 기능을 위협하는 사례들이 종종 발생
- 이에 매매거래 비활발증목의 유동성을 제고시킬 수 있도록, 유동성과 관련하여 국제적 정합성이 확보된 상장관리정책 및 거래 메커니즘으로의 전반적 개선이 요구됨.
 - 이를 통해 매매거래 비활발증목의 새로운 분류기준(또는 정의)의 정립을 시도
- 세계 주요 거래소간의 경쟁심화와 이에 따른 통합화의 진전이라는 급격한 환경변화 하에서 한국증권거래소가 생존·번영할 수 있는 (유일한) 방법은 “유동성 제고”를 통한 경쟁력 우위의 확보임.

○ 연구방법

- 매매거래 비활발증목의 발생원인 및 현황 분석
- 매매거래 비활발증목으로 인한 피해 분석
- 매매거래 비활발증목에 대한 효율적 상장관리 및 유동성 제고방안을 모색하기 위해 세계 주요국의 “유동성 관련” 상장정책(상장기준, 상장유지기준 또는 상장폐지기준 중 거래량 요건과 주식분산 요건)과 거래 메커니즘을 조사
 - NYSE, Nasdaq, TSE, Euronext-Paris, DB AG, LSE를 조사대상 거래소로 함.
- 이를 바탕으로 개선방안 및 매매거래 비활발증목 분류에 대한 새로운 기준을 제시

○ 매매거래 비활발종목의 유동성 제고를 위한 제언

— 상장관리제도 측면

- 거래량요건 중 평균거래량 산출기간(현행 6개월) 및 유예기간(현행 6개월)을 축소: 현행 요건을 통해서는 해당 주식의 균형가격을 제대로 발견하기가 어려움. 짧은 산출기간 및 유예기간은 거래량 관련 상장유지요건을 상장요건과 동일할 정도로 강화하고 있는 세계적 추세와도 부합함.
- 주식분산요건(상장폐지기준) 중 소액주주 및 소액주주비율의 강화: 현행 요건으로는 시장유동성을 확보하기가 어려움. 주요국의 경우 상장주식수에 따라 주주수를 달리 설정하고 있으며, 주주의 절대수 자체가 KSE보다 많음.

— 거래 메커니즘 측면

- “정지주문”, “전량조건주문”, “충족조건주문” 등 보다 다양한 주문방식의 허용
- 매매거래 비활발종목에 대하여 (현행 연속경쟁매매방식 대신) 장중에도 거래가 “오직” 단일가에 의한 집중경쟁매매 메커니즘(동시호가방식)에 의해서만 (수시로) 이루어지게 하는 방식의 도입을 고려: 한국, 미국, 일본에서는 특별히 유동성으로 구분된 시장이 없으나, 대부분 유럽 거래소에서는 존재함.
- 유럽의 주요 거래소에서 채택하고 있는 유동성이 낮은 주식에 대해 시장조성인제도를 도입하는 것은, KSE 뿐만 아니라, (주)코스닥증권시장, 제3시장을 총괄하여 한국주식시장 전체의 효율성 제고를 강구한 후에, 도입 여부를 검토하는 것이 바람직할 것으로 판단됨.
- 특히 본문에서 기술한 여러 가지 유동성 측정변수 중에서 유동성을 “거래량”으로만 파악하여 시장을 구분하고, 해당 비활발종목에 대해 공시요건을 강화하는 것도 하나의 방법임.

- 매매거래 비활발종목에 대한 새로운 분류기준(또는 정의)
 - “상장주식대비 6개월간 평균거래량이 10% 이하”인 경우
 - “소액주주수 1,000명 이하”와 “소액주주지분율이 30% 이하”의 두 요건 중에서 “하나”에 해당하면 매매거래 비활발종목으로 구분
 - “액면가 5,000원을 기준으로 하여 시가가 3,000원(또는 2,500원) 미만”인 경우

- 연구결과, 세계 주요 거래소는 퇴출기업의 선정이라는 소극적 의미의 상장폐지제도보다는 상장기업의 적격성 유지라는 적극적인 의미의 “상장유지요건”을 도입하여 운영하고 있음.
 - 즉, 대부분의 세계 주요 거래소의 경우 상장유지요건을 두고, 이에 미달할 경우 유예기간이 없거나 짧은 유예기간을 거쳐서 상장 폐지함.
 - 상장유지제도의 도입은 현행 상장폐지제도에 비해 중요한 정책적 사고의 전환임.
 - KSE의 경우도 상장관리제도의 효율화 및 국제적 정합성 확보 차원에서 상장유지제도의 도입여부에 대한 검토가 필요한 시점임.

I. 연구 배경 및 목적

1. 연구 배경과 필요성

- 최근 거래소시장에서 매매거래는 이루어지지 않으면서 주가가 급등하는 등 매매거래 비활발종목을 이용한 불공정거래가 속출하고 있음.
 - 뿐만 아니라 불공정거래는 아니더라도, 유동성 그 자체의 부족으로 인해 비정상적인 가격이 형성되는 등 “공정한 가격발견”이라는 증권시장 고유의 기능을 위협하는 사례들이 종종 발생하고 있음.
- 거래소는 상기 종목에 대해 원론적인 제도의 시행에만 머무르고 있어, 유동성과 관련한 상장관리정책 또는 거래 메커니즘의 전반적인 개선이 요구됨.
 - 상장관리정책이란 상장, 관리종목 지정과 같은 상장기업의 관리, 상장폐지(또는 상장유지)에 관한 정책을 포괄적으로 의미하는 것으로 정의함.
- 세계 주요 거래소간의 경쟁심화와 이에 따른 통합화의 진전으로 인해 일국의 거래소 비즈니스가 자국의 울타리를 넘어서게 된 현재의 세계 증시환경 하에서, 거래소가 생존·번영할 수 있는 (유일한) 방법은 “유동성 제고”를 통한 경쟁력 우위의 확보임.¹⁾

1) Macey and O'Hara(1999)의 연구에 의하면, 전통적인 거래소의 기능은 크게 5가지로 구분할 수 있음: ① 유동성 제공, ② 주가조작 및 내부자거래에 대한

— 따라서 거래소의 유동성 제공 기능의 강화는 거래소의 대내(외)적 경쟁력 강화를 위해서도 시급한 문제임.

- 유동성은 또한 거래소의 가격효율성에 의한 영향을 크게 받기 때문에, 유동성 제고를 위해서는 가격효율성을 제고할 수 있는 적절한 메커니즘도 확보해야함.

2. 연구 목적 및 연구 방법

가. 연구 목적

○ 본 보고서는 한국증권거래소(KSE)에서

- (1) 유동성과 관련하여 국제적으로 정합성이 확보된 상장관리정책 (거래량 및 주식분산 요건)의 도출 및
- (2) 유동성이 부족한 “매매거래 비활발종목”의 유동성 제고 방안을 제시하고,
- (3) 매매거래 비활발종목에 대한 새로운 분류기준(또는 정의)의 정립을 시도하는 것을 목적으로 함.

모니터링 제공, ③ 투자자들의 거래비용의 줄일 수 있는 정형화된 규칙 제공, ④ 거래소에 상장되어 있다는 사실이 좋은 기업이라는 신호 제공, ⑤ 유통시장에서 증권과 대금의 대차를 보장하는 청산기능 제공. 이 중에서 유동성을 제외한 다른 기능은 IT가 급속히 발전하고 있는 현시대에는 거래소만의 고유 기능이라고 하기가 힘들게 되었고, 오직 유동성 기능만이 거래소의 기능으로 아직도 유효하다고 이들은 주장하고 있음. Macey, J. R. and M. O'Hara, “Globalization, Exchange Governance, and the Future of Exchanges,” Brookings-Wharton Papers on Financial Services, 1999.

나. 연구 방법

- 매매거래 비활발종목의 발생원인 및 현황 분석
- 매매거래 비활발종목으로 인한 피해 분석
- 주요국의 매매거래 비활발종목에 대한 상장관련 정책 조사
 - NYSE, Nasdaq, TSE, Euronext-Paris, DB AG, LSE 등의 유동성과 관련된 상장기준, 상장유지기준(또는 상장폐지기준)에 대한 조사
- 매매거래 비활발종목에 대한 효율적 상장관리 및 유동성 제고방안을 모색하기 위하여 주요국의 거래 메커니즘 측면, 주식분산 및 거래량 요건 등의 상장 및 상장폐지제도 측면을 살펴보고 이로부터 시사점을 도출
 - 이를 바탕으로 개선 방안 및 매매거래 비활발종목에 대한 새로운 분류 기준을 제시

II. 한국증권거래소의 매매거래 비활발종목 현황 및 유동성 관련 상장관리제도

1. 매매거래 비활발종목의 현황

- 현재의 상장관리정책 하에서는 매매거래 비활발종목에 대한 명확한 정의(개념)가 없기 때문에, 현재 시행하고 있는 유동성 관련 상장관리기준을 살펴보는 것이 매매거래 비활발종목의 현황을 조사하는 기초가 될 수 있을 것임.

— 현행 유동성 관련 상장관리기준을 살펴보면 다음과 같음.

- 상장주식 대비 6개월간 평균거래량 1% 미만시 관리종목으로 지정하고 “1회 추가”되는 경우(즉 6개월간 유예) 상장폐지
- 주식분산기준 미달시 관리종목으로 지정하고 “1년 계속”되는 경우 상장폐지

— 본 절에서는 상기의 두 요건에 다음의 두 항목을 더해서 매매거래 비활발종목의 현황을 살펴보고자 함.

- 액면가 미만인 상장종목(저가주)
- 관리종목에 해당하는 기업

- 구체적으로 매매거래 비활발종목 현황을 보기에 앞서, 상장법인의 상장기업수와 상장주식수(우선주 제외) 및 6개월간 월평균거래량을 살펴보면, 일반적으로 상장법인의 상장주식수가 많을수록(즉 상장법인의 규모가 클수록) 6개월간 평균거래량이 비례적으로 증가하고 있음(<표 II- 1> 참조).

— 그러나 상장주식수가 10만주 이하인 3개 종목(2000년 12월 기준; 전체 종목대비 0.42%)의 6개월 평균거래량이 상장주식 5천만주 미만 종목들의 6개월 평균거래량을 훨씬 상회하고 있다는 것은 특이할만한 사항임.

- 또한, 이들 3개 기업은 모두 관리종목으로 상장주식수가 각각 10,000주이고, 2000년 12월 말 종가는 148원 180원에 불과함.

<표 II 1> 상장법인의 상장주식수 및 6개월 평균거래량 현황
(단위: 종목수, %)

상장주식수	종목수(비율)	1 6월 평균거래량	7 12월 평균거래량
10만주 미만	3(0.4%)	14,722,064	15,561,844
10주 이상 100만주 미만	48(6.9%)	221,858	605,154
100만주 이상 500만주 미만	259(37.1%)	1,082,376	1,713,564
500만주 이상 1000만주 미만	109(15.6%)	2,962,035	2,825,109
1000만주 이상 5000만주미만	198(28.3%)	8,696,690	8,738,393
5000만주 이상 1억주 미만	43(6.1%)	21,600,042	20,752,431
1억주 이상	39(5.6%)	55,148,762	74,470,034
합 계	699(100%)	—	—

* 2000년 12월 기준, 우선주 제외

* 거래량 기록이 없는 5개 기업은 분석에서 제외

가. 6개월간 평균거래량이 1% 미만인 종목

○ 현행 요건

- 상장주식수 대비 6개월간 평균거래량 1% 미만시 관리종목으로 지정하고 “1회 추가”되는 경우 상장폐지

○ <표 II-2>에 따르면 6개월간 평균거래량이 많은 종목일수록 그 종목 수 대비 관리종목의 수가 적음.

- 6개월간 평균거래량이 10만주 미만인 43개 종목 중 15종목이 관리종목으로 10만주 미만 종목의 34.9%를 차지

<표 II 2> 6개월간 평균거래량에 따른 분류(1)

(단위: 종목수, %)

6개월간 평균거래량	종목수(비율)	종목수 대비 관리종목수
10 만주 미만	43(6.1%)	15(34.9%)
10 만주 이상 100만주 미만	241(34.5%)	62(25.7%)
100 만주 이상 500만주 미만	211(30.2%)	29(13.7%)
500 만주 이상 1000만주 미만	71(10.1%)	9(12.7%)
1000만주 이상 5000만주 미만	113(16.2%)	4(3.5%)
5000만주 이상 1억주 미만	16(2.3%)	1(6.3%)
1억주 이상	4(0.6%)	0(0.0%)
합 계	699(100%)	120

* 2000년 6월 기준, 우선주 제외

* 거래량 기록이 없는 5개 기업은 분석에서 제외

○ 상장주식 대비 6개월간 평균거래량이 1%가 되지 못하는 경우 관리종목으로 지정

— <표 II-3>에서 보이는 바와 같이, 상장주식 대비 6개월간 평균거래량이 1%가 안되는 종목은 5종목으로 이는 전체 상장주식의 0.7%에 그침.

• 상장주식대비 6개월간 평균거래량이 5% 10%인 경우에 관리종목비중이 38.7%로 가장 높음.

<표 II 3> 6개월간 평균거래량에 따른 분류(2)

상장주식 대비 6개월간 평균거래량	종목수(비율)	종목수 대비 관리종목수
0 1%	5(0.7%)	2(40.0%)
1% 3%	26(3.7%)	6(23.1%)
3% 5%	30(4.3%)	7(23.3%)
5% 10%	75(10.7%)	29(38.7%)
10% 30%	264(37.8%)	41(15.5%)
30% 50%	139(19.9%)	20(14.4%)
50% 100%	118(16.9%)	8(6.8%)
100%	42(6.0%)	8(19.0%)
합 계	699(100%)	

* 2000년 6월 기준, 우선주 제외

* 거래량 기록이 없는 5개 기업은 분석에서 제외

<표 II-4> 6개월간 평균거래량이 상장주식의 1% 미만인 기업
(단위 : 주식수, %)

상장기업명	상장주식수(A)	6개월간 평균거래량(B)	상장주식 대비 6개월간 평균거래량 (B/A)
가	162,619,992	333,513	0.2%
나	1,900,000	5,212	0.3%
다	1,842,040	10,975	0.6%
라	64,520,585	462,308	0.7%
마	16,670,000	128,163	0.8%

* 2000년 6월 기준

- 6개월간 평균거래량이 상장주식의 1%가 미만인 5개 기업의 상장주식 수 및 6개월간 평균거래량은 <표 II-4>와 같음.

나. 주식분산요건 미달 종목

○ 현행 요건

- 주식분산기준 미달시 관리종목으로 지정하고 “1년 계속”되는 경우 상장폐지
 - 소액주주 200인 미만이거나 소액주주비율 10% 미만, 또는 최대주주 등의 소유비율이 80% 이상(공공법인, 최대주주가 정부인 경우는 제외)

- <표 II-5>에서 소액주주지분율과 소액주주수에 따른 상장종목의 분포를 보면, 각기 소액주주지분율 10% 미만은 29종목, 소액주주수 200인 미만은 22종목에 이릅니다.

<표 II-5> 소액주주지분율과 소액주주수에 따른 분포

소액주주지분율	종목수	소액주주수	종목수
10% 미만	29	200인 미만	22
10% 15%	16	200인 500인	3
15% 30%	103	500인 800인	27
30% 50%	281	800인 1000인	29
50% 이상	276	1000인 이상	622
합 계	705	합 계	705

* 2000년 12월말 기준

- 이 두 가지 기준에 미달하는 기업들 중 상당수(약 50%)가 관리종목이며, 특히 소액주주수 기준에 미달하는 기업들 중 대부분은 2000년 말 종가가 액면가에 미달하는 저가주들임.

- 주식분산요건 위반에 해당되는 기업에 대한 기초자료는 다음의 <표 II-6>에서 제시

<표 Ⅱ 6> 주식분산요건 미달 종목

(단위: 명, %)

상장법인명	상태	소액주주수(명)	소액주주 지분 (%)	액면가 대비 증가 (%)**	상장주식 대비 6개월간 평균 거래량 (%)
1	관리	2	25.0	18.0	12.1
2	관리	6	15.2	11.8	35.3
3	관리	12	0.02	36.8	84.1
4	정상	49	23.4	1,318	5.1
5	정상	187	92.1	16.80	8.6
6	정상	673	4.3	540	1.7
7	정상	662	4.7	1,100	0.3
8	관리	1,726	5.1	96	88.4
9	정상	1,435	5.7	1,880	2.7
10	정상	1,084	7.0	470	13.8
11	관리	1,321	7.4	20.08	2.5
12	관리	11,815	8.5	15.80	2.3
13	관리	7,915	8.8	20.40	12.6
14	정상	14,418	8.9	60.80	6.8
15	관리	1,271	9.6	65.80	1.4

* 6개월간 평균거래량은 2000년 6월 기준

** 모든 종목의 액면가는 5000원임.

— 특이할만한 사항은 연합철강공업, 고려제강, 세기상사는 액면가 대비 증가가 1,000%를 상회하고 관리종목이 아닌 정상종목임에도 불구하고, 6개월 평균거래량은 각각 0.3%, 2.7%, 5.1%에 그치고 있다는 것임.

다. 액면가 미만 종목

- 매매거래 비활발종목의 현황을 파악하기 위하여 상술했던 상장관리제도의 “거래량요건”, “주식분산요건” 이외에 “액면가 미만 종목(저가주)”의 거래형태를 조사하는 것도 의미가 있을 것으로 판단됨.
- 이는 후술할 매매거래 비활발종목의 발생원인을 파악하는 데에도 도움이 됨.
- <표 II-7>에서 알 수 있듯이 2000년 12월 말 시점의 액면가 미만 종목은 전체 상장종목의 48%에 이름.

<표 II 7> 액면가 미만으로 거래되는 종목

액면가 대비 증가	종목수 (비율**)	종목수 대비 관리종목수
0 30% 미만	122(17.5%)	67(54.9%)
30% 이상 50% 미만	74(10.6%)	22(29.7%)
50% 이상 80% 미만	91(13.1%)	10(11.0%)
80% 이상 100% 미만	48(6.9%)	5(10.4%)
100% 이상	362(51.9%)	15(4.1%)
합 계	697***	119

* 2000년 12월 말 기준

** 전체종목 수 대비

*** 미래에셋KOSPI200인덱스펀드, 한강구조조정기금 제외

- <표 II-7>에서 액면가 미만으로 거래되고 있는 상장종목 중 관리종목을 살펴보면, 액면가 대비 종가가 30% 미만 수준에 그치고 있는 종목의 관리종목 비중이 특히 높고(54.9%), 액면가 대비 종가가 30% 50%인 74개 종목도 약 30%가 관리종목임을 알 수 있음.²⁾
- 이에 비해 종가가 액면가 이상인 362개 종목의 경우에는 관리종목이 4.1%(15개)에 그쳐, 확연한 대비를 보임.

1) 액면가 미만 종목(저가주)의 문제점

- 액면가 미만 종목(저가주)은 고가주보다는 상대적으로 주가상승에 따른 변동성이 큼.
- <표 II-8>에 나타난 “가격대별 2001년도 상반기 가격등락률”을 살펴보면, 연초부터 6월 29일까지 1천 2천원 미만의 주식이 60.4%로 가장 높았고, 그 다음은 1천원 미만의 주식(55.6%), 4천 5천원 미만의 주식(49.5%), 3천 4천원 미만의 주식(45.4%) 등의 순으로, 저가주일수록 높은 상승률을 기록
- 액면가 미만 종목 가운데서 주가상승률이 가장 높은 기업인 K기업의 경우 주가가 3,930원에서 22,700원으로 477.6% 상승하였고, 액면가 이상 종목에서는 H기업이 상승률 250%로 가장 높았음.

2) 2001년 초의 액면가 미만 종목 비중은 43%대였으나, 현재는(2001년 7월 3일 기준) 상반기 종합주가지수의 상승에 힘입어 크게 줄어든 상태임(액면가 미만 상장종목이 전체의 36%).

<표 II 8> 가격대별 주가등락률

(단위 : %)

구분(연초기준)	종목수	등락률 평균
1천미만	49	55.6
1천 2천미만	67	60.4
2천 3천미만	72	44.4
3천 4천미만	51	45.4
4천 5천미만	46	49.5
5천 1만미만	152	35.4
1만 2만미만	113	32.3
1만 2만미만	53	27.7
3만이상	55	20.3

* 2001년 6월 기준

** 한겨레, 2001. 7. 3

○ 액면가 미만 종목에 대해 데이 트레이딩(day trading)이 성행함.

- 이는 2001년 7월부터 액면가 미만 종목에도 거래세를 부과하게 됨으로써 어느 정도 시정되었으나 여전히 빈번히 발생하고 있음.
- 참고로, 액면가 미만 종목에도 증권거래세 0.3%를 부과한 직후 거래소의 거래량이 일시적으로 감소했었음.
 - <표 II-9>에서 보여지듯, 과세 후 액면가 미만 종목에 대한 회전율과 거래비중이 다른 종목들에 비해 크게 떨어짐.
 - 이는 거래소의 경우 액면가 미만 종목의 비중이 높고 거래량 상위 종목들의 대부분이 액면가 미만이었기 때문이기도 하지만,호가단위(minimum tick size)가 거래소 종목(5원)보다 커서 상대적으로 수익을 내기가 유리한 코스닥시장(10원)으로 일시적으로 투자자들이 이동했기 때문이기도 함.

- 액면가 미만 종목의 일평균회전율은 대체로 200%대를 유지했으나 이것도 낮아짐.

<표 Ⅱ 9> 거래세 과세 전후의 회전율과 거래비중의 변화
(단위: %)

	6/ 11 6/ 27(과세 전)		6/ 28 7/ 16(과세 후)	
	회전율	거래비중	회전율	거래비중
액면가 미만 (251개)	45.2	74.4	▽23.6	▽3.4
5천원 1만원 (159개)	15.3	—	▽3.2	▲4.3
1만 3만원 (189개)	9.6	—	▽1.8	▲3.2
3만 5만원 (39개)	7.2	—	▽1.1	▲0.3
5만원이상 (32개)	4.8	—	▲0.1	▲0.7

* 2001년 기준

- 그러나 액면가 미만 종목이 전체 거래에서 차지하는 비중이 2001년 6월 28일 이후 거래량기준 55.0%, 거래대금기준 21.6%로 1, 2월보다 높아 여전히 상당수 투자자들이 저가주 매매를 선호하는 것으로 나타남.
 - 이는 실적이 우수함에도 불구하고 액면가 미만인 저가주 종목들에 대해 상당수의 투자자들 사이에서 아직도 데이 트레이딩이 성행하고 있기 때문임.
- 아무리 액면가 미만 종목들이 지수에 미치는 영향력이 적다고 하더라도, 액면가 미만의 종목들을 이용한 데이 트레이더들의 움직임에 따라 거래소의 거래량이 급변하는 현상은 바람직하지 않기 때문에, 액면가 미만 종목들에 대한 주의가 필요함.

- 또한 액면가 미만 종목(저가주)은 고가주보다는 상대적으로 가격 변동성이 크기 때문에 이를 이용한 불공정거래의 소지가 많음.
- 따라서 액면가 미만 종목에 대한 지속적인 상장관리가 필요함.

2) 시사점

- 액면가 미만 종목이면서 유동성이 낮은 종목을 관리하기 위한 방법의 하나로 이들 종목에 대해 거래 메커니즘을 현재와는 달리 적용하는 방안도 고려해볼직 함.

라. 관리종목

- 앞에서 살펴보았듯이 평균거래량(거래량요건)과 관리종목간에는 연관성이 매우 높기 때문에, (후술할) 매매거래 비활발종목의 발생원인을 파악하기 위하여 관리종목 또한 상장관리제도의 거래량요건, 주식분산요건 이외에 살펴봐야 할 조사대상의 하나임.

<표 II - 10> 관리종목 현황

시점	전체 상장 법인수	관리종목수
1998. 12. 30	748	144(19.1%)
1999. 12. 30	725	145(20.0%)
2000. 12. 30	704	124(17.6%)
2001. 6. 15	724	170(19.0%)

- 관리종목 지정의 추이를 <표 II- 10>를 통해 살펴보면 1998년 12월 이래 최근 2 3년간 관리종목으로 지정된 종목수는 전체 상장종목의 약 20%를 차지하고 있음.
- <표 II- 11>을 보면 “상장주식대비 6개월간 평균거래량이 1% 미만”인 종목은 관리종목 122개 중 2개(1.6%)에 지나지 않지만, 5% 30%인 종목이 전체 관리종목 중 55.75%를 차지하여, 관리종목에 지정된 종목은 거래량이 적은 것을 알 수 있음.
 - 2000년 6월말 현재, 전체 관리종목 중 87.6%(122개 중 107개)가 액면가 미만임.
 - 이로 인해 쉽게 투기매매의 대상이 됨.

<표 II 11> 관리종목의 6개월간 평균거래량

상장주식 대비 6개월간 평균거래량	종목수(비율**)
0 1%	2(1.6%)
1% 3%	7(5.7%)
3% 5%	7(5.7%)
5% 10%	27(22.2%)
10% 30%	41(33.6%)
30% 50%	20(16.4%)
50% 100%	10(8.2%)
100%	8(6.6%)
합 계	122

* 2000년 1월 6월간 평균거래량 기준

** 관리종목 전체 대비

2. 매매거래 비활발종목의 유형별 발생원인³⁾

가. 불량 기업이며 유동성이 낮은 경우

- 기업 자체에 문제가 있기 때문에 투자자들이 거래하기를 원하지 않아서 거래량이 줄어들게 되면 투자자들의 환금성이 떨어지고, 이로 인해 기업가치보다 주가가 더 낮아져 주가도 왜곡될 수 있을 것임.
- 재무구조, 기업가치 분석을 통한 우량기업, 불량기업의 구분이 본 연구의 목적이 아니므로 구체적인 분석은 다른 연구를 통해 이루어져야 할 것임.

나. 우량기업임에도 유동성이 낮은 경우

- KSE에는 우량기업임에도 불구하고 거래량이 매우 저조한 기업이 어느 정도 존재하고 있어 거래소시장의 가격효율성을 저해하고 있음.
- 사실상 우량한 기업의 거래량이 저조한 경우는 부실기업에 대한 투자자의 신뢰부족에 기인한 유동성 부족과는 다른 문제에서 기인한 것임.

3) 이외에도 기업지배구조와 관련하여, 대주주가 경영권의 안정성을 확보하기 위해서 또는 소액주주의 간섭을 받기 싫어하여 활발한 주식거래 자체를 원하지 않는 경우 유동성 부족이 발생할 수도 있음. 이는 본 보고서의 범위를 넘어서는 것으로 다른 연구에서 논의되어야 할 것으로 판단됨.

— 즉, 우량한 기업의 경우에는 당해 기업의 재무상태나 경영성과에는 문제가 없기 때문에 주가관리 자체에 대한 우려는 없지만, 거래가 빈번히 이루어지기에는 주가 자체가 너무 높아서 거래량 부족을 유발하기 때문에 관리종목에 편입될 수 있는 위험에 노출되어 있음.

○ 우량한 기업임에도 불구하고 유동성이 낮은 대표적인 예인 (주)남양유업(2000년 6월 기준 액면가 대비 5,000%, 월평균거래량 1.5%)은 동종업계에서 우월한 위치를 유지하고 있는 대표적인 우량기업이지만, 주가가 높기 때문에 매수가 매우 어려운 종목임(매도하려는 사람도 적음).

— (주)남양유업은 비록 성장속도는 느리지만 경기변동에 민감도가 낮은 산업분야이고, 자본금 44억원, 자본잉여금 465억원, 2000년 매출 6,219억원, 순이익 750억원, 순이익비율만 12%에 달하는 영업실적이나 재무구조 모두 매우 건실한 기업임.

• 2001년 6월 28일 현재 주가는 작년 연말에 비해 25% 상승한 318,500원임.

• 주당순이익(EPS)은 104,167원으로 2위인 롯데칠성음료의 58,681원과 비교해도 2배 가까이 차이가 남.

— 그러나 2001년 6월말 “6개월간의 평균거래량이 전체 주식수의 1%를 넘어야 한다”는 KSE 규정에 해당하여 관리종목으로 지정될 처지에 놓였으나 위기에서 간신히 벗어났음.⁴⁾

4) 2001년 6월에 이미 5개월간의 평균거래량이 1%에 미치지 못하여 빨간불이 들어온 상태였으나, 회사측에서는 시장에 맡기겠다며 특별한 조치를 취하지는 않았음.

- KSE에 상장된 주식수는 우선주를 포함 887,000주인데 비하여 2001년 상반기 거래량은 KSE 규정 하한선인 53,200주에 미치지 못할 뻔하였음.
- 문제는 (주)남양유업과 같은 기업이 KSE에 어느 정도 존재하여 시장의 가격효율성을 저해하고 있다는 것임.

다. 우선주

- KSE에는 거래량이 보통주에 비해 현저히 저조한 우선주들이 시장에 다수 존재하고 있음.
 - 이는 일부 우선주의 상장주식수 자체가 적어서, 절대적으로 유동성이 제한적일 수밖에 없기 때문임.⁵⁾
 - 상장주식수 1만주 미만인 우선주 종목: 198종목 중 12종목(6%)
 - 상장주식수 1만주 이상 10만주 미만인 종목: 198종목 중 23종목(11.6%)
 - 따라서 소량의 주문만으로도 시세를 왜곡할 수 있기 때문에 불공정 거래에 자주 이용되고 있는 실정임.
- 참고로 <표 II- 12>는 KSE의 우선주 상장현황을 종목별로 나타내고 있음.
 - KSE의 우선주는 구형과 신형으로 구분되는데 현재는 신형우선주의 발행만 허용되고 있음.

5) 한국증권거래소, “우선주 시장관리방안 검토”, 증권거래소 내부자료, 2001. 2.

- 신형우선주의 종목수는 구형우선주 144종목에 비해 비록 54종목(총 198종목 중 27.3%)에 그치고 있으나 상장주식수, 상장자본금은 이미 전체의 50%를 넘어섰으며 평균상장자본금도 77.2%에 이르는 등 구형우선주를 대체하고 있는 상황임.⁶⁾

<표 II 12> 종목별 우선주 상장 현황

(단위: 종목수, 종목, 천주, 백만원, %)

구분	상장종목수	상장주식수	상장자본금	평균 상장자본금
신형(A)	54	416,700	2,055,858	38,071
구형(B)	144	350,601	1,621,997	11,263
전체(C)	198	767,301	3,677,855	49,334
A / C	27.3%	54.3%	55.9%	77.2%

* 2001. 1. 27 기준(매매비중은 2001년 1월 기준)

○ 우선주와 보통주간의 “주가과리율”이 높은 종목이 다수 존재⁷⁾

- 2001년 1월 29일 기준, 주가과리율이 100% 이상인 종목비중이 27.3% 차지(총 198종목 중 54종목)
- 특히 거래량이 적은 종목에서 주가과리율이 높은 종목이 많은 현상을 보이면서 유동성과 주가과리율간에 음(-)의 상관관계를 나타냄.

6) 신형우선주는 주식보다는 회사채에 더 가까움. 정관에서 정한 최저배당률(상장회사 표준정관에는 9%로 제시)이 정해져 있는데 만일 그해 배당을 받지 못하거나 정해진 배당률에 미치지 못하는 경우 다음해에 추가적으로 받을 수 있음. 배당조건이 완료되면 보통주로 전환되며 3년 10년이라는 만기가 있음.

7) 주가과리율 = {[우선주가격-보통주가격]/보통주가격}×100

- 이 종목들이 유동성 부족으로 인해 비정상적인 주가를 형성하여 거래소시장의 적절한 주가형성 기능을 심각하게 저해하고 있음.

○ 존속기간이 없는 구형우선주의 시장내 장기간 존속도 문제

- 신형우선주는 대부분 존속(3년 10년 이내)기간을 두고 있으나, 구형우선주의 대부분은 존속기간이 없어서 상장사가 스스로 소멸 또는 상장폐지하기 전까지는 무기한 거래될 수밖에 없는 실정임.

○ “우선주 주가의 이상급등에 대한 감리종목지정제도(1999. 9)” 신설 이후에도 이로 인한 감리종목 지정이 줄지 않는 등 우선주에 대한 보다 근본적인 시장관리대책의 필요성이 요구됨.

- 우선주 가격이 보통주 가격보다 높은 종목으로서 최근 3일간 주가 상승률이 30% 이상인 경우(단, 동기간 중 주가상승률이 보통주의 1.5배 미만인 종목은 제외)에 우선주 감리종목으로 지정

3. 한국증권거래소의 거래 메커니즘 및 상장관리제도: 유동성 관련 요건을 중심으로

○ KSE의 거래 메커니즘 및 상장관리제도를 유동성 관련 요건을 중심으로 살펴봄으로써, KSE의 매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고 방안에 대한 시사점을 얻고자 함.

- 다음 장에서는 이와 비교하여 세계 주요 거래소의 유동성 관련 거래 메커니즘과 상장 및 상장유지제도를 살펴볼 것임.

가. 거래 메커니즘

- KSE는 불특정 다수의 투자자로부터 매도·매수주문을 접수받아 가격·시간 우선의 원칙에 따라 매매거래를 체결시키는 순수경쟁매매 메커니즘 시장임.
 - 따라서 NYSE와 Nasdaq과 같은 시장조성인은 존재하지 않음.
- KSE의 매매거래
 - 정규시장과 시간외 시장으로 구분(월요일부터 금요일까지 거래)
 - 정규시장은 09:00 15:00까지 연속적으로 열리는 단일시장임.
 - 15:10 15:40까지 당일 종가를 기준으로 거래가 체결되는 시간외 시장의 시간외매매제도를 통해서 정규시장 종료 후 투자자에게 추가적인 매매기회를 부여하고 있음.
 - 10주가 주식거래의 기본단위임.

1) 거래절차

- 투자자가 거래소회원에게 주문을 제출하고자 할 경우에는 증권회사에 계좌를 개설해야 함.
 - 모든 주문은 전산화된 회원시스템을 통하여 즉시 통보

○ KSE의 매매체결시스템

- 공동온라인시스템으로부터 전달받은 고객의 매수·매도 주문을 자동으로 매매체결하는 시스템
 - 현재 한국주식시장의 모든 매매는 전상장종목에 대하여 100% 자동으로 매매체결되고 있음.
- 주문의 접수 및 집계, 매매체결, 체결결과의 전달, 시장운영업무, 수도결제 및 통계업무 등을 수행

2) 거래 방법

가) 주문의 종류

- 주문은 지정가주문, 시장가주문, 조건부지정가주문 등 3가지가 있음.
 - 지정가주문: 지정된 가격, 또는 그보다 유리한 가격에서 매매거래를 하고자 하는 주문으로, KSE 대부분의 주문이 이에 속함.
 - 시장가주문: 시장에서 형성되는 가격으로 (즉시) 매매거래를 하고자 가격을 지정하지 않은 주문
 - 조건부지정가주문: 종가결정을 위한 동시호가시간 전까지 매매거래가 성립되지 않은 경우 시장가주문으로 전환되는 조건이 부여된 지정가주문
- 동시호가를 포함한 모든 거래에서 주문체결시 “가격우선의 원칙”, “시간우선의 원칙”이 적용됨.

나) 매매체결방식

- 매매체결방식에는 크게 동시호가방식과 접속매매방식이 있음.
- 동시호가방식: 일정시간동안 접수한 모든 호가를 동시에 접수된 것으로 보고 하나의 가격으로 주문을 체결시키는 방법
 - 동시호가 매매시 가격은 당해 가격보다 높은 가격의 모든 매수호가 수량과 당해 가격보다 낮은 가격의 모든 매도호가수량이 동시에 매매체결 가능한 수준에서 하나의 가격으로 결정
 - 동시호가는 정규장의 개장 및 종료가격 결정시, 신규상장종목의 최초가격 결정시, 관리종목(매 30분마다 동시호가를 적용) 등에 적용되어 단일가로 처리됨.
- 접속매매방식: 동시호가방식으로 가격을 결정한 직후부터 매매거래시간 중의 가격결정방법으로 단일가격에 의한 개별경쟁매매임.
 - 가격우선원칙과 시간우선원칙에 따라 합치되는 호가간의 매매거래를 성립시킴.
- 이외에도 시간외종가매매, 신고대량매매, (관리종목매매), 정리매매 등의 매매방식이 (보조적으로) 사용되고 있음.

나. 상장관리제도

○ 매매거래 비활발종목의 유동성 제고가 본고의 목적이므로 유동성요건과 관련된 상장관리제도에만 국한하여 연구를 진행함.

— 제I장에서도 언급하였듯이 상장관리제도란 상장, 관리종목 지정과 같은 상장기업의 관리 및 상장폐지(또는 상장유지)에 관한 제도를 포괄적으로 의미하는 것으로 정의함.

<표 II-13> KSE 상장요건 중 유동성 관련 요건

항목	선 택 1	선 택 2	비 고
소액주주의 소유 주식수	○ 다음 중 하나를 충족해야 함: ① 예비상장심사청구일 현재 30% 이상 ② 신규상장신청일 현재 30% 이상 공모 ③ 예비상장심사청구 후 공모주식수가 10% 이상으로 예비상장심사청구일 현재의 자기자본에 따라 공모주식수가 다음 이상일 것 · 500억원이상 1,000억원미만: 100만주이상 · 1,000억원이상 2,500억원미만: 200만주이상 · 2,500억원 이상: 500만주이상		○ 발행주식총수 및 의결권 있는 주식총수에 각각 적용 ○ 주식수 계산시 액면은 관계 없음. ○ 실질주주명부에 의한 주주를 기준 ○ 공모주식 산정시 간주공모는 제외
최대주주 등의 소유주식	○ 최대주주 등의 소유주식: 70/100 이하 - 공공적 법인 또는 정부가 최대주주인 경우 제외		
공모	○ 예비상장심사청구 후 의무적으로 10% 이상 공모해야 함. - 협회등록법인 중 등록시 모집 또는 매출한 법인과 직등록 후 1년이상 경과하고 소액주주의 소유주식수가 30% 이상인 법인은 공모 없이 상장 가능		○ 분산요건을 갖춘 협회등록법인에 대한 예외 인정
소액 주주수	○ 1,000명 이상		○ 의결권 있는 주식을 소유한 주주
기타	○ 발행주권에 대한 양도제한이 없을 것 ○ 명의개서대행계약 체결 및 통일규격주권 발행		

1) 상장요건

○ KSE 상장요건 중 유동성 관련 요건은 표 <II- 13>과 같음

— 상장요건을 기업의 규모와 특성에 따라 “선택1” 요건, “선택2” 요건으로 나누는데 유동성요건은 선택1, 2에 공통적으로 적용됨.

- 상장관리제도는 크게 상장요건과 상장폐지요건으로 나눌 수 있는데 상장요건에 유동성관련 요건은 주식분산요건만이 해당됨.
- 후술하는 상장폐지요건 중 유동성관련 요건은 주식분산요건 이외에도 거래량요건이 추가적으로 포함됨.

2) 상장기업 관리방식

가) 관리종목제도

○ 부실법인에 대한 회생기회의 부여 및 기존주주 보호측면에 중점을 둔 결과, 관리종목 지정법인이 크게 증가된 상태임.

— 2001년 6월 15일 현재, 관리종목으로 지정되어 있는 법인(상장폐지가 확정된 B기업 제외)은 130개사 170종목으로, 전체 상장법인 중 회사기준으로 18.8%, 종목기준으로 19.0%(증권투자회사 제외)에 이름.

- 170개 관리종목(종목기준) 중 거래가 형성되지 않은 3개를 제외한 167개 종목의 단순평균주가는 5,121원이었으며, 이중 125개 종목(74.9%)의 주가는 5,000원 미만이었음.

- 이들 부실법인 주식의 상장이 장기간 지속되어 회생가능성이 희박함에도 불구하고 이들 관리종목에 대한 무분별한 투기적 거래가 발생함으로써 증권시장의 질적 저하를 초래하여, 결국 일반투자자들의 증권시장에 대한 불신을 초래하는 결과를 낳게 됨.

① 관리종목의 정의 및 기능

- 상장법인으로서 갖추어야 할 최소한도의 유동성을 갖추지 못하였거나, 영업실적 악화 등의 사유로 인하여 부실이 심화되어 투자대상으로서 부적격하게 된 경우, 당해 종목에 대해 투자자의 주위를 환기시키고 급격한 가격변동에 따른 투자위험성을 최소화하기 위해 일반상장법인과는 매매거래체결방법을 달리하는 종목

- 원칙적으로는 즉시 상장을 폐지시켜야 하지만, “당해 법인에게 회생할 수 있는 기회를 부여”하고 “기존주주들에게는 환금성을 제공”하기 위하여 “관리종목”으로 지정하여 일정기간 상장을 유지시키는 것
- 관리종목으로 지정되고 난 뒤에는 보통 1년간 당해 지정사유를 해소할 수 있는 시간적 여유가 주어지며, 동기간 내에 해당사유를 해소하지 못할 경우에는 상장폐지기준에 해당하게 되어 정리매매기간을 거쳐 상장이 폐지됨.

② 관리종목 지정기준

○ 관리종목 지정기준은 <표 II- 14>와 같음.

— 후술하는 기업의 상장폐지는 관리종목의 지정과 밀접하게 관계가 있으므로 비교를 위하여, 상장폐지기준과 연결하여 <표 II- 14>에 동시에 표시함(상장폐지기준의 자세한 요건은 <표 11- 15> 참조).

- 관리종목 지정 및 상장폐지기준 중 본고의 연구목적인 “매매거래 비활발종목의 유동성제고”와 관련이 있는 기준은 6개월간 평균거래량요건과 주식분산요건임.

③ 관리종목제도의 특성

○ 유가증권상장규정에 의하여 관리종목으로 지정되는 경우 투자자의 주위환기를 위하여 1일간 매매거래를 정지

— 매매거래를 정지하기 때문에 유동성이 더 떨어질 가능성도 있음.

○ 관리종목은 일반종목에 비하여 거래량이 미미하고 이에 따라 소수의 호가로도 급격한 가격변동을 유발할 수 있기 때문에 그에 따른 투자위험을 최소화하기 위해 일반종목과는 다른 매매체결방법을 사용

— 1998년 1월부터 매매체결시점을 정규거래시간 동안(09:00 ~ 15:00) 30분 단위로 하고 동시호가와 같은 단일가매매방식을 채택하여 투자자들에게 매매기회를 부여하고 유동성을 제고

— 이외에도 관리종목에는 다음과 같은 제한이 가해짐.

- 첫째, 대용증권으로의 효력이 정지되어 증권시장에서 현금처럼 이용되는 역할이 제한
- 둘째, 신용거래종목에서도 제외됨으로써 당해 종목에 대해 신용 거래융자 및 신용거래 대주를 할 수 없음.
- 셋째, 증권금융의 담보대출유가증권에서도 제외

나) 정리매매종목제도

- 관리종목으로 지정된 후 지정사유를 해소하지 못하여 상장폐지되는 종목의 경우 이 종목을 소유하고 있는 주주에게 일정기간의 매매거래를 허용하여 마지막 환금의 기회를 부여하는 종목
 - 관리종목과 마찬가지로 30분 단위로 단일가매매방식을 취하고 있으며 가격제한폭이 없음.

<표 II 14> 관리종목지정기준 및 상장폐지기준

구 분	관리종목지정기준	상장폐지기준
사업보고서 등 미제출	해당시	1회 추가
감사의견 부적정·의견거절	해당시	1회 추가
영업활동정지	해당시	1년 계속
부도·은행거래정지	해당시	1년 계속
자본전액잠식	해당시	1년 계속
주식분산기준 미달*	해당시	1년 계속
회사정리절차(화의)신청/개시	해당시	2년마다 심사
사외이사 미선임 등 지배구조 미구축	해당시	1년 계속
불성실공시	고의·상습위반 (불성실공시 1년내 2회)	6월내 추가1회
6월간 평균거래량 1% 미만**	해당시	1회 추가
법률의 해산사유 해당, 주식양도제한, 기타공약과 투자자 보호	—	해당시

* 출처: 한국증권거래소, “한국증권시장의 매매제도”, 2000.

* 분산기준 : 소액주주 200인 미만이거나 소액주주비율 10%미만, 또는 최대주주 등의 소유비율이 80%이상(공공법인, 최대주주가 정부인 경우는 제외)

** 평균거래량={6개월 중 매매거래일/6개월 중 당해 법인의 매매거래일} × 6개월간 총 거래량 ÷ 6

다) 관리종목제도

○ 매매상황과 관련하여 시장관리상 필요하다고 인정하는 종목

- 주가의 급등 또는 거래량의 급변 과정에서 투자자에게 주의를 환기시키고 불공정거래를 미연에 방지하기 위한 목적

- 요건: “최근 5일간 주가상승률이 75% 이상인 경우가 연 3일간 계속되고 제 2일째 되는 날의 종가가 최근 30일 중의 최고주가인 종목”, 또는 “분석 당일을 기준으로 최근 7일간 주가상승률이 동기간 동업종산업별 수정주가평균상승률 또는 동업종산업별 주가지수상승률의 4배 이상일 것”
- 단, 동업종산업별 수정주가평균 또는 동업종산업별 주가지수 산출 대상 상장회사가 5사 이하인 경우에는 주가평균 또는 한국종합주가지수를 적용함(우선주의 경우에는 보통주보다 주가가 높은 우선주로서 최근 3일간 주가상승률이 30% 이상인 경우).

3) 상장폐지제도

가) 개념

- “상장폐지”는 현재 상장된 유가증권에 대하여 유가증권시장에서 매매거래 대상이 될 수 있는 적격성을 상실시키는 조치임.
- 당해 상장법인의 신청에 의하여 상장폐지 되거나, KSE의 직권(상장폐기기준)에 의해서 상장폐지 되는 두 가지 경우가 있음.
 - 이중 후자가 일반적이며 당해 상장법인이 상장폐지를 신청하는 경우 거래소가 이를 거부할 수 있음.

<표 II 15> 주권 상장폐지기준의 요건

형식적 요건	· 사업보고서 또는 반기보고서 미제출 · 감사의견 부적정 또는 의견거절 2년 계속
실질적 요건	· 영업활동정지, 부도발생 또는 은행거래 정지 후 1년 이내에 이를 해소하지 못하는 경우 · 자본전액 잠식 2년 계속 · 주식 분포 상황 — 소액주주수 200명 미만 또는 소액주주 소유주식수 10% 미만 또는 최대 주주 소유주식 80% 이상으로 관리종목 지정 후 1년 계속* — 소액주주 지주 비율 10% 미만으로 관리종목지정 후 1년 계속 · 6월간 월평균거래량이 1% 미만으로 관리종목지정 후 6월 계속
기 타	· 회사정리절차 개시(회의조항)결정 이후 2년마다 거래소가 심사하여 적격성이 인정되지 아니하는 경우 · 회사정리절차 개시신청 기각, 회사정리절차 개시결정 취소, 정리계획 불인가 및 회사정리절차 폐지의 결정이 있을 때 · 주식양도의 제한 · 해산사유 해당 · 사외이사수 미달 또는 감사위원회 미설치 · 공시의무 위반으로 관리종목으로 지정된 후 6월 이내에 공시의무 위반 · 기타 공익 및 투자자 보호상 상장폐지가 필요하다고 인정한 때

- * 소액주주의 기준: - 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 1%와 액면기준 3억원 중 적은 금액에 해당하는 주식을 소유한 주주
- 기관투자자
 - 벤처금융
 - 외국인투자 전용회사 및 증권투자회사
 - 자기주식을 취득한 법인
 - 벤처기업육성에 관한 특별조치법에서 정하는 기금 등

나) 상장폐지 절차

○ 상장폐지 절차는 일반적으로 다음과 같음.

- 관리종목으로 지정 ⇨ 일정기간 동안 상장폐지를 유예(6개월 2년간, 주로 1년간 유예하여 해당요건을 해소할 기회를 부여) ⇨ 상장심사위원회 심의 ⇨ 상장폐지 결정 ⇨ 일정기간(15일)동안 정리매매⁸⁾

○ 어떤 기업이 상장폐지기준에 해당할 우려가 있는 경우

- 투자자 보호를 위해서 당해 법인에 대하여 사전에 상장폐지기준에 해당될 우려가 있음을 예고

다. 거래소의 (사유별) 상장폐지 현황

○ 거래소의 신규상장이 최근 들어 매우 낮은 수준에 그치고 있기 때문에, 이에 상대적으로 상장폐지된 기업의 수가 많은 것으로 보이나, 실제로 효과적인 상장폐지제도가 운영되고 있는지는 의문시됨.

- <표 II- 16>에서 보면, 1999년에는 금융구조조정 시기였던 점을 감안하더라도 다른 해에 비해 신규상장 및 상장폐지가 활발히 이루어졌음.

- 거래소 상장기업수와 코스닥 등록기업수가 거의 동일해지고 있는 추세임.⁹⁾

8) 정리매매기간의 경우 종전에는 매매거래일을 기준으로 1개월을 두었으나, 상장폐지종목을 대상으로 이 기간동안 투기적 거래가 이루어지는 문제점을 개선하기 위하여 1999년 12월부터 15일로 단축함.

<표 II 16> 신규상장 및 상장폐지기업 추이

구분	신규 상장	상장폐지
1998년	3사	31사
1999년	31사	53사
2000년	7사	28사
2001년 상반기	7사	18사

— 상장폐지된 기업의 사유별 추이를 <표 II- 17>에서 살펴보면, 가장 큰 비중을 차지하는 것이 “상장폐지 유예기간 종료”이고, 피흡수 합병이 그 다음 순위를 차지하고 있음.

- 외환위기로 인한 금융구조조정의 여파로 인해 1998년에는 금융업인가 취소, 1999년 피흡수합병으로 인한 상장폐지가 많았음.

<표 II 17> 상장폐지기업 사유별 추이

구분	1998년	1999년	2000년
피흡수 합병	8	21	4
상장폐지 유예기간 종료	8	20	10
금융업인가 취소	15	9	-
상장폐지신청	-	1	1
증권투자회사 존립기간 만료	-	-	13
해산사유 발생	-	2	-
합계	31	53	28

9) 2001년 11월 1일 현재, 거래소 상장기업수는 690개사, 코스닥 등록기업수는 676개사임.

4. 유동성 관련 상장관리제도의 문제점과 시사점

- 유동성과 관련된 상장관리제도 중 상장폐지기준(거래량요건과 주식분산요건)은 (비교적) 적절한 기준도 있으나(예를 들어 거래량요건 중 “1%”), 전반적으로 느슨한 실정임.
 - 이로 인해서 부실우려 기업에 대한 조기경보기능과 적절한 퇴출기능이 약화되어 상장기업들도 부실화 또는 퇴출위험에 대해 안이한 자세를 취하고 있으며, 관리종목에 대한 도박성 투기거래의 횡행으로 건전한 투자환경이 저해되어 있음.
 - 따라서 거래소 비즈니스의 활성화, 즉 유동성을 제고하기 위해서는 다양한 주문방법을 허용하고 유동성이 낮은 주식에 대해 거래메커니즘을 달리 적용하는 등의 제도개선이 필요함.
 - 이는 결국 간접적으로 투자자를 보호하기 위한 환경개선과도 연관이 됨.
- 물론 현행 관리종목의 경우, 30분마다 장중 동시호가를 시행하여 왜곡될 수 있는 가격발견 기능을 어느 정도 교정하는 효과를 발휘하고 있다고 볼 수도 있겠으나, 매매거래 비활발종목 전체에 대한 유동성 제고에는 제한적인 효과를 가짐.
- 현행 “상장주식 대비 6개월간 평균거래량요건”의 경우 가격발견(price discovery) 기능을 제대로 할 수 없음.

- 시장에서 해당 주식의 가격이 기업의 본질적 가치(intrinsic value)를 제대로 반영하는 해야 한다는 것은 주식시장의 기능 중 가장 고유한 기능임.
 - 6개월간 평균거래량이 상장주식의 1% 미만인 상태가 “6개월” 동안 지속된다면, 이를 통해서는 균형가격을 거의 발견할 수 없을 것임.
 - 따라서 거래량과 관련된 매매거래 비활발종목을 새롭게 분류(또는 정의)하여 이들 종목의 유동성 개선을 위한 거래 메커니즘의 개선이 요구됨.
- KSE에는 우량기업임에도 불구하고 거래량이 매우 저조한 기업이 존재하고 있어 시장의 전반적인 가격효율성을 저해하는데 한 몫을 하고 있음.
- 이는 위에서 기술한 현행 “6개월간 평균거래량요건”과 마찬가지로 가격발견 기능의 약화에 귀결됨.
 - 이 경우는 Brennan and Subrahmanyam(1996)이 지적하는 것처럼, 상기 기업들에 대한 투자자들이 대부분 장기·소액투자자이기 때문에 주로 발생하는 것이라고 할 수 있음.¹⁰⁾
 - 따라서 다양한 거래주문 방법을 도입하는 것이 이러한 주식의 유동성을 제고하는데 도움이 될 것으로 사료됨.
- “소액주주 200인 미만”과 “소액주주비율 10%”인 경우에 상장을 폐지하는 현행 주식분산기준으로는 시장유동성을 확보하기가 어려움.

10) Brennan, M. J. and A. Subrahmanyam, “Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns,” *Journal of Financial Economics* 41, 1996, pp. 441-464.

— 따라서 주식분산요건을 매매거래 비활발종목의 유동성을 개선하기 위한 목적과 관련하여 새롭게 분류하고, 이 정의에 의하여 새로이 매매거래 비활발종목으로 구분되어진 종목에 대한 거래 메커니즘을 개선하는 것이 요구됨.

○ 1999년 8월 이후 우선주에 대한 다각적인 대책에도 불구하고,¹¹⁾ 현재 (2001년 1월 29일 기준)에도 우선주의 주가가 보통주 주가보다 월등히 높아, 주가괴리율 100% 이상인 종목비중이 27.3%(54종목)에 달하는 등 이상현상을 보이고 있음.

— 또한 거래량도 저조하여 보통주에 비해 유동성이 매우 저조한 우선주들이 시장에 다수 존재하고 있음.

— 따라서 소량 우선주가 상장되어 경쟁매매방식으로 거래될 수 있는 현행제도 하에서는 가격이 매우 심하게 변동하여 균형가격(equilibrium price)을 발견하기가 매우 어렵기 때문에, 이에 대한 개선이 요구됨.

○ 현행 소액주주수 요건에 미달하는 기업들은 액면가에 미달하는 종목이 대부분임.

— 따라서 매매거래 비활발종목을 액면가 미만의 저가주와 관련하여 새로이 분류(정의)하고, 이들 종목에 대해 거래 메커니즘을 현재와는 달리 적용하는 방안도 고려해 보는 것이 필요하다고 판단됨.

11) 우선주 상장유예제도 도입(99.12), 우선주의 전액상장제도의 예외 인정 및 종목별 상장폐지신청 허용(99.8), 유동성이 결여된 우선주(보호예수 등에 의한 유통제한 종목 또는 특정주주 전량 보유종목)에 대한 매매거래정지제도 도입(2000.10)

III. 세계 주요 거래소의 유동성 관련 거래 메커니즘, 상장 및 상장유지제도

- 각국의 거래소들은 “주문의 체결량, 체결속도 및 체결가격 등에 영향을 미치는 유동성이 궁극적으로 주식시장의 성과에 직접적인 영향을 준다”고 보고 유동성을 제고하기 위한 여러 가지 방안을 도입하고 있음(이에 대한 자세한 논의 및 한국주식시장에서의 의미는 제IV장에서 다룸).
 - 대체적으로 유동성의 정도에 따라 거래되는 주식을 몇 개의 그룹으로 분류하여 각 그룹에 맞는 적당한 거래 메커니즘을 지원함.
 - 특히 유럽거래소들이 보다 적극적인 방식으로 유동성이 낮은 주식들의 거래 메커니즘을 관리하고 있음.
- 본 연구에서의 관심사인 매매거래 비활발종목의 유동성 제고방안을 모색하기 위해서 세계 주요 거래소의 거래 메커니즘과 상장 및 상장유지(또는 퇴출)제도를 유동성 제고에 초점을 맞추어 고찰하고자 함.
 - 구체적으로는 제II장에서 살펴본 KSE의 유동성 관련 거래 메커니즘, 상장관리제도 등을 미국(NYSE, Nasdaq), 일본(TSE), 유럽(Paris Bourse, DB AG, LSE)의 주요 거래소의 것과 비교할 것임.

1. 미국의 유동성 관련 거래 메커니즘 및 상장관리제도

가. NYSE

1) 거래 메커니즘

○ 수정경쟁매매(modified auction) 메커니즘 방식으로 시장을 운영

— 매매거래는 월요일부터 금요일까지, 매매시간은 9:30 ~ 16:00(정규장)임.

○ 거래소내의 경쟁매매에서는 특정 증권에 대한 모든 주문이 그 증권을 담당하는 스페셜리스트(specialist)의 거래 포스트로 집중

— 스페셜리스트의 역할

- 시장조성인(market maker)의 역할: 해당 증권의 수요·공급의 일시적인 불균형을 해소하고 거래의 즉시성(immediacy)을 제공하기 위하여 자신의 계정으로 거래함.
- 대리인(agent)으로서의 역할: (특히) 대량주문(large-block trading)의 경우 거래당사자들의 대리인으로서의 역할을 하면서 대량주문에 대한 상대고객(counterparty)을 찾아 거래를 체결
- 유동성 공급자(liquidity supplier)로서의 역할: 스페셜리스트는 지정가주문의 횟수가 적고 유동성이 떨어지는 주식에 대해서 지정가주문장에 근거하거나, 혹은 자신의 거래의사에 근거하여 매도·매수 가격을 공표함으로써 거래를 시작할 수 있는 등, 상당한 시장지배력(market power)을 가짐.¹²⁾

2) 상장관리제도

○ NYSE는 NYSE에의 상장 자체가 그 기업의 성장력과 시장지배력을 국제적으로 증명해 주는 것이라는 강한 자부심을 가지고 있으며, 이에 걸맞는 엄격한 상장요건을 요구하고 있음(<표 III- 1> 참조).

— 분산요건 중 주주수는

- 주주수(100주 이상 보유) 2,000명,
- 또는 총 주주수 2,200명 이상이고, “최근 6개월 평균거래량”이 10만주,
- 또는 주주수 500명 이상이고, “최근 12개월 평균 거래량”이 100만주 이상

— 공개 주식수는 1,100,000주 이상이어야 하고, 공개 주식수의 시장가치는 분사하거나 IPO 한 경우에는 6천만달러, 공개기업인 경우 1억달러 이상일 것을 요구

— 이외에도 “이익요건”, “영업흐름현금요건”, “국제시장시가총액요건” 등을 요구하고 있음.

12) 이러한 측면에서 볼 때, 스페셜리스트는 가격 수용자(price taker)가 아님. 또한 스페셜리스트는 “중요 뉴스발표의 지연(news pending)”이나 대규모의 주문 불균형이 발생하는 등의 비정상적인 상황하에서는 지정된 입회장 감독관(designated floor official)의 승인에 따라 거래의 시작을 연기하거나, 거래를 중단시킬 수도 있음. 그러나 이와 같이 스페셜리스트가 거래소에서의 점하고 있는 우월한 지위(position)에도 불구하고 최근 대부분의 거래에서 스페셜리스트의 개입비율이 낮아지고 있는 상황임.

<표 III - 1> NYSE 주요 상장요건

항목	상 장 요 건	
분산요건	1. 주주수	· 주주수(100주이상 보유) 2,000명 또는 · 총주주수 2,200명 이상, (최근 6개월 평균 거래량이 10만주) 또는 · 주주수 500명 이상, (최근 12개월 월평균 거래량이 100만주인 경우)
	2. Public Shares	1,100,000(outstanding)
	3. Public Shares의 시장가치	· 분사, Carve-out, IPO인 경우: \$60,000,000 · Public Company의 경우: \$100,000,000
양적 요건 (재무상황)	4 . 이익	최근 3년간의 세전이익의 총합이 다음과 같이 최소 \$6,500,000 이상이어야 함: · 가장 최근 년도의 세전이익 \$2,500,000 - 최근 2년의 각 세전이익 \$2,000,000 또는 · 가장 최근 년도의 세전이익 \$4,500,000 (3년간 모두 수익이 발생했어야 함)
	5. 영업현금흐름	국제시장시가총액 5억달러이면서 지난 12 개월간의 수익이 2억달러인 기업의 경우: · 지난 3년간의 영업현금흐름의 총합 \$25,000,000
	6. 국제시장시가총액	· 전년 회계연도의 수익: \$100,000,000 · 평균 국제시장 시가총액: \$1,000,000,000

* 출처: www.nyse.com/listed/listed.html, NYSE Listed Company Manual,

- 상장관리면에서 NYSE는 “상장폐지요건(de-listing standards)”이 아닌
“상장유지요건(listing maintenance standards)”을 제정·운영하고
있음.
- 상장법인으로 하여금 시장관리에 보다 능동적으로 대응하도록 유도
하여 보다 넓은 의미에서 시장을 통한 투자자보호를 가능하게 함.

- <표 III-2>의 상장유지조건에서 분산요건 및 국제시장시가총액요건은 각 상장요건별 적용기준이 정해져 있으나, 이익요건, 영업흐름현금요건에 대해서는 별 다른 유지요건이 없음.
- 주목할 만한 것은 30일 연속해서 평균종가가 1달러 미만인 경우 퇴출시키는 최저주가요건을 채택하고 있는 점임.

<표 III-2> NYSE 주요 상장유지요건

항목	상장유지요건
분산요건	상장요건이 주주수 2,000명인 경우에는 주주수가 400명 이하이면 상장유지가 되지 않음. 또는 상장요건이 주주수 2,200명 이상, 최근 6개월 평균거래량이 10만주인 경우에는 주주의 수가 1,200명 이하이면 상장유지가 되지 않음. 또는 상장요건이 주주수 500명 이상, 최근 12개월 월평균거래량이 100만주인 경우에는 최근 12개월 동안의 월평균거래량이 10만주보다 적으면 상장유지가 되지 않음.
	공개적으로 소유된 주식의 수가 600,000주 이하인 경우
양적요건 (재무상황)	국제시장 시가총액(total global market capitalization)이 5,000만 달러 이하이고, 주주의 자기자본이 5,000만 달러 이하인 경우, 또는 30일 연속해서 평균 국제시장 시가총액이 1,500만달러 이하인 경우, 또는 “국제시장 시가총액 기준”을 상장요건으로 하는 기업의 경우에는 최근 12개월 동안의 국제시장 시가총액이 5억달러 미만이고 총수익이 2,000만달러 미만이거나 또는 30일 연속해서 평균국제시장 시가총액이 1억달러 미만인 경우
주당 최소 매수가요건	30일 연속해서 평균종가가 1달러 미만인 경우
기타요건	영업자산감소, 영업전망후퇴, 파산, 청산 등

* 출처: www.nyse.com/listed/listed.html, NYSE Listed Company Manual, Section 8, “Suspension and Delisting”

3) 상장 및 상장폐지 현황

○ <표 III-3>을 통해 최근 몇 년간의 NYSE의 신규상장 및 상장폐지 현황을 KSE와 비교하여 살펴보면, KSE보다 신규상장 및 상장폐지가 상대적으로 활발함.

— 그러나 NYSE의 경우에도 전체 상장기업의 수는 줄어들고 있음(상장 폐지되는 기업수가 더 많음).

- 아마도 이는 전세계적으로 펼쳐진 TMT(Technology, Media, and Telecom) 열풍이 주시장보다는 신시장을 중심으로 전개되었기 때문인 것으로 판단됨.

<표 III-3> NYSE의 신규상장 및 상장폐지 현황

	신규상장	상장폐지	변화분
1998	228	209	△ 19
1999	151	254	▼ 103
2000	122	286	▼ 164

나. Nasdaq

1) 거래 메커니즘

○ Nasdaq에서의 개별 증권에 대한 거래의 특징

— 시장조성인인 딜러들이 그들의 개별 매수·매도가격을 경쟁적으로 제시하는 딜러 메커니즘을 통하여 투자자들이 거래를 행함.

- 이때 내부 호가(inside quote)는 최적의 매수·매도가격(best bid-ask quote)을 말하며, 개별 딜러가 새로운 호가를 제시할 때마다 갱신됨.

○ 시장조성인은 일정한 크기의 주문에 대해서 기꺼이 거래할 의사가 있는 가격을 컴퓨터 스크린에 나타냄으로써 호가를 제시

— 그러나 일반적으로 소규모 주문을 제외하고는 주문회송과 매매체결이 자동적으로 이루어지지 않음.

- 대신, 투자자가 전화로 딜러에게 주문을 내고 딜러는 현재 공시되어 있는 딜러들의 호가에 그 주문을 체결
- 그러나 상기의 현상은 SuperSOES의 가동(2001. 7)으로 대량주문의 경우에도 자동거래가 이루어질 수 있게 되어 어느 정도 해소하리라 전망됨.

○ 딜러의 역할

- 09:30 정규거래가 시작된 이후에 딜러는 1,000주 미만의 주문에 대하여 자신의 호가로 반드시 거래를 체결하여야 함.
 - 거래 체결 후 90초 이내에 시간 순서로 그 거래를 보고해야 함.
- 딜러 자신도 시장조성인으로서 호가를 게시해야 하며 더욱이 이때 도달한 주문에 대해서는 “최선의 거래체결 규정(Best Execution Rule)”에 따라 처리해야 할 의무를 지니고 있기 때문에, 그 주문에 대한 거래를 원하지 않는다면 다른 딜러에게 이 주문을 넘겨주어야 함.

○ Nasdaq의 대표적인 5가지 주문형태

- 시장가주문, 지정가주문, 공매도주문(short selling), SOES(Small Order Execution System)를 이용한 소량주문(retail trades), SelectNet을 이용하여 전송되는 대량매매주문(block trade)
 - 소량의 주식거래 주문에 대한 최적 처리를 담당하기 위해 1984년에 도입된 SOES는 NNM(Nasdaq National Market) 주식의 경우 최대 1,000주, SmallCap 주식의 경우에는 최대 500주까지 Nasdaq 내의 최적가를 찾아서 거래를 체결
 - SOES는 즉시 체결가능한 시장성 있는 주문(시장가주문, 체결될 수 있는 지정가주문)만을 허용하는 의무적인 거래 시스템이므로, 주식의 매수와 매도를 공개하고 있는 시장조성인은 자신이 공개한 거래량만큼 거래해야 함.

- 2001년 7월 30일부터 실행된 SuperSOES는 SOES의 새로운 버전으로 모든 NNM 주식의 주문(최대 999,999주까지)과 자동매매 체결 시스템의 기능을 담당하고 있으며 이는 2002년 초 실행 예정인 SuperMontage의 일부임.

○ Nasdaq 호가의 특성

- Nasdaq 호가는 익명이 보장되는 Instinet, Island 등의 ECN과는 달리, 호가뿐만 아니라 해당 딜러의 신원도 함께 공개
 - 딜러들의 호가와 신원을 함께 공개하므로 안정성이 확보
- Nasdaq Rule 4613
 - 정규거래시간 중, 매수·매도호가의 교차(cross)나 동일 매수·매도호가(lock) 등 비정상적인 호가의 발생에 대한 사전적이고 적극적인 방지노력이 없는 어떠한 호가 행위도 금지¹³⁾

2) 상장관리제도

- “상장폐지요건”이 아닌 “상장유지요건”을 제정·운영함으로써 상장법인으로 하여금 시장관리에 보다 능동적으로 대응하도록 유도하여 보다 넓은 의미에서 시장을 통한 투자자보호를 가능하게 함.

13) 매수·매도호가의 교차나 일치의 해당 주식가치의 정보에 대한 신호역할에 대해서는 다음을 참조할 것. 엄경식·윤지아, “시간외 주식거래: 주요국의 거래 메커니즘별 역할 및 교훈”, 한국증권연구원, 2001.

- 예를 들어 “주식의 시장가치(주당 최소주가)요건”을 두어 이 요건에 해당하는 상장법인은 자신들이 할 수 있는 모든 적법한 수단을 이용하여 적극적인 주가관리를 하게 됨.

○ 유예기간을 최소화하여 시장의 건전성에 충실하고자 함.

- 유동주식의 “시가총액”과 “주당 최소주가”가 30영업일(business days) 연속하여 기준액에 미달할 경우 상장유지요건을 충족시키지 못한 것으로 간주함.
 - 이는 즉시 기업에게 통고되고 90일간의 유예기간동안 10영업일 이상을 연속하여 기준액을 상회하여야 상장유지됨.
- 시장조성인의 숫자가 10영업일 연속하여 기준치에 미달하는 경우, 상장유지요건을 충족시키지 못한 것으로 간주함.
 - 이는 즉시 기업에게 통고되고 30일간의 유예기간 동안 이 기준을 충족하면 상장유지됨.

○ 투명성 제고를 위하여 엄격한 기업지배구조요건(corporate governance requirements)을 확보하고 있음.

- 이사회에 최소 3명 이상의 독립(사외)이사를 선임하도록 함(소기업: 2명 이상).
- 전원 독립(사외)이사로 구성된 “감사위원회”를 구성하여, 이를 통하여 회사의 경영 및 재무상태에 관한 독립적인 평가를 하도록 요구하고 있음(소기업: 과반수 이상).
- 상장유지를 위한 강화된 “질적요건”을 확보

- “주주수 요건”의 경우 상장유지요건이 상장요건과 동일할 정도로 강조되고 있음.

<표 III - 4> Nasdaq National Market의 상장 및 상장유지요건

기 준	상장요건			상장유지요건	
	선택 1	선택 2	선택 3	선택 1	선택 2
순유형자산	\$ 6 million	\$ 18 million	N/A	\$ 4 million	N/A
시가총액 총자산 및 총매출	N/A	N/A	\$ 75 million or \$ 75 million and \$ 75 million	N/A	\$ 50 million or \$ 50 million and \$ 50 million
세전이익 (최근 회계년도 혹은 최 근 3개 회계년도중 2년간)	\$ 1 million	N/A	N/A	N/A	N/A
유동주식수	1.1 million	1.1 million	1.1 million	750,000	1.1 million
설립연수	N/A	2 years	N/A	N/A	N/A
유동주식의 시가총액	\$ 8 million	\$ 18 million	\$ 20 million	\$ 5 million	\$ 15 million
주당 최저매수가	\$ 5	\$ 5	\$ 5	\$ 1	\$ 5
주주수 (100주이상 소유)	400	400	400	400	400
시장조성인 수	3	3	4	2	4
기업지배구조	만족	만족	만족	만족	만족

* 출처: <http://www.nasdaq.com/about/listing.stm>

* 연방파산법의 절차에 따른 신고서를 제출한 기업의 경우, 회계사가 재무제표에 대한 감사의견을 거절한 기업의 경우, 그리고 Nasdaq이 공정한 거래 및 투자자와 공익을 보호가 필요하다고 판단할 경우에는 상장이 취소됨.

* 엄경식 · 최원근, “코스닥 등록취소에 관한 연구”, 한국증권연구원, 2001.

<표 III - 5> Nasdaq SmallCap Market의 상장 및 상장유지요건

기 준	상장요건	상장유지요건
순유형자산 시가총액 및 순이익(최근 회계년도 혹은 최근 3개 회계년도 중 2년간)	\$ 4 million or \$ 50 million or \$ 750,000	\$ 2 million or \$ 35 million or \$ 500,000
유동주식수	1 million	500,000
유동주식의 시가총액	\$ 5 million	\$ 1 million
주당 최소주가	\$ 4	\$ 1
시장조성인 수	3	2
주주수(100주이상 소유)	300	300
설립년수 시가총액	1 년 or \$ 50 million	N/A
기업지배구조	만족	만족

* 출처: <http://www.nasdaq.com/about/listing.stm>

* 연방파산법의 절차에 따른 신고서를 제출한 기업의 경우, 회계사가 재무제표에 대한 감사의견을 거절한 기업의 경우, 그리고 Nasdaq이 공정한 거래 및 투자자와 공익을 보호가 필요하다고 판단할 경우에는 상장이 취소됨.

* 엄경식 · 최원근, “코스닥 등록취소에 관한 연구”, 한국증권연구원, 2001.7

3) 상장 및 상장폐지 현황

○ <표 III- 6>을 통해 Nasdaq은 신기술기업 중심 시장의 특성상 신규상장과 상장폐지가 매우 활발한 시장임을 알 수 있음.

— 이와 같은 현상을 뒷받침해 줄 만한 건전한 상장 및 폐지기준을 운영하고 있을 것이라는 것을 미루어 짐작할 수 있음.

<표 III - 6> Nasdaq의 신규상장 및 상장폐지 현황

	신규상장	상장폐지	변화분
1998	487	906	▼ 419
1999	634	873	▼ 239
2000	605	700	▼ 95

* 출처: Nasdaq Market Data, 2001.

2. 일본 TSE의 유동성 관련 거래 메커니즘 및 상장관리제도

가. 거래 메커니즘

○ TSE의 순수경쟁매매 메커니즘은 CORES(Computer-assisted Order Routing and Execution System)를 통한 자동화된 거래 시스템으로 운영됨.

— 오전장(morning trading session)과 오후장(afternoon trading session)으로 구분하여 운영하며 오전장은 09:00 ~ 11:00, 오후장은 12:30 ~ 15:00임.

— 가격결정방법

- Itayose 방법: 시초가와 종가를 결정하기 위한 단일가격 동시호가
- Zabara 방법: 장중 거래시 이용되는 접속매매 방식으로 가격, 시간 우선의 원칙에 따라 거래가 이루어짐. 시초가 이후의 가격을 결정하는 방법으로 경쟁매매원칙 하의 매도·매수가격에 따라 가격이 다양하게 결정되며 상한가 매수주문은 그보다 낮은 가격에 대해, 하한가 매도주문은 그보다 높은 가격에 대해 우선권을 갖게 됨.

○ 1997년 11월 ToSTNet(Tokyo Stock Exchange Trading Network) 시스템을 도입

— “시간외 거래 시스템(off-hour trading system)”인 ToSTNet 시스템은 대량매매주문(large block cross order)과 바스켓거래주문(basket cross order)을 처리

— 투자자들의 다양한 거래요구에 부응하기 위한 목적으로 도입되었으며 투자자들을 네트워크로 상호 연결하는 전자거래시스템임.

— TosTNet- 1: 대량매매 및 바스켓매매를 처리

• 기관투자자를 위한 거래시스템

• 정규매매시간인 전장(09:00 ~ 11:00)과 후장(12:30 ~ 15:00)의 전후에서 이루어짐.

— TosTNet- 2: 종가를 기준으로 매매

• 08:20 ~ 16:00 사이에 주문을 접수하고 08:45(전일종가), 11:30(전장종가), 16:00(당일종가)에 거래 체결¹⁴⁾

나) 상장관리제도

○ 상장 및 상장폐지기준은 각각 <표 III- 7>, <표 III- 8>과 같음.

— <표 III- 7> 상장기준 중 상장주식수에 따라 “최소 주주수”를 정하는 것이 특이할만함(NYSE도 유사한 형태로 기준을 설정).

14) TosTNet- 1의 거래시간은 평일 08:20 ~ 09:00, 11:00 ~ 12:30, 15:00 ~ 16:30 이고, 매매체결방법은 가격 및 수량이 일치하고 쌍방이 승낙하는 경우에 한해 해당 주문간 매매가 성립되고, 크로스주문의 경우에는 해당 주문간 매매를 곧 바로 집행함.

- 1,000만주 이하: 최소 800명
- 1,000만주 2,000만주: 최소 1,000명
- 2,000만주 이상: 1,200명+(20만주를 초과하는 부분에 대해서는 10만주당 100명), 최대 2,200명

— <표 III-8> 상장폐지기준에 따르면, 다음의 경우 상장폐지됨.

- 상장주식수가 400만주 이하인 경우
- 최근 2년간 “특별 소수”에 의해 보유된 주식수가 상장된 주식의 75% 이하인 경우(일시적으로 80%)
- 상장주식수 1,000만주 이하는 400명 이하, 1,000만주 2,000만주는 600명 이하, 2,000만주 이상인 경우는 1,000명 이하, 2,000만주를 초과하는 부분에 대해서는 1,000만주당 100명 최대 2,000명까지
- 월평균 거래량이 (1)현재 연도에 10,000주 이하 (2)최근 3개월 동안 거래가 없는 경우
- 채무초과상태가 최근 3년 동안 지속되는 경우

<표 III-7> TSE 1부시장의 주요 상장기준

항목	상장기준
상장주식수	최소 4백만주
특별한 소수에 의해 보유된 주식수**	상장하려는 시점에 80%, 상장후 첫 영업년도 말에 75%까지 가능
최소 1주 이상을 보유한 주주	상장된 주식의 수가: (1) 1,000만주 이하: 최소 800명 (2) 1,000만주 2,000만주: 최소 1,000명 (3) 2,000만주 이상: 1,200명+(20만주를 초과하는 부분에 대해서는 10만주당 100명), 최대 2,200명
기업존속기간	최소 3년 연속
주주 자본	최소 10억Yen
세전 순이익	발행기업의 세전 순이익이 다음 중 하나를 만족 a. 2년 (i) 1년차: 최소 1억Yen (ii) 2년차: 최소 4억Yen b. 3년 (i) 1년차: 최소 1억Yen (ii) 3년차: 최소 4억Yen (iii) 3년 총액: 최소한 6억Yen

* 출처: http://www.tse.or.jp/english/cash/stock/stlisting_a.html

** 특별한 소수: 10위까지의 최대주주 및 발행자와 특수 관계에 있는 자

<표 III-8> TSE 1부시장의 주요 상장폐지기준

항목	상장폐지기준
상장주식수	400만주 이하
최근 2년간 “특별 소수”에 의해 보유된 주식수	상장된 주식의 75%이상 (일시적으로 80%)
최근 2년간 “특별 소수”를 제외하고 최소 1거래단위 이상을 보유한 주주수	상장주식수가 (1) 1,000만주 이하: 400명 이하 (2) 1,000만주 이상, 2,000만주 이하: 600명이하 (3) 2,000만주 이상: 1,000명이하, 2,000만주를 초과하는 경우에는 각 1,000만주 당 100명을 더해서 최대 2,000명까지임.
월평균거래량	(1) 현재 연도에 10,000주 이하 (2) 최근 3개월 동안 거래가 없는 경우
경영상태	채무초과상태가 최근 3년 동안 유지되는 경우

* 출처: www.tse.or.jp/english/cash/stock/stlisting_d.html

3. 유럽의 유동성 관련 거래 메커니즘 및 상장관리제도¹⁵⁾

가. Euronext-Paris¹⁶⁾

- 1995년에 확립된 SUPERCAC(Super Cotation Assistèen Continu) 시스템을 사용하는 Euronext-Paris는 가장 진보된 순수경쟁매매 메커니즘의 대표적인 예

1) Euronext-Paris의 특징

- 자본규모에 따른 시장 구분(<표 III-9> 참조)
 - 기업의 자본규모에 따라 1부시장(Premier Marché), 2부시장(Second Marché) 및 신시장(Nouveau Marché)으로 나누어 상장

15) Paris Bourse, DB AG, LSE의 상장관리제도에 대한 자료를 website에서 구하기는 매우 어려운 실정임. 단지, LSE의 경우에는 다른 website를 통해서 상장요건을, email를 통해서 상장유지요건을 구할 수 있었음. 따라서 본 장에서 다루는 유럽 주요 거래소의 상장관리제도는 상당히 단편적인 자료에 의존할 수밖에 없었기 때문에, 이 부분에 연구의 한계가 있음. 그러나 매매거래 비활발종목의 유동성 개선을 위한 시사점을 파악하는데 있어서 이로 인해 야기되는 질적인 차이는 거의 없음.

16) 파리거래소(Paris Bourse)는 2000년 3월 Amsterdam Stock Exchange, Bruxelles Exchange와 통합되어 Euronext의 자회사가 됨. 본 보고서에서는 특별히 언급하지 않으면 Euronext에서 비중이 큰 Euronext-Paris에 국한하여 연구함.

- 결제주기에 따라 현금결제시장(cash settlement market)과 월간결제 시장(monthly settlement market)으로 구분하였으나, 결제제도의 국제표준화를 통한 리스크를 감소시키고 효율성을 증대하기 위해서 월간결제시장은 2000년 9월 25일 폐지
 - Euronext-Paris에서 거래되는 모든 상장주식의 결제는 T+3일임.
 - 비록 월간결제시장은 폐지되고 현금결제시장만이 허용되고 있지만, 실제로는 현금결제방식은 거래소와 브로커간에만 적용되고 있고 브로커와 일반투자자간에는 아직도 월간결제방식으로 거래가 되고 있음.
- 1부시장, 2부시장, 신시장의 거래시간(2000년 4월 3일부터): 09:00 17:30

<표 III - 9> Euronext- Paris의 시장구분

시장형태	회사형태
1부시장	대형기업
2부시장*	중형기업
신시장 (Nouveau Marché)	고속성장기업 (벤처기업)

* 1부시장 진입의 예비단계로서 대기업도 진입 가능함.

<표 III- 10> Euronext- Paris의 거래형태

	증권의 종류	거래종류
1부시장	유동적으로 거래되는 주식	현금결제시장**
	비유동적으로 거래되는 주식	현금결제시장
	모든 채권	현금결제시장
2부시장 신시장 장외시장	모든 주식과 채권	현금결제시장

* 출처: 한상범 · 이은정, “각국의 증권거래제도 및 거래 시스템비교분석,” 한국증권연구원, 2001.

** 2000년 9월 25일 이전까지는 월간결제방식에 따른 시장이었음.

○ 유동성에 따른 시장 구분

— “Continu A”, “Continu B”, “Fixing A”, “Fixing B”로 구분

- “Continu A”, “Continu B”: 연속경쟁매매방식으로 거래
- “Fixing A”: 유동성이 낮은 주식에 대해 하루에 두 번의 일중 집중경쟁매매 (intraday call auction)방식 (동시호가방식)으로 주식 거래
- “Fixing B”: 장외시장 종목대상으로 일중 집중경쟁매매방식으로 거래
- 비교적 유동성이 높은 종목은 A에, 중간정도의 종목은 B로 구분

2) 거래 메커니즘

○ SUPERCAC 시스템에 의해서 모든 주문회송 및 매매체결이 자동으로 이루어짐.

- 즉 투자자가 주문을 하면 브로커가 터미널로부터 주문을 회송
- 브로커들은 SUPERCAC 전자주문장(electronic order book)에 표시된 매도·매수호가에 대응하여 거래를 체결하거나 다른 가격으로 새로운 지정가주문을 제시
 - 부분적으로 거래가 체결된 주문은 완전히 거래가 체결될 때까지 주문장에 남아있거나 혹은 취소될 수 있음.

○ 개장 시초가격은 09:00에 전자주문장에 기록된 모든 공급과 수요의 곡선이 일치하면서도 최대의 거래량을 가능하게 하는 가격을 자동화된 집중경쟁매매방식(batch auction)을 통해 처리

- 주문의 우선순위는 가격 및 시간에 의하여 결정

○ 정규거래에서는 연속경쟁매매방식으로 주문을 체결

- 그러나 유동성이 낮은 주식에 대해 하루에 두 번의 일중 집중경쟁매매 (intraday call auction)방식 (동시호가방식)으로 거래수행
 - 모든 상장기업에 대해 시장조성인제도가 존재하나, 유동성이 활발한 종목에 대해서는 시장조성이 (별로) 없으며, 유동성이 부족한 기업(Fixing A에 속하는 기업)에 대해서 시장조성인의 시장조성활동이 활발함.
- 또한 Fixing A에서 거래량이 많아지거나 또는 일정 수준의 거래량을 회복하면, Continu A 또는 Continu B로 자동적으로 이동하여 거래방식도 일중 집중경쟁매매방식에서 연속경쟁매매방식으로 변경됨.

3) 상장관리제도

○ Euronext-Paris의 상장요건은 기업이 속하는 시장의 종류에 따라 달라짐.(표 III- 11 참조)

— 주시장(대기업), 2부시장(중기업)으로 나뉘며 2부시장의 상장요건은 기업규모의 차이로 인해 주시장에 비해 상당히 완화되어 있음.

<표 III- 11> Euronext- Paris의 주요 상장요건

	주시장	2부시장	신시장
기업분류	대기업	중기업	벤처기업
시가총액	10억 euro 이상	1억 francs 이상	8백만 francs 이상
분산	25% 이상 또는 최소 600,000만주	10% 이상	20% 및 10만주 이상
기업정보	업력 3년 이상	업력 2년 이상	N.A.

* 출처: Paris Bourse SA, “Les Differents Marches de Cotation Reglementes,” 2001.

○ Euronext-Paris 주시장의 상장폐지제도는 거래소의 제규정 중 하나인 “시장규정(Market Rule)”에 의해 규율됨.

— 상장폐지의 종류: 타율적 폐지와 자율적 폐지

— 타율적 폐지 관련 내용

• 개요: 명시적 · 객관적 강행규정은 없으며 거래소 이사회의 재량적 판단에 의해 결정이 내려짐.

• 타율적 폐지의 결정권자: 거래소 이사회

- 판단시 기본요건: “시장 이익(market interest)”을 가장 중요시
- 판단시 고려 요건: 일평균 거래규모(금액과 주식수) 및 거래일수, 주식분산도, 상장시 약정준수(특히 공시) 여부, “시장규정”의 주요 규정 준수 여부

○ Euronext-Paris는 앞서서도 언급하였듯이 유동성이 낮은 상장기업의 지속적인 유동성을 유지하기 위해 시장조성인이 시장조성을 활발하게 수행함.

— 이러한 계약을 하는 브로커(brokerage firm)의 역할은 다음과 같음.

- 거래소 주문장의 매도·매수 주문 스프레드가 연속매매시장인 Continu A는 3%, Continu B는 5%, 집중매매시장인 Fixing A는 5%, Fixing B는 10% 내에서 유지되도록 해야 함.
- 모든 주문은 최소한의 주식수 이상으로 구성되어 함.
- Euronext-Paris에서 담당하고 있는 종목들에 대한 정기적인 조사분석과 보고서를 발표해야 함.

나. Deutsche Börse AG

1) 거래 메커니즘

○ 1997년 11월 28일, IBIS 시스템을 대체하여 도입된 새로운 주식거래시스템인 XETRA(eXchange Electronic TRAding)에 의한 거래를 시작함.

- 거래는 월요일부터 금요일까지, 거래시간은 2000년 6월부터 09:00부터 20:00까지로(주식) 연장
- 프랑크푸르트 증권거래소에 상장된 모든 종목에 대한 거래가 가능

○ XETRA 시스템의 특징

- 거래참가자가 단말기로 입력한 주문을 가격우선, 시간우선의 원칙에 따라 자동적으로 매매를 성립시키는 경쟁매매(order-driven)방식의 전자거래시스템(순수경쟁매매로 분류할 수 있음)
 - 일본 TSE의 매매시스템으로 사용하고 있는 CORES나 Paris Bourse의 NSC-SuperCAC, LSE의 새로운 시스템인 SETS 등의 기본원리와 동일

○ Deutsche Börse의 특징

- XETRA시스템에서 DAX에 속하는 30개의 유동성이 매우 높은 대형우량주 및 MDAX(midcap)에 속하는 70개 중형주식은 연속경쟁매매시장에서 거래
- 비유동적 주식(월별 총거래량이 (2천만DM 이하)은 하루 중 한 번 또는 그 이상의 일중 동시호가로 거래
- SMAX시장과 신시장의 경우에는 시장조성인인 지정스폰서(designated sponsor)가 유동성이 낮은 주식의 거래를 조성하기 위해 매수·매도호가를 동시에 제시

○ 대표적인 주문의 종류

- 시장가주문, 지정가주문, 조건부지정가주문(market-to-limit order), iceberg order(또는 hidden-size orders, 대량주문을 위한 주문 형태)¹⁷⁾

2) 상장관리제도

- DB AG의 상장요건에 의하면 최소 25% 이상의 주식이 대중에 공개되어 있어야 하며 주식은 최소한 2백5십만 DM이 되어야 함.

<표 III- 12> DB AG의 주요 상장요건

상장요건
1. 주식의 최소 규모 — 최소 2백5십만 DM 이상
2. 최소 3년 이상의 기업존속(3년치 재무제표)
3. 주식의 분산 — 최소 25% 이상이 대중에 공개되어 있어야 함.

* 출처: DB AG, "Regulation Concerning the Admission of Securities to Official Listing on a Stock Exchange," 1998.

17) 주문이 공시되는 부분과 공시되지 않는 부분으로 나누어지며, 공시된 부분의 거래가 체결된 이후에 나머지 부분이 공개되어 거래가 체결되는 주문

다. LSE

1) 거래 메커니즘

- 1997년 10월 20일부터 주문체결의 속도 및 효율성을 향상시키기 위해 순수경쟁매매 메커니즘인 전자주문장 시스템인 SETS(Stock Exchange Electronic Trading Service)를 도입하여 가동
 - FTSE100 종목과 FTSE250 종목 중 대형주를 중심으로 유동성이 큰 종목 위주로 거래하는 주문주도형 시스템
 - SETS를 통한 증권거래에 대해서는 최소주문단위에 제한이 없지만 표준거래조건(결제기일: T+5일)을 지닌 주문만이 처리됨.
 - SETS의 도입 이전의 LSE는 복수의 딜러를 중심으로 한 전형적인 딜러시장이었음.
- SETS에서 정규거래시장에서의 접속매매는 08:00 16:30까지 행해지며, 이 기간 동안에도 순수경쟁매매 메커니즘을 채택하는 다른 시장과는 달리 가격 및 시장 상황에 따라 보다 많은 부가적인 일중 동시호가를 시행하고 있음.
 - 예를 들어 접속매매시 직전의 자동체결 거래가격보다 5%를 벗어나는 주문이 제시되는 경우에 5분간의 AESP(Automatic Execution Suspension) 동시호가가 이루어짐.

○ SETS의 대표적인 5가지의 주문형태

- 지정가주문, 최적가주문(at-best), 충족조건주문(execute & eliminate; fill and kill), 전량조건주문(fill or kill), 시장가주문

○ SETS의 가격

- SETS 종목이 아닌 종목의 가격은 시장조성인에 의해 매수·매도가격으로 호가됨.
 - 시장조성인이 매수하고자 하는 가격 중 가장 높은 매수호가가 최적매수가격이 되고, 시장조성인이 매도하고자 하는 가격 중 가장 낮은 가격이 최적매도가격이 됨.

○ 유동성이 높은 FTSE100, Eurotop300에 속한 주식, 그리고 LIFFE에서 거래되는 개별옵션의 거래는 SETS를 통해서 이루어짐.

- SEAQ(Stock Exchange Automated Quotations): SETS에서 거래되는 종목 이외의 기타 증권 거래¹⁸⁾
- SEAQ International: LSE에 상장된 외국증권 거래
- SEAT PLUS(Stock Exchange Alternative Trading Service)¹⁹⁾: AIM에서 거래되는 주식 및 그 이외의 유동성이 낮은 증권 거래

18) SEAQ는 screen-based 정보서비스로 볼 수 있으며, 지속적으로 (시장조성인의 매수·매도가격을 분배하는) 시장 데이터 베이스를 갱신함. 등록된 시장조성인은 08:00 16:30까지 내내 그들의 가격을 유지해야 함.

19) 시장조성인의 호가와 브로커의 주문을 게시하는 시스템. 이 서비스는 이외에도 기업정보, 해당 주식의 과거 거래상태, 브로커의 이름 등을 제공

- 가격변동에 대한 제한은 존재하지 않으나, 거래소는 시장질서를 책임져야 함.

2) 상장관리제도

- “UKLA(UK Listing Authority)의 상장기준”에 부합하고 난 이후, LSE의 거래허가를 얻어야 하는 상장 및 거래허가의 두 단계를 모두 만족시켜야 공식적인 상장 및 거래가 가능해짐.
- <표 III- 10> UKLA 상장기준의 주식분산요건을 보면, 최소한 25% 이상의 주식은 분산이 되어 있어야 함.
- 상장중지(Suspension of Listing)
 - 시장의 원활한 운영을 일시적으로 위태롭게 하거나 투자자를 보호해야 할 상황이라고 판단되어 UK Listing Authority(UKLA)²⁰⁾가 상장중지를 결정하는 순간부터 그 효력이 발생함.
 - 이때 상장중지된 기업은 UKLA의 모든 상장규정에 적합한 상태를 유지하도록 노력해야 함.
 - 상장중지된 기업의 요구는 서면으로 또는 스폰서에 의해 UKLA에 전달되어야 함.

20) Financial Services Authority(FSA)의 하부 조직임.

<표 III-13> UKLA의 주요 상장기준

UKLA의 상장기준	
거래기록	- 상장심사 신청 전 최소한 6개월 이전에 작성된 최소 3년간 감사받은 회계기록이 공개되어야 함. - 기업그룹에 속하는 회사라면 결합재무제표도 첨부 - 회계감사는 US 및 UK의 GAAP, IAS(International Accounting Standards)의 기준에 따라 독립적으로 이루어져야 함.
시가총액	- 시가총액이 £700,000 이상 되어야 함(적합한 시장이 될 것이라고 판단하면 더 낮은 금액에서도 가능함).
주식분산 비중	- 상장시 25% 이상의 주식이 분산되어 있어야 함.
수정된 규칙을 적용 받는 회사 및 증권 유형	- 부동산회사, 높은 성장성을 가진 혁신적 회사, 광산 회사, 과학연구회사, 투자회사, 벤처캐피탈신탁, 해외 기업, 공기업, Euro Bond 등 특수한 유가증권
질적 요건	- Incorporation(UK에서 설립된 경우 사기업이면 안됨) - 회사는 현재 필요한 운전자본과 향후 최소 12개월간 필요한 운전자본을 충분히 보유하고 있음을 보여줘야 함. - 경영진은 전문가를 많이 확보해야 함. - 독립적인 회사운영

* 출처: London Stock Exchange, "A Practical Guide to Listing on the London Stock Exchange," 2001.

○ 상장폐지(Cancellation of Listing)

- UKLA는 해당 주식의 정상적인 거래가 불가능한 “특수한 상황”이라고 판단되면 해당 주식의 상장을 폐지할 수 있음.
 - 특수한 상황: 대상 기업이 상장유지를 위한 적절한 조치를 취하지 않은 상태에서 상장중지가 6개월 이상 지속되는 경우
 - 이때 UKLA는 해당 기업의 상장유지요건의 회복을 위한 과정을 다시 알려주고 특정일에 상장취소될 것이라는 것을 사전에 고지해야 함.

- UKLA는 더 이상 거래를 허가할 수 없는 경우에 해당 주식의 상장을 취소함.

4. 매매거래 비활발종목의 유동성 제고를 위한 시사점

가. 거래 메커니즘 측면

1) 유동성을 기준으로 한 시장의 분할

- 유동성이 낮은 주식들을 구분하여 일반 종목들의 거래와는 다른 방법으로 거래될 수 있도록 함으로써 유동성을 제고함.
 - 한국, 미국, 일본에서는 특별히 유동성으로 구분된 시장이 없음.

가) Euronext-Paris

- 유동성에 따라 시장을 세 가지로 구분
 - “Continu A”와 “Continu B”에서는 연속경쟁매매방식, “Fixing A (유동성이 낮은 주식의 거래)”에서는 하루에 두 번의 일중 집중 경쟁매매 (intraday call auction) 방식으로 주식을 거래
 - Paris, Amsterdam, Bruxelles 등 3개의 거래소가 Euronext로 통합 거래를 시작한 2001년 9월 이후에도 이러한 방식은 유지되고 있음.

- 유동성이 부족한 기업 (Fixing A에 속하는 기업)에 대해서는 시장조성인에 의한 시장조성이 활발하게 수행됨.

나) Deutsche Börse AG

- XETRA시스템의 경우

- DAX에 속하는 유동성이 매우 높은 30개의 대형우량주 및 MDAX에 속하는 70개의 주식은 연속경쟁매매방식으로 거래
- 유동성이 부족한 주식(월별 총거래량이 2천만 DM 이하)은 하루 중 한번 이상의 일중 집중경쟁매매방식으로 거래

- SMAX시장과 Neuer Markt의 경우

- 시장조성인인 지정스폰서는 해당 주식의 유동성이 낮은 경우 이 주식의 거래를 위해 매수·매도호가를 동시에 제시해야 할 의무가 있음.

다) LSE

- SETS를 통한 거래

- 유동성이 높은 FTSE 100, Eurotop 300에 속한 주식, 그리고 LIFFE에서 거래되는 개별옵션이 있는 주식의 거래
 - 주문주도형 시장으로 전자매매방식에 의해 거래됨(즉 연속경쟁매매임).

<표 III- 14> 유동성에 따른 시장구분

	주식의 유동성 정도	시장 구분	거래형태
Deutsche Börse	- 높음 - 중간 - 낮음	- DAX, MDAX - SMAX, Neuer Markt - 비유동주식	- 주문주도형시장(XETRA) 및 입회장거래 - 주문주도형시장(XETRA), 시장조성방 식 및 입회장거래 - 시장조성자에 의한 일중 집중경쟁매매 방식(XETRA) 및 입회장거래
LSE	- 높음 - 중간 - 낮음	- FTSE100 외 - SETS에서 제외 된 주식 - AIM 및 비유동 성 주식	- 주문주도형시장(SETS) - 호가주도형시장(SEAQ) - 주문주도형시장과 독점적 시장조성인 에 의한 호가주도형시장(SEAT PLUS)
Euronext-Paris	- 높음 - 중간 - 낮음	- Continu A - Continu B - Fixing A	- 주문주도형시장(NSC) - 주문주도형시장(NSC) 및 시장조성방식 - 독점적 시장조성인에 의한 1일 2회 경 매(NSC)

* 출처: 한상범 · 이은정, “각국의 증권거래제도 및 거래시스템비교분석”,
한국증권연구원, 2001. (2001년 3월 기준자료를 이용하여 작성)

- SEAT PLUS를 통한 거래(시장조성인의 호가를 통한 주문체결방식): 일
종의 신시장인 AIM에서 거래되는 주식 및 그 이외의 유동성이 낮은 증권
- SEAQ를 통한 거래: SETS를 통해서 거래되는 증권 이외의 증권들은 자
동호가시스템인 딜러 메커니즘을 사용하는 SEAQ에서 거래

2) 다양한 주문의 허용과 주문규모를 기준으로 한 시장의 분할

○ 우리나라와는 다르게 미국과 유럽의 주요 거래소들은 효율적인 매매체결을 위한 다음과 같은 다양한 유형의 주문을 허용하고 있음.

○ 주문 체결방식에 의한 분류

— At market order: 최적의 주문가격에서 거래되는 주문으로서 체결되지 않는 부분은 자동적으로 지정가주문으로 전환

• 예) Euronext-Paris

— 전량조건(fill or kill)주문과 충족조건(execute or eliminate)주문

• 예) Euronext-Paris, DB AG, LSE, NYSE

— 정지주문(stop order): 가격이 희망가격에 이르는 경우에 주문이 정지하여, 원하지 않는 방향으로 가격이 움직이는 경우에 거래참여자의 손실을 최소화

• 예) Euronext-Paris, DB AG, NYSE

○ 주문의 규모별 분류

— 소량주문(small order)

• DB AG: 최소주문크기(minimum order size) 이하의 주문(단주; odd lot)은 집중경쟁매매를 통해서 모든 주문을 집약하여 체결함으로써 주문체결 가능성을 높임.

- LSE(SETS): 브로커가 직접 지정가주문장(central limit order book; electric orderbook)) 또는 Retail Services Providers에게 주문

- Euronext-Paris: 개인투자자의 시장 접근성과 시장 유동성 향상을 목적으로 1995년 9월 단주 주문을 금지함.

- KSE: 당일종가로 단주 처리

— 중규모 주문 (medium-sized order)

- Euronext-Paris, DB AG, LSE: 연속경쟁매매시장과 집중경쟁매매시장 모두에서 이용 가능
- Euronext-Paris: 회원사는 주문장내에서 최적의 매수·매도 호가로 거래해야 함.

— 대량주문 (large order)

- 모든 거래소에서 대량매매는 회원사에 의해 지정가주문장을 통하지 않고 거래될 수 있음.
- 이는 대량매매가 거래규모로 보아 일반적인 매매방법을 통하는 경우 수급의 불균형과 시세의 급변을 초래할 수 있기 때문임.
- 대표적인 예가 NYSE의 upstairs market임.

<표 III - 15> 주문 규모에 따른 거래형태 비교

	주문의 크기	거래형태
NYSE	- Large order > 10,000주 또는 \$200,000 - Medium-sized and small orders	- 매매당사자거래 - 매매당사자거래 또는 지정가주문장을 통한 거래
Euronext-Paris (NSC)	- Large order > 1NBS** - Medium-sized and small orders	- 매매당사자거래 또는 지정가주문장을 통한 거래 - 지정가주문장을 통한 거래 또는 지정가주문장을 통한 매매당사자간 거래
LSE (SETS)	- Very large order > 20 NMS*** - Large order (>8 NMS) and Medium-sized order - Small order	- 매매당사자거래 - 매매당사자거래 또는 지정가주문장을 통한 거래 - 매매당사자거래 또는 지정가주문장을 통한 거래
DB AG (XETRA)	- Large order - Medium-sized order - Small order	- 지정가주문장을 통한 거래 또는 “Vermittlungs-und Suchmarkt”**** - 매매당사자거래 또는 지정가주문장을 통한 거래 - 경쟁매매거래 또는 매매당사자거래
TSE	- Large orders > 1억Yen - Medium-sized and small orders	- 지정가주문장을 통한 거래 또는 ToSTNet - 지정가주문장을 통한 거래

* 출처: 한상범 · 이은정, “각국의 증권거래제도 및 거래시스템비교분석”, 한국증권연구원, 2001. (2001년 3월 기준자료를 이용하여 작성)

** NBS(Normal Block Size)는 대량주문의 최소단위이며, 마지막 분기 평균 일일거래량의 2.5%임.

*** NMS(Normal Market Size)는 각 기업별로 다른 값을 가지며, 각 기업의 NMS는 (전년도 평균거래대금 ÷ 개별기업주가) × 2.5%로 계산됨

**** 대량매매와 바스켓거래를 위한 XETRA의 시스템

나. 거래량요건 및 주식분산요건

1) 거래량요건

- Nasdaq National Market의 경우 “유동주식수”에 대한 요건과 관련하여 상장요건과 상장유지요건이 (거의) 동일함.
 - 유동주식수란 임원 및 대주주의 지분을 제외한 투자자가 보유한 주식수를 의미함.
- 유럽의 거래소의 경우, 자료의 부족으로 인하여 정확하게 파악할 수 없으나, 주시장보다도 상장관리기준이 약한 신시장의 예를 보면, 유동주식수와 관련한 요건은 유예기간이 KSE보다 짧음.

2) 주식분산요건

- 세계의 모든 주요 거래소에서는 상장기준에 주식분산요건을 포함하고 있음.
 - 이는 주식분산의 정도가 상장종목의 유동성에 영향을 미치는 주요 요소이기 때문임.
- <표 III- 16>을 보면 NYSE와 TSE의 경우, 상장주식수에 따라 주주수를 달리 설정하고 있는 것이 특이한 점임.

- NYSE, TSE 모두 주주수의 절대숫자가 KSE보다 많음.
- Nasdaq은 주주수와 관련된 상장유지요건이 상장요건과 동일하고, LSE는 소액주주분산요건(25%)이 상장유지요건 및 상장요건 모두에서 동일할 정도로 두 기관에서 주식분산요건은 강조되어 있음.

<표 III - 16> 주요거래소의 주식분산 요건

거래소	주식분산 요건
NYSE	일반주주소유주식수 110만주 이상 및 다음 중 하나 충족: — 매매거래단위(100주)이상 소유주주수: 2천명이상 — 총주주수가 2,200명(500명)이상이며 최근 6월(1년)간 월평균거래량이 10만주(100만주) 이상
Nasdaq	주주수 400명, 주식수 110만주
TSE	상장주식수를 기준으로 주주수 설정 — 1천만주미만: 800명 이상 — 1천만주이상 2천만주미만: 1,000명 — 2천만주이상 3천만주미만: 1,200명 — 1억2천만주미만까지: 1,000만주 증가시마다 100명 추가 — 1억2천만주이상: 2,200명
LSE(SETS)	25% 이상 분산 (예외) 25% 요건 미충족시에도 거래에 지장이 없을 경우 인정

다. 상장폐지제도 대신 상장유지요건 채택

- TSE를 제외한 세계 주요 거래소에서는 퇴출기업의 선정이라는 소극적 의미의 상장폐지제도보다는 상장기업의 적격성유지라는 상장유지요건을 도입·운영하고 있음.
 - 이는 국제화시대에 걸맞는 상장관리제도의 국제적 정합성 확보라는 차원에서 중요한 사고의 전환을 요구하는 것임.
 - 선진국의 주요 거래소의 경우 상장폐지정책이 증권시장의 신뢰성 유지를 목적으로 하기 때문에 상장유지조건을 두고, 이에 미달할 경우 대부분 유예기간이 없거나 짧은 유예기간을 거쳐 상장폐지 함.
- 상장유지요건 중 가장 특징적인 요건은 “최소주가유지요건”임.
 - KSE에서 소액주주수 요건에 미달하는 기업들 중 대부분은 액면가에 미달하는 종목이기 때문에, 이러한 저가주와 관련한 매매거래 비활발종목의 정의를 새로이 정립하여 관리하는 것이 유동성 및 시장 건전성 제고에 유용할 것으로 판단됨.

IV. 유동성의 개념, 측정, 유동성 관련 상장관리제도에의 시사점

1. 유동성의 개념 및 특징

가. 유동성의 정의

- 일반적으로 자산이 가지고 있는 환금성과 관련한 속성을 뜻하나 주식 시장에서는 신속히 공정 가격에 매매가 가능한 정도를 유동성의 정의로 사용함.²¹⁾
 - 자산은 결국 미래 어느 시점에서 화폐로 전환되어 다른 자산의 획득이나 소비에 사용되어야 하므로 환금성은 어느 자산이던 중요한 속성임.
 - 거래하기 원하는 시기에 적절한 가격으로 환금되는 것이 중요
 - 그러나 유동성이 무엇인지에 대해서는 연구자마다 각자의 연구목적에 적합하도록 각기 다른 정의를 내리는 등 유동성이라는 개념이 객관적으로 정의되어 있지 않기 때문에 유동성을 제대로 측정하는 것 자체는 매우 어려운 문제임.
- 유동성은 대체로 매도와 관련이 크지만 결국에는 매도와 매수 양쪽에 모두 작용하기 때문에 매도가 어려운 주식은 매수도 어려움.
 - 특정자산에 대한 시장의 수요와 공급상황에 따라서 투자자가 원하는 수량을 그 가격에 거래하는 것이 가능한지 여부가 달라짐.

21) 구본일, “주식의 유동성과 주가행태에 관한 연구”, 재무연구 제5호, 1992.

- 종목에 따라서는 매수호가 아예 없거나 아주 낮으며, 더불어 원하는 전량을 매도할 수 없는 경우도 발생할 수 있음.
- 반대로 주식의 폭발적 상승기에는 매수호가를 아무리 높여도 원하는 주식을 충분히 매입하지 못하는 경우도 발생함.

나. 유동성이 높은 기업의 특징

- 일반적으로 공개적으로 소유된 주식수가 많을수록 거래가 가능한 양 자체가 많아져 유동성이 증가함.
 - 규모가 큰 회사들의 주식보다는 작은 회사 주식의 유동성이 낮은 경향이 있기 때문에 작은 규모의 거래량에 의해서도 가격은 비교적 급속히 변동함.
- 기본적으로 회사주식에 대한 수요는 기업의 성과에 기인
 - 기업의 성과가 좋으면 주가상승과 배당에 대한 기대로 주식에 대한 투자자들의 수요가 늘어남.

다. 유동성이 낮은 기업들의 유형

- 기업의 실적이 나빠서 투자자가 투자하기를 꺼려 거래가 이루어지지 않는 경우

— 사실상 이 경우에는 유동성 제고방안을 고려할 필요도 없이 투명하고 적절한 상장폐지기준에 의해서 조속히 상장폐지 시킬 수 있는 방안을 모색하는 것이 더 중요함.

○ 기업이 너무나 안정적이고 주가가 높아서 쉽게 매수호가를 낼 수 없는 경우(주주들도 주식매도를 원하지 않음)

— 대표적인 우량주인 (주)남양유업이 하나의 사례가 될 수 있음.

- (주)남양유업의 주당 순이익은 104,167원으로 동종업계 2위인 롯데칠성음료의 58,681원과 비교해도 2배 이상 차이가 남에도 불구하고 2001년 6월말 관리종목의 위기에서 간신히 벗어남.

- 이는 앞에서 예시한 것처럼 “6개월간 거래량이 전체주식의 1%”를 넘어야 한다는 규정에 위반할 뻔하였기 때문

- (주)남양유업의 상장주식은 우선주를 포함 88만7천주인데 반해 상반기 거래물량은 규정하한선인 5만3200주를 간신히 넘어서는 등 사기도 팔기도 어려운 종목으로 거래량이 절대적으로 부족

— 이러한 현상이 나타나는 것은 앞에서 지적하였듯이, 상기 기업들에 대한 투자자들 대부분이 주로 장기·소액투자자이기 때문에 발생한 다라는 주장이 있음.²²⁾

○ 공개적으로 소유된 주식의 수가 적은 경우, 즉 주식분산이 잘 되어 있지 않은 경우

22) Brennan, M. J. and A. Subrahmanyam, *op. cit.*, 1996.

라. 유동성이 낮은 기업들에 투자하는 이유

- 시장에 참여하는 투자자의 수가 늘어나면 특정 자산에 대한 개인의 지분 비중이 낮아져서 투자자는 “소액투자자화”되고, 이때 투자자는 상대적으로 유동성이 높은 자산에 투자하려 함.
 - 따라서 합리적인 투자자들은 유동성이 낮은 종목에 대해서는 유동성의 차이에 따른 거래비용(또는 투자자들간의 정보불균형에 따른 역선택)을 보상하기 위해 보다 높은 수익률을 요구함.²³⁾
 - 이 때문에 유동성이 낮은 자산들은 스프레드가 크기 때문에 상대적으로 투자기간이 긴 투자자들에 의해서 선택될 수 있을 것임.²⁴⁾

2. 유동성의 측정

- 연구자들 각각의 연구목적에 부합하는 다양한 개념을 사용하여 유동성을 측정, 사용하고 있음.

23) Brennan and Subrahmanyam, *op. cit.*, 1996.

24) 매매거래 비활발종목과 투자기간에 대한 이러한 설명을 “고객효과(clientele effect)”라 함. 이에 대해서는 다음을 참고할 것. Amihud, Y. and H. Mendelson, “Asset Pricing and the Bid Ask Spread,” *Journal of Financial Economics* 17, 1986, 223-249. 최근에는 유동성을 주식가격을 결정하는 하나의 중요한 요인으로까지 간주함. 이에 대해서는 다음을 참조할 것. Pastor, L. and R. F. Stambaugh, “Liquidity Risk and Expected Stock Returns,” Working Paper, Univ. of Penn..

1) (호가) 스프레드

○ 딜러나 스페셜리스트가 존재하는 시장에서는 호가 스프레드(bid-ask spread)를 이들 시장조성인의 유동성 서비스 공급에 대한 보상이라고 파악

— 즉 NYSE처럼 시장조성인이 있는 경우에는 시장조성인의 매도호가보다 매수호가보다 높기 때문에 이 차이가 바로 호가 스프레드이고, 이러한 호가 스프레드로 유동성의 정도를 측정

- 호가 스프레드가 높으면 결국 거래비용이 높은 것으로 유동성은 낮게 되는 것임.

○ 호가 스프레드 개념을 시장조성인 없이 투자자들이 직접 주문을 내어 경쟁하는 KSE같은 지정가주문형 시장에 적용해 보면, 대략 가장 낮은 매도지정가와 가장 높은 매수지정가의 차이로 정의할 수 있고, 이러한 호가 스프레드는 스페셜리스트의 역할을 상당부분 담당하는 인내형 투자자의 유동성공급 서비스에 대한 보상이라고 볼 수 있음.

— 지정가주문형 시장의 투자자들은 크게 “인내형(patient) 투자자”와 “성급형(impatient) 투자자”로 나눌 수 있음.²⁵⁾

- 인내형(patient) 투자자: 즉시 거래가 될 수 없는 지정가주문을 내어 시장가격이 유리하게 변할 때를 기다리는데 결국 이들이 시장에 유동성을 공급하는 역할을 수행(supply provider)
- 성급형(impatient) 투자자: 즉시 거래가 이루어질 수 있는 시장가주문을 내어 유동성을 소비

25) Glosten, L. “Is the Elctronic Open Limit Order Book Inevitable?,” *Journal of Finance*, 1994, pp. 1127- 1161.

- 그러나 KSE와 같은 지정가주문 시장에서는 최혁(1996)이 언급한 “함축 스프레드(implied spread)”가 호가 스프레드보다 유동성을 측정하는데 더 의미 있는 것으로 보임.²⁶⁾
 - 함축 스프레드는 주문자료로 최소호가스프레드를 계산하지 않고, 실제의 체결가격으로 계산한 스프레드임.

2) 거래량

- 다양한 유동성 관련 변수들 중 거래량이 주식시장에서 가장 많이 언급되는 유동성의 대표적인 변수 역할을 함.
 - 거래가 주식의 본질가치에 관한 정보를 시장에 전달하기 때문에 거래량이 많은 주식일수록 정보의 비대칭성이 작고, 유동성공급자들간의 경쟁이 치열함.²⁷⁾
- 거래량 이외에 “거래횟수”를 투자자들의 거래행위(trading activity)로 파악하여 유동성을 측정하는 것도, 앞에서 예를 든 (주)남양유업과 같은 우량주의 유동성을 제고하기 위한 시사점 파악에 도움이 될 것으로 사료됨.

26) 최혁, “지정가주문형 시장에서의 유동성분석-한국증권거래소의 경우”, 증권금융연구, 1996.

27) 주식의 본질가치와 거래량과의 관계를 시장미시구조이론의 틀에서 살펴보면 다음을 참고할 것. 엄경식·윤지아, “시간외 주식거래: 주요국의 거래 메커니즘별 역할 및 교훈”, 한국증권연구원, 2001.

3) 거래체결 시간²⁸⁾

- Lipman and McCall(1986)은 유동성을 자산을 적정 가격으로 현금화하는데 소요되는 시간의 측면에서 파악(매수자가 적절한 가격으로 거래에 응할 매도자를 만날 수 있을 때까지 걸리는 평균 탐색시간)
 - 이러한 탐색시간을 결정하는 요소로 시간당 매수주문건수, 가격의 예측정확성이 제시되었으나 현실적으로는 측정하기가 매우 어려워 실용가능하지 않았음.
- Cooper, Groth, and Avera(1985)와 Hui and Heubel(1984)은 일정기간 동안의 평균거래량과 총가격 변동폭간의 비율을 유동성의 척도로 간주하기도 하였는데, 이는 주어진 물량이 시장에서 소화되는데 얼마만한 가격변동을 겪는지를 측정한 것임.
 - 그러나 이것도 상장주식의 절대 수량의 대소와 정보의 유입이 가격변화에 영향을 미친다는 점을 고려하지 못한 한계를 가짐.

4) 시장의 깊이 (Market Depth)

- 자산의 유동성을 “가격변동을 유발하지 않으면서 얼마나 많은 거래를 성립시킬 수 있는가의 정도”, 즉 “시장의 깊이”로 정의하여 거래시 부담하는 거래비용의 크기로 측정할 수 있다는 견해

28) 본 3)항의 내용은 다음에서 인용. 구본일, “주식의 유동성과 주가행태에 관한 연구”, 재무연구 제5호, 1992.

- 이를 보통 “Kyle(1985)의 λ ”라는 용어로 사용하기도 함.²⁹⁾
- 시장의 깊이는 본질의 서두에서 언급한 유동성의 정의와 가장 근접한 특성을 지닌 유동성 측정 변수임.

3. 한국주식시장에서의 주가와 유동성과의 관계

- 거래비용이 높으면 유동성이 낮아지는데, 한국주식시장에서의 거래비용은 거래수수료, 거래세, 유동성과 관련한 비용으로 볼 수 있음.
 - 이중 거래수수료와 거래세는 이미 경제주체 모두에게 알려진 것임.
 - KSE에서의 유동성관련 비용은 장내 시장조성인이 존재하지 않기 때문에 호가 스프레드를 측정할 수가 없을 뿐만 아니라, 투자자들의 예상에 의한 주문가격에 직접 반영되어 거래되기 때문에 직접적인 추정이 어려움.
 - 권택호, 박종호(1997)는 유동성의 크기를 Roll(1984)과 George, Kaul, Nimalendran(1991)의 유효스프레드(effective spread)를 이용하여 다음의 결과를 도출함.³⁰⁾
 - 한국주식시장의 주가수익률에는 유동성프리미엄이 존재하여 한국주식시장에서는 유동성이 투자자들의 투자의사결정에 영향을 미치는 중요한 가격결정요소이며, 투자성과의 지표로 이용될 수 있음을 보여줌.

29) Kyle, A. S., 1985, “Continuous Auctions and Insider Trading,” *Econometrica*, 53, 1315- 1335.

30) 권택호 · 박종호, “한국주식시장의 유동성 프리미엄에 관한 연구”, 재무연구, 제13호, 1997.

- 한국주식시장에 대한 정책 또한 주식시장에서 거래되는 자산들의 유동성을 제고시키는 방향으로 이루어져야 하는 것이고, 이것이 우리가 이 연구에서 이루고자하는 목표임.

4. 유동성 관련 상장관리제도에의 시사점

- KSE에서는 어느 정도 유동성프리미엄이 존재함.
 - 따라서 KSE에서 유동성이 투자자들의 투자의사결정에 영향을 미치는 (중요한) 가격결정요소인 것으로 보임.
- 이는 유동성 제고가 KSE에서 이루어지는 정책들, 특히 상장관리정책에 매우 중요한 요소라는 것을 시사하고 있으며, 이것이 우리가 이 연구에서 이루고자하는 목표임.
 - 그러나 KSE에서의 유동성에 대한 측정은 장내 시장조성인이 존재하지 않기 때문에 호가(또는 함축) 스프레드를 측정하기가 어려움.
 - 따라서 상장관리정책을 개선하고자 할 경우, 유동성 관련 측정변수인 거래량 및 주식분산요건의 개선에 초점을 맞추어야 할 것임.

V. 매매활동 비활발종목의 유동성 제고를 위한 제언

1. 거래 메커니즘 측면

가. 다양한 주문방법의 허용³¹⁾

○ 여러 가지의 주문방법을 허용함으로써 유동성을 제고

— 시장에 참여하는 거래당사자에게 다양한 거래전략을 구사할 수 있게 하여 위험을 회피하면서 거래를 활성화시키는 데 일조

- 우량기업임에도 불구하고 거래량이 미미한 종목의 유동성 제고에도 도움이 되리라 예상됨.

— KSE와 동일한 순수경쟁매매 메커니즘을 채택하고 있는 Euronext-Paris, DB AG는 KSE가 아직 허용하지 않은 다양한 주문방법을 제공하고 있음(NYSE도 마찬가지임).

○ KSE에서 사용되는 현행 주문유형 및 문제점

— 지정가주문, 시장가주문, 조건부시장가주문 등 3가지 유형의 주문만을 허용

31) 가능한 주문방법에 대해서는 다음을 참고할 것. 한상범·이은정, “각국의 증권거래제도 및 거래시스템 비교분석”, 한국증권연구원, 2001.

- 참고로 (주)코스닥증권시장은 지정가주문만을 제공
 - 선물거래소는 가격지정여부에 따라 시장가주문, 지정가주문으로 구분하고, 다시 복합여부에 따라 일반 주문과 복합주문(combination order)으로 구분되며, 여기에 체결수량조건이 추가되는 등 보다 세분화되어 있음.
- 현재 KSE에서 이용 가능한 지정가주문은 주문의 집행이 확실히 보장되지 않기 때문에 시장가격이 불리하게 움직이고 있을 때에는 보다 불리한 가격으로 주문을 다시 내야 하는 상황이 발생할 수 있고, 새로 주문을 내는 적절한 시기를 놓치게 되면 큰 손실을 입을 가능성이 있음.
- 새로운 유형의 주문을 도입하게 되면 동시에 주가감리시스템의 시장감시능력도 강화하여 주가조작 등의 불공정거래를 방지해야 함.

○ 도입을 고려할 필요가 있는 주문방법에는 “정지주문”, “전량조건주문”, “충족조건주문” 등이 있음.

1) 정지주문(stop order)

○ 이미 포지션을 보유하고 있거나 또는 신규로 포지션을 취할 때 원치 않는 방향으로 가격이 움직이는 경우, 손실폭의 제한을 두어 투자자의 손실을 주문단계에서 최소화하고자 하는 주문의 형태로 희망가격에 이르는 경우에 주문이 정지되는 주문

- 보통 손실폭을 제한하려고 하기 때문에 이 경우에는 특히 “손절매 주문(stop loss order)”이라고도 칭함.
- 정지주문은 매수·매도주문이나에 따라 “매도정지주문(buy stop order)”과 “매수정지주문(sell stop order)”으로 구분됨.
- 정지주문 중 대표적으로 사용되는 형태에 “지정가정지주문(stop limit order)”이 있는데 이의 특징은 다음과 같음.
 - 정지주문과 지정가주문을 결합한 효과를 내는 주문
 - 정지주문에서와 같이 시장가격이 일정 수준에 도달하면 자동적으로 발효된다는 장점을 누리면서 동시에 지정가주문에서 얻을 수 있는 집행가격의 통제라는 이점이 있음.
 - 정지주문과 다른 점은 정지주문의 경우에는 정지가격에 다다르게 되면 시장가주문이 되지만, 지정가정지주문의 경우는 지정가주문이 된다는 점임.

○ 주요국의 대부분 거래소가 정지주문을 제공하고 있음.

- 정지주문은 또한 기관투자가에 의해 많이 이용되는 주문유형임.

○ 정지주문이 사용될 수 있는 경우

- 시장가격이 불리한 방향으로 움직여서 일정수준의 손실을 이미 보았을 때 손실폭을 미리 설정한 수준으로 제한하기를 원하는 경우
- 기존의 포지션에서 이미 확보하고 있는 이익을 일정 폭으로 보호하고자 할 경우

- 새로운 매수·매도포지션을 개시하고자 하는 경우
- 정지주문으로 매수주문을 낼 때에는 지정가격을 시장가격보다 높게 표시하여야 하며, 이와 반대로 매도주문을 낼 때에는 지정가격을 시장가격보다 낮게 표시해야 함.

2) 전량조건(fill or kill)주문과 충족조건(fill and kill)주문

- 선물거래소에서와 같이 체결수량조건을 사용할 수 있는 전량조건주문과 충족조건주문의 허용을 고려할 필요가 있음.
 - 전량조건주문: 주문전달 즉시 주문전량이 체결가능하면 즉시 체결하고 그렇지 않은 경우에는 당해 주문전량을 취소
 - 충족조건주문: 주문전달 즉시 체결가능수량만 체결하고 나머지 주문잔량은 취소하는 주문
 - KSE, (주)코스닥증권시장, 그리고 일본의 TSE를 제외하고는 거의 모두 허용되어 있는 주문유형임.

나. 매매거래 비활발종목에 대해 장중 경쟁매매 메커니즘의 도입 고려

1) 유동성이 낮은 주식에 대해 장중 집중경쟁매매방식을 도입

○ 유동성이 낮은 종목에 대해서 시장조성인과 같은 유동성 제공자 제도의 도입 없이, 장중에도 거래가 오직 단일가에 의한 집중경쟁매매 메커니즘(동시호가방식)에 의해서만 (수시로) 이루어지게 하는 방식을 도입하는 것을 고려할 필요가 있음.

— 일중 집중경쟁매매의 횟수는 현재 KSE가 관리종목의 거래방법에서 행하고 있는 것처럼 매 30분마다 거래가 이루어지게 하거나, DB AG의 경우처럼 하루 4번만 거래가 이루어지도록 하는 등 상황에 따라 유연하게 적용함.

○ 이 제도를 도입한다면, 시장의 투명성, 가격발견 기능, 공정성을 강화하기 위하여, 단일가에 의한 집중경쟁매매 메커니즘(동시호가방식)이 이루어지기 이전의 시간대에서 지표가격(indicative price)을 제시하거나, 다음에서 기술하는 “Random End 방식”의 도입을 고려할 필요가 있음.

— 지표가격의 공개: KSE의 경우 동시호가방식을 사용할 때 총량가격 및 총수량만을 투자자에게 공개하는데, 다른 나라의 거래소시장에서 처럼 총량뿐만이 아닌 지표가격 및 지표수량(indicative price and size)을 공개하는 것이 효율적임.³²⁾

32) 이에 대해서는 다음을 참고할 것. 엄경식·윤지아, “시간외 주식거래: 주요국의 거래 메커니즘별 역할 및 교훈”, 한국증권연구원, 2001.

- KSE의 경우처럼 지표가격이 제시되지 않은 경우 거래참여자들이 집중경쟁매매시장에서 충분한 정보를 획득하기가 어려움.
 - 그러나 지표가격 및 지표수량을 공개할 경우, 주가조작을 방지할 수 있는 알고리즘이나 방안을 먼저 확립하여야 할 것임.
- 또한, 주가모니터링이 필요하다고 판단되면 정해진 동시호가시간을 일정 시간(예를 들어 2분) 연장하고, 동시호가로 가격이 결정되는 시간을 일정범위 내(영국의 경우, 30초)에서 무작위(randomly)로 할 수 있는 방식(“Random End 방식”)의 도입을 검토하는 것도 필요함.
- 집중경쟁매매 메커니즘에 이러한 방법들을 채택하고 있는 거래소들(영국의 SETS, 독일거래소의 Xetra 및 Euronext)의 예로 보아, 상기의 거래제도가 어느 정도 허수주문을 감소시키고 시세조종을 방지하는 역할을 하고 있는 것으로 사료됨.

2) 한정된 범위 내에서 시장조성인제도를 거시적 관점에서 검토

- KSE 종목을 유동성을 기준으로 구분하여, 매매가 활발하지 않은 종목에 대해서는 시장조성인과 같은 유동성 제공자(liquidity provider)의 시장조성을 도입하여 유동성을 제고하는 것을 거시적인 관점에서 고려할 필요가 있음.
- 이 경우, 특히 우량기업임에도 불구하고 유동성이 낮은 종목의 유동성을 제고하는 효과가 있을 것으로 예상
- 주문주도형 완전경쟁매매시장인 KSE에 상장된 종목들의 거래는 완전 전산화되어 있으며 따라서 상장된 모든 종목은 그 종목의 시장유동성 정도와 상관없이 모두 동일한 경쟁매매방식으로 매매체결되고 있음.

— 그러나 KSE와 동일한 완전경쟁매매방식을 채택하고 있는 대부분의 유럽 증권거래소들은 시장유동성의 정도에 따라 시장을 구분하여 부분적으로 시장조성인(또는 유동성 제공자)의 시장개입을 제도화하고 있음.

- Euronext-Paris의 EMM(Euronext Market Model), 독일의 XETRA 시스템은 유동성이 현저히 떨어지는 증권에 대해서는 유동성 제공자들로 하여금 유동성을 공급하여 거래를 활성화하도록 하고 있음.

○ 시장조성인제도를 제한적으로 도입할 경우, 중요한 고려사항은 유동성 정도에 의하여 구분된 시장간의 종목 이동이 일정 수준의 양적 조건만 만족하면 언제든지 자동적으로 이루어지도록 해야 함.

— 또한 시장조성인들에게는 거래수수료와 같은 거래비용의 감면혜택 등을 부여하는 등 이들이 충분한 경제적 유인을 가지고 시장조성업무를 할 수 있도록 해야 함.

○ 그러나, 시장조성인제도를 도입한다면 현재 한국주식시장의 시스템에서는 존재하지 않는 새로운 제도이기 때문에 도입비용 측면에서 문제가 될 수 있음.

— 따라서 앞에서 논의한 유동성이 낮은 주식에 대해 장중 집중경쟁매매방식을 도입하는 것을 먼저 고려해 보는 것이 좀 더 현실적인 방안이며, 유동성이 낮은 주식에 대해 시장조성인제도를 도입하는 것은 한국주식시장 전체의 효율적 운영에 대한 거시적 사고 위에서 논의를 하는 것이 바람직하다고 판단됨.

- 즉, KSE 뿐만 아니라, (주)코스닥시장, 제3시장을 총괄하여 한국주식시장 전체의 효율성 제고를 강구한 후에, 시장조성인제도의 도입을 검토하는 것이 바람직할 것으로 판단됨.

2. 상장관리제도 측면

가. 거래량요건 및 이와 관련한 매매거래 비활발종목의 분류기준

1) 거래량요건 중 평균거래량 산출기간 및 유예기간의 축소 필요

- “6월간 평균거래량이 1% 미만이면 관리종목으로 지정되고, 1회 추가시 상장이 폐지”되는 현행 거래량요건에서 “1%”라는 기준은 비교적 적절하다고 판단되나, 평균거래량을 산출하는 기간(6개월)과 상장폐지에 대한 유예기간이 너무 장기간임.
 - 또한 현재의 기준을 적용한다 하더라도 이에 해당하는 기업은 5개(2000년 12월말 기준)에 불과하기 때문에 상장기업들의 유동성 제고하려는 유인이 적음.
 - (주)코스닥증권시장의 경우에도 기존의 6개월을 2002년 4월부터 3개월로 단축할 예정임.
 - 상장유지제도를 채택하고 있는 대부분의 세계 주요 거래소의 경우는 6개월간 평균거래량이 아닌 “월평균거래량”을 사용하며 유예기간도 매우 짧음.

- 따라서 거래량요건 중 평균거래량을 산출하는 기간과 상장폐지에 대한 유예기간을 단축할 경우, 이에 해당하는 기업들이 유동성 제고에 노력을 기울이게 하는 한편, 시장의 건전성 제고 및 국제적인 정합성이 있는 상장폐지제도를 확보할 수 있을 것임.

2) 매매거래 비활발종목의 새로운 분류기준

- 현행 거래량요건을 매매거래 비활발종목의 유동성을 개선하기 위한 목적과 관련하여 “매매거래 비활발종목의 정의(또는 분류기준)”를 제시해보면, <표 II-3>이 시사하는 것처럼, “상장주식대비 6개월간 평균거래량이 10% 이하”에 해당하면 매매거래 비활발종목으로 구분하여, (V.1.나.)에서 제안한 장중 경쟁매매 메커니즘을 도입하는 것을 고려
 - 상장주식 대비 6개월간 평균거래량이 10% 이하에 해당하는 기업은 2000년 6월 현재 136개 기업으로 전체 상장기업 중 19.4%에 해당함.
 - 또한 상장주식대비 6개월간 평균거래량이 5% 10%인 기업 중에서 38.7%가 관리종목에 해당되기 때문에 “10%”를 매매거래 비활발종목의 기준으로 하는 것이 비교적 타당하다고 판단됨.
 - 이 경우 현재 관리종목에 실시하고 있는 동시호가방식을 자연스럽게 확산할 수 있기 때문에 시스템구축에 큰 무리가 없을 것으로 판단됨.

3) 유동성이 결여된 우선주 상장관리제도 개선

○ 현재 시행되고 있는 “우선주 상장유예제도(1999.12 도입)”와 유동성이 결여된 우선주에 대한 “매매거래 정지제도(2000.10 도입)”의 개선이 요구됨.

— 우선주 상장유예제도의 경우, “보통주를 제외한 주식의 신주상장신청 주식수가 종목별 5만주 미만인 경우 신주상장을 유예(단, 동일종목이 이미 상장된 경우는 제외)”하고 있는데, “5만주”라는 기준은 상징적인 의미로의 역할을 할 뿐이므로, 이를 기업규모별로 구분하여 강화할 필요가 있음.

- 기업의 본질가치(intrinsic value)를 시장에서 해당 주식의 가격이 제대로 반영하여야 한다는 소위 “가격발견”은 주식시장의 기능 중 가장 고유한 기능임.
- 제II장에서 살펴보았듯이 거래량이 적은 종목에서 주가과리율이 높은 종목이 많은 현상을 보이는 등 유동성과 주가과리율간에 음(-)의 상관관계가 있음. 따라서 “5만주” 이상의 소량 우선주가 상장될 수 있는 현행 기준은 균형가격을 발견하기가 매우 어려우면서 가격변동성(price volatility)만 증폭시킴.
- 또한 이 경우, 불공정거래의 위험도가 높아지게 되어 작금의 보통주보다 우선주가격이 훨씬 높아지는 문제점이 발생하게 됨(2001년 5월 22일 6월 25일까지 한 달 동안 상장기업의 7%에 해당하는 62개 종목이 불공정거래의 대상으로 지목되어 사전경고를 받았는데, 이 중 35.4%인 22개 기업이 우선주였음).

— 그리고 일정수준의 괴리율 이상에 해당하는 우선주와 유동성이
결여된 우선주에 대해서는 (V.1.나.)에서 제안한 장중 경쟁매매 메
커니즘을 도입하면 비정상적인 주가변동을 어느 정도 완화하는데
효과가 있을 것으로 판단됨.

- 유동성이 결여된 종목에 대하여 현행 매매거래정지요건을 적용하여
매매거래를 정지시키면, 유동성을 제고하는 대신에 매매거래가 정지
되어 오히려 유동성 및 환금성을 더욱 제약하는 결과를 초래함.
- 또한 동조치가 우선주의 비정상적인 주가급등에 대한 근본적인 대
책은 되지 못함.

나. 주식분산요건 및 이와 관련한 매매거래 비활발종목의 분류기준

1) 주식분산요건 중 소액주주수 및 소액주주비율의 강화

○ “주식분산”에 필요한 소액주주수 및 소액주주지분율은 현행 “6개월간 평
균거래량 1% 이상”과 직접적으로 연관되어 있으며, 공정한 시장가치의
발견뿐만 아니라 시장의 안정성 및 유동성 제고에 중요한 요소임.

— 소액주주가 200인 미만(상장요건 1,000인의 20%에 불과)과 “소액주
주비율 10%”인 경우에 상장을 폐지하는 현행 기준으로는 공정한
가격발견기능 및 유동성을 확보하기가 어려움.

- Nasdaq의 경우, 상장유지요건으로서의 “주주수요건”을 상장요
건과 동일할 정도로 강조하고 있으며, TSE 경우에서도 상장폐
지요건으로서의 주주수요건이 상장요건의 최소한 50% 이상을
요구하고 있음.

- 미국과 TSE의 경우는 또한 주식분산과 관련한 상장유지(또는 폐지)제도를 상장주식수에 따라 구분하여 그 요건을 시행하고 있는데, 이를 KSE에 적용하여 유동성 제고를 도모하는 것도 바람직해 보임.
 - TSE, Euronext-Paris, DB AG, LSE의 SETS는 모두 소액주주비율 25% 이상을 상장폐지요건으로 지정하여 상장기업의 건전성 및 시장유동성을 확보하고 있음.
- 따라서 최소한 거래량요건을 강화하는 정도까지 “주식분산요건”도 강화할 필요가 있음.
- 제II장에서 지적하였듯이, 현행 소액주주수 및 소액주주비율에 미달하는 기업들 중 약 50%가 관리종목에 해당함.

2) 매매거래 비활발종목의 새로운 분류기준

- 현행 주식분산요건을 매매거래 비활발종목의 유동성을 개선하기 위한 목적과 관련하여 “매매거래 비활발종목의 분류기준(또는 정의)”를 제시해보면, <표 II-5>가 시사하는 것처럼, “소액주주수 1,000명 이하”와 “소액주주지분율이 30% 이하” 중에서 하나에 해당하면 매매거래 비활발종목으로 구분하여, (V.1.나.)에서 제안한 장중 경쟁매매 메커니즘을 도입하는 것을 고려
- 소액주주수 1,000명 이하 및 소액주주지분율 30% 이하에 해당하는 기업은 2000년 12월 현재 각각 81개와 148개 기업으로 전체 상장기업 중 11.5%, 21%에 해당함.
- 이는 본 보고서가 제시한 거래량요건과 관련된 매매거래 비활발종목의 새로운 분류기준에 따른 19.4%와 비슷한 수치임.

다. 액면가 미만의 저가주와 관련한 매매거래 비활발종목의 새로운 분류기준³³⁾

- <표 II-5>에서 지적하였듯이, 현행 소액주주수요건에 미달하는 기업들 중 대부분은 2000년 말 종가가 액면가(5,000원 기준)에 미달하는 종목임.
- 또한 <표 II-7>에서 살펴본 것처럼, 액면가 미만으로 거래되고 있는 상장종목이 무려 122개이며 이중 67개가 관리종목으로 지정되어 있음.
- 따라서 매매거래 비활발종목을 액면가 미만의 저가주와 관련하여 새롭게 분류기준을 내려보고, 이들 종목에 대해 거래 메커니즘을 현재와는 달리 적용하여 보는 방안을 검토하는 것도 의미있는 작업이라 생각함.
 - 참고로 이와 관련하여 NYSE, Nasdaq, Neuer Markt, Nasdaq-Japan은 상장유지요건으로 최소주가유지요건을 보유하고 있으며, (주)코스닥증권시장의 경우에도 내년부터 이를 시행할 예정임.

○ 매매거래 비활발종목의 새로운 분류기준

- 액면가 미만의 저가주를 매매거래 비활발종목의 유동성을 개선하기 위한 목적과 연결하여 “매매거래 비활발종목의 분류기준(정의)”을 제시해보면, <표 II-8>이 시사하는 것처럼, “시가(액면가 5,000원 기준)가 3,000원 미만”에 해당하면 매매거래 비활발종목으로 구분하여, (V.1. 나.)에서 제안한 장중 경쟁매매 메커니즘을 도입하는 것을 고려하는 것이 적절하다고 판단됨.

33) 매매거래 비활발종목과 관련하여 NYSE, Nasdaq 및 세계의 주요 신시장에서 채택하고 있는 “최소주가유지요건”의 신설여부에 대한 검토를 하였으나, 이 주제는 본 연구의 전반적인 연구 범위를 넘어선 것으로 판단하여 보고서에는 포함시키지 않았음.

- 시가 3,000원 미만을 매매거래 비활발종목으로 새로이 정의하면, 이에 해당하는 기업은 188개로 전체 상장기업 중 28.6%에 해당함.
- 이는 본 보고서가 제시한 거래량요건 및 주식분산요건과 관련된 매매거래 비활발종목의 새로운 분류기준에 따른 수치보다 조금 높은 수치임.
 - 따라서 거래량요건, 주식분산요건, 최소주가유지요건과 관련한 매매거래 비활발종목의 새로운 정의에 해당하는 기업의 수치를 비슷하게 하고자 한다면 “시가 3,000원 미만” 대신 “시가 2,500원 미만”으로 요건을 하향조정해도 좋을 것으로 판단됨.

- 액면가 미만의 저가주와 관련하여 매매거래 비활발종목의 정의를 새로이 정한다면, 주가가 3,000원 미만으로 매우 낮음에도 불구하고 유동성이 매우 높은 것(예를 들면 하이닉스)과 주가와 유동성이 모두 낮은 주식에 대한 구분은 더욱 구체적으로 마련해야 할 것임.

라. 기타

- 본 절에서는 매매거래 비활발종목의 유동성 제고방안을 거래량요건, 주식분산요건, 액면가 미만의 저가주 등 상장관리제도 측면에서 살펴보았으나, 실제 실행을 할 경우에는 이 세 가지 요건을 보다 간략히 하는 것이 보다 효과적일 것으로 사료됨.
 - 한 예로써, 유동성을 거래량으로만 정의하여 시장을 분할하고, 비활발종목에 대해 공시요건(disclosure standards)을 강화하는 것도 하나의 방법임.

참 고 문 헌

<국내 문헌>

구본일, “주식의 유동성과 주가행태에 관한 연구”, 재무연구, 제5호, 1992.

구본일, “주식간 유동성차이에 영향을 주는 주식속성변수의 탐색”, 증권학회지, 제16호, 1994.

권택호, 박종원, “한국주식시장의 유동성 프리미엄에 관한 연구”, 재무연구, 제13호, 1997.

엄경식, 윤지아, “시간외 주식거래: 주요국의 거래 메커니즘별 역할 및 교훈”, 연구보고서 01-04, 한국증권연구원, 2001.

엄경식, 최원근, 한국증권연구원, “코스닥등록취소제도에 관한 연구”, 2001.

최혁, “지정가주문형 시장에서의 유동성분석-한국증권거래소의 경우”, 증권·금융연구, 제2권 1호, 1996.

한국증권거래소, “한국증권시장의 매매거래제도”, 2000. 8.

한국증권거래소, “우선주 시장관리방안 검토”, 내부자료, 2001. 2.

한국증권거래소, 유가증권상장규정, 2001. 5.

한상범 · 이은정, “각국의 증권거래제도 및 거래시스템비교분석”, 조사보고서 01-03, 한국증권연구원, 2001.

<외국 문헌>

Amihud, Y. and H. Mendelson, “Asset Pricing and the Bid Ask Spread,” *Journal of Financial Economics* 17, 1986, pp. 223-249.

Brennan, M. J. and A. Subrahmanyam, “Market Microstructure and Asset Pricing: On the Compensation for Illiquidity in Stock Returns,” *Journal of Financial Economics* 41, 1996, pp. 441-464.

Cooper K., J. Groth, and W. Avera, “Liquidity, Exchange Listing and Common Stock Performance,” *Journal of Economics and Business*, 1985, pp. 19-33.

Deutsche Börse AG, “Regulation Concerning the Admission of Securities to Official Listing on a Stock Exchange,” 1998.

Euronext-Paris, “Euronext-Trading Shares in Small and Medium-Sized Companies,” 2001.

George, J. T., G. Kaul, and M., Nimalendran, “Estimation of The Bid-Ask Spread and Its Components: A New Approach,” *Review of Financial Studies*, 1991, pp. 623-656.

Glosten, L., "Is the Electronic Open Limit Order Book Inevitable?,"
Journal of Finance, 1994, pp. 1127- 1161.

Hui, B. and B. Heubel, "Comparative Liquidity Advantages Among Major
U.S. Stock Market," Lexington, MA. Data Resources Inc., 1984.

Lipman, S. A and J. McCall, "An Operational Measure of Liquidity,"
American Economic Review, March 1986, pp. 43-61.

London Stock Exchange, "A Practical Guide to Listing on the London
Stock Exchange," 2001.

Macey, J. R. and M. O'Hara, "Globalization, Exchange Governance, and
the Future of Exchanges," Brookings-Wharton Papers on
Financial Services, 1999.

Paris Bourse SA, "Les Differents Marches de Cotation Reglementes,"
2001.

Pastor, L. and R. F. Stambaugh, "Liquidity Risk and Expected Stock
Returns," Working Paper, University of Pennsylvania.

Roll, R., "A Simple Implicit Measure of the Bid Ask Spread in an
Efficient Market," *Journal of Finance*, Vol. 39, 1984, pp.
1127- 1159.

< 웹사이트 >

<http://www.bourse-de-paris.fr/defaultgb.htm>

http://deutsche-boerse.com/INTERNET/EXCHANGE/index_e.htm

<http://www.euronext.com/en/>

<http://www.londonstockexchange.com/default.asp>

<http://www.marketdata.nasdaq.com/>

<http://www.nasd.com/>

<http://www.nasdaq.com/about/listing.stm>

<http://www.nyse.com>

<http://www.tse.or.jp/english/>