



# 다자간매매체결회사 도입 여건 점검*

선임연구위원 이인형

자본시장법 개정안이 시행될 경우 그 동안 통합되어 있던 증권 거래시장이 복수체제로 분할되어 경쟁구도로 돌입할 수 있게 된다. 개정안의 다자간매매체결회사 허용에 의해 상장기능은 없지만 매매기능을 대체할 수 있는 시장이 생겨날 수 있게 된 것이다. 경쟁으로 인한 시장 인프라의 효율성을 목적으로 도입 안이 마련된 이상, 경쟁이 효율적으로 그리고 동시에 투자자 주문이 공평하게 보호 받을 수 있는 제도적 보완점도 후속으로 마련되어야 한다.

그 동안 논의가 계속되어 왔던 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법) 개정안이 지난 4월 9일 국회 정무위원회 법안소위를 통과하였다. 당초 정부가 제출한 개정안의 내용들 중 핵심 사안은 국내 투자은행의 활성화 방안으로 종합금융투자사업자의 지정 및 업무 다양화 유도와 자본시장의 인프라를 효율적인 경쟁체제로 변모시키기 위한 다자간매매체결회사의 도입이었다. 개정안에서 정의된 "다자간매매체결회사"란 정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로하여 각 호에 의해 정의된 매매가격의 결정방법으로 증권시장에 상장된 주권, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리업무를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자를 말한다. 다자간매매체결회사의 준수 업무기준인 제78조 중 중요한 사항은 다음과 같다. 매매체결대상상품의 매매정지 및 그 해제에 관한 사항, 매매확인 등 매매계약의 체결에 관한 사항과 결제방법·결제 책임 등 청산·결제에 관한 사항, 증거금 등 거래참가자의 매매수탁에 관한 사항, 매매체결대상상품의 발행인 등의 신고·공시에 관한 사항, 매매결과의 공표 및 보고에 관한 사항, 다자간매매체결업무의 개폐·정지 및 중단에 관한 사항 등이다.

한편 거래소 설립에 관하여 현행 자본시장법 제373조에는 증권 및 장내파생상품의 공정한 가격 형성과 그 매매, 그 밖의 거래의 안정성 및 효율성을 도모하기 위하여 한국거래소를 설립한다고 되어 있다. 그러나 개정안은 설립 규정이 아닌 거래소 허가 규정으로 바뀌었다. 개정된 제373조는 무허가 시장개설행위 금지 조항으로 누구든지

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.



이 법에 따른 거래소허가를 받지 아니하고는 금융투자상품시장을 개설하거나 운영하여서는 안 된다고 규정하고 있다. 따라서 일정 자격요건 하에서 거래소허가를 받는다면 국내 거래소시장은 복수 거래소 체제로 재편될 수 있는 길이 열린 셈이다. 다자간매매체결회사는 상장기능을 하는 거래소가 아니라 증권의 매매를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자이기 때문에 개정된 제373조의 예외 조항으로 다자간매매체결회사가 제78조에 따라 다자간매매체결업무를 하는 경우는 금융투자상품시장을 개설하고 운영할 수 있는 것이다.

개정된 자본시장법으로 인해 국내 거래시장의 거시구조가 경쟁적인 환경으로 전환될 수 있는 발판이 마련되어졌다고 평가할 수 있다.

### 해외 사례

미국이나 유럽의 경우 국내 거래시장보다 다양한 방법으로 매매 및 체결이 이루어지고 있다. 미국의 경우 정규거래소, 대체거래시스템(ATS, Alternative Trading System), 브로커-딜러 내부거래(Broker-Dealer Internalization) 시장으로 분류될 수 있다. 정규거래소는 매매체결 뿐만 아니라, 상장, 공시 및 회원감리 등 자율규제 기능을 갖추고 있는 전통적 의미의 거래시장이다. 대체거래시스템은 크게 장외전자거래시스템(ECN, Electronic Communication Network)과 대량매매를 주로 취급하는 비공개주문시장(Dark Pool)으로 구분되어진다. 작년 4월 기준으로 미국주식시장 거래량의 67.9%를 정규거래소가 점유하고 있고, ECN이 1.8%, 비공개주문시장이 13.2%, 내부거래를 비롯한 기타 거래가 17.1%를 차지하고 있다. 그러나 이 통계는 이미 미국의 거래시장에서 정규거래소와 ECN간의 경쟁이 어느 정도 마무리된 국면을 반영한 통계이다. 미국의 정규거래소 중 BATS와 Direct Edge는 신생 거래소이다. 둘 다 ECN으로 시작하여 각각 2008년과 2010년 정규거래소로 전환되었는데 전환될 시점에 미국 주식시장 전체거래량의 20~25% 가량을 이미 차지하고 있었다. BATS와 Direct Edge 이전에는 또 다른 ECN이었던 Archipelago와 Instinet이 대체 시장으로 시장을 잠식하고 있었었고, 이 둘은 각각 NYSE와 NASDAQ에 의해 인수되어 미국 거래시장의 양상은 다시 정규거래소로 통합되는 모습이다. 이 과정에서 거래비용의 감소와 시장 접근성의 증가 등 경쟁에 의한 시장 효율성의 증대가 이루어졌다고 평가할 수 있다.

유럽의 경우는 정규거래소, 다자간체결시설(Multilateral Trading Facility: MTF) 그리고 SI(Systemic Internaliser) 시장으로 분류된다. MTF는 Lit MTF와 Dark MTF로 구분되며, Lit MTF는 미국의 ECN, Dark MTF는 Dark Pool에 해당된다. SI는 유럽의 딜러-브로커 내부거래시장이다. 작년 9월 기준으로 상장주식 거래대금 점유율을 살펴보면 정규거래소가 60.51%, MTF가 13.66%, SI 및 기타가 25.83%를 차지하고 있다.

호주는 2010년에 거래시장간 경쟁여건 도입과 Chi-X의 영업 허용 방침을 발표하였고 Chi-X는 2011년 10월에 호주 정규거래소인 ASX에 상장되어 있는 주식들의 대체거래를 시작하였다. 올해 1월 말 기준으로 전체 거래대금의 12%가 호주





Chi-X에서 거래되고 있다. 일본의 경우는 1998년 PTS(Proprietary Trading System)라는 이름으로 대체거래시스템이 도입되었으나 10년 동안 시장구조에 큰 변화를 가져오지 못했다. 2010년 유럽 및 미국 거래시장의 성공을 기반으로 Chi-X가 일본 시장에 진출하여 시장 점유율을 조금씩 넓혀가고 있다. 그러나 작년 11월 거래금액 기준으로 도쿄증권거래소를 비롯한 주요 정규거래소가 전체 거래의 94%를 차지하고 있어 상업적 성공여부는 불투명한 상태이다.

### 국내 영업 여건

국내에서 다자간매매체결회사의 성공여부와 거래시장에 미치는 파급효과는 현재로는 단정하기 쉽지 않다. 일단 국내 다자간매매체결회사 설립 주체들은 금융투자회사들이 될 것으로 전망된다. 현재 한국거래소의 87개 증권회원 중에서 30개 증권사가 한국거래소 전체 지분의 86%를 보유하고 있다. 나머지 증권회원 입장에서는 다자간매매체결회사 설립을 통해 한국거래소와 경쟁구도를 형성하고자하는 유인이 있을 수 있다. 다자간매매체결회사는 정규거래소가 아니기 때문에 상장 및 상장 유지 기능을 수행하기 않아도 되어 설립 비용이 절대적 진입장벽으로 작용하지 않을 전망이다. 금융IT 기술의 발달과 연산능력의 단위비용 하락으로 인해 다자간매매체결회사는 사실상의 금융IT 회사라고도 할 수 있다. 미국의 BATS 거래소가 ECN으로 2005년 처음 시작했을 때, 설립자는 컴퓨터 프로그래머였었고 투자비용은 당시 300억원 정도 소요되었다. 미국과 유럽 및 호주의 경우에도 대체거래시장의 주요 주주들은 투자은행 및 브로커들이다. 이들은 낮은 수수료 경쟁과 주문속도 기타 시장접근 용이성을 차별화 서비스로 투자자들에게 접근하여 정규거래소의 거래 수수료를 하락시키는 요인으로 작용하였다.

국내에서 다자간매매체결회사의 설립유인이 존재한다 하더라도 상업적으로 성공하기 위한 요건을 생각해 보아야 한다. 현재 한국거래소의 주식거래수수료율은 2009년 공공기관 지정 이후 큰 폭으로 인하되어 새로 시장에 진입하는 다자간매매체결회사가 거래수수료율만을 갖고 경쟁하기에는 힘겨운 측면이 있다. 그 대신 투자자들의 편의를 위해 다양한 시장접근 서비스를 제공한다든지, 호가단위를 세분화하여 거래 스프레드를 최소화하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 현재 한국거래소의 거래 스프레드는 최소호가 단위가 세분화되어 있지 않기 때문에 거래 스프레드에 하한선이 존재한다. 호가단위 세분화는 투자자의 거래 가격 민감도를 높이는 효과가 있기 때문에 매매시장간 경쟁이 실질적으로 전개될 수 있을 것이다.

### 제도적 점검 사항

거래소 허가제와 다자간매매체결회사의 허용은 그 동안 통합되어 있던 주식 거래시장이 분할됨을 의미한다. 거래시장의 효율성을 높이는 효과가 있지만 반면에 투자자의 주문이 최선으로 집행될 수 있도록 보호해 줘야한다. 자본시장법 제68조 시장매매의무는 따라서 개정안에는 최선집행의무로 바뀌게 된다. 투자매매업자 또는 투



자중개업자는 금융투자상품의 매매에 관한 투자자의 청약 또는 주문을 처리하기 위하여 대통령령으로 정하는 바에 따라 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 최선집행기준을 마련하고 공표하여야 한다. 미국에서는 최선집행기준이 가격으로 강제되어 있는 반면 유럽은 가격 외에 수량이나 제반 수수료등을 모두 감안하여 선관주의에 입각하여 수행하도록 되어 있다. 미국의 경우 미국 전역에 걸쳐있는 거래시장들에서 발생하는 호가 및 체결 데이터를 중앙에서 관리하는 시스템(Consolidated Quotation System, Consolidates Tape System: CQS/CTS)을 구축하였기 때문에 명확하게 가격을 기준으로 한 최선집행기준을 마련할 수 있고 강제할 수 있다. 그러나 유럽의 경우는 각국의 거래시장 시스템이 상이하고 매매 체결 · 청산결제시스템의 표준화가 어렵기 때문에 미국의 예처럼 호가 및 체결데이터의 중앙 집중화가 어려운 실정이다.

국내에서도 최선집행기준이 마련될 경우 개정안 제68조에서는 최선집행의무를 투자매매업자 또는 투자중개업자가 마련하고 공표 및 집행해야 하기 때문에 결국 증권사들의 의무준수를 위한 시스템적 부담이 늘어날 수 있다. 미국에서는 NYSE의 자회사인 NYSE Technologies가 CQS/CTS의 관리와 집행을 담당하고 있다. 국내에서도 거래소와 다자간매매체결회사에서 발생하는 호가와 체결데이터를 중앙으로 집중해서 일괄적으로 회원사들에게 제공할 수 있다면 거래대금 축소로 어려움을 겪고 있는 증권사들의 부담을 조금이나마 덜어 줄 수 있을 것이다.