

자본시장법의 다자간매매체결회사 관련규정에 대한 고찰*

연구위원 강소현

2013년 8월 수차례의 논의와 조정을 거쳐 드디어 자본시장법 개정법과 시행령이 시행되었다. 자본시장법 개정법 중 다자간매매체결회사 설립과 운영에 관련된 규정은 자본시장 인프라 개혁의 핵심 사항이라 할 수 있다. 자본시장법은 다자간매매체결회사 도입 초기임을 감안하여 무분별한 설립을 막고 안정적으로 정착할 수 있도록 제한규정을 마련하였다. 자기자본요건을 200억원 이상으로 규정하고, 15%의 주식소유한도를 설정하고, 경쟁매매를 통한 시장점유율을 5%로 제한하는 등은 과도한 경쟁을 방지하고 매매 시장에서 안정적 정착을 위해 마련된 조치들이라 할 수 있다. 한편 다자간매매체결회사의 경쟁력 제고를 위하여 자율적 운용 조치 또한 도입하였다. 거래체결속도, 호가단위, 수수료 체계, 시간외 거래 등 매매체결 방법을 선택할 수 있도록 허용하고 경쟁매매와 달리 비경쟁매매방식에 의한 거래규모에는 제약을 두지 않아 시장 확대의 가능성을 열어주었다. 그럼에도 불구하고 협소한 국내 매매시장 여건과 알고리즘매매나 고빈도매매와 같은 잠재수요 규모가 불분명한 상황에서 다자간매매체결회사가 성공적으로 자리 잡을 수 있을지 단언하기 어렵다. 자본시장법의 다자간매매체결회사에 대한 안정화 규제들과 자율성 및 혁신성을 보장하기 위한 조치들이 적절한 균형을 이루어야 경쟁도입을 통한 매매시장의 혁신적 발전이라는 목적에 다가갈 수 있을 것이다.

2011년 국회에 제출된 후 수차례의 조정을 거쳐 2013년 8월 29일 드디어 '자본시장과 금융투자업에 관한 법률'(자본시장법) 개정법이 시행되었다. 2009년 6개의 자본시장 관련 법률을 통합하여 시작된 자본시장법은 자본시장에서의 금융혁신

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

과 경쟁을 촉진하고 선진적 제도 기반을 마련하고자 도입되었다. 그러나 시행 2년여가 지난 2011년 급변하는 금융산업의 흐름에 맞추어 국제적 경쟁력을 높이고 2009년 글로벌 금융위기와 같은 상황에 대처할 수 있는 장기적 성장발전 전략 마련이 요구되면서 자본시장법 개정의 필요성이 대두되기 시작하였다. 끊임없는 논의와 조정을 거



처 2013년 8월 29일 자본시장법 개정법과 시행령이 시행되었으며 9월 17일부터는 금융투자업 규정을 포함한 자본시장법 관련 5개 하위규정 또한 마련되면서 법률 마련 절차가 마무리되었다.

자본시장 인프라 개혁 측면에서 자본시장법 개정법의 핵심사항은 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS) 허용과 거래소 허가제라 할 수 있다. 대체거래시스템은 정규거래소 이외에 매수자와 매도자 간에 매매를 체결시켜주는 다양한 형태의 증권거래시스템을 통칭하는 것이다. 즉, 대체거래시스템은 정규거래소를 '대체'하여 매매체결 업무를 수행하는 거래소의 새로운 경쟁자라 할 수 있다. 오랜 기간 증권 거래시장에서 독점적 지위를 유지해왔던 기존 거래소와의 경쟁을 촉진시켜 거래수수료 인하와 거래체결속도 향상 등 국내 매매체결시장의 효율성을 제고하고 투자자 편익을 증대시킬 수 있길 기대하고 있다.

다자간매매체결회사 안정성 확보를 위한 조치

자본시장법에서 정의하고 있는 ATS인 '다자간매매체결회사'는 전자정보처리장치 등을 이용하여 다수의 투자자간에 매매체결 업무를 수행해주는 투자매매업자 또는 투자중개업자를 통칭한다. 거래소와 장외시장이라는 기존의 단순화된 시장 분류에 다양한 형태로 발전할 여지가 충분한 다자간매매체결회사를 도입하면서 자본시장법 개정법은 몇 가지 안정화 장치를 마련하였다.

첫째, 자본시장법은 다자간매매체결회사 설립 시 충족해야 할 인가 및 등록요건, 최저자기자본 요건과 주식소유 제한 등의 규정을 마련하였

다. 우선 다자간매매체결업무 수행을 위해서는 금융위원회로부터 관련업무에 대한 금융투자업 인가를 받아야 하며(개정법 제12조) 200억원의 최저자기자본요건(자기매매 포함시 500억원)을 충족해야 한다.(시행령 제15조제1항, 시행령 제16조 제3항, 별표1) 이는 다자간매매체결회사 제도 도입 초기임을 감안하여 무분별한 설립을 사전에 방지하기 위한 조치라 할 수 있다. 또한 집합투자 기구가 소유하거나 외국 ATS와 제휴하는 등 일부 예외적인 경우를 제외하고는 다자간매매체결 회사에 대한 주식소유를 발행주식 총 수의 15%를 초과할 수 없도록 제한하여 소유권이 분산되도록 하였다.(개정법 제78조제5항)

둘째, 다자간매매체결회사의 거래방식 중 경쟁매매 방식에 의한 거래는 일정수준을 초과할 수 없도록 규정하여 매매체결시장에서 대체투자시스템의 규모를 제한하였다. 이에 따라 다자간매매체결회사의 과거 6개월 간 경쟁매매를 통한 평균거래량은 증권시장 전체 평균거래량의 5%(종목별 평균거래량은 10%) 이하로 유지되어야 한다.(시행령 제7조의2제2항) 이를 초과할 경우 다자간매매체결회사의 존재는 무허가 시장개설행위가 된다. 다자간매매체결회사가 위법 상태에서 벗어나기 위해서는 거래소로 전환하여야 한다. 자본시장법 개정 이전에는 '거래소 유사시설 개설금지'가 존재하여 거래시장에서 한국거래소가 유일한 거래시설이었다. 그런데 개정법에서는 '거래소 유사시설 개설금지'를 폐지하고 '거래소 허가제'를 도입하여 허가 하에 거래시장을 개설하여 매매관련 업무를 수행하는 것이 가능해

졌다. 이러한 거래소 허가제를 기반으로 다자간 매매체결회사는 거래소로 전환할 수 있게 되었으며, 경쟁매매 방법을 통한 일정기준을 넘을 경우 정규거래소로 전환하도록 의무화하였다. 다자간 매매체결회사의 거래소 전환은 거래시장에 경쟁력 있는 새로운 거래소가 도입될 가능성을 넓혀 경쟁을 촉진시키는 기제가 될 수 있다. 반면, 보다 높은 수준의 규제와 의무가 수반되는 거래소로의 전환은 다자간매매체결회사에 부담으로 작용하여 다자간매매체결회사 설립자체를 꺼리게 하는 원인으로 지적되고 있기도 하다.

셋째, 매매시장의 안정적 정착을 위하여 거래대상 증권을 상장주권과 주권예탁증권으로 한정하였다.(개정법 제8조의2제5항, 시행령 제7조의2제1항) 또한 금융투자업무 규정에서는 안정성과 유동성을 고려하여 시장관리 대상 종목의 다자간 매매체결회사에서의 거래를 제한하였다.(제4-48조의2) 즉, 거래소 상장폐지 결정 종목, 코넥스 종목, 신규상장종목, 유동성공급종목, 단기과열종목, 투자위험종목 등은 거래대상에서 제외된다. 투자위험성이 높은 종목을 다자간매매체결회사에서의 거래에서 제외시킴으로써 투자자 피해를 예방하고자 하였다.

다자간매매체결회사의 자율성과 혁신성 보장을 위한 조치

자본시장법 개정법은 다자간매매체결회사의 초기 안정적 정착을 위한 규제와 함께 자율성과 혁신적 서비스 도입을 위한 규정들도 마련하였다.

첫째, 자본시장법 개정법은 다자간매매체결

회사가 매매체결 서비스에 있어 자율적이고 탄력적인 운용이 가능하도록 허용하고 있다. 가격제한폭이나 매매거래정지와 같은 시장안정화 조치와 시장감시 등은 거래소와 동일한 규제를 받는 대신, 매매체결 업무에서는 다자간매매체결회사 각각의 자율성과 탄력성을 부여하였다. 즉, 다자간매매체결회사가 정규거래소와 차별화된 거래체결 속도, 호가단위 세분화, 새로운 수수료 체계 도입, 시간외 거래 등 자율적인 매매체결 방법을 도입하여 다양한 소득원을 개발할 수 있는 제도적 기반을 마련하였다.

둘째, 다자간매매체결회사는 시장감시업무의 부담에서 자유롭다. 정규거래소는 매매체결 이외에 상장, 공시, 감리, 시장감시 등의 업무를 필수적으로 수행해야 하나 다자간매매체결회사의 업무는 매매체결에 한정되어 있다. 따라서 다자간매매체결회사가 거래하는 증권에 대한 이상거래심리나 거래참가자 감리 등 시장감시 의무는 금융위원회가 지정한 거래소, 즉 한국거래소에 있다.(개정법 제78조제3항, 제4항) 지정거래소가 이상거래심리나 감리 등과 관련된 정보를 요청할 경우 다자간매매체결회사는 관련 자료를 제공해야 하며, 다자간매매체결회사 회원이나 거래참가자에 대한 자격 정지나 제한에 대한 지정거래소의 결정에 따라야 한다.(개정법 제404조제2항, 제3항)

셋째, 비경쟁매매방식의 경우 경쟁매매와는 달리 실질적인 규모제약이 존재하지 않는다. 자본시장법에서 분류하는 다자간매매체결회사의 매매가격 결정방법은 세 가지로 나뉜다. 첫째, 경쟁매매의 방법, 둘째, 매매체결대상상품이 상장



증권인 경우 해당 거래소가 개설하는 증권시장에서 형성된 매매가격을 이용하는 방법, 셋째, 공정한 매매가격 형성과 매매체결의 안정성 및 효율성 등을 확보할 수 있는 방법으로 보다 구체적으로는 매도자와 매수자 간의 호가가 일치하는 경우 그 가격으로 매매거래를 체결시키는 방법으로 정의하고 있다.(개정법 제8조의2제5항, 시행령 제7조의2제3항) 이 중 두 번째 거래소 형성 가격에 매매를 체결하는 방식과 세 번째 거래상대방 간 호가가 일치하는 상대매매방식을 합하여 비경쟁매매라 부른다. 이때, 비경쟁매매방식에 의한 거래가 일정기준을 넘는 경우 투자자 보호와 매매체결의 안정성을 확보하기 위한 조치를 취하도록 하였다.(시행령 제78조제7항) 과거 6개월간 평균 거래량이 증권시장 전체 거래량의 5%(종목별 거래량의 경우에는 10%)를 초과하는 경우(시행령 제78조제7항) 투자자 보호와 거래의 공정성 확보에 적합하도록 조치를 취하고 안정적 매매체결을 위한 인력과 설비를 갖추도록 하고 있다.(시행령 제78조제8항) 이는 경쟁매매가 일정 수준을 초과할 경우 거래소로 전환하도록 한 규정에 비하여 완화된 규정이라 할 수 있다.

**다자간매매체결회사 안정적 정착을 위한
향후과제**

요컨대 자본시장법 개정법은 다자간매매체결회사라는 새로운 매매체결시장을 규정하면서 여러 안정성 강화 규제와 함께 자율적 운용을 위한 완화 조치를 마련하였다. 다자간매매체결회사 설립 요건을 강화하고 시장 점유율이 5%를 넘어설

경우 거래소로 전환하도록 강제하여 다자간매매체결회사의 무분별한 설립을 예방하는 한편, 다자간매매체결회사의 자율적 운용을 허용하여 설립 이후 매매시장에서의 경쟁력을 확보할 수 있도록 하였다. 또한 경쟁매매방식에 따른 시장점유율에는 강력한 규모제한을 두어 기존의 정규거래소와 지나친 경쟁으로 이어지는 부작용을 방지하는 대신, 비경쟁매매방식에 의한 거래는 제약을 두지 않아 다양한 방식에 따른 서비스가 시장이 도입될 수 있도록 여지를 마련하였다.

개정법이 제시하고 있는 자율성과 혁신성을 보장하기 위한 조치에도 불구하고 다자간매매체결회사 설립을 준비하고 있는 국내외 업체들은 안정성 보장을 위한 규제들을 충족하면서 국내 매매체결시장 상황에서 비용을 충당할 만한 충분한 수익을 올릴 수 있을지 우려하고 있다. 다자간매매체결회사의 성공적 정착을 위해서는 정규거래소보다 낮은 거래비용, 빠른 거래속도 등 우월한 조건의 서비스를 제공하여 거래소와의 경쟁에서 우위를 점해야 한다. 그런데 국내 거래소의 주식거래수수료는 꾸준히 하락하여 2012년 5월 이후 0.227bp로 이미 낮은 수준이며 국제적 속도경쟁에 발맞추어 체결속도 향상을 위해 지속적으로 투자를 하고 있기 때문에 다자간매매체결회사가 속도경쟁이나 수수료 경쟁을 통한 수익으로 투자비용을 충당하기 어려울 수 있다.

또한 다자간매매체결회사만의 차별화된 서비스를 통해 성장하는 것도 쉽지 않아 보인다. 미국은 Reg NMS나 Reg ATS 등 매매체결시장 관련 규정을 도입할 당시, 자국 내 거래소들간의 주문분

할이 심화되고 이미 알고리즘매매와 고빈도매매가 확산되어 대체거래시스템 관련 규정을 마련할 필요성이 높아진 상태였다. 유럽 또한 유럽 내 각국 거래소간의 원활한 거래와 대체 체결시스템의 발달로 단일규제체제 정립이 불가피한 상황이었다. 즉, ATS의 발전으로 정규거래소와의 경쟁이 심화되고 다양한 투자수요와 투자기법이 난립하는 상황에서 투자자 보호와 이해상충 문제 등을 해결하고자 관련규정을 도입하였다. 그러나 국내 시장의 경우는 내부적인 환경변화에 따른 필요에 의해서라기보다는 세계적으로 급변하는 증권거래환경에 적응하고 국내시장의 경쟁력을 확보하기 위한 외부 환경변화에 기인한 면이 크다. 따라서 다자간매매체결회사의 성장을 견인할 국내 투자자들의 알고리즘매매와 고빈도매매, 대량매매 등 다양한 잠재수요가 어느 정도이며 얼마나 다양한 거래시스템의 등장과 확대에 기여할 수 있을지 가늠하기 어렵다. 국내 다자간매매체결회사는 수익성을 맞추기 위하여 매매체결시장에 다양한 매매체결 서비스를 제공하는 동시에 해당 서비스에 대한 수요를 발굴하고 창출해내야 하는 이중의 어려움을 겪게 될 수도 있다.

다자간매매체결회사가 안정적으로 자리잡는데 성공한다면, 정규거래소와 경쟁하는 과정에서 가격이나 속도, 체결방법 등에서 매매체결시장을 발전시킬 뿐만 아니라 혁신적 서비스를 제공하여 새로운 수요를 발굴해내 침체된 증권시장에 새로운 활력을 불어넣을 전환의 계기가 될 수 있다. 그러나 국내 시장의 여건상 다자간매매체결회사가 성공적인 정착을 달성할 수 있을지 선불리 판

단하기는 어려워 보인다. 경쟁도입을 통한 매매시장의 혁신적 발전이라는 목적을 달성하기 위해서는 국내 자본시장법 개정법이 안정성과 경쟁을 통한 효율성 사이에서 적절한 균형을 이룰 수 있어야 할 것이다.