

ATS의 도입과 시장의 분할*

연구위원 김준석

한국시장에 ATS(대체거래시스템)을 도입하는 방안이 추진되고 있다. 구체적인 도입방안이 결정되지는 않았지만 증권거래에 대한 한국거래소의 오랜 독점이 깨지고 증권거래 관련 산업에 큰 변화를 불러올 수 있다는 점에서 주목할 만한 사건이 아닐 수 없다. 다양한 매매서비스, 낮은 거래비용, 효율적인 시스템으로 무장한 ATS는 북미와 유럽지역에서 2007년 이래 급속하게 성장하여, 현재 이들 지역 주식거래의 30%~40%를 차지하고 있다. 아시아지역도 예외는 아니어서 아직 초기단계이기는 하나 일본, 홍콩, 싱가포르, 호주에서 ATS가 이미 운영 중이다. 일본의 대표적인 ATS인 Chi-X Japan은 2010년 7월부터 거래를 시작하였는데, 불과 1년 만에 월간 거래대금 5,150억엔을 달성하여 일본시장 주식거래대금의 2.41%를 점유하는 등 비교적 성공적인 성과를 보여주고 있다.

한국시장에 ATS가 도입된다는 것은 투자자가 시장을 선택할 수 있게 된다는 것을 의미한다. 동일한 증권을 한국거래소가 아닌 시장에서도 거래할 수 있게 되는 것이다. 이러한 사실 때문에 일각에서는 ATS의 도입으로 인한 시장의 분할이 시장의 품질(market quality)을 오히려 악화시킬 수 있다

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

는 우려를 제기하고 있다. 유동성이 분할된 체제에서의 그 어떤 시장도 모든 유동성이 집중된 시장보다 시장품질이 좋을 수 없다는 지적이다.

이는 '거래소는 자연적으로 독점화된다'라는 거래소 산업에 대한 전통적 이론과 일맥상통한다. 이 관점에 따르면 거래소가 자연독점화될 수밖에 없는 이유로 크게 두 가지를 들고 있는데 첫 번째는 규모의 경제 효과이다. 거래소를 운영하는 데 따르는 비용은 대부분 고정비용이기 때문에 유동성이 큰 거래소가 비교우위를 갖는다. 거래가 많을수록 단위 거래당 서비스 비용이 낮아져 각종 수수료가 저렴하고, 이 때문에 시장참여자들은 유동성이 풍부하고 규모가 큰 거래소를 선호하게 된다는 것이다. 두 번째 이유는 네트워크 외부성(network externality)이다. 유동성이 풍부할수록 수수료 등 명시적 거래비용뿐만 아니라 스프레드로 표시되는 암묵적 거래비용도 감소한다. 거래상대방을 찾기도 쉬우며 거래가 성사될 확률도 높아진다. 이에 따라 풍부한 유동성이 새로운 유동성을 불러들이게 되는 유동성 선순환이 형성되고 이러한 네트워크 외부성에 의해 유동성이 높은 거래소가 지속적으로 비교우위를 갖게 된다는 것이다. 이러한 두 가지 이유로 인해 거래소는 자연적으로 독점적 구조로 수렴하게 된다는 것이 바로 전통적인 시각이다. 1990년대부터



2000년대까지 활발히 일어난 거래소 산업 내의 인수·합병은 이러한 관점으로 많은 부분을 설명할 수 있다. 과거 미국과 유럽에서는 거래소의 자연독점화를 막고 개별 거래소의 지위를 보장하기 위해 시장집중의무¹⁾(또는 거래소집중의무)를 두기도 하였다.

그렇다면 정규거래소와 다양한 ATS가 공존하는, 게다가 시간이 갈수록 시장의 분할이 고착화되어가고 있는 현재의 유럽과 북미의 거래소 산업구조는 어떻게 설명할 수 있는가. 전통적 관점에 따르면 이는 경제적으로 최적에서 벗어나는 것이 아닌가.

거래소의 자연독점화를 뒷받침하는 핵심 논리의 중요성이 약화되었다는 점이 대답의 핵심이다. 첫째, IT기술의 발전으로 인해 시장 진입·운영비용이 현저하게 감소하였다. 거의 대부분의 시장이 비용효율적인 전자매매시스템을 운용하고 있고 그렇지 않았던 정규거래소마저 비용절감을 위해 전자매매시스템으로 전환한 상황이다. 북미와 유럽지역의 ATS가 수십 개에 달하고, 대부분의 ATS가 불과 수 명에서 수십 명의 인력만으로 운영되고 있다는 점은 시장의 진입장벽이 상당히 낮아져 있음을 보여준다. 기술의 발전으로 비용적 측면에서 유동성과 시장규모의 중요성이 크게 감소한 것이다. 둘째, 네트워크 외부성의 의의가 크게 축소되었다는 점이다. 유동성이 높은 시장에서 벗어나는 순간 높은 비용이 발

생해야 유동성 선순환 체계가 공고해질 수 있다. 과거에는 그랬을지 모르나, Reg NMS 및 MiFID에 의한 규제환경의 변화, 그리고 IT기술의 발전으로 투자자들은 언제든지 복수의 시장을 비교하고 선택할 수 있게 되었다. 투자자는 Reg NMS와 MiFID에 따라 시장분할 구조하에서도 최선의 체결(Best Execution)을 보장받을 수 있게 되었을 뿐만 아니라 발전된 주문회송기술을 활용하여 시장을 효율적으로 선택할 수 있게 되었다. ATS는 투자자의 서비스 수요에 따라 차별화된 시장구조, 정교한 매매제도, 유동성의 공급자와 수요자에 대한 차별적 수수료 체계, 시장조성전략을 추구하는 고빈도거래자의 유치 등과 같은 전략을 통해 유동성을 확보해 나가고 있다. 시장참여자들이 높은 거래비용을 피하기 위해 한 시장에 모이는 것이 아니라 거래비용이 낮은 시장을 찾아 떠나는 것이 기본원리로 자리잡게 된 것이다. 즉, 유동성이 유동성을 부르는 것이 아니라 '거래서비스의 효율성과 혁신'이 유동성을 부를 수 있는 상황으로 바뀐 것이다. 바로 이것이 Chi-X Europe이 불과 설립 4년 만에 유럽최대의 시장점유율을 차지하게 된 비결이며, 정규거래소들이 시스템과 매매서비스 개선에 적극적으로 동참하게 된 계기이다.

요약하자면 시장의 독점화 내지는 통합이 주는 효용이 과거에 비해 크게 감소한 반면 시장의 분할에 따른 부정적 영향은 감소하였기 때문에 분할된 시장구조가 유지될 수 있는 것이다. 시장이 물리적으로 분할됨으로서 시장간 경쟁이 심화되고 시장의 혁신을 가져왔으나, 규제적 틀과

1) 미국과 유럽에서의 세부적 규정은 다르나, 특정 거래소에 상장된 주식의 거래는 해당 거래소에서만 이루어져야 한다는 의무규정으로 볼 수 있다.

고도화된 기술에 의해 '가상적으로 통합(virtually consolidated)' 됨으로써 유동성 분할의 부정적 영향은 최소화되었다고 볼 수 있는 것이다.

미국시장에서 시장분할의 영향에 대한 최근의 분석에 따르면, 시장분할이 거래비용을 낮추고, 체결속도를 향상시켰으며, 가격효율성을 제고하였다고 보고하고 있다. 더욱이 유동성이 부족한 주식에 대해서 이러한 긍정적 효과가 더 큰 것으로 나타나고 있다²⁾. ETF시장과 옵션시장에서도 유사한 결과가 확인된 바 있으며, 유럽시장에서도 시장분할(및 가상적 통합)에 따른 긍정적 효과가 확인되고 있다³⁾. 이웃 일본시장의 Chi-X Japan에서 이루어진 거래의 90%에서 TSE보다 낮은 스프레드를 제공한 것으로 나타난 사실도 주목할 만하다. Chi-X Europe의 개설 초기, 정규시장보다 낮은 스프레드로 체결된 거래의 비중이 60% 선이었던 것에 비교해 볼 때 Chi-X Japan의 거래비용 개선효과는 시사하는 바가 크다.

한국시장 ATS의 도입의 세부방안의 마련에 있어서, 시장분할로 인한 부정적인 효과를 최소화시키기 위한 가상적 통합과 공정경쟁의 틀(이를테면 최선의 체결 원칙이나 시장간 연결구조의 정립)을 마련하고, ATS가 시장구조를 혁신하여 새로운 유동성을 창출할 수 있도록 유연성을 부여하는 것이 중요하다고 판단된다. 무엇보다도, 복수 시장간 연결성 확대와 상품다양화 및 매매

고속화에 따라 개별 시장이 감당하기 어려워져가는 시장감독의 문제, 고빈도매매자의 증가에 따른 접근공정성과 시장안정성에 관한 문제, 시장간 투명성 수준에 대한 문제에 대한 폭넓은 논의가 선행되어야 할 것이다.

한국시장 ATS 도입은 이제 첫 발걸음을 뗀 것에 지나지 않는다. ATS 도입의 궁극적 목표가 거래비용을 낮추고 다양한 매매서비스를 제공함으로써 자본시장의 효율성을 높이는 것인 만큼 시장참여자들의 적극적인 참여를 통해 세부적인 도입방안이 도출되어야 할 것이다. 이러한 과정 속에서 금융투자산업의 역량이 강화되고 금융IT기술의 혁신이 촉진될 수 있기를 기대한다.

2) O'hara and Ye, 2009, "Is market fragmentation harming market quality?" 참조

3) Gresse, 2011, "Effects of the competition between multiple trading platforms on market liquidity: evidence from the MiFID experience" 및 Riordan, Storkenmaier, and Wagener, 2011, "Do multilateral trading facilities contribute to market quality?" 참조