

## 거래시장 접근성 제고에 따른 규제방향\*

선임연구위원 이인형

제고된 시장접근성과 알고리즘을 이용한 고빈도주문 확산에 따라 시장미시구조 측면에서 종전에 비해 복잡하고 미묘한 문제들이 글로벌 거래시장에서 야기되고 있다. 이에 따라 거래시장의 무결성, 효율성 및 시스템 안정성과 관련된 시장감독 방안 논의들이 광범위하게 논의되고 있다. 이미 글로벌 거래시장의 구조는 시장접근성과 알고리즘 주문에 최적화된 상태로 재편된 상태이기 때문에 전면적인 규제는 어려울 것으로 보인다. 기술진보에 의한 효율성은 최대한 살리고 부작용을 최소화하는 방향으로 논의가 진행될 것으로 보인다.

2005년 미국의 Regulation National Market Systems와 2007년 유럽의 Markets in Financial Instrument Directive 시행 이후 구미 거래소시장 환경은 급격한 구조변화를 경험하고 있다. 정규거래소 상장 주식들의 여타 거래시장에서의 거래 비중은 증가하였고 다양한 투자자들을 확보하기 위한 정규거래소와 대체거래시스템간의 유동성 확보 경쟁은 격화되었다. 거래시장간 경쟁은 고빈도거래로 유발되는 유동성 확보를 위해 거래플랫폼들의 저지연 추구, 거래수수료 체계의 변화를 통한 시장 유동성 공급 인센티브화 등 시장 미시구조측면에서 종전에 비해 훨씬 복잡하고 미묘한 문제들을 야기시키고 있다.

이러한 변화들이 시장구조에 어떠한 영향을

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

끼치고 있는가는 미국의 Securities and Exchange Commission(SEC), 유럽의 European Securities and Markets Authority(ESMA), 국제 증권감독 기구인 International Organization of Securities Commissions(IOSCO), 호주의 Australian Securities and Investment Commission(ASIC), 캐나다의 Canadian Securities Administrators(CSA) 등 각국 규제 및 감독 당국들의 관심과 시장 관계자 및 학계의 참여하에 논의가 전개되고 있다. 논의의 핵심은 현재 진행 중인 거래시장 구조 변혁이 거래시장의 무결성, 효율성, 시스템 안정성 및 투명성에 어떠한 영향을 끼치고 있으며 향후 규제의 정비 방향이 어떤 방향으로 모습을 갖추어야 하는지 이다.

### 알고리즘 주문의 확산

거래구조와 관련된 다양한 이슈와 시각이 논



의되고 있는 가운데, 가장 쟁점이 되고 있는 부분이 고빈도거래(High Frequency Trading: HFT) 확산에 따른 시장 미시구조 변화에 관한 것이다. 금융 IT 기술의 발달과 대체거래시스템의 등장으로 매우 빠른 거래시간을 요하는 다양한 투자전략들이 등장하였다. 현재 구미 거래시장에서는 HFT관련 거래가 전체 거래량에서 차지하는 비중이 미국의 경우 50~70%, 유럽의 경우는 30~40%가 될 정도로 보편화되어있다. HFT 보편화가 거래시장 미시구조에 어떤 영향을 끼치고 있는가에 대한 완결된 분석이나 종합적인 진단은 내려지지 않았으나 현재 다양한 측면에서 평가가 진행 중이다.

알고리즘매매는 주문 집행이 일정한 법칙과 조건하에서 컴퓨터에 의해 자동으로 매매 집행되는 방법을 일컫는다. 종종 알고리즘매매와 HFT가 동일 시 되어 논의되고 있으나, 모든 알고리즘매매가 HFT를 의미하는 것은 아니다. 고빈도매매가 일반화되기 이전에도 대량주문의 시장충격 효과를 완화하기 위해 알고리즘매매가 사용되었다. 현재의 HFT 전략들은 전략집행을 실질적으로 수행하기 위해 주문을 알고리즘으로 구현하기 때문에 둘이 동일시되기도 한다. 그러나 논의의 대상이 되는 실질적인 요체는 대량의 주문 및 다양한 시장 접근 방법, 그리고 컴퓨터 알고리즘에 의한 거래시장으로의 초고속 회송이다. 이러한 매매 방법이 관련 시스템 안정성 및 시장 무결성에 어떤 영향을 끼치는가가 논의의 초점이다.

이를 이해하기 위해서는 주문 알고리즘을 구현하여 고빈도로 거래하는 전략들의 종류와 목적 달성방법들에 대한 이해가 선행되어야 한다. 일

반적으로 HFT는 세 가지 유형으로 구분된다. 첫째는 시장조성자이다. 이들은 호가 스프레드를 취하는 것을 목적으로 매수-매도 호가를 제시하며 시장에 유동성을 공급한다. 그리고 시장 방향성과 변동성에 따라 호가 제출 형태를 수시로 변화시키면서 다량의 호가 주문과 취소 주문을 반복적으로 제시하는 전략을 구사한다. 미국 시장의 전통적인 스페셜리스트의 역할을 대신하고 있다고 평가되고 있으나, 시장 상황과 상관없이 항상 호가를 제시해야 되는 의무를 갖고 있지는 않다. 시장조성자들간의 경쟁은 호가 스프레드의 축소를 초래하며 평상시의 시장 상황에서는 변동성도 낮추는 효과가 있기 때문에 시장 미시구조 측면에서 긍정적인 역할을 수행한다.

둘째는 차익거래 유형이다. 주식 기초자산과 이에 근거한 지수에 대한 파생상품이나 ETF와 같은 연계 상품의 가격 간에 괴리가 순간적으로 발생할 경우 무위험 혹은 위험 차익 거래를 수행한다. 연계 상품이 아니더라도 주식들 간 혹은 이종 자산가격간의 가격 상관관계를 주시하면서 일시적인 요인들에 의해 상관관계가 변할 경우 매수-매도 전략을 구현하여 정상적인 상관관계로 회귀시 차익을 실현하려는 전략이다. 이들의 특성은 연계 상품간의 가격 이동과 이상 상관관계의 발생이 매우 짧은 시간에 포착되기 때문에 최고의 속도를 요하는 주문 집행 알고리즘과 이를 수용할 수 있는 거래시장들의 다양한 서비스를 필요로 한다는 점이다. 차익거래 수행 결과 시장 내 혹은 시장간 그리고 동일 자산간 혹은 이종 자산간의 가격 정합성이 높아져 시장 가격 발견 기능

이 제고되는 긍정적인 역할을 하는 것으로 평가된다.

마지막 유형으로는 시장 포지션을 단일 방향으로 취하면서 시장을 선행하려는 전략을 예로 들 수 있다. 경우에 따라서는 기관들의 대량 매매 물량의 매매 방향성을 예측하여 기존 최우선 호가를 취하고 동시에 차선 호가를 제시하는 선행 매매성 투자를 공격적으로 하기도 한다. 시장에서 통상적으로 일컫는 스캘핑에 해당한다고 할 수 있다. 스캘퍼는 암표장사를 의미하는 속어이기도 하다. 누군가는 표를 살 것으로 예상하여 미리 구입한 후 높은 가격으로 판매하여 이득을 취하는 자를 말한다. 물론 주식 시장에서의 스캘핑이 암표 매매와 같은 불법적인 행위는 아니다. 예측에 근거하여 호가를 취하기 때문에 위험 부담을 감수한다. 이들은 위험 부담을 최소화하기 위해 포지션 보유 시간을 매우 짧게 가져가기 때문에 HFT 환경을 선호하게 된다.

이와 같이 시장에는 다양한 유형의 투자자들이 혼재되어 유동성을 공급하기도 하고 취하기도 한다. 다양한 유형에 해당하는 거래들은 저지연 환경의 도래 이전에도 시장에서 시스템적으로 이행되고 있었다. 다만 금융IT 기술의 발달과 규제 환경의 변화로 인해 고빈도의 형태로 활성화되고 있는 것이다.

### 감독 입장에서의 관심

현재 금융 감독과 규제의 관점에서 HFT와 관련된 가장 중요한 이슈는 거래시장 무결성과 안정성에 관련된 것이다. 자산 및 시장간 가격 연계

성이 제고된 상황에서 다량의 주문오류 발생으로 결제 불이행 위험이 높아질 수 있음을 염려하고 있다. 기술적 효율성은 극대화되어 거래비용 및 시간이 단축될 수는 있으나 반면에 거래 시스템이 외부 충격에 민감해질 수 있다는 것이다. 이에 미국과 유럽에서는 공히 직접시장접속 서비스 중 주문 전 주문오류 검증 단계를 생략하고 시장 접속 서비스를 해오던 관행에 제동을 걸고 있다. 소위 말하는 naked access를 금지하는 방향으로 법 개정을 추진하고 있다.

그 외에 부수적으로 논의되고 있는 문제는 시장조성에 관한 것이다. 스캘퍼들의 유동성 탐색으로 인해 시장호가에 대한 불신이 높아질 경우 시장조성을 포기하거나 투자자가 유동성 공개시장 보다는 유동성 비공개 시장인 dark pool을 선호함으로써 시장의 투명성을 오히려 저해할 수 있다는 염려이다. 이를 방지하기 위해 시장탐색성 호가 제출 빈도를 제한하자는 제안도 나오고 있으나, 아직은 시장호가 제출이 추세적으로 줄어든다거나 대량매매에 따른 시장충격비용이 점증하고 있다는 실질적인 증거가 없기 때문에 그리 큰 설득력을 발휘하고 있지는 않다.

### 향후 진화 방향

HFT의 등장으로 앞서 거래시장 운영의 원칙으로 제시된 무결성, 효율성, 시스템 안정성 및 투명성 중 긍정적으로 작용하고 있는 부분은 효율성 측면이다. 현재까지 학계에서 발표된 연구들은 대부분 시장호가의 축소 및 거래비용의 감소를 실증적 예로 들면서 시장의 질을 개선시키



고 있다고 평가하고 있다. 그러나 안정성과 투명성 측면에서의 잠재적 문제점들에 대한 우려도 상존하고 있으며 이에 따른 실질적 대안 마련에 감독당국들이 고심하고 있다.

미국에서 1998년 Regulation ATS가 시행되면서 대체거래시스템과 정규거래소간에 영리 추구를 목적으로 하는 경쟁 환경이 조성되었다. 그 후 정규거래소들의 탈상호화와 시장 상장은 거래소의 거래체결 기능을 공적인 영역에서 상업적인 영역으로 완전히 변모시켰다. 상업적인 경영환경은 거래시장 간 유동성 확보를 위한 치열한 경쟁을 유발 시켰고 그 결과 자본시장 buy-side의 다양한 거래 행태와 요구에 편승하면서 현재에 이르고 있다. 따라서 대체거래시스템의 등장과 HFT의 보편화는 거래시장과 서비스 진화과정의 산물인 셈이다.

일반적인 기술혁신과 진화과정의 경험에 비추어 볼 때 조만간 대부분의 HFT와 수반되는 기술 및 인프라는 일상재화(commoditize) 될 것이고 관련 모니터링 비용도 감소할 것으로 보인다. 시장관련 규제는 기술진보에 의한 효율성은 최대한 살리면서 파생되는 부작용은 최소화 하는 방향으로 동시에 진화할 것으로 예상된다.