



KCMI

Korea Capital
Market Institute

주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점

이인형 | 강소현 | 양진영

이인형 (Inhyung Lee)

선임연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- Investments
- Asset Pricing
- Derivatives
- Asset Management Industry

강소현 (So Hyun Kang)

연구위원 / 재무학 박사

연구분야

- Market Microstructure
- Market Efficiency in Financial Markets
- Information and Price Discovery

양진영 (Jin Young Yang)

연구위원 / 재무학 박사

연구분야

- Market Microstructure
- Algorithmic Trading
- High Frequency Trading

주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점

2014. 3.

선임연구위원	이 인 형
연구위원	강 소 현
연구위원	양 진 영

序 言

국내 증권 거래시장은 새로운 구조변화를 앞두고 있다. 2013년 8월 개정된 자본시장법이 시행됨으로써 거래시장에서 정규거래소의 경쟁자인 대체거래시스템의 도입이 가능해졌다. 이에 따라 미국이나 유럽과 같이 거래시장에 경쟁체제가 도입되고 다수의 거래시장이 설립된다면 시장분할이 현실화될 것이다.

본 보고서는 향후 국내시장 분할 양상을 예측하고 바람직한 대응책을 마련하는데 기반이 되고자, 주요국의 시장분할 양상과 관련 규제방안들에 대해 살펴보고 있다. 특히 거래시장을 공개시장과 비공개시장으로 분류하여, 각 시장의 특징 및 시장의 질에 미치는 영향을 분석하고 있다는 점으로 특징지어진다. 주요국들의 대체거래시장 변화 양상을 살펴보면, 대체거래소 도입 초기에는 시장분할의 주요 원인이 전자주문장(Electronic limit order book)을 기반으로 한 공개 대체거래시스템의 성장이었다 반면, 최근 호가가 공개되지 않는 다양한 형태의 다크풀이 등장하고 시장점유율이 높아지면서 시장분할의 또 다른 주요인으로 작용하고 있다. 그런 면에서 거래시장을 양분하여 시장 전반에의 영향과 규제방안을 논의하는 것은 큰 의미를 가진다.

또한 최근 개정된 자본시장법은 경쟁매매의 시장규모에 대해서는 규모제한을 두고 있는 한편, 비경쟁매매에 대해서는 규모제한을 마련하고 있지 않다. 따라서 국내 거래시장은 공개시장에 비해 비공개시장이 더 활성화될 여지가 존재한다. 공개시장과 비공개시장에 대한 각국의 대응방안과 규제방안은 향후 거래시장의 구체적인 통합책과 규제방안을 마련하는데 도움이 될 것이다. 본 보고서가 우리나라 증권 거래시장이 경쟁을 통해 효율성을 제고하는 동시에 안정적으로 발전해나가는데 유용한 자료로 활용될 수 있기를 기대한다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 이인형 박사, 강소현 박사, 양진영 박사에게 감사의 뜻을 전한다. 또한 보고서 작성과정에서 지정논평을 맡아 훌륭한 조언을 아끼지 않으신 김준석 박사님께 감사의 말씀을 드린다. 아울러, 본 보고서의 기초 자료 수집을 도와준 유혜정 연구원, 표영선 연구원, 홍지연 연구원과 원고 교정과 편집을 맡아준 김옥엽 연구조원에게 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

20014년 3월

자본시장연구원

원장 김형태

목 차

Executive Summary	viii
Abstract	xix
I. 서론	1
1. 연구 배경	1
2. 연구 체계	2
II. 주식시장 분할 현황	5
III. 시장분할에 따른 환경변화와 영향 평가	21
1. 차별화된 경쟁 요소들의 등장	21
2. 시장 안정성과 투명성에의 영향	24
3. 시장 영향평가 문헌조사	26
IV. 시장분할 대응방안	45
1. 최선집행원칙 도입	46
2. 통합시세분배 시스템 구축	66
3. 다크폴 규제 도입	78

V. 국내 증권시장 제도 및 규제체계에 대한 시사점	93
1. 자본시장법 다자간매매체결회사 규정	93
2. 국내 거래시장 발전 방안과 시사점	96
 참 고 문 헌	 101
 부 록	 111

표 목 차

<표 II-1> 세계 주요지수 거래시장 분할 현황	6
<표 II-2> 미국 거래시장 거래대금 추이	8
<표 II-3 > 유럽 주요공개시장 거래대금 추이	11
<표 II-4> 유럽 Dark MTF 및 크로싱네트워크 거래량	12
<표 II-5> 캐나다 거래플랫폼별 시장점유율 추이	16
<표 II-6> 일본 거래플랫폼별 시장점유율 현황	17
<표 IV-1> 호주 시장통합법 상의 도매투자자 분류기준	64
<표 IV-2> NMS 주식 정보통합시스템	68
<표 IV-3> TMX IP 제공정보	76
<표 IV-4> 캐나다 다크풀시스템	83
<표 IV-5> ASIC등록 크로싱시스템	86
<표 IV-6> 주식상품 최소호가단위	89

그림 목 차

<그림 II-1> 호주 거래플랫폼별 시장점유율	13
<그림 II-2> 호주 다크폴 시장 거래대금 비중	14
<그림 IV-1> 미국과 캐나다의 OPR 비교: 미국의 최우선 호가보호	57
<그림 IV-2> 미국과 캐나다의 OPR 비교: 캐나다의 전체호가 보호	57
<그림 IV-3> 일본 금융상품거래업자의 PTS 관련 규정 현황	62
<그림 IV-4> 주요국 최선집행원칙 원리 비교	65
<그림 IV-5> 미국 공인정보시스템을 통한 정보 통합 과정	70
<그림 IV-6> 다크폴 거래량과 시장점유율	80
<그림 IV-7> 크로싱시스템 간 연결구조의 예	88
<부록그림 1> 준거가격(reference price)모델	112
<부록그림 2> 협상모델	114
<부록그림 3> 내부화모델	115

약 어 표

ATS	Alternative Trading System
APA	Approved Publication Arrangement
AR	Access Rule
ARMs	Approved Reporting Mechanisms
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
BBO	Best Bid and Offer
BCS	Broker Crossing System
CBBO	Consolidated Best Bid and Offer
CDB	Consolidated Depth of Book
CDF	Consolidated Data Feed
CLS	Consolidated Last Sale
CQS	Consolidated Quotation system
CS	Crossing System
CSA	Canadian Securities Administrators
CTA	Consolidated Tape Association
CTP	Consolidated Tape Provider
CTS	Consolidated Tape System
DMA	Direct Market Access
ESMA	European Securities and Markets Authority
ETF	Exchange Traded Fund
FCA	Financial Conduct Authority
FFI	Fidessa Fragmentation Index
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FM	Financial Market
FSA	Financial Services Agency
GDR	Global Depository Receipt

IIROC	Investment Industry Regulatory Organization of Canada
IOI	Indication of Interests
IP	Information Processor
ISO	Intermarket Sweep Order
JSDA	Japan Securities Dealers Association
MIR	Market Integrity Rules for Competition in Exchange Markets
MTF	Multilateral Trading Facility
NBBO	National Best Bid and Offer
NMS	National Market System
OPR	Order Protection Rule
PBA	Primary Best Ask
PBB	Primary Best Bid
PBBO	Primary Best Bid Offer
PRA	Prudential Regulation Authority
RM	Regulated Market
SI	Systemic Internaliser
SIAC	Securities Industry Automation Corporation
SIFMA	Securities Industry and Financial Market Association
SOR	Smart Order Routing
TCA	Total Cost Analysis
TMX	Toronto Stock Exchange
TRF	Trade Reporting Facility
UMIR	Universal Market Integrity Rules
UQDF	Quotation Data Feed SM
UTDF	Trade Data Feed SM
VWAP	volume-weighted average price

《 Executive Summary 》

I. 서론

최근 증권 거래시장은 다양한 거래시장의 등장으로 인해 하나의 증권이 여러 시장에서 동시에 거래되는 것이 가능하게 되었다. 전통적인 의미의 정규거래소 이외에 다양한 형태의 대체거래시스템이 유동성을 둘러싸고 치열한 경쟁을 벌이고 있는 것이다.

다양한 시장으로의 분할이 가속화될수록 시장의 안정성과 시장 감독의 효율성을 저해할 우려가 높아지고 있다. 거래가 다수의 시장으로 분산되면 호가 및 매매 관련 정보도 자연스럽게 해당 거래 시장으로 분산된다. 따라서 분할된 시장을 효율적으로 연계하고 정보를 통합할 수 있는 방안들이 마련되지 않을 경우 도리어 투자자의 효용은 저하되고 시장의 질이 낮아질 수 있다.

2013년 8월 개정된 자본시장법이 시행되면서 국내 증권시장 또한 거래시장의 분할이라는 세계적 추세에 발맞추어 거래시장의 다양화가 추진되고 있다.

이에 본 보고서는 주요국의 시장분할 양상과 관련 규제방안들에 대한 논의를 통해 향후 국내 시장분할양상을 예측하고 바람직한 대응방안들을 마련하는데 기반이 되고자 한다. 특히 호가정보를 공개하는지의 여부에 따라, 즉 공개시장인지, 비공개시장인지에 따라 시장분할의 효과와 규제방안에 대해 논의해보고자 한다.

II. 주식시장 분할 현황

미국과 유럽의 거래시장은 현재 분할이 상당한 정도로 진행되어 있다. NYSE Euronext, NASDAQ OMX, London Stock Exchange와 같은 전통적 정규거래소의 시장점유율은 감소한 대신 다양한 대안적 거래소들이 시장에 진입하여 높은 점유율을 차지하고 있다.

특히 안정적 성장을 이룬 BATS, DirectEdge, Chi-X Europe 등 대표적 대체거래소들은 양적 성장을 위해 시장 점유율을 높이려는 1차적 발전단계에서 진일보하여 정규거래소로의 전환을 통해 증권 상장 등으로 업무영역을 넓혀나가고 있다.

증권시장 분할의 다른 한축을 차지하고 있는 것은 비공개주문시장의 양적 성장이다. 이에 따라 시장의 안정성과 가격발전에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 우려가 커지고 있다. 특히 미국의 경우 과거 비공개주문시장에 대규모투자자나 전문투자자들이 집중되어 있었으나 최근 Internalization 등 retail market maker의 비중이 늘어나면서 비공개주문시장에서의 비정보 투자자(uninformed trader) 보호에 대한 필요성도 논의되고 있다.

한편, 일본과 호주는 미국이나 캐나다, 유럽에 비해 시장분할의 정도가 낮은 편이다. 국가별로 1~2개의 대체거래소가 설립되어 있으며 여전히 정규거래소를 통한 거래비중이 높다. 전통적으로 단일의 정규거래소가 존재해왔던 거래시장의 경우 대체거래소가 도입된 이후에도 정규거래소의 확고한 입지로 인해 시장점유율을 빠른 시간에 높여나가기에는 쉽지 않은 것으로 보인다.

III. 시장분할에 따른 환경변화와 영향평가

1. 차별화된 경쟁 요소들의 등장

복수의 거래시장들이 출현하면 한정된 유동성을 놓고 경쟁을 벌이기 때문에 매매와 관련된 서비스의 질적 향상을 기대해 볼 수 있다. 복수의 거래시장들은 유동성이 최대한 많이 공급되고 유동성 수취가 최대한 신속하게 이루어질 수 있도록 시장접근성의 편의를 극대화하려고 할 것이기 때문이다. 미국과 유럽의 경우 시장직접접속 및 동역서비스 등과 같이 고빈도매매자들을 위한 서비스가 급속하게 증가하였다. 수수료체계도 유동성 공급자와 유동성 수취자를 구분하여 개별 투자자들의 인센티브에 부합되게 책정될 수 있다. 대표적인 예가 Direct Edge사의 maker-taker 수수료체계이다. 시장분할에 따른 경쟁으로 보다 첨단화된 기술을 요하게 되고 금융IT에 대한 수요증대로 사업이 후방으로 확대되는 효과도 기대할 수 있다.

2. 시장 안정성과 투명성에의 영향

대체거래시스템의 등장으로 시장이 분할될 경우 정보효율성, 시장안정성과 감독효율성의 저하를 불러올 수 있고 특히 다크풀의 확산으로 인해 시장의 정보효율성이 떨어지고 있다는 비판이 자주 등장한다. 유동성이 여러 거래시장으로 분산되어 효과적으로 연계되지 않는다면 거래상대방을 탐색하는 비용이 증가하여 결과적으로 투자자 손해로 귀결될 수 있다. 다크풀 자체는 기관투자자들의 익명성을 보장하고 시장에 충격을 최소화시키는 순기능이

있지만 지나친 확산은 시장 전체의 입장에서 바람직하지 않을 수 있다. 다양한 거래시장으로 투자자의 선택 폭과 시장접근성은 확대되었지만 공정한 기준이 존재하지 않을 경우 불공정거래에 연루되거나 차별적 요소로 작용할 수 있고 분할된 시장구조 하에서는 특정 시장의 문제가 다른 시장으로 급격히 확산되는 것을 일관성 있게 사전적으로 통제하기 어려울 뿐만 아니라 사후적으로도 원인파악에 어려움이 있을 수 있다. 시장은 고도로 복잡해지는데 비해 시장감독기능이 따라가지 못하거나 지나치게 높은 고비용 구조로 인해 궁극적으로 투자자에게 비용이 귀착될 수 있다.

3. 시장 영향평가 문헌조사

시장분할 현상이 시장의 질에 어떤 영향을 끼치는지에 대한 실증연구들은 상반된 결과물을 보여주고 있다. 그 이유는 일반화시키기 어려운 데이터들의 사용, 시장분할에 대한 정확한 정의와 측정 방법상의 문제, 시장의 질을 측정하는 서로 다른 기준의 사용 등에 기인할 수 있다. 시장분할에 따른 영향평가를 실증분석하기 이전에 변수들에 대한 정확한 정의와 기준을 마련해야 상호 비교분석이 가능해진다. 또한 거래비용의 차이는 단지 해당 종목이 속해있는 거래시장의 분할 특성에만 영향을 받는 것이 아니라, 종목의 시가총액 크기와 같은 고유의 특성에 의해서도 영향을 받기 때문에, 고유특성을 제어한 후에 비교해야하는 어려움이 있다.

IV. 시장분할 대응방안

시장분할에 따른 부작용을 최소화하고 통합의 정도를 높여 시장분할의 혜택을 극대화하기 위해서는 공개시장과 비공개시장에 각각 특화된 대응방안 마련이 필요하다. 공개시장의 경우 투자자에게 최선의 결과가 보장되도록 하기 위한 최선집행원칙, 거래정보에 대한 무차별적 접근권, 정보통합을 위한 통합시세시스템 구축방안 등에 대한 논의가 필요하며, 비공개주문시장의 경우 명확한 정보공개 범주와 기준을 마련하여 시장의 질이 저하되지 않도록 해야 한다.

1. 최선집행원칙 도입

각국의 최선집행원칙이 표면상 차이를 보이고 있으나 근본적인 목적이 소비자 보호, 특히 소매투자자의 보호에 있다는 점에서 공통된다. 시장분할로 인해 투자결정이 복잡해지면서 소매투자자들은 정보에서 소외되어 갈수록 자신을 보호하기 어려운 환경에 처하게 되고, 이들에 대한 보호의 필요성은 증가한다. 최선집행원칙은 투자결정을 위한 다양한 요인들을 비교하기 위한 준거기준을 제시하여 투자자에게 '무엇이 최선의 체결인가'에 대한 가이드라인을 마련해 주는 것이다. 국가에 무관하게 공통적으로 적용되는 요소들이 있는 것은 사실이나 최선집행원칙에 범국가적 기준이 있는 것은 아니다. 각국은 단일 규제 도입 가능성, 시장분할의 정도, 시장분할의 형태 등 여러 가지 시장환경 요건에 따라 다양한 형태의 최선집행원칙을 규정하고 있다.

미국과 캐나다는 최선집행기준을 최우선 호가로 규정하고 있다. 미국과 캐나다의 최선집행에 대한 1차적 책임은 브로커/딜러에게 부여되며, 브로커/딜러의 주문을 받은 거래시장이 주문보호 규정(Order Protection Rule: 이하 OPR)에 따라 보다 우월한 조건의 거래시장으로 주문을 회송해야할 의무를 진다.

그러나 유럽과 일본은 구체적인 단일 기준을 강제하지 않고 증권사가 자율적인 판단에 의해 고객에게 최선의 결과가 도출될 수 있는 최선집행기준을 마련할 수 있도록 하고 있다.

호주는 보다 직접적으로 도매투자자와 소매투자자로 구분하여 소매투자자 주문은 수수료와 세금을 제외한 체결가격을 기준으로 최선집행 여부를 판단하도록 하였다. 소매투자자 거래의 경우 총대가(Total consideration)를 최대화할 수 있는 거래를 최선의 체결로 정의하였다. 도매투자자들의 경우 가격, 거래비용 이외에 체결가능성, 체결속도, 거래비용 등 관련 요소를 종합적으로 고려하여 최선체결 방안을 모색한다.

2. 통합시세분배 시스템 구축

거래정보를 통합하는 형태는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째는 공인 통합시세시스템을 지정하고 이를 통해 의무적으로 정보를 통합·분배하도록 하는 방법이며 두 번째는 시장 자율에 따라 시세서비스 업체에 의해 공개되도록 하는 방안이다. 미국이나 캐나다와 같이 거래시장 간에 의무적으로 주문을 회송하도록 강제하고 있는 국가들의 경우 주문회송의 기준으로 삼을 수 있는

대표성 있고 신뢰성 있는 정보를 확보하는 것이 중요하다. 따라서 공인 통합시세시스템을 설립하여 통합시세를 제공하도록 하고 있다. 한편, 유럽이나 호주와 같이 주문회송에 대한 강제조항이 없는 시장은 증권사의 자체적 판단에 의하여 거래시장을 선택할 수 있다.

미국은 이미 1970년대에 전국적 시장시스템(National Market System: 이하 NMS)을 설립하려는 계획 하에, 중앙 통합시세시스템을 설립하여 통신 및 데이터 처리 기능을 통해 미국 내 존재하는 모든 시장을 연계하려는 계획을 시행하였다. 1970년대 중반에 NYSE 상장주식의 체결정보 및 호가정보를 통합하는 CTA/CQ Plan을 도입하였으며 1990년 초에는 Nasdaq 상장 주식 통합을 위한 UTP SIP Plan을 실시하였다. 캐나다는 또한 미국과 같이 공인 통합정보제공자를 통해 통합시세를 제공하고 있다. TMX IP는 각 marketplace로부터 받은 정보를 가공하여 분배하고 있다. 단, TMX IP의 상품은 데이터 사용에 따른 라이선스 비용은 포함되어 있지 않으며 분배서비스 제공과 관련된 가공비용만을 징수한다. 이러한 pass-through 방식은 미국의 공인 통합시세시스템 운영 방식과 차이를 보인다.

유럽의 시장통합 규정인 MiFID는 미국과 같은 공인 통합시세시스템을 갖추도록 요구하고 있지 않으며 시장 자율에 따라 시세가 공급되도록 하였다. 그러나 MiFID 시행 이후 새롭게 등장한 많은 거래시장들이 다양한 형태의 통일되지 않은 거래 자료를 제각기 생성해내어 실질적인 시장간 통합을 어렵게 하였다. 이에 유럽은 MiFID의 취약점을 보완하고 금융시스템의 안정성과 투명성을 향상시키기 위한 조항을 담은 MiFID II 도입을 추진 중에 있다.

일본은 유럽과 마찬가지로 공인 통합시스템이 존재하지 않는다. 일본에 공인 통합시스템이 존재하지 않는 이유는 우선 실질적인 필요성이 낮기 때문인 것으로 보인다. 전체 거래대금의 95%가 도쿄증권거래소에 집중되어 있기 때문에 통합시세 구축과 운용에 큰 비용이 발생한다는 점을 고려할 때 실질적인 구축 필요성이 낮다고 할 수 있다. 단, 일본증권업협회(Japan Securities Dealers Association: 이하 JSDA)가 운영하고 있는 공표시스템이 존재하는데, 이는 실시간 거래를 위한 것이라기보다는 사설거래시스템(Proprietary Trading System: 이하 PTS)가 시장에 정보를 제공할 수단을 마련해주는 목적 하에 운영되고 있다.

3. 다크폴 관련 규제 도입

최근 미국, 유럽을 포함한 상당수의 주식시장에서 다크폴이 차지하는 비중이 크게 증가하고 있다. Tabb Group에 의하면 현재 미국 주식시장에서 다크폴이 거래량의 35%이상을 차지한다. 장외 시장이라 불린 초기의 다크폴이 효율적 대량매매를 원하는 기관 투자자들을 위한 거래시스템이었던 반면 현재의 다크폴은 헤지펀드, 뮤추얼펀드, 고빈도매매자 등 다양한 목적을 가진 시장참가자들에 의해 사용되는 메커니즘을 의미한다. 다크폴의 종류는 크게 준거가격모델, 협상모델, 내부화모델로 구분할 수 있다. 준거가격시스템의 체결가격은 릿폴에서 발견된 호가가격 또는 체결가격에 의해 결정된다. 협상시스템에서는 거래 전 협상을 통해 거래 조건이 결정된다. 내부화폴은 딜러시장의 한 형태로 모든 거래에 브로커딜러라 불리는 시장조성자가 거래상대방이 되는 특징을 가진다.

다크폴에 대한 우려의 목소리가 높아지면서 각국의 규제기관들은 최근 몇 년 동안 다크폴 규제에 관한 심도 있는 논의를 해 오고 있다. 주요국 중 캐나다는 2012년 10월 다크폴에 대한 규율의 변화가 포함된 UMIR을 시행하기 시작했고 호주는 새로 개정된 MIR을 2013년 말부터 단계적으로 시행할 예정이다. 유럽은 2007년 시행된 MiFID의 개정안을 2011년 발의하고 개정안이 통과되길 기다리고 있는 중이다. 반면 다크폴이 가장 발달한 미국에서는 아직까지 다크폴에 대한 규제적 변화 없이 그에 대한 논의만 계속되고 있다는 점이 주목할 만하다.

V. 국내 증권시장 제도 및 규제체계에 대한 시사점

2013년 8월 드디어 개정 자본시장법 시행으로 다자간매매체결회사 설립이 허용되고 거래소 허가제가 도입되어 국내 시장의 분할을 위한 법적 기반이 마련되었다.

개정된 자본시장법은 다자간매매체결회사의 무분별한 설립을 방지하기 위하여 인가 및 등록요건, 최저자기자본 요건 또는 주식소유 제한 등의 규정을 마련하였다. 다자간매매체결업무 수행을 위해서는 금융위원회로부터 관련업무에 대한 금융투자업 인가를 받아야 하며, 200억의 최저자기자본요건을 충족해야 한다. 주식소유의 경우 발행주식 총 수의 15%를 초과할 수 없도록 제한하여 소유권이 분산되도록 하였다.

또한 다자간매매체결회사의 거래방식 중 경쟁매매 방식에 의한 거래는 증권시장 전체 평균거래량의 5%를 초과할 수 없도록 규정하여 매매체결시장에서 대체투자시스템의 규모를 제한하였다. 5%를 초과한 다자간매매체결회사가 위법 상태에서 벗어나기 위해서는 거래소로 전환하여야 한다. 그러나 비공개거래시장은 공개시장과 달리 성장에 실질적인 제한이 없기 때문에 도리어 경쟁매매에 비해 성장 가능성이 높을 것으로 보인다.

한편 자본시장법은 금융투자업자에게 최선집행의무를 부과하는 법적 근거를 마련함으로써 동일상품에 대해서는 어느 시장에서 거래하든지 투자자에게 가장 유리한 가격으로 거래가 체결될 수 있는 기반을 마련하였다. 자본시장법에서 정의하고 있는 최선집행기준은 금융투자업자에게 집행 의무를 부과한다는 점을 명시할 뿐, 무엇이 최선인가에 대한 구체적인 기준을 제시하고 있지는 않다. 이는 유럽이나 일본과 같이 금융투자업자가 자율적인 기준을 선택할 수 있도록 한 것이다.

국내 매매시장에서는 미국이나 유럽과 같은 고도의 시장분할이 일어날 것으로 판단되지 않는다. 미국은 OPR이나 정보에 대한 비차별적 접근 규정(Access Rule: 이하 AR)과 같은 법제적 수단을 통해 시장의 가상적 통합정도를 높이고자 하였다. 유럽은 미국과 달리 OPR이나 중앙 집중적 공인 호가 및 거래자료 통합시스템 없이도 거래시장 간의 치열한 경쟁을 통해 자연스럽게 시장분할과 가상적 통합을 이루었다. 그러나 국내 시장은 OPR이나 AR이 마련되어 있지 않고, 경쟁을 통한 시장통합 또한 달성될 것이라 기대하기도 어려워 보인다. 따라서 이렇게 경쟁이

제한적인 상황에서는 시장의 실질적 통합이 담보되기 어렵기 때문에 오히려 시장의 질이 저하될 가능성이 존재한다.

향후 국내 거래시장이 경쟁을 통한 성장을 실현하기 위해서는 추가적인 보완책 마련이 필요할 것으로 보인다. 우선 최선집행원칙의 책임을 명확히 하고 체결결과에 대해 평가할 수 있는 기반이 마련되어야 한다. 또한 정규거래소와 다자간매매체결회사로 분산된 거래관련 정보를 통합하는 방안에 대한 논의가 이루어져야 한다. 그리고 비경쟁매매 관련 정보에 대한 공개 범위와 공개 시점, 비경쟁매매를 통해 거래가 허용되는 주문의 거래 단위 등 비경쟁매매와 관련된 구체적 규정의 마련도 필요할 것이다.

« Abstract »

The recent emergence of diverse trading venues in the stock trading market makes it possible to trade one security simultaneously in multiple exchanges. In other words, regular exchanges are under severe competition from many different forms of alternative trading systems (ATs) for liquidity. The revision on the Financial Investment Services and Capital Markets Act (FSCMA) went into effect in August 2013, and in line with the global trend of market fragmentation, Korea's securities market is ready to diversify trading markets. Against the backdrop, this study provides the grounds for Korea's desirable future steps by discussing regulatory measures and market fragmentation moves in major developed nations. Our particular interest in this study is how the availability of quote information to the public (e.g., an open trading venue) or lack thereof (e.g., a closed trading venue) affects market fragmentation and regulatory measures.

Trading markets in the US and Europe have been fragmented significantly for some time now, and traditional marketplaces (regular exchanges) have lost substantial market share to many different types of ATs. On the other hand, the level of fragmentation is lower in Japan and Australia than in the US, Canada, and Japan. Countries with less-fragmented markets in general have one or two ATs per nation and most of the trading still goes through regular exchanges. It certainly is not

easy for newly established ATs to challenge the regular exchange's firm foothold and earn market share in a short period, especially in markets where a single regular exchange has had a monopoly for a long period.

When a market's liquidity is constant, the emergence of multiple trading venues will facilitate competition for liquidity and therefore enhance the quality of trading-related services. This is because multiple exchanges are likely to provide maximized market access opportunity to investors so that liquidity is provided and received as fast as possible. But market fragmentation that results from ATs may undermine information efficiency, market stability, and supervisory efficiency. Especially, the spread of dark-pool types of trading is often criticized for reducing information efficiency. If liquidity is fragmented into multiple bourses but trading information is not effectively connected, this raises the costs of seeking out trading counterparties and in the end damages investors. And although the excessive use of dark pools can be undesirable for the overall market, dark pools themselves have merits of providing trading anonymity and minimizing market shock.

To minimize the aforementioned side effects of market fragmentation and to enhance market integration to enjoy the maximum benefits of market fragmentation, it is necessary to devise measures specific to an open and closed market. For example, possible open market regulatory discussions should be

about the best execution principle for investors, unlimited access to trading information, and integrated quote data. For a closed market, clear categories and standards should be set for information disclosure so that market quality is not undermined.

Recently, in August 2013, the revision on Korea's FSCMA was implemented to allow the establishment of ATSs and multiple exchanges. This laid the legal ground for market fragmentation in Korea. In order to prevent the market from overcrowding by an excessive number of players, the revised bill sets out a set of minimum requirements that an ATS should meet, e.g., requirements for business permission and registration, minimum equity capital, and stock ownership. An ATS should gain financial investment business authorization from the Financial Services Commission and hold minimum equity capital of KRW 20 billion. No entity is allowed to hold over 15% of the total ownership share in an ATS so that ownership is well distributed. The revision also places a limit on the size of ATS: trading through a competitive method by any ATS cannot exceed 5% of the average trading volume of the overall stock market.

At the same time, the revised FSCMA sets the legal ground for best execution to ensure that any investor can execute the best order regardless of which market they use. But the best execution principle stipulated in this revision excludes specific rules to determine which execution is regarded as best.

This means financial investment businesses will have to use self-regulatory standards just as is the case in Europe and Japan.

Korea's stock trading market is not expected to see fragmentation at the level of the US or Europe. While the US adopts legislative measures such as the order protection rule (OPR) or access rule to enhance the level of virtual market integration, Europe achieved market fragmentation and virtual integration through market competition between trading venues without any centralized quote integration system. Unfortunately, Korea's trading market does not have the OPR or access rule, and it is hard to expect competition to do its part in market integration. With the force of competition being limited, market integration is not guaranteed. At worst, competition under the current circumstances will undermine market quality.

All things considered, it is necessary to devise supplementary measures for Korea's trading market to achieve growth through competition. First and foremost, clear standards should be set for accountability and post-trade evaluation of best execution. Moreover, the integration of trading-related information currently dispersed throughout the regular exchange and ATSS requires further discussions. Last, concrete rules should be in place about non-competitive trading, e.g., the scope and timing of trading-related information disclosure, and tick sizes of orders eligible for non-competitive trading.

1. 서론

1. 연구 배경

2. 연구 체계

I. 서론

1. 연구 배경

최근 증권 거래시장은 다양한 거래시장의 등장으로 인해 한 증권이 여러 시장에서 동시에 거래되는 것이 가능하게 되었다. 전통적인 의미의 정규거래소 이외에 대체거래시스템(Alternative Trading System: 이하 ATS), 정보비공개시장(Dark pool), Crossing network, Internalization 등이 유동성을 둘러싸고 치열한 경쟁을 벌이고 있는 것이다. 이에 따라 각 거래시장은 거래비용을 낮추고 새로운 매매방식을 도입하거나 혁신적 기술을 기반으로 한 차별화된 서비스를 제공하려는 노력을 지속하고 있다. 그 결과 투자자들은 다양한 서비스를 제공하는 거래시장을 선택할 수 있게 되었으며 더 나은 조건으로 거래를 체결할 수 있는 가능성이 높아졌다.

그러나 다양한 시장으로의 분할이 가속화될수록 시장의 안정성과 시장 감독의 효율성을 저해할 우려 또한 높아진다. 거래가 다수의 시장으로 분산되면 호가 및 매매 관련 정보도 자연스럽게 해당 거래시장으로 분산된다. 따라서 분할된 시장을 효율적으로 연계하고 정보를 통합할 수 있는 방안들이 마련되지 않을 경우 도리어 투자자의 효용은 저하되고 시장의 질이 낮아질 수 있다. 특히 최근 호가정보를 공개하지 않는 Dark pool의 규모가 커지고 있기 때문에 시장의 비효율성에 대한 우려는 더욱 높아지고 있으며 바람직한 규제 방안에 대한 논의가 지속되고 있다.

국내 증권시장 또한 거래시장 분할이라는 세계적 추세에 발맞추어 거래시장의 다양화를 추진하고 있다. 2013년 8월 개정된 자본시장법이

2 주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점

시행되면서 대체거래소 설립을 위한 법적 기반을 마련하였다. 자본시장법은 대체거래시스템을 ‘다자간매매체결회사’로 정의하고 거래대상증권의 범주와 매매체결방법, 최선집행원칙 등의 기초 사항에 대한 기준을 마련하였다. 그러나 향후 효율적인 시장통합을 위한 후속조치인 정보 공개 범주 및 기준, 시세통합방법 등과 같은 구체적인 방안들은 아직 마련되지 않은 상황이다.

이에 본 보고서는 주요국의 시장분할 양상과 관련 규제방안들에 대한 논의를 통해 향후 국내 시장분할양상을 예측하고 바람직한 대응방안들을 마련하는데 기반이 되고자 한다. 특히 호가정보의 공개 여부에 따라, 즉 공개시장인지, 비공개시장인지의 여부에 따라 시장분할의 효과와 규제방안이 달라진다. 따라서 거래시장을 공개시장과 비공개시장으로 분류하고, 각 시장의 특징을 기반으로 효율성 등 시장의 질에 미치는 영향을 분석한 후 각 시장별로 시장분할의 효과를 극대화할 수 있는 방안들에 대해 논의해보고자 한다.

2. 연구 체계

본 보고서는 주식시장 분할에 따른 시장 구조 변화와 감독 및 규제 체계 시사점에 대하여 다음과 같은 순서에 따라 살펴본다. I장에서는 본 보고서의 작성배경과 목적, 그리고 연구 체계에 대해 살펴본다. II장에서는 주요국 주식시장의 구조와 주식시장 분할 현황을 정보공개시장(Lit pool)과 정보비공개시장(Dark pool)으로 나누어 알아본다. III장에서는 각 시장 형태가 전체 거래시장의 질에 미치는 영향에 대해 평가한다. IV장에서는 거래시장의 질을 극대화할 수 있는 시장통합의 방안에 대해 살펴본다. V장은 국내 증권시장의 시장분할 관련 제도를 알아보고 시사점을 도출해보도록 한다.

II. 주식시장 분할 현황

II. 주식시장 분할 현황

각국은 자국 내 거래시장 환경이나 규제환경 등에 따라 다양한 시장 분할을 이루고 있다. 대체거래시스템의 등장 속도와 경쟁환경, 대형투자 은행들의 전통적 거래소와의 이해관계나 투자자 수요의 다양성, 시장접근의 용이성, 규제환경 등과 같은 요인들에 의해 시장분할의 정도가 결정된다. 또한 인접국과의 상호거래 활동성 정도와 인접국의 시장분할 정도에도 영향을 받는 것으로 보인다.

<표 II-1>는 Fidessa Fragmentation Index(이하 FFI)를 기준으로 세계 주요국 거래시장의 주요지수 시장분할 현황을 나타낸다. FFI는 Herfindahl Index의 역수로, 각 종목이 거래되고 있는 거래시장의 수를 나타내며 일반적으로 해당 종목에 대해 최선집행원칙을 수행하기 위하여 몇 개의 거래시장에 접속해야 하는지로 해석된다. <표 II-1>를 살펴보면 미국과 캐나다의 시장분할정도는 다른 지역에 비하여 가장 높은 편이며 유럽이 미국보다는 낮으나 여전히 상당한 정도로 시장이 분할된 상태이다. 미국은 다양한 거래시장과 시장참여자들이 존재하기 때문에 경쟁을 통한 활발한 시장분할이 이루어지고 있다. 캐나다는 자본시장 규제감독기구가 13개 주에 분산되어 있고 시장분할이 가장 높은 미국과 인접해있다는 사실 또한 높은 시장분할의 주요 원인이 된 것으로 보인다. 여러 국가의 연합체인 유럽은 각국에 거래시장이 분산되어 있는 동시에 연합 내 자유로운 상호 거래가 가능하기 때문에 거래소간 경쟁이 치열하다. 한편 아시아 주요국가 및 호주는 아직 미국이나 유럽과 같은 강도 높은 시장분할이 이루어지지 않는 것으로 보인다.

6 주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점

<표 II-1> 세계 주요지수 거래시장 분할 현황

	주요지수	FFI
미국	Dow Jones	4.60
	S&P 500	4.59
	NASDAQ 100	3.93
	S&P/TSX 60	2.35
캐나다	S&P/TSX Composite	2.27
	TechMark	2.54
	OSLO OBX	2.52
	FTSE 100	2.48
유럽	FTSE All-Share	2.45
	FTSE 250	2.29
	OMX S30	2.25
	BEL 20	2.17
	AEX	2.15
	SMI	2.15
	OMX H25	2.12
	OMX C20	2.10
	CAC 40	2.06
	DAX	1.99
	ISEQ	1.87
	Stoxx 50	1.87
	PSI 20	1.71
	FTSE MIB	1.53
IBEX	1.45	
호주	S&P/ASX 200	1.23
일본	Nikkei 225	1.20

자료: Fidessa, 2013년 11월 셋째 주

미국 주식시장의 거래플랫폼은 정규거래소인 Exchange와 대체거래시스템인 ATS로 나뉜다. Regulation ATS 규정에 따르면 ATS는 SEC에 미국 브로커-딜러로서 등록되고, Financial Industry Regulatory Authority (이하 FINRA)의 구성원이어야 하며, 브로커-딜러 법적 규정을 준수하여야 한다.

가장 높은 정도의 시장분할을 이루고 있는 미국 거래시장 중 공개거래시장의 시장분할 양상은 지난 5년간 많은 변화가 일어났다. 미국의 공개정규거래소 및 ECN의 시장점유율을 살펴보면, 전통적인 정규거래소인 NYSE Euronext와 Nasdaq OMX의 점유율은 감소하고 ATS에서 정규거래소로 전환한 BATS와 DirectEdge는 안정적인 비중을 차지하고 있음을 알 수 있다. Nasdaq의 시장점유율은 2010년 초와 비교하여 38%에서 2013년 초 13.6%로 감소하였으며, 이는 2008년 28%를 초과하는 규모를 보였던 것에 비해서는 절반 이하로 급격히 감소한 것이다. NYSE 및 NYSE Arca 또한 5년 전 2008년 초에 비하여 절반가량으로 축소되었다. 한편 ATS로 시작한 BATS와 DirectEdge는 안정적으로 점유율을 늘려나가 각각 6~8% 정도의 시장점유율을 유지하고 있으며, 2008년 10월과 2010년 7월에 각각 정규거래소로 전환하였다.¹⁾ 그 결과 실질적인 ECN은 LavaFlow가 거의 유일하게 남아있다. 표면적으로는 ECN의 비중이 줄어들어 시장의 정규거래소와 대체거래시장 간의 경쟁이 완화된 것으로 보이나, 대형 대체거래시장의 정규거래소로의 전환은 전통적 정규거래소 입장에서는 거래뿐만 아니라 상장 등 거래소 고유 업무에서조차 경쟁해야하는 더욱 어려운 상황이 되고 있다.

1) 2013년 10월 말, BATS와 Direct Edge는 2014년 1분기를 목표로 합병을 추진하고 있다. BATS와 Direct Edge의 합병이 성공적으로 이루어질 경우, NYSE, NYSE Arca, Nasdaq OMX 등 전통적 거래시장보다 더 큰 시장점유율을 가지는 미국 시장 최대의 거래소로 부상할 것이다.

<표 II-2> 미국 거래시장 거래대금 추이

(단위: 백만달러)

	NYSE		NASDAQ		NYSE Arca		Direct Edge		BATS		Regional		LavaFlow		공개시장 총합
	거래대금	비율	거래대금	비율	거래대금	비율	거래대금	비율	거래대금	비율	거래대금	비율	거래대금	비율	
2010Q1	627,826	8.6%	1,057,989	14.5%	696,677	9.6%	-	0.0%	513,759	7.1%	1,694,965	23.3%	1,004	11.61%	74.71%
2010Q2	811,387	9.0%	1,264,113	14.0%	926,891	10.3%	119	0.0%	689,574	7.6%	2,061,781	22.8%	1,360	13.10%	76.80%
2010Q3	624,069	10.2%	940,838	15.3%	738,248	12.0%	240,536	3.9%	512,971	8.4%	1,270,087	20.7%	253	3.35%	73.85%
2010Q4	604,167	9.3%	863,585	13.4%	706,288	10.9%	379,277	5.9%	465,435	7.2%	1,365,770	21.1%	254	3.41%	71.21%
2011Q1	669,074	9.2%	937,241	12.9%	760,170	10.4%	460,560	6.3%	574,051	7.9%	1,528,679	21.0%	260	3.28%	70.98%
2011Q2	659,643	9.4%	1,012,020	14.4%	711,445	10.1%	399,047	5.7%	568,820	8.1%	1,484,140	21.1%	224	3.17%	71.97%
2011Q3	752,636	9.1%	1,248,156	15.1%	933,214	11.3%	468,171	5.7%	770,537	9.3%	1,746,194	21.1%	207	2.40%	74.00%
2011Q4	571,781	8.5%	936,253	13.9%	708,418	10.5%	443,325	6.6%	602,717	9.0%	1,423,463	21.2%	172	2.29%	71.99%
2012Q1	518,548	7.8%	868,949	13.1%	601,104	9.0%	402,727	6.1%	521,262	7.8%	1,494,240	22.5%	127	1.86%	68.16%
2012Q2	535,815	8.1%	906,578	13.7%	631,488	9.5%	407,580	6.1%	550,422	8.3%	1,494,727	22.5%	119	1.74%	69.94%
2012Q3	457,486	7.9%	724,778	12.5%	538,029	9.3%	339,315	5.9%	504,089	8.7%	1,302,400	22.5%	94	1.47%	68.27%
2012Q4	451,448	7.4%	697,822	11.4%	567,134	9.3%	371,223	6.1%	529,977	8.7%	1,427,200	23.3%	89	1.46%	67.66%
2013Q1	1,022,946	15.5%	834,531	12.7%	-	0.0%	422,473	6.4%	495,207	7.5%	1,418,185	21.5%	94	1.45%	65.05%
2013Q2	1,187,100	15.9%	1,011,308	13.6%	-	0.0%	528,751	7.1%	553,564	7.4%	1,547,889	20.8%	85	1.29%	66.09%

<표 II-2> 미국 거래시장 거래대금 추이(계속)

(단위: 백만달러)

	Dark Pool		Internalization		비공개시장 총합
	거래대금	비율	거래대금	비율	
2010Q1	850	9.82%	1,353	15.55%	25.37%
2010Q2	1,063	10.28%	1,324	12.86%	23.14%
2010Q3	802	10.62%	1,177	15.49%	26.11%
2010Q4	877	11.82%	1,258	16.97%	28.79%
2011Q1	905	11.40%	1,400	17.61%	29.01%
2011Q2	833	11.76%	1,163	16.42%	28.18%
2011Q3	922	10.73%	1,321	15.38%	26.11%
2011Q4	809	10.90%	1,268	17.15%	28.05%
2012Q1	899	13.16%	1,283	18.77%	31.93%
2012Q2	877	12.83%	1,172	17.14%	29.97%
2012Q3	798	12.51%	1,228	19.19%	31.70%
2012Q4	777	12.77%	1,195	19.64%	32.41%
2013Q1	835	12.84%	1,427	22.02%	34.86%
2013Q2	731	11.08%	1,513	22.86%	33.94%

자료: TabbGroup

미국 시장에서 주요 ECN이 정규거래소로 전환한 후 ECN의 활동은 미미해진 반면, 다크풀 및 Internalization은 35%까지 크게 증가하였다. 기존 정규거래소들이 첨단시스템을 도입하고 수수료를 낮추어 경쟁력을 높이기 위한 노력을 지속하고 있기 때문에 직접적인 경쟁대상인 ECN은 경쟁요소를 개발하기 어려운 측면이 존재한다. 따라서 ECN 대신 차별화 가능성이 높은 다크풀과 Internalization로의 진입이 많아졌다. 특히 Internalization의 비중이 2010년 1분기 16%에서 2013년 2분기에는 23%까지 증가하였다.

유럽의 주식거래플랫폼은 MiFID에 따라 정규거래소(Regulated Market: 이하 RM), Multilateral Trading Facility(이하 MTF), Systemic Internaliser(이하 SI)로 나뉜다. MTF는 European Securities Legislation에서 새로운 카테고리로서 정규거래소를 제외한 다자간 매매체결 시스템을 의미한다. SI는 매매체결에 있어 자신의 계좌를 통해 거래하는 투자회사로 정의된다.

유럽시장에는 2013년 11월 현재 European Securities and Markets Authority(이하 ESMA)에 101개의 RM, 156개의 MTF, 13개의 SI가 등록되어 있다. 우선 유럽 거래시장의 주요 정규거래소 및 정보공개 MTF(Lit MTF) 시장의 지난 5년간 거래추이를 살펴보면 전통적 정규거래시장인 LSE Group과 Deutsche Börse 등의 시장점유율이 지난 5년간 낮아졌다는 것을 알 수 있다. LSE Group은 2008년 점유율 38.8%에서 2013년에는 26%까지 하락하였으며, Deutsche Börse는 18%에서 10%로 절반 가까이 줄어들었다. 반면 유럽시장의 대표적인 대체거래소들은 괄목할만한 성장을 보이고 있다. 특히 BATS Chi-X Europe의 경우, 2012년과 2013년 사이 20%에 육박하는 점유율로 급격히 성장하였다.

<표 II-3 > 유럽 주요공개시장 거래대금 추이

	2008	2009	2010	2011	2012	2013 (~2013.8.)
LSE Group	38.80%	34.98%	31.91%	29.19%	26.58%	26.08%
BATS Chi-X Europe				1.43%	19.36%	18.35%
Euronext	23.84%	17.39%	18.07%	16.75%	12.20%	12.78%
Deutsche Boerse	18.35%	14.48%	13.78%	14.14%	10.94%	10.48%
MICEX	2.69%	7.26%	7.82%	10.58%	9.27%	8.62%
Turquoise	0.80%	3.60%	3.27%	4.96%	3.99%	6.16%
SIX Swiss		4.94%	7.34%	7.40%	5.55%	6.05%
Nasdaq OMX Nordic	7.75%	7.32%	6.79%	6.61%	5.26%	5.33%
Spanish Exchanges	7.77%	10.02%	11.01%	8.92%	6.84%	6.14%
기타	0.01%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%

자료: Thomson Reuters

유럽의 비공개거래시장은 전체 거래시장의 10% 정도의 비중을 차지하고 있다. 유럽의 전체 비공개거래시장 규모는 35~40%에 이른다. 그러나 30% 정도에 달하는 대부분의 거래는 행정상의 거래에 해당된다. 즉, 유럽 국가간 거래보고규정에 의한 기술적 거래, 결제조정 목적의 거래 등이 이에 해당한다. 따라서 유럽의 비공개거래시장 규모를 장외거래 규모로 파악하는 것은 문제가 있으며 실질적인 매매 목적으로 Dark MTF와 크로싱네트워크에서 발생하는 10% 내외의 규모를 갖는 것으로 파악하는 것이 합리적이다.²⁾

Dark MTF와 크로싱네트워크는 2013년 9월 700억 유로로 전체 거래량의 10.45%에 해당하며 이는 1년 전 8.29%에 비하여 소폭 상승한 결과

2) Healey(2013)

이다. 특히 비공개주문시장을 Dark MTF와 Broker Crossing System(이하 BCS)으로 나누어 살펴보면 MiFID의 규제를 받지 않는 BCS의 비중이 Dark MTF와 비견될 만큼 많은 비중을 차지하고 있는 것을 알 수 있다. 2013년 8월 Dark MTF와 BCS가 각각 5.45%와 5%로 큰 차이를 보이지 않으며 2012년 말에는 오히려 BCS의 비중이 Dark MTF에 비하여 높았다. 유럽은 MiFID 개정안을 통해 이렇게 규제 바깥에 존재하는 시장들을 규정 내로 흡수하여 시장의 투명성을 높이려는 노력을 기울이고 있다. 이는 비공개매매시장의 확대가 시장의 질에 부정적인 영향을 미치고 있다는 판단을 기반으로 하고 있는 것으로 보인다.

<표 II-4> 유럽 Dark MTF 및 크로싱네트워크 거래량

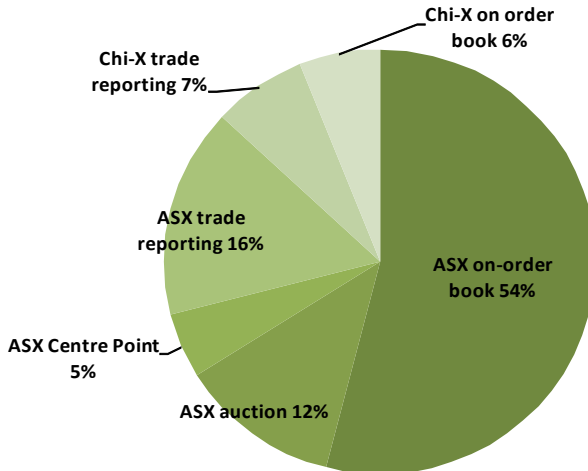
	Dark MTF		Broker Crossing System		총합	
	거래대금 (€m)	비중 (%)	거래대금 (€m)	비중 (%)	거래대금 (€m)	비중 (%)
Aug-12	24,887	4.04%	26,182	4.25%	51,069	8.29%
Sep-12	27,280	3.89%	29,400	4.19%	56,680	8.08%
Oct-12	29,174	4.24%	30,035	4.36%	59,209	8.60%
Nov-12	26,661	4.18%	29,376	4.61%	56,037	8.79%
Dec-12	21,834	4.26%	22,852	4.46%	44,686	8.72%
Jan-13	33,746	4.56%	33,512	4.53%	67,258	9.08%
Feb-13	32,232	4.43%	30,500	4.19%	62,732	8.62%
Mar-13	36,246	4.85%	27,753	3.72%	63,999	8.57%
Apr-13	37,482	4.79%	30,933	3.95%	68,415	8.74%
May-13	40,301	5.11%	30,203	3.83%	70,504	8.95%
Jun-13	36,274	4.79%	30,726	4.06%	67,001	8.86%
Jul-13	38,319	5.24%	36,830	5.03%	75,148	10.27%
Aug-13	36,525	5.45%	33,512	5.00%	70,037	10.45%

자료: Thomson Reuters Equity Market Share Reporter(2013년 9월)

호주거래시스템은 정규거래소인 Financial Market(FM)과 대체거래시스템인 Crossing System(이하 CS)으로 구분된다. 2013년 8월 개정된 Market Integrity Rules for Competition in Exchange Markets(이하 MIR)는 CS를 정규거래소의 호가장 외부에서 매매를 체결시키는 자동화된 서비스로 정의한다.

전통적으로 ASX 단일의 거래시장 환경이었던 호주는 대체거래소인 Chi-X Australia가 등장하여 점유율이 서서히 높아지고 있다. <그림 II-1>을 보면 Chi-X Australia를 통해 보고되는 거래까지 포함할 경우 Chi-X Australia는 시장 전체의 13.6%를 차지하고 있으며 Chi-X Australia 호가장을 통한 매매만을 보더라도 6.4%에 달한다. 그러나 여전히 ASX를 통한 거래가 70.6%를 차지하는 등 거래의 대부분을 점하고 있다.

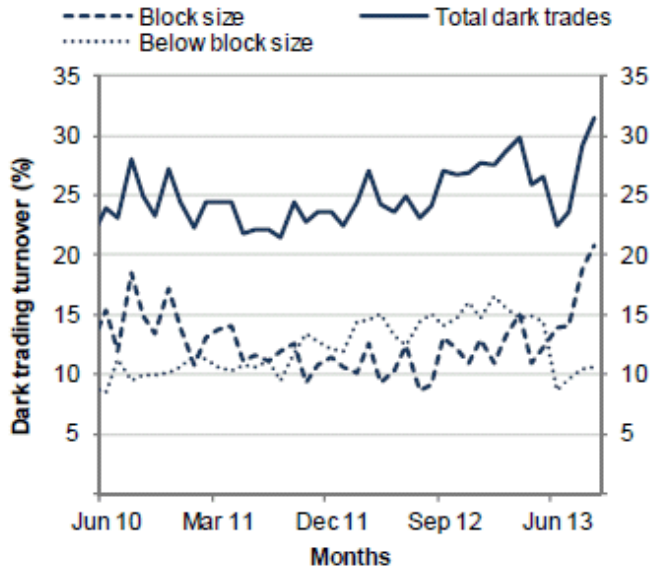
<그림 II-1> 호주 거래플랫폼별 시장점유율



자료: Australian Securities and Investments Commission(이하 ASIC)

한편 호주 다크풀은 거래시장에서 상당한 부분을 차지하고 있다. <그림 II-2>는 지난 3년간 호주 다크풀 시장 거래대금 추이를 보여주고 있다. 2010년 초반 25% 전후를 차지했던 다크풀은 2013년 중반에는 25%에서 30%까지 확대되었다. 다크풀을 대규모 거래와 소규모 거래로 나누어 살펴보면 비슷한 정도의 비중을 보임을 알 수 있다. 특히, 최근 2013년 중후반을 제외하고는 비공개시장을 통한 대규모거래는 소폭 하락하는 추세를 나타내는 반면, 소규모 거래는 증가하는 추세를 보이고 있다. 2013년 말부터 단계적으로 시행될 예정인 다크풀 강화 규정이 향후 다크풀 시장의 구조에 어떠한 변화를 가져올지 주목해볼 필요가 있다.

<그림 II-2> 호주 다크풀 시장 거래대금 비중



자료: ASIC

캐나다에서는 거래플랫폼이 정규거래소인 Exchange와 대체거래시스템인 ATS으로 구분된다. ATS는 투자 딜러로서 증권 규제 기관에 등록되어야 하고 Investment Industry Regulatory Organization of Canada (이하 IIROC)의 구성원이어야 한다.

캐나다는 전통적 정규거래소인 TSX와 대체거래소로 설립되어 정규거래소로 전환한 Alpha를 비롯하여 6개의 공개정보시장이 존재하며 4개의 비공개정보시장이 존재한다. 지난 2년간 TSX는 전체 거래시장에서 60% 전후의 비중을 차지해왔으며 Alpha가 20%, 나머지 공개정보시장이 15%에서 20%의 비중을 차지하고 있다. 한편 캐나다 비공개시장의 비중은 3% 미만으로 낮은 수준이다.

<표 II-5> 캐나다 거래플랫폼별 시장점유율 추이

Volume	Q1/13	Q4/12	Q3/12	Q2/12	Q1/12	Q4/11	Q3/11
TSX	58.17%	59.80%	61.04%	61.28%	62.87%	61.41%	60.78%
Light Markets	39.22%	38.02%	36.00%	35.55%	33.78%	35.90%	36.37%
Alpha	18.64%	18.01%	19.53%	19.94%	19.51%	21.00%	21.35%
Chi-X	14.15%	14.82%	11.36%	10.22%	8.75%	8.69%	8.65%
Omega	1.98%	1.59%	1.28%	1.25%	1.55%	1.88%	2.17%
TMX Select	1.98%	1.27%	1.41%	1.85%	1.74%	1.63%	1.06%
Pure	2.47%	2.31%	2.42%	2.29%	2.23%	2.71%	3.44%
Dark Markets	2.61%	2.18%	2.96%	3.17%	3.34%	2.69%	2.55%
Alpha Intraspread	0.43%	-	-	-	-	-	-
Instinet	0.00%	-	-	-	-	-	-
Liquidnet	0.16%	0.15%	0.14%	0.21%	0.26%	0.16%	0.16%
MATCH Now	2.03%	2.04%	2.82%	2.96%	3.09%	2.53%	2.39%

자료: ITG

일본 또한 동경거래소(Tokyo Stock Exchange)의 비중이 85.29%로 거래의 대부분을 차지하고 있다. 대체거래소인 SBI Japannext와 Chi-X Japan은 각각 3.54%와 1.87%에 불과한 점유율을 보이고 있다.

<표 II-6> 일본 거래플랫폼별 시장점유율 현황

	Value(JPY)	Share
Lit venue	5,832,356,234,348	90.68%
Tokyo	5,483,287,655,466	85.29%
SBI Japannext	227,601,823,808	3.54%
Chi-X Japan	119,982,873,355	1.87%
Nagoya	1,260,680,369	0.02%
Fukuoka	130,434,650	0.00%
Sapporo	92,666,700	0.00%
Dark venue	599,111,104,953	9.32%
ToSTNet-1	596,780,016,168	9.28%
Instinet Japan	2,272,014,585	0.04%
ToSTNet-2	59,074,200	0.00%

자료: Fidessa, 2013년 11월 셋째 주

요컨대, 현재 미국과 유럽의 거래시장은 분할이 상당한 정도로 진행된 상태이다. NYSE Euronext, NASDAQ OMX, London Stock Exchange와 같은 전통적 정규거래소의 시장점유율은 감소한 대신 다양한 대안적 거래소들이 시장에 진입하여 높은 점유율을 차지하고 있다. 특히 안정적 성장을 이룬 일부 대체거래소들은 양적 성장을 위해 시장 점유율을 높이려는 1차적 발전단계에서 진일보하여 정규거래소로의 전환을 통해 증권상장 등으로 업무영역을 넓혀나가고 있다. 미국의 BATS와 DirectEdge는 각각 2008년 10월과 2010년 7월에 정규거래소로 전환하였으며 유럽의 BATS Chi-X Europe은 2013년 5월에 금융행위규제기관(Financial Conduct Authority: 이하 FCA)로부터 Investment Exchange로 인가를 받아 2013년 11월 Exchange Traded Fund(이하 ETF) 상장업무를 시작하였다. 캐나다의 최대 대체거래소로 21%의 시장점유율을 차지하고 있던

Alpha 역시 2011년 정규거래소로 전환하였다.

이들 증권시장 분할의 다른 한축을 차지하고 있는 것은 비공개주문 시장의 양적 성장이다. 비공개주문시장의 비중증가로 시장의 안정성과 가격발견에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 우려가 커지고 있다. 특히 미국의 경우 과거 비공개주문시장에 대규모투자자나 전문투자자들이 집중되어있었으나 최근 Internalization 등 retail market maker의 비중이 늘어나면서 비공개주문시장에서의 비정보 투자자(uninformed trader) 보호에 대한 필요성도 논의되고 있다.

한편, 일본과 호주는 미국이나 캐나다, 유럽에 비해 시장분할의 정도가 낮은 편이다. 국가별로 1~2개의 대체거래소가 설립되어 있으며 여전히 정규거래소를 통한 거래비중이 높은 편이다. 전통적으로 단일의 정규거래소가 존재해왔던 거래시장의 경우 대체거래소가 도입된 이후에도 정규거래소의 확고한 입지로 인해 시장점유율을 빠른 시간에 높여나가는 쉽지 않은 것으로 보인다.

III. 시장분할에 따른 환경변화와 영향 평가

1. 차별화된 경쟁 요소들의 등장
2. 시장 안정성과 투명성에의 영향
3. 시장 영향평가 문헌조사

III. 시장분할에 따른 환경변화와 영향 평가

1. 차별화된 경쟁 요소들의 등장

시장분할이 본격화 될 경우 시장환경에 다양한 영향을 끼칠 수 있다. 복수의 거래시장들이 출현하면 한정된 유동성을 놓고 경쟁을 벌이기 때문에 매매와 관련된 서비스의 질적 향상을 기대해 볼 수 있다. 시세정보의 공급, 시장접속의 각종 편의 제공, 확실적 거래수수료 체계 변화와 같은 서비스 요소들이 차별화 요인으로 시장에 적극적으로 등장할 수 있다.

복수의 거래시장들은 유동성이 최대한 많이 공급되고 유동성 수취가 최대한 신속하게 이루어질 수 있도록 시장접근성의 편의를 극대화하려고 할 것이다. 시장분할을 먼저 경험하고 있는 각국의 시장에서는 거래비용 최소화를 위한 알고리즘매매, 시장조성자들의 수요와 매매고속화에 따른 고빈도매매자들을 위한 서비스가 급속하게 증가하였다. 기존 브로커를 통하여 주문하던 방식에서 탈피하여 시장직접접속(Direct Market Access: 이하 DMA)을 통한 주문방식이 일반화되었고 가장 극단적인 방법인 동역서비스(Co-location)가 범용화되었다. 동역서비스는 알고리즘에 의존하는 주문들이 최대한 신속하게 시세정보와 주문체결 엔진에 가깝게 접근할 수 있도록 거래시장들이 제공하는 서비스로서 주문엔진을 탑재한 서버들을 거래시장의 주문체결 엔진이 있는 데이터 웨어하우스에 집결시켜 준다.

수수료체계도 가능하면 유동성 공급자와 유동성 수취자를 구분하여 개별 투자자들의 인센티브에 부합된 방법으로 수수료를 징구할 수 있다. 실제로 미국의 Direct Edge가 처음 등장하였을 때 maker-taker 수수료체

계를 도입하였는데, 유동성을 공급하는 투자자들에게는 수수료를 받는 것이 아니라 리베이트를 지급하고, 유동성을 수취하는 투자자에게만 수수료를 부과하는 방식이다. 유동성을 공급한다는 의미는 지정가 주문을 내는 것을 말하고, 수취의 의미는 지정되어 있는 호가로 주문을 체결하는 것을 의미한다. 지정가 주문은 호가를 제시하기 때문에 시장에서 가격발견기능을 담당하게 된다. 이러한 수수료체계는 시장의 유동성을 흡수하여 시장규모를 확대해 나가려는 전략의 일환으로 간주할 수 있다.

시장분할에 따른 경쟁은 보다 첨단화된 기술을 요하게 되어 증권거래서비스에 IT기술이 접목되어 금융산업의 영역이 IT산업으로 확대되는 후방효과도 기대할 수 있다. 브로커-딜러들은 선관주의에 입각하여 고객의 주문을 최대한 유리하게 집행해야할 의무가 있기 때문에 복수의 거래시장을 동시에 탐색하여 가격, 수량, 체결가능성, 총비용 등과 같은 다양한 요소들을 복합적으로 고려하여 최적의 주문을 전송해야 한다. 이러한 주문 최적화는 브로커-딜러 주문 접수 이전 단계에서 기관투자자들이 DMA서비스를 통해 Smart Order Routing(이하 SOR)시스템을 이용하여 복수의 거래시장에 주문을 직접 전송하여 이루어지기도 한다. SOR은 소프트웨어 및 하드웨어 기술을 필요로 하기 때문에 얼마나 고도화된 IT 기술을 접목시키는가에 따라서 최선의 주문확보를 위한 경쟁에서 우위가 판가름 나게 된다. 주문 최적화의 궁극적 목적은 얼마나 적은 거래비용으로 원하는 가격에 적시에 주문 체결이 이루어질 수 있는지의 문제이다. 이는 주로 기관투자자들 입장에서 대형 포트폴리오를 정기적으로 재조정하는 과정에서 중요한 운영성과 평가기준으로 여겨진다. 특히 특정 벤치마크지수를 수동적으로 따라가는 패시브운용 전략에서는 장기적인 거래비용을 얼마나 최소화 할 수 있는지가 중요한 경쟁력 중의 하나이다. 이러한 이유로 미국이나 유럽에서는 거래시장별 시장품질이나 체결품질을 전문적으로 분석하는 Total Cost Analysis(이하 TCA)가 광범위하게 사용되고 있다. TCA 또한 계량화된 분석이 필요하기 때문에 대규

모 데이터를 적절하게 처리하고 연산할 수 있는 IT기술의 접목을 필요로 하고 있다. SOR이나 TCA 서비스를 투자자들에게 제공하여 유동성을 확보하려는 노력은 개별 거래시장 차원이나 브로커-딜러 차원에서 활발하게 이루어지고 있다. 기본적으로는 정규거래소를 제외한 다크풀과 내부화거래 등은 상장기능이나 시장 감시기능이 없는 조직으로 운영되고, 따라서 대부분의 투자와 비용은 체결엔진과 같은 거래 기능적 요소에 소요된다. 대체거래시스템 용어에 이미 이러한 시스템적인 중요성이 내포되어 있기도 하다. 따라서 신속하고 무결성의 체결을 위한 체결엔진, 생성되는 대량의 호가 및 체결 정보의 처리 분배를 위한 네트워킹 등은 모두 IT기술과 기능의 접목을 필요로 하고, 나아가 시장의 경쟁은 더욱더 고도의 IT기술에 대한 개발과 투자를 요하기 때문에 그 파급효과가 적지 않다. 이와 같은 흐름에 따라 금융IT가 비용절감을 위한 지원업무에 머무르지 않고 수익창출을 위한 핵심업무로 떠오르고 있다.

금융IT에 대한 투자와 기술개발은 궁극적으로 단위 거래당 암묵적 거래비용을 포함한 모든 거래비용을 감소시키게 된다. 이 결과 전체적인 거래량과 거래빈도가 급격히 증가할 수 있게 되었다. 거래비용 자체가 거래의 증가를 가져오는 것은 아니지만, 전산능력의 발달에 따라 고도화된 전략 및 주문 알고리즘이 개발되면서, 거래비용의 절감이 목적이든지 초단기의 이익기회 포착이 목적이든지 고빈도매매가 수반되는 거래비용의 증가 없이 가능해지기 때문에 거래량이 증가하게 되는 것이다. 반면에 투자자간 기술적 격차에 의해 정보접근성에 차이가 발생할 수 있으며, 접속속도나 기술의 차이는 수준이 낮은 투자자의 투자유인을 감소시킬 수 있다. 또한 유동성 경쟁이 진행됨에 따라 시장참여자들은 자원과 역량을 고유동성 종목에만 집중하게 될 수 있고, 소형주와 같은 저유동성 종목들은 소외되어 장기적으로 증권시장의 자본조달 기능을 저하시킬 가능성이 있다. 일부에서는 과도한 기술적 경쟁은 증권시장의 본질에서 벗어난 과잉투자라고 비판하기도 한다.

2. 시장 안정성과 투명성에의 영향

대체거래시스템의 등장으로 시장이 분할될 경우 정보효율성, 시장안정성과 감독효율성의 저하를 불러올 수 있다. 특히 다크풀의 확산으로 인해 시장의 정보효율성이 떨어지고 있다는 비판이 자주 등장한다. 유동성이 여러 거래시장으로 분산되어 효과적으로 연계되지 않는다면 거래 상대방을 탐색하는 비용이 증가하여 결과적으로 투자자 손해로 귀결된다는 것이다. 다크풀 자체는 기관투자자들의 익명성을 보장하고 시장의 충격을 최소화 시켜주는 순기능이 있지만 지나친 확산은 시장 전체의 입장에서 바람직하지 않을 수 있다. 다양한 거래시장으로 투자자의 선택 폭과 시장접근성은 확대되었지만 공정한 기준이 존재하지 않을 경우 불공정거래에 연루되거나 차별적 요소로 작용할 수 있다. 고빈도매매자가 DMA를 이용하여 약탈적 매매를 일삼고, 저빈도매매자들의 매매기회를 박탈하며, 변동성을 확대시킨다는 비판이 지속적으로 제기되고 있다. 2010년 미국에서 발생한 Flash Crash 사례에서 보듯이, 예상치 못한 뉴스에 시장이 과민하게 반응하는데 일조하고 있다는 비판도 받고 있다. 고빈도매매자들이 급격하게 시장유동성을 회수하는 바람에 추가급락을 키웠다는 것이다. 분할된 시장구조 하에서는 특정 시장의 문제가 다른 시장으로 급격히 확산되는 것을 일관성 있게 사전적으로 통제하기 어려울 뿐만 아니라 사후적으로도 원인파악에 어려움이 있을 수 있다. 시장의 복잡성이 높아지는 수준에 비해 시장감독기능이 따라가지 못하거나 지나치게 높은 고비용 구조로 인해 궁극적으로 투자자에게 비용이 귀착될 수 있다.

유동성분할로 인하여 정보의 투명성이 떨어지면 투자자의 주문이 제대로 보호 받지 못할 개연성이 증가한다. 시장이 효율적이고 경쟁적이라면 투자자 주문의 보호나 투명성 제고는 서비스 경쟁과정에서 보완되어

질 수 있다. 최적의 주문 서비스를 제공하여 유동성을 유인하려는 노력을 서로 경주할 수 있기 때문이다. 그러나 시장참여자간의 이해관계가 충돌하여 정보흐름에 왜곡이 발생한다든지, 불공정한 접근이 이루어질 경우에는 시장감독 차원에서 새로운 규정과 원칙을 마련하여 문제에 접근할 필요가 있다. 최선집행원칙과 시장접근성보장은 시장구조를 투명하고 공평하게 작동하게 하는 기본원리가 되기 때문에 최선집행에 관한 세부적인 규정과 규칙 그리고 집행과 감리의 효율성을 위한 정보수집과 분배체계가 마련되어야 한다.

최선집행원칙은 증권사들이 선량한 관리의무에 입각하여 고객의 주문이 적절한 기준에 의해 가장 유리하게 집행될 수 있도록 한 원칙이다. 집행의 원칙이 어떤 기준에 따라 마련될 지는 집행의 현실성과 합목적성에 의해 결정되어야 한다. 집행의 현실성은 최선집행의무를 이해하는 당사자가 주어진 자원의 투입으로 현실적으로 달성가능한가를 의미한다. 미국의 경우 최선집행의 기준은 전국 최우선매수매도호가(National Best Bid and Offer: 이하 NBBO)이다. 최우선호가만이 보호를 받는 셈이다. 브로커-딜러가 최우선집행의무를 수행하지만 최종적으로 가격을 보호할 의무는 거래시장에 있다. 수많은 거래시장의 최우선호가들을 모니터링하기 위해 개별 거래시장과 회원계약을 맺고 시세 및 주문회송망을 설치해야 하는 비용부담을 고려하여 이를 최소화할 수 있는 기준을 마련하는 것이 바람직하다. 캐나다의 경우는 최우선호가외에 주문장에 있는 모든 호가들을 보호하도록 되어 있다.

호주의 경우, 개인투자자들은 최우선호가를 기준으로, 기관투자자들은 최우선호가, 수량, 거래비용 등을 종합적으로 고려하도록 하고 있다.

국내 자본시장법 시행령에는 증권사들이 가격, 수량, 체결가능성 등을 종합적으로 고려하도록 되어 있다. 이 경우 증권사들은 한국거래소와 기타 다자간매매체결회사의 시세와 수량정보를 동시에 확인해야 하는

부담이 발생한다. 따라서 증권사가 최선집행의무 수행을 위해 제한된 범위 내에서 거래시장을 선택하고 그 범주 안에서 최선집행을 수행하겠다는 계획과 절차를 투자자가 알 수 있도록 공표하게 하면 증권사는 비용 부담을 완화할 수 있다. 동시에 투자자들은 공시되어 있는 증권사들의 최선집행 방안과 기준을 바탕으로 자신들에게 맞는 증권사를 선택하면 될 것이다. 호주의 경우는 시장분할이 시작된 시점에서 한시적으로 호주 정규거래소인 ASX의 가격만을 기준으로 최선집행의무를 수행하도록 허용해 주었다. 그 후에는 다른 거래시장들을 의무적으로 참조해서 최선집행이 가능한가를 판단해야 한다. 만약 ASX가 모든 요소들을 종합적으로 고려했을 경우에도 최선집행에 적합하다고 판단되면 그 사실을 공표하여 집행하도록 하고 있다. 호주의 경우는 최대한 시장의 판단과 상황을 고려한 지침이라고 평가할 수 있다. 경쟁에 의해 다른 거래시장들은 ASX에 비해 더 유리한 호가를 제시하려고 노력할 것이고, 브로커-딜러들이 고객에게 유리하다고 판단되면 경쟁원리에 의해 자연스럽게 다른 거래시장의 접근성을 높여갈 것이기 때문이다.

3. 시장 영향평가 문헌조사

시장의 통합과 분할 상태에 관한 연구는 양자가 각각 어떻게 시장의 질(market quality)에 영향을 끼치는가에 초점이 맞춰져 있다. 초기의 이론 연구에서는 시장통합이 분할보다 시장 참가자들에게 더 많은 효용을 가져올 수 있다고 주장되었다. 시장통합으로 인한 규모의 경제와 네트워크 외부효과(network externality) 때문이다. 거래소를 설립하기 위해 초기에 투입되는 고정비용(매매체결 시스템 투자, 상장기능과 감시기능 수행을 위한 비용, 청산과 체결 비용 등)이 크기 때문에 시장 규모가 클수록 규모의 경제에 의해 단위 거래비용이 감소한다. 또한 네트워크 외

부효과는 시장에 참여하는 매수-매도자가 많을수록 체결 가능성이 높아짐을 의미하기 때문에 시장의 규모가 중요하다고 여겨졌다. 이러한 관점은 거래소가 자연독점(natural monopoly) 속성을 갖고 있고 독점에서 발생하는 소비자 잉여의 감소는 네트워크 외부효과로 상쇄될 수 있을 견지한다.³⁾ 또한 시장이 분할된 상태에서는 정보 비대칭이 발현될 가능성이 높아지고 이에 따른 역선택 비용이 발생한다고 주장한다.⁴⁾

반면에 시장에는 다양한 종류의 투자자들이 존재하고 그들이 직면하는 투자 메커니즘이 다르기 때문에 시장은 자연스럽게 분할될 수 있다는 논거가 있다.⁵⁾ 또한 시장분할에 따른 영향평가를 분석한 초기의 연구들 중에는 시장분할 후에 거래비용이 감소하고 유동성이 증가했음을 보고한 결과들이 있다.⁶⁾

그러나 시장분할과 관련된 초기의 실증분석들은 일관성 있는 결과를 보여주지 못하고 있다. 미국의 NYSE 거래소와 Nasdaq 시장을 비교 분석한 결과 시장분할 정도가 심한 Nasdaq 상장 종목이 NYSE로 이전하여 상장한 후의 체결 비용이 감소하는 것으로 조사되었고⁷⁾, 유럽의 경우 중앙 지정호가장부(central limit order book)를 운영하는 거래소에서 거래되는 주식의 거래비용이 분산된 호가장부나 딜러 간 시장에서 거래될 때보다 적음을 보여주는 결과가 있다.⁸⁾

거래량과 유동성이 증가할 경우 시장의 질(market quality)이 개선된다. 보통 시장의 질이라 함은 유효 스프레드의 변화, 변동성의 향방, 가격발견 기능의 개선여부 등으로 평가되어 진다. 스프레드가 축소될 경우

3) Mendelson (1987)

4) Chowdry, B., and V. Nanda (1991)

5) Harris (1993)

6) Battalio (1997), Fong, Madhavan, and Swan (2001), Boehmer and Boehmer (2003)

7) Bennett and Wei (2006), SEC (2001)

8) Gajewski and Gresse (2007)

거래비용이 감소하므로 투자자 후생의 증가를 가져오게 된다. 변동성의 축소와 가격발견기능의 제고는 미래 불확실성을 감소시켜 준다는 측면에서 바람직한 변화 방향이라 할 수 있다.

다음은 시장분할을 촉진시킨 제도 도입 이후 미국과 유럽의 주식시장에서의 시장의 질 측면에서 영향을 분석한 주요 논문들의 요약 내용이다.

① Is Market Fragmentation Harming Market Quality, 2011, O'Hara & Ye, *Journal of Financial Economics*

시장분할과 관련한 초기의 실증분석 연구들은 특정 주식 종목이 상장되어 있는 거래소외의 거래시장에서 얼마나 거래되는지에 대한 정보가 존재하지 않았다. 이는 모든 주식의 거래정보(호가, 거래량 등)는 해당 종목이 상장되어 있는 주 거래소로 보고하도록 되어 있었고, 주 거래소는 거래소 내에서 거래된 거래정보와 합하여 통합시세분배 기관에 전달하였기 때문이다. 그러나 2007년 3월 5일 이후부터는 상장되어있는 주 거래소가 아닌 다른 모든 거래시장의 거래정보는 Trade Reporting Facility(이하 TRF)로 직접 보고하도록 되어, 특정 종목의 거래량을 해당 주 거래소에서 거래된 부분과 기타 거래시장에서 거래된 부분으로 나누어 측정할 수 있게 되었다. O'Hara and Ye(2009)의 경우는 TRF 자료를 사용하여 실증분석을 실시하였다. 특정 종목의 거래량이 해당 상장거래소가 아닌 기타 거래시장에서 보다 많이 거래될수록 시장분할이 더 큰 것으로 간주하였다.

시장의 질을 측정하는 변수들로는 거래비용 측면과 가격효율성 측면을 고려하였다. 거래비용으로는 실효스프레드(effective spread)와 실현스프레드(realized spread)를 사용하였다. 실효스프레드는 체결가격과 주문접수 시점에서의 최우선 매도-매수 호가의 중간값(midpoint)과의 차이이

고 투자자 관점에서 거래를 1회전 성사시키는데 소요되는 비용이다. 실패스프레드는 거래가격과 체결 5분 후의 중간값과의 차이인데, 보통 시장조성자들의 수익 규모를 가늠하는데 사용한다. 저자들은 특이하게 거래비용의 범주에 체결속도를 포함시키고, 주문의 접수시점과 체결시점간의 시간간격을 체결속도로 측정하였다. 특정 투자자 입장에서는 체결속도가 거래비용보다 시장의 질을 결정짓는 더 중요한 요소로 작용할 수 있기 때문이다.

가격효율성을 나타내는 변수로는 단기변동성, 자기상관성, 분산비율을 사용하였다. 단기변동성은 15분 수익률의 분산, 자기상관성은 15분 수익률의 자기상관계수, 분산비율은 30분 수익률의 분산을 15분 수익률 분산의 2배수로 나눈 값에서 1을 뺀 절대값으로 측정하였다.⁹⁾

종목들의 고유특성들을 제어하는 방법으로는 NYSE와 Nasdaq에 상장되어 있는 종목들 중에서 각각 최대한 비교 가능한 종목들로 짝을 이루는 방법을 사용하였다. 최대한 비교 가능한 기준은 한 쌍의 종목의 시가총액 비율과 가격비율이 각각 최대한 1에 가깝도록 하여 규모와 밸류에이션 차이에서 올 수 있는 거래비용의 차이가 최소화도록 하였다. 또한 비교 대상 종목의 거래정보가 동일한 유형의 주문이 되도록 하여 서로 다른 유형의 주문에서 오는 체결시간의 차이가 발생하지 않도록 하였다.

실증분석은 2008년 1월과 3월 사이의 데이터를 이용하여 샘플을 분할과 통합으로 구분하였고, 같은 해 4월과 6월 사이의 체결 데이터를 이용하여 두 샘플을 비교하였다. 분석의 결과 분할된 시장에서 거래되는 종목들의 실패스프레드가 더 적으면서 체결속도는 더 빠른 것으로 나타났다. 더 나아가, 소형주의 경우 대형주 보다 이러한 효과가 두드러진

9) 가격이 현재까지의 모든 정보를 반영할 경우 효율적이라고 하고, 임의보행(random walk) 성질을 갖게 된다. 임의보행 변수의 수익률의 자기상관성은 0에 가까워야 된다는 측면에서 장기상관계수와 분산비율이 0에 가까울수록 가격효율적으로 평가할 수 있다.

것으로 조사되었다. 가격효율성 측면에서는 분할된 시장에서의 단기변동성이 더 높은 것으로 나타났으나, 가격 움직임은 분할된 시장에서 임의 보행성을 더 많이 보이는 것으로 분석되었다.

이와 같이 O'Hara and Ye(2011)는 시장분할이 가격효율성을 저해하지 않으면서 시장의 질을 향상시켰다는 결론에 도달하였다. 미국에서 시장 분할이 빠른 속도로 진행되었으나, 가상적으로는 통합(virtually consolidated) 되었기 때문에, 경쟁에 의한 장점이 반영되었다고 본 것이다. 가상적 통합이 가능했던 배경으로는 모든 사전적 그리고 사후적 거래데이터가 통합될 수 있도록 보고를 의무화한 규정, 투자자의 주문이 거래시장 내 존재하는 최우선호가로 전송될 수 있도록 보호한 규정 그리고 고도의 IT기술을 적용한 주문회송시스템의 보급을 예로 들었다. 따라서 복수의 거래시장을 허용할 경우, 시장의 가상적 통합을 제도화 할 수 있는 규정의 도입과 IT기술의 보급이 전제되지 않을 경우 시장의 질의 개선과 가격효율성의 증진을 담보할 수 없다는 점을 강조하였다.

② Diving Into Dark Pools, 2011, Buti, Rundi, and Werner, Working Paper

2010년 미국의 SEC는 Concept Release on Equity Market Structure 보고서를 통해서 미국 주식시장의 거시구조상의 변화를 주목하면서 대체거래시스템, ECN, 다크풀, 내부화거래 등의 확산이 시장을 분할시키고 있으며 그 영향이 시장의 질에 미치는 부분을 평가해야 함을 지적하였다. 특히 다크풀을 통한 거래량의 증가가 공개 시장의 질과 가격발견 기능에 부정적 영향을 끼칠 가능성이 있음을 피력하였다. Buti, Rundi, and Weiner(2011)의 논문은 다크풀을 통한 거래가 과연 체결의 질을 떨어뜨리는가를 실증적으로 검증하고자 하였다.

다크풀을 통한 거래의 체결 데이터는 공개된 자료가 없기 때문에 이

논문에서는 Securities Industry and Financial Market Association(이하 SIFMA)의 회원사 중에서 다크풀을 운영하고, 거래된 내역을 본 논문 작성을 위하여 자발적으로 공개한 회원사의 자료를 이용하였다. 따라서 논문의 결과가 전체 다크풀에게 적용될 수 있는가는 장담하기 어려운 부분이 있다는 점을 감안해야 한다. 검증 당시 다크풀을 운영하는 전체 회원사는 32개사이나 논문에는 11개 회원사만이 자발적으로 데이터를 제공하였기 때문에 다크풀 시장의 1/3만을 갖고 검증을 한 셈이다.¹⁰⁾

시장의 질을 측정하는 변수로는 시간가중 스프레드, 거래량가중 실효 시스프레드, 시간가중 매수물량, 거래량, 매수-매도 중간값 수익률의 표준편차, (일중최고가-일중최저가)/일중최고가를 사용하였다. 특정 종목의 일별 통합 거래량 중 다크풀에서 거래되는 비중을 설명변수로 사용하였다. 한편, 다크풀을 사용하는 거래 동기가 사전적 투명성이 보장되는 거래시장에서의 거래비용이 과다하거나¹¹⁾ 익명성을 필요로 하는 거래를 요하는 경우가 많기 때문에 시장의 질이 다크풀 거래에 영향을 끼칠 수 있다. 다크풀의 거래가 시장의 질에 의해 영향을 받을 수 있는 내생성(endogeneity) 문제에서 오는 계수 추정상의 편의를 제거하기 위해서 연립방정식(simultaneous equation) 모형을 2단계 최소자승법(Two-Stage Least Squares)을 적용하여 추정하였다.

다크풀 거래의 증감이 가격효율성에 영향을 미치는가를 측정하기 위해서 사용한 변수로는 단기변동성, 자기상관성, 분산비율을 사용하였다.

실증분석의 대상이 된 종목의 수는 4,482개였으며, 2009년 한 해 동안의 거래량을 분석하였다. 미국 NYSE와 Nasdaq에 상장된 종목을 대상으로 분석하였고, 일반적으로 NYSE에 상장된 종목들의 다크풀 거래가 Nasdaq 상장 종목들보다 더 활발한 것으로 나타났다. 또한 가격과 시가

10) 자발적 보고를 한 회원사의 다크풀 전체 시장 내에서의 차지하는 거래 비중을 모르기 때문에 사실 샘플의 대표성이 얼마인지 정확하게 알지는 못한다.

11) 유동성 부족으로 시장충격 비용이 커질 수 있다.

총액이 높고 큰 종목일수록 적은 종목들 보다 다크풀에서 더 많이 거래되었다. 연립방정식의 추정 결과 다크풀에서의 거래량 증가는 스프레드 감소, 잔량 증가, 변동성 감소와 연관된 것으로 나타났다. 반면에 다크풀 거래의 증가는 전체 거래량의 감소와 연관된 것으로 나타나, NYSE와 Nasdaq에 상장된 종목들에 일종의 구축효과(crowding out effect)가 있는 것으로 나타나고, 이는 대형 종목일수록 그 현상이 더 두드러진 것으로 나타났다. 가격효율성에 미치는 영향은 상반된 결과를 보였다. 단기 변동성은 감소하지만, 자기상관성이나 분산비율 측면에서는 가격효율성이 일부 떨어지는 것으로 분석되어서, 가격효율성에 관한 연구는 향후에 더 깊이 있게 수행되어야 한다고 결론지었다.

③ Internalization and Market Quality in a Fragmented Market Structure, 2011, Weaver, Working Paper

내부화거래란 딜러가 고객의 주문을 공개 거래시장으로 전송하지 않고, 자신이 갖고 있는 종목들의 재고와 직접 체결 시키는 거래를 말한다.¹²⁾ TRF에 보고되는 거래의 90% 이상이 다크풀 그리고 내부화 거래이며, 또한 다크풀의 거래 중 많은 부분이 내부화 거래로 이어진다.¹³⁾ Weaver(2011)는 2008년과 2010년 사이 급격하게 증가한 내부화거래가 시

12) 딜러는 이를 통해 스프레드를 취한다. 만약 딜러가 정보부족 매매자(uninformed trader)들의 주문만을 내부화 할 경우, 역선택의 위험이 줄어들어서 더 많은 스프레드를 취할 수 있다. 정보부족 매매자들이란 종목의 가치적정성에 기반을 두어 매매를 하는 것이 아니라, 현금화를 목적으로 하는 매매자들이나 감정에 휩쓸려 매매하는 자들을 의미한다.

13) 딜러들이 고객의 주문을 자신들이 세운 다크풀로 전송하고 다크풀에 대한 접근권(사용료)을 매각함으로써 사용료를 수입으로 올리기도 한다. 딜러들은 직접 재고를 갖고 딜링하는 위험(재고위험)을 줄이고 대신에 보다 적은 사용료를 수취하는 것이다. 다크풀을 통한 체결의 3/4 정도가 내부화 거래로 보고되고 있다.

장의 질에 어떤 영향을 끼쳤는가를 분석하였다.

내부화거래에 대한 초기의 이론적 연구들은 딜러들이 정보부족 매매자들의 주문을 내부화하려는 동기에 주목하였다. 이를 통해 더 많은 스프레드를 획득할 수 있기 때문이다. Charkravarty and Sarkar(2002)는 내부화거래의 증가가 거래량 감소, 스프레드 증가, 가격 발견기능의 저하 현상을 가져와 시장의 질을 악화시킬 수 있는 이론적 근거를 제시하였다.

사용되었던 데이터 샘플 기간은 2010년 10월 한 달간의 자료를 이용하였고, NYSE Euronext와 NASDAQ OMX 상장 종목을 대상으로 하였다. 실증분석 결과 내부화거래가 증가할수록 호가스프레드, 실효스프레드, 실현스프레드 모두 벌어지는 것으로 나타났다. 예를 들어 NYSE 상장 종목 중 TRF에 보고되는 거래량이 증가할수록 TRF 거래량이 전무한 종목보다 호가스프레드가 0.0128달러 더 많았다. 또한 내부화거래가 증가할수록 시장가격들이 시장충격에 더 민감하게 반응하는 것으로 나온다. 즉, 시장충격 비용이 증가하는 것이다. 이는 내부화거래로 인해 시장가격발견기능이 저하되고, 사전적 투명성이 강제되는 시장으로의 지정가 주문의 흐름이 줄어들어 나타나는 현상이라고 볼 수 있다. 호가당 잔량규모가 적으면, 시장가가 극단적으로 움직일 가능성이 높아질 수 있어 평균 거래단위의 시장충격을 흡수할 수 있는 유동성이 부족하게 된다.

이 연구의 결과는 SEC에서 논의하고 있던 Trade-at Rule에 대한 시사점을 던져주고 있다. 사전적 투명성이 보장되지 않는 다크풀이나 내부화 거래의 경우 적어도 사전적 투명성이 공개되는 거래시장의 최우선호가를 보다 개선하는 호가로 체결하게 하든지, 주문을 최우선호가 있는 거래시장으로 회송하도록 하는 trade-at 규정의 도입을 옹호하는 결과로 볼 수 있다.

④ Effects of the Competition between Multiple Trading Platforms on Market Liquidity: Evidence from the MiFID Experience, 2011, Greese, Working Paper

MiFID 도입 이후 유럽 주식시장에서 진행된 시장분할이 시장의 질에 어떠한 영향을 끼쳤는가를 분석하였다. 2007년 11월 1일 시점을 기준으로 MiFID가 발효되었고, 해당 주식이 상장되어 있는 거래소 외의 거래시장에서 모든 종목들이 거래될 수 있는 길이 열렸다. MiFID는 유럽의 시장 거시구조를 RM¹⁴⁾, MTF¹⁵⁾ 그리고 SI로 구분하였다. 특이한 점은 RM과 MTF는 공히 상장기능을 보유한 거래소로 분류되나, 전자의 경우는 설립 허가를 관할 당국으로부터 받아야 한다는 점이 다르다. SI는 보통 투자는 행들로, 고객 주문의 거래가 조직화되어, 빈번하고 체계적으로 자신들의 고유 자산과 체결되거나, 다른 고객의 주문과 체결되는 경우를 말한다. 특이한 점은 MiFID에서는 SI를 준거래소(mini-exchanges)로 간주하여 사전적 및 사후적 거래 투명성을 요구하고 있다.¹⁶⁾ 사후적 거래 데이터는 미국에서와 같이 보고 의무를 부여하고 있으나, 미국처럼 시세통합 기구로의 전송과 보관이 단일 경로 및 단일 창구에 의해 전송 및 공개되는 것이 아니고 다양한 방법에 의해 이루어지고 있다. 직접 주 거래소로 전송하는 방법, 자체 고유의 수단을 이용하는 방법 및 MiFID가 승인한 TRF¹⁷⁾에 의한 방법이 있다. 이런 의미에서 미국처럼 시장이 가상적 통합을 이루고 있다고 평가하기는 힘들다.

14) Deutsche Boerse, LSE-Borsa Italianan, NYSE-Euronext 등.

15) Chi-X, Turquoise, BATS Europe, PLUS-Markets 등.

16) MiFID 하에서 사전적 보고 의무가 면제되는 거래시장은 MTF 중에서 가격발견 기능을 제공하지 않는 다크풀이 유일하다. 여기서 가격발견 기능을 제공한다 함은 경쟁매매 주문장에 지정가 호가들이 제시됨을 의미한다.

17) 가장 큰 TRF는 Markit이 운영하는 BOAT 플랫폼임.

분석 대상 주식들은 FTSE 100, CAC 40, SBF 120 지수들을 구성하고 있는 종목들이다.¹⁸⁾ 분석 방법은 MiFID 시행 전후를 비교하는 방법과 MiFID 시행 이후 시계열 자료를 이용한 방법을 사용하였다. 전후를 비교하는 분석에서는 MiFID 시행 전인 2007년 10월 한 달과 시행 후인 2009년 1월, 6월 그리고 9월의 기간을 선정하여 총 140개 종목이 비교대상이 되었다.¹⁹⁾ 시계열 분석에서는 152개 종목을 대상으로 2009년 9월 1일부터 11월 30일까지 분석하였다.

MiFID 이전의 시장분할의 정도를 측정하는 방법으로는 RM들과 MLTs들의 거래량과 시장점유율을 기반으로 계산한 Herfindhal 지수의 역수를 분할지수로 사용하였다. MiFID 이후의 경우에는 SI 들의 거래량과 시장점유율을 추가하여 분할지수를 계산하였다. 시장의 질은 호가스프레드, 유효스프레드, 최우선호가잔량²⁰⁾을 사용하였다.

MiFID 이전과 이후를 비교한 분석에서는 RM과 MLTs 시장의 경쟁이 심화됨에 따라서 제반 스프레드 측정치들은 감소되었고 중형주 보다는 대형주가 더 영향을 받은 것으로 나타났다. 반면에 호가잔량과 매매 단위는 줄어든 것으로 나타나 시장의 질의 개선여부는 논의의 여지가 있는 것으로 나타났다. 저자는 잔량과 매매단위의 감소가 시장분할의 영향이기 보다는 고빈도매매의 확산에 의한 결과일 가능성을 배제할 수 없음을 밝히고 있다. 이는 MiFID 이후의 시계열 자료 분석에서는 전체 시장의 질을 적어도 개선하거나 영향을 미치지 않는 것으로 나타나는데 연유한다. 단, 소형주의 경우에 있어서는 시장의 질을 악화시키는 것으로 나온다.

18) CAC 40의 경우 MiFID 시행이전에는 상장시장외에는 거래를 금지한 중앙 집중거래 규정(concentration rule) 이 존재했었고 FTSE 100은 존재하지 않았기 때문에 MiFID 도입에 따른 시장분할 효과를 직접 비교할 수 있는 샘플 집단으로 간주할 수 있다.

19) 기간 선정에서 글로벌 금융위기 기간인 2008년을 제외하였고, 거래량이나 변동성 측면에서 최대한 비교 가능한 기간을 임의로 선택하였다.

20) 최우선호가잔량은 시장충격을 흡수할 수 있는 최소한의 대기 매물 잔량이다.

저자는 본 분석의 결과를 해석하는데 몇 가지 주의할 점을 밝히고 있다. 우선은 호가잔량의 사용은 시장의 질을 판단하는데 단편적인 정보만을 주고 있어 한계가 있고, 호가잔량이 얼마만큼 잦은 빈도로 갱신되는지도 중요하다는 점을 밝히고 있다. 고빈도매매의 확산과 스마트 주문회송시스템(smart order-routing system)등의 사용으로 주문 단위가 세분화되고 호가 제출 횟수가 기하급수적으로 증가하는 상황에서 동적인 정보가 중요하기 때문이다.

⑤ Informational Linkage Between Dark and Lit Trading Venues, 2013, Nimalendran and Ray, *Journal of Financial Markets*

저자는 거래시장을 다크폴(Dark trading venue)과 투명한 시장(Lit trading venue)²¹⁾으로 구분하면서 다크폴 시장에서의 정보우위 매매자(informed trader)들의 매매로 인해 투명한 시장으로 정보가 전이되어 가격에 반영되는가를 실증분석하였다. 이 논문에서는 분석을 위하여 특정 다크폴 회사로부터 100개의 종목들에 관한 고빈도 거래정보를 전달받아 분석하였고, 정보는 백만분의 1초에 해당하는 시간 정보, 거래량 정보, 매매 상대방에 관한 정보, 체결 가격 정보 등을 담고 있어 그 동안 가정에 의존했던 다크폴의 거래행태를 보다 정밀하게 분석한 점이 특징이다.

분석 결과, 다크폴 시장에서는 기존의 가정과 달리 투명한 시장의 매수-매도 호가의 중간값으로 체결되기 보다는 대부분의 거래가 중간값에서 벗어난 가격으로 체결되는 것으로 나타났다. 또한 다크폴의 사용자들은 대규모 블럭 거래를 주로 이행할 것으로 간주하였으나, 99%정도가 소액이었으며, 대부분 알고리즘에 의해 주문이 생성되는 것으로 추정하

21) Lit trading venue란 사전적 거래정보가 투명하게 공개되는 시장을 말한다. 정규 거래소가 여기에 해당된다.

였다. 다크풀 내에 정보우위 매매자의 존재에 대한 검증은 다크풀 시장 내에서 매수 주문이 주도하는 장에서의 롱 포지션과 매도 주문이 주도하는 장에서의 숏 포지션이 30분 동안 0.086% 정도의 수익률을 기록하는 것으로 판단하였다. 매매자 유형별 정보우위의 정도는 알고리즘 매매가 제일 높았고, 유동성이 풍부한 종목보다는 그렇지 않은 종목에 정보우위가 더 많이 실현되었다. 또한 다크풀에서의 정보위위자의 매매는 투명한 시장에서의 매매와 연동되는 것으로 밝혀져 다크풀에서의 정보가 투명한 시장으로 전이되는 것으로 간주하였다. 저자는 이를 다크풀 시장이 가격발견 기능을 저해한다는 세간의 지적을 부인할 수 있는 증거라고 주장한다. 즉 다크풀에서의 정보우위자가 갖고 있는 정보가 빠른 속도로 투명한 시장으로 전달되기 때문에 긍정적인 역할을 한다는 것이다.

그러나 긍정적인 평가를 내리기에는 몇 가지 문제점이 있다. 첫째는 알고리즘매매가 갖고 있는 정보가 펀더멘털 정보보다는 기술적 정보에 가깝고 경제적 실체가 없다는 것이며, 정보부족 내지는 정보 중립적 투자자들은²²⁾ 예상하는 거래비용보다 더 많은 비용을 지불하게 될 수 있다는 점이다.

⑥ Do Multilateral Trading Facilities Contribute to Market Quality?
2011, Riordan, Storkenmaier, and Wagener, Working Paper

MiFID 도입 이후 유럽 주식시장이 분할되면서, 미국과 같은 단일 시세통합 제도 및 Trade-through 규정과 같이 시장을 가상적으로 통합할 수 있는 제도 및 시스템 미비로 시장의 질이 저하되는 것은 아닌가 하는 기본 가정에서 출발하여 실증분석을 통해 현상을 파악하려고 한 연구이다.

22) 포트폴리오를 운영하는 매니저가 종목 편입 비중의 변경으로 다크풀에서 매매를 해야 하는 경우를 정보중립적 투자라 할 수 있다.

2010년 4월과 5월 동안 LSE, Chi-X, BATS 그리고 Turquoise에서 거래된 FTSE 100지수를 구성하고 있는 종목들을 대상으로 검증을 하였으며, 시장의 질 변수로는 호가스프레드와 실효스프레드 그리고 가격발견 정도는 Hasbrouck(1991)의 분산분해 방법론²³⁾을 사용하였다.

검증결과 Chi-X와 같은 MTF들의 등장으로 인해 시장의 질이 개선되고 가격발견기능도 제고된 것으로 나타났다. 미국과 같은 가상통합을 규정한 제도가 없음에도 불구하고 긍정적 결과가 나온 이유로는 경쟁에 의한 자발적 통합이 이루어졌다고 평가하고 있다. 더 나아가, 고빈도매매의 확산으로 인해 시장의 정보 확산 속도는 더 빨라졌고 가격 불균형이 발생할 경우 빠른 속도로 해소되어 통합의 정도가 제고되었다고 평가하였다.

⑦ Regulation NMS and Market Quality, 2012, Chung and Chuwonganant, *Financial Management*

NMS 시행 이후 매매의 거래비용, 체결속도, 체결 가능성, 시장충격, 가격발견 효율성 등과 같은 포괄적 시장의 질에 대한 지표들이 어떻게 변했는지를 분석하였다.

시장분할과 경쟁에 의해 시장의 질이 저하되는 것을 방지하기 위한 NMS의 가장 핵심 규정은 주문보호규정(Order Protection Rule: 이하 OPR)과 비차별적 접근규정(Access Rule: 이하 AR)이다. OPR은 투자자 주문이 사전적 호가 투명성이 보장된 모든 거래시장의 최우선평가가로 체결될 수 있도록 보장해야 됨을 명문화한 규정이다. 제시된 최우선평가가

23) Hasbrouck(1991)은 시장 조성자의 호가 갱신이 현재 및 과거 거래량의 변화와 새로운 정보의 도착에 의해 이루어진다고 가정했다. 호가 변화의 분산을 각각의 요소로 분해하여, 거래량이 아닌 요소에 의해 분산이 더 많이 설명될 경우 가격발견 기능이 더 높다고 할 수 있다.

보호받지 못하면 호가를 제시하려는 유인이 적어져 유동성이 저하되는 것을 방지하기 위함이다. AR은 OPR이 실질적으로 효과를 발휘하기 위한 보조 규정이다. 모든 투자자들은 시장의 호가에 대해 비차별적이고 적절한 비용으로 접근할 수 있도록 보장한 규정이다.²⁴⁾ OPR과 AR은 사실상 분할된 시장이 가상적 통합을 이룰 수 있도록 하기 위한 조치이고 이에 따라 경쟁이 촉발되어 매매 비용이 감소하고 가격발견 기능이 제고되어 시장의 질이 개선될 것으로 기대하고 있다.

그러나 O'Hara(2004)는 OPR 규정이 시장의 현실을 무시하고 있다고 비판하면서, 시장에는 최우선호가보다 거래체결 속도와 같은 다른 요소를 더 중요시하는 투자자들이 있고 이들에 의해 최우선호가들이 무시되어 유동성 공급이 줄어들 수 있다고 비판하였다.

논문에서는 NMS 시행 전과 시행 후를 비교대상 기간으로 하여 시장의 질의 개선여부를 검증하였다. 종목들은 NYSE, AMEX, Nasdaq에 상장되어 있는 주식들을 대상으로 하였다. 시장의 질에 영향을 미칠 수 있는 외생적 요인들을 제어하기 위해 범 시장요소들의 영향을 계량적 분석기법을 통해 제거하였다.²⁵⁾ 시장의 질을 나타내는 변수로는 호가스프레드, 백분율 호가스프레드, 실효스프레드, 백분율 실효스프레드, 시장의 질 지수²⁶⁾, 가격충격변수²⁷⁾를 사용하였다.

24) 실제로 시장정보에 대한 접근비용(정보수수료)에 대해 상한선 규정을 두고 있다.

25) Differences-in-Difference 방법을 통해 NMS가 시행 된 상황에서 해당 정책이 시장에 미치는 순수한 영향만을 뽑아내고자 하였다. NMS 시행 당시 영향을 받지 않는 종목군을 통제군(control group)으로 사용하였다.

26) 시장의 질 지수는 분모를 백분율 호가스프레드로 하고 분자를 최우선매수 매도호가잔량의 평균으로 한 지수이다.

27) 시장충격변수는 매수매도호가 중간값과 5분경과 매수매도호가 중간값의 차이이다.

NMS를 시행하면서 시장이 적응할 수 있도록 모든 상장종목에 대해 실시하지 않고 파일럿 그룹(pilot group)을 선정하여 먼저 실시한 후 경과를 보고 모든 종목에 확대 실시하였다. 저자들은 파일럿 그룹과 모든 상장종목 그룹 둘로 나누어 분석하였다. OPR과 AR은 2007년 7월 9일을 기점으로 시작하였고 파일럿 대상이 된 종목의 수는 250개 종목이었다. 그 후 2007년 8월 20일에 모든 종목을 대상으로 점차적으로 확대 실시하여 2007년 10월 8일 마무리 지었다.

파일럿 그룹은 NMS 시행 이전 기간을 2007년 5월 24일부터 7월 6일까지 설정했고 시행 후 기간은 2007년 7월 9일부터 8월 17일로 정해서 비교 분석하였다. 결과는 모든 측면에서 시장의 질이 저하되는 것으로 나타났다. 시장의 질 지수는 36.9% 감소했으며 이는 호가스프레드의 확대와 잔량의 감소가 동시에 발생하면서 진행되었다. 변동성과 시장충격 변수 모두 증가하였다. 전체 그룹에 관한 분석은 2007년 7월 9일에서 8월 17일 사이를 시행 전 기간으로, 2007년 8월 20일부터 10월 1일까지를 시행 후 기간으로 설정하여 분석하였고, 파일럿 그룹과 비슷한 결과가 보고되었다. 시장가격 형성의 효율성에 관한 검증은 Hasbrouck(1993) 방법을 사용하였고,²⁸⁾ NMS 시행 이후 가격형성에 오차 항목의 비중이 증가하는 것으로 나타나 가격효율성 측면에서도 결과가 부정적이었다. 이러한 경향은 거래량이 많은 종목일수록 정도가 더 심한 것으로 나타났다.

저자들은 NMS 시행과 고빈도매매의 확산이 일치하는 점에 주목하면서 고빈도매매 투자가 유동성을 공급하기 보다는 대형 기관투자자들의 주문에 편승하면서 이득을 보려하는 행태를 보이고 있기 때문에 기관투자자들이 이들을 피해 다크폴로 주문을 이전하면서 투명한 거래시장의 유동성이 줄어든다고 판단하였다. 또한 전통적인 시장 스펙트럴리스트의

28) 자산가격 움직임의 임의보행으로 설명되는 부분과 그렇지 않은 부분으로 나누어 임의보행으로 설명이 안 되는 부분을 가격오차(pricing error)라 하였고 가격오차가 커질수록 가격효율성이 낮은 것으로 간주한다.

역할이 축소되면서 정보전달력과 유동성 공급이 줄어들 수 있다는 기존의 가설을 뒷받침해주는 결과라 볼 수 있다.

이와 같이 실증분석들이 상반된 결과들을 보이는 이유는 일반화시키기 어려운 데이터의 사용, 시장분할에 대한 정확한 정의와 측정 방법, 시장의 질을 측정하는 서로 다른 기준의 사용 등에 기인할 수 있다. 따라서 시장분할에 따른 영향평가를 실증분석하기 이전에 변수들에 대한 정확한 정의와 기준을 마련해야 상호 비교분석이 가능해진다. 또한 거래 비용의 차이는 단지 해당 종목이 속해있는 거래시장의 분할 특성에만 영향을 받는 것이 아니라, 종목의 시가총액 크기와 같은 고유의 특성에 의해서도 영향을 받기 때문에, 고유특성을 제어한 후에 비교해야하는 어려움이 있다.

IV. 시장분할 대응방안

1. 최선집행원칙 도입
2. 통합시세분배 시스템 구축
3. 다크폴 관련 규제 도입

IV. 시장분할 대응방안

앞장에서 살펴본 바와 같이 시장분할에 따른 시장의 질적 평가에 대해서는 논란이 존재한다. 그러나 공개시장의 효율성을 높이기 위해서는 가상적 통합이 필요하며 비공개주문시장의 과도한 성장은 시장의 질에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높기 때문에 적절한 규제책 마련이 필요하다라는 것에는 대부분 공통된 의견을 보인다.

시장분할에 따른 부작용을 최소화하고 통합의 정도를 높여 시장분할의 혜택을 극대화하기 위해서는 정보공개시장과 정보비공개시장에 각각 특화된 대응방안 마련이 필요하다. 우선 정규거래소와 ECN, Lit MTF 등 공개주문시장의 경우 거래시장 간의 연계를 강화하기 위한 방안들이 필요하다. 즉, 투자자의 주문이 최선의 결과를 얻을 수 있도록 최선집행 원칙이 마련되어야 한다. 또한 시장참여자 모두 비차별적으로 거래정보에 접근할 수 있어야 하며 시장별로 분산되어 있는 정보를 집중시킬 통합정보 구축방안에 대한 논의가 필요하다. 한편 비공개주문시장의 경우 정보공개 범주와 기준을 명확히 하여 비공개주문시장의 팽창으로 인해 시장의 질이 저하되지 않도록 하는 것이 필요하다.

본 장에서는 주요국들의 최선집행원칙, 통합정보시스템 도입 방안, 그리고 비공개시장 관련 제도 강화 추진 방안 등에 대하여 구체적으로 살펴보고자 한다.

1. 최선집행원칙 도입

가. 최선집행원칙의 정의 및 필요성

거래시장에 다양한 형태의 거래시장이 등장하면서 금융상품이 여러 곳에서 동시다발적으로 거래되는 것이 가능하게 되었다. 특히 유동성이 높은 상품의 경우 거래가 여러 시장에 분산되는 정도는 보다 높아진다. 거래시장의 등장과 확산은 경쟁을 통한 발전에 기여하는 이면에 시장분산이 증권시장의 효율적인 통합을 저해하는 요소로 작용하기도 한다.

거래장소가 늘어나면 표면상으로는 비교해야 할 요소인 거래장소의 변수가 하나 더 추가된 것으로 보이지만 실질적으로 투자자가 고려해야 할 요소는 여럿으로 늘어난다. 단일의 거래소 체제하에서는 고려하지 않았던 사항들, 예를 들어, 각 거래소에 호가와 주문량 현황은 어떠한지, 어디서 거래를 하는 것이 수수료가 저렴한지, 각 거래소의 유동성은 충분한지, 즉 거래가 실제 체결될 가능성이 거래장소별로 어느 정도의 차이가 있는지, 어떤 거래시장의 거래체결속도가 더 빠른지 등 다양하고 복잡한 요소들을 복합적으로 분석해야 한다. 또, 대규모거래를 하고자 할 경우에는 장외시장에서 체결하는 것이 유리한지, 분할하여 주문을 체결하는 것이 나은지 등도 고려해야 한다. 다양한 거래시장이 등장하면서 투자자는 선택의 폭 확대를 통해 효용이 증가한 반면, 늘어난 기회를 적절히 활용하기 위해서 거래 선택 결정에 영향을 미칠 정보를 수집하고 분석해야 하는 추가적인 노력과 비용이 필요하게 되었다. 이러한 노력을 기울이지 못할 경우 거래시장 다양화의 혜택을 충분히 향유하지 못할 수 있다.

시장분할로 인해 투자결정이 복잡해지면서 소비자 보호의 필요성은 증가하게 된다. 시장 분할이 진행되기 이전의 시장 환경에서 소비자 보

호는 사기거래를 미연에 방지하고 소비자들을 금융위험에서 보호하는 역할 정도에 국한되었다. 그러나 하나의 금융상품에 하나의 가격이 아닌 다수의 가격이 존재하며 다양한 체결방식이 존재하는 분할시장 환경 하에서는 투자자가 투자결정 과정에서 느끼는 어려움은 증가할 수밖에 없으며 이에 따라 소비자 보호의 필요성도 높아진다.

시장분할 상황 하에서의 소비자 보호 문제를 논할 때 특히 강조되어야 할 점은 정보 측면에서 열위에 있는 소매투자자들에 대한 보호이다. 시장분할이 상당 정도 진행된 시장에서는 각 거래시장에 분산되어 있는 정보를 수집하여 분석하는 데 상당한 비용과 노력이 수반된다. 또한 IT 기술의 발달로 동역서비스, DMA 등 새로운 서비스가 등장하고 시장충격이나 거래속도, 체결가능성 등 가시적이지 않은 암묵적 비용의 중요성이 높아진다. 분석을 감당할 수 있는 자금력과 전문성을 갖춘 기관투자자 등의 전문투자자들은 정보력에서 우위를 점하게 되는 반면, 소매투자자들은 정보에서 소외되어 갈수록 자신을 보호하기 어려운 환경에 처하게 된다. 즉, 투자자간 정보비대칭은 이전에 통합된 시장 상황에 비해 심화된다.

최선집행원칙은 이러한 소비자 보호문제를 완화하기 위한 기본적인 고 효과적인 수단이라 할 수 있다. 최선집행원칙은 투자결정을 위한 다양한 요인들을 비교하기 위한 준거기준을 제시하여 투자자에게 '무엇이 최선의 체결인가'에 대한 가이드라인을 제시하는 것이다. 미국과 캐나다는 최선집행 기준을 최우선 호가로 규정하고 있으며, 호주는 도매투자자와 소매투자자로 구분하여 소매투자자 주문은 수수료와 세금을 제외한 체결가격을 기준으로 최선집행 여부를 판단하도록 하였다. 유럽과 일본은 구체적인 단일 기준을 강제하지 않고 증권사가 자율적인 판단에 의해 고객에게 최선의 결과가 도출될 수 있는 최선집행기준을 마련할 수 있도록 하고 있다.

각국의 최선집행원칙이 표면상 차이를 보이고 있으나 근본적인 목적이 소비자 보호, 특히 소매투자자의 보호에 있다는 점에서 공통된다. 또한 실질적인 구현 측면에서도 큰 차이가 없을 것으로 예상된다. 그 이유는 소매투자자들의 최선체결에 대한 기준이 명시적인가, 불명확한가와는 무관하게 소매투자자들의 일반적인 거래에서 '무엇이 최선인가'에 대한 기준은 기관투자자나 전문투자자 등 도매투자자의 경우에 비해 비교적 간단하기 때문이다.

일반적으로 도매투자자의 합리적 거래체결방식 및 최선체결기준은 투자자의 거래목적에 따라 복잡해진다. 도매투자자 매매는 체결가격이나 수수료뿐만 아니라 체결속도, 체결가능성, 익명성 여부, 시장충격 완화가능성 등 여러 요소를 고려하여 거래목적에 부합하도록 체결관련 요소의 우선순위를 정하여 결정된다. 그런데 유럽이나 일본과 같이 증권사의 자율에 의해 기준을 설정할 수 있는 국가는 물론이고 구체적 기준을 제시하고 있는 미국이나 캐나다에서도 도매투자자는 자신이 원하는 기준이 있을 경우 이를 언급하면 최우선호가에 비해 고객 선택사항이 우선적으로 고려된다. 반면 소매투자자들은 체결가능성이나 속도 등의 요인에 큰 영향을 받기 보다는 체결가격과 수수료를 우선시 하여 결정한다. 즉, 소매투자자의 주문은 소규모이기 때문에 일반적으로 시장 충격의 우려가 낮으며 미세한 체결 시간 차이 등에도 민감하지 않다. 단지 주식 매도 시 더 많은 금액을 받고 주식 매수 시 더 적은 금액을 지불하는 거래를 최선의 집행으로 평가하는 것이 일반적이다. 특히 체결가격과 수수료는 명시적으로 드러나는 요소이기 때문에 상대적으로 비교가 용이하고 최우선호와와 같이 최선집행원칙 내에서 구체화하여 규정하기 쉽다.

물론 소매투자자라 할지라도 스스로 최선집행원칙 적용을 통한 투자자보호가 필요치 않다고 판단할 경우 이를 적용받지 않도록 선택할 수

있다. 즉, 체결가격이나 수수료 이외의 다른 요인들을 고려하여 주문이 체결되기를 원할 경우 추가 주문사항을 요구하고 중개인은 이에 따르도록 되어있다. 따라서 기관투자자나 도매투자자와 마찬가지로 자신이 원하는 요건에 특화된 주문을 처리하는 것이 가능하다.

나. 주요국 최선집행원칙 비교

최선집행원칙은 주어진 시장상황 하에서 고객에게 가장 유리한 조건으로 거래가 체결될 수 있도록 하기 위한 것으로, 브로커/딜러는 최선집행 수행의 의무를 부여 받는다. 이에 대해서는 각국의 최선집행원칙이 모두 공통적으로 규정하고 있다. 그러나 최선의 체결에 대한 구체적 기준을 명시하고 있는가, 그리고 무엇을 최선의 체결로 정의하는가에 따라 각국 규정의 구체적인 최선집행 수행방안은 차이를 보이고 있다.

1) 미국

미국의 최선집행에 대한 1차적 책임은 브로커/딜러에게 부여된다. Regulation NMS의 ‘Duty of Best Execution’ 및 FINRA의 5319조에 따르면 브로커/딜러는 보통법 및 신의성실의 원칙(fiduciary obligation)에 따라 고객에게 최선의 체결을 제공해야할 의무를 진다. FINRA, SEC 등 관련 기관들은 브로커/딜러에게 고객의 주문을 집행할 때 체결가격 뿐만 아니라 총 거래비용과 거래체결과정 등이 주어진 시장상황 하에서 가장 유리한 조건으로 체결될 수 있도록 할 것을 규정하고 있다. 즉, 브로커/딜러는 더 나은 가격에 체결될 기회비용, 거래체결 속도, 거래체결 가능성 등을 고려하여 거래체결에 유리한 시점 및 상황을 판단하여 주문을 제출해야 한다. 이를 위하여 브로커/딜러는 고객으로부터 받은 모

든 주문을 평가하고 경쟁 관계에 있는 거래시장, 시장조성자, ECN 등이 제시하는 주문조건에 대해 주기적으로 평가해야 한다.

브로커/딜러에 대한 의무뿐만 아니라, 미국의 최선체결원칙은 트레이딩센터(trading center)에도 최선집행의 의무를 부여하고 있다. Regulation NMS의 OPR은 각 트레이딩센터(trading center)에게 최선의 가격을 제시하는 곳으로 주문을 회송하도록 의무화함으로써 브로커/딜러의 최선집행을 지원하는 구조로 되어있다. OPR은 Reg NMS의 네 가지 핵심조항 중 하나로, Trade-through를 효과적으로 방지하고 시장간 가격보호의 원칙을 공고히 하는 것을 목적으로 하고 있다. Trade-through는 매수매도 주문에 대한 각 트레이딩센터의 최우선매수매도호가보다 불리한 가격에 체결되는 것을 말한다. 따라서 OPR은 브로커/딜러에 의해 접수된 주문이 최선의 주문이 아닐 경우, 즉, 다른 트레이딩 센터에 최우선호가 NBBO가 존재할 경우 해당 트레이딩 센터로 주문을 재전송하도록 의무화하였다.

그런데 OPR 준수 여부는 최우선 매수호가를 단순한 가격만을 기준으로 하고 있기 때문에 가격기준을 적용하기 어려운 경우나 부적합한 경우에 대한 여러 예외 조항이 필요하게 된다. 현실적으로 일시적으로 매수-매도호가 역전되는 상황이나 높은 거래량으로 기술상 오류가 발생할 수 있는 주식에까지 trade-through를 금지하는 것은 부적절하기 때문이다. 빈번하게 거래되는 NMS 주식의 경우 호가가 빠르게 변하기 때문에 트레이딩센터가 Trade-through를 막기 위해 충분한 예방조치를 취하더라도 기술적 한계나 최신 호가 전달 및 수신 등으로 인한 타이밍 차이로 인하여 Trade-through가 발생하는 false positive trade-through가 일어날 수 있다. 이에 따라 Trade-through Rule의 취지에 부합하고 시장간 가격보호의 원칙에 저촉되지 않는 범위에서 현실적 상황을 반영하기 위하여 다음과 같은 예외조항을 두었다.

(a) Self-help: 시스템 장애, 오작동, 반응지연(최우선매수매도호가(Best Bid and Offer: 이하 BBO)가 제시된 거래시장에 접근을 시도해 1초 안에 반응이 없고 무반응이 지속)이 지속될 경우 OPR의 예외로 인정

(b) Flickering quotation: SEC의 규정에 따르면 트레이딩 센터는 1초 동안 타 트레이딩센터의 호가를 비교할 시간여유를 가지므로, 초당 1회 이상 변경되는 호가를 의미하며, 가격이 변경된 경우에도 flickering order를 제외하고 BBO를 게시한 거래시장에서 마지막 순간의 BBO로 거래할 수 있도록 함

(c) Intermarket Sweep Order(ISO): Sweep Order는 다른 거래시장에 BBO가 게시되어 있더라도 대량물량소진 측면에서 거래시장을 특정하여 체결되도록 하는 지정가주문의 일종으로, 이를 OPR의 예외로 인정하여 대량거래 투자자들이 여러 거래시장의 주문장에 주문을 분산하여 제출하여 동시에 접근하여 대량주문을 소화시킬 수 있도록 함

(d) Benchmark Order: 고객이 volume-weighted average price(이하 VWAP), 시가와 같이 특정 가격을 기준으로 주문을 체결해줄 것을 요청한 경우 NBBO 보다 불리한 가격에도 주문을 체결할 수 있도록 함

(e) Stopped Order: 고객이 요구한 최저가격 또는 최고가격 제한이 있을 경우 달리는 요구한 체결가격(Stopped)으로 거래가 성립될 수 있도록 함

위에서 언급된 상황 이외에, 특정 조건이 첨부되는 등 비표준화된 거래(not "regular way" contracts), 매도호가보다 낮은 비정상적인 매도-매수호가 역전시장 상황 등이 포함된다.

OPR 원칙과 예외조항들을 종합해보면 미국의 OPR 집행 기준은 보다 명확해진다. 첫째, OPR은 트레이딩센터에서 거래되는 NMS 주식으로

적용범위(600(b))가 한정된다. 즉, NMS 주식 이외에 OTCBB 및 그 외 OTC 시장에서만 거래되는 주식은 제외된다. 둘째, 효율적인 비교를 위해호가 수집에 비교적 긴 시간이 소요되는 수동호가(manual order)를 제외한 자동호가로 한정하였다. 기존 Trade-through 하에서는 비자동화 시장(Manual Market) 주문에 대해 30초의 응답대기 시간을 허용하였다. IT 환경의 혁신적 발전을 고려하였을 때 긴 대기시간으로 인해 자동주문시장과의 형평성 문제가 제기되어왔다. 따라서 Trade-Through Rule을 즉시 적용할 수 있는 자동호가에만 한정해 적용함으로써 Best Execution을 더욱 확실히 보장하고 보다 공정한 경쟁체제를 확립하였다. 셋째, 1초라는 최대 응답대기시간을 설정하여, 주문을 받은 트레이딩센터는 1초 안에 해당 주문을 타 트레이딩센터의 호가와 비교하여 체결하거나 더 나은 호가를 제시하는 트레이딩센터로 회송해야 한다. 다시 말해, 트레이딩센터는 'NMS주식'을 '자동호가'로 거래할 시, 'NBBO'를 보유한 트레이딩센터로 '1초 이내'에 주문을 회송할 의무가 있는 것이다.

SEC는 브로커/딜러가 최선집행과 주문회송 결과에 대해 주기적인 보고서를 제출하도록 의무화하여 투자자들이 주문 회송 과정을 이해하고 브로커/딜러와 거래시장 간의 관계에 대한 이해를 넓힐 수 있도록 하였다. Rule 606(또는 Rule 11Ac1-6: Disclosure of Order Routing Information)에 따르면 SEC는 브로커/딜러에게 고객주문의 회송에 대한 분기 보고서를 제출하여 고객의 주문이 어떠한 거래시장에 제출되었는지, 최종적으로 어떠한 거래시장에서 거래가 체결되었는지를 알 수 있도록 하였다. 또한 주문제출한 거래시장과 브로커/딜러간의 관계에 대해서도 보고하도록 하였다. 이는 브로커/딜러와 고객 간에 발생할 수 있는 이해상충 문제를 완화하기 위하여 거래시장에 대한 충분한 평가 결과를 제공하기 위함이다. 브로커/딜러에 요구되는 분기 보고서와 더불어 SEC는 Rule 605(또는 11Ac1-5: Disclosure of Order Execution Information)를 통해 market center²⁹⁾가 체결에 대한 질적 평가에 대한 월별보고서를

제출하도록 요구하고 있다.³⁰⁾ market center간 질적 비교를 용이하게 하기 위하여 유효스프레드(effective spread), 가격개선 정도(rate of price improvement/disimprovement), 거래체결율, 거래체결속도 등 질적 평가가 가능한 기본 방법들에 대한 결과를 공개하도록 하였다. 각 평가기준은 개별 증권, 주문형태, 주문크기에 따라 각각 계산된다. 이러한 보고서는 투자자가 특정유가증권의 주문크기와 주문유형에 따라 해당 market center에 대해서 분석할 수 있다.

2) 캐나다

캐나다의 최선 집행원칙(Best Execution) 준수 의무는 브로커/딜러에게 있으며, 브로커/딜러는 고객의 주문을 처리할 때 최선의 결과를 달성할 수 있도록 합당한 노력을 다하도록 규정하고 있다.³¹⁾ 브로커/딜러는 '주어진 상황'에서 고객에게 '가장 유리한 체결조건'으로 거래가 성립될 수 있도록 해야 하는 것이다.

고객에게 '가장 유리한 체결조건'을 찾기 위하여 기본적으로 거래가격, 체결속도, 체결 가능성, 종합적인 거래비용을 고려해야 한다. 이 네 가지 조건은 구체적으로 주문량, 호가 신뢰도, 유동성, 시장충격, 기회비용 등을 포괄한 것이다. 특히 종합적 거래비용은 주문을 관리하고 거래를 체결하는 데 있어 고객에게 부과되는 모든 관련비용을 의미하는데,

29) market center는 NMS 주식을 주문 받고 체결하는 모든 entity를 통칭하는 개념이다. 즉, market center는 change market maker, OTC market maker, ATS, national securities exchange, national securities association를 포함한다.

30) SEC Rule 240.11Ac1-5 Disclosure of order execution information

31) NI(National Instruments) 23-101 Trading Rules의 Part 4 Best Execution, Universal Market Integrity Rules(이하 UMIR)의 Part 5 Best Execution Obligation

여기에는 특정 거래소에서의 거래에 따른 수수료, jitney fees(거래를 위한 접속을 제공하기 위해 딜러들 사이에서 부과되는 수수료), 체결비용(settlement cost) 등이 포함된다. 또한 '주어진 시장상황'은 직전 거래가격 및 거래량, 해당증권의 시장에서의 방향성, 호가깊이, 호가스프레드, 유동성 등을 감안하여 판단하게 된다.

미국과 마찬가지로 브로커/딜러가 1차적으로 최선집행원칙에 따라 고객의 주문을 제출하면, 정규거래소 및 ATS³²⁾, 즉 마켓플레이스(marketplace)는 OPR에 따라 보다 우월한 조건의 거래시장으로 주문을 회송해야 할 의무가 있다. 각 마켓플레이스는 자신의 마켓플레이스에 제출된 주문이 최선의 가격이 아닐 경우 최선의 조건을 보유한 마켓플레이스로 주문을 회송해야 한다. 캐나다의 OPR은 미국의 OPR과 마찬가지로 Trade-through, 즉 거래시장이 열등한 가격에서 거래가 체결되는 것을 방지하기 위하여 합리적으로 규정과 절차를 준수하도록 강제하는 조항이다. 즉, OPR은 브로커/딜러로부터 제출된 주문이 최선의 가격에 체결될 수 있도록 보장하기 위한 이중의 보호기제로서, 소비자보호를 강화하기 위한 것이다.

캐나다의 모든 거래시장은 OPR 의무준수를 위하여 관련 정책과 절차를 마련하여 공표해야 하며 타 거래시장과의 원활한 소통방안을 사전에 마련해야 한다. 각 거래시장은 Trade-through를 방지하기 위한 정책과 절차를 마련하여 이를 서면으로 게시해야 한다. 각 거래시장은 Trade-through 규정을 위반하지 않는 한 의무이행 방법을 자율적으로 결정할 수 있다. 즉, 타 거래시장과의 연계 방안, 주문 거부, 주문가격 재평가, 주문체결 알고리즘 설계 등 상황에 맞게 마련할 수 있다. 시스템 상의 오류 발생 시 이를 규제기관, 공인정보프로세서(Information Processor: 이하 IP) 또는 정보제공벤더, 타 거래시장에 알려야 한다. 거래시장은 정

32) 캐나다의 경우 정규거래소 및 ATS를 비롯한 거래시스템을 marketplace로 명명하였다.

책과 절차를 개정하고자 할 경우 개정안을 반영하기 45일 전에 규제기관에 변동사항을 보고해야 한다.

미국의 OPR과 마찬가지로 캐나다의 OPR 또한 거래장소의 주문회송에 몇 가지 예외사항을 나열하고 있다. 캐나다의 거래시장은 다음의 경우 OPR의 예외로 인정되어 열등한 조건의 호가가 우선적으로 체결되는 Trade-through가 가능하다.

(a) 시스템 오류: 거래시장 자료 분배 관련 시스템이나 장비, 성능 상에 장애, 오작동, 반응지연 등이 발생한 경우

(b) Directed-action order: 거래장소에 대한 고객의 특별요청이 존재하여 더 나은 가격을 제시하는 다른 거래시장이 존재하더라도 고객이 선택한 거래시장에서 주문을 체결하는 경우

(c) Directed-action order의 동시 체결: Directed-action order를 받은 거래시장이 잔량체결을 위해 최선의 가격이 아닌 다른 거래시장 호가의 총 호가물량과의 체결을 위해 Directed-action order를 동시에 회송하는 경우

(d) Trade-through 직전의 호가변화

(e) non-standard order, calculated-price order, closing-price order의 경우

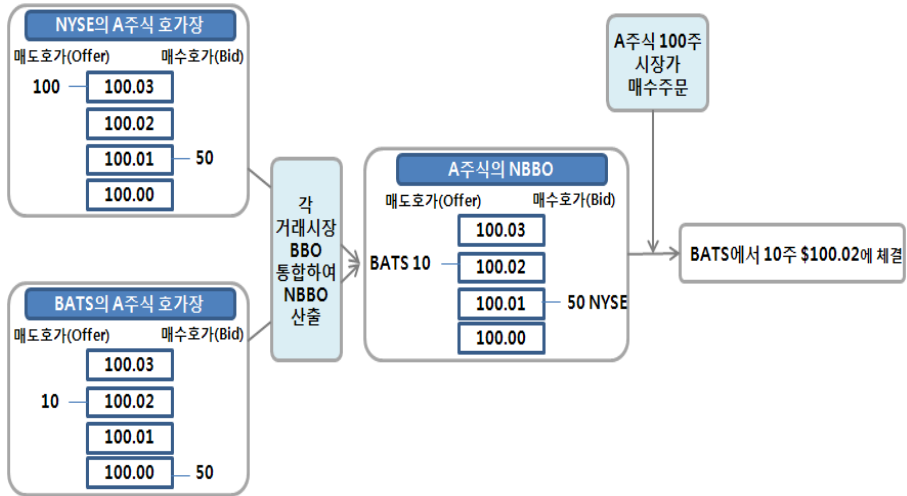
(f) 매도-매수호가 역전시장 상황

하지만 미국의 OPR이 최우선매수매도호가에 한정된 최우선평가 보호(Top-of-book protection)에만 한정된 반면, 캐나다의 OPR은 보다 광범위한 전체호가 보호(Full-depth protection)를 요구하고 있다는 점에서 미국과 차별화된다. 즉, 미국의 거래시장은 전체 호가장을 고려할 필요 없이 NBBO와의 비교를 통해 주문을 체결하거나 회송하면 된다. 따라서

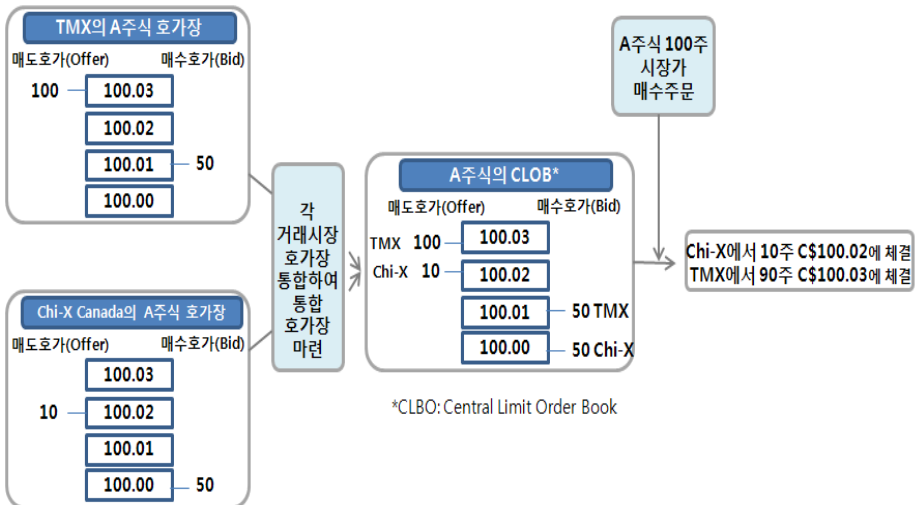
NBBO의 물량이 주문물량보다 적을 경우 NBBO에 제시된 물량만 체결된다. 반면, 캐나다의 OPR은 전체호가 보호(Full-depth protection)를 요구하고 있어 각 거래시장의 호가전체를 고려하여 집행해야 한다.

즉, 예를 들어 A 거래소에 최우선매도호가 10주, B 거래소에 차우선 매도호가 100주가 존재하는 상황에서 100주 매수주문을 제출하면, 미국의 OPR 하에서는 A 거래소에서 10주가 체결되고 나머지 90주는 체결되지 않으나, 캐나다 OPR에 따르면 A 거래소 10주가 체결될 뿐만 아니라 B 거래소 90주도 체결된다. 캐나다의 OPR이 미국에 비해 소비자 보호에 우월한 시스템으로 평가된다. 물론 Top-of-book에 국한되지 않고 Full depth-of-book을 강제함으로써 인해 최우선매수매도호가에 국한되지 않고 각 거래시장의 호가장을 모두 통합하여야 하며 주문회송 또한 복잡화되는 등 Top-of-book 기준의 OPR에 비해 추가적으로 비용이 발생한다. 추가비용이 보호 증분을 정당화할 수 있을 정도인지에 대해서 캐나다 내에서도 논란이 있었으나, 비용부담이 존재하는 것이 사실임에도 불구하고 투자자보호 측면에서 우월한 full depth protection을 현행대로 유지하는 것으로 결론지었다.

<그림 IV-1> 미국과 캐나다의 OPR 비교:
미국의 최우선 호가보호



<그림 IV-2> 미국과 캐나다의 OPR 비교:
캐나다의 전체 호가 보호



3) 유럽

유럽의 최선집행원칙(Best execution)은 증권사가 고객의 주문을 가능한 한 최상의 조건으로 체결될 수 있도록 주문집행에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요건을 고려하도록 규정하고 있다. 유럽의 최선집행원칙은 최선체결을 판단하는 기준을 제한하지 않고, 가격, 거래비용, 체결속도, 결제 가능성, 거래량, 거래체결 관련요소 등을 모두 고려하도록 허용하였다. 실질적으로 증권사 중개수수료(brokerage commission), 거래소 수수료(exchange fee), 세금(tax) 등 명시적 비용뿐만 아니라 매수매도 스프레드(bid-ask spread), 거래지연비용, 가격위험비용, 시장충격비용, 타이밍 위험비용, 기회비용 등의 암시적 비용도 포함하는 것이다. 또한 주문 크기, 주문 유형 등 주문의 특성과 소매투자자/전문투자자 등 투자자 특성, 거래장소별 특성 등을 고려한다.

즉, 유럽의 최선집행원칙은 증권사가 최선체결 판단에 영향을 미치는 모든 요소를 자체적으로 고려하여 증권사별로 최선집행의 자율적인 기준을 수립할 수 있는 유연성을 허용하고 있다.³³⁾ 따라서 최선집행의 기준은 증권사에 따라 상이해질 수 있다. 특히 해당 주식이 거래되고 있는 모든 거래시장의 정보에 접근하여 비교해야한다고 규정하고 있지 않기 때문에 증권사는 자체적인 판단에 따라 일부 거래시장을 선택할 수 있다.

유럽의 최선집행원칙 달성 여부는 거래결과의 최선 보다는 과정의 최선을 판단하는 것이라 볼 수 있다. 따라서 증권사는 최선의 결과가 도출되지 않더라도 최선체결을 위한 합당한 노력을 다하였다는 것을 고객에게 증명함으로써 최선집행원칙을 준수한 것으로 인정된다. 그런데 최선집행원칙을 유연하게 적용함으로써 자연스럽게 우려되는 것은 결과에 대한 실질적인 증명이 쉽지 않을 수 있다는 점이다. 최선집행원칙 준수 여부에 대한 판단에 모호함이 존재할 수 있기 때문에 증권사의 책임회피 수단으로 악용된 여지가 있는 것이다.

33) 물론 고객의 구체적 주문사항이 있을 경우 이에 따라 주문을 처리해야 한다.

MiFID의 최선체결원칙은 유연성을 강조한 규정의 특성상 규정 자체 보다는 실질적으로 적절한 감독이 이루어지고 있는가에 따라 정책적 효과가 입증될 수 있다. 따라서 효율적인 감독시스템을 구비하고 효과적으로 집행하는 것이 MiFID의 성공요인이라 할 수 있다. MiFID는 거래보고의무규정(transaction reporting)³⁴⁾을 통하여 증권사가 정규거래소에서 거래되는 증권을 거래할 때 거래관련 정보를 관할기관(competent authority)에 제출하도록 하고 있다. 거래보고는 규제기관 및 감독기관이 시장을 관리·감독하는데 주요한 수단으로, 관할기관이 시장남용 사례를 적발하고 MiFID 규정 침해 여부를 감시하는데 활용된다.

정보제출은 가능한 한 즉각적으로 이루어져야하며 다음 영업일 마감 이전에 제출하도록 요구하고 있다. 거래보고는 증권사가 직접 관할당국에 보고서를 제출할 수도 있으며, 증권사 보고서제출 업무를 대행하는 업체를 통해서 제출할 수도 있다. 보고서제출 업무는 관할기관의 승인을 받은 거래보고시스템 또는 해당거래가 체결된 정규거래소 및 MTF가 대행할 수 있다. 영국은 FCA³⁵⁾이 거래보고시스템에 대한 평가 및 허가 업무를 맡고 있다. 2013년 5월 기준으로 5개사의 공인보고메커니즘(Approved Reporting Mechanisms: ARMs)³⁶⁾이 장외시장 거래를 포함한 모든 거래에 대한 보고대행 서비스를 운영 중이며, 한 개 사가 OTC를 제외한 정

34) 관련 규정은 MiFID Level 1의 Article 25에 명시되어 있으며, 구체적인 거래보고서의 보고방식과 관련된 사항은 Level II의 Article 12와 13에 포함되어 있다. 또한 Article 14와 15는 규제 협력과 거래보고서 관련 정보의 교환에 관한 규정을 상세히 명시하였다.

35) 영국은 금융 감독체계를 개편하여 2013년 4월 1일 이후 통합감독기관이었던 금융감독청(Financial Services Agency: 이하 FSA)을 건전성규제기관(Prudential Regulation Authority: PRA)과 FCA으로 분리하였다.

36) Credit Suisse Securities(Europe) Limited의 DARE, CrestCo Limited의 CREST, Xtrakter Limited의 TRAX, London Stock Exchange의 UNAVISTA, Getco Europe Limited의 GETCO, Abide Financial Limited의 TransacPort가 FCA의 승인 하에 현재 운영 중인 ARM이다.

규시장 거래에 대한 제한적인 허가 하에 운영 중이다.

또한 MiFID에서는 고객주문처리(Client Order-Handling)³⁷⁾ 규정을 통해 고객 주문 집행 방법에 관한 투명성을 제고하고자 노력하고 있다. MiFID 하에서 증권사는 자사의 공식적인 고객주문처리규정(Client Order Handling Rule)³⁸⁾을 만들어 투자자에게 주문 관련 정보를 충분하고 적절하게 제공해야 한다. 즉, 증권사는 접근 가능한 시장 및 관련 정보, 해당 시장을 선택하는 데 사용된 기준 및 고려 요소, 주문처리와 관련한 세부 정책 등을 공개해야 한다. 또한 투자자의 요구가 있을 때에는 자신의 최선집행 정책에 따라 투자자의 주문이 엄격하게 처리되었음을 증명해야 한다.³⁹⁾

4) 일본

일본은 금융상품거래법(Financial Instruments and Exchange Law, 40조의 2)에 따라 금융상품거래업자에게 고객의 주문을 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 최량집행방침(最良執行方針) 및 방안을 마련하여 공개하고 이를 준수하도록 규정하고 있다.

금융상품거래업자는 자율적으로 최량집행방침(最良執行方針) 수행을 위한 구체적인 방안을 수립할 수 있다. 일본 금융청은 2005년 4월부터 각 금융상품거래업자들로 하여금 각자 최선주문집행 정책을 자율적으로 마련하여 거래를 실행하도록 했다. 일본의 최량집행방침은 유럽의 경우와 마찬가지로 특정 기준을 명시하고 있지 않기 때문에 금융상품거래업

37) MiFID level 1 Directive의 Article 22, MiFID II Directive 의 Article 28

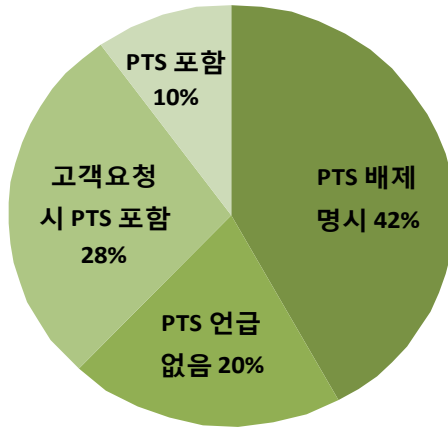
38) 이에 따라 주문체결 현황, 호가의 우선순위 변동, 주문이동, 투자정보, 주문의 총집계와 배분 등 주문과 관련하여 EU 회원국내 모든 시장에서 발생한 일정 수준의 정보를 기록하고 구비해야 한다.

39) 엄경식, 장병훈(2007)

자의 재량에 따라 거래 체결 기준을 지정할 수 있다. 즉, 고객에게 가장 바람직한 결과를 달성하기 위한 근거를 마련하는 한, 금융상품거래업자는 가격뿐만 아니라 거래비용, 속도, 실행가능성 등과 같은 다양한 요인을 고려하되 일부 기준을 선택하여 주문을 체결시킬 수 있다. 또한 일본의 금융상품거래업자는 최선의 결과 도출을 위하여 해당 상품이 거래되고 있는 모든 시장의 조건을 비교할 의무는 없으며 자체적인 판단 기준에 따라 하나 또는 그 이상의 거래장소를 선택할 수 있다. 일본 금융상품거래업자는 최량집행을 위한 비교대상으로 삼고 있는 거래장소를 증권사의 종류별로 미리 공표하여야 한다. 또한 거래장소를 선정한 근거에 대하여 공지하고 주기적으로 선정의 정당성에 대해 평가하여 반영해야 한다.

그런데 실제 각 금융상품거래업자가 제시하고 있는 최량집행원칙 기준을 살펴보면, 주문회송시 사설거래시스템(Proprietary Trading System: 이하 PTS)에 대한 고려가 거의 이루어지지 않고 있는 것으로 보인다. 즉, 대부분 최선집행원칙 수행 시 고려해야 할 거래시장에 PTS를 포함시키지 않고 있는 것이다. 2012년 Nomura Research Institute의 조사에 따르면, 상위 40개 국내 금융상품거래업자 중 42%는 PTS를 통한 거래를 명시적으로 금지하여 PTS로 주문이 회송되는 것을 근원적으로 차단하고 있으며 20%는 최량집행 수행방침에 PTS를 언급하지 않음으로써 간접적으로 PTS를 배제하고 있다. 다시 말해, 금융상품거래업자의 60% 가량이 PTS를 배제한 채 거래소를 통해서만 최선집행을 수행하고 있는 것이다. 또한 나머지 중 28%도 고객의 요청이 있을 경우에만 PTS를 통한 거래를 고려하도록 명시하였으며, PTS를 정규거래소와 동일한 수준에서 비교하고 있는 증권사는 10%에 불과하다.

<그림 IV-3> 일본 금융상품거래업자의 PTS 관련 규정 현황



자료: Nomura Research Institute(2012)

대부분의 일본 금융상품거래업자가 PTS를 통한 거래를 최량집행방침에 포함시키지 않고 있는 이유는 일본 FSA의 감사에 따른 번거로움을 회피하기 위한 것으로 보인다. 금융상품거래업자는 최량집행방침과 관련된 규정 수행 여부에 대해 FSA의 조사를 받아야 한다. FSA는 금융상품거래업자가 선택한 최량집행방침에 따라 체결된 주문이 최선의 결과를 가져왔는지에 대하여 질적 평가를 수행하는데, 이는 금융상품거래업자에게 부담으로 작용하고 있다. 2005년 JSDA는 최량집행원칙을 도입하면서 금융상품거래업자가 참고할 수 있는 정책모형을 제시하였다. 금융상품거래업자들은 JSDA의 모형을 기반으로 최량집행방침을 마련하였는데, JSDA의 정책모형이 거래소를 통한 거래를 우선시하고 있었다. JSDA는 최선의 주문집행 실행방법으로 '거래소 정책모형'을 제시하였다. JSDA는 합리적 최선집행 방안에 대한 분석을 통해 유동성, 주문체결가능성, 주문체결속도 등을 고려해보았을 때 거래소를 통해 주문을 체결하는 것이

가장 유리한 가격으로 가장 빠른 시간 내에 체결되어 PTS 등 거래소 이외의 시스템을 통해 거래하는 것보다 우월하다고 주장하였다. 금융상품 거래업자들은 JSDA의 분석 결과를 기준으로 투자자 관점에서 볼 때 가장 풍부한 유동성, 가장 높은 주문실행 가능성 및 가장 빠른 실행속도를 가지는 거래소를 통한 거래가 자신의 최선주문집행 의무를 지키는 가장 적합한 방법이라 판단하였으며, 이 때문에 일본 금융상품거래업자의 최선집행 기준도 자연스럽게 거래소 중심으로 집행 방안이 정해졌다.⁴⁰⁾

5) 호주

ASIC는 2011년 시장통합법(Market Integrity Rules)을 통해 최선체결 의무를 도입하였다. 호주 최선집행원칙이 다른 나라의 원칙과 차별화되는 특징적인 점은 투자자를 소매투자자(retail client)와 도매투자자(wholesale client)로 분류하여 각각에 상이한 최선집행원칙 기준을 설정하였다는 점이다. 이는 투자자의 특성에 따라 최상의 결과가 가지는 의미가 다를 수 있음을 고려하여 투자자군에 따라 차별화된 최선체결 의무 기준 마련한 것이다.⁴¹⁾

소매투자자 거래의 경우 총대가(Total consideration)를 최대화할 수 있는 거래를 최선의 체결로 정의하였다. 이때, 총대가(Total consideration)는 매수매도비용에 명시적 거래비용을 포함한 개념이다. 매수 시 총대는 매수금액에 거래비용을 합한 것이며, 매도 시 총대는 매도금액에서 거래비용을 차감한 것이다. 거래비용은 거래체결비용, 청산 및 결제 비용, 증권사 수수료를 비롯한 거래체결 시 투자자가 지불해야하는 모든 명시적 비용이 포함된다.

40) Tsunoda(2012)

41) Market Integrity Rules, Rule 3.3.1

실질적으로는 일반 소매투자자 거래의 경우 거래 상황을 종합적으로 판단하되 거래비용에 큰 차이가 없는 한 가장 유리한 매매가격을 제시하는 거래가 최선의 결과로 평가될 것이다. 따라서 매매가격, 즉 BBO가 최선체결 결정의 주요 변수로 작용할 것으로 판단된다. 단, 소매투자자가 가격이나 거래비용 이외에 특정 시장을 지정하거나, 거래속도, 시장 충격 완화, 체결 불확실성 축소 등을 사전에 요구할 경우 중개인은 이를 충분히 반영하여 거래를 체결하여야 할 것이다.

도매투자자들의 경우 가격, 거래비용 이외에 체결가능성, 체결속도, 거래비용 등 관련 요소를 종합적으로 고려하여 최선체결 방안을 모색한다. 도매투자자를 분류하는 기준은 회사법(Corporation Act) Ch7 상의 정의에 기반하는데, 50만 달러 이상의 대규모투자자나 전문투자자, \$250만 이상의 순자산이나 연 25만 달러 이상의 소득을 가진 자산가 등이 포함된다.

<표 IV-1> 호주 시장통합법 상의 도매투자자 분류기준

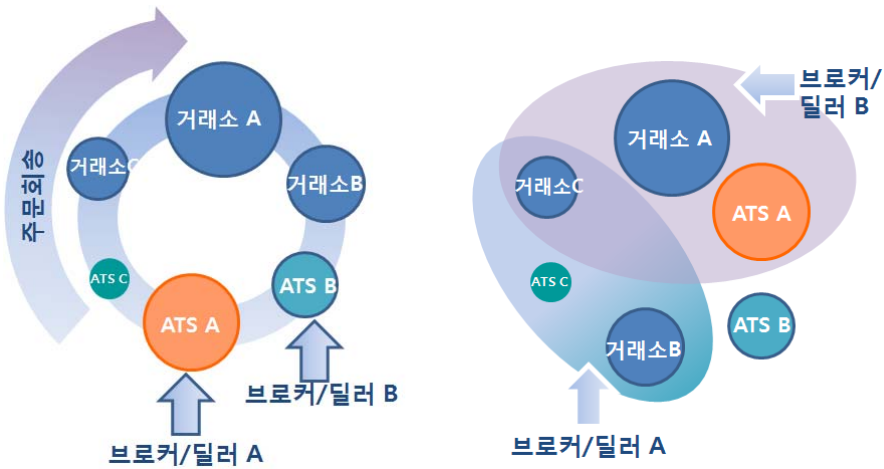
- (a) 거래금액 50만 달러 이상 거래하는 자
- (b) 중대형 비즈니스용 금융 상품과 서비스를 제공하는 자
- (c) 비즈니스용이 아닐 경우라도, 공인회계사를 통해 다음을 증명 받은 자
 - (i) 최소 250만 달러의 순자산을 보유
 - (ii) 최근 2년간 각각 연 25만 달러 이상의 총소득
- (d) 전문투자자(professional investor)
- (e) 금융서비스 활용과 금융상품투자에 실무경험을 갖춘 적격투자자(sophisticated investor)

호주의 최선집행원칙 또한 중개업자가 모든 거래장소 데이터에 접속할 것을 요구하고 있지 않다. 즉, 중개업자의 선택에 따라 하나 또는 일부 거래장소 데이터만을 기반으로 최선집행원칙을 수행하는 것이 가능하다. 모든 거래시장의 주문장에 접속하지 않고 일부 주문장에만 주문을 전송하는 것이 비용절감에 유리하다고 판단될 경우 중개업자는 일부 주문장으로 전송을 한정할 수 있다.

<그림 IV-4> 주요국 최선집행원칙 원리 비교

미국 및 캐나다

유럽, 호주 및 일본



2. 통합시세분배 시스템 구축

가. 시장투명성과 통합시스템

분할된 시장이 유기적으로 결합되기 위해서는 우선 각 거래시장에 분산되어 있는 정보를 통합하는 과정이 필요하다. 즉, 각 시장에 접수된 주문내용과 거래체결 결과 등과 관련된 정보를 각 거래시장에서 확인할 수 있어야 비교분석을 통한 최선집행 및 주문회송이 가능하다. 따라서 분할시장에서 거래자료 통합시스템은 기본이라 할 수 있다.

거래자료의 통합을 위해서는 우선 일정 수준 이상의 시장 투명성이 보장되어야 한다. 시장 투명성은 주문처리 과정에서 발생하는 모든 관련 정보가 시장참여자에게 완전하고 공평하게 제공되는지를 의미한다. 시장 투명성은 사전적 투명성(pre-trade transparency)과 사후적 투명성(post-trade transparency)으로 나뉜다. 거래체결을 기준으로 사전적 투명성은 체결 이전 시장참여자들이 제시하는 매수매도호가 등의 정보를 말하며, 사후적 투명성은 체결 이후 체결관련 정보를 말한다. 보다 구체적으로 사전적 투명성 정보에는 주문시간, 주문량, 호가, 주문 등이 포함되며, 사후적 투명성 정보에는 거래체결가격, 거래량, 거래시간 등이 포함된다.

거래정보를 통합하는 형태는 크게 두 가지로 나누어 볼 수 있다. 첫 번째는 공인 통합시세시스템을 지정하고 이를 통해 의무적으로 정보를 통합·분배하도록 하는 방법이며 두 번째는 시장 자율에 따라 시세서비스 업체에 의해 공개되도록 하는 방안이다. 각국의 시장 환경이나 제도에 따라 자료 통합방법에는 차이가 있으나 거래정보 통합의 형태는 최선집행원칙과 긴밀하게 연관되어 있는 것으로 보인다. 미국이나 캐나다와 같이 거래시장 간에 의무적으로 주문을 회송하도록 강제하고 있는 국가들의 경우 주문회송의 기준으로 삼을 수 있는 대표성 있고 신뢰성

있는 정보를 확보하는 것이 중요하다. 따라서 공인 통합시세시스템을 설립하여 통합시세를 제공하도록 하고 있다. 한편, 유럽이나 호주와 같이 주문회송에 대한 강제조항이 없는 시장은 증권사의 자체적 판단에 의하여 거래시장을 선택할 수 있다. 따라서 일률적인 기준에 따라 모든 시장 정보를 통합하여 시세를 제공하는 것보다는 다수의 시세제공업자가 증권사의 수요에 맞추어 차별화된 통합 서비스를 제공하도록 하는 것이 효율적일 것이다.

나. 주요국 통합시세시스템의 형태

1) 미국

미국은 이미 1970년대에 NMS을 설립하려는 계획을 시작하였다. NMS 구축의 첫 단계로 중앙 통합시세시스템을 설립하여 통신 및 데이터 처리 기능을 통해 미국 내 존재하는 모든 시장을 연계하고자 하였다. 1970 중반에 NYSE 상장주식의 체결정보 및 호가정보를 통합하는 Consolidated Tape Association(이하 CTA)/CQ Plan을 도입하였으며 1990년 초에는 Nasdaq 상장 주식 통합을 위한 UTP SIP Plan을 실시하였다.

CTA/CQ Plan과 UTP SIP Plan의 범주를 이해하기 위해서는 미국의 주식시장 상장 증권 분류 방법을 살펴볼 필요가 있다. 미국 주식시장의 호가 및 거래 자료는 주식의 최초상장거래소에 따라 Tape A, Tape B, Tape C의 세 그룹으로 분류된다. Tape A는 NYSE 상장증권을 포함하고, Tape B는 NYSE Arca, NYSE MKT 및 지역거래소 상장증권⁴²⁾으로 구성되며, Tape C는 NASDAQ 상장증권을 포괄한다. 미국은 Tape A,
42) 최근 정규거래소로 전환한 BATS Exchange, Direct Edge 등에 상장된 증권들도 Tape B에 포함된다.

Tape B, Tape C 증권관련 정보를 시장에 원활히 공급하기 위한 NMS Plan의 일환으로, CTA/CQ Plan, UTP Plan을 도입하였다. CTA/CQ Plan은 Tape A와 Tape B에 속한 주식 자료의 통합 및 분배를 담당하며 UTP Plan은 Tape C 주식 정보를 담당하고 있다.

<표 IV-2> NMS 주식 정보통합시스템

		Tape A	Tape B	Tape C
		NYSE 상장주식	NYSE Arca, NYSE MKT, 지역거래소 상장주식	NASDAQ 상장주식
NMS Plan		CTA/CQ Plan		UTP Plan
운영주체(SIP)		NYSE Euronext		NASDAQ OMX
호가	시스템	CQS		UQDF
	횟수	553,104,315		130,093,167
	속도	0.62ms		(1.1153ms)
거래	시스템	CTS		UTDF
	횟수	19,811,878		7,379,769
	속도	(0.37ms)		(1.3ms)

자료: CTA/CQ plan 홈페이지, UTP Plan 홈페이지
 주석: 호가/거래횟수 및 속도는 2013년 2분기 일평균임

SEC는 CTA 설립을 허용하였으며, CTA는 CTA/CQ Plan에 대한 감독 권한을 가진다. CTA는 정규거래소, 5% 이상 시장점유율을 가진 대체거래소와 FINRA의 연합체로서 시세 및 거래자료 분배와 관련된 계약과 수익 재분배를 합의한다. CTA에는 현재 13개의 정규거래소 및 FINRA가 참가하고 있다.

CTA/CQ Plan은 Consolidated Tape System(이하 CTS)와 Consolidated Quotation System(이하 CQS)의 두 가지 시스템을 포함하고 있다. 1975년 도입된 CTS⁴³⁾는 거래가 체결된 후 거래정보를 통합하여 분배하는 시스템으로 사후적 투명성을 확보하기 위한 조치이다. 즉, 각 거래시장에서 거래체결가격과 체결주식 수 등 체결관련 정보를 전송해 오면 이를 통합하여 다시 거래시장, 브로커/딜러, 투자자 등에게 분배하는 것이다.

뒤이어 1976년에는 CQS가 도입되었는데, Tape A와 Tape B, 즉 NYSE 상장주식과 NYSE Arca, NYSE MKT, 지역거래소 상장주식의 사전적 정보 통합과 분배를 위한 시스템이다. CQS는 각 거래시장의 BBO와 주문량을 수집한 뒤 NBBO를 산출하여 다시 회원들에게 분배한다.

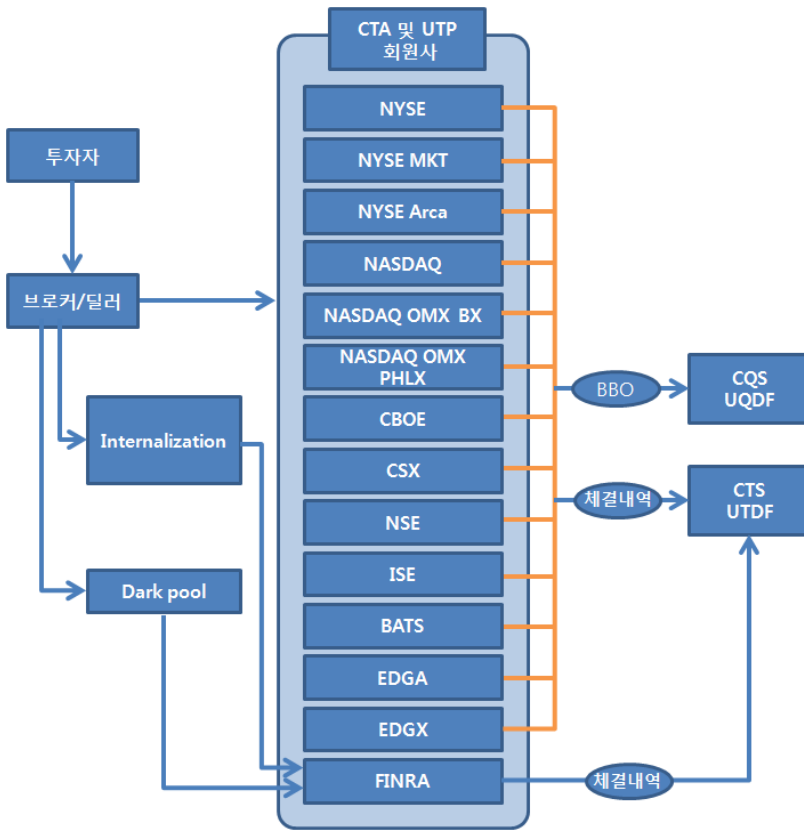
CQS 및 CTS 설립 초기에는 Securities Industry Automation Corporation(이하 SIAC)이 운영에 필요한 전산 및 시스템을 지원하는 역할을 담당하였다. SIAC는 NYSE가 2/3, AMEX가 1/3 지분을 보유하고, 2006년 11월에 NYSE가 AMEX을 인수하면서 NYSE Euronext의 100% 자회사로 전환되었다. 2009년 1월에 NYSE Technologies가 NYSE Euronext의 모든 전산 및 시장데이터 부문 영업을 접수하면서 SIAC의 기능이 NYSE Technologies로 유기적으로 통합되었다.

CQS와 CTS를 통한 통합시세 분배는 거래시장의 최선집행원칙을 수행하는 기준이 된다. 미국의 최선집행원칙은 OPR에 따라 거래시장이 최우선호가를 보유한 거래시장으로 주문을 회송하도록 규정하고 있다. 따라서 신뢰도와 안정성 면에서 공신력을 가진 CQS의 최우선매수매도호가가는 최선집행 체결 여부에 중요한 역할을 한다.

43) 오늘날에는 종이테이프 대신 주가와 거래량이 전산화되어 전산화면에 표시되지만 당시에는 1인치 두께의 종이테이프에 찍혀져 나왔다. CTS의 이름 또한 이러한 ticker tape에서 유래되었다.

한편 Nasdaq 상장증권은 UTP Plan을 통해 통합·분배된다. UTP Plan에는 UTP Quotation Data FeedSM(이하 UQDF)와 UTP Trade Data FeedSM(이하 UTDF)가 포함된다. UQDF는 NASDAQ 상장 주식의 호가 자료를 제공하는 시스템이며, UTDF는 NASDAQ 증권의 거래체결 자료를 제공하기 위한 시스템이다. UQDF와 UTDF의 정보 통합 과정은 CQS 및 CTS와 유사하다. 단, UTP Plan 하의 두 시스템의 운영은 NASDAQ이 담당하고 있다.

<그림 IV-5> 미국 공인정보시스템을 통한 정보 통합 과정



2) 유럽

유럽의 시장통합 규정인 MiFID는 미국과 같은 공인 통합시스템을 갖추도록 요구하고 있지 않으며 시장 자율에 따라 시세가 공급되도록 하였다. 자율적 시세공급은 시장참여자의 수요에 맞추어 서비스를 제공할 수 있으며 상업적 목적의 시장정보제공업자들은 경쟁을 통해서 보다 나은 양질의 서비스와 혁신적 기술을 시장에 선 보임으로써 시장 효율성에 기여할 것으로 기대되었다. 그러나 MiFID 시행 이후 새롭게 등장한 많은 거래시장들이 다양한 형태의 통일되지 않은 거래 자료를 제각기 생성해내어 실질적인 시장간 통합을 어렵게 하였다. 즉, 거래시장에서 급속한 혁신과 시장분할 가속화로 거래환경은 더 복잡해지고 시장 불투명성이 높아져 상업적 목적 하의 자율적 시세공급만으로는 시장데이터의 질적 수준을 저하시킬 수 있다는 우려가 높아졌다.

이에 유럽은 MiFID의 취약점을 보완하고 금융시스템의 안정성과 투명성을 향상시키기 위한 조항을 담은 MiFID II⁴⁴⁾ 도입을 추진 중에 있다. 그러나 MiFID II의 규정이 즉각적으로 미국이나 캐나다와 같이 공인 통합시세시스템 설립을 염두에 두고 있는 것은 아니다. 유럽의 경우 국가별로 거래시스템과 규제체제가 상이하기 때문에 단일의 통합시스템을 구축하는 것이 어려울 뿐만 아니라 구축비용과 효율성을 고려했을 때 합리적인 선택이 아닐 수 있다. 가장 높은 수준의 시장통합을 이루려면 유럽 내 모든 시장의 거래를 통합할 수 있는 시스템을 설립해야 하나 비용과 속도를 줄이려는 현대 거래시장의 치열한 경쟁상황 하에서 범유럽 시스템 구축은 큰 비용 부담을 유발할 뿐만 아니라 시세를 통합하고

44) European Commission, Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council on Markets in Financial Instruments repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (COM (2011) 656/4) (recast), (이하 "MiFID II"), Explanatory Memorandum, p. 1.

분배하는데 일부 시장의 거래 자료를 통합할 때에 비하여 더 많은 시간이 소요될 것이 분명하기 때문이다. 또한 최선집행원칙에서 일부 시장을 선택하여 주문을 회송할 수 있도록 규정하고 있기 때문에 범유럽 통합 시세시스템의 활용도는 미국시장에 비해 낮아질 것이 분명하다.

따라서 유럽의 MiFID II는 결과적으로 통합시스템을 구축하는 방안보다는 시장 자료의 질을 향상시키고, 자료의 구성방식을 통일하고, 자료접근 비용을 절감하고, 자료 통합 수준을 높일 수 있는 규정들을 도입하였다. 즉, 사실 통합시스템 공급업체가의 정보수집과 통합을 용이하게 하여 정보이용자가 보다 빠른 시간에, 저비용으로 정보에 접근할 수 있도록 하고 시장투명성을 높일 수 있는 시장환경을 조성하고자 하는 것이다.

첫째, 주식거래시장에서 기존에 주식에만 적용되었던 투명성 규정을 ETF, Global Depository Receipt(GDR)과 같은 주식 유사 상품 및 주문의향서(Indication of Interests: 이하 IOI)까지 확대하였다(Regulation, Article 3-6)⁴⁵⁾. 둘째, 거래자료 비용 절감을 위하여 사후적 거래정보는 거래 체결 15분 경과 후 무상으로 배포하며, 사전적 거래자료와 사후적 거래자료를 분리하여 판매하도록 하고, EC가 합리적인 상업적 기반에 대한 기준을 구체화하도록 하였다(Regulation, Article 11, 12). 셋째, 관할당국이 투자관련 활동을 감시하는데 유용한 기반을 마련하기 위하여 거래보고 사항을 질적으로 향상시키고자 하였다(Regulation, Article 21-23). 넷째, 유럽은 사후적 거래정보의 범유럽적 통합을 위하여 통합거래정보 제공자 조건을 명시하고 제도운영을 위한 조직요건을 마련하였다. Approved Publication Arrangement(APA), Consolidated Tape Provider(CTP), ARM과 같은 거래자료 보고 시스템 및 서비스를 제공하고자 하는 모든 시장운영업체는 ESMA의 사전 승인을 받아야 하며,

45) Regulation on markets in financial instruments and amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories(MiFID 시행령)

ESMA가 마련한 공통 포맷, 자료 표준 및 기술적 사항들을 따라야 한다.

범유럽 통합거래정보시스템의 필요성에 대해서는 모두 동조하는 바이나 비용을 누가 부담할 것인지에 대한 논란이 존재하기 때문에, 우선 구축을 위한 기반 마련의 단계로 거래시장간 거래정보를 상호 비교할 수 있도록 취합할 수 있는 방안을 제공하고자 추진하고 있다.

3) 캐나다

캐나다는 미국과 같이 공인 통합정보제공자를 통해 통합시세를 제공하고 있다. 캐나다증권감독원(Canadian Securities Administrators: 이하 CSA)은 2009년 토론토 증권거래소(Toronto Stock Exchange: 이하 TMX)의 TMX IP를 공인 통합시세제공자로 지정하여 시세정보 통합·분배 업무를 수행하도록 하였으며 실질적인 운영은 TMX Datalinx가 맡고 있다. 그러나 TMX Datalinx의 공인 통합시세제공자로서의 지위는 영구적인 것은 아니며 공인 IP로 지정된 2009년 7월 1일부터 5년 후인 2014년 6월 30일로 한정되어 있다. TMX IP의 통합시세분배 제공 기한을 5년으로 한정된 것은 관행에 따른 것으로, 5년 기한이 종료되면 재심사를 거쳐 공인 IP 업무를 연장할 수 있다.⁴⁶⁾

캐나다가 공인 통합시세 분배시스템을 도입한 우선적인 이유는 시장의 효율성을 증진시키기 위함이다. 캐나다의 경우 자본시장 규제 감독기관이 일원화되어 있지 않고 13개 주에 분산되어 있다. 즉, 캐나다의 경우 미국의 SEC나 우리나라의 금융위원회, 금융감독원과 같은 전국 단일의 공적규제기구가 존재하지 않으며, 주별 증권위원회가 운영되고 있다. CSA는 이들 13개 주별 규제감독기구의 협의체로서, 규제권한은 가지고 있지 않으며 주별 규제를 조율하고 협력하는 역할을 수행하고 있다.

46) National Instrument 21-101(Marketplace Operation)

TMX가 온타리오주에 위치하고 있기 때문에 대부분의 증권시장 관련 주요 규정이 온타리오주 증권위원회에서 결정되고 있으나 다른 주에 강제력이 있는 것은 아니다.

또한 캐나다 시장은 미국시장과 직접적인 경쟁관계에 놓여 있다. 캐나다 주식 중 특히 유동성이 높은 종목은 미국시장에도 상장되어 거래되고 있기 때문에 캐나다 자국 주식시장의 실질적인 규모는 크지 않은 편이다. 또한 캐나다 주식이 미국의 장외시장에서 거래되는 빈번해져 2012년 4월 13일 CSA와 IIROC가 발표한 다크폴 규제방안에는 캐나다에서 발생한 소규모 거래는 미국의 다크폴 시장에서 거래될 수 없도록 강제하는 직접적인 제한 규정을 마련하기도 하였다. 막대한 초기 설립비용을 투입해야하는 통합정보 시스템의 특성상 규모가 작은 시장의 경우, 자율적으로 통합분배 서비스가 이루어지도록 할 시 충분한 통합이 이루어지기 어렵다. 따라서 시장의 통합도를 높이고 시장 전반으로 보았을 때 중복되는 투자비용을 절감할 목적으로 공인 IP를 도입하게 되었다. 캐나다의 경우 13개주가 개별 증권관련법규를 도입하고 있기 때문에, 외국인들의 캐나다 주식 투자 시 어려움이 존재한다. 공인된 통합시세를 통하여 신뢰도 높은 정보를 제공하여 국내 투자자뿐만 아니라 외국 투자자들의 접근을 용이하게 하였다.

캐나다 내에는 2013년 현재 다크폴을 포함하여 12개의 marketplace가 존재한다. 모든 marketplace는 TMX Datalinx는 공인 정보제공자이기 때문에 MTX Datalinx에 의무적으로 거래관련 자료를 제공해야 하며 다크폴 또한 사후거래 자료를 실시간으로 제공해야 한다.

TMX IP는 각 marketplace로부터 받은 정보를 가공하여 분배하는데, Consolidated Data Feed(이하 CDF), Consolidated Best Bid and Offer(이하 CBBO), Consolidated Last Sale(이하 CLS), Consolidated Depth of Book(이하 CDB)의 네 가지 상품을 제공하고 있다. CDF는 각

marketplace의 사전적 호가 정보와 사후적 체결 정보를 포함한 상품으로, TMX IP는 marketplce 별로 상이한 데이터 포맷을 표준화한 뒤 정보 이용자에게 전송한다.⁴⁷⁾ CDF의 사전적 정보에는 TMX, Alpha, Omega, Chi-X, Oure 등 lit marketplace의 전체 호가가 포함되기 때문에 full depth of book protection을 요구하고 있는 캐나다의 최선집행원칙 수행에 활용할 수 있다. CBBO는 미국시장의 최우선호가 정보를 제공하는 미국의 CQS나 UQDF와 마찬가지로 캐나다 시장의 최우선 호가와 주문량을 실시간으로 전송한다. CLS는 다크풀을 포함한 전체시장의 체결정보, 즉 거래가 체결된 marketplace, 체결시간, 거래량, 체결가격, 종목명 등을 실시간으로 제공한다. 또한 CDB는 lit marketplace의 각 시장의 주문량이 어느 정도인지를 파악하기 위한 것으로 시장별로 가격대별 총 주문량을 보여준다.

그런데 TMX IP의 상품은 데이터 사용에 따른 라이선스 비용은 포함되지 않으며 분배서비스 제공과 관련된 가공비용만을 징수한다. TMX IP를 통해 시세를 제공받고자 하는 정보이용자는 각 marketplace와 데이터 라이선스 관련 계약을 체결하고 개별적으로 Marketplace Access Fee를 지불한다.⁴⁸⁾ 따라서 TMX IP가 징수하는 비용은 상품별로 월 300달러에서 500달러 수준으로 낮은 편이다.

이러한 pass-through 방식은 미국의 공인 통합시세시스템 운영 방식과 차이를 보인다. 미국의 통합시세는 정보이용 라이선스 비용과 정보 가공비용이 분리되어 있지 않고 통합되어있다. 즉, 통합시세시스템에 포함되고자 하는 거래시장 및 SRO는 회원으로 등록하고 통합시세 판매수익에서 정보가공 및 운영에 사용된 비용을 제외한 나머지 수익을 회원들에게 분배하는 방식이다. 거래시장에 지급될 수익은 각 거래장장이 시

47) TMX Group(2009)

48) 실질적으로는 TMX IP가 라이선스비를 각 marketplace에 전달(pass-through)해주는 방식으로 운영된다.

장에 기여한 정도에 따라 결정된다. 한편 캐나다의 TMX IP는 매월 C\$300~C\$750 정도 정액의 서비스 수수료만을 수취할 뿐, 정보이용에 관련된 수익은 각 거래시장으로 전달(pass-through)되기 때문에 이러한 수익분배 기준 마련이 불필요하다.

<표 IV-3> TMX IP 제공정보

	해당정보	해당시장	월 이용료
CDF	총호가정보	lit pool	C\$500
	체결정보	전체 시장	
CBBO	최우선호가 정보	전체 시장	C\$300
CLS	체결정보	전체 시장	C\$300
CDB	호가별 총 주문량 정보	lit pool	C\$750

4) 일본

일본은 유럽과 마찬가지로 공인 통합시스템이 존재하지 않는다. 일본에 공인 통합시세시스템이 존재하지 않는 이유는 우선 실질적인 필요성이 낮기 때문인 것으로 보인다. 2013년 현재 일본 내 대체거래소는 SBI Japannext와 Chi-X Japan 뿐이며 이들이 차지하는 시장점유율도 5~6%에 불과하다. 전체 거래대금의 95%가 도쿄증권거래소에 집중되어 있는 것이다. 통합시세 구축과 운용에 큰 비용이 발생한다는 점을 고려해보았을 때 실질적인 구축 필요성이 낮다고 할 수 있다.

단, JSDA가 운영하고 있는 공표시스템이 있는데, 이는 실시간 거래를 위한 것이라기보다는 PTS가 시장에 정보를 제공할 수단을 마련해주는 목적에 의해 도입되었다. PTS 도입 초기, PTS는 개별적으로 가격 등을 공표해야 하는 부담이 존재하여, PTS를 활성화하고 거래시스템의 효율성을 높이기 위하여 일본 FSA는 상장 종목 매매에 관한 전반의 관리 및 규제를 맡고 있는 일본증권업협회에 시세 제공을 요구하였다. 일본증권협회는 협회 자체 통합 시스템인 “PTS 가격 등 공표시스템”(이하 PTS 시스템)을 구축하였다. 거래체결 이후 거래정보 보고 및 공개 의무와 관련된 번거로움을 피하기 위하여 업계와 금융기관의 요청에 의해 구축된 시스템이라 볼 수 있다.⁴⁹⁾

일본증권협회는 “상장 주권 등의 거래소 금융상품 시장 외에서 판매 등에 관한 규칙”을 통해 매매에 관한 보고 및 공표 방법을 규정하고 있다(제4장 보고 및 공표)⁵⁰⁾. PTS는 PTS 시스템을 통해 거래를 할 경우 매매 신청 이후 5분 이내에 매매종목명, 매수/매도 구분, 호가, 수량 등 거래 사전적 정보를 PTS 시스템에 제출해야 한다(제10조). 또한 매매체결 이후의 매매관련 사후적 정보는 매매체결 이후 5분 이내에 PTS 시스템을 통해 보고해야 한다(제11조)⁵¹⁾. 협회는 회원으로부터 받은 호가정보 및 매매정보를 다른 회원들에게 즉시 통지하고 PTS 시스템을 통해 공표한다(제14조).

PTS 시스템은 협회가 인가한 회원에 한해 이용가능하며, PTS 시스템은 인가 회원이 지불한 시스템 부담금으로 운영되고 있다. PTS 시스템

49) JSDA, PTS Transactions of Shares Listed on Financial Instruments Exchanges

50) 上場株券等の取引所金融商品市場外での賣買等に關する規則 (平10.11.18)

51) 종목명, 거래가격, 거래량, 거래 성립일, 매수/매도 구분, 자기매매/위탁매매 구분, 거래상대방, 해당 매매의 비교 기준이 될 다른 거래소 호가정보(거래소 정보 및 가격), 거래상대방 및 기타 협회 요청 사항 등을 보고한다.

을 통한 정보제공이 의무화되어있지 않기 때문에 PTS는 PTS 시스템 이외에 직접적으로 자료를 공급하거나 상업적 데이터 공급업체를 통하여 자료를 제공할 수 있다. 일본시장의 주요 PTS 중 하나인 SBI Japannex⁵²⁾는 일본증권업협회 PTS 시스템을 활용하는 방법 이외에 직접 제공하거나 Thomson Reuters, Bloomberg 등 사설 데이터 공급 업체를 통해 정보를 제공하고 있다.

3. 다크풀 규제 도입

IOSCO(2011)는 각국의 규제기관에 다크풀과 관련한 다음과 같은 원칙들을 제안한다. (1) 체결과 호가에 관한 정보는 일반적으로 모든 시장 참여자들에게 투명하게 공개되어야 한다. (2) 규제기관은 다크주문(dark order)보다 일반 주문을 권장해야 하며 동일한 거래플랫폼에 주문가격이 동일하게 제출된 경우 일반 주문이 다크주문보다 우선권을 가지게 해야 한다. (3) 규제기관은 다크주문과 다크체결(dark trade)에 관한 정보를 얻을 수 있어야 한다. (4) 시장참가자들은 자신들의 주문이 주어진 거래시스템에 의해 처리되는 방식에 대한 이해를 도울 수 있는 충분한 정보를 갖추고 있어야 한다. (5) 규제기관은 다크유동성(dark liquidity)이 가격형성과정(price formation process)의 효율성에 악영향을 주는 것을 막기 위해 다크유동성의 변화양상에 주목해야 하며 필요에 따라서는 적절한 조치를 취해야한다. 시장구조의 변화속도와 비교해 아직까지는 미비한 수준이지만 각 나라별로 다양한 방식으로 위에 명시된 IOSCO(2011)의 원칙들과 일반적으로 부합하는 다크풀에 대한 규제가 이루어지고 있다.

다크풀에 대한 우려의 목소리가 높아지면서 각국의 규제기관들은 최근 몇 년 동안 다크풀 규제에 관한 심도있는 논의를 해오고 있다. 주요

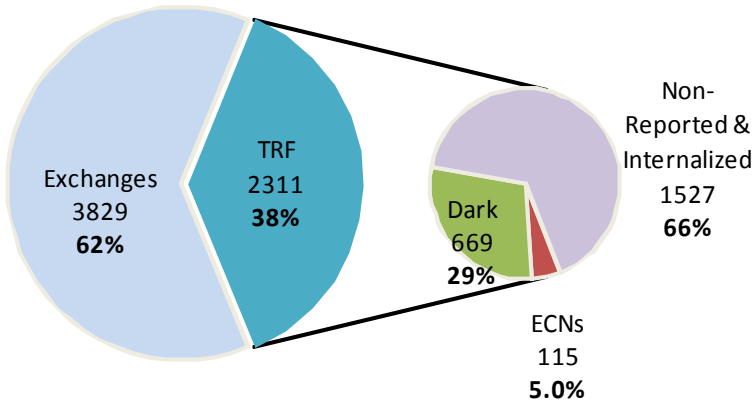
52) SBI Japannext, Trading Rules

국 중 캐나다는 2012년 10월 다크풀에 대한 규율의 변화가 포함된 UMIR를 시행하기 시작했고 호주는 새로 개정된 MIR을 2013년 말부터 단계적으로 시행할 예정이다. 유럽은 2007년 시행된 MiFID의 개정안을 2011년 발의하고 개정안이 통과되길 기다리고 있는 중이다. 반면 다크풀이 가장 발달한 미국에서는 아직까지 다크풀에 대한 규제적 변화 없이 그에 대한 논의만 계속되고 있다는 점이 주목할 만하다.

가. 미국

1986년을 기점으로 미국 주식시장에 Instinet, ITG 등의 다크풀이 등장했지만 당시의 Security Exchange Act of 1934는 다크풀과 같은 형태의 시장구조에 매매시스템에 대한 특별한 규제를 하지 않아 Regulation ATS가 시행되기 시작한 1998년까지 별다른 규제 없이 자유롭게 운영되었다. 특히 글로벌 투자은행의 참여가 두드러졌는데 SIGMA X, LX, Super X, UBS ATS 등을 예로 들 수 있다. 1980년대에 다크풀이 등장하고 또한 일정 수준 이상의 성공을 거둔 배경에는 뮤추얼펀드(mutual fund)와 같은 기관투자자들이 급증하기 시작했음을 지적할 수 있다. 기관투자자들에게는 그들의 규모와 주로 사용하는 투자전략의 특성상 대량매매에 대한 필요성이 높다. 그에 따라 대량매매를 보다 효율적으로 할 수 있는 다크풀에 대한 수요도 증가한 것으로 보인다.

<그림 IV-6> 다크풀 거래량과 시장점유율



자료: TABB Group(2013년 9월)

다크풀은 Regulation ATS의 규제를 받는 ATS 또는 브로커딜러 (broker-dealer)로 구분된다. ATS 또한 거래소가 아니기 때문에 FINRA에 브로커딜러로 등록되어 그에 따른 규제를 받아야 한다. ATS가 아닌 브로커딜러는 OTC시장조성자(OTC market maker)라 불리며 주문의 내부화(internalization)를 주 업무로 한다. 내부화는 양자간(bilateral) 매매 체결에서 자기계좌를 통해 거래상대방이 되는 것을 의미한다. ATS와 OTC시장조성자 모두 그들이 운영하는 크로싱시스템이나 내부화풀(internalization pool)의 사용자들에게 호가정보를 공개하지 않아도 되고 시스템사용자를 선택적으로 제한할 수 있기 때문에 다크풀로서의 운영이 가능하다. 하지만 개별주식 거래량의 5%이상을 처리하게 되는 경우 ATS는 정규거래소가 따르는 규정을 준수해야 한다.

나. 유럽

유럽의 다크풀은 1980년대 후반부터 Instinet, ITG, Liquidnet의 등장으로 시작되었다. 또한 정규거래소가 설립한 다크풀도 등장했다. NYSE Euronext와 다수의 투자은행이 2009년 공동으로 Smartpool을 예로 들 수 있다. Tabb Group에 따르면 2012년 2월 말 38개의 다크풀 플랫폼이 운영 중이며 다크풀에서 총 주식거래량의 약 8%가 이루어진다. 유럽에서는 2007년 11월 MiFID의 시행에 따라 대대적인 금융시장 규제환경의 변화가 일어났는데 다크풀도 직간접적으로 상당한 영향을 받았다.

MiFID는 거래플랫폼의 종류를 RM, MTF, SI로 구분한다. RM은 비재량 규칙(non-discretionary rule)에 따라 시장운영자(market operator)에 의해 운영되는 다자간(multilateral) 거래플랫폼을 의미한다. MTF는 시장운영자 뿐만 아니라 투자회사(investment firm)에 의해 운영될 수 있다는 점에서 RM과 차이점을 갖는다. RM과 MTF에서는 일반적으로 거래전 투명성을 바탕으로 가격시간우선순위(price-time priority)의 원칙에 따라 매매체결이 이루어진다. SI는 자기계좌를 이용해 주문을 내부화(internalization)하여 양자간(bilateral) 체결서비스를 제공하는 투자회사로 정의된다. 내부화는 모든 거래의 거래상대방이 되는 것을 의미하는데 SI는 내부화를 조직적(organized), 체계적(systematic)이며 빈번하게(frequent) 이행한다고 정의한다. 마지막으로 구체적으로 정의된 RM, MTF, SI에 속하지 않는 거래플랫폼은 OTC로 분류되어 MiFID의 규제를 받지 않는다.

MiFID에 따르면 RM과 MTF는 호가정보(가격과 수량)를 공개함으로써 거래전 투명성을 보장해야한다. 호가정보는 장중 적정한 조건하에 지속적으로 제공되는 것이 원칙이지만 LIS(large in scale)인 주문, 준거가격시스템(reference price system), 협상매매(negotiated transaction)를 공식화한 시스템, 또는 주문관리시설(order management facility)에 대해서는 면제가 가능하다. LIS는 주문량이 MiFID에서 지정하는 최소주문량

이상임을 의미한다. 준거가격시스템 하에서는 미리 주어진 일중가중평균 가격 또는 종가와 같은 참조가격에 모든 체결이 이루어진다. 협상매매는 거래자들 간의 협상과정을 거쳐 비공개적으로 이루어지는 매매를 의미한다. 주문관리시설에서는 주로 주문정보의 일부만이 공개되는 빙산주문이 처리된다.

위의 조건을 충족시키는 한에서 RM 와 MTF 다크풀을 운영할 수 있다. RM이 설립한 다크풀로는 SLS(SIX Swiss/Liquidnet), Xetra MidPoint, Nordic@Mid 등이 있다. Goldman Sachs Sigma X, Chi-X Chi-Delta, UBS MTF, ITG POSIT, BATS Dark, Turquoise Dark, Liquidnet Negotiation, Nomura NX, Euronext Smartpool, Instinet BlockMatch, ICAP BlockCross 등의 다크풀은 MTF로 구분된다. 이와 달리 SI는 SMS(standard market size)을 초과하는 주문에 한해서 다크풀의 기능을 할 수 있다. 다크풀을 운영하는 SI로는 CS Crossfinder, CitiGroup Global Markets 등이 있다. OTC의 경우 MiFID의 규제를 받지 않기 때문에 다크풀 운영에 있어 특정한 기준을 충족시킬 필요가 없다. JP Morgan, UBS, Credit Suisse 등 다수의 글로벌 투자은행이 유럽에서 OTC다크풀을 운영 중이다.

다. 캐나다

캐나다에서 2000년대 중반부터 독립된 다크풀인 BlockBook, Liquidnet, Match Now 등이 설립되면서 다크풀이 등장했지만 미국이나 유럽에 비해 큰 성장을 이루진 못하고 있다. IIROC에 따르면 2011년 다크풀의 시장점유율이 3%를 밑도는 것으로 보고된다. 2012년 10월 UMIR이 개정되기 전까지 다크풀은 ATS Rules라 불리는 규율에 따라 운영되었다. <표 IV-4>는 현재 캐나다에서 운영되고 있는 다크풀시스템을 나타낸다.

<표 IV-4> 캐나다 다크플시스템

시스템명	사용자 요구조건
Alpha Exchange Inc. (Alpha) - IntraSpread	Alpha의 회원사인 공인투자딜러
Instinet Canada Cross Ltd. (ICX)	캐나다에서 공인된 딜러
Liquidnet Canada	기관투자가, 시장참여자
MATCH Now	캐나다에서 공인된 딜러

자료: IIROC

최근 개정된 UMIR의 주요내용은 다음과 같다. 첫째, 동일한 거래플랫폼에서 릿주문에 다크주문보다 높은 우선순위가 주어져야 한다. 다크주문(dark order)은 (1) 통합시스템을 통해 정보를 공개하는 거래플랫폼에서 어떠한 정보도 공개되지 않는 주문, (2) 통합시스템에서 일정부분 정보의 공개가 이루어지지만 공개된 주문가격 외의 가격으로 체결이 이루어지는 주문을 의미한다. 이에 따르면 주문량의 일부만이 정보공개가 되는 빙산주문(iceberg order)의 숨겨진 부분은 다크주문으로 볼 수 없다. 또한 최우선호가 이외의 가격에서 거래되어 특별주문(specialty order)으로 불리는 (1) 의도적크로스(intentional cross), (2) 단일 혹은 다수의 거래플랫폼에서 주문 즉시 체결되는 시장가주문, (3) 단일 혹은 다수의 거래플랫폼에서 주문 즉시 체결되는 지정가주문, (4) 베이스주문(basis order), (5) 분당 1회 이하의 횟수로 이루어지는 단일가시장주문(call market order)간의 체결을 위한 단일가시장주문, (6) 종가주문(closing price order), (7) 종가체결주문(market-on-close order), (8) 개시주문(opening order), (9) 가중평균가주문(volume weighted average order)은 다크주문으로 간주되지 않는다.

둘째, 다크주문과의 거래 시 주문량이 50표준거래단위(standard trading unit)를 넘거나 주문대금이 100,000달러를 초과하지 않는 경우 매매체결이 개선가격(better price)에 이루어져야 한다. 그렇지 않은 경우 시장가격(최우선매수호가 혹은 최우선매수호가)에서 체결이 가능하다. 단 참가자(participant)나 접근자(access person)가 특별주문(speciality order)이라 불리는 (1) 베이스스주문, (2) 단일가시장주문, (3) 종가주문, (4) 종가체결주문, (5) 개시주문, (6) 가중평균가주문을 제출한 경우는 이 규정이 적용되지 않는다. 빙산주문 또한 다크주문으로 분류되지 않기 때문에 가격개선을 할 필요가 없다. UMIR이 개정되기 이전에는 개선가격이 매수하는 경우 최우선매도호가보다 낮은 가격 그리고 매도하는 경우 최우선매수호가보다 높은 가격으로 정의 되었다. 개정된 규정은 다음과 같은 경우에 매매가 개선가격에 이루어졌음을 인정한다. (1) 호가스프레드가 최소호가단위 이상인 경우 가격개선의 크기가 최소호가단위 이상, (2) 그렇지 않은 경우 가격개선의 크기가 최소호가단위의 절반 이상.

셋째, 개정된 UMIR은 IIROC에게 다크주문의 최소주문량을 정할 수 있는 권한을 부여하였다. 하지만 빙산주문에 한해서는 최소 1표준거래단위 이상이 공개되어야 한다는 예외조항이 포함되었다. 아직까지는 IIROC가 최소주문량을 결정하지 않았지만 다음과 같은 경우에 고객의 주문은 분명한 요구사항 또는 고객의 동의에 따라 거래플랫폼에 다크주문으로 제출되어야 한다. (1) 주문량이 50표준거래단위 이하이고 개선가격에 즉시 체결되지 않는 주문의 제출, 또는 (2) UMIR Rule 6.3의 예외조항에 해당하거나 또한 주문량이 50표준거래단위 이하인 다크주문은 다음과 같은 계좌 또는 투자주체를 위해 거래플랫폼에 제출될 수 있다. (1) 자기매매계좌, (2) 비고객계좌(non-client account), (3) 접근자, (4) 규모가 더 큰 (주문량이 50표준거래단위를 초과하는)주문의 일부인 다크주문을 제출하는 고객계좌(client account).

라. 호주

호주 주식시장에서 초기 다크풀과 관련한 가장 대표적인 규율은 2009년 11월에 폐지된 10초원칙(10-second priority crossing rule)이었다. 10초원칙에 따라 Liquidnet이나 ITG의 Posit 등에서 장외거래가 체결되기 위해서는 먼저 10초 동안 ASX의 호가장에서 10초 동안의 거래에 대한 정보공개가 선행되어야 했다. 이는 장외거래의 장점을 상당부분 상쇄시키는 결과를 가져왔고 ASX가 직접 운영하는 장외시장 이외의 거래플랫폼이 성장하는데 큰 걸림돌로 작용했다. 10초원칙이 폐지된 다음해인 2010년에 총 6개의 다크풀 거래시스템이 등장했음은 시사하는 바가 크다.

현재 다크풀의 전형으로 여겨지는 크로싱시스템이 UBS Investment Bank Crossing System 1을 필두로 2005년에 등장했지만 다크풀에 관한 구체적 규율체계는 크로싱시스템을 중심으로 2013년 8월이 되어서야 개정된 MIR를 통해 구축되었다. 크로싱시스템은 (1) 시장참여자(market participants), (2) 시장참여자의 고객, (3) 또는 서비스에 접근권한을 가진 그 외의 주체에 의해 정규거래소(licensed exchange)의 호가장 대신 선택되어 그들의 주문으로 매매를 체결시키는 자동화된 서비스로 정의되는데 운영자는 시장참여자다. <표 IV-5>는 ASIC에 등록된 크로싱시스템의 현황을 나타낸다.

<표 IV-5> ASIC등록 크로싱시스템

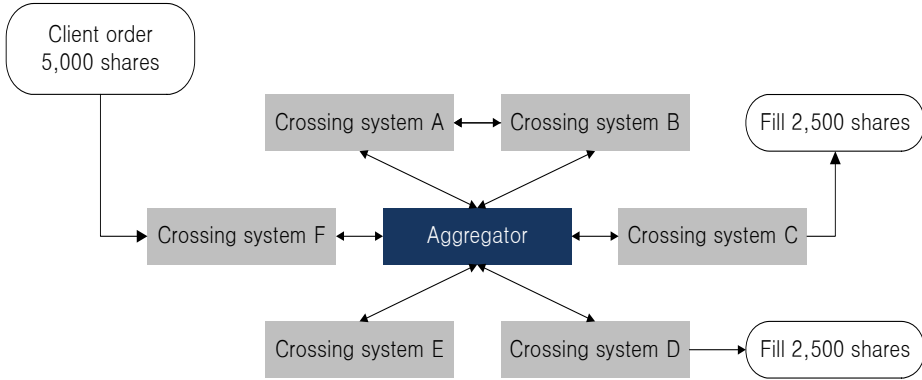
시스템명	식별코드	설정 연월
Citigroup Global Markets Australia		
- Crossing System 2	2032	2013.09
- Crossing System 1	2031	2006.02
CLSA Pty Ltd	2311	2012.10
Commonwealth Securities Limited		
- Crossing System 3	1403	2012.11
- Crossing System 2	1402	2011.05
- Crossing System 1	1401	2011.05
Credit Suisse Equities (Australia) Limited		
- Crossing System 2	1102	2009.05
- Crossing System 1	1101	2006.04
Deutsche Securities Australia Limited		
- Crossing System 2	2102	2011.06
- Crossing System 1		2010.06 (2013.05 운영중단)
E*TRADE		2013.02 (2013.05 운영중단)
Goldman Sachs & Partners Australia Pty Ltd	3611	2010.01
Instinet Australia Pty Limited	2171	2011.04
ITG Australia Limited	3451	2010.05
J.P. Morgan Securities Limited	2971	2011.08
Liquidnet Australia Pty Ltd	9991	2008.02
Macquarie Securities (Australia) Limited	1571	2010.09
Merrill Lynch Equities (Australia) Limited	3661	2010.08
Morgan Stanley Australia Securities Limited	2991	2010.05
State One Stockbroking Ltd	6781	2012.11
UBS Investment Bank		
- Crossing System 2	1502	2012.08
- Crossing System 1	1501	2005.08

자료: ASIC

크로싱시스템은 MIR의 거래전투명성(pre-trade transparency)에 관한 예외조항을 만족시키는 방법으로 다크풀로서 운영이 가능하다. 거래전투명성은 체결전 시장참여자에게 주어지는 매수·매도 호가에 관한 정보로 정의되며 시장참여자는 거래전투명성이 보장되지 않는 한 매매에 참여할 수 없다. 반면 주문의 목적이 (1) 대량거래(block trades), (2) 대규모 포트폴리오 거래(large portfolio trades), (3) 가격개선(price improvement)을 동반한 거래, (4) 장 종료 후 허가된 거래, (5) 장 개시 전 허가된 거래, (6) 시간외거래(out-of-hours trades)인 경우에 한해서 거래전투명성에 대한 요구사항을 충족시키지 않아도 된다.

일반적으로 각각의 크로싱시스템은 운영자의 독점적 기술력을 바탕으로 거래시스템을 구축하거나 외부업체의 도움을 받아 설립되어 특정 고객층을 위한 맞춤형 서비스를 공급한다. 최근 들어 크로싱시스템업계에 다양한 시도들이 이루어지고 있는데 대표적으로 다수의 크로싱시스템으로 이루어진 네트워크형식의 서비스제공을 들 수 있다. ITG와 Instinet같은 크로싱시스템은 다수의 다른 크로싱시스템을 연결시켜주는 통합자(agggregator)의 역할을 한다. 또한 통합자와는 별개로 다수의 크로싱시스템들이 직접적으로 연결되어 또 다른 네트워크시스템을 이루는 것도 가능하다. 이는 장외에서 동일한 크로싱시스템 서비스를 이용하지 않는 투자자들 간의 거래가 가능해졌음을 의미한다.

<그림 IV-7> 크로싱시스템 간 연결구조의 예



자료: ASIC

최근 개정된 MIR의 다크풀에 대한 주요내용은 다음과 같다. 첫째, 크로싱시스템운영자(crossing system operator)는 누구나 접근 가능한 웹 사이트를 통해 시스템에 관한 정보를 공급해야 할 의무가 있다. MIR Rule 4A.3.1이 요구하는 공시정보는 크로싱시스템운영자의 홈페이지에서 비용 지불없이 접근이 가능해야 한다. 또한 크로싱시스템운영자는 고객에게 따로 시스템운영에 관한 절차와 과정을 이해할 수 있도록 정보를 공급해야 할 의무가 있다. 크로싱시스템운영자는 고객으로부터 처음으로 주문을 접수하기 전에 다음과 같은 의무를 이행해야 한다. (1) 홈페이지를 통해 공시된 정보 또는 홈페이지의 주소를 고객에게 알려야 하며 변동사항이 있을 때마다 고객에게 그 사실을 알려야 한다. (2) MIR Rule 4A.3.2(2)가 요구하는 (공시될 필요 없는)정보를 고객에게 제공해야 한다.

둘째, 형평을 도모하는 것을 목적으로 크로싱시스템운영자에게 다음과 같은 의무가 주어진다. (1) 크로싱시스템은 모든 시스템사용자들의 요구사항을 고려하여 설계된 공통의 절차를 통해 운영되어야 하며, 일부의 시스템사용자들에게 특별히 유리한 절차는 용납되지 않는다. 또한 시스템운영자의 자기매매 주문도 고객의 주문과 동일한 규칙에 따라 동등

하게 처리되어야한다. (2) 시스템사용자가 특정 크로스시스템에 주문이 제출되는 것을 원하지 않을 경우 어떠한 운영상(operational)의 혹은 관리상(administrative)의 요구사항이 부과되지 말아야 한다. (3) 주문이 중간호가(bid-ask midpoint)에 거래되는 경우를 제외하고 모든 거래플랫폼에 동일한 최소호가단위(tick size)가 적용되어야 한다. <표 IV-6>은 모든 거래플랫폼에 적용되는 주식가격별 최소호가단위를 나타낸다.

<표 IV-6> 주식상품 최소호가단위

가격	최소호가단위
2달러이상	0.01달러
0.01달러이상, 2달러미만	0.005달러
0.10달러미만	0.001달러

자료: ASIC

V. 국내 증권시장 제도 및 규제체계에 대한 시사점

V. 국내 증권시장 제도 및 규제체계에 대한 시사점

2013년 8월 드디어 개정된 자본시장법이 시행되었다. 개정된 자본시장법의 시장 인프라 개혁에 대한 핵심사항이라 할 수 있는 다자간매매체결회사 설립 허용과 거래소 허가제는 국내 시장의 분할을 위한 법적 기반이 되었다. 오랜 기간 독점적 지위를 유지해왔던 기존 한국거래소 중심의 시장환경에 경쟁체제를 도입함으로써 국내 거래시장이 급변하는 금융산업의 흐름에 맞추어 진일보하는 계기가 될 것으로 기대를 모으고 있다.

1. 자본시장법 다자간매매체결회사 규정

자본시장법의 정의에 따르면 국내의 대체거래소인 다자간매매체결회사는 전자정보처리장치 등을 이용하여 다수의 투자자간에 매매체결 업무를 수행해 주는 투자매매업자 또는 투자중개업자로 정의된다⁵³⁾. 자본시장법은 이러한 정의 하에 다자간매매체결회사의 설립과 운영에 관한 기본적인 규정들을 마련하였다.⁵⁴⁾

우선 자본시장법은 다자간매매체결회사 설립 시 충족해야 할 인가 및 등록요건을 마련하였다. 다자간매매체결업무 수행을 위해서는 금융위원회로부터 관련업무에 대한 금융투자업 인가를 받으면 된다(자본시장법 제12조). 또한 다자간매매체결회사에 최저자기자본 요건을 마련하였는데, 설립을 위해서는 200억의 최저자기자본요건(자기매매 포함시 500억원)을 충족해야 한다(시행령 제15조제1항, 시행령 제16조제3항, 별표1). 그리고 집합투자기구가 소유하거나 외국 ATS와 제휴하는 등 일부 예외적인 경우

53) 자본시장법과 금융투자업에 관한 법률, 제8조의2 제5항

54) 강소현(2013)

를 제외하고는 다자간매매체결회사에 대한 주식소유를 발행주식 총 수의 15%를 초과할 수 없도록 제한하여 소유권이 분산되도록 하였다(자본시장법 제78조제5항). 자본시장법의 개정을 통해 거래시장의 다양화를 추구하는 한편, 진입요건을 통해 무분별한 대체시장 설립으로 시장의 질이 도리어 낮아지는 결과를 초래하지 않도록 보호하고자 하는 것으로 보인다.

자본시장법은 다자간매매체결회사에 대한 업무기준 또한 제시하고 있다. 다자간매매체결회사의 매매거래정지나 가격변동제한폭 등과 같은 시장안정화 조치나 시장감시는 거래소와 동일한 수준의 규제를 받도록 한다. 또한 다자간매매체결회사의 거래 청산과 다자간매매체결회사에 대한 시장감시업무는 거래소가 담당하도록 하였다. 하지만 매매수량단위, 최소 호가단위, 거래시간, 익명대량매매체결 등 자율성과 탄력성을 부여 받아 기존 거래소와 차별화된 서비스를 운영할 수 있게 하였다.

자본시장법 개정 전에는 ‘거래소 유사시설 개설금지’ 규정이 존재하여 거래시장에서 한국거래소가 유일한 거래시설이었다. 그런데 개정법에서는 ‘거래소 유사시설 개설금지’ 규정을 폐지하고 ‘거래소 허가제’를 도입하여 허가 하에 거래시장을 개설하여 매매관련 업무를 수행하는 것이 가능해졌다. 이러한 거래소 허가제를 기반으로 다자간매매체결회사는 거래소로 전환할 수 있게 되었다.

또한 다자간매매체결회사의 거래방식 중 경쟁매매 방법을 통한 거래가 일정기준을 넘을 경우 정규거래소로 전환하도록 의무화하였다. 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. 이는 매매체결시장에서 대체투자시스템의 규모를 제한하는 효과를 가진다.

다자간매매체결회사의 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 주요 원인으로 지적되고 있기도 하다.

자본시장법은 금융투자업자에게 최선집행의무를 부과하는 법적 근거를 마련함으로써 동일상품에 대해서는 어느 시장에서 거래하든지 투자자에게 가장 유리한 가격으로 거래가 체결될 수 있는 기반 마련하였다. 과거 시장매매의무 또는 시장집중의무를 통해 '증권시장 또는 파생상품 시장에서의 매매의 위탁을 받은 투자중개업자는 거래를 반드시 증권시장 또는 파생상품시장을 통해 실시'하도록 강제되었다(구자본시장법 제 68조). 그러나 최선집행의무를 도입하여 투자중개업자가 거래를 체결시킬 거래시장을 선택할 수 있도록 하였다. 단, 금융투자상품의 매매에 관한 투자자의 청약 또는 주문을 처리하기 위하여 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 최선집행기준을 마련하고 이를 공표하도록 하였다(자본시장법 제68조제1항).

자본시장법에서 정의하고 있는 최선집행기준은 금융투자업자에게 집행 의무를 부과한다는 점을 명시할 뿐, 무엇이 최선인가에 대한 구체적인 기준을 제시하고 있지 않다(시행령 제66조의2제2항). 개정된 자본시장법 시행령에 따르면 금융투자상품의 가격, 투자자의 비용, 주문규모, 매매체결 가능성 등을 고려하여 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 방법 및 이유만을 명시하면 된다. 단, 투자자가 청약 또는 주문 처리에 관하여 별도의 지시를 하였을 때는 그에 따르도록 하였다. 이는 유럽이나 일본과 같이 금융투자업자가 자율적인 기준을 선택할 수 있도록 한 것이다.

2. 국내 거래시장 발전 방안과 시사점

이와 같이, 다자간매매체결회사의 업무에 자율성을 부여함으로써 정규거래소와는 차별화된 서비스를 제공하는 거래시장이 도입되길 기대할 수 있다. 즉, 세분화된 호가단위, 빠른 체결속도, 유동성 공급/소비 여부에 따른 차별화된 수수료 제도, 시간외 대형매매 등 시장의 다양한 수요에 맞춘 서비스가 공급될 것이다. 그러나 경쟁매매 방식을 통한 다자간매매는 5%라는 규모 제한이 있기 때문에 미국이나 유럽과 같은 대체거래시스템의 급속한 성장을 기대하기는 어려울 것으로 보인다. 다자간매매체결회사는 거래소로의 전환에 따른 부담을 피하기 위하여 자본시장법에서 요구한 규모한도 내에서 제한적인 성장을 택할 가능성이 높기 때문이다. 그러나 비공개거래시장은 공개시장과 달리 성장에 실질적인 제한이 없기 때문에 도리어 경쟁매매에 비해 성장 가능성이 높을 것으로 보인다.

또한 국내 매매시장에서는 미국이나 유럽과 같은 고도의 시장분할이 일어날 것으로 판단되지 않는다. 미국은 OPR이나 정보에 대한 비차별적 AR과 같은 법제적 수단을 통해 시장의 가상적 통합정도를 높이고자 하였다. 특히 OPR은 거래시장간 의무적으로 주문을 회송하도록 하고 있어 대체거래소는 정규거래소에 비하여 더 나은 호가가 제시되기만 하면 주문이 전송되기 때문에 대체거래소 성장에 더 유리한 환경이라고 볼 수 있다. 그러나 국내 최선집행원칙은 OPR과 같은 강제 규정 없이 주문회송 기준이나 회송 대상 거래시장을 증권사가 자율적으로 선택할 수 있도록 규정하고 있다. 때문에 증권사가 대체거래소를 회송 대상 거래시장 목록에 포함시키지 않는 한 대체거래소가 더 나은 호가와 거래조건을 제시한다고 하더라도 대체거래소를 통해 주문이 체결되지 않을 수 있다.

유럽은 미국과 달리 OPR이나 중앙 집중적 공인 호가 및 거래자료 통합시스템 없이도 거래시장 간의 치열한 경쟁을 통해 자연스럽게 시장 분할과 가상적 통합을 이루었다. 그러나 국내 시장에서 이러한 경쟁을 통한 시장통합이 달성될 것이라 기대하기도 어려워 보인다. 현재 국내외 업체는 다자간매매체결회사 설립을 준비하고 있으나 거래수수료를 통해 수익을 보전할 수 있을 지에 대한 우려를 표하고 있다. 경쟁매매방식 ATS의 경우 시장점유율이 일정수준 이상일 경우 정규거래소로 강제 전환해야 하는 조항이나 주주분산요건, 기본 자본금 요건 등도 ATS 설립에 부담으로 작용하고 있는 것이다. 따라서 유럽과 같이 다수의 대체거래시스템이 무한경쟁을 통해 성장하고 정규거래소로의 전환을 통해 새로운 거래소로 발전해 나갈 것으로 기대하기에는 현실적인 제약이 있다. 더욱이 유럽과 유사한 형태의 최선집행원칙과 거래자료 통합 시스템도 도입하고 있음에도 불구하고 일본은 전혀 다른 시장구조를 보이고 있는 선례를 보아도 국내 거래시장은 유럽보다는 일본과 같은 낮은 정도의 시장분할이 발생할 것이라 예상된다. 따라서 이렇게 경쟁이 제한적인 상황에서는 시장의 실질적 통합이 담보되기 어렵기 때문에 오히려 시장의 질이 저하될 가능성이 존재한다.

현재는 개정된 자본시장법을 통해 시장에 경쟁을 도입할 기반을 마련한 상태이다. 향후, 국내 거래시장의 발전을 위하여 시장을 효율적으로 통합하여 시장의 질을 높일 수 있는 방안들에 대한 고민이 필요하다. 우선, 최선집행원칙의 책임을 명확히 하고 체결결과에 대해 평가할 수 있는 기반이 마련되어야 한다. 즉, 정규거래소와 대체거래소를 적절히 고려하여 최선집행이 이루어졌는지 평가하기 위해서는 합리적 비용으로 거래정보에 무차별적으로 접근할 수 있는 거래정보 AR을 마련해야 한다.

또한 정규거래소와 다자간매매체결회사로 분산된 거래관련 정보를 통합하는 방안에 대한 논의가 이루어져야 한다. 시장 안정성과 시장 통합 제고를 위해서는 단일의 공인통합시세분배시스템을 통해 거래정보를 통합하는 것이 바람직하다. 그러나 통합시스템 구축에 상당한 비용이 수반되며 통합시세분배의 독점화로 다양한 시장수요 및 기술 발전에 즉각적으로 대응하지 못할 수 있기 때문에 도입의 효용 및 구축 방안에 대해 다양한 관점에서 논의되어야 한다.

그리고 비경쟁매매와 관련된 구체적인 규정 마련도 필요할 것이다. 현재 대부분의 대량매매는 장외에서 이루어지고 있으며 거래소를 통한 대량매매는 거래소 거래량의 1%에 불과하다. 비경쟁매매시장은 장외대량매매를 제도화하여 대량매매 유동성 확대에 기여할 것으로 기대된다. 그러나 비경쟁매매시장이 과도하게 성장할 경우 시장 투명성이 낮아지고 개인투자자들의 손실을 증가시켜 시장에 대한 불신을 높일 위험이 있다. 특히 국내 규정의 특성상 비경쟁매매가 사전적 가격 투명성이 보장되는 경쟁매매에 비해 더 활성화될 여지가 존재한다. 따라서 비경쟁매매 대한 규정 마련이 필요할 것이다. 비경쟁매매 관련 정보에 대한 공개 범위와 공개 시점, 비경쟁매매를 통해 거래가 허용되는 주문의 거래 단위 등에 대한 구체적 기준이 마련되어야 하며 체결가격 결정 방법 및 최선집행원칙 준수 여부와 관련된 기준이 필요하다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 강소현, 2013, 자본시장법의 다자간매매체결회사 관련규정에 대한 고찰, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2013-42호
- 엄경식, 장병훈, 2007, 『미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 07-01.

<외국문헌>

- Albert J. Menkveld., 2012, High Frequency Trading and the New-Market Makers, working papers series.
- Battalio, R.H., 1997, Third market broker-dealers: Cost competition or cream skimmers?" *Journal of Financial Markets*, 9, 49-78.
- Bennett, P., L, Wei., 2006, Market structure, fragmentationa, and market quality, *Journal of Financial Markets*, 9, 49-78.
- Bessembinder, H., K. Venkataraman., 2004, Does an electronic stock exchange need an upstairs market? *Journal of Financial Economics*, 73, 3-36.
- Bohemer, E., Boehmer, B., 2003, Trading our neighbor's ETF: Competition or fragmentation?, *Journal of Banking and Finance*.
- Buti, S., Rindi, B., Werner, I.M., 2010, Diving Into Dark Pools, working papers series.

- Buti, S., Rindi, B., Werner, I.M., 2011a, Dark Pool Trading Strategies, working Paper.
- Buti, S., Rindi, B., Werner, I.M., 2011b, Diving into Dark Pools, working Paper.
- Cardella, L., Hao, J., Kalcheva, I., 2013, Designing a Trading Center in a High-Tech Environment, working papers series.
- CFA Institute, 2012, Dark Pools, Internalization, and Equity Market Quality.
- Chakravarty, S., Sarkar, A., 2002, A model of broker's trading, with applications to order flow internalization, *Review of Financial Economics* 11, 19-36.
- Chowdry, B., Nanda, V., 1991, Multimarket trading and market liquidity, *Review of Financial Studies*, 4(3), 483-511.
- Chung, K.H., C. Chuwonganant, 2012, Regulation NMS and Market Quality, *Financial Management* 41, 285-317.
- Colliard, J.E., Foucault, T., 2012, Trading Fees and Efficiency in Limit Order Markets, *The Review of Financial Studies*.
- Comerton-Forde, C., Putniņš, T.J., 2013, Dark Trading and Price Discovery, working Paper.
- Degryse, H., De Jong, F., Van Kervel, V., 2013, The Impact of Dark Trading and Visible Fragmentation on Market Quality, working Paper.
- European Commission, 2011, Proposal for a Directive of the European Parliament and the Council on Markets in Financial Instruments

repealing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council (COM (2011) 656/4) (recast).

European Union, 2004, Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/EEC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

European Union, 2006, Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

European Union, 2012, Regulation on markets in financial instruments and amending Regulation [EMIR] on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories.

Financial Instruments and Exchange Act of Japan(Act No. 25 of 1948)

Florackis, C., Gregoriou, A., Kostakis, A., 2011, Trading frequency and asset pricing on the London Stock Exchange: Evidence from a new price impact ratio, *Journal of Banking & Finance* 35, 3335-3350

Fong, K., Madhavan, A., Swan, P.L., 2001, Why do markets fragment? A panel-data analysis of off-exchange trading, working Paper, University of Sydney.

- Gajewski, J.F., Gresse, C., 2007, Centralised order books versus hybrid order books: A paired comparison of trading costs, *Journal of Banking and Finance*, 31(9), 2906-2924.
- García, D., Sangiorgi, F., 2011, Information Sales and Strategic Trading, working papers series.
- Gresse, C., 2011, Effects of the Competition between Multiple Trading Platformson Market Liquidity: Evidence from the MiFID Experience, working papers series.
- Harris, L., 1993, Consolidation, Fragmentation, Segmentation, and Regulation, *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 2 (5), 1-28.
- Hasbrouck, J., 1991, Measuring the information content of stock trades, *Journal of Finance*, 46(1), 179-207.
- Hasbrouck, J., 1993, Assessing the Quality of a Security Market: A New Approach to Transaction-Cost Measurement," *Review of Financial Studies* 6, 191-212.
- Hasbrouck, J., Saar, G., 2013, Low-latency trading, *Journal of Financial Markets*.
- Hendershott, T., Mendelson, H., 2000, Crossing Networks and Dealer Markets: Competition and Performance, *Journal of Finance* 55, 2071-2115.
- Hirschey, N., 2013, Do High-Frequency Traders Anticipate Buying and Selling Pressure?, working papers series.
- IOSCO, 2011, Principals for Dark Liquidity: Final Report.

- Jiang, C., McNish, T., Upson, J., 2011, Why Fragmented Markets Have Better Market Quality: The Flight of Liquidity Order Flows to Off Exchange Venues, working papers series.
- Malinova, K., Park, A., 2011, Subsidizing Liquidity: The Impact of Make/Take Fees on Market Quality, working papers series.
- Mendelson, H., 1987, Consolidation, fragmentation, and the disclosure of trading information, *Review of Financial Studies*, 8(3), 579-603.
- Moinas, S., Biais, B., Foucault, T., 2013, Equilibrium Fast Trading, working papers series.
- Nimalendran, M., Ray, S., 2013, Informational linkages between dark and lit trading venues, *Journal of Financial Markets*.
- O'Hara, M., 2004, Searching for a New Center: US Securities Markets in Transition," Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review, 37-52.
- O'Hara, M., Yao, C., Ye, M., 2011, What's Not There: The Odd-Lot Bias in TAQ Data, working papers series.
- O'Hara, M., Ye, M., 2011, Is Market Fragmentation Harming Market Quality?, *Journal of Financial Economics* 100, 459-474.
- Pagnotta, E., Philippon, T., 2012, Competing on Speed, working papers series.
- Ready, B., 2013, Determinants of Volume in the Dark Pool Crossing Networks, working Paper.
- Rebecca, H., 2013, Dark Matters: Time for the Facts, TabbGroup.

Riordan R., Storkenmaier, A., Wagener, M., 2011, Do Multilateral Trading Facilities Contribute to Market Quality?, working papers series.

SEC, 2005, Regulation NMS: Final Rules and Amendments to Joint Industry Plans, Securities Exchange Act Release No. 34-51808.

Securities and Exchange Commission, 2001, Report on the Comparison of Order Execution Across Equity Market Structures.

Securities and Exchange Commission, 2010, Concept Release on Equity Market Structure.

Storkenmaier, A., Wagener, M., 2011, Do we need a European "National Market System"? Competition, arbitrage, and suboptimal executions, working papers series.

TMX Group, 2009, "TSX CDFTM and Canadian Best Bid and Offer (CBBOTM)"

Tsunoda, M., 2012, Are best execution policies serving customers' best interests?, Nomura Research Institute.

Valiante, D., Lannoo, K., 2011, MiFID 2.0: Casting New Light on Europe's Capital Markets, European Capital Markets Institute and Centre for European Policy Studies.

Van Kervel, V., 2012, Liquidity: What you see is what you get?, working papers series.

Weaver, D., 2011, Internalization and Market Quality in a Fragmented Market Structure, working Paper.

Ye, M., 2011, Price Manipulation, Price Discovery and Transaction Costs in the Crossing Network, working Paper.

Zhu, H., 2013, Do Dark Pools Harm Price Discovery, working papers series.

上場株券等の取引所金融商品市場外での賣買等に関する規則 (平10.11.18)

<웹사이트>

ASIC www.asic.gov.au

Fidessa www.fidessa.com

ITG www.itg.com

TabbGroup www.tabbgroup.com

Thomson Rueters www.thomsonrueters.com

SEC www.sec.gov

부 록

다크풀의 종류

주식시장에서 다크풀은 장외시장(off-market 또는 upstarts market)이라 불리는 시스템의 형태로 오랜 기간 존재해 왔다. 대부분의 주식시장에서 장외시장은 기관투자자들을 위한 대량매매의 효율적인 체결을 도모하고자 정규거래소에 의해 운영되었다. 리트폴인 일반 호가장에서 매매규모에 의해 발생할 수 있는 불리한 가격변화를 피하고자 정규거래소에 의해 고안된 서비스라 할 수 있다.

현대적 구조의 다크풀의 등장은 1986년에 설립된 Instinet의 After Hours Cross와 함께 시작되었다. 초기에는 장 종료 후 일정한 시간에 그 시간까지 제출된 주문을 알고리즘을 통해 그 날의 종가에 일괄적으로 체결시키는 방식이 사용되었다. After Hours Cross는 당시 정규거래소에 의해 운영되던 장외시장과 달리 거래당사자들이 체결가격을 미리 알 수 있고 거래상대방을 찾는 과정과 협상과정을 생략할 수 있다는 장점을 기반으로 운영되었다.

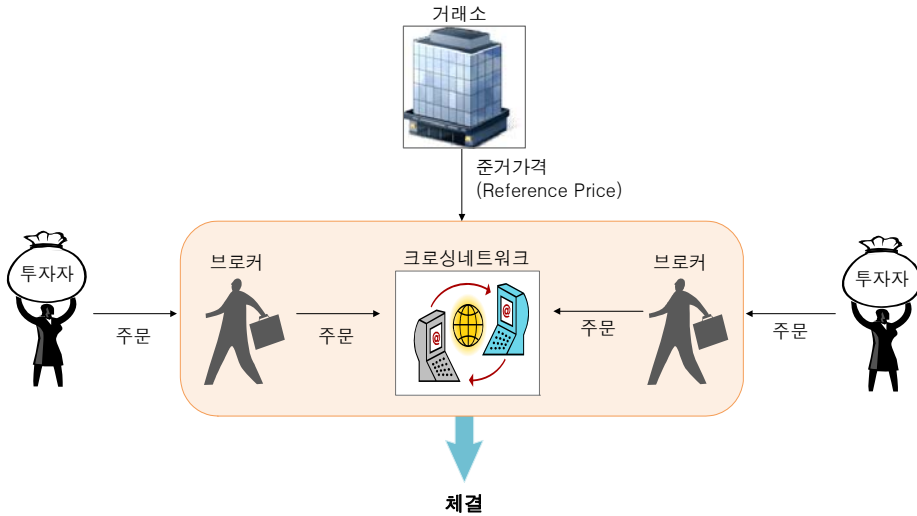
Instinet의 뒤를 이어 1987년에는 ITG가 지금까지도 전 세계적으로 상당한 시장점유율을 차지하고 있는 Posit을 개시하였다. ITG의 Posit은 Instinet의 After Hours Cross와 달리 장중에 일정한 시간 간격으로 제출된 주문을 NBBO의 중간 값으로 체결하는 방법을 사용한다. 1980년대에 다크풀이 등장하고 또한 일정 수준 이상의 성공을 거둔 배경에는 뮤추얼펀드(mutual fund)와 같은 기관투자자들의 규모가 급증하기 시작했음을 지적할 수 있다. 기관투자자들에게는 그들의 규모와 주로 사용하는 투자전략의 특성상 대량매매에 대한 필요성이 높다. 그에 따라 대량매매를 보다 효율적으로 할 수 있는 다크풀에 대한 수요도 증가한 것으로 보인다. 이는 현재의 다크풀이 다양한 목적을 가진 거래자들에 의해 사용되는데 반해 초기의 다크풀은 특정 고객층, 즉 효율적 대량매매를 원

하는 기관투자자들을 위한 거래시스템이었음을 알 수 있다.

현재 다양한 종류의 다크풀이 운영 중인데 체결방법을 기준으로 준거가격(reference price)모델, 협상모델, 내부화모델로 나눌 수 있다.

첫째, 준거가격모델(reference price)은 초기의 현대적 다크풀이 주로 사용한 방법으로 1986년에 설립된 Instinet의 After Hours Cross와 함께 시작되었다. 초기에는 장 종료 후 일정한 시간에 그 시간까지 제출된 주문을 알고리즘을 통해 거래소의 종가에 일괄적으로 체결시키는 방식이 사용되었다. 준거가격모델은 주문이 체결시스템에 제출되어 운영자의 개입없이 주어진 규칙에 따라 자동적으로 처리된다는 점에서 다크풀의 여러 가지 모델 가운데 릿호가장모델과 가장 흡사하다고 할 수 있다. 반대로 거래전 투명성에 있어 두 모델사이에 큰 차이점이 존재하는데 거래자들은 준거가격호가장에 제출되어 머무르고 있는 주문에 대한 일체의 정보없이 주문을 제출한다. 준거가격모델은 구조적 특성상 가격발견기능을 하지 않는다. 체결가격은 준거가격호가장의 상태와 독립적으로 결정되는데 릿풀에서 발견된 호가가격 또는 체결가격이 사용된다. 가장 흔하게 사용되는 준거가격으로는 릿풀의 최우선후가중간가격, VWAP가 있다. 준거가격모델의 이 두 가지 특징은 대량거래자들의 거래활동에 대한 정보가 다른 투자자들 특히 주문예측자(order anticipator)들에게 노출되는 것을 최소화하는데 큰 역할을 한다. 준거가격시스템을 통한 거래과정이 <부록그림 1>에 제시된다.

<부록그림 1> 준거가격(reference price)모델



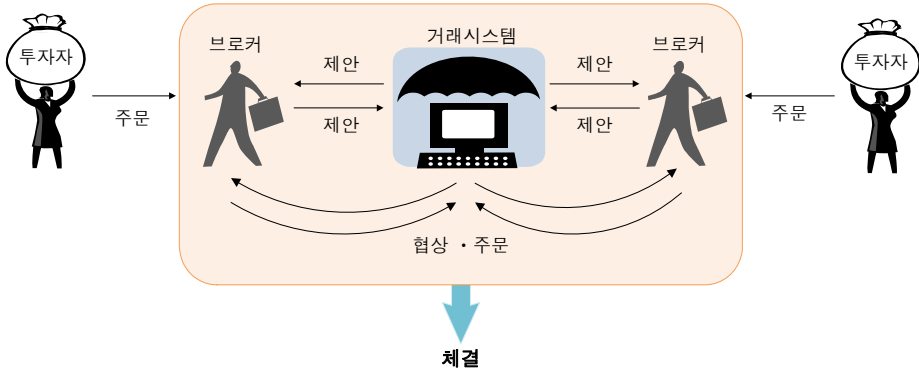
준거가격시스템을 이용하는 다크풀의 대표적인 예로 Goldman Sachs가 유럽에서 운영하는 SIGMA X MTF를 들 수 있다. 이름에서 알 수 있듯이 SIGMA X MTF는 유럽에서 MTF로 등록되어 있지만 준거가격모델을 사용함으로써 MiFID에서 요구하는 거래전 투명성을 보장할 필요가 없다. 모든 주문은 준거가격으로 사용되는 Primary Best Bid Offer(이하 PBBO)의 중간가격, Primary Best Bid(이하 PBB), 또는 Primary Best Ask(이하 PBA)에 체결된다. PBBO는 주식이 상장된 거래소의 최우선호가, PBB는 최우선매수호가를, PBA는 최우선매도호가를 의미한다. 주식이 복수의 거래소에 상장된 경우 유동성이 높은 거래소가 선정된다. 체결순서를 정함에 있어 먼저 주문량이 큰 주문에 우선권이 주어지고 주문량이 동일한 경우 먼저 제출된 주문에 우선권이 주어진다. 또한 거래자의 주문들 간의 내부화주문에 우선순위를 두도록 선택할 수 있다.

둘째, 협상모델시스템은 다크풀의 효시격인 장외시장과 흡사한 형태를 보인다. 대량매매체결을 원하는 대규모투자자가 담당 브로커에게 체

결을 지시하면 브로커는 직접 거래상대방이 되어 자기매매를 하거나 거래상대방을 찾기 위해 자신의 고객인 다른 투자자들 또는 다른 브로커들에게 주로 전화를 이용해 직접 접촉함으로써 장외시장에서 대량매매 과정이 시작된다. 브로커는 오랜 기간 유지해 온 다양한 시장참가자와의 관계망을 통해 축적한 정보를 기반으로 적당한 거래상대방을 찾는다. 일반적으로 이 과정에서 정보노출의 최소화를 위해 주문량을 제외한 주문자나 주문에 대한 정보는 공개되지 않는다. Bessembinder and Venkataraman(2004)은 장외시장브로커가 공개되지 않은 거래의사를 의미하는 비공개유동성(unexpressed liquidity)을 발견하고 유동성매매에만 참여함으로써 거래비용을 감소시킬 수 있는 역량이 있음을 보였다. 잠재적 거래상대방이 발견되면 가격과 수량을 포함한 계약조건에 관한 협상을 통해 매매체결이 이루어진다.

협상모델은 장외시장이 시스템화, 자동화된 형태이다. 주문 또는 제안(indication)이 거래시스템에 제출되면 정해진 규칙에 따라 잠재적 거래자가 선택된다. 선택된 사용자에게 종목명칭, 자기매매여부, 수량, 가격 등의 거래조건 중 일부가 포함된 제안이 전달되는데 제안은 주문과 달리 구속력이 없기 때문에 체결이 성사되기까지 두 사용자간에 제안이 오고가는 협상과정이 뒤따른다. 둘 중 한쪽이 주문을 제시하고 상대방이 주문을 수락하면 매매체결이 이루어진다. <부록그림 2>는 협상모델시스템을 통한 거래의 과정을 나타낸다.

<부록그림 2> 협상모델



마지막으로, 내부화물은 딜러시장의 한 형태로 모든 거래에 브로커딜러라 불리는 시장조성자가 거래상대방이 되는 특징을 가진다. 일반 딜러 시장에서는 고객이 브로커딜러에게 특정 종목에 대한 호가를 요청함으로써 거래과정이 시작되지만 내부화물에서는 브로커딜러가 주문을 먼저 받고 수락여부를 결정한다. 거래 전 호가정보에 대한 이러한 특징은 내부화물이 다크풀의 한 유형임을 의미한다. 내부화거래의 과정은 투자자로부터 지시된 주문을 브로커가 미리 지정된 브로커딜러에게 보내면서 시작된다. 브로커딜러가 주문을 수락하면 매매체결이 이루어지면서 거래과정이 종료되지만 그렇지 않은 경우 주문은 다른 거래플랫폼이나 브로커딜러에게 전달되어 거래과정이 다시 시작된다. <부록그림 3>은 내부화과정을 나타낸다.

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-03	금융산업의 특성을 고려한 담합의 판단기준에 대한 연구	이성복, 이승진	14.03
14-02	파생상품 불공정거래 규제 체계의 개선방향	정운모, 이효섭	14.03
14-01	기관투자자가 자본시장 발전에 미치는 영향 및 정책과제	신보성, 김준석	14.02
13-05	국내 증권산업의 환경변화와 대응방안-2020 증권산업 비전과 전망	박용린, 이석훈, 장정모, 최승영	13.12
13-04	연금사회와 자산운용산업의 미래-2020 자산운용산업 비전과 전망	송홍선, 김재철, 김종민 남재우, 홍원구	13.12
13-03	인구고령화와 우리나라의 자본시장 II : 퇴직연금과 자본시장 성장의 선순환	김재철, 홍원구	13.12
13-02	글로벌 유동성과 국제자본이동과의 관계에 관한 연구	강현주, 이승호	13.12
13-01	통화 국제화의 결정요인에 관한 연구: 원화 국제화의 가능성에 관한 시사점	현석, 이상현	13.02
12-05	글로벌 거래소 변화양상과 시사점	이인형, 강소현, 김준석	12.12
12-04	탄소금융의 국제동향 분석과 발전방안에 대한 연구	노희진, 김규림	12.12
12-03	국내 주식형펀드의 투자효율성과 규모효과에 대한 연구	김종민, 송홍선	12.11
12-02	국내 애널리스트 이직에 관한 연구	김종민, 이석훈	12.11
12-01	주가지수파생상품 만기일 효과에 관한 연구	남길남, 이효섭	12.06
11-03	아시아 통화와 아시아 국경간(cross-border) 채권시장의 발전방안에 관한 연구	현석, 이상현	11.07
11-02	한국 외화자금시장 유동성 위기의 특징과 외환시장에의 영향 분석	이인형, 이운재	11.02
11-01	금융투자업의 시장구조에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이성훈, 장정모	11.01
10-05	국내 IPO 시장의 경쟁도 분석	이석훈, 박신애	10.12
10-04	선물환 수요 불균형 해소방안에 관한 연구	이성훈, 김형욱, 윤종문	10.11
10-03	국내 자산운용시장 경쟁구조에 대한 연구: 판매시장의 가격규율을 중심으로	김재철, 박진모	10.07
10-02	학자금대출시장 분석 및 유동화 활성화 방안	김필규, 박연우, 이현진	10.06
10-01	증권발행가격 규제의 문제점과 제도개선 연구	장욱, 전상경	10.06
09-02	금융투자회사의 자기자본 규제 연구	권세훈, 송홍선, 정운모, 한상범	09.04
09-01	국내 전자증권제도의 효율적 도입방안에 관한 연구	김필규, 이석훈, 황세운 김용재, 조인호	09.03
08-05	증권산업의 경쟁도 변화에 대한 분석 및 시사점	신보성, 이석훈, 이진호, 박신애	08.11
08-04	모기지의 조기상환 모형에 근거한 MBS 가격결정에 관한 연구	박연우, 김필규, 이현진, 정재선	08.07
08-03	헤지펀드의 국내 허용 방안	노희진, 김규림	08.03
08-02	세계 신용파생상품시장의 혁신과 시사점	남길남, 이석형, 주윤신	08.03
08-01	KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구	엄경식, 강형철, 이운재	08.03
07-03	기업집단 지배-소유 괴리 측정에 관한 연구: 임계지배권 방법을 중심으로	강형철, 빈기범, 조성훈, 윤정선	07.12
07-02	프로그램 매매가 변동성에 미치는 효과에 대한 연구	한상범, 이운재	07.07
07-01	미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점	엄경식, 장병훈	07.03

<연구보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
06-08	증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구	권세훈, 한상범, 김현숙, 박희선	06.12
06-07	장외파생상품 자동거래시스템에 관한 연구	진익, 한지연	06.12
06-06	기업 현금성 자산 보유와 기업 가치에 대한 연구	빈기범, 서은숙, 송민규	06.11
06-05	"U.S. 달러표시 주식부문" 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토	엄경식, 김영식, 정순섭	06.11
06-04	증권회사의 과당매매 규제에 관한 법적 연구	정운모, 박기령	06.11
06-03	인구 고령화와 우리나라의 자본시장 I: 가계의 주식보유에 미치는 영향을 중심으로	김재철, 고광수, 김근수, 박진모, 박창욱	06.07
06-02	증권산업의 인적자본 축적에 대한 분석 및 시사점	신보성, 최강식	06.05
06-01	국내 주식시장의 버블 가능성 평가	김재철, 빈기범, 송민규	06.04
05-05	유동성 증대를 위한 효율적 주식거래 메커니즘 연구	엄경식, 선정훈, 한상범, 강대일	05.12
05-04	우리나라 자본시장과 은행의 균형 발전 필요성	신보성, 빈기범, 박상용	05.11
05-03	기관투자자와 주식시장의 안정성에 관한 연구: OECD 국가를 대상으로	고광수, 박창욱	05.06
05-02	가계의 주식보유 비중 결정 요인에 대한 연구	김재철	05.03
05-01	한국·일본·중국의 기관투자자 비교 연구	고광수, 김근수	05.02
04-09	우리나라 자본시장 규제의 선진화 방향	신보성, 박경서	04.12
04-08	한국주식시장의 투명성 연구: 외국계 증권회사 대량매매 정보공개 효과 분석	선정훈, 한상범, 강대일, 이윤재	04.12
04-07	수시공시제도의 개선방향 -포괄주의 방식의 도입 검토-	정운모, 이주혜, 박기령	04.12
04-06	대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구	선정훈, 한상범	04.11
04-05	증권산업 종사자의 자격 및 제한적 매매에 관한 연구	노희진, 주윤신	04.10
04-04	공적 연금의 지배구조에 관한 연구: 국민연금을 중심으로	조성훈, 고광수, 박창욱	04.09
04-03	공적 연기금의 투자 정책에 관한 연구	고광수, 김근수, 박창욱	04.09
04-02	투자자교육의 체계적 정립과 투자자보호	김근수	04.06
04-01	채권 스트립에 관한 연구	오승현, 유윤주	04.03
03-09	코스닥시장의 위상 재정립과 효율화 방안에 관한 연구	한상범, 엄경식, 강대일, 윤지아	03.12
03-08	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 II: 주식발행업무	정운모, 조성훈, 한상범, 박현수, 이종은, 강대일	03.11
03-07	자산운용업의 바람직한 방향에 관한 연구	고광수	03.11
03-06	전자증권제도의 도입환경과 효과분석	송치승, 박연정	03.09
03-05	증권산업에서의 이해상충에 관한 연구 I: 증권회사 조사분석	조성훈, 정운모, 박현수	03.05
03-04	펀드의 공정한 기준가격 결정에 관한 연구	고광수, 박기홍	03.04
03-03	거래소 주식회사화: 한국주식시장에의 적용	김형태, 엄경식, 한상범, 윤지아, 이은정	03.04
03-02	채권의 전자거래에 관한 연구	오승현, 유윤주	03.03
03-01	주식대차의 구조이해와 우리나라 주식대차제도의 개선방안	송치승	03.02

<조사보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-02	주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점	이인형, 강소현, 양진영	14.03
14-01	주요국 국제시장의 제도적 특성과 시사점	김필규, 백인석, 황세운	14.03
13-07	ETN 시장의 특징과 시사점	남길남	13.12
13-06	중국 채권시장 현황과 한국금융기관의 진출전략	안유화	13.12
13-05	영국의 사회적 투자시장 육성정책의 시사점	김갑래, 박수연	13.12
13-04	맥쿼리 그룹의 성장사례 및 한국 증권회사에 주는 시사점	최순영	13.11
13-03	녹색기후기금(GCF)의 특성과 향후 정책방안	노희진, 김규림	13.11
13-02	아시아 주요국의 펀드산업 현황 조사	송홍선, 남재우, 홍원구 공경신, 태희, 장지혜	13.09
13-01	자산운용업의 경영현황 분석과 자생력 확보 방향	김재철, 장지혜	13.08
12-05	글로벌 금융위기 이후 자기자본 규제의 국제적인 변화	송홍선, 장정모, 한상범	12.12
12-04	이슬람금융의 현황과 시사점	김한수, 김보영	12.12
12-03	해외 선진 PEF의 운영현황과 시사점 -바이아웃(buyout)을 중심으로-	박용린, 천창민, 안유미	12.12
12-02	자본시장법과 외국환거래법의 비교 및 정합성 제고를 위한 과제	이승호, 이종덕	12.12
12-01	글로벌 국부펀드 현황 및 시사점	이승호, 김한수, 최순영	12.06
11-02	EU 금융서비스 통합 실행계획(FSAP)의 구조와 체계	이용우	11.12
11-01	신금융투자상품의 구조와 활용	박철호, 김형욱, 박원우, 빈기범	11.06
10-05	미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로	남길남	10.12
10-04	거래소 인수·합병: 동향과 사례	김준석, 장욱, 장병훈, 한지연	10.12
10-03	배당 재투자 계획(DRIP)에 관한 연구	권세훈, 박희선	10.09
10-02	FX마진거래제도 개선방안	박철호	10.07
10-01	녹색금융의 발전방향과 추진전략	노희진	10.06
09-02	펀드 규율체계의 바람직한 통합 방향	김재철, 빈기범, 박진모, 김관영	09.08
09-01	신흥시장구 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장	김준석, 이윤재, 장병훈, 한지연	09.07
08-03	선진 자산운용회사의 경영전략과 시사점	송홍선, 공경신	08.11
08-02	증권회사의 M&A 사례 및 전략	권세훈, 박희선	08.11
08-01	자본시장을 활용한 공공투자 자금조달에 관한 연구	조성원, 박창욱	08.08
07-01	스타일투자를 활용한 맞춤형 자산관리	진익, 한지연	07.12
06-03	미국 자산유동화증권 공시 제도의 현황과 국내 시사점	김필규, 이현진, 윤지아, 서의경	06.11
06-02	국내 증권회사의 리스크관리 현황과 개선방향	노희진, 김규림	06.07
06-01	자율규제기관의 제재 효율화 방안 : 미국 NASD를 중심으로	정운모, 박기령	06.05
05-01	주택저당대출자산 유동화 시스템 개선 방안	유윤주	05.04

<정책보고서 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
13-01	증권형 크라우드펀딩 제도의 구축방향과 과제	천창민	13.06
11-02	중국 주식시장 특성과 외국기업의 활용방안	안유화, 김은화	11.12
11-01	금융위기 이후 주요도시의 국제금융중심지 전략 변화 및 시사점	김한수, 김보영, 정은경	11.11

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
14-01	IPO 공모주 주가 변화에 대한 분석 및 시사점	이석훈	14.01
13-10	국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점	강소현, 김준석, 양진영	13.12
13-09	아시아 펀드패스포트(ARFP)에 대한 논의와 시사점	김종민	13.12
13-08	해외의 소액투자지원제도와 시사점	천창민, 이현정	13.11
13-07	이스라엘의 요즈마펀드에 대한 고찰 및 시사점	이성복	13.11
13-06	한국 채권시장의 변동성: 평가와 시사점	백인석, 황세운	13.10
13-05	한국 외환시장의 변동성: 원인과 대응	이승호	13.08
13-04	한국 주식시장 변동성: 평가와 시사점	김준석, 백인석	13.06
13-03	자본시장 관점에서 본 국민연금 주요이슈와 정책방안	남재우	13.03
13-02	한국 ELS/DLS 시장의 건전한 성장을 위한 방안	이효섭, 김지태	13.03
13-01	유럽의 금융거래세 도입논의와 한국에의 시사점	김준석, 황세운	13.03
12-08	캐나다 개인연금의 현황과 시사점	홍원구	12.11
12-07	기관투자자의 헤지펀드 활용 전략	남재우	12.11
12-06	주요국의 불공정거래 조사 및 제재의 분석과 시사점	정윤모, 이승진	12.11
12-05	위안화의 역외 사용 확대와 한국의 대응	안유화	12.11
12-04	사회성과연계채권(SIB) 활용방안: 자본시장을 통한 사회문제의 해결	김갑래	12.07
12-03	국채 CDS프리미엄의 결정요인 분석 및 시사점	조성원	12.06
12-02	영국 Vickers 보고서를 통해 본 울타리은행제도의 개요와 시사점	이용우	12.06
12-01	주요국 커버드본드시장 분석과 국내 도입 방안	김필규, 이현진	12.05
11-08	유로존위기의 현황과 향후 전망	이용우	11.12
11-07	세계 M&A 시장 전망과 시사점	박용린, 안유미	11.11
11-06	한국형 헤지펀드의 미래와 영향	김재철, 김종민	11.11
11-05	DMA 개요와 국내외 현황	이인형, 표영선	11.10
11-04	통화안정증권 관련 주요 이슈와 정책과제	조성원	11.07
11-03	고령화 시대 장수채권 도입 방안	권세훈, 장정모	11.04
11-02	글로벌 자산운용시장의 변화와 국내 자산운용업체의 대응	김재철, 장지혜	11.04
11-01	주요국 자산운용시장 발전모델 검토 및 시사점	김재철, 윤종문, 태희	11.03
10-02	금융투자회사의 자산관리서비스 발전 과제	송홍선	10.09
10-01	조건부 자본의 사례 및 활용전략 - 역전환채권 구조를 중심으로 -	권세훈, 장정모	10.07
09-06	국가채무 수준의 국제비교와 정책적 시사점	조성원	09.12
09-05	자본시장을 활용한 원금보장형 우리스주제도의 도입 방안	송홍선, 공경신	09.12

<이슈 & 정책 안내>

발간번호	제 목	저 자	발간년월
09-04	주식공매도에 관한 주요 이슈 평가 및 정책적 시사점	김준석, 빈기범	09.09
09-03	외환시장과 외화자금시장의 구분 및 KRX 통화시장 역할의 중요성	빈기범, 강원철	09.08
09-02	스왑시장, 채권시장 및 외환시장의 연계성 분석 - IRS와 CRS를 중심으로 -	박연우, 박태준	09.06
09-01	한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석	빈기범, Jaemin Kim, Sean Sehyun Yoo	09.06
08-03	금융투자지주회사 제도 도입 방안	신보성, 송홍선	08.11
08-02	금융허브경쟁력 제고방안 및 시사점	강형철, 김민석, 김한수, 송민규	08.08
08-01	금융투자업 경영 확대에 따른 이해상충문제의 최소화 방안	김필규, 박연우, 김동철	08.06
07-04	서브프라임 사태의 금융시장 파급경로 분석 및 정책적 시사점	김민석, 빈기범	07.12
07-03	해외 부문 충격이 한국 주식시장의 수익률 및 변동성에 미치는 영향	빈기범, 강원철	07.12
07-02	미국 자본시장규제위원회(CCMR) 중간보고서 주요 내용 및 시사점	조성훈, 이종은, 심수연	07.05
07-01	ELS 시장 경쟁도 분석 및 진입규제에 관한 시사점	진익, 김형남, 한지연	07.05
06-02	자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제	강형철, 조성훈	06.11
06-01	증권산업 지급결제서비스의 발전방향 : 자본시장통합법 제정과 관련하여	서은숙, 송민규, 윤지아, 김미혜	06.05
05-02	외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석	빈기범, 조성훈	05.08
05-01	출자회사 할인과 경영권 분쟁	빈기범	05.03
04-02	외국인 주식보유비중의 증대를 둘러싼 논의에 대한 검토	김재철, 빈기범, 신보성 오승현, 조성훈	04.06
04-01	퇴직연금과 금융기관의 역할	고광수	04.03
03-01	추가연계증권(ELS) 현황분석과 활성화 방안	김형태, 선정훈	03.05
02-02	펀드형 금융 신상품 연구: ETFs, HOLDERS, PIPs	고광수, 박기홍	02.09
02-01	채권시장 투명성 강화 방안	오승현	02.06
01-08	매매거래 비활발종목에 대한 유동성 제고방안	엄경식, 윤지아	01.12
01-07	구조설계채권(structured bond) 활성화를 위한 제도개선 방안	김형태	01.10
01-06	우리나라 수시공시제도의 개선방안 -KOSDAQ시장을 중심으로-	김문현, 정윤모, 김란영, 박현주	01.08
01-05	제3시장의 개선방안	최원근, 오경희	01.07
01-04	세계의 주식시장, 그 변화의 물결	엄경식, 성윤중	01.07
01-03	자본시장을 통한 공기업 민영화 정책방향	조성훈	01.07
01-02	신용평가제도의 바람직한 방향	오승현	01.04
01-01	2001년 자본시장 발전방향	노희진, 오혜진	01.02
00-04	투신산업 신뢰성 회복을 위한 제도 검토 및 시사점	노희진, 오혜진	00.10
00-03	디지털경제와 주식시장	김근수, 강창윤	00.10
00-02	M&A시장의 활성화 방안	김형태, 노희진	00.09

<Working Report 안내>

발간번호	제 목	연구회 / 저자	발간년월
14-01	VCPE 시장의 과제와 전망	VCPE 연구회	14.02
13-02	지속가능성과 형평성 제고	사회적금융연구회	13.12
13-01	임팩트 투자(Impact Investment)의 성과와 과제	녹색금융연구회	13.05
12-01	탄소펀드의 미래투자 전략	녹색금융연구회	12.11
11-01	중국의 녹색성장과 녹색금융 · 재정정책	녹색금융연구회	11.07
10-02	에너지 · 환경 헤지펀드	녹색금융연구회	10.10
10-01	기후변화와 탄소금융	사회책임투자연구회	10.06
09-02	해외 탄소배출권시장 동향 및 국내 육성 방향	사회책임투자연구회	09.11
09-01	기업의 사회적 책임과 녹색금융	사회책임투자연구회	09.04
08-04	기업의 사회적 책임에 관한 고찰 (1)	사회책임투자연구회	08.09
08-03	헤지펀드 투자전략 연구 (2)	사회책임투자연구회	08.08
08-02	헤지펀드 투자전략 연구 (1)	사회책임투자연구회	08.08
08-01	사회책임투자를 위한 기업 정보공개	사회책임투자연구회	08.01
07-07	금융신상품 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Financial Engineering 분과	07.11
07-06	헤지펀드 활용사례 및 시사점	파생상품연구회 Hedge Fund and AI 분과	07.11
07-05	M&A 시장의 과제와 전망 (2)	M&A 연구회	07.10
07-04	M&A 시장의 과제와 전망 (1)	M&A 연구회	07.06
07-03	간접투자상품 운용성과 공시기준에 관한 연구	M&A 연구회	07.05
07-02	사회책임투자의 해외제도 검토 및 국내 발전방향	사회책임투자연구회	07.04
07-01	증권산업의 새로운 자금이체경로에 관한 논의: 자본시장통합법 제정과 관련하여	송민규, 서은숙	07.04
06-02	사회책임투자의 원칙과 적용	사회책임투자연구회	06.10
06-01	사회책임투자 개념 및 국제 동향	사회책임투자연구회	06.04

<오피니언 시리즈 안내>

발간번호	제 목	발간년월
07	금융투자산업과 펀드·연기금 발전 방향	13.04
06	한국 경제와 자본시장의 역할	13.04
05	새로운 금융질서 하의 한국 자본시장의 발전	11.09
04	글로벌 금융시장의 새로운 질서와 한국의 대응	10.10
03	선진 자본시장 모색을 위한 제언	09.11
02	금융위기 이후 국내외 금융시장의 변화 모습	09.11
01	글로벌 금융위기와 자본시장	09.01

조사보고서 14-02

주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점

인 쇄 2014년 04월 07일

발 행 2014년 04월 11일

저 자 이인형, 강소현, 양진영

편집인 김형태

발행처 자본시장연구원

주 소 서울시 영등포구 의사당대로 143

전 화 3771-0600

팩 스 786-7570

인쇄소 비디아이

ISBN 978-89-6089-115-9-93320

www.kcmi.re.kr

자
본
시
장
연
구
원



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



9 788960 891159 93320
ISBN 978-89-6089-115-9