

사이버 증권거래시장에 관한 연구

1999. 6

연구위원 이 정 범

연구위원 이 주 영

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

전자증권거래의 출현은 온라인 중개업자들의 급성장과 함께 전세계적인 현상으로 번지고 있다. 투자자, 중개인, 그리고 시장사이에 전화를 통해 이루어지던 주문 및 중개역할이 전자통신의 발달에 따라 급속히 변화하고 있는 것이다. 온라인 증권계좌를 가지고 있는 투자자들의 증가는 기존의 메릴린치와 같은 대형브로커들조차도 새로운 영업전략을 세우지 않을 수 없도록 강요하고 있다.

전자통신의 발달에 따른 증권산업에서의 혁신은 이러한 주문의 전송 부문에 있어 사용매체의 변화에 그치지 않고 그 영역이 끝없이 넓어지고 있다. 최근에는 하이테크로 무장한 증권시장의 신세대의 선두주자들은 증권거래시스템의 혁신을 통하여 컴퓨터를 통한 주문체결서비스를 제공하며 기존의 거래소와 경쟁하고 있다. 이들은 기존의 거래소시스템이 만족시키지 못하는 투자자요구충족을 주무기로 삼고 저렴한 접근비용과 신속한 주문체결로 지원사격을 하면서 투자자들을 끌어 모으는 증권시장의 블랙홀로 성장하고 있다.

증권시장에 있어서 이러한 새로운 매매체결시스템의 탄생은 시장자체의 기능적 구조에 변화를 가져와 시장의 경쟁구도, 유동성, 가격발견 기능에까지 영향을 미치고 있다.

이러한 변화는 결국 증권시장 감독당국들이 기존의 규제체계를 벗어나 새로운 접근방법을 모색하지 않을 수 없도록 강요하였고 감독당국들은 새로운 기술의 도입과 거래메카니즘의 혁신을 도모하려는 방향으로 그 틀을 잡고 있다. 미국 SEC는 현재와 미래의 증권시장 모두에게 통할 수 있는 규정 체계를 확립하려 하고 있다.

본 보고서는 선진 증권시장에서 발전하고 있는 새로운 인터넷 파이낸싱과 새로운 매매체결시스템들을 소개하고, 이러한 시스템들이 증권시장에서 수행하는 역할과 증권시장에 미치는 영향을 소개하고 있다. 또한 이러한 대체거래시스템에 대한 미국 증권감독기관의 규제 방향과 원칙에 대해 서술하고 있다. 끝으로 전자화의 범세계화에 따른 우리나라 증권시장의 제도적 보안점에 대해서도 저자가 의견을 개진하고 있다. 본 보고서가 향후 효율적인 증권시장의 구조를 구축하는데 가치 있는 기초자료가 될 것을 기대한다.

마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

1999년 6월
한국증권연구원
원장 최운열

목 차

I. 서론	3
II. 전자통신의 발달과 증권시장	9
1. 전자통신의 발달과 정보산업	9
2. 사이버 증권거래의 개요	11
3. 기존 거래소들의 경쟁구도 변화	13
4. 새로운 시스템 탄생으로 인한 가격결정구조의 변화	15
III. 온라인 증권발행시장	25
1. Web상에서의 공모 (Internet Financing)	25
2. 증권업자에 의한 인수공모	25
3. 인터넷 직접공모("Internet DPOs")	27
4. 규제체계	38
5. Internet Financing의 미래	40
IV. 온라인 증권유통시장: 대체거래시스템(ATS)	45
1. 미국증권시장의 구조	45
2. 새로운 시스템에 대한 요구: 대체거래시스템 등장	49
3. 대체거래시스템과 증권시장	52
4. 대체거래시스템의 분류 및 설명	64
5. Internal Broker/Dealer Trading System(IBDTS)	92

V. 대체거래시스템에 대한 SEC의 규제 방안	97
1. SEC의 통첩(Release)채택에 대한 배경	98
2. 대체거래시스템에 대한 새로운 규제 방향	99
3. 거래소에 대한 새로운 해석	103
VI. 한국증시의 제도적 보완점 및 제언	109
1. 시장간 경쟁	109
2. 우리나라 시장의 경쟁체제에 대한 제언	116
3. 맺음말	126
참고문헌	131

표 목 차

<표 III-1> 1995년 10월의 SEC 해석통첩 내용	31
<표 III-2> SSB사의 자사주매매 전자계시판 구조와 SEC지적사항	32
<표 IV-1> 대체거래시스템의 성장과 증권시장에의 영향	57
<표 IV-2> ECN시장 점유율	58
<표 IV-3> 국가 및 거래소별 거래비용	61
<표 IV-4> 미국 주식시장의 기존 대체거래시스템	84
<표 IV-5> ECN의 거래비용	91
<표 V-1> 새로운 규정정립 배경	98
<표 V-2> 탈상호소유화 현황	102
<표 V-3> 등록증권거래소에 의한 시장운영과 증권회사에 의한 시장운영	106
<표 VI-1> 한국증권거래소 회원비 및 주식매매수수료	121
<표 VI-2> 동경증권거래소의 회원비 및 주식매매수수료	121

그림목차

<그림 II-1> 증권거래과정의 수직적 통합	18
<그림 II-2> 증권거래과정의 수평적 통합	19
<그림 III-1> 인터넷상에서의 주식직접공모	29
<그림 III-2> 자사주 거래 전자게시판(Bulletin Board)	34
<그림 III-3> 직접공모사이트 링크	35
<그림 IV-1> 대체거래시스템의 성장과 증권시장구조 변화	57
<그림 IV-2> POSIT의 거래량 증가 추이	75
<그림 IV-3> Island System 분기별 주문 및 체결 건수	89

1. 서론

I. 서론

사이버 증권거래란 유가증권의 발행, 발행공시 및 분배, 정보의 교환, 투자분석, 주문전송, 매매체결, 거래조회, 그리고 결제 등 유가증권의 발행 및 유통에 관련된 일련의 과정 중 일부 또는 전부가 사람의 접촉이 배제된 채로 수행되는 것을 말한다. 컴퓨터를 이용한 통신기술의 발달과 증권업의 경쟁 심화, 증권발행인과 투자자의 다양한 욕구변화와 함께 유가증권의 발행인, 중개기관, 시장운영자 등은 컴퓨터 통신망 속의 가상공간 속에서 자신만의 노하우를 개발 적용함으로써 시장에서 경쟁력을 향상시키는데 전력을 기하고 있다.

투자자가 전화로 주문을 내고 중개인은 동 주문을 접수하여 다시 전화로 거래소의 대리인에게 연결하여 거래를 체결시키던 전통적인 방식의 증권거래시스템에 자동화된 주문전달시스템의 도입과, 인터넷 등의 전자매체를 통한 위탁중개매매업을 영위하는 가상증권회사(cyber-broker)의 등장은 이미 오래된 일이다. 이미 우리나라에서도 온라인상의 위탁중개는 급성장을 이루어, 98년 말 기준으로 월별 15만건으로 전체의 11.2%를 차지하고 있다. 무점포 위탁중개전문회사의 설립이 가시화되고 있으며, 또한 당일재매매의 허용, 거래시간 연장, 프로그램매매의 폭증과 올해 5월에 단행된 사이버위탁수수료 50%인하 등에 힘입어 사이버 위탁중개업무는 급속히 성장될 전망이다.

그러나 이러한 위탁중개부문에서의 전자통신의 이용은 증권시장을 구성하는 각각의 요소 (발행, 인수, 모집 및 매출, 주문의 전송, 호가의 공개, 매매체결, 매매체결통보, 가격정보 전달, 그리고 청산 및 결제 등) 중에서 주문전송부문에 있어 사용매체의 변화에 불과한 것이었다. 즉, 이는 시장자체의 가장 중요한 기능인 가격결정 구조에 영향을 미쳐 경제학적인 측면에서의 의미 있는 변화를 초래하는 변혁은 아니었다.

4 사이버 증권거래시장에 관한 연구

전자통신기술의 발달에 따라 증권시장에 있어서 시장자체의 외생적 그리고 기능적 구조에 변화를 가져오는 변혁이 일어나고 있는데 이는 시장의 경쟁구도, 유동성 및 가격발견기능에 영향을 미쳐 시장내에서 형성되는 균형가격의 변화를 초래시키는 변혁이 일어나고 있는데 이는 시장미시구조(market micro-structure)자체의 변혁이다. 이러한 전자통신의 발달에 따른 시장미시구조의 변혁은 기존의 거래소들의 변화에 의해서 이루어지거나 또는 새로운 시스템의 탄생에 의해서 이루어지고 있다.

인터넷의 성장에 힘입어 미국에서는 인터넷상에서 자사의 주식을 직접 모집하여 자금을 조달하는 인터넷 파이낸싱이 지속적으로 증가하고 있으며 자사주의 유통시장에서의 유동성을 높이기 위해 자사주 전자계시판을 운용하는 회사도 등장하고 있다.

뿐만 아니라 유통시장에서는 대체거래시스템이라 불리는 새로운 거래시스템이 급속도로 성장하여 증권거래과정의 수직적 통합(seamless trading)과 수평적 통합을 이루어가고 있다. 대체거래시스템들은 다양한 투자자의 요구를 맞추어 주는 새로운 기법의 매매체결서비스를 제공하면서 목표고객(target marketing)을 차별화하는 니치(niche)전략으로 거대한 공룡인 뉴욕증권거래소 및 Nasdaq과 경쟁을 하고있다. 미 증권감독당국은 이러한 서비스들의 성장으로 미국의 투자자들은 다양한 투자전략을 활용하고 있고 시장의 효율성은 증가되고 있는 것으로 믿고 있다.

우리나라의 경우, 한국증권거래소는 증권거래법상 설립주의에 따른 법적인 독점을 영위해옴에 따라 경쟁적인 환경에 노출된 적이 전혀 없었다. 현재 우리나라 증권거래법의 76조는 유사시설에 대해 명확히 정의하고 있지 않으며 어떠한 거래시스템이 시장에서 운영가능한지에 대한 명확한 해석도 없다. 이는 시장간 경쟁과 거래메카니즘의 기술적 발전의 기회에 장애요인으로 작용하고 있다.

새로운 기술을 이용한 다양한 매매체결서비스가 도입되어 수요자 중

심의 증권시장 구조를 구축하기 위해서는 증권거래법 76조의 “유사시설 금지조항”에 대한 존폐 및 개정여부를 고려해 보아야 할 것이다. 대체거래시스템에 대한 SEC규정의 최종안(1998. 12)은 현재와 미래의 증권시장 모두에게 통할 수 있는 규제체계를 확립하려 하고 있다. 시장혁신의 장려와 일반투자자 보호의 확립은 규제체계의 주요 내용이다.

우리나라에서도 효율적인 시장구조를 정립하기 위해서는 정부와 규정의 과도한 개입이 없이 경쟁력이 있고 자생력이 있는 시장운영체계가 제공되어야 할 것이다. 그러한 운영체계는 조직화된 시장의 상업적인 민감성을 고무시키고, 혁신과 비용효율성을 증진시키는 구조하에서 가능할 것이다.

II. 전자통신의 발달과 증권시장

1. 전자통신의 발달과 정보산업
2. 사이버 증권거래의 개요
3. 기존거래소들의 경쟁구도 변화
4. 새로운 시스템 탄생으로 인한 가격결정구조의 변화

II. 전자통신의 발달과 증권시장

1. 전자통신의 발달과 정보산업

전자통신의 발달은 더욱 저렴한 가격으로 빠르고 광범위하게 정보를 제공하는 효과를 가져왔다. 전자적 통합은 매체의 분열을 극복하여 서로 상이하고 분리되어 있던 기능들을 단일 시스템 내로 흡수할 수 있도록 하였다. 전자중개효과는 전통적 중개역할의 불필요 현상을 초래하고 있다. 도매상, 여행사, 증권 매매중개업 그리고 증권거래소의 스페셜리스트나 시장조성자의 역할 등도 정보기술에 의하여 대체되어가고 있다.

최근에는 수없이 많은 시간과 돈이 인터넷(Internet) 개발과 이용에 투자되어 전자통신기술의 발전은 더욱 가속화되어가고 있다. 인터넷의 발전은 폐쇄형 정보전달체계에서 개방형 정보전달 체계로의 이전을 가져오고 있다. 인터넷 증권거래는 증권산업의 특정분야에서는 상당한 진전을 보이고 있는 반면, 산업내의 다른 분야에서는 아직도 이용 가능한 모델개발과 초기실험단계에 머무르고 있다. 증권산업내에서 인터넷 기술의 이용을 간략히 정리해 보면 다음과 같다.

가. 정보의 분배

인터넷의 가장 간단한 사용은, 현재는 실체적인 서류와 우편서비스에 의해 거의 이루어지고 있는, 정보의 분배역할이다. Web은 비전문가 사용자들에게 모든 목적에 대하여 어마어마한 양의 잘 정리된 정보를 제공하고 있다. 그것도 거의 영(zero)에 가까운 한계비용으로 수많은 정보를 수많은 이용자에게 제공할 수 있다.

결정적으로 비밀을 요하지 않는 모든 정보는 Web과 e-mail을 통하여 분배되어질 수 있다. 자동화될 수 있는 프로세스는 다음과 같다: ① 가격정보제공, ② 증권계좌 개설, ③ 주문의 전달, ④ 주문의 접수 및 매매 체결, ⑤ 결제지시, ⑥ 연구자료 제공, ⑦ 사용자간 정보전달, ⑧ 공식적인 통지, 그리고 ⑨ 사업설명서 및 멀티미디어 로드쇼.

이러한 정보를 네트워크를 통해 전달하는 능력은 증권업무와 상관없는 Web 설계자 능력상의 문제에 불과하다.

나. 정보의 쌍방향성의 응용

금융 Web 사이트는 이제 전자수단을 이용한 광고이상이다. 인터넷 활용의 범위가 갈수록 발전되어감에 따라, 기관들은 다음과 같은 목적을 위한 실험을 하고 있다: ① 가격결정모형 및 포오프폴리오 위험분석, ② 포오프폴리오 회계, ③ 거래정보 데이터베이스, 그리고 ④ 채고 수준.

여기에 열거된 기능들은 증권관련 투자 및 시장운영 업무의 대부분을 구성한다. 데이터를 입력받아 자신의 금융거래의 전략을 도출해내고 다시 이를 온라인 상에서 실현하는 정보전달의 쌍방향성은 거래자의 의사결정과 업무수행을 컴퓨터 앞에서 단시간내에 달성할 수 있도록 해주고 있다. 여기서 우리의 결론은 이론적으로는 금융시스템내 정보측면의 모든 것이 인터넷이라는 하나의 통합된 체계 내에서 운용될 수 있다는 것이다.

2. 사이버 증권거래의 개요

사이버 증권거래는 컴퓨터를 이용한 통신기술의 발달과 증권업의 경쟁 심화, 증권의 발행인과 투자자의 다양한 욕구변화와 함께 유가증권의 발행인, 중개기관, 시장운영자들의 업무 행태를 변화시키고 있다. 사이버 증권거래란 발행인, 중개기관, 시장운영자들이 컴퓨터 통신망 속의 가상 공간 속에서 유가증권의 정보를 상호 교환하면서 유가증권유통에 관련된 일련의 과정 중 일부 또는 전부를 사람의 접촉을 배제한 채로 수행하는 것을 말한다.

가. 사이버 증권 중개업무

사이버 증권 중개업이란 디스카운트브로커나 인터넷상에 가상의 점포를 운영하는 E*Trade와 같은 온라인전문증권브로커 등이 고객의 주문을 전자통신매체를 통해 접수한 후 이를 거래소 매매체결시스템에 연결시키는 유가증권 중개업무과정을 사람의 직접적인 접촉이 배제된 채로 수행하는 것을 의미한다.

이러한 사이버 증권중개업의 특징은 저렴한 수수료인데, 기존 대형 증권중개업자의 10%정도밖에 안된다. 이러한 저렴한 수수료는 무점포 증권회사의 실현에 의해 가능해졌는데, 계좌계설, 주문수탁, 결제, 그리고 자금이체 등의 증권중개관련 제 업무가 사람의 개입없이 이루어지고 있다.

미국에서 최근 2년간의 온라인 증권거래규모는 급격한 성장일로에 있다. 97년 1/4분기의 일평균 거래가 96,200건이었으나 98년 12월에는 336,736건을 기록하고 있다. 또한 99년에는 그 성장이 더욱 가속화되어

질 전망이다. 온라인 거래가 개인투자자 주식거래에서 차지하는 비율은 97년 17%에서 98년 27%까지 증가하였고 99년에는 30%가 넘어설 것으로 분석되고 있다. 고객 계좌수는 97년말 370만 계좌에서 98년말에는 730만 계좌로 늘어났으며, 인터넷 사용의 급증으로 2001년에는 1,500만 계좌에 이를 것으로 전망되고 있다.¹⁾

국내에서는 E*Trade가 한국증권시장 진출을 위해 일본 소프트뱅크와 합작으로 국내 증권사와 제휴를 맺어 인터넷을 통한 주식매매중개업무를 시작할 예정으로 진출을 위한 물밑작업을 진행 중이다. 국내에는 아직 온라인 전문 중개회사가 탄생하지는 않았지만 기존의 국내증권사에서 제공되는 온라인 서비스를 이용하는 투자자 및 온라인 거래는 급증하는 추세에 있다. 특히 98년 하반기를 거치면서 주식시장 활황과 함께 인터넷 서비스 수수료 인하 경쟁이 심화되어 5월말까지 22개의 증권사가 수수료를 50% 인하하였으며, 이에 따라 온라인 투자자수 및 거래량도 급증하고 있는 추세이다. 온라인 투자자수는 99년 4월말 기준으로 6대 증권사 총계가 38만 계좌에 이르고 있으며, 거래건수는 98년말 기준으로 월별 150만 건으로 시장전체 1,400만건의 11.2%에 달하고 있다.

나. 사이버 증권시장

사이버 증권시장은 처음에는 주로 기관투자자들을 대상으로 거래소나 Nasdaq의 상장종목을 브로커의 도움없이 기존의 거래소 시장 이외에서 거래하는 시장형태인 사설시장으로 전개되기 시작했다.²⁾ 이러한

1) 하지만 최근 Forrester사가 10,000명의 온라인 투자자를 대상으로 온라인 금융관습을 조사한 결과, 온라인 계좌를 엄격하게 정의할 경우 실질적인 온라인 계좌수는 4백만 계좌에 못 미칠 것으로 추정하였다.

2) 이러한 시장은 사설시장(Proprietary Trading System: PTS)이라 불리었는데, 최근에 SEC는 그 개념을 확대하여 기존의 사설시장과 다른 전자매매체결

사설시장은 더욱 더 다양한 기술과 알고리즘을 통해 급성장하고 있다. 이에 따라 미국의 SEC는 발전하는 시장의 형태를 감안하여 새로운 시스템들을 총괄하여 지칭할 수 있도록 하기 위하여 대체거래시스템(ATS: Alternative Trading System)이란 용어를 새로 사용하게 되었다. 또한 영국에서는 사설시장이 더욱 발전한 형태로 기존의 증권거래소를 통하지 않고 인터넷상의 가상증권거래소에 접속해 상대방과 직접 주식을 매매할 수 있는 시스템인 Tradepoint가 있는데, 이는 공인증권거래소이다.

뿐만 아니라, 발행사가 인터넷상에 홈페이지를 개설하여 인수업자의 도움없이 자사주를 공모하여 분배하는 사례도 일어나고 있는데 이를 인터넷 직접공모라고 한다. 또한 인터넷 직접공모를 하는 회사들은 직접공모를 용이하게 달성하기 위하여 자사주 전자게시판을 설치하여 자사주의 유통을 위한 거래장소를 마련하는 사례도 늘고 있다.

3. 기존 거래소들의 경쟁구도 변화

전자통신의 발달에 따라 전 세계의 기존 거래소들은 지금 생존을 위한 필사의 노력을 경주하고 있다. 1999년 5월 4일 유럽의 8개 주식시장³⁾ 대표들은 마드리드에서 모여 빠르면 2001년까지 범유럽 증시를 창설한다는 합의문에 서명하였다. 물론 이번 합의는 뉴욕증권거래소가 오전 5시부터 자정까지 19시간 동안 거래할 수 있도록 하는 방안을 추진하고 있어 여기의 대응으로 종전의 런던과 독일증권거래소간의 제휴합의 수준을 뛰어넘어 좀더 강력한 유럽증시체제를 구축해야 한다는 필요성의 대두 때문인 것으로 보인다. 주식시장 대표들은 “이번 합의는 단일규

시스템까지 포함하여 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS)이라 칭하고 PTS라는 용어는 더 이상 사용하고 있지 않다.

3) 암스테르담, 브뤼셀, 프랑크푸르트, 런던, 마드리드, 밀라노, 취리히, 그리고 파리

정과 규제 아래 8개국 주식을 어디서나 사고 팔 수 있는 통합시스템을 만들 수 있는 기반을 확고히 한다는데 큰 의의가 있다”고 밝히고 있으며 이는 결국 8개 증시에 상장된 대형 우량주들을 전자주식거래로 한꺼번에 묶을 것이고 이러한 통합으로 주식투자자들은 효율적이고 또한 저렴한 방법으로 다양한 주식에 투자할 수 있는 기회를 가지게 될 것이다.

거래소간 통합화의 원인을 살펴보면 다음과 같다. 첫째 금융의 세계화와 거래소간 경쟁의 심화를 들 수 있다. 유로의 등장으로 인한 유럽대륙의 단일국가화 현상으로 각국거래소간 지역 및 제도적 장벽의 완화로 경쟁이 심화되며 이는 세계에서 제일 큰 미국 증권시장과의 경쟁도 심화될 것이기 때문이다. 두 번째로 국제자본의 국경을 초월한 거래형태는 양질의 서비스와 수요자중심의 시스템을 제공하는 거래소로의 주문집중 현상을 유발할 것이기 때문이다. 세 번째로 다양한 종류의 거래서비스를 저렴한 가격에 공급하는 것이 거래소의 경쟁력이 될 것이고 생존의 필수조건이 될 것이기 때문이다.

거래소 통합의 단계를 보면 자국내 현물거래소의 통합과 그 다음 자국내 현·선물거래소 통합을 거쳐 궁극적으로는 국제간 현물거래소의 통합 그리고 국제간 파생상품거래소의 통합 등이 이루어 질 전망이다.

또한 경쟁구도의 변화는 통합을 야기시키고 있을 뿐만 아니라 각국 거래소들의 지배구조에도 탈상호소유화라는 새로운 변화를 초래하고 있다. 1990년 이후 종전 공영제·회원제 조직에서 주식회사제로 소유형태를 전환하는 사례가 확산되고 있다. 이러한 소유구조변화의 배경을 살펴보면 회원의 배타적인 소유구조에서 벗어나 투자자 및 상장회사 등 보다 많은 시장이용자가 거래소의 의사결정에 참가하는 것을 추구하고 경쟁에 대응하여 신속하게 자금을 조달할 수 있는 경영구조를 마련하고 신속한 의사결정능력을 강화하여 원격지회원제, 거래제도개선, 수수료체계변경 등에 유연하게 대처하기 위해서이다.

여기에서 이 모든 변화는 전자통신의 발달에 따라 지역이나 거리에 관계없이 실시간으로 정보전달이 신속하고 저렴하게 이루어질 수 있게 되었기 때문이라는 것은 재차 강조할 필요가 없다. 즉, 전자통신의 발달은 기존 거래소들의 유동성 및 경쟁구도에 변화를 일으키고 있다는 것이다.

4. 새로운 시스템 탄생으로 인한 가격결정구조의 변화

새로운 시스템의 탄생에 의한 변혁은 다시 크게 두 가지로 대별된다. 첫째가 발행시장에서 기업정보전달 및 분매체계에 변화를 일으킨 인터넷상에서의 직접공모(DPO: Direct Public Offering)의 등장이다. 두 번째는 유통시장에서 투자자들의 거래시스템에의 접근성에 변화를 가져와 시장의 경쟁구도의 변혁을 초래하고 주문의 종류 및 매매체결의 방법 등에 변화를 가져와 가격결정 메카니즘의 변혁을 초래한 대체거래시스템(ATS: Alternative Trading System)의 확산이다.

가. Internet Finance와 자사주 거래 전자게시판

1995년에 뉴욕의 Spring Street Brewing (SSB)이라는 맥주회사가 증권회사를 거치지 않고 인터넷상에서 자사의 주식을 모집하여 자금조달에 성공하였다. 동사는 또한 인터넷상에서 주식직접모집의 선구자로서 1996년 3월 투자자가 자사의 주식을 직접 매매하도록 정보를 게재하는 전자게시판을 인터넷상에 개설하였다. "Wit Trade"라고 불리워진 동 시스템은 미국 SEC가 규제상의 문제점과 투자자 보호에 대한 우려의 표명으로 수건의 거래 후 가동이 중단되었다.⁴⁾ SSB사는 여기에서 머무르지 않고 더욱더 흥미 있는 진로를 걸었다. 동사는 인터넷을 활용한 증권업

무에 본격적으로 참여하여 현재 브로커/딜러로 등록되어 있으며 또한 NASD의 회원으로 인터넷을 통한 직접공모 서비스 및 다른 부수 서비스를 제공하면서 “Wit Capital”이라는 인터넷 투자은행(Investment Banking Firm)을 영위하고 있다. 직접공모 서비스의 전략은 간단하였다. SSB사의 자사주 직접공모의 경험을 자산으로 하여 새로운 여타의 직접 공모주식을 팔기 전에 “Wit Capital” 시스템의 사용자들을 잠재고객으로 미리 확보하여 둔다는 것이었다.

SSB사의 사례가 시장구조 및 기능에 가져온 변화를 경제학적인 관점에서 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 증권회사를 통하지 않아 인수수수료가 절감되고 모집안내서(offering circular)의 인쇄와 우송을 위한 비용을 절감할 수 있게 됨으로써 소액공모가 시장에서 성행할 수 있는 여건이 마련되어간다고 할 수 있다. 또한 자사주 매매를 위한 전자게시판의 출현은 그 동안 기업공개는 하였으나 거래소나 Nasdaq 등에 상장되지 못한 주식들의 유통시장에서의 유동성 부족현상을 해소하는데 도움을 주고 있다. 이는 발행시장에 영향을 미쳐 소규모 기업들의 공개시 발행가격결정에 영향을 줄 것이다. 유동성 부족 때문에 기업이 지불해야되는 발행가격할인이 그만큼 줄어들 것이기 때문이다. 또한 직접공모를 위한 서비스 제공자의 출현은 직접공모를 용이하게 만들고 또한 성공적으로 달성할 수 있는 가능성을 높혀 소규모 회사들의 공개를 촉진하고 기업 공개시장의 활성화에도 기여할 것으로 보인다.

나. 대체거래시스템의 확산

미국 증권시장의 전자화를 거슬러 올라가면 1969년 Instinet의 설립과

4) SEC가 특히 중시하였던 부분은 브로커/딜러로 등록되지 않은 SSB사가 투자자간의 주식 및 자금의 수도결제에 관여한 점이였다.

1971년 딜러들로 구성된 네트워크상의 증권거래시장인 Nasdaq의 설립 이후 급속히 진전되기 시작했다. 또한 80년대 들어서면서 기존의 전통적인 거래소와는 다른 사설증권시장 (PTS: Proprietary Trading System)이 도입되기 시작했다.

증권거래의 전자화는 증권거래상의 일련의 과정을 네트워크상에서 처리하도록 설계되어왔다. 이러한 진행은 "seamless trading" 또는 STP(straight through processing)이라 불리는 수직적 통합과 수평적 통합으로 나누어 볼 수 있다.

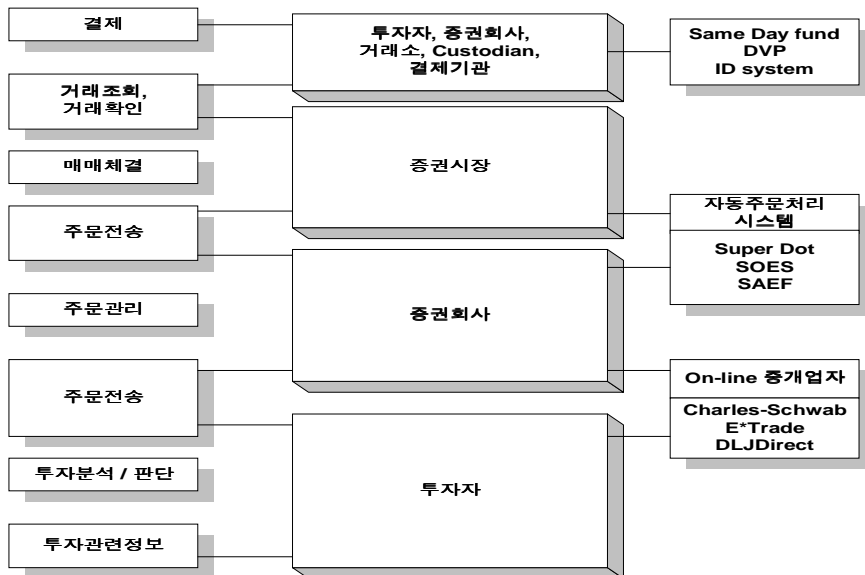
수직적 통합이란 증권거래의 일련의 과정⁵⁾을 컴퓨터 네트워크를 통하여 연결시킴으로써 한 장소에서 입력된 데이터나 메시지가 인력을 거치지 않고 디지털 형태로 각 과정에서 이용되는 것이다. 발주에서 결제까지 인간의 수작업을 배제함으로써 과정의 단절 없이 완료시킬 수 있다는 의미에서 "seamless trading"이라 부른다.

이러한 수직적 통합과정중 투자정보분석 및 주문의 전달을 인력의 도움없이 자동적으로 처리할 수 있도록 전산화시킨 사례로는 Charles Schwab, E*Trade, Ameritrade, 그리고 DLJDirect 등으로 대표되는 on-line 중개업자의 탄생을 들 수 있다. 증권회사와 거래소간의 주문전송 과정의 자동화는 소량주문과 지정가주문이 거래소의 입회장(floor)에 있는 스페셜리스트에게 전자적으로 자동전달되는 NYSE의 SuperDot(Super Designated Order Turnaround), 브로커의 소량주문을 최우선호가를 제시한 딜러에게 자동적으로 전달하는 시스템인 Nasdaq의 SOES(Small Order Execution System), 그리고 Nasdaq의 SOES와 같은 개념의 소량주문처리시스템인 런던증권거래소의 SAEF(SEAQ Automated Execution Facility) 등의 도입으로 진전되었다. 매매체결시스템은 주문주도형

5) 일련의 과정은 투자정보분석, 투자의사결정 및 주문전달, 주문의 체결, 거래 확인, 결제 등으로 분류될 수 있다.

(order-driven), 호가주도형(quote-driven) 또는 딜러형, 그리고 스페셜리스트형(specialist or hybrid)으로 구분되는 시장의 형태에 따라 자동화의 정도가 틀리나 형태를 유지할 수 있는 한도내에서는 자동화가 이루어지고 있다.

<그림 II-1> 증권거래과정의 수직적 통합

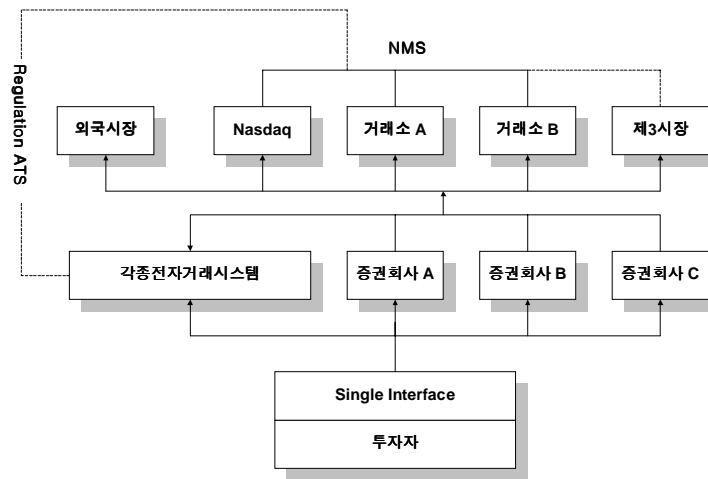


증권거래의 일련과정 중 마지막 과정인 결제의 자동화는 1989년 3월의 G-30(Group of Thirty) 권고에의 대응을 계기로 진전되고 있다. 미국의 경우 1995년 6월부터 시행되고 있는 T+3일 결제 및 1996년 2월부터 시행되고 있는 당일자금결제화(Same Day Fund) 그리고 동시결제(DVP: Delivery versus Payment) 등의 실현을 통하여 결제의 자동화가 진행되고 있다. 또한 미국의 DTC(Depository Trust Company)는 증권회사, 기

관투자자, 보관은행의 3자간 기관투자자의 거래내용을 대조하는 ID System을 통하여 조회결과를 DTC의 결제시스템에 보내 증권회사와 기관투자자의 보관은행간의 증권 및 자금의 결제가 이루어지게 하고 있다.

수평적 통합이란 단일의 컴퓨터 단말기에서 다양한 선택에 따라 다양한 브로커 및 시장에의 접근을 가능하게 해주는 것을 의미한다. 예를 들면, 투자자는 증권회사의 시스템이나 전자거래시스템을 자기시스템에 연결시키는 것이 쉬워져 자신의 컴퓨터에서 메뉴나 이들 각종집행과정을 용이하게 선택하여 거래할 수 있게 된다. 투자자로부터 주문을 받은 증권회사도 여러 가지 시장의 선택을 통합관리하면서 이 주문을 최적의 시장에 전송한다.

<그림 II-2> 증권거래과정의 수평적 통합



증권회사의 시장에 대한 통합관리는 미국국내시장의 경우 1975년도에 도입된 NMS(National Market System)에 의해 정보적 통합이 어느

정도 실현되어 왔다. 최근 유럽의 각 증권거래소들이 통합을 추구하면서 외국으로부터의 주문을 유입하기 위해 시도되고 있는 원격지회원(remote-membership) 제도는 그 통합의 범위를 국제적으로까지 넓히고 있다.

투자자는 전자거래시스템인 대체거래시스템(ATS)에 자기시스템을 직접 연결하여 브로커 뿐만 아니라 증권시장에 직접 접근할 수 있는 기회를 갖게되었다. 미국의 증권시장은 80년대 후반부터 성장하는 Instinet, POSIT, Lattice, AZX(Arizona Stock Exchange) 등의 사설증권시장의 형성과 제3시장으로 알려진 Madoff의 급성장 등을 통해 수평적통합의 정도 및 범위를 더욱더 넓혀가고 있다. 상기의 기존 대체거래시스템들은 주로 기관투자자를 그 대상으로 하였지만 요즘에는 개인투자자들의 시장에서의 직접접근을 허용하는 수평적 통합도 진행되고 있다. 1996년 9월 디스카운트브로커인 Jack White사는 개인투자자가 참가하는 crossing system인 Interconnect를 개설하였다. Interconnect는 일일 8회 Nasdaq 딜러의 가장 좋은 호가로 체결이 이루어지며, 매매수량이 맞지 않고 체결되지 않은 주문은 고객의 요구에 따라 주문취소, 다음호가로 이월, Nasdaq에서의 통상거래, POSIT의 crossing system에의 제출 등에 의해 처리된다. 또한 그간 기관투자자에 대해 영업을 해왔던 Instinet의 경우도 개인투자자들의 접근을 허용하는 시스템을 개발하고 있다.

상기의 매매체결시스템은 사실상 운영된다는 의미에서 사설(proprietary)증권시장이라 불렸었는데, 최근에 정보기술의 발전과 더불어 새로운 형태의 거래시스템이 계속적으로 탄생함에 따라 미국 SEC는 새로운 규제체계를 검토하면서 대체거래시스템이라는 용어가 도입되었다.

전자통신의 이용은 대체거래시스템의 등장에서 그치지 않고 증권규제상 증권거래소로서 기존의 거래소와 대등하게 경쟁하는 공인증권거래

소로서 가상증권거래소의 탄생도 불려왔다. 영국의 Tradepoint⁶⁾가 바로 가상증권거래소이다.

전자통신의 발달에 의한 증권시장내 거래과정의 수평적통합은 경제학적인 관점에서도 의미있는 혁신으로 간주될 수 있다. 대체거래시스템과 가상증권거래소 등장의 가장 큰 경제학적인 의미는 투자자들의 시장 직접접근의 허용과 새로운 형태의 투자자정보공개 및 가격결정방법의 도입에 따른 다양한 수요자의 욕구충족에 있다 하겠다. 투자자들의 시장에의 직접접근은 거래소회원의 가치에 대한 재평가를 야기시키고 있으며 대체거래시스템이 제공하는 새로운 형태의 정보공개방식 및 가격결정방법은 적극적투자자/소극적투자자, 대량거래자/소액거래자, 정보근거거래자/유동성거래자, 익명성요구거래자/익명성비요구거래자, 프로그램거래자/일반거래자 등으로 분류될 수 있는 투자자들의 그룹별 다양한 수요를 더욱 적절하게 만족시킬 수 있어 비용의 절감뿐만 아니라 시장 총규모의 확장과 다양한 투자전략의 활용을 활성화시키고 있다.

6) Tradepoint는 장외거래전산시스템으로 LSE와는 다른 경쟁매매(Auction)의 시장구조를 채용하고 있으며 별도의 거래소라는 시설이 있는 것은 아니고 시장참가자들의 주문입력 및 매매체결 기능을 갖춘 전산시스템 자체가 거래소를 형성하고 있다. Tradepoint는 1992년 SIB로부터 service company로 인가를 받았고 1995년 6월 18일 SIB로부터 인가를 받아 8월부터 공인투자거래소(RIEs)로 되었으며, 주요 영국 주식 800여 종목 정도를 거래하는 제2의 증권거래소를 목표로 하고 있다. Tradepoint는 시장조성자(Market Maker)체제를 취하고 있는 LSE와는 달리 주문주도형 거래소이며 유동성이 낮은 종목에는 집속매매가 아닌 Call Auction(집단경쟁매매)으로 처리한다. 거래장소(floor)는 설치되어 있지 않고 전자거래 단말에 의한 완전자동거래소로서 회원조직형태는 취하지 않으나 SIB의 인가를 받아 종래의 거래소와 동등한 거래규칙이나 거래감시체제를 두고 있다. 시스템적으로는 벅쿠버 증권거래소의 자동거래시스템인 VCT를 개량한 것으로 거래단말 화면상으로 투자자의 호가집계정보뿐만 아니라 LSE의 SEAQ의 호가정보도 표시하여 거래의 편의를 도모하고 있다.

Ⅲ. 온라인 증권발행시장

1. Web상에서의 공모(Internet Financing)
2. 증권업자에 의한 인수공모
3. 인터넷 직접공모(“Internet DPOs”)
4. 규제체계
5. Internet financing의 미래

Ⅲ. 온라인 증권발행시장

1. Web상에서의 공모 (Internet Financing)

현재 웹을 통해서 이루어지고 있는 대부분의 활동이 온라인 중개업이지만 앞으로는 발행자에 의한 증권공모도 상당히 큰 부분을 차지하게 될 것이다. 두 가지의 뚜렷한 경향이 일어나고 있는데 첫째, 기존의 투자은행은 투자자들에게 더 많은 공모 정보를 알리거나 또는 더 큰 관심을 불러일으키기 위해 그들의 웹에 새로운 인수 정보를 게시한다. 둘째, 웹은 인수회사를 배제한 발행자에 의한 직접공모("DPO")의 수단으로 점점 더 많이 이용되어지고 있다. 따라서 직접공모는 일반적으로 소형 발행자에 의한 소액공모에 이용되고 있지만 공모를 위한 웹사이트를 개설하는 것이 쉽기 때문에 직접 온라인 발행시장으로서 직접공모는 크게 성장할 것이다.

2. 증권업자에 의한 인수공모

최초로 인터넷을 이용한 전통적인 총액인수모집(firm commitment underwriting)은 Salomon Brothers가 1996년에 Berkshires Hathaway사의 B등급 주식의 최초공모(IPO)를 위해 인터넷 사이트를 개설하면서 시작되었다. 이 모집에서 사업설명서는 화면에서 직접 볼 수 없었고 언더라이터를 통해서만 얻을 수 있었다. 1996년 8월의 웹검색 엔진인 Yahoo! 보통주의 추가공모(subsequent public offering)에서는 정보를 얻기 위해 투자자가 '사업설명서'를 웹에서 직접 다운로드할 수 있었다. 그러나 청약을 위한 주문은 전화나 우편을 통해 인수인에게 내거나 다른 브로커/딜러를 통해서만 가능하였다.

SEC의 1997년 무제재확인서는 Private Financial Network("PFN": 마이크로소프트사 등이 합작으로 설립한 벤처기업)의 가입자들에게, PFN 가입자 이외의 자에게는 전달되지 않는 조건으로, PFN에 의한 비디오를 통한 로드쇼의 전송(video transmission of roadshow)을 허용함으로써 인터넷을 통한 '로드쇼(roadshows)'에 대한 문호를 개방하였다. 일반적인 로드쇼는 발행자와 인수자가 SEC에 유가증권신고서(registration statement)를 제출한 후부터 유가증권신고서 효력 발생까지의 기간 사이에 대규모 투자자, 기관, 분석가들에게 행하는 투자설명회를 의미한다. 투자설명회에서 발행자의 경영진과 인수인은 모집에 대해서뿐만 아니라 발행자의 사업과 산업에 대해 설명하고 질의에 응답한다. 1997년 3월 무제재확인서에서 SEC는 오직 기본적으로 등록 브로커/딜러, 투자자문업자(investment advisors), 그리고 비디오 로드쇼(video transmission)전에 예비사업설명서를 받게 될 사람들로 구성된 참가자들에게만 제공되는 비디오 로드쇼에 대해 조치를 취하지 않을 것에 동의하였다. PFN은 어떤 종이 자료도 전달과정에서 발생하지 않고 오로지 화상과 구두발표에 의해서만 이루어지고 따라서 1933년 법의 Section 2(10)에 의한 "사업설명서"를 의미하지 않는다는 사실을 SEC에게 강조하였다. 이러한 성격의 비디오로드쇼가 허용된다면 Section 2(10)의 사업설명서 없이도 인터넷상에서 유사한 시각적, 청각적 프레젠테이션이 행해지는 것이 가능하다. 접근을 통제하고 모든 가상공간참가자의 신원을 파악하고 그들이 실제로 사이버로드쇼에 참가하기(virtual attendance) 전에 사업설명서를 받았는지를 확인하기 위해 패스워드나 이와 유사한 시스템을 정립하는 것이 필요할 것이다.

3. 인터넷 직접공모("Internet DPOs")

이미 언급하였듯이 직접공모는 브로커/딜러가 개입하지 않고 모집행위를 하는 것을 의미한다. 즉 발행자가 직접 투자자에게 자신의 주식을 파는 것이다. 직접공모는 인터넷 이전에도 있었지만 극소수에 불과하였고 인터넷의 출현으로 급증하고 있다.

가. 직접공모(DPO)의 유형

전통적인 IPO와는 달리 직접공모는 인수인 또는 인수단에 의해 공모가 이루어지지 않는다. 이것은 결국 어떤 중개자도 개입하지 않고 발행자 스스로가 행하는 "직접모집"이다. 지금까지 대부분의 직접공모는 SEC가 소규모 발행자의 등록을 위해 만든 양식중의 하나(eg. Form SB-2), 5백만 달러를 넘지 않는 모집에 대해 정규등록을 면제하는 SEC의 Reg A에 의한 FORM 1-A 양식 또는 주증권양식(a state securities form)을 사용해왔다.

따라서 1백만 달러를 넘지 않은 공모를 하려는 발행자는 보통 SEC 양식을 사용하지 않고 Small Corporate Registration['SCOR'] 양식인 Form U-7과 같은 주 증권행정당국에 의해 승인된 소규모공모양식을 사용한다. Form U-7을 통한 모집은 Regulation D Rule 504에 의해 SEC 등록으로부터 면제된다. 연방 규제는 없지만 해당 주들은(states) U-7 양식을 사용함에 있어 다양한 요건을 부과하고 있다. 예를 들어 어떤 주는 모집되는 자본의 일정비율이 주식관련자금일 것을 요구한다. 또한 대부분은 자본조달의 비용을 제한한다.

"IPO Datasystems" (www.ipodata.com)는 Regulation A에 의한 공모

의 한 예였다.)⁷⁾ 발행자는 "Interactive Holdings Corporation (IHC)"이다. IHC사는 모집안내서(offering circular), 청약동의서(subscription agreement)를 다운로드할 수 있도록 함으로써 자신들의 주식을 직접 판매하려는 것이었다. 그러나 웹사이트상의 모집안내서는 SEC에 제출한 공식적인 모집안내서는 아니며, 공식 모집안내서는 팩스, 전화, 또는 보통 우편을 통해 요청해야만 얻을 수 있다.

직접모집 사이트인 "Pyramid Inc"(www.pyram-Id_com/pkyomid)의 사이트는 온라인상에서 모집관련서류를 볼 수 있고 다운로드할 수 있도록 하였다. 직접 다운로드 할 수 있는 또 다른 사이트는 Dechtar Direct (www. dechtar. com)이다. Dechtar Direct가 1997년 2월 자신들의 웹사이트에 게시한 직접공모 사업설명서에 따르면 북미에서 가장 큰 광고회사로 성인오락과 성인우편주문 사업을 전문으로 하는 회사라고 소개하였다. Dechtar는 구주 매출과 신주모집을 병행한 직접모집을 최초로 수행하였으며 Reg. A 또는 Form U-7과 같은 면제양식이 아닌 SEC Form SB-2의 등록서류를 이용하여 이루어진 직접공모라는 점이 특이하다.

대리인 계정(escrow)의 폐쇄가 가능한 최소요구판매금액의 모집이 이루어진 것이 성공적인 직접공모라고 정의하는 한 지금까지는 몇 건의 직접모집만이 성공했을 뿐이다. 1997년까지 거의 한 건의 직접공모도 최소/최대 모집금액 범위 중 최대금액에 이르지 못했다.⁸⁾ Web이 모든 수준의 시장에서 공모에 대한 도구로 얼마나 널리 퍼질 것인지를 지금 예측하는 것은 때 이르지만 투자자 베이스가 반드시 확장되어야 한다.

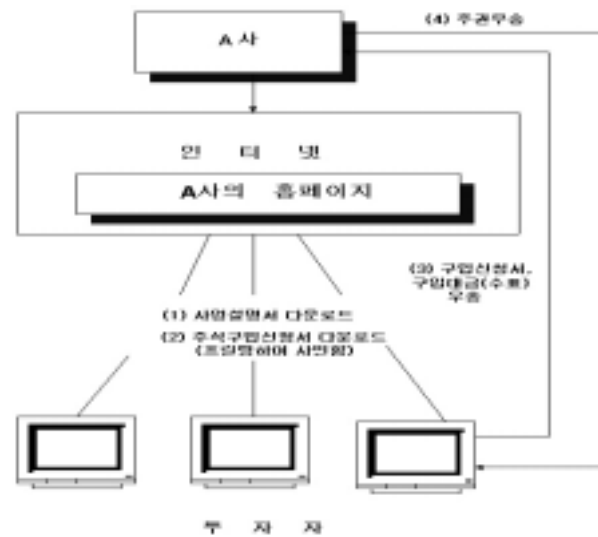
지금까지 직접공모는 보통 맥주, 건강상품 또는 야외작업도구회사와 같이 소비자 대상의 물건이나 서비스 회사였다. 이들은 이미 그 제품이

7) Regulation A에 의한 공모는 5백만 달러 이하로 유가증권신고서를 SEC에 제출이 요구되지는 않지만 사업설명서는 제출해야 된다.

8) Rice, Denis T., *The Internet, and The Cyber Securities Market Place*, CyberLaw, 1997.

나 서비스를 사용하고 있는 소비자들에게 익숙한 회사이므로 직접공모에 성공할 가능성이 큰 발행자들이다.

<그림 III-1> 인터넷상에서의 주식직접공모



그러나 제품 아이디어로 막 시작한 기업은 투자자에게 다가가기 힘들다. 따라서 이런 발행자들이 투자자들에게 직접 권유를 행할 수 있도록 잠재적 투자자들의 데이터베이스를 가지는 웹사이트의 개발은 발행자들에 대해 직접공모의 기회를 제공하는데 많은 도움이 될 것이다.

나. 직접공모 및 자사주거래의 사례와 SEC의 견해⁹⁾

직접공모 분야에서 인터넷 자금조달을 실시한 제1호는 New York의 Spring Street Brewing사의 1995년도 직접공모이다. 동사는 자사의 인터넷 웹사이트상에서 주식의 모집을 공모해 증권회사를 통하지 않고 3,500여명의 투자자들로부터 \$160만의 자금을 직접 조달하였다.

동사의 모집방법은 다음과 같다: ① 투자자는 우선 동사의 Homepage에 접속하고 모집안내서(Offering Circular)를 다운로드한다. 이것은 또한, e-mail로 신청하여 우편으로 받을 수 있다. ② 다음에 주식매입신청서를 Homepage에서 다운로드하여 프린트한다. ③ 그 후 매입신청서, 매입대금 상당의 인지, 주식이 등록되어 있는 주의 거주자의 증명서를 동사 앞으로 우송한다. ④ 회사측은 서류와 금액을 확인한 후 주식을 투자자에게 우송한다.

이러한 주식모집방법은 특이한 것이 아니다. 이전에도 소규모의 주식발행을 하는 기업이 친분이 있는 자 또는 지인 등을 상대로 직접발행을 해왔다. 그러나 인터넷을 사용함으로써 불특정다수를 상대로 주식을 발행하는 것이 가능하게 된 것이다. 증권회사를 통하지 않은 만큼 인수수수료가 절약되는 것이다. 또한, 모집안내서의 인쇄나 우송에 드는 비용이 절약된다. 이와 같은 장점이 있기 때문에 미국에서는 Spring Street Brewing사 이후 인터넷 직접공모가 잇따르고 있다.

인터넷 활용과 관련한 규제는 규제차원이라기보다 기존의 제도가 인터넷 이용을 저해하는 경우 SEC는 이를 적극적으로 개선해 간다는 입장을 견지해 왔다. 1995년 10월 SEC는 전자매체로 사업설명서 등의 서류를 투자자에게 송부함에 있어 충족해야할 요건을 명확히하는 통첩을 발부했다.

9) 證券取引の電子化에 관한 研究會, 報告書, 1998. 6

<표 III-1> 1995년 10월의 SEC 해석통첩 내용

<p>전자사업설명서 등이 투자자에게 송부되었다고 간주하기 위한 요건</p> <p>① 전자사업서 등을 송부했다는 사실이 전화, 팩스, 편지, 전자메일 등으로 투자자에게 별도로 통지될 것. 예를 들면, 인터넷상의 홈페이지에서 사업설명서를 다운로드할 수 있도록 된 경우는 다운로드가 가능하다는 뜻을 별도로 통지해야함. 다만, 사업설명서가 담겨진 CD-ROM이나 플로피디스크 등을 우송하거나 전자메일로 파일을 첨부하는 경우에는 필요없음</p> <p>② 투자자에게 정보에 대한 접근이 가능하게 되어 있을 것. 즉, 문서가 우송된 경우와 동등한 이용가능성이 부여 되어야 함. 결국 취득한 정보를 보관해야 하고 필요한 경우 보존한 장소로부터 취득할 수 있도록 되어야 함. 투자자가 요구하면 전자 사업설명서 등을 이미 송부 했어도 다시 문서형태로 우송해야함.</p> <p>전자사업설명서 등을 송부한 경우 투자자가 정보를 정확히 수취했는가를 확인하기 위해 다음중 하나의 방법을 강구할 필요가 있음</p> <p>① 투자자가 특정의 전자적 미디어를 통해 정보를 취득하는데 충분히 이해한 후, 동의할 것.</p> <p>② 전자메일의 반송메일 등의 방법으로 실제 투자자가 정보를 취득했음을 확인할 것.</p> <p>③ 투자자가 지정한 번호에 팩스를 송부할 것.</p> <p>④ WWW상에 게시한 영업용 자료로부터 최종사업설명서에 하이퍼링크를 설치하는 방법으로 사업설명서의 정보를 입수할 수 있도록 할 것.</p> <p>⑤ 사업설명서의 끝부분에 구입신청서를 첨부하는 형태로 정보에 접속하지 않으면 입수할 수 없는 Form을 사용할 것.</p>

SEC Release, Use of Electronic Media for Delivery Purpose, No. 33-7233; 34-36345; IC-21399

이미 말했듯이 1995년에 뉴욕의 Spring Street Brewing (SSB)가 증권 회사를 거치지 않고 인터넷상에서 자사의 주식을 모집하여 자금조달에 성공한 후, 동 사는 또한 인터넷상에서 주식직접모집의 선구자로서 1996년 3월 투자자가 자사의 주식을 직접 매매하도록 정보를 게재하는 전자 게시판판을 인터넷상에 개설하였는데, 이 전자게시판을 동사의 맥주 상품명인 "Wit Beer"의 이름을 따서 "Wit Trade"라고 불렀다. 즉 발행회사 자신이 인터넷을 사용해 유통시장 형성에 적극적으로 나섰던 것이다.¹⁰⁾ 왜냐하면 유통시장에서의 유동성 공급이 발행시장에서의 주식 공모의

10) 淵田 康之, 電子證券去來, 日本經濟法令研究會, 1997. 2

성패에 중요한 변수이기 때문이었다.

이 테스트 시스템에서 4건의 매매가 성립되었을 때 법적 문제가 명확히 해결되지 않았다는 이유로 SEC로부터 제재가 가해졌다. 그러나 얼마 후 SEC는 이러한 시스템이 혁신적이라고 칭찬함과 동시에 거래재개를 위해서는 일정요건이 충족되도록 개선할 것을 요구하면서, 개선이 필요한 사항에 대하여 구체적으로 대안을 지적했다.

<표 III-2> SSB사의 자사주매매 전자계시판 구조와 SEC지적사항

전자계시판을 통한 매매구조	SEC가 지적한 문제점	SEC가 요청한 개선내용
① 주식매매를 희망하는 투자자는 인터넷상의 전자계시판에 접속	동사 주식의 유동성 부족에 대한 위험 경고 불충분	거래소시장등에서 거래되지 않고 유동성이 낮으며, 희망가격 등으로 매매된다는 보장이 없음을 명시할것
② 투자자는 “매도희망”, “매수희망”의 계시판에 희망거래수량, 가격, 연락처를 입력	투자자가 매도, 매수 동시 제시시 증권딜러업무 영위 오인우려	동일 투자자가 매도/매수를 동시에 제시한 경우 증권딜러로 오인할 가능성이 있어 그 경우는 SEC에 등록이 필요함을 명시
③ 전자계시판을 본 투자자는 전자메일이나 전화로 정보를 입력한 투자자에 연락하여 상대교섭	과거 거래내용 제시하면 투자자의 판단에 도움	최근 거래가격, 수량을 인터넷을 통해 공표하고, 가격·수량등 거래 데이터를 보관하고 SEC 요청이 있을 때 제출
④ 교섭성립의 경우 투자자는 스프링스트리트사의 소정의 매매계약서를 다운로드하여 계약서에 서명, 투자자는 수표와 주권에 계약서를 첨부하여 회사에 우송, 회사는 계약서 확인후 매도에는 수표, 매수에는 주권을 송부	증권브로커/딜러로 등록하지 않은 자가 투자자의 자금을 직접 취급하는 것은 부적당	은행이나 위탁대리인(escrow agent) 등 독립대리인이 매수자의 수표를 취급할 수 있도록 시스템을 개선할 것. 수표는 스프링스트리트사가 아닌 대리인에게 직접 송부하도록 함.

(자료) SEC서한(野村總合研究所 요약작성)

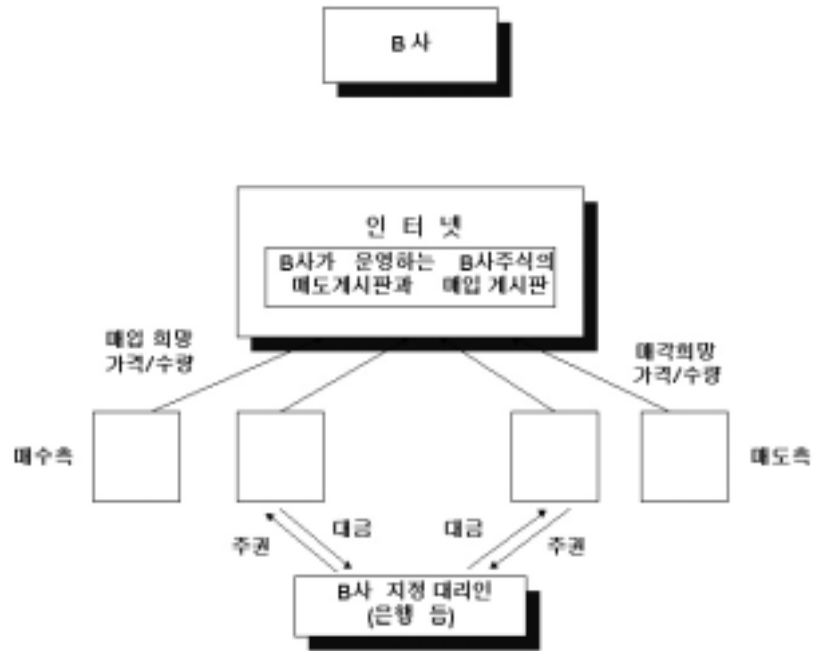
개선해야할 점들 중 가장 중요한 사항은 매도측과 매입측의 대금 및 증권의 이전 중개업무를 SSB사가 직접하지 말고 제3자가 취급하도록 하라는 것이었다. 즉, 수표와 주권의 송달에 SSB사가 직접 간여하지 말고 은행이나 예탁대리인(escrow) 등 독립대리인이 매수자의 수표를 취급할 수 있도록 시스템을 개선할 것을 요구하였다.

위와 같은 개선을 통해서 조건을 만족시키면 "Wit-Trade"를 재개할 수 있었는데도 불구하고 SSB사는 이를 재개하지 않았다. 이유는 사장인 클라인씨가 "Wit-Trade"보다 더욱 본격적인 거래시스템 구축에 나섰기 때문이다. 그는 "Wit-Capital"이라는 투자은행 및 브로커리지를 영위하는 온라인 회사를 설립하여, 수많은 온라인 투자자들과의 관계를 이용하여 공모 및 사모로 분매되어야 할 주식들을 온라인으로 판매하는 영업을 영위하고 있다(www.witcapital.com).

"Wit Trade"에 대한 SEC의 견해가 명확화 됨에 따라 조금 모양새는 다르지만 1996년 6월에는 캘리포니아주의 RGTC사는 자사주거래를 위한 전자게시판의 개설을 인정하는 무제재확인서(No Action Letter)를 SEC로부터 발급 받았다.¹¹⁾ 원래 이회사가 만든 게시판은 문자 그대로 단순한 게시판으로 매매를 성립시키는 기능은 없다. 게시판을 보고 매매하고 싶다고 생각한 사람이 직접 게시판에 게시물을 올린 사람에게 연락해 은행 등의 대리인을 사이에 두고 주식과 자금을 거래하는 것이다. 그러나 동 시장은 사거나 팔고자 할 때 신속하게 매매가 성립되지 못하는 단점이 있었다.

11) 무제재확인서(No Action Letter)는 특정인이 특정사안에 대하여 SEC에 연방법의 위배여부를 문의하는 경우 동 사안이 법에 저촉되지 않음을 나타내는 SEC의 답변서로서 각 사안의 내용에 대하여 사안별로 발급된다.

<그림 III-2> 자사주 거래 전자게시판(Bulletin Board)

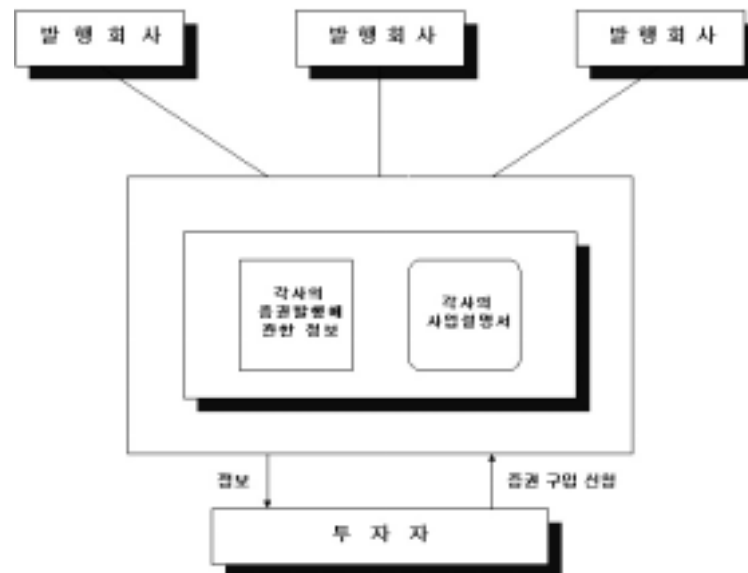


다. 직접공모에 대한 링크제공

단순히 인터넷을 통해 직접모집을 행하는 발행자에 링크할 수 있도록 발행자의 사이트를 집중하여 제공하는 사이트가 있다. 예를 들어 표준화된 양식 U-7 사업설명서를 이용하여 공모하는 발행자를 찾기 원하는 사람은 단지 "SCORnet"(scor-net.com)에 로그인하면 된다. 여기에는 양식 U-7에 의하여 서류를 제출한 발행자뿐만 아니라 SEC Reg A 면제에 해당하는 발행자 또는 소규모 발행자를 위한 SEC 양식 SB-2에 등록된 발행자도 발견된다. "SCORnet"는 또한 주정부에 의해 열거된 수많

은 발행자의 사업설명서가 있는 전자게시판(Bulletin Board)도 포함하고 있다. 이러한 링크사이트의 유용성과 잠재적인 이익은 다소 의심스러운데 그 이유는 그들이 제공하는 서비스가 한정적이고 직접공모에 접근할 수 있는 다른 방법들이 있기 때문이다.

<그림 III-3> 직접공모사이트 링크



이러한 제한적인 유용성으로 인하여 1997년 6월경 SCORnet은 "Direct Stock Market Incorporated"와 합병할 것을 발표하였고 주소를 www.directstockmarket.com으로 변경하였다. Direct Stock Market은 청각적, 시각적으로 완전하고 대화창을 통하여 사람들로부터 질문에 응답도 할 수 있는 발행자의 프레젠테이션이 가능한 가상로드쇼와 세미나를 제공하고 있다.

라. 투자자 정보은행(Data Bank)사이트

www는 증권발행자에게만이 아니라 사모, 역외모집, 공모의 경우까지도 발행자들이 직접 증권의 모집을 알릴 수 있는 잠재적 투자자를 데이터 뱅크화하는 많은 온라인 회사들에게도 좋은 도구이다. 그 예로 International Financial Consultants, Ltd.(www.ipoexchange.com)를 들 수 있는데 이 회사는 스스로를 '최고의 온라인 IPO 시장(the premier on-line IPO market)'이라 자칭한다. IFC는 SEC의 Reg. A 또는 Reg. D 면제에 의한 기업공개 서비스를 제공한다. 잠재적 투자자는 "적격투자자(accredited investor)"가 됨으로써 Reg. D 모집에 대한 사모 정보센터에 접근할 수 있다. 이렇게 하기 위해서 투자자는 반드시 Reg. D와 캘리포니아 기업부의 규정 모두를 충족시킬 수 있도록 만들어진 질문서에 답해야 한다.

IPOnet(www.zana.com/iponet)는 데이터 뱅크가 잘 만들어진 사이트 중의 하나이다. 스스로를 미국 증권거래법에 의해 온라인으로 신규공모 및 사모 증권을 판매할 수 있도록 허가 받은 유일한 인터넷 사이트라고 광고한다. IPOnet는 Reg. D에 의한 사모를 용이하게 달성하는 자신들의 방법에 대해 SEC의 무제재확인서를 발급받았다. 이 무제재확인서에 의하여 IPOnet는 적격(accredited) 투자자만이 접근할 수 있는 Reg. D 모집의 통지를 게시한다. 그러나 IPOnet만이 투자자 데이터 뱅크에 대하여 SEC 승인을 받은 것만은 아니다.

"Angel Capital Electronic Network"에 대해서도 SEC는 1996년 무제재확인서를 발행하였다. Angel Capital은 다수의 교육기관과 기타 비영리 조직에 의해 운영되는 웹사이트를 제안하였고 이 사이트는 소규모 기업의 모집에 대한 정보를 열거하고자 하였다. SEC는 Angel Capital이 브로커/딜러 또는 전국증권거래소로 등록할 필요가 없다고 결정하였다.

IPOnet처럼 Angel Capital은 그들의 홈페이지에 Reg. A, 또는 Reg D Rule 504중 하나에 의해 등록이 면제된 소규모 모집계획을 열거하고자 하였다. 적격투자자는 Form U-7의 모집안내서에 접근하기 위해 등록절차를 거쳐야 한다. 또한 발행자가 Reg. A 모집에 대해 사전에 예비수요를 파악(test the water)할 수 있는 수단인 "매수관심의 권유(solicitation of interest)" 양식이 제공되어진다. 적격투자자로 등록하여 Reg. D 모집에 접근하기 위한 패스워드를 받으려는 사람은 적격투자자 자격을 얻기 위해 필요한 재무 및 기타 기준을 충족하고 있음을 증명하여야 한다. 적격투자자가 이 사이트에 열거된 소규모 기업을 매입하고자 하는 경우는 발행자와 직접 접촉한다. Angel Capital은 무체재확인서를 신청하면서 어떤 거래의 체결도 회원기관이 운영하는 네트워크상에서 발생하지 않을 것이며 이 사이트의 종업원은 모든 판매거래에 관여하지 않을 것을 표명하였다. 그러나 적격투자자는 웹사이트내에 있는 검색엔진을 이용하여 그들이 관심을 가질만한 유형의 기업을 찾을 수 있다. 이 검색엔진은 또한 투자자에게 인터넷을 통해 이 사이트에 자신의 증권을 게재한 기업이 특정투자자의 관심과 관련이 있는 지를 알려줄 수 있다.

IPOnet의 사이트는 2년이 넘게 잘 운영되어오고 있다. IPOnet는 주로 증권법에 의한 면제요건에 근거하여 투자자를 4가지 유형으로 분류하였다. 일반회원은 누구나 속하는 것으로 IPOnet가 새로운 모집을 게시할 때마다 전자우편으로 통지받는다. 이 전자우편은 웹상에 발표된 내용과 곧바로 연결되어 있다. 적격투자자가 되기 위해서는 Reg. D, 1933년 증권법 Section 4(2), 캘리포니아 기업증권법의 Section 25102(f), 그리고 기타 주의 법에 의한 비공모주식에 참여할 수 있는 기준을 충족시키는 사람인지를 판단하기 위한 IPOnet의 "적격투자자 질문서(Accredited Investor Questionnaire)"를 작성하여야 한다. 기술적 투자자(Sophiscated Investor)가 되기 위해서는, 적격투자자에 대한 수입이나 재산상태에 대한 조건 조사대신, 벤처캐피탈이나 제한적 투자(restricted investment)의

경험이 반드시 있어야 한다. 마지막으로 외국투자자로서의 자격을 얻기 위해서는 미국 비거주자라는 신원을 증명하여야 한다. 이렇게 하는 이유는 SEC Reg. S에 의한 역외모집에 참여자격이 있는 사람들의 데이터베이스를 만들기 위한 것이다.

4. 규제체계

인터넷을 통해 연방증권법에 의한 정보전달의무를 이행하려는 발행자들에게는 1995년 10월 SEC의 해석통첩¹²⁾과 1996년의 최종규정¹³⁾이 기본적인 지침이 된다. 이 지침은 투자자들에 대한 정보의 전자적 전달을 포용하려는 SEC의 의지를 담고있지만 대개는 연방증권법에 일치하게 전자문서가 준비되고, 갱신되고, 그리고 전달될 것과 전자전달이 페이퍼 전달과 같이 확실하게 될 것을 요구한다.

SEC는 전자전달을 프린트 매체에 비유하면서 “전자수단을 통해 전달된 정보가 수령자들이 페이퍼의 형태로 받았을 경우와 동일한 정보를 전달하는 경우에는 연방증권법의 전달요건을 만족하는 것을 본다”는 의견을 나타내었다. 정보전달을 위해 전자매체를 이용하는 문제에 관해 SEC는 발행자에 의한 공시가 투자자들에게 적절하게 그리고 적시에 이루어지고 투자자들이 정보에 효과적으로 접근할 수 있고 정보가 투자자에게 제대로 전달되었는지 합리적으로 확인할 수 있는지에 초점을 둔다. 따라서 실제로 정보가 전달되었다는 증거가 없이 단순히 웹상에 서류를 게시하는 것만으로는 적절한 통지(notice)의 조건을 만족시켰다고 할 수 없다. 전자우편, 서신 또는 우편엽서에 의한 별도의 통지를 하는 경우는 전달요건을 만족시킨 것으로 볼 수 있다.

12) SEC, Release No. 33-7233

13) SEC, Release No. 33-7289

SEC는 투자자들이 우편을 통한 우송과 같은 정도의 공시(required disclosure)에 접근할 수 있을 것과 투자자들이 정보를 보유할 수 있도록 하거나 개인적으로 보유하는 것과 동일하다고 여길 수 있게 정보에 대한 계속적 접근 가능성을 요구한다. 인터넷에 게시되거나 온라인 서비스를 통해 이용 가능한 서류는 SEC 규칙에 의한 모든 전달요건이 적용되는 동안에는 계속적인 접근이 가능하여야 한다. 웹에 게시된 예비사업설명서의 경우는 페이퍼의 경우와 동일하게 내용의 갱신(update)이 이루어져야 한다.

발행자는 컴퓨터의 처리용량부족, 컴퓨터시스템 고장의 경우에 대비하여 또는 투자자가 전자서류에 대한 동의를 철회하는 경우에 대비하여, 반드시 자신들의 서류를 페이퍼 형태로 이용 가능하도록 하여야 한다. 발행자는 우편을 통한 우송의 경우와 동일한 정도로 전자정보전달요건이 만족스러운지에 대한 합리적인 확인수단이 있어야 한다. 전달요건의 충족은 접근할 수 있는 것에 대한 적절한 통지와 함께 특정 전자매체를 통한 정보 수령에 대한 투자자의 동의; 서류가 접근되었거나, 다운로드 또는 프린트되었다는 투자자의 회송전자메일의 수신 또는 그러한 사실에 대한 확인; 투자자의 팩스를 통해 이루어진 정보의 수령; 요구서류에 대한 투자자의 하이퍼링크를 통한 접근; 그리고 오직 그 서류에 접근함으로써 이용가능한 양식 또는 기타 자료에 대한 투자자의 이용이 포함될 수 있다.

발행자는 반드시 특정 전자매체를 통해 정보를 수령한다는 투자자의 동의를 얻어야 한다. 동의는 발행자가 특정 서류를 전자전달하기 이전이라면 언제라도 합리적인 때에 철회될 수 있다.

위에서 거론한 통지, 접근, 그리고 전달요건과는 별도로 가상공간(cyber space)을 통한 모집도 역시 인터넷이 출현하기 전에 만들어진 수많은 제약을 받고 있다는 사실을 명심해야 한다. 예를 들어 직접공모가

1933년 증권법에 의거하여 등록하기로 예정되어있는 공모의 경우에 발행자의 웹사이트에 호황정보(bullish information)를 게재하는 경우와 같이 예정된 공모시장의 상황에 영향을 끼칠 수 있는 공시는 1933년 법의 Section 5(c)를 위반하는 것이 된다. 또한 발행자 또는 인수인은 예비사업설명서에 1933년 법의 Section 5(b)(1)을 위반할 수도 있는 연구보고서 또는 기타 정보를 하이퍼링크시킴으로써 유가증권 초기 판매시기(유가증권신고서 효력발생 이후 25일간: quiet period)의 제약을 위반하지 않도록 반드시 주의하여야 한다.

등록서류가 제출된 이후에 일반적인 반사기(antifraud) 제약이외에는 구두청약에 대한 제약은 없다. 그러나 그러한 청약이라도 Section 12(2)의 법적책임(liability)과 반사기금지 조항에는 해당된다. 등록서류가 일단 효력을 발휘하면 최종사업설명서가 있는 웹사이트는 다른 판매서류(sales literature)에 하이퍼링크 될 수 있다. 실제로 발행자는 웹을 통해 사업설명서의 전달이 이루어진 사람에 대해서 판매서류를 우송할 수 있다. 최종 사업설명서를 볼 수 있다는 사실과 그 웹사이트 주소의 통지는 반드시 판매서류의 우송과 병행되거나 먼저 이루어져야 한다.

또한 SEC는 두 개의 무제재확인서(no-action letter)에서 자격을 갖춘 투자자나 고도의 기술적 투자자들을 사전에 선정하여 그러한 투자자에게 확실한 방법을 통해서 전자통지를 하는 경우는 “일반적 권유”에 해당하지 않으므로 SEC Regulation D에 의거한 사모를 위해 투자자 데이터 뱅크를 만드는 것을 허용한다는 입장을 밝혔다.

5. Internet Financing의 미래

디지털 커뮤니케이션과 전자상거래는 아직까지 발전초기에 있다. 이것이 공모, 유통시장, 그리고 자본형성에 미치는 다양한 영향은 아직 발

전초기 단계에서 측정하기 어렵다. 그럼에도 불구하고 몇 가지는 확실하다. 첫째, 웹의 세계적이고 동시적인 성격으로 인해 관할권 장벽이 이전보다 훨씬 쉽게 침범될 수 있다. Web을 이용한 공모의 경우 역외공모 문제가 대두될 것이다. 이에 대한 해석들이 많이 대두되고 있음에 따라 SEC나 IOSCO 등에서는 이에 대한 해석과 바람직한 규제방향 등을 제시하고 있다.¹⁴⁾ 둘째, Net으로 인해 규모가 작은 발행자들이 더 신속하게 더 많은 잠재적 투자자에게 접근할 수 있고 소규모의 금융기관이 즉각적으로 대량의 금융정보에 접근할 수 있게 됨으로써 Net이 평등화에 미치는 영향이 상당하다. 셋째, 정보획득과 이용자들에 대한 접근의 측면에서 평등화의 역할에도 불구하고 입지를 확실히 하지 못한 중간규모의 운영자들은 사람, 장소 그리고 웹에 대한 데이터의 약소함으로 인해 궁극적으로 서로 합치게 될 것이다. Net상에서 대규모의 그리고 고도화된 증권발행이 가능한 소프트웨어 시스템을 만드는 것은 상당한 투자를 요하고 장래에 언젠가는 이 분야의 "player"를 제한하게 될 것이다.

매수자와 매도자들이 주문을 내기 전에 상당히 많은 일들이 일어나고 회사가 현재와 미래의 고객에게 인터넷상에서 더 많은 정보를 제공할수록 그 기업은 고객과의 관계를 더욱 돈독히 할 수 있다. 웹을 가장 성공적으로 이용하는 자들은 웹의 범세계성과 적소성(niche)을 잘 인식하고 있는 개인 또는 기관투자자들이 될 것이다. 2000년 이후의 기업금융은 지금까지 지속되던 기업금융의 모습과는 엄청나게 달라져 있게 될 것이다.

14) SEC, 17 CFR Parts 231, 241, 271, 276, Release Nos. 33-7516, 34-39779, IA-1710, IC-23071.

IOSCO, Public Document, "Securities Activity on the Internet," 1998.

IV. 온라인 증권유통시장: 대체거래시스템 (ATS)

1. 미국증권시장의 구조
2. 새로운 시스템에 대한 요구: 대체거래시스템 등장
3. 대체거래시스템과 증권시장
4. 대체거래시스템의 분류 및 설명
5. Internal Broker/Dealer Trading System(IBDTS)

IV. 온라인 증권유통시장: 대체거래시스템(ATS)

1. 미국증권시장의 구조

과거에 미국의 증권시장은, NYSE와 Amex(최근에 Nasdaq에 합병), 두 개의 전국거래소와 5개의 지방증권거래소(regional exchange: Boston, Chicago, Cincinnati, Pacific, and Philadelphia)로 구성되어 있었다. 각 거래소의 면허를 받은 회원들만이 직접 이들 거래소에서 거래를 할 수 있다. 회원은 주로 대형 투자은행, 중개업자, 스페셜리스트 회사, 독립브로커 그리고 일부 기업이다. 그러나 예를 들어 보험회사와 같은 금융기관은 회원이 될 수 없다. 입회장(floor)에서 매수자측과 매도자측 회원들 간의 경쟁매매를 통해 가격이 결정된다. 거래소 회원권은 얻기가 어려운 편이다. NYSE는 1950년대 초 이후 회원수를 증가시키지 않았다. 회원권을 다른 회원으로부터 빌리거나 구입하여야 하므로 증권거래소는 매우 배타적인 기관이다.

SEC의 규제하에서 증권거래소들은 자율규제기관(SROs)으로 분류된다. 증권거래소들은 자체의 운영규칙과 운영체계가 있으며 승인규칙과 징계규칙으로 회원을 통제한다. 의회는 SEC에 SRO운영 감독권, 모든 SRO 규정과 규제의 승인권, SRO규칙 제정 권한을 부여하였다.

신시네티 거래소는 완전히 자동화되어 물리적인 거래장소가 따로 없다. 지방거래소는 다른 곳에 상장되어 있지 않은 지방기업 주식과 새로운 파생상품(스탁옵션)뿐만 아니라 다른 증권거래소(보통은 전국거래소)에 상장되어 있는 증권을 거래한다. 지방거래소의 회원은 전국증권거래소의 회원인 기관과 전국시장에 접근하기를 원하지만 전국증권거래소의 회원이 될만한 능력이 없거나 또는 전국증권거래소의 회원이 될만한 강력한 경제적 동기가 없는 기관들로 이루어져 있다. 전국증권거래소와 마

찬가지로 지방거래소도 자율규제기관이며 SEC가 이들에 대해 감독권을 가진다.

전국의 금융시장을 구성하는 또 하나는 장외시장으로 지리적으로 분산된 거래집단이 원거리통신 시스템으로 서로 연결되어 있다. Nasdaq이 가장 큰 장외거래시스템이다. 딜러는 컴퓨터스크린에 호가를 게시하고 전화나 컴퓨터 링크를 통해서 다른 딜러로부터 주문을 받는다. 몇몇 브로커/딜러는 매수와 매도주문을 동시에 모두 받는 시장조성자이다. 전국 거래소나 지방거래소의 딜러와 같이 그들은 각 거래에 대한 수수료를 받거나 자신들의 계정으로 거래하는 매수와 매도주문간의 스프레드를 통해서 이익을 얻는다. 장외시장에서의 모든 참여자들은 반드시 SEC에 의해 감독을 받는 SRO인 NASD의 회원이어야 한다. 개인이 회원권을 확보하기 위해서는 반드시 자본과 전문성의 조건을 갖추어야 하지만 그러한 자격요건을 충족하는 자는 누구나 회원이 될 수 있다.

신시네티를 제외한 모든 전국거래소와 지방거래소는 물리적인 거래장소를 가지고 있다. 1884년에 조직된 신시네티는 1976년에 거래장소를 완전히 없앴다. 대부분의 전통적 증권거래소들은 컴퓨터 거래를 시험적으로 운영하고 있다. 1991년 이후 NYSE는 개별주식주문과 바스켓주문거래에 대해 자동거래체결시스템인 시간외 crossing session I과 II를 운영하고 있다. AMEX와 합병한 Nasdaq는 새로운 OptiMark 전자거래시스템을 운영할 예정이다. 그리고 모든 거래소와 Nasdaq은 중간에 거래장내 브로커의 개입없이 회원들이 전자매체를 통해 해당 주식의 스페셜리스트나 마켓메이커에게 주문을 회송할 수 있는 소액 주문체결 시스템을 가지고 있다.

Instinet의 Real-Time Trading Service, Island System, Portfolio System for Institutional Trading(POSIT), 그리고 애리조나 증권거래소(AZX)와 같은 사설전자거래시스템은 최근 10년 동안 급속히 성장한 시

시스템들이다. 최근 2-3년 동안에는 ECN의 성장이 더욱 두드러지고 있다. 이런 완전히 자동화된 시스템을 통해 기관이나 다른 시장참여자들은 다양한 방법으로 전자적으로 거래를 체결할 수 있다. 이들 거래시스템은 전국거래소 또는 지방증권거래소들과는 다르게 회원권 제약이 없다.

아직까지 신생인 전자거래소들은 현재 NYSE 주식거래의 4%와 Nasdaq 거래주식의 22%를 처리하고 있다. 20개 이상의 전자거래시스템의 가입대상자는 주로 우리의 전통적인 시장에서 발생하는 거래비용과 시간 지연 문제에 불만인 기관투자자들이다. 또한 140여 브로커/딜러가 그들 자신의 거래나 고객을 위해 제한적인 내부적 컴퓨터 거래시스템을 운영한다. 몇몇 새로운 개념의 회원제인 전자거래시스템은 매우 잘 되고 있어 곧 등록증권거래소나 Nasdaq을 대체할 수도 있을 것이다.

전통적 거래소의 운영과 새로운 대체거래시스템의 운영을 비교하기 위하여 전국증권거래소에 상장되어있는 XYZ에 대한 공개 최선 매수호가 2,000주에 54 1/16이고 최선의 매도호가는 3,000주에 54 3/16이라고 가정해보자. 스프레드는 1/8이다. 투자자는 4,000주를 사기 원한다. 매입을 위한 가장 전통적인 방법은 그 투자자의 브로커가 그 주문을 장내 브로커에게 주는 것이다. 주문을 전달받은 장내브로커는 XYZ주식의 스페셜리스트 주위에 몰려있는 집단속으로 들어가 4,000주를 54 3/16이하에 매도하려는 다른 브로커가 있는지 탐색한다. 이 경우 그 브로커는 최소한 3,000주를 54 3/16에 매입하는 것보다는 더 나쁜 조건은 얻지 않을 것임을 알고 있다.

때때로 장내 브로커는 마지막 천주를 54 1/8에 매입할 수 있을 것이다. 그 브로커는 주문을 처리해주는 대가로 고객에게 수수료를 부과함으로써 이익을 얻는다.

거래소의 새로운 소액주문 체결시스템에서는 투자자의 브로커가 주문을 XYZ주식의 스페셜리스트에게 전자적으로 보낸다. 장내 브로커는

개입하지 않는다. 해당 스페셜리스트는 짧은 기간동안 그 주문을 보유하면서 더 나은 가격을(예를 들어 54 1/8) 얻기 위한 시도를 한다. 이 경우 시장상황이 위에 가정한 데로라면 투자자는 아직까지는 최소한 3,000주를 54 3/16에 매입할 수 있을 것이다. 가끔 스페셜리스트는 일부의 주식에 대해 54 1/8과 같은 낮은 가격으로 매입할 수 있다.

새로운 대체거래시스템에서는 투자자의 브로커는 최선의 매도에 대하여 자동적으로 거래가 체결되도록 주문사항을 전자적으로 입력한다. 장내 브로커나 스페셜리스트가 그 주문과 관련하여 아무런 작용을 하지 않는다. 우리의 예에서 보면 투자자는 자동적으로 3,000주를 54 3/16에 매입하고 나머지 1,000주는 매입하지 못하고 다음의 매입 기회를 기다린다. 전자거래시스템의 장점의 하나는 장내 브로커나 스페셜리스트에게 지불하는 수수료(fee 또는 commission)가 없어 저렴하다는 것이다.

또 다른 장점은 자동적으로 거래가 체결될 것이라는 확실성이 크다는 것이다. 기관투자자는 그들이 그들의 주문을 낼때와 주문이 체결되는 때와의 사이에 장내 브로커나 스페셜리스트가 기관투자자의 주문을 앞질러 거래를 체결(front running)할 가능성에 대해 염려한다. 즉, 장내 브로커가 XYZ 주식을 낮은 가격에 (즉, 위의 예에서는 54 1/8) 자신들의 계정을 위해 스스로 매입할 수 있다. 그리고 나서 그 주식의 매입 가격이 상승한다면 장내 브로커는 자신이 소유한 XYZ주식을 높은 가격으로 매도함으로써 이익을 얻는 동시에 고객을 위해서는 높은 가격으로 XYZ 주식을 매입할 것이다.

2. 새로운 시스템에 대한 요구: 대체거래시스템 등장

가. 새로운 거래시스템에 대한 요구

자본시장은 다양한 서비스를 제공하고 거래의 공정성과 질서를 유지하도록, 그리고 거래비용이 저렴하고 매매체결속도가 빠른 시장에 대한 이용자들의 요구에 부합하여 진화되어왔다. 현재도 시장은 이용자들의 요구의 수용에 대한 강한 압박을 받고 있다. 거래소 시장들과 장외에서 증권거래를 도모하는 기업가 정신에 입각한 운영자들은 기존서비스를 한층 향상시키고, 새로운 서비스와 상품들의 복합화를 기하고 있다. 주문의 크기, 익명성에 대한 요구, 투자기술 수준, 거래의 목적, 그리고 정보의 유무 등에 따라 다양한 형태의 투자자들이 존재하는 이유로 어느 특정시장이 모든 요구를 충족시키기가 힘들게 되었다.

결과적으로, 미국 자본시장을 보면 다면화한 양상으로 발전하게 되었다. 주요시장(primary market) -NYSE, Amex, 그리고 Nasdaq-은 가능한 한 많은 이용자를 유치하려고 노력해왔다. 그러나, 주요시장은 그들의 경쟁적 우위가 약한 특화된 서비스의 제공에 있어서 경쟁시장들에게 점유율을 빼앗기고 있다.

나. 대체거래시스템의 등장

고객의 주체 및 주문의 크기 등에 따라 다면화된 고객의 요구에 따라 새로운 매매체결시스템은 기존의 증권거래소가 제공하는 서비스 중에서 비효율적인 서비스에 특화하면서 경쟁적으로 성장하였다. 이러한 추세에 따라 개발된 거래시스템이 대체거래시스템이다. 물론 이 시스템은 상기의 요구 외에 컴퓨터와 통신의 급속한 발전에 힘입어 탄생된 것

임은 강조할 필요조차 없다.

대체거래시스템은 주로 브로커/딜러가 이용하는 스크린 베이스 자동 거래시스템으로 자율규제기관(SROs)으로서 또는 자율규제기관과 연계하여 운영되는 것이 아니라 독립적으로 운영된다. SEC는 종전까지 사설시장(PTS: Proprietary Trading System)을 “자율규제기관 (등록증권거래소 및 등록증권업협회) 이외의 자가 상업적으로 운영하는 전자거래 네트워크”로 정의하고 있었다.¹⁵⁾ 그러나 과거에 상정했던 개념 이외의 새로운 형태의 거래시스템이 계속적으로 출현함에 따라 이에 대한 규제의 방향을 정하면서 대체거래시스템의 개념이 정립되어가고 있다. 대체거래시스템에 대한 공식적인 정의는 SEC가 1998년 12월 “Regulation ATS”규정을 제정하면서 개념적으로 밝히고 있다. Instinet와 Lattice와 같은 참가자들간의 주문이나 거래의사를 접속시켜 매매기회를 제공하는 “hit or take system”, Instinet crossing network이나 POSIT와 같은 “matching system”, 그리고 AZX와 같은 불연속경쟁매매시스템(auction-based system), 그리고 Instinet, Island 그리고 B-Trade와 같이 전자매체를 통해 전자상황판에서 주문을 체결시키는(또는 기회를 제공하는) 시스템으로 거래시장으로서의 기능을 수행하는 Electronic Communication Network(ECN) 등을 총괄하는 의미로 SEC가 증권거래소로 정의하여 거래소에 대한 규제를 요구하는 거래소 외의 거의 모든 거래시스템을 지칭한다고 볼 수 있다.¹⁶⁾ 대체거래시스템에는 현재 주식, 국채, 회사채,

15) SEC Release 34-30920

16) 1998년 12월 “Regulation ATS”의 최종규정에서 SEC는 ATS를 다음과 같이 정의할 것을 제안하고 있다: ATS는 ① 증권의 매도자와 매수자를 집중하기 위한 또는 규정 3b-16하의 거래소에 의해서 일반적으로 수행되는 기능을 수행하는 시장이나 시설을 구성, 유지 또는 제공하고, ② 가입자들의 거래행위 이외에 가입자들의 여타의 다른 행위를 통제하는 어떠한 규정을 만들지 않거나, 또는 가입자들에게 거래행위를 할 수 없도록 배제하는 것 이외의 어떠한 다른 제제도 가하지 않는 모든 그러한 조직, 협회, 사람, 단체, 또는 시스템을 지칭한다. 이 정의는 가입자들에게 자율규제를 가하

그리고 옵션의 거래가 허용된다. 현실적으로 이러한 시스템은 기관투자자, 브로커/딜러, 스페셜리스트, 그리고 기타 시장 전문가들만이 참여하는 것으로 하여 발전되어 왔으나 최근에는 개인투자자들을 대상으로 하는 시스템들이 도입되고 있다.

지난 수년 동안의 원거리 통신과 거래 기술의 발전으로 대체거래시스템이 성장할 수 있었다. 이는 기관투자자들이 거래비용을 줄일 목적으로, 또는 시장조성자의 스프레드를 피하려는 목적으로, 그리고 조직화된 시장에서 거래했다면 발생했을지도 모를 시장충격비용을 유발시키지 않고 거래를 체결하기 위해 이용되어져 왔다.

대체거래시스템의 인기는 다음의 두 가지 현상에 의해 가속화되었다. 상장된 증권에 관해서는, 거래소가 제공하는 즉각적인 유동성은 원하지 않고 시장스프레드를 지불하기 원하지 않는 거래비용에 민감한 수동적 펀드매니저와 인내형 투자자(patient investors)에게 대체거래시스템은 매력적이다. Nasdaq 증권에 관해서는, Nasdaq의 시장조성자를 통해서 주문하기를 원하지 않거나, 매수-매도 스프레드를 지불하기 원하지 않고, 대신 다른 기관투자자들과 거래함으로써 유동성을 찾는 기관투자자들에 의해 대체거래시스템이 이용된다.

이러한 대체거래시스템은 지속적으로 성장하여 1996년말 기준으로 거래량이 나스닥상장종목의 20% 그리고 NYSE상장종목의 4%에 달하고 있다(1998년 12월 SEC release 중에서 인용)¹⁷⁾. 즉, 대체거래시스템의 확산은 수평적 통합의 범위를 넓히고 있으며 또한 기관투자자 뿐만 아니라 개인투자자들에게도 그 파장이 확대되어가고 있다.

는 모든 시스템은 거래소로 등록해야함을 나타내고 있다.
17) 1998년 2월 자료에서는 NYSE 종목 거래량의 4% 그리고 Nasdaq 종목 거래량의 22%를 차지하고 있다.

3. 대체거래시스템과 증권시장

가. 기술적 진화와 기존 증권거래소

현재 증권산업은 기술발전에 의해 거대한 변화를 겪고 있다. 유럽통합과 단일통화인 유러화 또한 커다란 변화요인이다. 이러한 변화는 증권산업구조에 개혁을 일으키고 있다.

인터넷과 그 보다 더 안전한 사설네트워크로 인해 투자자들이 브로커를 거치지 않고 국경에 상관없이 거래주문을 직접 증권시장에 전달할 수 있게 되었다. 기관투자자들은 이전에도 이렇게 할 수 있었다. 하지만 인터넷이 일반투자자(retail investor)에게 시장에 직접 접근할 수 있는 능력을 부여하게 된 것이다. 많은 참여집단이 이러한 인터넷의 역량으로부터 혜택을 얻는다. 더욱 많은 사람들이 시장에 참여하고 있으며, 투자자가 시장접근에 대해 지불하여야 하는 가격이 낮아지고 선도 증권회사의 가격구조에 큰 타격을 가하고 있다. 인터넷과 사설네트워크에 의해 발행자와 투자자는 다른 나라의 시장에 접근할 수 있게됨으로써 전국시장은 더욱 심한 국제경쟁에 직면하게 되었다.¹⁸⁾

대체거래시스템은 매수자와 매도자를 접속(match)시키고, 전자거래를 체결시키며 등록된 증권거래소와 장외딜러시장 모두를 포함하여 전통적 시장에 대한 저렴한 비용의 대체수단이 된다. 이러한 대체거래시스템이 인터넷과 더욱 안전한 사설네트워크에 연결되어 있기 때문에 전통시장에서 이루어지는 거래의 상당 부분을 가져갈 수 있다. 미국에서 이러한 추세로 인해 거래소 회원가격이 하락하고 있으며 주요한 전통거래소들

18) 독일거래소는 적극적으로 안전한 사설네트워크를 통해 독일거래소에 링크되어 있는 미국회원들이 거래를 시작하도록 권장한다. 이런 요인들이 미국시장이 전자기술을 적용하려는 움직임을 강화시켰다.

이 전자거래의 도입을 고려하게 되었다.

최근 수년동안 기존의 증권거래소와 가상의 대체거래시스템(특히 최근에는 ECN의 성장) 모두에서 증권시장은 급속도로 진화되고 있다. 인터넷의 등장과 이로 인한 기업정보와 유가증권에 대한 정보교환의 신속성은 증권시장 진화의 촉매로 작용하고 있다.

1998년도 말 SEC는 전자거래시스템인 대체거래시스템에 대한 새로운 통제와 기존의 거래소들이 이처럼 급성장하는 스크린에 의존한 경쟁자들과 공정하게 경쟁할 수 있는 틀을 제공하는 새로운 규제 체계를 승인하였다.¹⁹⁾ 동 규정은 브로커와 거래소들이 인터넷상에서 시장을 개설하는 방향으로 움직임에 따라 제정되었다. 최근까지 영리목적으로 운영되어 오던 대체거래시스템들은 감독 및 규제에 대한 의무가 거의 없는 상태에서 브로커/딜러로서 거래시스템을 운영해 왔다. 하지만 동 규정은 시장의 통합성을 제고하기 위하여 Reuter의 Instinet과 같은 사설 대체거래시스템들도 모든 투자자들이 그들의 호가를 볼 수 있도록 공개할 것을 요구하고 있다. 이러한 조치는 주식의 호가스프레드의 축소현상을 불러 투자자들에게 혜택을 줄 것으로 기대된다. 투자자들은 새로운 규제체계가 권장하는 기술적인 혁신으로부터도 혜택을 받을 것이다. 또한 새로운 규정은 시장의 통합과 투명성 향상에도 도움을 줄 것이다.

나. 대체거래시스템의 최근 성장과 증권시장의 변화

1) 대체거래시스템의 성장

지금까지의 증권산업 구조는 대체거래시스템에 의해서도 도전을 받

19) SEC, 17 CFR parts 202, 240, 242, and 249, "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems," Release No. 34-40706, File No. S7-12-98

고 있다. 대체거래시스템은 인터넷과 사설 네트워크의 저렴한 비용으로 인해 많은 발행자와 투자자들이 시스템에 접근하기 때문에 번창하고 있다. 사실 데이터 처리에 불과한 전자거래로 인해 대체거래시스템은 경쟁 관계에 있는 기존의 거래소보다 낮은 가격으로 거래를 체결시켜주고 있다.

NYSE와 Nasdaq 모두 완전히 전자화된 시장은 아니지만 그들 운영의 중요한 부분은 자동화하였다. NYSE는 공개호가경쟁매매시장이다; 시장조성을 하는 스페셜리스트는 거래를 성사시키기 위해 개별적으로 다른 사람과 접촉한다. 스페셜리스트는 전자상으로 거래주문을 받는다.

Nasdaq은 경쟁적 딜러시장이다; 모든 거래는 딜러를 통해서 이루어진다. 투자자 A가 투자자 B에게 증권을 매도하기 원한다면 A는 반드시 딜러에게 먼저 그 주식을 매도하여야 한다. 그리고 나서 딜러가 투자자 B에게 그 주식을 매도한다. Nasdaq 호가제시는 자동화되어 있지만 대부분의 거래는 전화를 통해 이루어진다. 소액 Nasdaq 거래는 SelectNet과 SOES를 통해 전자적으로 체결된다. 딜러가 모든 Nasdaq거래에 개입하기 때문에 거래비용에 일조를 하고 있다. 이러한 비용부담을 회피하려는 기관투자자들의 노력은 대체거래시스템의 발전에 중요한 원동력이 되었다.

대체거래시스템은 직접적으로 전통시장들과 경쟁관계에 있다; 대체거래시스템 이용자들은 대체거래시스템을 통해 거래할 수 없는 경우에만 전통시장을 통해 거래한다. 따라서 전통적 시장에서의 거래가 감소하였다. 디자인측면에서는 대체거래시스템은 주문을 집중화하고 참여자들에게 그들이 낸 주문의 상호작용을 통제할 수 있는 권한을 주는 것도 가능하기 때문에 거래소의 기능의 일정부분을 수행하면서도 전통시장보다 유연하다. 또한 대체거래시스템은 사설기관이 운영하기 때문에 이런 면에서는 브로커의 성격을 가지며 따라서 SEC는 이제까지 대체거래시스템

을 브로커/딜러로서 규제해 왔다. 하지만 1998년 12월 제정된 규정에 따라 대체거래시스템은 거래소로 등록하던지 아니면 브로커/딜러로 등록하던지 선택할 수 있으며 이러한 경우 그들의 선택에 따라 거래소에 대한 규제 또는 대체거래시스템에 대한 규제(Regulation for ATS)에 의거하여 규제될 것이다. 대체거래시스템 개발자들은 대개 외부자들(information vendor, service bureaus, 그리고 routing services)이거나 스스로 브로커/딜러의 영업을 하는 자들이다.

가장 중요한 대체거래시스템은 로이터가 소유한 Instinet의 Real-Time Trading Service이다. Instinet 참여자들은 단말기상에 참가자가 매매의사를 입력한다. 입력된 정보에 관심이 있는 다른 참가자가 이에 응답하여 접속이 된 쌍방은 단말기상에서 상호 교섭하여 매매를 성립시킨다. 유사한 다른 시스템으로 Datek Securities(등록 브로커/딜러)가 운영하는 Island와 Bloomberg Tradebook LLC가 운영하는 Tradebook이 있다.

등록 브로커/딜러인 ITG, Inc가 운영하는 POSIT는 접속매매(cross)시스템으로 참여자들은 미확정 호가주문을 내고 이해가 일치하는 주문과 단일가격으로 거래가 체결된다. 이때의 가격은 일반적으로 교차된 각 거래증권에 대한 주요시장(primary public market)으로부터 얻는다. AZX는 단일가격 경쟁매매시스템인데 참여자들은 확정호가주문을 내고 시스템이 체결되는 거래량이 가장 많아지는 가격을 단일가격으로 결정하면 모든 주문이 결정된 가격으로 체결된다.

전자시장에 대한 가장 많은 비판은 시장의 분할을 초래하여 유동성을 감소시킨다는 것이다. 규모가 매우 큰 대량거래의 경우에는 대량매도 주문에 대응할 만한 잠재적 매수자들의 수가 한정적이기 때문에 유동성 문제가 심각하다. 이런 문제를 잘 알고 있는 거래자들은 주문을 여러 건으로 나누어 다수의 참여자들과 주문을 체결시킨다. 전통적인 증권거래 시스템에서는 대량주문을 여러 개의 소량주문으로 나눌 수 있는 유연성

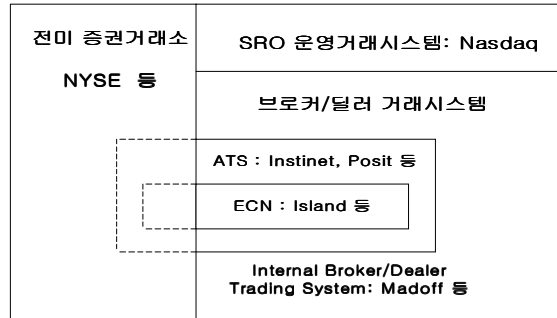
이 없다. 또한 최초의 주문(size of initial offer) 크기를 감출 수도 없다. 대량매도주문이 시장에 있다는 사실을 다른 거래자들이 알게되면 그들은 가격을 내린다. 입회장 스페셜리스트가 대량기관주문에 대한 유동성을 제공할 수 있을 만한 자본을 보유하지 않을 수 있다. 대체거래시스템이 기관투자자들의 주문을 빼앗아가서 기존시장의 유동성이 저하될 경우, 시장 전체의 효율성 측면에서 보면 대체거래시스템의 성장은 시장분할현상을 불러 부정적인 결과를 초래한다는 견해가 존재한다.

그러나 슈퍼컴퓨터를 이용한 새로운 대체거래시스템인 OptiMark는 이러한 문제해결에 커다란 진전을 이룬 시스템이다. OptiMark 시스템은 대량매도 주문자가 주문을 여러 건의 블록으로 나누어 다른 가격으로 거래가 체결될 수 있도록 한다. 매도자의 신분은 밝혀지지 않는다. OptiMark 기술은 콜로라도 Durango에 위치하는데 서비스 기관으로서의 역할을 하며 각 거래당 요금(fee)을 부과한다. 딜러의 역할을 하지 않으며 거래에 개입하지 않는다. 동 시스템은 퍼시픽 증권거래소의 시스템으로 이용되고 있으며, Nasdaq에서도 동 시스템의 도입을 추진 중이다. 이러한 사실은 기관투자자들에게 엄청난 매력이다. Dow Jones & Co., 골드만 삭스, 주요 투자은행, 그리고 다수의 기관투자자들이 OptiMark의 개발에 자금을 조달하였다.

2) 대체거래시스템의 성장과 증권시장의 변화

대체거래시스템의 이점은 기존의 증권시장에 많은 변화를 가져왔다. 대체거래시스템이나 ECN의 등장으로 참가자의 범위, 정보의 공유정도 및 매매체결방법 등이 다양화됨에 따라 규제체제도 세분화되면서 시장의 구조는 더욱 복잡해지고 있다. 이러한 변화와 영향을 그림과 표로 요약하면 다음과 같다.

<그림 IV-1> 대체거래시스템의 성장과 증권시장구조 변화



<표 IV-1> 대체거래시스템의 성장과 증권시장에의 영향

내용	비고
- 거래소 회원가격(seat price)의 하락	<ul style="list-style-type: none"> NYSE의 회원가는 1998년 2월 \$2백만에서 9월 \$135만으로 하락 CBOT의 회원가는 1997년 \$86만에서 1998. 9. \$41만으로 하락 CME의 회원가는 1994년 \$93만에서 1998년 9월 \$33만으로 하락
- NASD의 AMEX 인수	<ul style="list-style-type: none"> NASD는 6,010종목의 주식을 딜링하는 NASDAQ 시장 운영 AMEX는 800종목 이상의 주식을 거래하며 인덱스 옵션과 워런트 거래
- 퍼시픽 거래소와 CBOE의 합병	<ul style="list-style-type: none"> 퍼시픽거래소는 소형 주식에 대한 옵션거래 CBOE는 1,100종목의 주식과 인덱스 및 다른 금융상품 거래
- Cantor Fizerald의 ATS 설립허가 요청	<ul style="list-style-type: none"> 브로커인 Cantor Fizerald 미국 채무성채권(T-bond)선물을 대상으로 하는 ATS 설립허가를 요청
- CBOT와 CME의 백오피스업무 연계	
- CBOE의 전자거래시스템 도입	<ul style="list-style-type: none"> 1998년 9월부터 시행되었으며 전통적 공개호가거래와 병행
- NASDAQ과 OptiMark와의 원칙적 합의	<ul style="list-style-type: none"> NASDAQ은 OptiMark 기술을 주식거래 시스템에 적용할 예정임
- 퍼시픽 거래소와 OptiMark와의 협정	<ul style="list-style-type: none"> 퍼시픽 거래소의 NYSE 상장 주식 거래에 대하여 OptiMark를 이용
- NASDAQ의 계획	<ul style="list-style-type: none"> 인터넷을 통해 투자자들이 직접 주문을 전달할 수 있는 시스템 도입 계획
- 인스터넷의 계획	<ul style="list-style-type: none"> 인터넷을 통한 일반투자자들의 시스템 접근 허용을 계획

다. ECN의 성장과 증권시장

1) ECN의 성장과 온라인 중개업자의 변화

최근에는 과거 사설거래시스템(PTS)으로 불리우던 Instinet, POSIT, Lattice, AZX 이외에 오히려 소위 Instinet를 필두로 한 전자상황판에서 주문을 체결시키는 시스템으로 거래시장으로서의 기능을 수행하는 ECN의 성장이 두드러진다.

아래 표는 급성장하는 ECN들의 시장점유율 자료인데 Instinet가 ECN시장의 상당부분을 점하고 있음을 알 수 있다. E*Trade Group Inc.는 다른 인터넷 중개업자와 함께 단일의 공동 ECN이나 다른 대체거래 시스템으로 그들의 거래를 집중시킬 것에 대해 논의하고 있다. 이러한 ECN의 선두주자 중의 하나인 Datek Online Holdings Corp사의 Island 시스템은 다른 온라인 중개업자들과 Island에의 접속을 위한 접촉을 하고 있다.

<표 IV-2> ECN시장 점유율

ECN 이름	소유자	ECN시장 점유율
Instinet	Reuter	69%
Island	Datek Online Holdings	20
Tradebook	Bloomberg	7
REDI	Speer, Leeds & Kellogg	1
Archipelago	Terra Nova Trading	3
Attain	All-Tech Investment Group	0
BURT (1)	Automated Sec Clearance	0
Strike (2)	Strike Technologies / Bear Stearns	0
NextTrade	PIM Global Equities / Pro Trade	0

(1) 다른 소유자는 Merrill Lynch, Margan Stanley, Goldman Sachs 그리고 Knight/Trimag Group임

(2) 다른 소유자는 Donaldson, Lufkin & Jenrette, Saloman Smith Barney 그리고 Herzog Heine Geduld임

(자료) Deutsche Bank Securities

E*Trade사는 그들의 주문을 ECN상에서 체결되게 하기 위하여 ECN의 하나인 Archipelago 시스템 지분의 25%를 최근에 취득하였다. 이는 그들 고객주문의 체결의 속도와 질을 향상시킬 것이라고 믿고 있다.²⁰⁾

ECN들은 온라인 중개업자들이 기존의 거래소나 시장조성자에 대항할 수 있는 기회를 제공하고 있다. 전자시스템은 소위 "Super-ECN"을 위한 기반으로 활용되어 미 전역의 대형 온라인 중개업자들로부터 일일 200,000만 거래 이상을 독자적으로 체결시킬 수 있는 가능성이 있다. SEC가 이러한 대체거래시스템이 증권거래소로 등록하는 것을 허용해 준다면 Nasdaq과 NYSE 상장주식을 거래하는 24시간 개장 거래소로서의 역할도 할 수 있다. 이러한 ECN 거래는 즉각적으로 거래소에 보고되기 때문에 가격정보가 일반대중에게 투명하게 공개될 것이다.

온라인 중개업자들이 자신들이 설립한 ECN을 거래소로 등록하면 온라인 중개업자들의 수익구조상의 커다란 변화를 가져와 자신들 영업의 기본 틀에 대한 변화를 초래 할 것이다. 즉, ECN이 거래소로 등록될 경우 설립자인 온라인 중개업자들은 자신들 네트워크 상의 주식호가정보 판매수익을 정보판매자(vendor)들로부터 얻을 수 있다. 대다수의 소매(etail) 중개업자들은 조만간 Nasdaq의 딜러들로부터 받아오던 "주문에 대한 반대급부 (payment of order flow)"로부터의 수익을 더 이상 영위할 수 없을 것으로 생각하고 있다. 이러한 주문에 대한 반대급부에 의한 수입은 최근 Nasdaq 규제가 소액투자자들 보호차원에서 추구하고 있는 동 급부에 대한 통제의 강화에 따라 급속히 줄고 있다.²¹⁾ 이러한 경우,

20) CNN News, Jan. 7, 1999.

21) 현재 미국의 한 온라인 증권사는 시장조성자들로부터 거래당 \$4.4를 주문에 대한 반대급부로 받고있다고 말하고 있다. 온라인 중개업자들 수입 중 주문에 의한 반대급부가 차지하는 비중은 평균적으로 약 20% 였다. 아메리트레이드의 수익구조를 살펴보면 주로 3가지 원천으로부터 수입을 얻고 있다. ① 거래수수료(97년 45백만 달러): 현재 거래당 \$8의 수수료를 부과하고 있으며 계좌잔고가 10,000\$달러 이상을 유지하는 고객에 한해서는

온라인 중개업자들은 ECN의 운용에 따른 호가정보판매로부터의 수익이 주문에 대한 반대급부로부터의 수익상실을 대체할 것이다.

2) Nasdaq 시장조성자들과 ECN과의 전쟁

Nasdaq 시장조성자들은 1997년부터 발효된 새로운 주문집행에 관한 규정(order handling rule)²²⁾이 개정된 이후 Nasdaq시장에서 중요한 참가자로 급부상하고 있는 사설거래시스템인 ECN과 치열한 전쟁을 하고 있다. 쟁점은 특정 거래에 있어 최우선호가를 제시하고 있는 특정 ECN 주문과의 거래에 있어 Nasdaq의 시장조성자들이 추가수수료를 내야 하는가에 대한 문제이다. 현재 Wall Street의 몇몇의 대형 시장조성자들은 ECN에게 추가수수료를 지불하는 것에 거부표시를 하고 있다. 이는 Nasdaq의 규정 개정을 요구하는 상황에 이를 전망이다. 1998년 5월 7일 NASD에 의해 승인된 Nasdaq의 제안서는 ECN이 특정주식에 대해 최우선호가를 제시하는 유일한 기관인 경우 동 시스템 비가입 시장조성자에 대한 ECN 수수료를 없앨 것을 주장하고 있다. NASD가 동 제안서를 SEC의 인가를 위해 제출할 것이 요구되어지고 있다. 시장조성자들은 그들이 SEC의 1997년 새로운 주문 집행에 관한 규정에 의해 다소의 제약을 받고있다고 말하고 있다. 그 요지는 고객을 위하여 최량가격에 접근해야하는 상황에서 추가수수료를 내야 하는 것은 불합리하다는 것이다.

① \$800의 고정수수료를 부과하고 있다. ② 주문흐름에 대한 대가(97년 \$9.2백만), 그리고 ③ 증권사가 보유하는 현금으로부터 얻는 이자(97년 \$18.2백만의 순수익)

22) 개정된 규정 11Ac1-1은 ECN규정을 개정하여 1997년 1월 13일부터 발효되도록 하였는데, OTC 시장조성자나 거래소 스페셜리스트는 그들이 Instinet와 같은 특정 ECN에 입력한 주문이 최우선호가일 경우 동 (1)주문을 일반에게 공개하거나, (2) ECN 자신이 동 주문을 Nasdaq의 SelectNet 등을 통해 일반에게 공개하고 동 ECN에 가입하지 않은 브로커나 딜러가 동 주문에 접근할 수 있도록 하는 것이 요구되고 있다.

추가수수료에 대한 전쟁은 새로운 주문의 집행에 관한 규정이 효력을 발생하게되어 시장조성자들이 Instinet이나 Attain과 같은 ECN에 최우선호가주문을 발주하였을 경우조차도 고객 지정가주문의 최우선호가를 일반에게 공개해야하는 의무가 지워짐으로써 시작하였다. 시장조성자가 SelectNet 시스템을 통해 Attain과 거래를 할 경우, Attain을 운영하는 All-Tech사는 시장조성자에게 동 ECN 시스템 비가입자로서 수수료를 지급할 것을 요청하게 된다.

라. 시장충격비용과 새로운 주문처리시스템

Institutional Investor Magazine은 1997년 11월호에 각 시장별 거래비용에 대한 자료를 발표했는데 그중 일부를 요약하면 다음과 같다.

<표 IV-3> 국가 및 거래소별 거래비용

국가 및 거래소	평균가격 (USD)	평균 수수료 (basis point)	평균 거래세 (bp)	평균시장충격비용(bp)	총 비용 (bp)
S. Korea	43.31	46.6	23.2	159.1	228.9
Ireland	4.12	47.2	79.4	26.7	153.3
Hungary	20.72	70.9	5.6	68.7	145.2
International (30 country)	7.30	25.7	11.4	12.7	49.8
미국					
NYSE	38.92	13.3	0.0	20.8	34.1
OTC	32.34	1.2	0.0	50.7	51.9

(자료) Institutional Investor Magazine, 1997, Nov.

위의 자료에서 보듯이 총 거래비용 중 시장충격비용이 시장별로 약 17%에서 많게는 약97%를 차지하고 있다. 대량거래를 행하는 기관투자자들의 경우는 이에 대한 관심이 지대하지 않을 수 없다.

기관의 펀드매니저들은 유동성을 확보하기 위하여 지불해야하는 시장충격비용이 너무 높다는 불평을 빈번히 하고 있다. 유동성을 줄이고 가격변동성을 높히는 시장구조의 비효율성 때문에 기관투자자들은 일년에 수십억 달러를 상실하고 있으며, 이는 궁극적으로 그들이 대변하는 투자자들의 손실로 전가되고 있다. 결과적으로 포포트폴리오 매니저들과 트레이더들은 불리한 방향으로의 가격변동 우려 때문에 그들의 거래에 대한 전체욕구를 노출시키는 것을 꺼려하게 된다.

1996년 설립된 OptiMark Technology Inc.(OTI)에 의해 운영되는 새로운 거래시스템인 OptiMark²³⁾는 혁신적인 3차원 거래시스템으로 현재 공개되지 않은 잠재적 유동성을 시장으로 유인하고 머니매니저들의 가장 큰 불만중의 하나인 시장충격비용을 주목할 만큼 줄여줄 것이라고 OTI사는 말하고 있다. 추가적인 혜택으로 동 시스템은 주문의 크기와 관계없이 모든 시장참가자들을 동일한 레벨에서 만날 수 있는 기회를 제공해 줄 것이다. Optimark의 시스템은 Dow Jones & Co.를 포함한 그룹에 의해 자금을 지원 받았으며 IBM이 시스템개발과 운용지원에 주된 역할을 하고 있다. 퍼시픽 증권거래소(PCX)와 CBOE는 OptiMark 시스템을 투자자들에게 제공되는 서비스로 채택할 것을 약속한 최초의 거래소들이다.

Optimark 시스템은 기관투자자들의 다음과 같은 요구를 충족시키기 위하여 혁신적인 거래기법을 개발하여 제공하고 있다. 기관투자자들의 요구는 ① 자기가 누구인지를 알리지 않는 것 ② 자기가 주문한 가격이

23) 동 시스템은 screen-based 전자 matching 시스템으로 원래는 PCX의 회원과 고객들의 사용을 위한 의도로 개발되어 특허를 득하였다.

나 수량을 알리지 않을 것 ③ 시장에 곧바로 접근할 수 있고, 또한 주문이 바로 체결될 수 있게 할 것 ④ 가격발견이 있는 시장일 것 등이었다.

OptiMark 시스템은 매수와 매도주문을 가격과 주문의 크기라는 이차원적 개념으로 정의하는 것을 넘어서서, 투자자들에게 그들의 만족수준들(거래하려는 의향)을 연속적인 스케줄에 따른 주문으로 표현할 수 있는 표준화된 주문체계를 제공한다. 동 시스템은 익명성과 비공개 그리고 가격발견을 보장하면서, 만족수준(세번째 차원)을 최적화 함으로써 시장참가자들이 전에는 시장에 노출시키지 않은 잠재된 유동성을 방출하도록 해준다.

동 시스템은 거래의 쌍방 모두의 만족을 최대화시켜주도록 설계되었다. 매수자와 매도자는 다양한 거래기호를 상세히 지정할 수 있고, 이러한 기호에 따라 주문 총량을 거래시킬 수 있는 최적의 가격들과 크기들을 찾을 수 있다. 동 시스템은 통상 거래자가 매수 또는 매도하고자 하는 가격은 하나로 지정되는 것이 아니다라는 사실을 수용하고 있다. 보통은 주문의 크기와 주문의 시기 그리고 시장의 탄력과 같은 요소들에 따라 수용 가능한 가격대가 존재한다. 기존의 시스템은 매수와 매도주문에 있어 단일의 가격을 표출한다. 이는 매수자와 매도자의 실제적인 의향의 근사치에 불과하다. 반면에 OptiMark 시스템은 거래자가 외부에 공개됨이 없이 다수의 가격과 크기에 따른 거래에 대한 의향의 범위(단일가격이 아님)를 표현하도록 함으로써 전에는 표현되지 않고 잠재되어 있던 유동성을 유인하고 쌍방의 만족을 최대화시킨다.

Optimark 시스템은 유가증권의 보통 일일거래량에 비해 상대적으로 큰 주문 체결의 최적화를 촉진시킨다. 상기와 같은 대량주문은, 불리한 방향으로의 가격변동위험에 대한 우려 때문에, 현재는 시장에 단일주문(one block)으로 제출되지 않는다. 대신, 여러 조각들로 나뉘어서 체결되는데 그것도 종종 좋지 않은 가격에 형성된다.

기관투자자와 다른 시장참가자들과의 협의에 따라 OptiMark 시스템은 발전된 형태로 현재의 거래소와 브로커/딜러 환경에 뿌리를 내릴 것이다. 시스템 특성은 기관의 요구를 반영하고, 동 시스템을 사용하는 거래소와 브로커/딜러들의 역할을 확대시키며, 그리고 개인들의 소량주문들이 또한 기관거래에 참가하여 상호작용을 할 수 있도록 할 것이다. 모든 금융시장에 적용될 수 있는 동 시스템은 주식시장에 먼저 제공되어지고 그 다음에 옵션시장에도 제공되어질 전망이다. 다수의 증권산업 선두 파트너들과 두 개의 거래소(PCX, CBOE)의 동 시스템 이용에의 참가를 확보한 것은 동 시스템이 오늘날의 시장이 21세기의 시장으로 옮겨가는데 징검다리가 될 것으로 믿고 있다.

OptiMark 시스템은 동 시스템에의 접근을 원하는 여타의 다른 거래소들에게도 제공되어 질 것이다. OTI사의 궁극적인 전략은, 사설거래시스템의 운용법을 통한 시장의 분할보다, 모든 거래소에 광범위하게 서비스를 제공함으로써 통합된 거래체결 설비로서의 위상을 정립하는 것이다.

4. 대체거래시스템의 분류 및 설명

구체적으로 말하자면 사설시장은 기관투자자 등의 사설시장 참가자들을 컴퓨터 네트워크로 연결하여 각 참가자의 거래 의사, 시세 정보를 다른 참가자에게 전달함과 동시에 주문의 회송 및 집행 수단을 제공하는 장외의 사적인 매매시스템이다. 현재 미국에서 가동되고 있는 대체거래시스템은 다음과 같이 3가지 형태를 띠고 있다.

- ① 거래 의사를 화면상으로 나타내어 그 정보를 보면서 참가자간 직접 교섭하여 상대방에 거래하는 시스템 (Hit and Take System)

- ② 주요 거래소 시장의 가격을 이용해서 주식의 포트폴리오를 포함하는 비교적 대량의 주문을 거래소 거래 시간 중 또는 종료 후에 정해진 가격하에서 거래하는 시스템 (Matching System)
- ③ 매도와 매수 주문을 특정의 시점에 집결시켜서 동시호가 매매와 같이 단일 가격에 거래를 성립시키는 시스템 (Auction based system)

여기에 상기의 매매시스템에 의한 분류라기 보다는 시장조성자들의 참가여부 및 각종시장주문과의 연계성에 따라 새롭게 등장한 용어가 있는데 이것이 Electronic Communication Network (ECN)이다. 뒤에서 더욱 자세히 설명하겠지만 간단히 설명하면, ECN이란 거래소나 OTC시장의 시장조성자에 의해서 입력된 주문을 제3자인 일반에게 널리 공개하고 동 주문이 참가자 모두간의 접근을 통해 주문의 전체 또는 일부가 체결되도록 해주는 모든 전자거래시스템을 지칭한다.

가. 접촉체결시스템 (Hit or Take System)

이러한 접촉체결시스템은 일련의 시스템 참가자들이 스크린에 게시되어 있는 거래의사가 부합하는 매수·매도호가에 직접 접촉을 할 수 있는 기회를 제공받도록 설계되어 있다. 동 시스템들은 시스템내의 참가자들의 지정가주문이나 거래의사를 집중하여 익명성을 유지한 상태로 동 정보를 참가자들에게 다시 제공해준다. 정보의 제공은 자동화된 스크린에 근거한 네트워크를 통해서 이루어진다. 가입자들은 자동 주문접속, 참가자의 시도에 의한 전화접촉, 자동 키-스트록(keystroke), 또는 이러한 옵션들의 조합에 의해 상대방 주문중 최우량호가에 대해서 직접 매매를 체결할 수 있는 기회를 제공받는다.²⁴⁾ 이러한 접속시스템은 거래가 상대방끼리 협상에 의해서 이루어질 수 있도록 협상을 위한 채널을 마련하

여, 확정가호가보다 거래에 대한 의사를 입력할 수 있는 협상기능을 제공하는 것이 보통이다.

이러한 시스템을 제공하는 브로커/딜러의 경우 일반적으로(예외도 있지만) 접속된 거래에 대하여 대리인(agent)으로의 역할만을 수행한다. 시스템 제공자는 거래가 체결되면 체결된 거래의 양과 크기를 양 당사자와 결제대행 브로커나 은행에 통지한다.

동 시스템은 “대화식(interactive)”의 시스템으로도 불리우는데, 이는 투자자가 주문의 가격과 크기를 정하고, 매매체결을 최종결정하고, 그리고 많은 경우 거래 상대방과 거래조건의 교환에 따라 협상으로 거래를 체결할 수 있는 기회를 시스템이 제공하기 때문이다. 뿐만 아니라, 동 시스템은 적극적(active)인 투자자들도 수용하고 있는데, 적극적인 투자자는 변화하는 시장정보에 근거하여 즉각적인 거래결정을 추구하고 있다. 이러한 대화식 시스템은 또한 개별상대적 시스템이라고도 하는데, 이러한 시스템은 주로 기관투자자들이 브로커를 우회하여 거래를 행함으로써 수수료를 절감할 목적으로 그리고 자기의 주문을 시장에 노출하지 않고 거래상대방을 접촉함으로써 시장충격비용(또는 스프레드)을 피할 목적으로 이용되어진다.

1) 인스티넷(Instinet)

Instinet은 기관투자자 등의 시스템 참가자들에게 컴퓨터를 통해서 직접 매매하는 기회를 제공하는 시스템으로 1969년에 가동되었다. 1998년 말 현재 현재 미국, 유럽, 아시아 등지의 17개 거래소의 회원으로 가입

24) 자동매매체결은 주로 양쪽 주문이 정확히 서로 똑같은 조건일 때 제공된다. 매수주문의 접수는 주로 특정가격(일반적으로 최우량가격)상의 매수주문량의 전체 또는 일부의 매매승락을 지시하는 키(key)를 누름으로써 완결된다.

되어 있고, 전세계 40여개의 시장에서 거래를 행하고 있으며 직원은 1,200명이다. 거래량은 발표를 잘 하지는 않지만, 1992년 상반기의 일평균 거래량은 약 1,300만주로 그중 약 80%가 Nasdaq 증권시장 종목이었다. 이는 1968년 설립된 Instinet Corporation(Instinet사)에 의해 소유·운영되고 있다. Instinet사는 1980년대 전반에는 일시적으로 증권회사의 자본참여를 받았지만, 1987년 이후에는 로이터(Reuter)의 100% 자회사로 그 활동을 확대하였다. 동사는 1934년 증권거래법에 의거하여 '브로커/딜러'로서 SEC에 등록되어 있고, NYSE 이외의 미국 각 증권거래소 및 NASD(全美증권업협회), SIA(증권산업협회)의 회원이기도 하다.

Instinet의 고객은 증권회사와 기관투자기관의 전문트레이더들로서, 사회보장연금, 개인연금, 뮤추얼펀드, 일반기금, 소매브로커, 시장조성자, 중개대리인, 대량거래자 그리고 전자네트워크제공자 등이다.

Instinet은 자신의 계정으로 증권을 매수·매도하지 않고 거래에 있어서 중립적 위치의 대리인 브로커(agency broker)로서 활동한다. 유일한 사업은 컴퓨터와 통신기술의 창의적 이용을 통하여 고객들의 이익을 위하여 브로커리지 서비스를 제공하는 것이다.

고객들은 Instinet을 브로커로 사용함으로써 거래비용을 줄여 투자성과를 높일 수 있는 혜택을 얻는다. 개인투자자들은 이러한 Instinet 고객 기관투자자들은 이용함으로써 간접적인 혜택을 누리고 있다.

Instinet은 고객의 욕구를 만족시키기 위하여 세가지 원칙을 고수하고 있다. 첫째가 중립성이다. 완벽하게 중립적인 Instinet은 자신의 고객과 경쟁을 하지 않는다. 모든 고객은 주문과 거래관련정보에 대해 동등한 접근성이 보장된다. 둘째는 고도화된 컴퓨터와 통신기술의 이용이다. 셋째는 고객의 익명성의 보장이다. 종종, 거래의 가장 큰 비용은 거래자의 전략과 신분이 시장에 노출되는 것으로부터 발생한다. 어떤 경우에는 시장충격비용이 수수료나 스프레드 비용보다 훨씬 크다. 모든 Instinet 고

객은 상호간에 그리고 시장내부에 익명성이 보장된다.

Instinet의 거래시간은 미국 동부시간으로 오전 3시부터 오후 7시까지로 참가자가 희망하면 연장이 가능하다. 거래 대상 종목은 북미 주요 증권거래소 상장 주식(ADR 포함), Nasdaq 증권시장 종목(ADR 포함), Pink-Sheet 종목 등이다.²⁵⁾ 거래 방법은 참가자가 단말기에 주문을 입력하여 응답이 있는 상대방과 직접 단말기를 통하여 매매 조건에 관한 메시지를 교환하여 거래한다. 거래는 Instinet사의 결제 대행 위탁증권회사를 통해서 결제되며 동사는 결제 업무에 직접 관여하지 않는다. 수수료는 증권회사, 참가자의 형태, 거래량 등에 따라서 다르지만 평균 1주당 4센트 정도이다.

가입자들은 거래소 입회장이나 기관투자자와 브로커/딜러의 사무실에 설치되어 있는 전용통신회로를 통하여 시스템에 접속한다. Instinet 시스템에서의 주문체결은 특정가입자가 다른가입자의 매수·매도주문의 조건에 접속매매함으로써 이루어진다. 접속매매는 다른 가입자의 매수·매도호가에 접속되는 상대주문을 제출하는 방법이나 또는 두 상대방간의 협상에 의해서 이루어진다.

구체적으로 설명하면, Instinet Trading 서비스는 가입자가 거래증권, 가격, 그리고 수량 등을 지정한 적극적 확정주문²⁶⁾을 입력하는 것을 허용하고 있다. 동 서비스는 다시 Instinet Book에 기재되어 있는 대기중인 소극적 확정주문에 대응하여 접속을 시도한다. 하지만, 기관투자자들(브로커/딜러가 아닌 기관)은 브로커/딜러와 같은 다른 투자자군 들에게로

25) Pink-Sheet 종목이란 거래소와 Nasdaq 증권시장 이외에서 거래되는 종목으로, 투자자는 National Quotation Bureau사 발행의 일간시세표 (통칭 pink sheet)를 참고하여 전화로 매매한다.

26) 소극적주문이란 특정증권을 특정가격 및 특정수량 만큼 매수 또는 매도할 것을 명시한 대기주문이다. 이에 반하여 적극적 주문이란 소극적주문에 대한 응답으로 가입자에 의해 제출되며, 이로 인해 거래가 성사된다.

의 자신의 주문노출을 방지하기 위해 "I-Only" 기능을 이용할 수 있다.²⁷⁾ 가격과 크기에 있어 정확히 접속되는 주문들은 시스템에 의해 자동적으로 체결된다.

이와는 다르게, Instinet Negotiation 서비스는 참가자들이 주문의 조건들에 대해 서로 협상하는 것을 허용한다. 예를 들면, 고객들은 가격 또는 크기 둘 중의 하나에 대한 정보만을 나타내는 거래의사를 표현할 수 있다. 이러한 제한된 정보에 근거해서 참가자들은 거래에 대한 세부적인 조건은 스크린상의 대화창을 통하여 쌍방간에 협의하여 조건이 합의되면 Instinet를 통해서 매매를 체결시킨다. 확정호가와 마찬가지로, "I-Only" 기능은 거래의사를 표현할 때에도 사용되어질 수 있다.

거래소의 장외거래 또는 다른 규정에 따라 특별한 주문처리가 요구되는 주문들의 접속은 좀 더 전통적인 방법에 의한 취급을 위하여 Instinet의 브로커데스크위에 놓여있는 특별 터미널로 전송된다. Instinet는 체결결과를 양 당사자에게 송부하고, 상장증권과 Nasdaq 증권의 경우에는 NASD에 보고되는데, 동 보고자료는 통합테이프시스템(Consolidated Tape Association Trade Reporting System: Consolidated Tape)으로 전송된다.

Instinet는 또한 Matching 또는 crossing 시스템이라고 불리우는 서비스도 제공하고 있다. 주요시장의 종가나 매도·매수호가의 중간가격을 이용하여 시간외거래를 시장충격없이 체결시켜주는 Instinet crossing

27) "I-Only" 기능은 브로커들이 기관투자자들의 거래의사를 나타내는 정보를 그들의 거래에 이용할 수 있다는 기관투자자들의 우려에 대응하여 개발된 기능이다. 비록 "I-Only" 기능은 기관투자자들 주문의 노출과 관련하여 특정 참가자들에게의 정보노출방지를 위하여 사용되어지나, 시스템 내부에 들어오는 주문들은 "I-Only" 기능을 통해 입력된 주문을 포함한 시스템내의 모든 대기 거래의사와 상호작용을 하게된다. 결국, 브로커/딜러 주문은, 비록 기관고객들이 "I-Only" 기능을 이용하더라도, 현존하는 모든 기관고객의 주문에 대해 거래가 집행된다.

network도 가동중이다. 또한 Market Match라고 불리우는 개장 전 거래 서비스도 제공하고 있는데, 동서비스는 주문들을 거래량가중평균가격으로 체결시켜주는 기능을 한다.

Instinet은 거래당사자의 익명성을 보장하며 주문이 시장에 노출되지 않고 전자체결된다. 거래협상되는 주문은 오직 체결되었을 때만 시장에 노출되어 공중정보가 된다. 이러한 시스템은 사람과 사람사이의 직접거래인 'upstairs시장'이나 거래장거래의 대체시스템으로 이용되어질 수 있다.

2) Lattice

Lattice는 CS First Boston Group, Inc.의 자회사인 Lattice Trading Inc.에 의해 설립된 자동화된 주문회송(order-routing) 및 매매접속(matching)시스템이다. 하지만 Lattice Trading Inc.사는 1996년 5월 State Street은행에 의해 CS First Boston Group, Inc.사로부터 매수되었다. 동 시스템은 등록된 주식 거래의 편의성을 촉진시키기 위하여 설립되었다. 동 시스템에 참가하는 주체는 Lattice에 의해 설정된 신용도와 기술적 정교함에 대한 기준을 맞춘 기관투자가들과 브로커/딜러들이다. 등록된 브로커/딜러는, 동 시스템을 통하여, 자기자신의 계정을 위한 주체로 또는 고객계정을 위한 대리인으로서 거래를 행할 수 있다.

Lattice는 전화를 이용한 시스템이다. 동 시스템의 영업시간은 8:30a.m.(미국 동부시간)부터 관련 거래소와 사설시장의 종료시간까지이다. 영업시간 중, 참가자는 오류확인기능을 가진 모뎀과 일반 전화회로를 갖춘 개인 컴퓨터를 이용하여 Lattice Network에 전화로 연결하여 주문을 할 수 있다.

일단 Lattice Network에 연결이 되면, 참가자는 주문의 체결을 위한 여러 가지의 옵션들 중 선택할 수 있는 자유가 주어진다. 특히, 참가자는 주문을 Lattice Network과 연결된 거래소²⁸⁾로 주문을 회송할 수 있고; Lattice Network내에 현존하는 다른 주문들과 동 시스템내에서 체결 되도록 지정하고 체결된 거래를 연결된 거래소에 보고하도록 할 수 있으며; 이 옵션들을 합하여 주문을 위해 최선의 가격²⁹⁾을 제공받도록 Lattice에 명령할 수도 있다. 최선의 가격이 선택되면, Lattice Network는 시스템 내부에서 가격/시간 우선원칙에 따라 주문을 처리하거나 또는 고객의 요청에 따라 연결된 거래소까지 포함하여 현재의 호가가 가장 최선인 시장으로 주문을 회송하여 처리한다. 고객이 제시한 가격에 맞는 호가나 상대주문이 없는 경우에는 동 시스템은 고객의 요청에 따라 주문을 동 시스템 내부나 거래소 또는 양쪽 모두에 남겨놓는다. 어느 옵션이 취해지던, 참가자는 지정브로커(Designated Broker)를 명시하고 지정브로커는 주문의 체결 및 청산, 그리고 고객의 자금과 증권의 이체에 책임을 진다. 지정브로커는 또한 자신의 고객이 대금의 지불 및 증권의 전달을 이행하지 않았을 때 그에 대한 책임을 진다.

동 시스템은 확정호가와 매매의사에 따른 주문을 허용한다. 매매의사란 주문크기 파라미터에 따라 시스템 내에 부분적으로 노출되지 않고 남아있는 주문을 말한다. Lattice 시스템은 또한 주문을 내는 가입자가 그들이 거래하기를 원하지 않는 상대 브로커/딜러 등을 지정할 수 있는 옵션을 부여하고 있다. 동 시스템은 인스티넷과 같이 스크린상에서 상호 접촉에 의해 가격과 주문의 크기에 대한 조건에 대해 익명의 참가자들 당사자간 의사교환에 의한 협상의 기회를 제공하지는 않는다. 하지만,

28) 현재, Lattice Network는 거래소들 중 NYSE, Amex, 그리고 BSE와 연계되어 있다.

29) 이 경우 최선의 가격은 Lattice Network의 내부에서 또는 연결된 거래소 중 하나에서 발견될 수 있다.

매매접속의 용이성을 위하여 참가자는 주문의 크기변수를 수정할 수 있는 선택권을 갖는다.

고객이 특별히 지정하지 않거나, 더 우량의 호가가 거래소에 존재하지 않으면 정확히 조건이 맞는 주문들은 시스템내에서 접속된다. 거래소 상장증권은 전국거래소 시설내에서 또는 통하여 매매가 접속된다. 하지만 SEC 규정 19c-3에 의해 거래소내 거래제한(NYSE 규정 390과 같은)으로부터 면제된 주식들은 Lattice 시스템내에서 접속되어 참가자에게 의해 거래가 체결될 수 있다.

나. 접속매매시스템 (Matching or Crossing System)

증권시장이 기관화 되어감에 따라 조직화된 거래소체결시스템이나 기존의 장외시장체결시스템을 통해 거래를 하는데 소요되는 높은 거래비용에 대해 기관투자자들은 불만을 가지게 되었고 비용을 절감할 수 있는 매매체결시스템에 대한 이들의 욕구는 급격히 증가해 왔다. 이러한 요구에 대응하여 개발된 매매체결시스템중의 하나가 접속매매시스템이라 할 수 있다.

이러한 시스템의 특성은 증권의 매도와 매수주문을 접속시켜 시스템 참가자들에 의해 동의되고 주요시장에서의 동 증권거래로부터 이미 발견된 가격에 접속된 주문들이 체결된다는 것이다.

crossing거래가 비용을 절감시킬 수 있는 이유는 다음과 같다:

- ① 거래상대방을 찾을 필요가 없다. (예: Instinet crossing network, POSIT)
- ② 브로커와 딜러같은 중개인을 필요로 하지 않을 수 있다. (예: Instinet crossing network, POSIT)

③ 투자자의 익명성이 보장된다.

④ 시장충격비용을 감당하지 않아도 된다.

다시 말해서, 거래되는 증권들의 가격이 수동적으로 결정된다. 이러한 시스템들은, 주식거래에서만 이용되어지는데, “소극적 또는 인덱스추적 운영 (passive and index management)”과 같은 프로그램거래를 용이하게 해준다. 기관투자자들은 자신들의 포트폴리오를 재구성 (rebalancing)하기 위하여 브로커/딜러로부터 많은 종목의 증권을 사고 팔고하는데, 이러한 동시거래를 통하여 특정 인덱스를 추적하고 있다.

POSIT나 Instinet Crossing Network와 같은 포트폴리오 접속매매 시스템은 그들의 포트폴리오를 구성하는 종목 중 특정 소수종목주식의 현재 가격에 민감하지 않은 인덱스추적 운영자들에게 기존 시장보다 낮은 거래비용으로 익명성을 유지하는 매매체결, 최소의 중개수수료, 그리고 기존의 거래소나 딜러시장에서는 자신들의 주문이 불리한 방향으로 가격에 영향을 주는 시장충격비용의 가능성배제와 같은 이점들을 제공한다.

1) POSIT (Portfolio Systems for Institutional Trading)

POSIT는 기관투자자들이 중개인의 도움 없이 직접 다수종목 주식의 동시거래를 가능케 하기 위해 개발된 시스템이다. POSIT는 접속체결시스템의 특성에 따라 거래소 등의 가격과 동일한 가격으로 참가자의 주문을 상대로 일괄해서 약정을 성립시키는 시스템이다. 기관투자자가 포트폴리오의 구성 종목을 효율적으로 거래할 수 있는 수단을 제공할 목적으로 Jeffries & Co.(Jefco)와 Bar Rosenberg Associates Inc.(BARRA)의 양사가 공동 개발한 것으로 1987년에 가동을 시작하였다. 거래소의 가격을 이용하여 매매하는 것이므로 시장충격이 거의 없고 거래 비용을

절감할 수 있다. 또, 매매에 있어서 여러 가지 조건을 설정할 수 있으므로 다양한 주문이 가능하다. 현재 약 180사의 기관투자자가 참가하고 있고 1991년의 일평균 거래량은 약 250만주에 달한다. Jefco의 자회사로 Jefco로부터 시스템의 운영 기능을 이관받은 Investment Technology Group, Inc.(ITG)가 Posit System의 운용과 서비스를 맡고 있다. ITG는 상장주식과 장외주식의 거래를 용이하게하기 위하여 1934년 증권거래법에 의거하여 브로커·딜러로서 SEC에 등록되어 있고 NASD의 회원이지만, Instinet처럼 거래소의 회원은 아니다. 모회사인 Jefco는 NASD 및 보스톤증권거래소 등 지방거래소의 회원으로 거래소 시장 외에서 대량거래를 하는 것으로 알려져 있다. 또한, 1940년 투자자문법에 의거하여 SEC에 등록된 투자자문업자 (Investment Advisor)인 BARRA는 POSIT 시스템의 보수·점검, 참가자의 전략 프로그램에 응할 소프트웨어의 개발업무 등을 담당하고 있다.

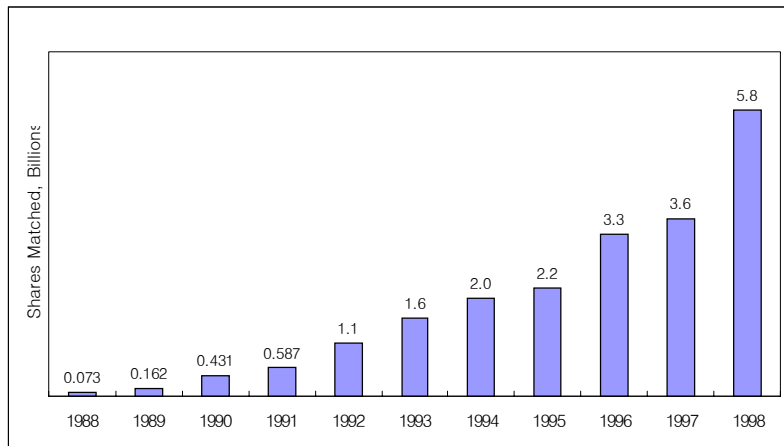
POSIT는 브로커/딜러나 뮤추얼펀드, 상업은행, 보험회사, 그리고 연기금과 같은 기관참가자들을 통하여 접속이 가능하다. 접속된 거래는 ITG사의 대리인(agency)기능에 의거해서 시스템내에서 체결된다.

포오트폴리오와 개별주식을 포함한 매수·매도 주문이 시스템참가자들에 의해 입력되어진다. 오전 8시45분의 ADR접속(matching)과 오전 10시부터 오후 3시까지 매시, 총 7차례에 걸쳐 POSIT의 주컴퓨터는 사람이 볼 수 없는 블랙박스안에서 모든 주문을 비교접속한다. 시장조작과 같은 행위를 방지할 목적으로 각 지정된 접속매매시간으로부터 7분간의 윈도우내에서 무작위로 선정된 시각에 각 접속매매가 컴퓨터내에서 이루어진다.

POSIT 거래는 각 접속매매가 이루어지는 시점에 주식이 거래되는 주요거래소내의 매수/매도호가의 중간가격으로 체결된다. 접속이 된 주문들은 즉각 체결된다. 매매체결이 이루어지면, 고객은 곧바로 자신들 주

문의 체결결과를 통보 받는다. 그 다음 고객은 접속이 안된 주문들을 향후 접속을 위해서 시스템 내부주문으로 지속시킬 것인지 아니면 다른 방법으로 매매를 시도할 것인지를 선택한다.

<그림 IV-2> POSIT의 거래량 증가 추이 (www.posit.com)



POSIT 거래에 대한 매매 보고는 통합 테이프시스템 가동 시간 중에는 NASD를 통해서 통합 테이프시스템에 전달되어 일반에게 공개된다. 결제는 시스템을 운영하는 ITG사의 모회사인 Jefco사에 의해 이루어진다. 수수료는 1주당 2센트이나 자전거래 주문의 경우는 1주당 1센트로 한다.

POSIT을 이용한 거래는 급속한 증가 추세에 있는데, 가동 초년도인 1988년에 7천3백만주 그리고 1989년에 1억6천2백만주가 거래되었으나 1998년에는 58억주가 거래되게 되었다. 또한 POSIT 시스템 이외에도 ITG사의 QuantEX시스템 단말기를 이용하면, POSIT 이외에도 뉴욕증권

거래소등 각종 거래소, OTC, 애리조나증권거래소에도 접속이 가능하다.

POSIT 시스템은 포트폴리오 주문을 수용하기 위해 개발되었으나, 고객의 주문은 수종의 증권으로 구성된 대형 포트폴리오로부터 오직 한가지 주식으로만 구성된 주문들까지 다양하다. 참가자들은 POSIT 시스템 안에 내재해 있는 주문들과 자신의 주문조건이 접속이 되지 않고 남은 잔여부분(residual component)들의 처리를 어떻게 할 것인지에 대해 명시할 수 있다. 구체적으로 말하면, 참가자들은 잔여주문이 취소되도록 하던지, 향후 접속을 위하여 시스템 내부에 남아 있던지, 또는 NYSE, 지방증권거래소 또는 Nasdaq 등에서 거래되도록 전송되도록 하던지에 대해 지시를 내릴 수 있다. 참가자들은 또한 자신의 주문에 대한 정보가 얼마나 공개될 지에 대해서도 지시를 할 수가 있다. 마지막으로, 참가자들은 그들의 포트폴리오를 브로커/딜러를 포함한 모든 다른 시스템 참가자들에게 노출시키지 않고, 다만 기관투자자들에게만 노출을 허용하도록 지시할 수도 있다.

전통적인 POSIT 이외에도 ITG사는 POSIT4라고 알려진 혁신적인 시스템을 개발하여 운영중이다. POSIT4는 역동적 거래대체와 위험통제라고 말해지는데 이는 기존의 POSIT 시스템을 개선하여 만들어졌다. POSIT4는 주식의 이름 하나에 근거하기보다는 특성에 근거해 접속을 시도할 수 있는 옵션을 부여해 준다. 이는 유동성을 높이고, 거래비용을 줄이며, 위험을 통제하는데 도움을 준다. POSIT4도 물론 기존의 POSIT 처럼 익명성과 공정성을 유지하고 있음은 두말할 필요가 없다.

POSIT4의 역동적 거래대체와 위험통제기능은 다양한 서비스를 제공해 주는데, 예를 들면 동 서비스는 조건부주문(contingent orders), 구역재구성(sector balancing), 목적보장매수(principal guarantee bid), 그리고 추적오차(tracking error)를 줄이기 위한 인덱스펀드 매니지먼트용 주문들이다. 이를 위해서는 긴 설명이 필요하나, 어떤 의미인가만을 잠깐 살

펴보기 위해서 조건부주문과 구역재구성에 대해서만 간단히 설명하기로 한다.

조건부주문이란 예를 들면 다음과 같다. 만약 'ABC'와 'XYZ'의 체결 가격비율이 1.2보다 크다면, 'ABC'를 \$100,000 한도내에서 매수하고 'XYZ'를 동 금액만큼 공매도하라.³⁰⁾ 하지만 만약 각 주식을 1,000주 이상 거래를 할 수 없다면, 거래는 없는 것으로 한다. 이러한 주문이 조건부 주문이다.

구역재구성주문이란 예를 들면 다음과 같다. 나의 투자대상은 Russel1000이다. 현재 나는 다음과 같은 포트폴리오를 지니고 있다: 오일서비스(\$10Mil.), 종이(\$5Mil.), 알루미늄(\$5Mil.). 그런데 다음과 같이 나의 포트폴리오를 재구성하고 싶다: 오일서비스(\$7Mil.), 종이(\$8Mil.), 알루미늄(\$5Mil.). 하지만 나는 적어도 한 구역에서 \$10,000이상이 거래되고 총 거래가 \$1Mil. 이상 성립되었을 경우에만 거래를 체결하겠다.

위의 예에서 보듯이 조건부주문이나 구역재구성주문 모두 투자자 자신의 포트폴리오를 운영하는데 유용한 서비스임에 틀림없다.

2) Instinet Crossing Network

개별주 crossing거래의 대표적인 예로서는 Instinet crossing network와 NYSE의 crossing session I이 있다. NYSE의 crossing session I은 조직화된 증권거래소가 운영하는 서비스임으로 여기에서는 그 설명을 약하기로 한다.³¹⁾

30) POSIT은 공매도시 적용되는 up-tick 규정으로부터 면제된다.

31) NYSE에서 정규매매시간 이후 일정기간동안 주문을 접수하여 정규매매시간의 매매체결시스템과는 별도로 거래소가 정하는 방법에 따라 매매거래를 행한다. 이 제도는 상이한 시간대의 외국투자자 유치 및 기관투자자 등에게 다양한 거래수단의 제공 등의 역할을 하고 있다. crossing session

Instinet crossing network의 매매제도는 1986년부터 개시된 새로운 서비스로 주요 증권시장의 종가나 최종 매도·매수호가의 중간 가격 등으로 거래를 성립시키는 매매시스템이다.³²⁾ 기관투자가 등이 대량주문을 집행하고자 할 경우 거래소 시장에서는 당해 주문에 의한 시장충격(Market Impact)으로 인하여 시장 가격이 변동될 가능성이 있다. 따라서 대량 주문이 예상한 가격으로 체결되지 않을 우려가 있지만, 이 시스템은 거래소 시장의 가격을 이용하기 때문에 약정 가격에 대한 리스크를 부담하지 않고 여러 종목에 이르는 대량거래를 할 수 있다.

동 시스템은 원래 미국 주식들을 위한 거래장으로 설계되었으나 추후 영국 주식 및 엔화표시주식 등의 거래로까지 그 영역이 넓혀지고 있다. 동 시스템 참가자들은 브로커/딜러, 기관투자자, 거래소 스페셜리스트, 옵션시장조성자, 그리고 Instinet의 신용요건을 충족시키는 다른 투자 전문가들로 구성된다.

Instinet Crossing Network 참가자들은 그들의 컴퓨터를 이용하여 시스템 컴퓨터에 접속한다. 주문을 처리하기 위하여 동 시스템은 인덱스 펀드와 같이 완전히 소극적인 투자전략을 구사하는 참가자로부터 브로커/딜러와 같이 적극적인 투자자까지 참가자들을 일련의 계층으로 분류한다. 소극적 투자자로 분류된 참가자들은 더 적극적인 투자자 계층과의 주문접속이 안되도록 선택할 수 있다.

미국 동부시간으로 5:30p.m.에서 6:00p.m.까지 시스템 컴퓨터는 참가자들의 명단을 파악한 다음 매수와 매도 주문의 체결을 최대화시키도록

I은 16:15부터 17:00까지 회원이 일방주문, 쌍방주문 또는 매매체결시까지 유효주문을 SuperDot시스템을 통하여 입력하면 17:00에 당일종가로 매매 체결되고 거래내역은 통합거래보고시스템에 게시된다. CS I의 거래방법 등 자세한 내용은 NYSE Factbook 참조 바람.

32) 미국에서는 이처럼 특정 시점에서 매도·매수 주문을 체결시키는 시스템을 Crossing System이라고 부르고 있다.

접속시킨다. 참가자들은 이러한 접속처리가 시작하기 2-3분전까지 그들의 주문을 철폐하고, 삭제하고 그리고 변경할 수 있다. 일단 접속처리가 시작되면 상대되는 거래의사가 존재하는 모든 주문은 자동적으로 체결된다. 그 후의 거래들은 미리 정해진 가격에서 매매체결되는데 상장증권의 경우는 주요시장의 종가 그리고 장외시장증권은 Nasdaq의 매수와 매도호가 중간가격에서 체결된다. 접속이 실패한 주문들은 참가자의 다른 명령이 없으면 자동적으로 취소된다. Instinet는 거래내역을 각 참가자에게 전송하고 체결된 거래들은 NASD에 보고된다.

약정률은 대개 10~30% 정도에 이른다. 또한, Instinet처럼 다른 참가자에게 자신의 주문이 알려지지 않게끔 익명성이 유지된다. 1995년 현재 350명 이상의 참가자가 일평균 약 300만주의 거래를 행하고 있다. 거래대상종목은 미국내 모든 거래소 상장 종목과 Nasdaq 증권시장 종목이고, 국외로는 런던증권거래소의 모든 상장 주식과 니케이 225 또는 모간스탠리 EAFE 지수에 포함된 일본 주식이다.

3) Instinet "Market Match" Service과 POSIT Volume Weighted Average Pricing(VWAP) System

Insrinet Crossing Network의 부분요소인 "market Match"와 POSIT의 Volume Weighted Average Pricing(VWAP) 서비스는 브로커/딜러와 기관투자자들의 거래를 위해 VWAP 메카니즘을 사용하고 있다. 이 두 시스템은 많은 점에서 비슷하다. 구체적으로, 두 시스템 모두 미국 등록 거래소와 Nasdaq 시장이 개장하기 전에 거래장을 개설하여 주식의 매매를 위해 공개주문을 접속매매시킨다. 이러한 접속매매는 거래소나 Nasdaq의 하루 거래가 종료된 후 거래량 가중평균가격으로 체결된다.

Instinet의 "Market Match"는 주식의 가격을 거래량 가중평균가격으로 결정하는데, 상장증권의 경우는 전국 모든 거래소에서 거래되는 통합

거래량에 의존하고, Nasdaq/NMS 주식의 경우에는 Nasdaq 시스템내에서의 거래량에 의존하다. 반면 POSIT의 VWAP 서비스는 주요거래소의 정규개장시간 중의 거래량 가중평균가격에 의존하여 체결가격을 결정한다.

정규 Instinet나 POSIT의 거래처럼 VWAP 거래장에도 참가자들은 익명을 보장받으면서 참가하게 된다. 접속이 되지 않은 잔여주문에 대해서는 두 시스템 모두 그 처리를 참가자가 선택할 수 있는 기회를 제공하고 있다. 하지만, 잔여주문이 정규 Instinet나 POSIT 시스템으로 자동적으로 옮겨가는 것은 아니다.

Instinet의 "Market Match"나 POSIT의 VWAP의 개장전 거래장 서비스에서의 접속된 주문량자료는 가능한대로 빠른 시간내(늦어도 오전 9시 15분(EST) 이전)에 일반공개를 위하여 정보공급자들에게 제공되어진다. 거래주식의 가격은 당일 거래가 종료될 때까지는 결정이 되지 않으므로, 동 주문량 자료는 가격정보는 포함하지 않고 있다. 동 자료는 시장종료 후의 가격에 매매체결을 위해 접속되어 있는 모든 주문의 양을 나타낸다. 두 서비스 모두에서, 접속된 거래는 거래량 가중평균가격으로 체결되며, 동 거래는 통합 테이프시스템에로의 전송을 위하여 오후 5시15분(ETS)까지 NASD에 보고된다.

다. 단일가격 경매시스템(Auction Based System)

몇몇의 대체거래시스템들은 다음 둘 중의 하나 형태의 경매(auction) 시스템으로서 시장을 운영하고 있다. 첫째로, 단일가격 또는 "Dutch" 경매는 특정시점에 수요와 공급주문을 한 시점에 시간적으로 집중시켜 균형가격을 도출해낸다. 균형가격을 결정되면 체결조건을 만족하는 모든 다른 주문들의 결제가격으로 적용된다. 두 번째로, 일방("one-sided")경매

는 매도증권에 대한 최고가격의 매수주문을 찾아내는 알고리즘을 가지고 행해지며, 거래는 매도자와 최고가격을 제시한 매수자 사이에서 체결된다. 본고에서는 단일가격 불연속경매시스템을 운영하는 대체거래시스템인 아리조나증권거래소(Arizona Stock Exchange: AZX)만을 알아보기로 한다.

아리조나증권거래소 운영사인 AZX, Inc.,는 전자단일가격 경쟁매매거래시스템을 운영하기 위해 1990년에 세워졌다. AZX사는 등록 브로커/딜러인 BT Brokerage Corporation과 함께 전자화된 단일가격경쟁매매시스템을 운영하는데, 이는 거래소와 장외시장에서 거래되는 미국의 유가증권의 유통을 원활하게 해주는 역할을 하고 있다. 이 경쟁매매시스템은 모든 참여자들을 Phoenix에 있는 컴퓨터에 연결시키는데 이전의 불연속 집중경쟁매매시장(call markets)의 현대판이다. 시스템의 고객들은 등록 브로커/딜러와 기관투자자(개인/사회보장 연금, 기부금, 기금, 펀드매니저, 그리고 은행신탁)들로 제한된다.

아리조나증권거래소는 참가자의 매도·매수 주문을 단일 가격에 의한 경쟁매매로 일괄 처리하는 시스템으로 1991년 2월 SEC로부터 “한정적 거래량”에 근거하여 등록면제거래소로 인가 받았다. 다른 사설시장이 주요 거래소의 가격을 이용하여 거래를 행하는 것에 비하여 이 시스템의 체결 가격은 참가자의 주문에 의해서 형성된 가격이며, 가격발견 기능이 존재하는 시장이다.

참가자들은 AZX의 컴퓨터에 연결한 후 미리 정해진 주문입력종료시간(Auction Cutoff Time)까지 지정가주문을 시스템 내부로 입력한다. 주문입력종료시간 바로 지나서 주문들이 입력된 각 증권들에 대한 모든 주문을 검색하고 일정가격보다 높은 매수주문의 양과 동 가격보다 낮은 매도주문의 양을 가장 근접하게 일치시키는 그 가격(Auction Price)을 체결가격으로 정한다. 체결가격과 같은 가격에의 지정가주문들은 상대주

문이 존재하는 범위내에서 입력시간우선의 원칙에 따라 체결된다. 동 시스템은 또한 "Reserve Book" 기능을 추가하여 시스템의 다양성을 향상시켰다.

아리조나증권거래소의 목적은 거래자들이 동시에 단일가격으로 거래를 체결시킬 수 있도록 함으로써 스프레드, 시장충격, 그리고 연속거래시장에서 흔히 있는 무작위변동(turbulence)을 회피할 수 있도록 하는데 있다. 연속시장 거래는 전형적으로 오직 두 거래자 사이에서 일어난다. 결과적으로 연속거래시장에서 거래자들은 같은 시간에 또는 거의 비슷한 시간에 다른 사람들이 더 좋은 가격으로 거래를 체결한다는 것을 종종 알지만 어쩔 수 없다. 반대로 집중경쟁매매거래는 모든 거래자들이 제시한 가격과 유동성 선호를 포함하고 있기 때문에 거래가격이 바르다는 확신을 준다.

아리조나증권거래소의 자동집중거래는 지금까지 없었던 투명성을 제공한다. 아리조나증권거래소의 Open Book은 많은 참여자들로부터 일반적으로 경쟁매매가 끝날 때까지 유효한 실제 거래의사를 나타낸다.

주문은 Open Book이나 Reserve Book중 하나에 기재된다. Open Book주문은 즉각적으로 공개되고(익명으로) Reserve Book주문은 경쟁매매가 끝난 다음에 공개되며, 그것도 거래가 체결된 주문량과 체결가격만을 공개한다. Open Book주문은 거래의도를 확실히 하기 위하여 주문이 취소될 때는 패널티로 수수료가 부과된다.

경매가격은 Open Book에 매수와 매도로 표시된 수요와 공급이 거의 균형이 되는 가격이다. 또한 거래량을 가장 크게 하는 가격이기도 하다. 잠정적인 경매가격과 거래량은 경쟁매매가 끝날 때까지 계속적으로 표시된다. 최종가격이 결정되면 적합한 주문이(경매가격과 같거나 더 우월한 조건의 가격) 순서대로 나열된다: Open Book주문이 주문순서대로 먼저 체결된다. 다음으로 Reserve Book주문이 우세한 가격순서대로 체

결된다.

경매는 절대가격경매와 CLS-based 경매로 나누어진다. 절대가격경매는 일 중 3차례가 있다. 절대가격경매에 주문을 낼 때에는 거래하고자하는 가격을 자신이 지정해야 한다. 첫 번째 경매는 뉴욕시간으로 오전 8:45에 시작하고 오전 9:15에 끝난다. 동 경매에서는 Nasdaq NMS, NYSE 그리고 AMEX 주식이 거래된다. 두 번째 경매는 뉴욕시간으로 오전 9:45에 시작하고 오전 10:30에 끝난다. 동 경매에서는 Nasdaq NMS 주식만이 거래된다. 세 번째 경매는 뉴욕시간으로 오후 3:00에 시작하고 오후 4:20에 끝난다. 동 경매에서는 Nasdaq NMS, NYSE 그리고 AMEX 주식이 거래된다. CLS-based 경매는 하루에 한차례 뉴욕시간으로 4:25에 시작하여 5:00에 종료한다. CLS-based 경매란 주문이 CLS가격(상장주식의 경우 마지막 거래가격 그리고 OTC주식의 경우 매도·매수 호가의 중간가격) 또는 원한다면 CLS+/- 유효호가단위 증감가격으로 체결될 것을 의미하는 경매이다.

아리조나증권거래소는 증권거래소라고는 하나 본질적으로는 사설시장이며, 투자자 자신이 직접 참가자로서 시장에 접근할 수 있고, 주문집계표도 참가자에게 공개되고 있다. 즉, 전통적인 거래소와 같이 회원 증권업자가 개입하는 일이 없다.

1991년 2월 20일에 SEC는 AZX, Inc.에 특정조건을 준수할 것을 전제로 “한정적 거래량”에 근거한 거래소등록면제를 인가해 주었다. 준수해야 할 특정조건 중에 가장 중요한 것은 거래가 등록유가증권 및 정부발행 유가증권에 한정된다는 것이다.³³⁾ 동시에 SEC는 AZX사에 다음과 같

33) SEC는 어느정도의 거래량 수준이 계속적인 등록면제거래소 기준으로 타당한지에 대해 절대적인 기준을 제시한 적은 없지만, 만약 AZX가 등록된 지방거래소들 중에서 가장 거래량이 적은 거래소(예: CSE) 수준에 다르면 계속적인 등록면제의 적정성에 대해 다시 고려할 것임을 피력했다. 증권거래법 Release No. 28899 (Feb. 20, 1991), 56 FR 8377 (Feb. 28, 1991).

은 사항에 대한 무제재확인서를 발급했다: ① AZX의 브로커/딜러로서의 비등록, ② BT Brokerage corporation사의 전미증권거래소로서의 비등록, ③ AZX 및 BT Brokerage corporation사의 증권정보제공자, 명의 개서대리인, 그리고 결제대행회사로의 비등록.

<표 IV-4> 미국 주식시장의 기존 대체거래시스템

명칭	성격	가동	구조
Instinet	'Institutional Networks Corporation' 으로 1969년에 설립. 동사는 등록브로커/딜러임. 국내자회사인 INC Trading Corporation은 뉴욕증권거래소를 제외한 미국내 각 증권거래소의 회원임. 해외자회사로는 Instinet UK Limited, Instinet Canada Limited가 있음. 1987년 이후로는 로이티의 100%자회사	1969년 1986년 1991년	Instinet System - 단말기상에 참가자가 매매의사를 입력. 이에 대한 응답이 있는 상대와 단말기상에서 교섭하여 매매를 성립시킴. 결제는 대행 증권회사를 이용함. Crossing Network - 주요 증권시장의 종가(終價) 및 최초 호가의 중간가격 등으로 거래를 성립시킴 Market Match - 거래량가중평균가격으로 거래를 성립시킴. 오전 8:30분까지 주문이 입력되고 집행이 이루어짐.
Lattice	CS First Boston산하의 Lattice Trading, Inc가 운영. 동사는 등록브로커/딜러임. '96년 5월, 스테이트스트리트은행의 증권자회사가 CS First Boston으로부터 매수	1990년	참가자가 지정한 시장(Lattice의 시스템 내에서의 매매체결도 포함)에 주문을 회송함. 참가자가 지정한 각종 조건을 만족시키는 최량집행을 거래소, NASDAQ 및 시스템내의 다른 주문 가운데서 발견하는 기능을 갖고 있음. 이를 토대로 실제의 집행, 거래조회, 결제는 참가자가 지정한 증권회사가 행함.
POSIT	지방거래소의 회원증권회사인 Jefferies사의 자회사인 ITG(Investment Technology Group, Inc)사와 투자운용회사인 BARRA사가 공동개발. ITG사는 운영, BARRA사는 시스템의 보수점검과 소프트웨어개발 등을 담당. ITG사는 등록딜러/브로커이지만 거래소 비회원임.	1987년	참가자는 주식의 바스켓주문(10종목이상으로 구성)을 단말기에 입력, 1일 7회 크로스거래가 이루어짐. ITG사의 QuantEX시스템 단말기를 이용하면, POSIT 이외에도 뉴욕증권거래소등 각종 거래소, OTC, 에리조나증권거래소에 접속 가능. 결제는 Jefferies사에서 담당
에리조나 증권거래소	AZX Inc가 운영하는 등록면제 증권거래소(소액면제)	1991년	주요증권거래소 및 NASDAQ의 거래시간 종료후, 사용자(등록브로커/딜러 및 기관투자자)가 주문을 단말기에 입력. 오후 5시에 완료되며, 가격우선으로 단일 주가가 결정됨. 매매주문동향(주문판)은 항상 볼 수 있게 되어 있음. 실제로는 뉴욕증권거래소 등의 종가로 매수, 매도 즉 쌍방이 주문을 입력하는 크로스시장으로 사용되는 경우가 대부분을 차지함. ITG사의 QuantEX 단말기를 사용해서도 접속 가능. 매매체결된 주문의 집행, 결제등은 ITG사가 담당. 96년 6월, 오전 10시에 또 다른 한 session을 설정 할 수 있도록 SEC로부터 인가 받음

(자료) 淵田 康之, 電子證券去來, 日本經濟法令研究會, 1997. 2

라. ECN

ECN은 개념적인 용어임에 따라 어떠한 시스템들이 ECN에 포함되는지 알기가 쉽지 않다. 좀더 구체적으로 설명한다면, ECN이란 ATS의 일부분을 차지하는 거래시스템으로서, Nasdaq시장을 기반으로 새로 발전된 전자거래시스템이었다. 동시스템은 거래소나 Nasdaq 시장에서 활동하고 있는 시장조성자들이 자신의 주문이나 고객의 주문을 자신들의 활동시장이 아닌 다른 장소에 회송하여 가입자들에게 공개하고 주문을 처리할 수 있는 기회를 제공하는 전자체결시스템이다. 시스템에 입력된 가입자의 주문 중에, 거래소나 Nasdaq의 시장조성자에 의해서 입력된 주문을 동 시스템에 주문을 입력한 시장조성자와 스페셜리스트 이외의 제3자인 일반가입자에게 널리 공개하고³⁴⁾ 동 주문이 참가자 모두간의 접근을 통해 주문의 전체 또는 일부가 체결되도록 해주는 모든 전자시스템을 지칭한다.³⁵⁾ 이러한 시스템은 시장조성자들이 고객들의 지정가주문에 대해 자신의 계정으로 거래할 때 수반되는 재고위험을 회피하면서 고객의 주문체결 가능성을 제고하기 위하여 시장조성자 자신의 지정가주문책 이외에 존재하고 있는 주문들과의 접속기회를 가지기 위해서 사용되어지고 있다.

이러한 ECN의 정의에서 제외되는 전자시스템들이 있는데, 첫째는 기본적으로, 무위험 대리인(pure riskless agent)으로서가 아니라, 거래당사자로서 자신의 계정으로 고객의 주문을 체결시켜주는 시장조성자나 스페셜리스트를 위한 또는 그들에 의해 운영되는 그러한 모든 시스템을 ECN의 범주에서 제외한다.³⁶⁾ 즉, Instinet³⁷⁾와 같이 순수히 대리인으로

34) 기존의 사설시장들이 주로 기관투자자와 브로커/딜러를 대상으로 대량거래를 체결시키는 역할을 해온데 반해 최근 성장하기 시작한 ECN들은 기관뿐만 아니라 호가를 널리 공개하여 개인투자자들의 주문까지 취급한다.

35) SEC Reg. 240.11Ac1-1(a)(8)

서 고객들간의 주문을 접속매매시켜주는 시스템은 ECN에 포함되나, 뒤에 서술되는 브로커/딜러인 Madoff사가 운영하는 브로커/딜러 내부시스템(internal broker/dealer system) 등은 ECN의 범주에 들지 않는다는 것이다. 둘째는 특정의 알고리즘이나 기생적 가격결정방법³⁸⁾에 의해 특정시간에 다수의 주문을 일괄접속처리하는 시스템도 ECN의 정의에서 제외된다. 즉, POSIT나 Instinet crossing network 등이 모두 제외된다 하겠다.

Nasdaq 시장의 경우 시장조성자들이 종종 자신들의 이익을 위해, 자신의 호가중 최우선호가를 ECN에 회송시켜 처리하는 경향이 있었다. 이는 모든 투자자들에게 최선의 주문을 공개하지 않고 일부 ECN 가입자들에게만 혜택을 주는 결과를 초래할 수 있음에 따라 SEC는 규정 240.11Ac1-1, "firm quote rule"을 개정³⁹⁾하여 거래소나 장외시장조성자가 ECN에 입력한 주문가격이 자신의 최우선호가인 경우 동 주문을 자신의 공개호가에 게시하도록 하였다("ECN Rule"). 시장조성자들은 자신

36) Madoff의 ECN에 대한 해석

37) Instinet에 대한 설명은 상기 접속체결시스템을 설명하면서 자세히 서술하였으므로 ECN 설명에서는 이를 생략하기로 한다.

38) 기생적 가격결정이란 주문을 체결함에 있어 동 시스템내의 주문에 따라 가격이 발견되는 것이 아니라, 동시스템내의 주문을 주요거래소에서 발견된 가격에 맞추어 체결시켜주는 것을 말한다.

39) "ECN Rule"과 동시에 SEC는 또 다른 중요한 개정을 하였다. Nasdaq 시장의 경우 시장조성자들이 종종 자신들의 이익을 위해, 보다 유리한 호가를 제시하는 고객의 지정가주문을 임의로 공시하지 않는 경향이 있었다. 이는 투자자들이 자신의 거래의사를 시장에 광고할 수 있는 기회를 제한하는 행위로서, 투자자들이 시장조성자와 호가로 경쟁할 수 있는 능력을 제약하는 요소였다. SEC는 규정 240.11Ac1-4, "지정가주문 공개규정(Limit Order Display Rule)"을 통해 고객의 지정가주문 중 ① 시장조성자의 호가보다 우량가격을 제시한 주문과 ② 시장조성자의 호가가 최우선 호가인 경우 동 가격의 주문의 크기를 증가시켜 주는 고객의 주문을 일반에게 공개하도록 하였다.

의 호가를 고쳐서 최우선호가에 시장에 공개하는 상기의 방법 외에 ECN 자체가 행동을 취하도록 함으로써 "ECN Rule"을 준수할 수도 있다. 이를 위해서는 다음과 같은 조건을 만족시켜야 한다: ① ECN이 시장조성자의 최우선호가 주문을 Nasdaq에 연결하여 일반에게 공개되도록 해야하며, ② 시장조성자들이 ECN에 제출한 최우선호가 주문에 ECN 가입자가 아닌 일반 브로커/딜러가 접촉하여 상호작용할 수 있도록 해야한다.

ECN은 ATS의 일부분으로 모든 ECN은 ATS이나 모든 ATS가 ECN에 해당되지는 않는다. ATS는 가입자들중에 거래소나 Nasdaq의 시장조성자가 없는 경우가 많다. ATS는 특정종목의 거래량이 5%이상일 경우에만 호가공개가 의무화되어 있는 반면 ECN은 거래량과 관계없이 시장조성자의 최우선호가를 공개해야하는 의무가 지워지는데, 이것은 ECN은 일반가입자뿐만 아니라 시장조성자의 주문을 포함하고 있기 때문에, 시장조성자의 주문처리규정에 의한 것이다.

1999년 5월 현재 9개의 ECN이 가동 중이며, 이 모든 시스템이 Nasdaq 시장에 연결되어 있다. 거래소와 연결되어 있는 ECN은 아직 존재하지 않는다. 현재 가동중인 ECN은 다음과 같다. 1969년 설립되어 로이터에 의해 운영되고 있는 최대의 ECN인 Instinet이 있다. ECN의 본격적 활동을 주도하면서 운영회사인 온라인증권사 Datek의 급성장의 주요인이 되고 있는 Island는 초기나스닥의 소량주문집행시스템(SOES, Small Order Execution System)을 통해 매매하던 초단기 투자자(Day Trader) 출신에 의해 설립되어 현재 2위의 ECN으로 자리잡고 있다. 1999년 1월 E*Trade 와 골드만삭스가 각각 25%씩 자본참여 결정을 한 Terra Nova Trading사에 의해 운영되고 있는 Archipelago, 블룸버그사가 설립하여 10만개의 터미널 보유하고 운영되고 있는 B-Trade (Bloomberg Tradebook), NYSE의 스페셜리스트 회사인 Spear, Leeds & Kellogg's의 시스템인 RediBook, 전자거래 회사인 All-Tech Investment가 1998년 2

월에 설립한 Attain, 그 밖에 BRUT, NexTrade, 그리고 Strike Technologies가 있다.⁴⁰⁾

1) Island

Island ECN은 Datek Online Holdings Corp.⁴¹⁾에 의해 운영되는 컴퓨터화된 전자거래시스템으로서, 일반이나 기관투자자들을 위하여, 브로커/딜러들이 Nasdaq의 지정가주문을 동 시스템에 전자적인 방법을 통하여 호가를 게시하고 매매를 체결시킬 수 있는 전자거래장으로 1998년 4월 현재 200여개의 브로커/딜러가 가입하고 있다. Island는 규정 17a-23에 따라 SEC에 등록되어 있는 ECN이며, NASD의 등록회원이기도 하다.

브로커들은 Island를 이용하여 주문체결의 효율성, 안전성 그리고 저렴성을 달성할 수 있는데, 이는 궁극적으로 개인투자자들의 이익으로 귀속된다 하겠다. Island는 1998년 말 현재 하루에 약50만건의 주문과 8천만 내지 1억주의 주식거래를 처리하고 있다.

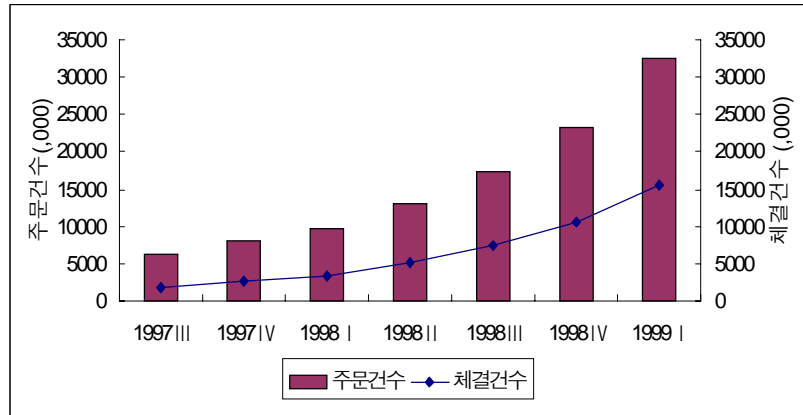
Island의 장점은 저렴한 거래비용 이외에도 고객이 개발한 소프트웨어를 통하여 주문을 전송할 수 있으며, Nasdaq시장보다 더욱 세분화된 호가단위를 가지고 있어 가격발견기능이 더욱 정밀하다는 것이다.

Island는 1999년 5월 현재 Nasdaq시장이 개장일 마다 오전 8:00(EST)에 개장하여 Nasdaq시장 폐장시간 2시간 이후에 거래를 종료한다.

40) SEC, Division of Market Regulation.

41) Datek Online Holdings Corp.는, 금융서비스와 기술의 선도자로서, 4개의 주요 사업분야를 지배하는 모회사로서 다음과 같은 사업을 영위하고 있다: Datek Online Brokerage Services, 다수의 브로커들에게 결제서비스를 제공하고 있는 Datek Online Clearing Corp., 금융서비스산업을 위한 소프트웨어의 선도적 개발자인 Bigthink, 그리고 The Island ECN.

<그림 IV-3> Island System 분기별 주문 및 체결 건수



Island는 \$1/256 단위까지 주문을 호가할 수 있으나, Nasdaq은 불행히도 \$10 미만의 주식에 대해서는 \$1/32 단위로, 그리고 \$10 이상의 주식에 대해서는 \$1/16 단위로 호가된다. 주문이 훨씬 세분화된 호가단위로 입력된 주문은 Island 호가에는 입력된 수치로 공개되나, Nasdaq 호가에는 반올림되어 Nasdaq 호가체계에 맞추어서 공개된다. 하지만 Nasdaq 공개호가는 단지 공개를 위하여 반올림되었으나 실제 체결은 Island에 의해서 입력된 정확한 가격으로 체결된다. 브로커 또는 트레이더가 Island에 매수주문을 제출하면, 우선 동 주문은 Island 시스템에 전송되어 접속주문이 존재하는가를 체크한다. 만약 접속주문이 시스템 내부에 존재하지 않으면, 동 주문은 Nasdaq 시장에 Island의 이름으로 전송된다. 몇 초후에 동일한 가격의 접속주문이 Island에 입력되면 Nasdaq에 전송되었던 주문은 새로 입력된 접속주문과 Island 내에서 체결된다.

Island는 실수로 오입력에 의한 피해를 방지하기 위한 안정장치로

10,000주가 최대주문량으로 설정(default maximum)되어 있다. 하지만 투자자는 이러한 안정성장치에 제약을 받지 않고 전화를 걸어서 자신의 최대주문량을 다시 설정할 수 있는데, 건당 999,999,999주까지 주문을 낼 수 있도록 할 수 있다.

또한 OUCH라는 프로토콜을 사용하는데, 이는 가입자가 Island에 주문을 입력하고 체결결과를 통보받을 수 있는 전송시스템으로, 고객이 직접 개발하고 사용하는 소프트웨어와 시스템을 통해서 Island에 접속이 가능하도록 해준다.

Island는 고객의 주문을 단지 시스템 가입자에게만 공개하는 것이 아니라, Nasdaq에서 거래하기를 원하는 모든 투자자에게 공개한다. 이는 시스템 내부에 유동성을 높이고 가격뿐만 아니라 거래체결의 질을 향상시킨다. Island는 SEC의 규정 17a-23, "Alternative Trading System",에 의거하여 매 분기마다 시스템 관련 통계를 보고해야한다.

2) ECN의 장점 및 이용체계

ECN의 장점을 크게 분류하면 네 가지 정도로 분류할 수 있다: 신속한 거래집행, 저렴한 거래비용, 유리한 매매가격, 그리고 익명성 보장.

- ① 신속한 거래집행: 고객이 입력한 주문은 전자적으로 모든 거래참여자에게 즉시 공개되며, 더 많은 거래상대방에게 고객의 주문이 알려짐으로써 거래대상의 탐색이 용이하게 된다. 주문입력부터 주문전달, 체결, 체결보고 등 일련의 과정이 전자적으로 이루어짐에 따라 그 처리속도가 엄청나게 단축된다. 브로커를 통해 주문을 공개할 경우 주문의 발주에서부터 거래시장 스크린에 주문의 공개까지 걸리는 시간을 측정한 결과, 전화를 통해 기존의 시장조성자에게로 주문을 발주한 경우 4분, ECN을 운영하지 않는 온라인 브

로커를 통해 발주한 경우 2분이 걸렸으나, Island ECN을 운영하고 있는 Datek 온라인을 통해 주문을 발주한 경우에는 3초만에 호가가 공개되었다.⁴²⁾

- ② 저렴한 거래비용: ECN을 통한 거래는 그 비용이 기존의 다른 시장을 이용했을 때보다 훨씬 싸다. 브로커를 배제한 투자자들 주문간의 상호작용에 의한 주문체결이 가능하므로 브로커에게 수수료를 지급하지 않는다.

<표 IV-5> ECN의 거래비용

ECN	수수료
Instinet	1.5센트/주 (브로커 주문인 경우)
Island	\$1/체결건
B-Trade	1.5센트/주 (브로커 주문인 경우)
Archipelago	3센트/주
Attain	1.5센트/주

Forbes, 1998. 4

- ③ 유리한 매매가격 발견: 고객이 브로커에게 매수주문을 발주하면 브로커는 시장조성자로부터 주식을 매입하게 되는데, 시장조성자들은 자신이 매입한 가격보다 높은 가격으로 매도하는데 이 차이를 스프레드라 한다. 그러나 ECN을 통해 거래하는 경우 이러한 스프레드 비용을 줄일 수 있다. 이러한 유리한 매매가격발견기능의 수혜자는 물론 전문트레이더(데이 트레이더 등)와 일반투자자들이다. NASD는 Nasdaq에서의 스프레드가 1997년에 30%줄었다고 발표했다. 이 숫자가 맞는다면, 스프레드 축소로 투자자가 절

42) Forbes, 1998. 4.

약한 금액은 \$200억에 이른다.⁴³⁾

- ④ 익명거래보장: ECN을 통해 입력한 주문은 주문의 주체가 누구인지 체결전에는 물론 체결후에도 공개되지 않고 익명성이 보장된다. 주문은 ECN자체의 이름으로 입력되므로 동 주문의 뒤에 있는 실질적 주체는 파악되지 않는다. 즉, 구체적 이름은 물론, 시장조성자의 주문인지, 아니면 기관투자자의 주문인지, 또는 개인의 주문인지가 밝혀지지 않는다. 이같은 익명성은 대량거래를 주로하는 기관투자자의 경우 자신들의 투자행동이 시장에 미치는 충격으로 예상하지 못한 가격에 거래하게 되는 위험을 회피할 수 있다.

5. Internal Broker/Dealer Trading System(IBDTS)

몇몇 브로커/딜러가 운영하는 거래시스템은 거래소가 아니며 또한 위에서 설명한 대체거래시스템으로도 분류되지 않는다. 이러한 시스템을 Internal Broker/Dealer Trading System(IBDTS)라고 한다. 이러한 시스템은 전미증권거래소로서 규제를 받지 않을 뿐만 아니라, 대체거래시스

43) 데이트레이더(day trader)들이 Nasdaq의 넓은 스프레드와 ECN을 이용하여 호가내 거래를 통한 초단기 투자로부터 수익을 올리고 있는데, 이는 Nasdaq시장의 스프레드를 축소시키는데 주역을 했다. 이들의 전략은 다음과 같다: ① Nasdaq의 ABC 시장조성자의 ijk 주식 매수호가 49 3/8, 매도호가 49 3/4, ② 데이트레이더 XYZ는 Nasdaq시장과 ECN을 동시에 조사후 상승기류 파악, ③ XYZ는 ijk 주식 매수호가 49 7/16을 입력 (최우선편호가로 공개: SEC의 Limit Order Handling Rule 개정 후), ④ 시장가 매도주문 도착과 함께 XYZ의 매수주문 체결, ⑤ XYZ는 곧바로 ijk 주식 매도호가 49 11/16을 입력 (최우선편호가로 공개: SEC의 Limit Order Handling Rule 개정 후), ⑥ 시장가 매수주문 도착으로 XYZ의 매도주문 체결과 함께 주당 \$1/4씩 매매이익 실현.

템에 적용되는 ATS규정(Regulation ATS)에 의한 규제도 받지 않는다.

SEC는 1998년 12월 새로 제정한 ATS규정에서 “IBDTS란 전미 증권 거래소, 한정적 거래량에 근거한 등록면제거래소(예: AZX), 그리고 ATS 규정에서 정의하는 대체거래시스템이 아니면서, 시스템내로의 주문을 모으고, 접수하고, 공개 및 게시하는 과정과, 시스템을 이용하여 고객과 시스템 운용자 사이 또는 시스템 운용자의 두 고객 사이의 증권매매에 대한 조건합의를 용이하게 해주는 과정 등, 증권거래의 모든 과정 또는 그 일부를 자동화한 모든 시설”로 정의하고 있다. 즉, IBDTS는 단지 주문회송을 위한 자동화 시설이나 고객주문에 대해 원칙적으로 시스템 운영자 자신이 거래당사자로 역할을 하는 딜러로서의 주문처리과정을 자동화한 시설로서 대체거래 시스템으로 간주되지 않는다는 것이다.

이러한 IBDTS의 가장 대표적인 예가 Madoff이다. Bernard L. Madoff Investment Securities는 등록 브로커/딜러로서 SEC와 NASD에 의해 감독을 받고 있으며, 전세계에서 가장 큰 미국상장증권의 장외시장 시장조성자이다. 동사는 S&P500 주식뿐만 아니라 100여개 이상의 Nasdaq 종목에서도 가장 큰 장외 시장조성자이다.

1960년에 설립된 이후, Madoff는 꾸준한 성장을 이룩하여 자기자본 및 재무건전성에서 미국내 50위안의 브로커/딜러로 자리잡고 있다. 동사는 신속한 매매처리와 좋은 가격으로의 매매체결을 제공하는 브로커/딜러로 잘 알려져 있다. 동사는 모든 거래에 있어 거래당사자(principal)로 활동하고 있기 때문에, 주문을 체결하기 위하여 거래소에 주문을 회송할 필요가 없고, 자신이 운용하는 네트워크에 의한 시스템상의 자신호가에 의존하여 고객주문을 체결시킨다.

Madoff의 시스템과 매매체결절차는 고객의 모든 주문이 가능한 한 가장 좋은 가격에서 체결될 수 있도록 다양한 시장으로부터의 호가정보를 매매가격에 반영하도록 설계되어 있다. Madoff는 최우선 가격체결을

보장하기 위하여 자신의 사설전자체결시스템인 Madoff Integrated Support System(MISS)을 운영하고 있다. MISS는 NMS 시장 및 가입자들의 모든 호가와 ECN의 호가를 모두 검색하고 있다. 또한 NMS의 NBBO와 다른 대체거래시스템인 ECN 뿐만 아니라 SelectNet의 주문도 검색한다. Madoff의 자동시스템은 증권규제를 위한 제규정들의 정확한 준수와 최상의 매매체결의 질을 보장하고 있다.

V. 대체거래시스템에 대한 SEC의 규제 방안

1. SEC의 통첩(Release)채택에 대한 배경
2. 대체거래시스템에 대한 새로운 규제방향
3. 거래소에 대한 새로운 해석

V. 대체거래시스템에 대한 SEC의 규제 방안

1998년 12월 2일 SEC는 증권시장에서 기술의 중요한 역할과 심화하는 경쟁의 관점에서 위원회의 규제구조를 현대화하는 통첩을 공표할 것을 결정하였다.⁴⁴⁾ 동 통첩은 대체거래시스템에 대한 새로운 규제구조를 정립하는 규칙을 채택하는 것이다. 이 새로운 구조에 의하면 대체거래시스템이 거래소로 등록할 것인지 아니면 브러커/딜러로 등록하고 시장에서 그들의 특유의 역할을 다루도록 특별히 고안된 추가요건을 준수할 것인지를 선택할 수 있다. 또한 동 통첩은 거래소와 NASD가 위원회의 승인을 받지 않고도 최장 2년 동안 시험거래시스템을 개발하여 운영하도록 하는 새로운 규칙을 채택하였다.

위원회가 고려하고 있는 통첩의 기본 원칙은 다음과 같다.

① 대체거래시스템이 전국시장시스템에 더 잘 통합될 수 있고 투자자 보호를 향상시킬 수 있는 새로운 규제체계를 채택한다. 이러한 새로운 규제체계는 대체거래시스템이 거래소로 등록할 것인지 브러커/딜러로 등록할 것인지에 대한 선택권을 부여함으로써 그들의 혁신에 필요한 유연성을 계속 제공한다.

② 등록거래소와 NASD가 2년동안 거래량이 작은 "시험거래시스템(pilot trading system)"운영에 대한 위원회 승인 신청을 연기하고 시험적으로 운영할 수 있도록 허락한다.

③ 등록 거래소가 영리단체로 운영할 수 있도록 허용한다.

44) SEC, 17 CFR Parts 202, 240, 242, and 249, Release No. 34-40706; File No. S7-12-98; Final Rule: "Regulation of Exchanges and Alternative Trading Systems"

1. SEC의 통첩(Release)채택에 대한 배경

SEC가 동 통첩을 채택한 기본적인 목적은 채택된 규정이 상거래의 세계화와 심화된 경쟁의 시대에 미국증권시장이 경쟁력을 계속 유지할 수 있도록 하는 것이다. 또한 상식에 기초한 규정이며 여전히 투자자보호의 목적달성을 그 목표로 하고 있다.

<표 V-1> 새로운 규정정립 배경

주제	배 경
대체거래 시스템	저렴한 기술비용으로 인해 전통적 거래소들과 직접적으로 경쟁하는 시장의 설립이 가능해졌다. 이러한 시장은 위원회에 의해 대체거래시스템이라 불리운다. 위원회가 1998년 4월의 제안한 통첩에서 보고되었듯이 이러한 대체거래시스템에서의 거래량은 최근 몇 년동안 상당히 증가하였다. 현재 이러한 시스템은 Nasdaq증권 거래의 약 20%, 상장증권거래의 약 4%를 차지하고 있다. 그러나 이러한 대체거래시스템이 거래가 이루어지는 시장임에도 불구하고 이들은 지금까지 전통적 브로커-딜러로서 규제를 받아 왔으며 따라서 상당부분 규제의 공백이 발생하였다. 일반적으로 대체거래시스템의 거래량이 많지 않을 때에는 이러한 규제의 공백으로 인해 심각한 문제가 발생하지 않는다. 그러나 대체거래시스템의 거래량이 상당할 경우, 기존규제의 접근방법은 투자자에게 최선의 가격을 제공하지 않으며 완벽한 감사추적(audit trail)을 제공하는데 실패하거나 또는 대체거래시스템에서의 거래를 적절히 감시하는데 실패하며 시스템 정지로 인한 시장붕괴의 가능성을 일으킨다.
등록거래소에 대한 규제면제	위원회는 등록증권거래소와 NASD에 대해서도 모든 제안된 규정변동의 위원회승인을 위한 제출요건을 면제하였다. 변동규정제출요건은 어떤 경우에 거래소와 NASD가 대체거래시스템에 효과적으로 경쟁하는데 방해가 되기도 하며 위원회의 투자자 보호목적 달성에 있어 항상 필요한 것은 아니다. 현재 위원회가 채택한 규정에 의하면 거래소는 2년 동안 시험거래시스템을 운영할 수 있고 위원회의 사전승인 없이도 새로운 특정 파생증권상품을 상장시키고 거래할 수 있다.
영리거래소	마지막으로 위원회는 기존의 거래소 또는 신생거래소가 영리조직으로 운영하기를 원할 때 이것을 수용하도록 하는 작업을 할 것을 명확히 하였다. 미국의 증권거래소들은 역사적으로 회원 소유의 비영리 조직이었지만 일부 등록증권거래소나 거래소로 등록하려는 대체거래시스템은 영리조직으로 운영하는 것이 사업상 더 나을 것이라고 생각할 수 있다.

2. 대체거래시스템에 대한 새로운 규제 방향

1998년 4월에 공표된 시장규제에 대한 위원회의 제안 통첩에서 위원회는 대체거래시스템이 시장참여자로서 브로커/딜러로 등록할 것인지 또는 별도의 시장으로서 거래소로 등록할 것인지를 선택할 수 있도록 하는 규제구조와 기존거래소에 대한 규제체계의 재정립에 대한 의견을 요청하였다. 이러한 접근방법은 거래시스템이 비즈니스로서 자신이 하기 원하는 역할을 선택할 수 있도록 한다는 입장을 견지하고 있다. 의견서들을 검토한 후 위원회는 약간의 수정을 거쳐 1998년 12월 최종안을 마련하였다.

가. 대체거래시스템의 등록

현재 운영되고 있는 대부분의 대체거래시스템은 비교적 규모가 작다. 이러한 작은 시스템이 브로커/딜러로 등록할 것을 선택하는 경우 그들의 규제요건은 현재 그들이 적용받고 있는 것에서 크게 벗어나지는 않을 것이다. 등록 브로커/딜러로서 이러한 대체거래시스템은 계속 하나의 자율규제기관의 감독을 받게 될 것이다. 대체거래시스템의 거래량이 제한적이라면 그들의 운영방식을 위원회에 보고하고 감사추적을 유지하고 분기보고서를 제출하기만 하면 된다.

위원회가 현재 채택하고 있는 규칙에 의하면 상당한 거래량이 있고 따라서 시장에 상당한 영향을 끼칠 가능성이 있는 대체거래시스템은 다음의 추가적인 요건을 준수하여야 한다.

- ① 브로커/딜러로 등록하는 대체거래시스템의 특정종목에 대한 거래량이 등록증권거래소 및 NASD와 연계한 거래량의 5%이상(기

관의 주문을 포함)을 차지하는 상장증권이나 NASD등록 증권의 경우, 대체거래시스템은 그러한 종목에 대한 그들의 최우선호가의 주문을 공개적으로 게시하여야 한다. 대체거래시스템은 또한 등록증권 거래소와 NASD의 회원이 위의 공개적으로 게시된 주문에 대하여 거래를 체결하는 것을 허용하여야 한다. 공개게시의무요건은 대체거래시스템 참여자가 다른 일인 이상의 참여자들에게 게시할 것을 선택한 주문의 경우에 대해서만 적용된다. 따라서 대체거래시스템의 "reserve size⁴⁵⁾" 특징으로 인해 이용자들이 볼 수 없는 주문은 공개적으로 게시될 필요가 없다. 그러나 이러한 요건의 효과를 모니터링하기 위해 위원회는 단계적으로 이것을 도입할 계획이다. 처음에는 대체거래시스템이 이 요건에 해당하는 증권의 50%에 대해서만 주문을 공개적으로 게시하면 된다. 90일 후에는 게시요건이 나머지 증권에도 적용된다. 대체거래시스템은 공개적 게시요건이 특정 증권에 대해 효력을 발휘되기 전까지는 그 증권에 대한 시스템 비참가자들의 접근을 허용하지 않아도 된다.

② 특정 주식에 대해 20%이상의 거래량을 가진 대체거래시스템은 그들의 자동시스템이 일정한 용량, 무결함, 그리고 안전성의 기준을 충족하도록 해야 한다. 이것은 거래량이 많은 때에 대체거래시스템이 겪었던 시스템의 정지로 인한 시장붕괴를 방지하기 위한 것이다.⁴⁶⁾

45) "reserve size"의 기능적 특성은 대체거래시스템에의 가입자가 그들의 주문을 단계적으로 공개하는 것을 허용한다. 예를 들면, 특정 가입자가 100,000주의 주식을 매도하고자 할 경우, 100,000주 전체에 대한 주문을 대체거래시스템에 입력하면서 다른 가입자들에게는 자신의 주문중 한번에 10,000주씩에 대한 주문만을 공개하도록 하는 단계적 공개 지시를 할 수 있다.

46) 상기의 거래량 기준요건은 용량, 무결성, 그리고 안전성 기준이 거래량기준(20%)을 초과하는 종목에 대해서만 갖추어질 것을 요구(종목별 기준)하고 있다. 하지만 실질적인 면에서 보면, 동 기준은 동 시스템에서 거래되

③ 20%이상의 거래량을 보이는 종목을 가진 대체거래시스템은 또한 투자자들의 동 종목에 대한 시스템 접근을 불공정하게 거부하지 않는 기준안을 만들 것이 요구된다. 이 요건은 접근을 원하는 투자자들(브로커/딜러 포함) 내부에서 부당한 차별이 일어나는 것을 금지하고자 하는 것이다. 하지만, 이는 투자자들의 신용도와 같은 공정하고 객관적인 평가기준을 제정하여, 동 기준에 근거하여 잠재적인 투자자들의 접근허용에 대한 원칙을 적용하는 것까지 금지하는 것은 아니다.

나. 등록증권거래소와 NASD에 대한 면제

대체거래시스템과는 달리 등록증권거래소와 NASD는 그들의 모든 규칙변동에 관해 위원회의 검토를 받을 것이 요구된다. 이러한 요건은 혁신적인 거래시스템의 발전과 새로운 상품의 도입을 늦춤으로써 효과적으로 경쟁하는데 방해가 될 수 있다. 현재 위원회는 이러한 문제에 대응하기 위해 두가지 규칙을 채택하고 있다.

첫째, 위원회는 등록증권거래소와 NASD가 규정제출요건으로부터 일시적인 면제를 받을 수 있도록 해주어 2년 동안 시험거래시스템을 운영할 수 있는 규칙을 채택하고 있다. 이 2년 동안의 시험기간에 시험거래시스템은 엄격한 거래량 제한을 받는다. 시험거래시스템의 운영자는 또한 그 시스템상에서 일어나는 거래가 적절하게 감시되도록 하여야 한다. 이 규칙은 등록거래소와 NASD가 브로커/딜러로 등록한 대체거래시스템에 대항하여 경쟁할 수 있는 역량을 향상시킬 것이며 시장에 혁신적인 거래시스템의 도입을 촉진시킬 것이다.

는 모든 종목에 대해 그 기준을 맞추는 결과와 동일해질 가능성이 크다.

둘째, 위원회는 등록증권거래소와 NASD가 신속히 새로운 파생증권 상품의 거래를 시작할 수 있도록 하는 간결한 절차를 만들기 위한 규칙을 채택하고 있다. 새로운 규칙에 의하면 등록증권거래소와 NASD가 새로운 파생증권상품을 포함하여 광범위한 제품에 적용되는 기존의 거래 규칙, 감시절차 그리고 상장기준을 가지고 있다면 신상품은 위원회의 승인을 받지 않고 상장되거나 거래될 수 있다.

3) 영리거래소

세계의 수많은 거래소가 탈상호소유화(demutualized)되었고 현재는 영리기업으로 운영되고 있다. 세계 각국의 탈상소유화 현황을 보면 다음과 같다.

1990년 이후 세계 각국의 많은 거래소들은 공영제·회원제 조직에서 주식회사제 소유형태로 전환하는 사례가 확산되고 있다. 이러한 소유구조의 변화는 다음과 같은 목적하에서 일어나고 있다. 첫째 회원의 배타적인 소유구조에서 벗어나 투자자 및 상장회사 등 보다 많은 시장이용자가 거래소의 의사결정에 참가할 수 있도록 하고, 둘째 경쟁에 대응해 신속하게 자금을 조달할 수 있는 경영 구조를 마련하고, 마지막으로 신속한 의사결정능력을 강화하여 원격지회원제, 거래제도개선, 수수료체계에 대한 변화에 능동적으로 대처할 수 있는 의사결정구도의 확립이다.

<표 V-2> 탈상호소유화 현황

기전환거래소	비엔나(97), 스톡홀름(93), 헬싱키(95), 호주(98), 암스테르담(97), 코펜하겐(96)
전환예정 또는 검토중	이탈리아, 토론토, 싱가포르, 런던, 동경, 아테네, 파리

이러한 세계적 추세와 발 맞추어 SEC는 통첩에서, 기존의 거래소등록 요건 내에서, 사적소유구조로 운용하기 원하는 거래소를 수용하기 위한 작업을 할 것을 명확히 하였다. 이 규칙으로 인하여 현재 개인이 소유하는 대체거래시스템이 거래소로 등록할 수 있게 되었으며 현재 등록되어 있는 거래소가 영리구조로 전환할 수 있도록 한다. 예를 들어 사적으로 소유되는 전자옵션거래소인 국제증권거래소(ISE)는 최근 거래소로 등록할 의향을 표명하였다. 현재의 모든 등록 거래소와 같이 영리사업 구조로 운영되는 등록거래소는 참여자들로 하여금 증권법을 준수하도록 하는 것을 포함하여 자율규제기관의 의무를 가진다.

3. 거래소에 대한 새로운 해석

가. 거래소의 정의에 대한 새로운 해석

새로운 규제체계의 근본적인 요소는 새로운 규정 3b-16이다. 이 규정은 거래법의 Section 3(a)(1)에 따른 거래소의 법적 정의⁴⁷⁾ 내에서 중요 용어(key language)를 해석한다. 규정 3b-16은 거래소가 무엇인지를 오늘날 시장의 관점에서 좀 더 광범위하고 의미있게 해석한다. 지금까지 위원회가 거래소 정의를 해석한 것을 보면 상당히 엄격한 규제요건과 “거래소”와 “브로커/딜러⁴⁸⁾⁴⁹⁾”에 대한 구별을 보이고 있다. 기술의 진보

47) 34년 미국증권거래법은 거래소를 다음과 같이 정의하고 있다. “거래소라 함은, 법인격의 유무에 관계하지 아니하고 증권의 매입자와 매도자를 집중한다든가 혹은 기타의 방법으로 증권에 관하여 일반적으로 이해되는 증권거래소로서의 통상의 기능을 수행하기 위하여 시장의 장소나 시설을 구성, 유지 또는 제공하는 조직이나 단체 혹은 사람의 집단을 말하며, 당해 거래소가 유지하는 시장의 장소 및 시설을 포함한다.”

48) 34년 증권거래법 3(a)(4)는 브로커의 용어를 정의하고 있다: “브로커라 함

는 이러한 구별을 모호하게 만들었고 오늘날의 대체거래시스템은 시장 참여자들에 의하여 거래소에 상당하는 기능을 수행하는 것으로 이용되고 있다. 따라서 위원회의 규정 3b-16에 있는 거래소에 대한 새로운 해석은 이러한 거래소에 상당하는 시장을 포함하고 있고 위원회의 새로운 일반적 면제 권한은 새로운 규제체계를 가능하게 하고 있다.

거래소의 법적 정의에 의하면 거래소란 “증권의 매도 또는 매수자를 집중시키는 시장 또는 시설, 일반적으로 증권거래소가 수행하는 기능을 하는 시장 또는 시설”이다. 비평가들의 우려와 제안에 대한 응답으로 위원회는 거래소가 다음과 같이 해석되도록 조심스럽게 규정 3b-16을 수정하였다: ① 다수의 매도참가자와 다수의 매수참가자로부터 주문을 집중하고 ② (거래시스템을 제공하거나 규정제정을 통하여) 투자자와 운용자의 자유재량권이 없는 매매원칙을 정하고 이에 따라 주문을 제출하는 참가자가 거래의 조건에 따를 것을 동의하는 모든 조직, 협회, 인, 단체, 또는 시스템.

상기조건 두 가지는 어떤 시스템이 거래소 정의에 부합여부의 판단을 위한 양조건시험(two-part test)이라 불리운다.

나. 거래소로서의 등록면제 거래시스템

규정 3b-16은 전통적인 브로커/딜러의 활동만을 수행한다고 위원회

은, 타인의 계정으로 증권거래를 수행하는 것을 업으로 하는 자를 말한다. 다만, 은행은 이에 포함되지 않는다.”

- 49) 34년 증권거래법 3(a)(5)는 딜러의 용어를 정의하고 있다: “딜러라 함은 브로커를 통하거나 기타의 방법에 의하여, 자기의 계산으로 증권의 매매를 수행하는 것을 업으로 하는 자를 말한다. 다만, 은행, 혹은 비정규업무로서 개인적으로 또는 수탁자로서 자기계산에 의하여 증권을 매매하는 자는 여기에 포함되지 않는다.”

가 생각하는 시스템은 명시적으로 거래소의 범주에서 배제한다. 위원회는 평론자가 제기한 문제를 고려하여 이러한 제외사항을 수정하였다. 규정 3b-16은 현재 명백하게 수정된 “거래소”의 개념에 의해 다음의 시스템을 배제한다: ① 단순히 다른 시설에 거래체결을 위해 주문을 전달하는 시스템; ② 단일의 등록 시장조성자에 의해 운영되는 시스템으로서 스스로의 매수와 매도호가 또는 고객의 지정가 주문을 게시하고 그러한 주문에 대해 거래를 체결하는 시스템; 그리고 ③ 단일 딜러의 매수, 매도호가에 대해 거래를 체결시키기 위해 주문을 내는 것을 허용하는 시스템. 상기의 거래소정의에서 배제되는 시스템들은 거래소 정의 배제시스템이라 불리운다.

여기에서 우리는 거래소의 정의에 대한 SEC 해석의 기본 틀을 생각해 볼 필요가 있다. SEC는 어떤 시스템이 상기의 ① 양조건시험에 부합하지 않거나 또는 ② 배제시스템에 속한다면, 즉 둘 중의 하나에라도 속한다면, 거래소로 간주하지 않는다. 조건 불만족 및 배제적용에 대한 상세한 이해는 매우 중요하다. 독자의 오해소지가 있는 점을 지적하면 다음과 같다. 독자는 “단일의 등록 시장조성자에 의해 운영되는 시스템으로서 스스로의 매수와 매도호가 또는 고객의 지정가 주문을 게시하고 그러한 주문에 대해 거래를 체결하는 시스템”이 왜 거래소로 간주되지 않는가에 혹시 의문을 들 수 있다. 이는 만약에 시장조성자가 고객의 지정가주문을 SEC 또는 SRO의 규정(여기에서는 Limit Order Display Rule⁵⁰)을 지칭함)준수를 위해 의무적으로 공개하는 경우의 고객 지정가 주문은 시장조성자의 호가로 간주되기 때문이다.

50) SEC, Rule 11Ac1-4(b)(1)(i), release no. 34-37971, 1996.11.

다. 시장운영상의 차이

SEC의 증권거래소와 브로커/딜러에 대한 새로운 해석에 따라 거래소의 요건완화와 대체거래시스템의 등록선택권의 부여는 대체거래시스템이 어느 쪽을 택하느냐에 따라 시장운영상의 차이점을 가지게 된다.

**<표 V-3> 등록증권거래소에 의한 시장운영과
증권회사에 의한 시장운영**

요 건	증권거래소로 서 시장운영	증권회사로서 시장운영
- 자율규제기관	○	×
- 참가자는 증권회사(기관투자자의 직접참가불가)	○	×
- 상장증권만 거래	○	×
- 이사회멤버의 공정한 선출	○→△ ¹⁾	×
- Rule 도입등에 관한 SEC Filing	○→△ ²⁾	×
- 최우선 호가의 공표의무	○	×→○ ³⁾
- 공정한 접근, 반경쟁적 행위 금지에 관한 의무	○	×→○ ³⁾
- 적절한 시스템기준을 달성할 의무	○	×→○ ³⁾

주 1) 회원제를 취하지 않고 영리조직에 의해 운영되는 경우 등 규정은 유연하게 해석된다.

2) Pilot Program으로서 신거래시스템을 운영하는 경우는 면제

3) 소규모 시장의 경우는 면제 (또한 거래소의 경우도 소규모인 것은 등록면제)

(자료) 野村總合研究所

VI. 한국증시의 제도적 보완점 및 제언

1. 시장간 경쟁
2. 우리나라 시장의 경쟁체제에 대한 제언
3. 맺음말

VI. 한국증시의 제도적 보완점 및 제언

1. 시장간 경쟁

가. 경쟁과 시장분할에 대한 설명⁵¹⁾

우리가 시장경쟁에 대한 논의의 문제에 당면했을 때, 증권시장의 경쟁에 대한 반대론자는 시장분할이 비효과적인 가격발견(price discovery)을 이끈다는 주장에 기초하여 경쟁의 부정적인 효과를 주장한다. 시장간 경쟁을 옹호할지를 결정하기 전에, 시장간 경쟁의 이익과 비용을 비교해 보고, 시장간 경쟁의 정의를 명확히 할 필요가 있다.

1) 시장분할의 정의

"분할(fragmentation)"과 그것의 반대인 "통합(consolidation)"이란 단어에 대하여 많은 혼란이 있음이 사실이다. 거래소와 증권시장과 관련하여 시장분할의 정의가 모호한 데에는 여러 가지 이유가 있다.

첫째 이유는 그 용어가 거래소와 거래시스템에 대해 모두 적용될 수 있기 때문이다. 예를 들어 하나 이상의 거래소 또는 다수의 거래시스템의 존재를 분할이라고 볼 수도 있으며 또는 동일한 증권이 복수의 거래소에서 거래되는 것만을 분할이라 할 수도 있으며 또는 단일거래소내의 복수 거래시스템에서 거래되는 것을 분할이라 할 수도 있다.

둘째는 시장분할이 정보전달, 주문회송 그리고 매매체결시스템으로

51) 더욱 자세한 설명은 매매체결시스템과 시장효율성에 관한 고찰 (이정범, 이주영, 한국증권연구원, 연구자료 98-03) 참조

구성되는 유가증권 거래과정상의 각 특정과정의 분할로부터의 영향은 서로 다를 수 있다는 것이다.

세 번째 이유는 선물계약 또는 옵션계약과 같이 시장 안에서 거래되는 품목을 대체할 어떤 대체물이 존재함에 따라 시장의 분할효과가 나타날 수 있기 때문이다.

2) 시장분할의 효익과 비용

시장간 경쟁이 자유경제체제하에서는 일반적으로 효익으로 간주되지만 증권시장에 있어서 모든 주문들이 단일한 거래시스템으로 통합되어야 좋은지 또는 주문들이 경쟁적인 거래시스템들에 분할되어야 좋은지에 대해 논쟁이 있어 왔다. 거래시스템 사이의 경쟁은 다양한 시스템에 의해 부과되는 수수료에 대한 압박요인으로 작용하며, 또한 거래할 때 더 발전된 기술의 사용을 강화하고 그럼으로써 더 다양한 서비스를 제공하게 하는 효과를 가져온다. 그러나 시장간 경쟁은 주문의 분할을 초래할 수 있는데, 정책입안자는 정책을 결정하기 위해서는 여러 가지 거래소 기능과 관련하여 다음과 같은 효과를 고려해야 한다.

첫째, 가격우선주의 원칙이다. 가격우선주의는 가장 높은 매수가격과 가장 낮은 매도가격에서 주문이 체결될 때 확보됨에 따라 가격우선주의는 통합된 시장에서 달성이 용이하다.

둘째, 시간우선주의 원칙이다. 서로 경쟁하는 거래시스템이 많은 경우 시장에 더 빨리 제출된 주문들이 이후의 주문들보다 먼저 실행되는 시간우선주의(time priority)의 달성에 어려움이 있다.

셋째, 정보의 통합이다. 정보의 통합은 특정 증권을 매매하는 것에 대해 모든 가격과 시세 정보가 단일 창구를 통해 쉽게 얻을 수 있음을 의미하며 이것은 통합된 시장에서 달성이 더욱 용이하다.

넷째, 거래소 서비스의 공공 상품 기능이다. 다수의 기생적 시장의 존재는 가격안정화, 시장감독기능, 그 밖의 자율규제활동과 같은 거래소가 제공하는 공공상품의 감소를 유발할 수 있다. 이것은 자금의 부족과 그러한 서비스들을 제공하지 못하는 거래시스템이 무임승차하는 사실에 기인한다.

다섯째, 거래자별 다양한 수요형태이다. 다른 거래시스템들의 존재는 거래자들 그룹별로 근본적으로 다른 형태의 수요를 충족시키는 서로 다른 시장구조의 발전을 진전시킨다.

여섯째, 독점적 렌트의 제거이다. 시스템간의 경쟁은 다양한 서비스의 제공 이외에 거래소 및 거래소회원인 브로커들의 독점적 지배력을 약화시켜 시장내 독점에 따른 렌트를 제거하여 보다 투자자들이 저렴한 비용으로 거래할 수 있는 시장환경을 조성하여 효율적 시장을 달성하는데 도움이 된다.

언급된 바와 같이 시장분할에는 효익과 비용이 동시에 존재한다. 정책이 제시되고 실행되기 전에 시장분할과 그에 수반하는 경쟁이 효율성, 거래비용, 유동성, 자율규제과정 등에 미치는 영향이 고려되고 주의 깊게 분석되어야 한다.

나. 경쟁

금융시장간의 통합은 세계적인 추세이며 유럽에서 이 현상이 특히 두드러지고 있다. 유로화의 탄생은 결국 유럽에서 자본시장의 통합화 현상을 가속화시키고 있다. 주식거래를 30여개의 분할된 주식거래소에서 거래하는 것은 미래에는 어리석은 결과일 것으로 보인다. 왜냐하면 각 국가의 통화는 각국의 서로 다른 금리와 함께 사라질 것이기 때문이다.

거래소들은 순차적인 전략을 가지고 다가오는 격심한 경쟁에 대처하고 있다. 앞서 말한대로 유럽의 8개 주식시장 대표들이 빠르면 2001년까지 범유럽 증시를 창설한다는 합의문에 서명한 사례에서 볼 수 있듯이 각 국가내에서의 현물시장의 통합이 일어나고 있으며, 그 다음 단계로서, 많은 거래소는 회원소유의 조직으로부터 주주소유의 조직으로 전환하고 있고, 소유구조의 변화와 함께 주식 및 선물거래소와 결제기구가 통합되고 있는 추세이다. 마지막 단계로, 국제간 통합이 진행 중이다.

이는 유럽의 거래소들이 생존하기 위한 최적전략으로써 전략적인 제휴와 통합을 추진하면서 격심한 경쟁으로부터 살아남기 위해 비용절감에 기초를 둔 구조조정의 단계를 겪고 있다고 보인다.

반면, 한국의 증권거래소 시장은 그와 같은 경쟁적인 환경에 전혀 노출된 적이 없었다. 다시 말하면 한국의 거래소는 경쟁적인 환경에 적응하고 미래에 닥쳐올 해외 거래소들과의 경쟁 압력에 버틸 수 있는 방법을 배울 기회가 없었던 것이다.

1) 현재의 규제 및 경쟁 상황

현재 우리나라의 경우 한국증권거래소 이외의 여타의 어떠한 거래시스템이나 거래소가 운영될 수 없다. 왜냐하면 증권거래소의 설립주의에 따라 증권거래법이 한국증권거래소(KSE)를 증권거래소로 지정하고 있으며, 증권거래법 76조항은 한국증권거래소와 비슷한 거래 시설을 설립하는 것을 금지하고 있기 때문이다. 다만 그 조항은 예외를 적용해 중소기업 및 벤처기업 육성을 위하여 KOSDAQ시장 설립이 요구됨에 따라 동시장에만 유일하게 예외적으로 적용되지 않고 있다.

미국에서는 상장된 종목들이 NMS(National Market System)와 ITS(Inter-market Trading System) 체계하에 복수 시장(각 거래소들과

OTC)에서 질서정연한 방법으로 운영되고 있다. NMS의 설립을 위한 SEC와 시장의 노력은 시장운영에 있어서 중요한 발전을 가져왔다. 예를 들면, 위원회는 고정수수료율을 폐지하고 시장은 통합호가시스템, 통합 거래테이프와 상장증권거래의 시장연결을 위해 ITS(Intermarket Trading System)를 설립하였다.

2) 미국에서의 경쟁과 일본에서의 딜링

투자자의 관점에서 보면, 그들의 주문이 정당한 과정으로 적절한 수행이 보장되는 한, 주문이 보내져서 실행되는 곳이 거래소이든지 혹은 중개회사이든지 투자자는 상관이 없다. 미국 자본시장에서는, NYSE외에 공식화된 OTC시장인 NASDAQ과 5개의 지방거래소가 있다.

이들은 당해 거래소에 상장된 증권을 위해 거래 메카니즘을 공급하고 있다. 동시에 증권을 상장하지 않고도 NYSE의 상장주식 거래가 가능한 권리인 UTP(Unlisted Trading Privilege)를 가지고 있는 지방 증권거래소들은 NYSE 상장주식의 거래서비스를 제공함으로써 자신의 회원들에게 NYSE 상장주식을 거래할 기회를 제공한다. 지방증권사 회원들은 주로 NYSE에 회원으로 가입하기에는 규모가 작든지 또는 NYSE 회원가입의 경제적 효익이 적은 브로커들로서 지방증권거래소를 이용하여 낮은 회원가입 기준과 비용으로 NYSE에 상장된 증권들을 거래하고 있다. 또한 장외에서는 많은 브로커/딜러들이 주문을 자체내에서 처리하고 있다.⁵²⁾

또한, 전자거래메카니즘의 빠른 발전으로, 거래소와 브로커/딜러 간의 뚜렷한 구분이 어려워지고 있다. Instinet이나 POSIT은 등록된 브로

52) 140여개의 브로커/딜러들이 자체주문처리를 위한 전자시스템을 운용중이다.

커/딜러이며 AZX는 한정적 거래량에 근거하여 SEC로부터 증권거래법에 의한 등록의무 면제를 받은 등록면제 거래소이다. 또한 최근에는 Island와 같은 ECN의 성장이 두드러지고 있다. 이러한 거래시스템은 시스템 참가자들의 시스템 밖에서의 활동에 대해서도 규제를 가하는 자율 규제기능만을 수행하지 않을 뿐 기존의 거래소가 행하는 거의 모든 기능을 수행하고 있다. 브로커/딜러들은 고객으로부터 위임된 주문의 상대 거래자가 되어 주문을 실행하는 것이 그들의 전통적 사업이었으나 새로 등장한 전자거래 메카니즘과 함께 이러한 전통적 사업이 보다 더 자동화된 매칭시스템으로 전환되어 가고있다.

상장된 증권에 대하여, 위임된 주문은 주로 그 증권이 상장되어 있는 거래소에 보내져서 실행되나, 거래소 밖에서 주문을 실행하는 것이 고객에게 더 나은 가격을 제공하는 경우도 있다. 증권거래소 밖에서 NYSE에 상장된 증권을 거래하는 제3시장거래가 실행되어 왔으며, 60개 이상의 비NYSE회원이 브로커/딜러로서 활동하고 있다.

이러한 제3시장을 구성하는 브로커/딜러가 주문을 내부체결시킬 때, 브로커/딜러는 거래소나 다른 제3의 거래시스템에 주문을 회송하지 않고 고객주문을 내부적으로 체결시킨다. 많은 브로커/딜러들은 내부 트레이딩시스템을 개발하여 고객들의 주문을 자동체결시키고 있다. 특정 고객으로부터 주문이 접수되면, 그 주문은 브로커/딜러 시스템 내부에 상대되는 다른 고객의 주문 또는 브로커/딜러의 자신의 재고가 있는지에 대해 탐색작업을 가지게 된다. 이러한 주문의 내부체결은 다음 조건들을 만족시킨다는 가정하에서 허용되고 있다. 고객의 주문체결에 지연이 없고, 주문처리과정이 브로커/딜러의 최선의 매매체결의무 조항⁵³⁾을 포함하여 적용되어야 할 모든 규정과 규제를 준수해야한다.

53) Order Execution Obligations, SEC Release No. 37619A (Sep. 6, 1996), 61 FR 48290 (Sep. 12, 1998)

NYSE회원이 증권거래소 밖의 거래에 참여할 경우에는 여러가지 제약이 있었으나, 점진적으로 제약이 줄어들고 있다. NYSE규정의 390조는 거래소 밖에서 NYSE에 상장된 증권의 거래를 NYSE 회원들이 하는 것을 금지하였다. 그러나 390조의 범위는 1973년 증권거래법 개정에 따라 위원회가 채택한 규정에 의하여 상당히 축소되었다. 1977년에 위원회는 19c-1규정을 선포했다. 그것은 회원에 의해 실행되는 거래에 대해 390규정과 같은 증권거래소 밖에서 대리인으로서의 거래에 대한 금지규정의 적용을 금지하는 것이었다. 따라서, 거래소 회원들은 거래실행을 위해 제3시장조성자에게 그러한 거래를 보낼 수 있게 되었다. 또 1980년에, 위원회는 19c-3규정을 선포했다. 그것은 1979년 4월 26일 이후 거래소에 새로 상장되는 증권에 대해서는 증권거래소 밖에서 장외딜링거래제한의 적용을 금지하는 것이었다. 이러한 위원회의 두 규정의 결과에 따라, NYSE 규정 390의 실질적인 영향은 1979년 4월 26일 이전에 상장된 주식들에 대해서만 거래소 시간동안 NYSE 회원사가 주문흐름을 내부적으로 처리하는 것을 방지하며, NYSE 거래시간 이후에 이러한 주식들을 해외에서 거래하도록 하는 규정으로 축소되게 되었다.

상장증권을 위한 복수시장거래는 일본에서도 허용되고 있다. 복수거래소에서의 동일종목에 대한 거래는 복수상장(dual listing)에 근거하고 있다. 동경증권거래소(TSE)에 상장된 증권은 다른 7개의 거래소에서도 거래가 가능하다. 그러나 일본의 규제기관들은 미국의 NMS와는 달리 주어진 거래소에서의 가격의 일치에 대한 엄중한 규제를 부과하지 않고 있다. 복수시장을 연결하는 시스템이 없더라도, 거래가격은 주요 시장에서의 가격과 잘 맞추어지는 경향을 보인다. 다시 말하면 시장 그 자체가 복수시장에 걸쳐서 효율적인 가격발견기능을 수행하고 있다는 것이다.

2. 우리나라 시장의 경쟁체제에 대한 제언

가. 규제체계의 재검토 필요성

효율적인 시장구조를 정립하기 위해서는 정부와 규정의 과도한 개입이 없이 경쟁력이 있고 자생력이 있는 시장운영체계가 제공되어야 한다. 그러한 운영체제는 조직화된 시장의 상업적인 민감성을 고무시키고, 혁신과 비용효율성을 증진시키는 구조하에서 가능하다. 중개회사의 딜링기능이 촉진되어야 하고 대체거래시스템의 자발적인 등장이 법적으로 허용됨이 증권시장의 효율성제고에 도움이 되는가에 대한 논의가 있어야 할 것이다. 물론 이에 따른 과도한 시장분할이 생기는 경우 그 피해의 가능성에 대해서도 고려해 보아야 할 것이다.

미국의 경우 복수 거래시스템간 경쟁은 거래량의 증가, 거래기술의 발전, 기관투자자의 두드러진 증가, 파생상품의 도입 그리고 증권시장의 세계화를 초래했다고 SEC는 결론짓고 있다.

미국에서는 대체거래시스템이 활성화되어 있으며, 일본에서는 아직까지 출현되지는 않고 있지만 1998년 12월부터 대체거래시스템의 설립이 허용되었다.⁵⁴⁾ 대체거래시스템은 주로 기관투자자들을 위한 니치(niche) 시장으로서의 역할을 해왔으나, 최근 미국에서는 심지어 개인투자자들조차 NYSE 폐장이후에 on-line을 통해 증권을 거래할 수 있는 방향으로 움직이고 있다. "Eclipse Trading"과 "WitCapital"은 on-line을 통해 after-hours 거래를 제공할 예정이다. "Eclipse Trading" ("WitCapital")은 18시부터 21시까지 (19시부터 22시까지) 증권회사의 컴퓨터 네트워크를 통하여 on-line 서비스를 제공할 계획이며, 현재는 기관투자자들에게만

54) 1998년 12월 거래법 개정을 통해 제한적 형태의 대체거래시스템 도입을 허용하였으며, 이를 증권업자로서 규제하기로 했다.

초점이 맞추어져 있는 "Instinet" 과 "Datek on-line" 조차도 앞으로 개인 투자자들에게도 사업영역을 확장시킬 계획이다.

대체거래시스템의 이점은 크게 세가지로 요약될 수 있다. 첫째, 저렴한 수수료의 매력이다. 대체거래시스템을 이용하면 기관투자자들이 브로커를 거치지 않고 매매체결서비스에 직접 접속이 가능하기 때문에 위탁중개수수료를 지불하지 않아도 된다. 위탁수수료에 비하면 매매시스템의 사용수수료는 매우 저렴하다. 브로커/딜러의 경우에도 기존거래소에 접근했을 때의 거래비용에 비해 대체거래시스템 사용수수료가 훨씬 저렴하여 매매체결비용을 절약할 수 있다. 기존 거래소의 회원이 아닌 브로커의 경우 대체거래시스템의 이용에 대한 유인이 더욱 크다 하겠다. 둘째, 다양한 주문의 제공으로 다양한 욕구를 가지고 있는 수요자의 요구를 충족시켜 줄 수 있다. 협상에 의한 상대매매서비스를 제공하는 Instinet이나, 바스켓주문을 수용하는 POSIT, 매매체결의 즉시정보보다 좋은 가격에서의 체결을 원하는 투자자들을 위해 스프레드와 시장충격비용을 최소화할 수 있는 집단경매시스템을 운영하는 AZX, 그리고 reserve 주문을 허용하는 대체거래시스템 등이 좋은 예이다. 셋째, 익명성 보장이다. 기관투자자들은 대량거래를 함에 있어 자신이 시장에 노출되는 것을 꺼려한다. 자신의 신분과 주문이 시장의 모든 투자자에게 노출될 경우 시장충격비용이 크게되고, 뿐만 아니라 브로커들의 "front running"이 우려되기 때문이다. "I-Only" 기능을 제공하는 Instinet이나 ECN들은 기관투자자들의 익명성에 대한 요구를 충족시켜 주고 있다.

우리나라에서 상기의 이점들을 살리기 위하여 대체거래시스템을 허용할 경우 증권거래법 76조의 "유사시설금지조항"에 대한 존폐 및 개정 여부를 고려해 보아야 할 것이다.

SEC의 대체거래시스템에 대한 규정의 최종안(1998. 12)은 현재와 미

래의 증권시장 모두에게 통할 수 있는 규정 체계를 확립하려 하고 있다. 시장혁신의 장려와 일반투자자의 보호 확립은 규정 체계의 주요 내용이며, 규정은 다음과 같이 서술하고 있다. SEC는 새로운 규정의 접근 방법이 이러한 목표들을 이룰 수 있을 것이라 믿으며, SEC는 채택된 안이 시장참여자들의 다양한 요구를 충족시키고, 대체거래시스템의 사업목표와 그 혜택을 수용할 만큼 충분히 유연성이 있으리라고 믿고 있다.

현재 우리나라 증권거래법의 76조는 유사시설에 대해 명확히 정의하고 있지 않으며 어떠한 거래시스템이 시장에서 운영가능한지에 대한 명확한 해석도 없다. 이는 시장간 경쟁과 거래 메카니즘의 기술적 발전진보 기회에 장애요인으로 작용하고 있다. 요즈음 시장에서 논의가 활발한 국채 IDB(Inter-Dealer Broker)의 도입도 유사시설 조항과의 상충여부를 생각해 보아야 할 것이다. 현재, 정부는 IDB를 유사시설로 간주하고 있지 않는 것으로 보인다. 이는 이제까지 채권거래가 대부분 장외에서 거래되어 왔기 때문에 좀더 정형화된 국채유통시장 체계를 세운다는 점에서 거래법 76조항을 유연하게 해석하는 것 같아 보인다. 하지만 이도 다수의 매도자와 다수의 매수자 주문을 집중하여 접속시켜주는 행위를 수행하므로 거래소 기능의 중요한 부분을 수행하고 있다하겠다. 물론 국채 IDB의 경우 참가자들의 협상기능이 추가될 것으로 보여 개인적으로는 거래소의 개념에 포함시키지 않는 것이 올바른 해석으로 보인다. 하지만 유사시설에 대한 명확한 해석이 없는 지금으로서는 그 해석에 자의성이 개재될 수밖에 없는 실정이다. 만약 이와 유사한 기능을 수행하는 시스템이 주식거래에 사용되어질 때 국채 IDB의 경우와 동일한 해석이 내려질 지에 대해서는 의문시된다.

이렇게 규제당국의 해석에 따라 영업행위가 제약을 받을 경우, 시장 내 불확실성이 존재하게 되는데 이는 증권시장에 새로운 기술과 아이디어에 의한 발전적인 시스템의 도입에 장애 요인이 될 것이다. 규제당국은 이러한 불확실성을 제거하기 위하여 설립주의에 의한 거래소 단일체

제 및 거래법 76조항에 대한 재검토를 해야할 것이다. 본 논의는 다수의 시장참여자와 규제당국 모두 진지한 토의와 논의 뒤에 결정되어야 할 사안이지만 저자의 개인의견을 간단히 밝히면 다음과 같다.

나. 복수거래소에 대한 논의

미국의 경우 NYSE외에 지방증권거래소가 5개 존재하고 일본도 동경증권거래소외에 7개의 지방증권거래소가 존재한다. 위에서 설명하였듯이 미국과 일본에서는 동일종목의 증권이 각각 UTP권리와 복수상장에 근거하여 복수의 거래소에서 동시에 거래가 되고 있다. 기본적으로 이러한 지방증권거래소들은 지방기업들의 주식을 상장하여 그 기업들의 자금조달을 위한 거래소로 활동하였다. 또한 NYSE나 동경증권거래소의 회원으로 가입하기에는 자금력이 떨어지거나 꼭 동 거래소에 회원으로 가입할 경제적 유인이 적은 브로커들은 지방증권거래소의 회원으로 가입함으로써 그들이 높은 회원자격요건을 갖추어야하는 의무를 지지 않을 뿐만 아니라 높은 회원비를 부담하지 않고도 NYSE나 동경증권거래소에서 거래되는 주식의 위탁중개업을 할 수 있는 기회를 가지게 되었다.

최근 유럽뿐만 아니라 미국에서도 통합의 물결이 거세게 일고 있는데 이는 전자통신기술의 발달로 각 거래소마다 상장기업유치 및 전세계에 퍼져있는 투자자로부터의 주문유치에 대한 경쟁이 심화되면서 규모의 경제가 절실히 요구되고 있기 때문이다. 예를 들어, 미국의 각 증권거래소들은 전미증권거래소를 규제하기 위한 모든 법령 및 규정을 모두 준수하면서 자율규제기능을 수행해야 하는데 이는 시스템을 운영하는 자의 입장에서는 엄청난 비용임에 틀림없다. 즉, 새로 진입하는 매매체결시스템들은 NYSE와 같이 대형 증권거래소의 시스템과는 차별화하여 목표고객(customer targeting)을 위한 시스템을 제공해야 할 것이고 규제

체계도 이에 맞추어 정립되어야 할 것이다.

우리나라의 경우 지방기업을 따로 거래할만한 시장을 설립하는 것은 증권시장 공급자인 기업측면이나 수요자측인 투자자측면 모두에서 그 필요성이 낮다고 할 수 있다. 또한 중소기업이나 벤처기업들의 경우에는 이미 KOSDAQ시장이 이들 회사주식들의 공급과 수요를 창출하는 유통 시장을 개설·운영하고 있다. 다시말해서, 세계적인 경쟁심화추세와 공급자와 수요자의 요구를 감안하면 복수거래소 설립은 그 타당성이 적다 하겠다.

다. 대체거래시스템 도입 논의

그러면 단일거래소 체계를 지속하면서 시장의 효율성 향상과 투자자를 위한 시장구조의 정립이 가능한가를 논의해 보자.

대체거래시스템은 투자자들의 요구에 맞추어 다양한 서비스를 제공하고, 이러한 서비스를 보다 효율적이고 때로는 낮은 가격에 제공할 수 있는 운영체계 및 기술을 그들의 사업에 도입할 것이다. 대체거래시스템에 대한 설명과 그 이점들에 대해서는 앞서 설명하였으므로 여기에서는 그 설명을 생략하기로 한다. 단지 그러한 이점들을 필요로 하는 투자자 집단이 존재하는가와 이들 시스템의 도입이 시장전체에 미치는 영향에 대해서만 논의를 하기로 한다.

최근 개정된 증권거래법은 위탁매매중개전문회사의 설립을 위해서 필요한 자본금은 30억원으로 정함에 따라 자회사형태의 사이버증권회사를 설립하기를 원하는 기존증권회사들이 다수 존재하며 인터넷상거래와 투자자문업에 종사하는 사람들도 독자적인 사이버증권회사를 설립하려는 의지를 보이고 있다. 그러나 현재 유일한 상장증권 거래시장인 한국증권거래소의 높은 회원비는 이들 진입의 장애요인으로 작용하고 있다.

현재 한국증권거래소는 증권거래법상(제71조)의 설립주의에 근거한 회원제 조직으로서 회원만이 시장에 직접 참가할 수 있으며 회원이 되기 위해서는 회원가입비를 지불해야 한다.

<표 VI-1> 한국증권거래소 회원비 및 주식매매수수료

	기본 가입금	특별 가입비	위약손해배 상공동기금	총계	매매수수료 (주식)
정회원	약120억	18억	약 20억	약 158억	매매거래대금 의 1.2/10,000
특별회원	약 12억 /매년	18억	약 20억	약 50억 + 매년 12억	매매거래대금 의 1.2/10,000

상기의 한국증권거래소 회원비는 상호 매매가 가능하여 매매가격에 따라 회원비(seat price)가 변동하는 뉴욕증권거래소 뿐만 아니라 동경증권거래소에 비해 회원가입비가 비싸며 매매수수료는 높을 뿐만 아니라 수수료체계가 비효율적이다.

<표 VI-2> 동경증권거래소의 회원비 및 주식매매수수료

회원비	매매수수료
월별: 균등할당액 40만엔 + 자본금별 회비 예: 자본금(5억엔): 월950만원 (연 1억1천5백만원) 자본금(200억엔): 월6,700만원 (연 8억원)	매매거래대금의 0.26/10,000

회원비가 일률적으로 높아 소형사인 경우 대형사에 비해 회원비 비용이 과중한 결과를 초래하게 된다. 특히 수십억원의 자본금으로 위탁중개

업전문회사의 설립시 증권시장에로의 직접접근에 큰 부담이 될 것이다.

또한 회원제 조직으로서 투신사, 연기금, 은행 등 기관투자자들이 직접 참가할 수 없어 증권사를 통해 위탁수수료를 지불하고 거래를 행해야 한다. 이는 결국 기관투자자들의 최종 수익자인 일반투자자가 지불해야 하는 비용이다.

최근 들어서는 여러 가지 증시제도의 변화에 따라 일중 거래량이 폭증하고 있다. 당일재매매의 허용, 거래시간 연장, 프로그램매매의 폭증, 그리고 액면분할 등으로 4월중에 일중 3억만주 이상의 거래가 몇차례 일어나기도 했다. 1999년 5월중에는 각 증권사가 사이버거래 수수료를 50%인하함에 따라 사이버거래건수의 폭증이 이루어질 가능성이 상존하고 있다. 실제로 A증권사의 경우 사이버 주문건수를 보면 1998년 1월 114,580에서 1999년 1월 312,362건으로 증가하였고 세달뒤인 1999년 4월 말에는 527,993건으로 폭증하고 있다.

이러한 추세에 따라 거래소의 시세 및 주문전달 그리고 매매체결 지연현상이 발생하고 있다. 1999년 4월부터는 주문건수가 증권거래소 일일 매매체결한도인 100만건을 초과하여 매매체결이 지연됨에 따라 투자자들이 접하는 시세정보가 수십분 가량 늦어져서 과거정보에 의거하여 투자 의사결정을 해야하는 사태가 벌어진 사례가 있었으며 프로그램매매도 어려운 처지에 놓인 적이 종종 있었다. 이는 지연종목의 가격왜곡현상을 초래하고 시장의 가격발견기능을 현저히 저해하는 사례이다.

증권거래소는 1999년 8월까지 일일 매매체결한도를 160만건으로 늘릴 수 있도록 시스템 증설을 계획하고 있다. 하지만, 동 시스템 용량도 사이버증권거래의 증가에 얼마만큼 대응할 수 있을지는 의문이다. 특히 사이버증권거래에 학생들과 같은 소액투자자들이 100만원 정도의 소액 자본으로 건당 10주씩의 주문을 입력, 취소, 재입력, 10주씩의 연속적 주문 등을 내면서 증권거래소시장을 증권투자 연습장으로 삼고 있는 현상

도 보이고 있다. 결국 기관투자자나 대량거래자의 주문이 이들 연습투자 주문들의 폭주에 따라 실시간에 처리되지 못하는 현상이 일어나 기관투자자의 불만이 가중되고 있다. 이의 해소를 위해서는 건당수수료 또는 건당 최저수수료, 현재 단주기준인 10주의 상향조정 등에 대한 고려 등이 필요하다고 볼 수 있다.

이러한 제도적 고려와 거래소의 시스템 증설이 현재 체결지연 현상을 어느 정도 해소할 수는 있을 것이지만, 거래체결지연이 없는 시스템의 제공뿐만 아니라, 기관투자자들의 시장에의 직접접근, 익명성보장, 다양한 주문의 수용 등의 요구를 수용할 수 있는 시스템의 등장을 기대해 볼만하다. 즉, 대체거래시스템의 허용을 고려해 보아야 할 것이다.

증권시장에서 감독당국 규제체계의 기본방향은 투자자들의 부를 향상시키는 것이 아니라 공정한 질서가 유지되는 한도내에서 투자자의 불편을 최소한으로 줄일 수 있도록 정립되어야 할 것이다. 공정성과 자율성이 보장이 되면 시장참가자의 서비스 제공기술과 증권거래에 대한 노하우의 향상을 통해 시장참가자의 부의 향상은 저절로 이루어 질 것이다.

새로운 기술의 발전과 서비스의 제공이 이루어지기 위해서는 동 기술과 서비스출현에 대한 감독당국의 명확한 정책방향이 제시되어 시장 내 불확실성이 제거됨으로써, 참가자들이 미래의 사업에 대한 기술개발과 사업계획을 사전에 준비할 수 있어야 할 것이다.

대체거래시스템의 도입과 관련하여서는, 증권거래소에 대한 명확한 정의가 내려지고 거래법 제76조항의 유사시설 제외 거래시스템에 대한 개요가 정립됨으로써 대체거래시스템의 도입이 가능할 것이다. 이러한 경우, 동 시스템에 대해서는 거래소에 대한 규제체계와는 다른 형태의 감독 및 규제가 필요하다.

현재의 법과 규정체계는 수 십년 전에 만들어져 동일한 증권이 다수

의 거래장소에서 거래되는 경우 이에 따른 시스템 운영자의 의무조항이나 규제체계에 대한 고려가 결여되어 있다. 이러한 대체거래시스템을 운영하는 자에 대한 의무조항 및 감독체계를 규정화하는 작업이 필요할 것이다.

법 및 규정체계는 다수 거래 센터의 불균형을 최소화하여 투자자 보호와 전체적으로 시장 기능의 제고라는 관점에서 이루어져야 할 것이다. 일반투자자들의 보호를 확고히 하면서, 대체거래시스템에 의해 시장혁신을 고무시키기에 그리고 동 시스템의 사업목표와 동 시스템에 의해 제공받는 혜택을 도모하기에 충분히 유연해야 할 것이다. 즉, 법 및 규정은 거래 기술의 혁신적인 진보를 과도하게 방해하지 않는 한도내에서 대체거래시스템에 부과되어야 하는 의무가 결정되어야 할 것이다.

법적규제기관은 대체거래시스템 운영자에게 시스템을 작동하기 전에 주문접수, 주문실행, 정보전달, 매매체결방법 그리고 청산과 결제의 방법에 관한 그의 규칙을 제출하도록 의무화할 필요가 있으며, 기관은 그 규정을 검토하고 투자자 보호와 시장의 완전성의 관점에서 동 시스템의 적절함을 결정해야 할 것이다. 그러나 과도한 규제는 피해야 할 것이다. 시스템이 투자자들에게 혜택을 제공하기 전에 혁신적인 시스템의 탄생 자체를 억제할 수 있기 때문이다. 최근의 SEC의 대체거래시스템규제의 접근법은 한국증권시장의 정책적 방향 설정에 참조가 될 것으로 보인다.

시장경쟁에 대해 토의가 있을 때마다, 반대토론자는 경쟁의 역효과에 대해 거론한다. 그들은 국내시장에서의 시장분할은 유동성 저하를 초래하여 그 결과 비효율적인 가격발견기능을 초래하고 결국에는 한국주식시장의 경쟁력을 손상시킨다고 주장한다. 그러나 시장의 분할이란 증권이 여러 장소에서 거래되는 것만을 말하는 것이 아니고 여러 시스템에서 거래되고 여러 시간대에서 거래되는 모든 것을 의미한다. 즉, 현재 한국증권거래소에서 주식을 거래하고 있지만, 전장개시, 후장개시, 후장

종료시에 사용하는 단일가격에 의한 경쟁매매와 거래소 평시간대의 복수가격에 의한 경쟁매매가 공존하는 것도 시장의 분할이다. 또한 시간외 대량매매, 신고대량매매제도 또한 모두 시장분할의 범주에 들어간다. 단일 주체가 시장을 운영하여도, 제공하는 서비스가 다양화되면 시장분할은 일어나는 것이다. 즉, 거래소는 스스로 고객의 만족을 높이기 위하여 시장분할을 감수하고 있다. 이러한 관점에서 볼 때, 대체거래시스템이 등장하여 다양한 수요자의 요구를 충족시켜주는 시스템을 운영하는 경우, 이는 시장의 분할에 따른 잠재적 피해보다 증권시장 전체에 가져다 주는 효익이 더 클 것이다. 또한 다양한 서비스의 제공은 잠재적 수요를 창출시켜 시장전체의 수급을 확대시킬 수도 있을 것이다.

일단 시장간의 경쟁이 도입되면, 대체시장들 중 주요시장의 가격에 종종 의존하는 시스템을 운영하는 경우도 있을 것이다. 이러한 경우에 이른바 무임승차(free ride) 문제가 시장경쟁에 관한 또 다른 고려사항으로 등장하게 될 것이다. 주요시장은 그 지위로부터 여러 혜택(예를 들어 상장수수료, 다수의 주문흐름, 회원가입비나 테이프 사용료 등)을 얻는 반면, 자본시장의 많은 규제비용들(예를 들어 가격안정화, 시장감시, 또 다른 자율규제활동 등)을 부담해야 한다. 문제는 현존하는 그런 주요시장들이 양질의 공공정보 공급에 대한 보상을 받아야 하는가 라는 것이다. 보상을 받아야 한다면, 또 다른 문제는 어떤 방법으로 보상받아야 하는가 이다. 시장의 선점자로서 네트워크효과 이익을 가지고 독점적 힘을 유지하고 있는 증권거래소의 경우 과도한 정보제공비용 요구는 새로운 기술의 도입자체를 위협할 소지가 있다. 독점적 힘이 존재하는 상당 기간 동안에는 새로운 진입자를 어느정도 보호해야 하는 것이 규제당국의 원칙이다. 이는 PCS 사업자 등장시 독점적 힘을 가지고 있었던 한국통신의 이동통신 가격정책을 정부가 통제함으로써 독점적 힘을 가지고 있는 기업의 약탈적 가격 공세를 제지했던 예에서도 볼 수 있다.

3. 맺음말

증권거래에 있어 전자통신기술의 이용은 이미 일반화되었고 이러한 전자증권거래의 성장은 최근에 가상공간상의 통신매체인 인터넷의 일반화와 더불어 가장 화려한 꽃을 피우고 있는 것 같다. 인터넷은 증권산업에 효율성, 정보흐름의 양 및 속도, 그리고 거래량 등에 엄청난 향상을 불러오고 있다. 더욱 더 많은 시장참가자들과 시장들이 증권거래와 관련하여 인터넷 활용으로 그 발길을 돌리고 있다.

일반투자자들은 연구결과, 시장정보, 최근의 뉴스에의 접근뿐만 아니라 증권계좌의 개설과 유지 그리고 주문의 전달까지도 인터넷을 통하여 직접하고 있다. 증권의 발행자들은 그들의 주주, 잠재적 투자자 그리고 증권분석가들과 직접적으로 정보를 교환함으로써 광고의 효과를 거두고 있을 뿐만 아니라 소액 공모를 위한 발행자들은 잠재적 투자자에게 직접 접촉을 시도하여 직접공모를 시행함으로써 자금조달의 효율성을 높이고 있다. 온라인 증권브로커들은 최소의 위탁수수료를 무기로 대형증권회사들과 소매시장에서 치열한 전쟁을 벌이고 있다. 그들은 과거의 신문이나 편지와 같은 전통적 전달매체를 이용하지 않고 인터넷을 이용함으로써 수많은 투자자들에게 저렴한 가격으로 다양한 정보와 즉각적인 주문제출기회를 제공하고 있다.

전자통신기술과 인터넷은 단지 이러한 시장참가자들의 증권거래 행태만을 변화시킨 것이 아니라 증권시장자체의 메카니즘과 구조를 변화시키고 있다. 많은 거래소들이 이미 전용선과 같은 전달수단을 통하여 고도화된 폐쇄형 거래시스템을 제공하고 있으나, 아직까지, 인터넷은 기본적으로 다양한 정보를 일반대중이나 회원에게 전달하는 제한적인 용도로 이용되고 있다. 전통적인 폐쇄형 회원제 구조를 가지고 있는 거래소의 경우 이러한 시스템이 자신의 호스트컴퓨터에 대한 접속을 제한하

는 효과적인 방법이기 때문이다. 조직화된 장외시장에서는 인터넷을 기본적으로 호가, 다른 시장정보, 그리고 투자자 교육자료 등을 브로커/딜러 및 일반대중에게 전달하는데 사용하고 있으나 주문의 전달 및 매매 체결은 아직 인터넷상에서가 아니고 자신의 전자체결시스템을 이용하여 행하고 있다. 최근 급성장하고 있는 대체거래시스템들은 전자통신수단의 이용을 고도화하여 다양한 매매체결서비스를 제공하고 있다. 현재 그들은 고도의 전자시스템에 의존하고 있으나 일반투자자들이 접근할 수 없는 폐쇄형 시스템에 의존하고 있다. 하지만 Instinet사가 인터넷을 통해 일반투자자가 접근할 수 있는 시스템제공을 계획하고 있는 것으로부터 알 수 있듯이 조만간 인터넷상에서의 매매체결시스템 제공이 보편화될 가능성도 배제할 수 없다.

우리나라의 증권산업의 경우 전자통신의 발달은 아직 전통적 거래과정 중 주문의 전송부문이 전자화되는 단계에 머물러 있다. 하지만 법적 제도적 기반이 마련되면 유가증권의 가격결정구조에 영향을 미치는 전자증권시장의 출현도 가능할 것이다. 증권관련 제도는 밀려오는 기술적 혁신에 발맞추어 변하지 않을 수 없겠지만 미래를 지향하는 제도정비는 새로운 기술의 향상을 촉진시켜 궁극적으로 국내증권산업의 경쟁력에 도움이 될 것이다. 뿐만 아니라, 제도적 정비는 인터넷을 이용한 역외공모사례에서 볼 수 있듯이 외국의 유가증권 발행자나 증권관련 사업자들의 잠재적 마찰요인을 미연에 방지하는 길이 될 것이다.

끝으로 본 보고서는 전자증권거래시장에 대해서 새로운 기술의 도입에 따른 증권시장의 변화와 이에 대한 규제체계에 대해서 논의하고 있지만 증권시장과 관련하여 언급하지 못한 많은 부분들이 있음을 밝히지 않을 수 없다. 특히, 증권발행시장에서 인터넷을 통한 역외공모문제나 공모시 일어나는 사기적 행위와 이에 대한 대책, 그리고 유통시장에 있어서 결제 등의 문제는 향후 필히 연구되어야 할 과제를 밝힌다.

참고문헌

참고문헌

- 이덕윤, “증권거래의 전자화 현상과 과제,” 『주식』, 한국증권거래소, 1998. 12, pp.3~31.
- 이정범·이주영, 『매매체결시스템과 시장효율성에 관한 고찰』, 연구자료 98-03, 한국증권연구원, 1998. 6.
- 증권예탁원, 온라인증권거래TF팀, 『전자증권거래』, 1998년도 조사자료 제1집, 증권예탁원, 1998. 4.
- 증권협회, 『온라인 증권거래 활성화에 관한 연구』, 1999. 3.
- <http://members.iworld.net>, “사이버증권거래에 관한 고찰,”
- 淵田 康之, 電子證券去來, 日本經濟法令研究會, 1997. 2.
- 證券取引の電子化에 관한 研究會, 報告書, 1998. 6.
- Bagley, Constance E. and Robert J. Tomkinson, "Internet Is Seeing Its Share of Securities Offerings," www.ljx.com, 1998. 2.
- Businessweek, "Will Electronic Trading Turn Wall Street into a Ghost Town?," 1991. 1.
- Domowitz, Ian and Benn Steil, "Automation, Trading Costs, and the Structure of the Trading Services Industry," Draft for publication in *Brookings-Wharton Papers on Financial Services* 1999, 1998. 11.
- Economist, "Good-bye to all that," 1999. 1. 30.
- Economist, "OptiMistic," 1999. 1. 30.

Forbes, 1998. 4.

Gora, Jean, "What's New in Cybertalk?," www.loma.org, 1998. 9.

Grigg, Ian, "Digital Trading," www.systemics.com, 1997. 9.

Institutional Investor Magazine, 1997. 11.

IOSCO, Public Document, "Securities Activity on the Internet," 1998. 9.

Oesterle, Dale A., "The SEC's Assault ON Electronic Trading,"
Regulation vol.21. No.3, 1998.

Picot, Arnold, "The Automation of Capital Markets," jcmc.huji.ac.il/vol1/issue3/picot.html, 1998.

Rice, Denis T., "The Internet, and The Cyber Securities Market Place,"
CyberLaw, 1997.

Schwartz, Robert A., *Global Equity Markets: Technological, Competitive, and Regulatory Challenges*, Stern School of Business, New York University, 1995.

SEC, "Order Execution Obligations," Release No. 37619A (Sep. 6, 1996),
61 FR 48290(Sep. 12, 1998).

SEC, 17 CFR Parts 202, 240, 242, and 249, Release No. 34-40706; File
No. S7-12-98; Final Rule: "Regulation of Exchanges and
Alternative Trading Systems"

SEC, 17 CFR Parts 231, 241, 271, 276, Release Nos. 33-7516, 34-39779,
IA-1710, IC-23071.

SEC, Division of Market Regulation., *Market 2000: An Examination of
Current Equity Market Developments*, 1994. 1.

SEC, Reg. 240.11Ac1-1(a)(8).

SEC, Release 34-30920.

SEC, Release No. 33-7233.

SEC, Release No. 33-7289.

SEC, Release, Use of Electronic Media for Delivery Purpose, No. 33-7233; 34-36345; IC-21399

SEC, Rule 11Ac1-4(b)(1)(i).

SEC, Securities Exchange Act of 1934 Release No. 28899 (Feb. 20, 1991), 56 FR 8377 (Feb. 28, 1991).

Taulli, Tom, "The IPO Report: Stock Markets Go Virtual,"
wysiwyg://340/http://hedge-hog.com/sub/ipo44.html, 1999. 1.

www.azx.com

www.economist.com

www.forrester.com

www.forwardlook.com,

www.instinet.com

www.iosco.org

www.iponet.com

www.iseoptions.com

www.isld.com

www.jackwhiteco.com/interconnect

134 사이버 증권거래시장에 관한 연구

www.kse.or.kr

www.madoff.com

www.nasd.com

www.nasdaq.com

www.nsc.com

www.nyse.com

www.posit.com

www.realgoods.com

www.sec.gov

www.tradepoint.com

www.tse.or.jp

www.witcapital.com