

뉴욕증권거래소 시스템과 거래절차

1998. 8

연구위원 고광수
선임연구원 김영갑

한국증권연구원

서 언

본고는 Hasbrouck, Sofianos, and Sosebee (1993)의 “뉴욕증권거래소 시스템과 거래절차 (New York Stock Exchange System and Trading Procedures)”를 전문 수정·번역하고 해설한 것이다. 이를 통해 뉴욕증권거래소의 거래 체계를 올바르게 이해하고 우리나라에 대한 시사점을 찾아보려는 의도에서 시작하게 되었다. 따라서 가능하면 원문의 의미를 여과 없이 전달하려고 노력하였으나 이미 변경된 제도는 새 제도에 의해 설명하였다. 의미의 전달이 어려운 부분은 역자의 설명이 부과되었거나 각주로 처리하여 이해의 정도를 높였다.

세계 유수의 증권거래소들은 전자기술의 발달에 힘입어 거래 시스템, 거래체결 절차 등에서 빠른 진보를 보이고 있다. 세계 최대의 증권거래소인 뉴욕증권거래소 (New York Stock Exchange)도 새로운 기술과 시장 변화에 대한 요구를 수용하기 위하여 여러 가지 제도를 도입하였다. 또한 세계 최대의 거래소라는 명성을 유지하면서 다양한 고객의 요구와 환경의 변화에 적응하기 위하여 지속적인 노력을 경주하고 있다.

그러나 우리나라에 소개된 뉴욕증권거래소의 시스템과 거래절차 등은 매우 단편적인 것으로 구체적인 내용은 잘 알려져 있지 않은 실정이다. 따라서 여기서는 복잡한 뉴욕증권거래소의 시스템 및 거래절차를 상세히 기술하여 뉴욕증권거래소가 이용하고 있는 여러 가지 제도와 규정에 대한 이해를 돕고자 하였다. 또한 독자들이 뉴욕증권거래소의 시스템과 거래절차를 이해하는데 조금이나마 도움이 되기를 기대한다.

마지막으로 본고를 작성하는데 노고를 아끼지 않은 본원의 고광수 박사와 김영갑 선임연구원에게 감사의 말씀을 드린다. 앞서도 언급되었지만 원문의 의미를 올바르게 전달하기 위해 내용을 여러 번 수정하였다. 이 과정에서 수고를 해주신 연구조원 김정숙씨에게도 감사를 드린다. 그리고 본 증권조사 자료의 내용은 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀두고자 한다.

1998년 8월

한국증권연구원

원 장 최운열

목 차

1. 서론	1
2. NYSE 거래장 배치 및 참가자	3
3. 주문전달 및 실행	5
4. 거래보고와 발표	8
5. 호가보고와 발표	15
6. 감사자료	20
7. 주문흐름 집중과 NYSE Rule 390	23
8. SuperDot 시스템	26
9. 시장간 거래시스템	33
10. Stopped Order	41
11. 교차주문	46
12. 대량매매와 Upstairs 시장	54
13. 단주 주문	56
14. MOC 주문	58
15. 비정상적인 시장상황	62
16. 시사점	68
<참 고 문 헌>	70

표 차례

<표 1> NYSE 거래에 대한 감사자료 정보	21
<표 2> 최대 SuperDot 주문량 (1976.3.1 ~ 1992.12.31)	27
<표 3> SuperDot 시장가 주문 회전시간 (1992년)	29
<표 4> 일평균 ITS 의뢰 (1992년 12월)	36
<표 5> Upstairs 대량매매 비중	55
<표 6> NYSE Circuit Breakers	67

그림 차례

<그림 1> NYSE 시스템 거래의 보고지연; 모든 보고 방법	12
<그림 2> NYSE 시스템 거래의 보고지연; 주문책 보고	12
<그림 3> NYSE 시스템 거래의 보고지연; 장내보고	12

1. 서론

본고는 Hasbrouck, Sofianos, and Sosebee (1993)의 “뉴욕증권거래소 시스템과 거래절차 (New York Stock Exchange System and Trading Procedures)”를 번역하여 뉴욕증권거래소의 거래 체계를 올바르게 이해하고 우리나라에 대한 시사점을 찾아보고자 하는데 그 목적이 있다.¹⁾

뉴욕증권거래소 (New York Stock Exchange: 이하 NYSE)의 거래 시스템은 다양하며, 거래소 규정은 매우 복잡하다. 그리고 새로운 기술과 시장 변화에 대한 요구를 수용하기 위해 많은 시간과 비용을 들여 오늘날 세계 최대의 증권거래소의 명성을 유지하고 있다. NYSE 거래 규정의 복잡성은 여러 계층의 고객이 요구하는 다양한 요구와 지속적인 변화 요구에 대한 균형점을 찾고자 하는 NYSE의 노력을 반영한 것이라 할 것이다.

본고의 주요 내용을 정리하면 다음과 같다. 먼저 다음 장에서는 거래장의 배치 구조와 핵심 참가자들의 기능 그리고 장내에서의 위치를 설명한다. 3장부터 6장까지는 NYSE의 주요 정보 시스템, 참가자들간의 정보흐름, 거래형성 과정을 기술한다. 여기서는 주로 주문과정, 거래보고, 호가보고 및 감사자료 (audit trail) 등을 설명한다. 7장에서는 NYSE Rule 390을 정리한다. 그리고 8장과 9장에서는 SuperDot과 시

1) 원문 집필 (1993년) 이후 뉴욕증권거래소의 거래절차 변경 사항들에 대해서는 내용을 수정하여 기술하였다. 따라서, 원문과는 약간의 차이가 있지만 본고는 1998년 7월 현재의 뉴욕증권거래소 거래절차를 설명하고 있다. 주요 변경 내용은 호가 단위인 틱 (tick)의 변경 (1997년 6월에 1/8에서 1/16로 변경), MOC 주문에 관한 사항 (1998년 6월), 거래중단 (circuit breakers)에 관한 NYSE Rule 80B의 변경 등이다.

장간 거래 시스템인 Intermarket Trading System (이하 ITS)에 대해 기술하고, 10장부터 15장까지는 다양한 주문의 종류 및 거래과정에 대하여 설명한다. 마지막으로 16장에서는 우리나라 증권시장에 대한 시사점을 정리하였다.

2. NYSE 거래장 매치 및 참가자

NYSE 주식 거래장 (equity trading floor)은 인접해 있는 4개의 큰 방으로 구성되어 있다: Garage, Main room, Blue room, Expanded Blue room.²⁾ 그리고 거래장 내부에는 17개의 거래포스트가 있는데 특정 주식에 대한 모든 거래는 지정 거래포스트와 패널 (panel)에 집중된다.³⁾ 이곳은 스페셜리스트 (specialist)와 장내브로커 (floor broker)가 거래를 집중시키기 위해 거래집단 (trading crowd)을 형성하는 곳이다. 스페셜리스트와 보조원 (clerk)은 포스트에 위치하며, 장내브로커는 움직이면서 모든 주식에 대한 주문을 관장한다. 장내브로커는 장내에 있는 모든 포스트에 접근이 가능하며 종종 몇몇 포스트에 장내브로커가 집중되고 집중된 포스트에서 주식들이 활발하게 거래된다. 거래장의 벽과 마주하는 곳에 장내브로커 보조원이 상주하는 장내브로커 부스 (booth)가 있는데 이 부스는 장내브로커와 그들의 회사 및 고객간에 의사전달 기능을 담당한다.

포스트 내부에 있는 스페셜리스트 보조원은 주문 처리와 거래 및 호가 보고의 기능을 담당하고, 스페셜리스트는 포스트 외각에 위치한다. 브로커는 포스트에 직접 방문하여 필요한 거래를 지시하고 장내보고자 (floor reporter)는 거래를 직접 보고한다. 장내감독관 (floor officials)은 필요하다면 즉시 포스트에 접근할 수 있는데 최종 매매 (last sale)에서

2) NYSE에 상장된 옵션과 채권은 주식 거래장과 분리되어 있는 인접 장소에서 거래된다. 뉴욕선물거래소 (New York Futures Exchange: 이하 NYFE)에서 거래되는 선물도 역시 다른 장소에서 거래된다.

3) NYSE에는 340개의 거래포스트 패널이 있다. 대부분의 거래포스트는 18개 혹은 22개의 패널을 가지는데 평균 8개 종목 (보통주와 우선주)이 각 패널에서 거래된다.

벗어난 모든 거래가격을 승인해야 한다.⁴⁾ 또한 장내감독관들은 주문에 심각한 불균형이 있을 때 개장지연과 거래정지 (trading halts) 등에 관련된 결정을 허가해야 한다. 한편 스페셜리스트와 장내브로커들은 NYSE 회원이다.⁵⁾ 장내보고자들은 NYSE의 고용인인데 반해 사무보조원은 스페셜리스트와 장내브로커의 고용인이다.

4) 20달러 미만으로 거래되는 주식에 대해서는 1달러, 20달러 이상으로 거래되는 주식은 2달러까지 승인의 대상이 된다.

5) NYSE 회원권은 회사가 아닌 개인에게 부여되는데, 개인회원이 그들 회사에 NYSE 회원 자격을 수여하게 되는 것이다.

3. 주문전달 및 실행

주문은 매입 또는 매도하려는 의도를 의미한다. 시장가 주문 (market order)은 거래집단이 체결될 수 있는 가장 유리한 가격에서의 거래체결을 요구하는 주문이다.⁶⁾ 지정가 주문 (limit order)은 지정된 가격 혹은 더 유리한 가격에서의 거래체결을 요구하는데, 지정 가격에도달하는 경우 거래가 체결된다. 이 두 가지 기본적인 주문 외에도 여러 가지 조건을 지정하는 다양한 유형의 주문이 있다.⁷⁾ (예를 들면, sell plus, buy minus, good 'til cancelled and stop order 등) 주문에는 결제와 관련된 조건들이 포함되는 경우도 있다. 마지막으로 거래는 회원 주문 (회원 자신의 계정을 위한 주문)과 소매고객 (retail client) 같은 비회원을 대신하여 회원이 제시하는 공공 주문 (public order)으로 양분된다. 여기서는 소매고객을 위한 공공 지정가 주문과 시장가 주문에 대해 집중적으로 다룬다.

거래장 밖에서 생성된 주문은 주식이 거래되는 NYSE의 SuperDot 시스템 혹은 장내브로커에 의해 포스트나 패널로 접수된다. 1992년의 경우 주문의 약 75%가 SuperDot을 통해 스페셜리스트에게 접수되었는데, 이는 NYSE 체결 거래량의 28%에 불과하였다.⁸⁾ 즉, 장내브로커들은 대량주문이나 체결이 어려운 주문을 위탁받는 경향이 있기 때문이다.

6) NYSE (1992a) ¶2013 Rule 13 Market Order.

7) NYSE Rule 13 “Definition of Orders”에서는 21가지의 상이한 유형의 주문을 정의하고 있다. NYSE (1992a) ¶2013.

8) 이 수치는 다음과 같이 계산되었다. NYSE의 System Order Database (이하 SOD) 파일에서 SuperDot 총 체결 주문 수량을 총 거래량의 2배 수치로 나누었다. 예를 들어 1,000주의 거래는 1,000주의 SuperDot 매도 주문과 1,000주의 Crowd 매입 주문으로 구성될 것이다. 그러므로 이 거래의 경우 SuperDot 거래 비율은 50%가 된다.

장내브로커들은 일반적으로 다음과 같은 방법으로 주문을 받는다. 즉, 회원사의 거래데스크 (trading desk)에서 대규모의 자기계정과 기관 주문을 회사의 장내 부스에 전화로 전달한다.⁹⁾ 부스에 있는 사람은 부스와 연결된 거래장에 전략적으로 위치해 있는 여러 개의 노란 전화 중 하나를 이용하여 장내브로커를 찾는다. 그러면 장내브로커는 주식이 거래되는 포스트로 주문을 가지고 간다. 일단 포스트에서 장내브로커는 스페셜리스트에게 주문을 넘기거나, 거래집단에 노출시키고 고객을 대신하여 주식을 매매한다. 장내브로커를 통해 주문을 전달하는 방법은 매우 노동 집약적이므로 특별한 주의를 요하는 주문에만 이용된다. 즉, 반드시 수행되어야 하는 대규모 거래 혹은 upstairs 대량매매 등에 이용된다.¹⁰⁾

SuperDot 주문은 회원사 거래데스크에서 자료 전송라인을 통해 거래소 Common Message Switch (이하 CMS)에 전달되면서 시작된다.¹¹⁾ 각 주문은 CMS를 거쳐 SuperDot으로 전달되고 다시 Post Support System (이하 PSS)로 보내진다. PSS는 주문을 스페셜리스트 포스트에 전달하는데 이 포스트에서 대부분의 주문은 스페셜리스트 주문책 (display book) 화면에 나타난다.¹²⁾

주문책은 모든 지정가 주문과 입력되는 시장가 주문을 추적하는 전산망이다. 주문책 화면은 스페셜리스트가 취급하는 각 종목에 대하여 지정가 주문에 근접해 있는 시장 상황을 보여준다. 여러 개의 화면은

9) 또한 몇몇 회사는 SuperDot을 통해 혹은 회사소유의 커뮤니케이션 시스템을 통해 회원사의 장내 부스와 연결한다. 비회원은 장내브로커 부스로 직접 주문전화를 할 수 있다.

10) 11장 참조

11) 8장에서 CMS와 SuperDot에 대해 좀 더 자세히 논의할 것이다.

12) 아주 드물게 어떤 인정된 주문들 (qualified orders)이 포스트 프린터에서 인쇄된다. 단주와 대규모 주문의 단주 부분은 주문책에 나타나지 않는다. (13장 참조)

스페셜리스트들이 하나 혹은 다수 종목에 대해 단 한번에 세부사항을 구체적 수준까지 볼 수 있도록 되어 있다.

SuperDot으로 지정가 주문이 들어오며 자동적으로 주문책에 들어간다. 주문책은 지정가 주문을 가격·시간 우선으로 정리하여 보여준다. 이와 유사하게 장내브로커가 스페셜리스트에게 지정가 주문을 내는 경우 스페셜리스트의 보조원은 키보드를 이용하여 주문책에 입력한다. SuperDot 시장가 주문은 터미널에 공시되고 다음 조치를 기다린다. 이때 스페셜리스트는 장부에 있는 다른 주문, 자신의 재고, 거래집단에 장내브로커가 내놓은 주문에서 시장가 주문을 체결할 수 있는데 제시된 호가나 호가 범위 내에서 체결된다.¹³⁾ 또한 스페셜리스트는 시장가 주문을 정지시킬 수 있다.¹⁴⁾ 주문의 대부분이 자동적으로 체결되지는 않는다. 다만 단주, 30분 이상 체결이 안된 소규모 주문, 대규모 주문의 단주 부분은 예외이다.

주문이 체결되었다는 신호가 보고 (report)인데, 보고는 PSS, SuperDot 및 CMS를 통해 스페셜리스트로부터 거래와 관련된 주문을 접수시킨 회원에게 전달된다. 하나 이상의 SuperDot 주문과 관련된 거래에서는 하나 이상의 보고가 생겨날 것이다.¹⁵⁾ 비록 보고가 거래가 발생되었다는 공식적인 통보일지라도 공개적으로 이용가능한 것은 아니며, 테이프 (tape)에 나타나는 거래의 인쇄물과 같은 것은 아니다.¹⁶⁾ 거래 체결 보고의 궁극적인 도착지는 주문을 낸 투자자이며, 보고 경로는 포스트로 주문을 가져왔던 경로와 반대다.¹⁷⁾

13) 스페셜리스트는 더 유리한 호가를 제시하고 있는 다른 시장과 주문체결을 하기 위해 ITS를 이용할 수 있다. ITS에 대해서는 뒤에 언급될 것이다.

14) 10장에서 stopped order에 대해 논의할 것이다.

15) 1,000주의 SuperDot 시장가 주문과 체결된 두 개의 500주 SuperDot 지정가 주문의 경우 3개의 보고를 해야 할 것이다.

16) 연구목적을 위해 거래가 일어난 시점의 유용한 지표로 보고에 찍힌 시간 스탬프를 이용한다.

17) SuperDot도 주문 취소와 행정 문의를 다룬다. 주문 취소는 취소 요구를

4. 거래보고와 발표

거래소는 종목, 체결가격, 거래량 및 특별 거래조건 등의 거래정보를 실시간으로 제공한다.¹⁸⁾ 가끔 거래소는 개장의 지연 및 거래정지 등의 추가적인 정보를 발표한다.¹⁹⁾

SEC Rule 11Aa3-1은 거래정보의 보고 및 발표를 통제한다. 이 규정에 따르면 모든 미국 증권거래소와 National Association of Securities Dealers (이하 NASD)는 상장주식에 대한 거래보고의 실시간 수집, 처리 및 발표를 위해 SEC가 승인한 거래보고 계획(transaction reporting plans)을 준수해야만 한다.²⁰⁾ 따라서 거래소와 NASD는 보고를 해야 하며 SEC가 Consolidated Tape Association (이하 CTA)을 승인한다.²¹⁾ 이 계획은 적격증권(eligible securities)에 대

받고 SuperDot에 의해 처리되자마자 효력이 발생한다. 취소하려는 경우 스페셜리스트의 승인은 필요없다. SuperDot을 통해 회원사는 언제든지 주문 입출력 상태의 보고를 요구할 수 있다.

18) 테입에서 특별한 거래조건들이 심볼에 접미사로 추가되어 있는 것으로 확인된다. 예를 들어 ABC 종목의 매도(out of sequence) 거래는 ABC.SLD로 확인되며 익일 정산거래는 ABC.ND로 구분한다. stopped 주식 거래는 stopped 주식 거래가격 뒤의 “n”위의 “s”로 확인된다. 통합거래 데이터파일(TORQ와 TAQ에서 이용가능한)에서 특별 거래조건은 G127(예를 들어 200은 stopped 주식을 나타냄)과 COND(예를 들어 Z는 매도거래를 나타냄)에 의해 요약된다.

19) 15장 참조

20) SEC Rule 11Aa3-1: “Dissemination of Transaction Report and Last Sale Data with Respect to Transactions in Reported Securities”. 본 규정은 거래 보고를 “주식 하나 이상의 거래단위(round lots) 매입 혹은 매도거래에 있어서 주가 및 거래량을 포함한 보고”로 정의한다. 본 규정에는 장외거래에 적용하기 위한 기타의 요건들이 있다.

21) CTA 계획의 참가자는 아메리칸증권거래소, 보스턴증권거래소, 신시네티 증권거래소, 미드웨스트증권거래소, 뉴욕증권거래소, 퍼시픽증권거래소, 필

한 최종 매매자료인 Consolidated Tape (이하 CT)을 발표하기 위해 Securities Industry Automation Corporation (이하 SIAC)에 자료 수집과 보고를 거래소들과 NASD (이하 계획참여자)에 요구하고 있다.²²⁾ 적격증권에는 NYSE와 AMEX에 상장된 보통주, 장기 워런트 및 우선주 뿐만 아니라 미국의 다른 증권거래소에 상장되어 있는 주식을 포함한다.²³⁾ 본 계획은 각 참여자가 최종 매매자료를 가능한 한 즉각적으로 보고할 것을 요구하고 있으며, 적어도 정상적인 조건이라면 최종 매매자료의 90%가 거래 체결 후 90초 내에 보고되어야만 한다.

각 참여자는 시장에서 체결된 적격증권의 거래에 대한 최종 매매자료의 수집과 이러한 자료를 SIAC이 운영하는 CTS에 전달하여야 한다. CTS는 자료를 처리하며 동영상 티커인 테입으로 배포한다. 그리고 고속 라인을 통해 CTS 서서비스를 승인받은 가입자가 전 세계의 고객에게 재배포하도록 전달한다. CTS는 참가자가 거래를 하는 동안 최종 매매자료를 배포한다.²⁴⁾

라텔피아증권거래소, 시카고옵션거래소, NASD 등이다. 1993년 3월 1일 이전에는 Instinet (계획 참가자가 아닌 NASD회원)은 “기타 보고 집단”으로 지정되었다. 이 경우, Instinet은 참가자의 거래시간 동안 그들의 적격증권에 대한 최종 매매정보를 SIAC를 통해 직접 CTS로 보내곤 했다. 그러므로 Instinet의 Tape-hours 거래량은 별도로 확인된다. 1993년 3월 1일, Instinet은 그들의 “기타 보고 집단” 상태를 포기하고 모든 최종 매매정보를 NASD를 통해 CTS로 보내기 시작하였다. 그러므로 NASD 거래정보는 Instinet 거래를 포함한다.

22) CTA Plan (1992) Section VII “Collection and Reporting of Last Sale Data”.

23) NYSE나 AMEX 이외의 거래소에 상장된 주식은 상장 당시 NYSE나 AMEX의 상장요건을 만족하여야 적격증권이 된다. 좀 더 상세한 것은 CTA Plan (1992) Section VI “Eligible Securities” pp.23-26을 참조하십시오.

24) 자세한 사항은 CTA Plan (1992), Section X, “Operational Matter”, 참조하십시오. NYSE의 정규 매매시간은 9:30~16:00이다. 그러나 NYSE는 테입

NYSE에서 거래보고의 확인은 매도자를 대신하는 회원사의 의무다.²⁵⁾ 실제 거래보고는 주문책을 통해 직접 이루어지거나 장내보고자에 의해 이루어진다. SuperDot 주문으로 구성된 거래의 주문책 보고는 일반적으로 체결보고와 동시에 자동적으로 효력이 발생한다. 이외의 주문책 보고는 관련 정보를 스페셜리스트 보조원이 주문책에 입력함으로써 효력이 발생한다. 이러한 자료는 주문책에서 PSS를 통해 거래소의 Market Data System (이하 MDS)으로 전달된다. MDS는 유효성 검사를 수행한 후 CTS로 정보를 넘긴다. 1992년말 현재 거래의 55%를 차지하는 NYSE 주식의 거래 중 88%가 주문책을 통해 보고되었는데 그 추세는 계속 증가하고 있다.²⁶⁾

장내보고자는 NYSE 고용인으로 거래장에서 스페셜리스트를 지원한다. 매도자를 대신한 스페셜리스트 혹은 장내브로커는 거래조건 (티커, 가격, 규모와 매매자의 배지 번호)을 전화로 전달한다. 주문책을 통해 보고되지 않는 거래는 장내보고자가 컴퓨터 인식 카드의 칸을 채워서 정보를 기록한다. 장내보고자는 카드를 포스트의 여러 수신 장치 중의 하나로 전달함으로써 정보를 등록한다. 이 정보는 주문책 보고의 경우와 동일한 경로를 따르는데, 자료는 PSS를 통해 MDS와 CTS로 전달된다.

체결된 SuperDot 주문의 경우 NYSE 주문처리 과정과 거래 보고절

을 통해 시장 종료 후 16:00~17:15까지 매매거래에 대한 정보를 공개한다. 그러므로 최종 매매자료는 테이프를 통해 9:30~17:15까지 공개되는 것이다. 이러한 시간 길이는 퍼시픽증권거래소의 마감시간인 16:50 (동부 시간)을 포함한다. 이 계획의 Section V(c)는 배포될 필요가 없는 거래들을 보여준다. (단주 거래 등)

25) NYSE (1992a) ¶ 2128A Rule 128A.10 Duty of Seller.

26) CT 자료 파일 내에서 주문책으로부터 CTS로 보고된 거래는 G127 필드 (field)에 있는 값에 의해서 확인될 수 있다.

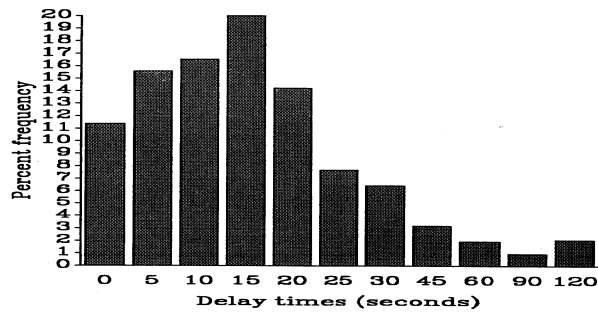
차는 두 개의 거래-시간 소인 (two trade-time stamps)이 생기는데 이는 거래 참여자들에 의해 받은 SuperDot 체결보고 기록시간과 CTS 인쇄시간이다. 이 시간 소인은 완전하게 똑 같은 시간은 아닌데 대부분 체결보고 시간이 CTS 인쇄시간보다 빠르다.²⁷⁾

<그림 1>은 1990년 11월의 처음 5 거래일 동안 144개의 주식에 대한 두 개의 시간 소인간의 차이 분포를 보여준다. 총 51,270 거래중에서 28,584개 거래가 최소한 SuperDot와 연결되어 NYSE에서 거래되었다. 거래에 대한 CTS 인쇄지연의 중앙값은 14초다. 28,584 거래중 15%가 주문책에 보고되었는데, 이 거래에 대한 인쇄 지연시간의 중앙값은 6초이다.²⁸⁾ (분포는 <그림 2> 참조) 장내보고자에 의해 보고된 24,200개 거래에 대한 인쇄 지연시간의 중앙값은 16초이다. (분포는 <그림 3> 참조)

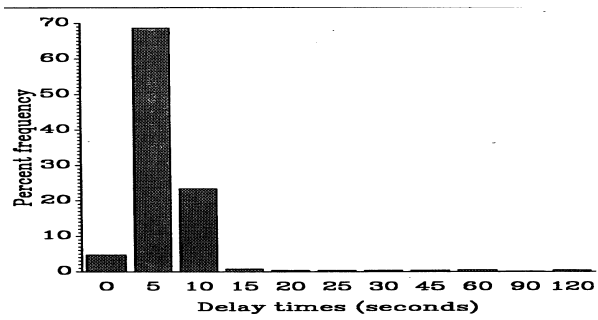
27) 그러나 장 마감 거래의 경우 종종 거래체결 보고는 CTS 인쇄보다 지체될 수 있다.

28) 이 비율은 더 이상 적합한 값이 아니다. 왜냐하면 1990년 11월 주문책에서 보고되는 거래의 비율이 급격하게 증가하였기 때문이다.

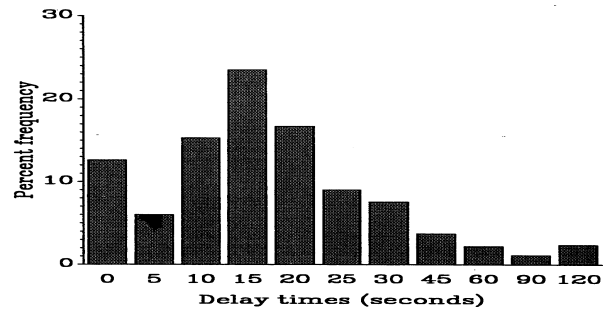
<그림 1> NYSE 시스템 거래의 보고지연; 모든 보고 방법
(1990년 11월 1일부터 7일까지)



<그림 2> NYSE 시스템 거래의 보고지연; 주문책 보고
(1990년 11월 1일부터 7일까지)



<그림 3> NYSE 시스템 거래의 보고지연; 장내보고
(1990년 11월 1일부터 7일까지)



위에서 기술된 실시간 거래보고와 더불어 NYSE는 회원사에게 매일 프로그램 매매에 대한 보고를 요구한다.²⁹⁾ NYSE는 프로그램 매매를 다음과 같이 정의하고 있다. 프로그램 매매란 동시에 (혹은 거의 동시에) 15개 혹은 그 이상의 주식에 대해 총 1백만달러 이상을 매입 또는 매도하는 거래전략을 말한다.³⁰⁾ 보고요건은 회원사 자기계정 뿐만 아니라 고객계정에도 적용된다. 이 요건은 NYSE 주식 뿐만 아니라 모든 주식에 대한 프로그램 매매에 대해 어디에서 언제 이루어졌는지 상관없이 적용된다. 예를 들어 회원사는 마감시간 이후 뿐만 아니라 국외(off-shore)에서의 프로그램 매매도 보고하여야 한다.³¹⁾ 거래소는 주별로 프로그램 매매 활동에 관한 요약 정보를 발표한다.

1993년 1월 이전에는 테이프 작동하지 않을 때 발생한 NYSE 상장주식에 대한 거래와 미국 이외에서 발생한 모든 거래에 대해서는 거래소에 보고하지 않았다. 1992년 12월 SEC는 회원사들의 거래가 CT에 보고되지 않는다 하여도 NYSE 상장증권에 대한 모든 거래를 거래소에 보고하도록 요구하는 새로운 NYSE Rule 410B를 허가하였다.³²⁾ 이 새로운 규정은 1993년 1월 4일 29개의 가장 활발한 대형 회원사에게 적용되었으며, 1993년 4월 5일에는 모든 회원사에게 적용되었다.

이 새로운 규정하에서 회원사는 거래시간 이외의 거래뿐 아니라 해외시장에서 발생한 자기계정 및 고객계정도 보고하게 되었다.³³⁾ 한편

29) 이 요건은 1998년 5월부터 발효되었다.

30) 그러나 회원은 모든 규모의 지수 차익거래를 보고해야 한다.

31) 프로그램 매매 자료에 대한 논의는 Harris, Sofianos, and Shapiro (1992)와 Sofiano (1980)를 보시오.

32) NYSE Rule 410B, Reports of Listed Securities Transactions Effected Off the Exchange. NYSE Market Surveillance Information Memos 92-32 and 92-33 (November 13, 1992)에 자세한 내용이 있다.

33) 미국에서 설립된 외국인 제휴 회원사의 자기거래 및 위탁거래도 역시 보고되어야 한다. 그러나 정보 메모 92-32에서는 “Rule 410B는 NYSE 회원

회원사는 거래소에 이미 보고한 프로그램 매매는 보고할 필요가 없다.³⁴⁾ 즉, 회원사는 거래일과 시간, 기호, 가격, 주식수, 거래체결 장소, 매매종류 (매입, 매도, 교차거래), 거래종류 (자기거래, 위탁거래), 거래 상대방의 증권브로커-딜러의 이름 등을 보고한다. 그리고 회원사는 프로그램 매매와 Rule 410B 자료를 거래소에 전산으로 송부한다.

실시간과 Rule 410B 그리고 프로그램 매매 보고의 결합은 NYSE 상장주식에 대한 모든 회원사의 거래활동에 대한 포괄적인 기록을 제공한다. 그러나 NYSE 상장주식에 대한 마감시간 이후 비회원사에 의한 국내·외 거래는 CTS나 NYSE에 보고되지 않는다.³⁵⁾

또한 거래소는 스페셜리스트에게 매일매일의 자기계정 거래 (proprietary trade)와 딜러 포지션 (dealer position)에 대해 전산으로 보고하도록 요구하고 있다. 이러한 보고는 NYSE 시장 심리부서 (Market Surveillance Division)가 스페셜리스트의 성과를 감시하고 평가하는데 이용된다.

마지막으로 NYSE는 각 회원사에게 NYSE가 이용 가능한 주문기록 요구에 응하도록 요구하고 있다. 이러한 주문기록은 각 주문 (종목, 규모, 유형)에 대해 작성되며, 주문을 받은 시간, NYSE에 주문을 낸 시간, 거래체결 보고를 받은 시간에 대한 정보를 제공한다.³⁶⁾

이나 회원조직과 제휴한 회사의 자기거래와 그러한 제휴사의 위탁거래에는 적용되지 않는다”라고 규정하고 있다.

34) 단주 거래와 기타 여러 유형의 거래는 제외된다. (Information Memo 92-32 op. cit.)

35) 또한 브로커-딜러가 관여하지 않는 제4시장 거래도 보고되지 않음.

36) NYSE (1992a) ¶ 2410 Rule 410 Records of Orders.

5. 호가보고와 발표

거래소가 배포하는 호가정보는 해당 호가에서 매매할 수 있는 최소의 호가수량 뿐만 아니라 주식별 NYSE 최고 매입가격과 최저 매도가격으로 구성된다. 또한 거래소는 비정상적인 시장 상태인 미확정(non-firm) 호가와 같은 특별한 호가조건과 개장지연, 거래정지 동안의 호가지표(indications of interest)도 공시한다.³⁷⁾ 호가에는 스페셜리스트 자신의 거래호가, 거래집단에서의 회원호가, 스페셜리스트 주문책(display book)에 있는 지정가 주문 호가 등이 포함된다.³⁸⁾ 그리고 누가 제시한 호가인지에 상관 없이 공시되고 있는 호가보다 불리하지 않은 가격에 거래를 체결시키는 책임이 스페셜리스트에게 있다.³⁹⁾

SEC 규정 11Ac1-1 (b)에 따르면 “모든 거래소는 책임있는 브로커-딜러(responsible broker or dealer)에 의해 해당 거래소 장내에서 유통되는 각 상장주식에 대한 최고 매입가격과 최저 매도가격에 대한 자료를 수집, 처리하여 호가 판매업자가 이용할 수 있도록 하여야 한다”라고 규정하고 있다.⁴⁰⁾ NYSE의 경우 책임있는 브로커-딜러는 스페셜

37) 15장 참조

38) NYSE에서는 자동으로 주식의 호가를 구축하는 시스템은 없다. 그러나 몇몇 지방거래소 시스템은 NYSE 호가와 대응하기 위해서 그리고 NYSE 호가를 일괄하기 위해 호가를 자동적으로 변화시킨다. 이렇게 자동적으로 조정된 호가는 “autoquotes”로 알려져 있다. ITS 계획 참여자는 100주 이상에 대해서는 “autoquotes”하지 않는다는 것에 동의하였다. (ITS Plan (1991) p. 51)

39) 호가가 “미확정 형식(non-firm mode)”일 때는 예외로 한다. 또한 현재의 호가 외에서 교차매매될 때는 특별한 절차의 적용을 받는다. (Rule 127)

40) SEC Rule 11Ac 1-1 “보고된 증권에 대한 호가발표” 구문 (b)(1)(i). 이 규정은 미국의 모든 증권거래소와 NASD에 적용된다. NYSE Rule 60 (호가발표)은 SEC 규정을 NYSE에서 시행토록 하고 있다. Rule 11Ac1-1

리스트다.⁴¹⁾ 그러므로 SEC는 스페셜리스트나 장내브로커에 의해 거래 집단에 제시되어 있는 가장 유리한 호가 내역을 호가 판매업자에게 제공하도록 NYSE에 요구하고 있다. 이러한 요건을 충족시키기 위해 NYSE는 스페셜리스트에게 담당 주식의 최고 매입호가와 최저 매도호가, 호가수량에 대해 즉각적인 보고를 요구하고 있다.⁴²⁾ 즉, 누가 호가에 관심이 있는지에 상관없이 스페셜리스트는 호가정보를 유포할 책임이 있는 것이다.⁴³⁾

SEC가 요구하는 호가정보 제공 규정에서 제시되는 정보를 정확하게 이해하기 위해서는 호가와 주문간의 차이와 전달되었다는 (communicated) 의미를 명확히 구별하여야 한다. 주문은 스페셜리스트 (혹은 장내브로커)가 호가로서 거래집단에 주문을 노출시키기까지는 호가가 아니다. 특히 전달되었다는 의미는 스페셜리스트 (혹은 장내브로커)가 거래집단에 원하는 거래에 대한 매도 혹은 매입을 선언하였음을 의미한다.

NYSE Rule 79A.10에 따르면 회원이 회원의 호가-개선 지정가 주문 (quote-improving limit order)을 호가로 표시되는 것을 요구할 수

의 전문은 NYSE (1992a) ¶2060.

41) NYSE (1992a) ¶ 2060 Rule 60 (a)2. SEC 규정 11Ac 1-1 (a)(3)은 “책임 있는 브로커-딜러”를 거래소의 거래장에서 호가를 하고 있는 거래소 회원이면 누구나로 정의하고 있다. 거래소는 스페셜리스트에게 호가에 맞추어 매매를 체결할 (스페셜리스트가 호가에 대한 책임을 효율적으로 질 수 있도록) 법적 의무를 부과함으로써 SEC 호가 규정을 시행하고 있다. NYSE Rule에 따르면 스페셜리스트는 그가 기입한 호가 수량만큼 책임을 져야한다.

42) NYSE 1992(a) ¶ 2060 Rule 60(e)(1),(2). and SEC 규정 11Ac 1-1 (c)(1).

43) 활발한 거래집단 거래시 장내브로커는 고시된 호가내에서 매입·매도 주문을 낼 수 있으며 재빠르게 거래할 수도 있다. 만약 거래집단에서 이 매입과 매도가 재빨리 만족된다면 스페셜리스트가 공시된 호가를 변경하지 않아도 된다.

있으며, 스페셜리스트는 이러한 요구를 준수하여야 한다.⁴⁴⁾ 1993년 3월 30일 NYSE는 SuperDot 시스템을 통해 스페셜리스트에게 접수된 모든 호가-개선 지정가 주문은 이러한 요구를 내포하고 있다고 하였다.⁴⁵⁾ 그러므로 스페셜리스트는 주문이 접수되자마자 SuperDot 지정가 주문을 공시된 지정가에 반영하여야 한다. 만약 장내브로커가 긴급하게 주문을 취소한다면 스페셜리스트는 직접 전달된 (hand-delivered) 호가-개선 지정가 주문을 공시하지 않을 수 있다.

NYSE 스페셜리스트는 거래집단에 시장가 주문을 제시하고, 공시된 호가에 대해 자동적으로 거래를 실행하지 않기 때문에 가격개선이 가능하다. 즉, 시장가 주문은 호가보다 더 유리한 가격에, 지정가 주문은 지정된 가격보다 유리한 가격에 체결될 수 있다.⁴⁶⁾

<예제> XYZ 주식 30,000주가 매입호가 20에 20,000주가 매도호가 20 1/8에 호가되어 있다. 시장브로커 A는 시장가 매입주문 5,000주를 가지고 있다. 제시된 매도호가보다 더 좋은 가격으로 체결하기 위해 브로커 A는 5,000주 20 1/16에 매입주문을 내었다. 이 경우 시장브로커 B가 이 매입주문을 받아들여 두 브로커는 거래를 체결하였다. 따라서 시장브로커 A는 가격을 개선한 것이다. 즉, 포스트가 제시한 20 1/8에 매입하는 대신 20 1/16에 매입한 것이다.

또한 SEC는 공시된 호가에서 일정 수량이 거래되어야 한다고 요구한다.⁴⁷⁾ 스페셜리스트는 브로커의 판단 아래 호가 수량이 공시되도록 결

44) NYSE (1992a) ¶ 2079A Rule 79A.10

45) NYSE Market Surveillance Information Memo 93-12, March 30, 1993.

46) 만약 주문이 “stopped”되었다면 시장가 주문도 가격을 개선할 수 있다.

(10장 참조) Blume and Goldstein (1992), Lee (1992), Petersen and

Fialkowski (1992)는 서로 다른 시장에서 가격개선의 수량을 추정하였다.

47) SEC 규정 11Ac1-1 (c)(2) : “책임있는 모든 브로커 혹은 딜러들은 최소한

정한다. 제시된 호가 수량은 주문책에서 현재 호가에서의 지정가 주문의 총수량보다 적을 수 있다.⁴⁸⁾ 한편, 스페셜리스트는 이 가격에 자신의 호가를 추가함으로써 주문책에 있는 것보다 더 많은 호가수량을 제시할 수 있다.⁴⁹⁾

거래소와 NASD는 SEC가 승인한 Consolidated Quote (이하 CQ) 계획을 수용함으로써 SEC의 호가 발표 규정을 준수하여야 한다.⁵⁰⁾ 이 계획은 참가 거래소와 NASD에게 SEC가 요구하는 모든 호가정보 (매도, 매입, 호가수량, 주식기호, 시장자료 등)를 수집하여 SIAC가 운영하는 Consolidated Quote System (이하 CQS)에 즉각 보고하도록 요구하고 있다. CQS는 이 호가정보를 처리하여 하나의 자료흐름으로 통합하고, 전국적으로 “가장 유리한 매도와 매입호가”를 추가하여 접수된 순서에 따라 CQS서어비스에 가입된 가입자에게 제공한다.⁵¹⁾ 과거에 NYSE 장내보고자들은 그들이 거래를 보고하는 같은 방법으로 CQS에 호가 변경을 입력하였다.⁵²⁾ 그러나 1989년 9월 이후 스페셜리스트의 주문책에 호가 변경의 95%를 입력한다.⁵³⁾

책임있는 브로커 혹은 딜러에 의해 공시된 매입 혹은 매도 호가를 포함한 매입 또는 매도 가격으로써 유리한 가격으로 그들이 공시한 호가 수량에 대해서는 거래를 체결할 의무가 있다”. 비정상적인 시장 상황에서의 미확정 호가에 대해서는 15장 참조.

48) NYSE (1992a) ¶ 2060 Rule 60 (c)(1) Normal Mode.

49) 주문책에서의 공공 주문은 동일 가격의 스페셜리스트의 자기거래보다 우선한다.

50) CQ 계획의 분류는 CTA 계획 분류와 동일하다.

51) CQ 계획에 따르면 호가 발표시간은 9:00에서 18:30이다. CQS는 호가 정보를 고속 자료전송기구 (고속라인)를 통해 구매자에게 보낸다.

52) 거래를 보고하는 데 이용되는 컴퓨터 인식 카드는 호가를 기입하기 위한 부분이 있다.

53) 주문책 호가보고의 변경은 1989년 6월 19일 시작되었으며 시행에도 몇 개월이 소요되었다.

거래와 호가에 대한 보고 메카니즘의 차이는 테입 및 연구자들에 의해 이용되는 호가와 거래자료에서 순서의 오류를 야기시킬 수 있다. 혼란 오류가 거래 다음에 변경되는 호가에서 발생한다. 예를 들어 스페셜리스트가 “20 1/2에 XYZ 2천주, 20 1/2를 9/16로”라고 하면 스페셜리스트의 보조원은 키보드를 조작하여 재빠르게 호가를 변경시킬 것이다. 장내보고자가 컴퓨터 인식 카드의 빈칸을 채우고 카드를 판독기에 전달하는 경우에는 지체가 발생할 수 있다. 이 경우 자료 흐름상 호가 시간 검인은 거래시간 검인보다 몇 초 앞설 수 있다.

6. 감사자료

감사자료는 NYSE 심리업무를 지원하고 회원사의 거래분쟁 해결을 돕는 광범위한 거래기록이다.⁵⁴⁾ 감사자료는 각 주식에 대한 거래를 시간순으로 재구축한 것으로 각 거래의 시간과 수량을 확인할 수 있으며 관련된 주문정보를 제공한다. 또한 감사자료는 회원사가 행한 거래가 자기거래인지, 위탁거래인지에 대한 정보도 포함한다.

감사자료 파일은 매도자 1인과 매입자 1인의 거래내역을 하나의 레코드(record)로 구성한다.⁵⁵⁾ 한편 매도자 1인과 3명의 매입자 거래는 매도측과 각각의 매수측에 대응하는 3개의 레코드로 구성된다. <표 1>은 감사자료에 대한 정보를 보여주고 있다. 예제에서는 주식 AA에 대한 정상적 방법의 거래가 테입에 오전 9:43에 보고됨을 보여주고 있다. 거래가격은 70 7/8이고 거래량은 2,600주이다. 매도측은 회원사 자기계정이고 거래집단에서 장내브로커(벳지 0717)가 거래를 대리하였다. 매입측은 두 개의 SuperDot 주문으로 2,000주 지정가 주문과 500주 시장가 주문이었다. (모두 KP 회사) 여기에 스페셜리스트가 100주를 자기계정에서 매입함으로써 거래가 완결되었다.

54) NYSE Rule 132는 감사기록 목적을 위해 거래정보의 제출을 다룬다. NYSE (1992a) ¶ 2123.

55) 감사기록 자료파일은 Equity Consolidated Audit Trade File (이하 CAUD)로 불린다. TORQ 데이터베이스에서 CAUD 샘플을 볼 수 있다.

<표 1> NYSE 거래에 대한 감사자료 정보

본 예제는 감사자료에 대한 몇 가지 정보를 제공한다. 추가적인 정보로 회사 청산번호, ITS, 비교정보 (comparison information) 등이 포함되어 있다. “비교된 거래량 (Compared trade ize)”은 CTS와 청산자료를 비교한 조정량인데 CTS와 청산자료는 항상 완벽하게 대응되는 것은 아니다. 벤티필드에서 특정부호는 SuperDot 주문을 나타내고 숫자 코드는 거래집단의 주문을 나타낸다. 그러나 스페셜리스트의 벤티 코드 (위탁매매와 자기매매에 대한)는 숫자 코드 또는 SPEC 기호이다.

심볼 - AA
 거래일 - 1993년 1월 12일
 거래시간 - 9:42:59
 거래가격 - 70.875
 거래량 비교 - 2,600
 CTS 거래량 - 2,600
 조건 - 보통거래 (regular way)

	수량		벤티		계정*		자료	
	매입	매도	매입자	매도자	매입자	매도자	매입자	매도자
1	2,000	2,600	KP	0717	I	P	SuperDot 지정가	거래집단
2	500		KP		I		SuperDot 시장가	
3	100		SPEC		S		거래집단	

* I = 비프로그램 매매, 비회원, 개인투자자
 P = 비프로그램 매매, 회원계정
 S = 스페셜리스트 계정

감사자료는 몇몇 서로 다른 정보 원천을 통합하였기 때문에 매우 광범위한 정보를 보유하고 있다. 주요한 정보원은 CTS, SuperDot, National Securities Clearing Corporation (이하 NSCC)의 청산자료와 Overnight Comparison System (이하 OCS)를 통한 회원사 입력자료 등이다. 감사자료는 정교하게 컴퓨터화 된 대응 알고리즘을 이용하여 자료를 통합한다. 이 알고리즘은 자료에 대해 28단계 과정을 걸쳐 완성되며 각 과정은 테입 인쇄물과 매입·매도 비교자료로 대응시키기 위해 서로 다른 기준을 적용한다.

일반적으로 감사자료의 정확성은 거래의 모든 요소를 인식하는 자동화 정도와 상관성이 크다. 만약 SuperDot 매입주문이 SuperDot 매도주문과 체결되었고 그 거래가 주문책을 통해 CTS에 보고되었다면, 거의 완벽한 대응을 보장하는 비교와 거래자료 (테이프프린트)가 거의 동시에 생성된다. 그러나 장내보고자가 CTS에 거래를 보고할 때 비교자료와 테입인쇄간의 시간이 정확하게 대응되지 않을 수 있는데, 이 경우 감사자료 알고리즘은 거의 동시적인 사건으로 대응시키려 한다.

수작업 매매의 경우 (거래집단에서 체결된 주문) 문서화하기가 매우 어렵다. 1985년 이후 NYSE Rule 132는 모든 장내거래에 대해서 브로커 뱃지 숫자를 보고하도록 하였다. 시간이 지나면서 이 규정과 NYSE의 시행 노력이 더욱 강화되었다. 수작업으로 인한 오류에도 불구하고 이행 정도는 높은 편이다. 현재 거래집단의 감사자료 입력 자료중 95%가 시간에 따라 기록된 테입 인쇄와 대응된다. 여러 가지 기준에서 볼 때 NYSE 감사기록의 전반적인 정확도는 거의 98% 수준이다.

7. 주문흐름 집중과 NYSE Rule 390

NYSE Rule 390의 목적은 주문흐름의 집중을 유도하고, 회원사가 경매과정을 통하지 않고 내부적으로 주문을 체결하는 것을 방지하기 위한 것이다. Rule 390은 특별한 경우를 제외하고 회원사가 NYSE 상장주식을 장외에서 자기매매와 회사 내에서의 위탁체결 (in-house agency crosses)을 금지하고 있다. 1976년 SEC는 동일 회원사가 거래의 양쪽 모두를 대행하지 않는다면 회사내 위탁체결의 예외를 인정하여 390조의 적용 범위를 제한하였다. 즉, 회원사는 언제, 어디서든 거래일방의 거래 대행을 할 수 있게 되었다.⁵⁶⁾ 또한 SEC 규정 19c-3은 1979년 4월 26일 이후 처음 미국의 증권거래소에 상장된 주식에 대해 Rule 390의 적용을 면제하고 있다.⁵⁷⁾ 즉, 회원사는 교차상장되었거나 비상장특권 (unlisted trading privilege: 이하 UTP)을 가진 증권에 대해서는 해외 거래소 뿐만아니라 국내 거래소에서 언제든지 NYSE 상장주식을 거래할 수 있다.⁵⁸⁾ 또한 거래소 영업시간이 지난 경우에도 회원사는 해외 장외시장에서 NYSE 상장주식을 거래할 수 있으며, NYSE의 비회원인 브로커-딜러는 Rule 390을 적용받지 않는다.

<예제> 브로커-딜러 John은 NYSE 회원이고, 주식 XYZ는 1968년부터 NYSE에 상장되어 있다. 따라서 XYZ는 Rule 390을 적용받는

56) 거래의 쌍방 대행은 여전히 Rule 390의 적용을 받는다.

57) 다른 거래소에 최초 상장되었으나, 이후 NYSE로 상장을 이전시킨 종목은 다른 거래소에 최초 상장시킨 날짜가 1979년 4월 26일 이전이라면 역시 Rule 390의 적용을 받는다. 즉 1979년 4월 26일 이후에 NYSE에 상장되었다고 할지라도 그러한 주식은 Rule 390의 적용을 받는다.

58) 미국 주식을 해외에서 거래하는 것은 해외거래소의 등록과 상장요건의 적용을 받는다.

다. John은 XYZ를 NYSE 거래시간 이후에도 미국 장외시장에서 자기계좌로 매입·매도 할 수 없다. John은 XYZ에 대해 1,000주 매입주문과 1,000주 매도주문을 받았다. NYSE 거래시간 동안 John은 두 주문을 거래소 (국내든 국외든)에서 체결시킬 수 있다. NYSE 거래 종료후 John은 이 주문을 해외 장외시장에서 체결시킬 수 있다. 그러나 NYSE 거래시간 동안에는 미국이나 해외 장외시장에서 한 쪽 고객을 위해 매입 또는 매도 (일방 대행 거래)로 XYZ 종목을 사거나 팔 수 있다. 또한 NYSE 거래시간 이후에는 해외 장외시장에서 자기계정으로 XYZ를 살 수 있다.

한편 주식 ABC는 1992년 NYSE에 처음 상장되었다. 즉 19c-3주식이고 Rule 390을 적용받지 않는다. John은 NYSE 장중에도 미국 장외시장에서 자기계정으로 ABC 종목을 사거나 팔 수 있다.

주식 CBA는 1973년 AMEX에 처음 상장되었다가 1992년 NYSE로 상장을 이전시켰다. 따라서 CBA는 Rule 390을 적용받는다.

브로커-딜러 Mary는 NYSE 회원이 아니다. 그러므로 Rule 390을 적용받지 않는다. Mary가 회원으로 있는 미국의 다른 거래소의 규정에 의해 제한을 받지 않는다면 그녀는 NYSE 장중에도 미국 장외시장에서 XYZ를 매매할 수 있다.

1992년말 NYSE 상장주식의 54%가 19c-3 종목으로 분류되었고, 이 종목들은 Rule 390의 적용을 받지 않는다.⁵⁹⁾ 1992년 12월 19c-3 종목은 NYSE 주식 거래량의 40%, 거래대금의 31%를 차지하였다. 19c-3 주식

거래량의 82%, Rule 390 주식 거래량의 83.2%가 NYSE에서 거래되었다.⁶⁰⁾

미국의 한 거래소에 상장된 증권은 다른 거래소에 상장되었거나 해당 거래소에 UTP를 가졌다면 다른 미국 거래소에서 거래될 수 있다.⁶¹⁾ 일단 주식이 한 거래소에 상장되었다면 다른 거래소들은 이 주식에 대해 SEC에 UTP를 신청할 수 있다.⁶²⁾ 비록 상장주식에 대한 UTP 승인이 실제 자동적으로 이루어지지만 SEC는 UTP 적용을 처리하는데 30~45일 정도 소요한다.⁶³⁾ SEC가 UTP 적용을 승인할 때까지 새로 상장된 주식은 당 주식이 상장된 거래소, 장외시장 및 해외시장에서만 거래될 수 있으며 다른 미국의 거래소에서는 거래될 수 없다.⁶⁴⁾

59) 보통주, 우선주, 워런트를 포함한 2,678 종목중 1,457개가 Rule 390조의 적용 대상이 아니었다.

60) 보통주와 워런트만이 대상이다. 구성비율 수치는 1992년 처음 6개월간의 자료이다.

61) UTP에 관한 사항은 Securities Exchange Act of 1934 section 12(f)에 있다.

62) 거래소는 비상장 NASDAQ 주식에도 UTP를 적용할 수 있다.

63) SEC는 UTP에 대한 의견을 요청하고 이를 기다려야 한다.

64) 장외시장 시장조성자는 상장주식을 거래하기 위해 UTP를 필요로 하지 않는다.

8. SuperDot 시스템

SuperDot 시스템은 회원사의 주문을 NYSE 거래장으로 송부하고, 거래장에서 회원사로 거래체결을 보고하는 형태의 전자통신 네트워크 (electronic communication network)의 일부분이다. 주문은 데이터 통신 라인을 통해 회원사에서 CMS로 보내진다. CMS는 회원사와 거래소 시스템을 연결하는 저장 및 전달용 메시지 전환장치 (store-and-forward message-switching device)이다. CMS가 주문을 처리하는 SuperDot로 주문을 송부하면 이것은 다시 Post Support System (이하 PSS)로 보내진다. PSS는 내부 전환장치인데, 거래장과의 교류를 위해 다양한 처리시스템을 제공하고, 처리과정에서 순간적인 부하를 줄이기 위하여 주문 순서를 관리한다.⁶⁵⁾ 주문은 PSS로부터 NYSE의 장내 네트워크를 통해 적합한 스페셜리스트의 포스트로 이동한다. 거래체결 보고는 거래체결 경로와 반대 방향으로 이루어진다. CMS와 PSS가 전환 및 전달 장치인 반면 SuperDot은 모든 시스템을 가동시키는 엔진이라 할 수 있다.

SuperDot은 역사적으로 구별되는 여러 개의 하부 시스템을 포괄하고 있다. 즉, 시장가 주문을 위한 Designated Order Turnaround (이하 DOT), 지정가 주문을 위한 Limit II (LMT)와 Opening Automated Report System (이하 OARS) 등이 있다.⁶⁶⁾ DOT시스템은 1976년 3월 1일 시험 가동되었으며 OARS는 1980년 3월에 소개되었다. SuperDot는 1984년 11월 16일에 소개되었는데 처음에는 SuperDot 250이라 불

65) PSS는 ITS와 상호 접속된다. 9장 참조.

66) CAUD (TORQ 데이터베이스 중 사용 가능한)의 이용자에게 이러한 구분은 거래 참가자를 확인하는데 유용하다. (TORQ에서의 CONTRA, BTYPE 및 STYPE 분야에 관한 Hasbrouck (1991) 연구 참조) 시스템 주문에 관한 초창기 설명은 Harris and Hasbrouck (1992)에 있다.

렀다. 여기에서 “250”은 매일 2억 5천만주를 시스템이 처리할 수 있다는 처리 용량을 의미하였으나 이후 용량이 확대되면서 삭제되었다. 현재 SuperDot은 거래가 집중되는 시점에도 큰 교신 지체없이 하루에 10억주를 처리할 수 있다. SuperDot 시스템은 몇 개의 대기 순서를 허용하는 경우 훨씬 더 많은 처리가 가능하게 되었다.⁶⁷⁾

<표 2> 최대 SuperDot 주문량 (1976.3.1 ~ 1992.12.31)

수량 제한은 반드시 기술적인 시스템의 제약을 반영한 것은 아니며 정책결정에 의한 것이다. 예를 들어 현재 시스템의 바이트 크기의 기술적 제한은 99,999이다.

일 자	시장가 주문		지정가 주문	
	개장전*	개장후	개장전*	개장후
1976 (3월)	199	199	100	100
1977 (2월)	299	299	500	500
1981 (9월)	1,099	399	500	500
1981 (11월)	1,099	499	500	500
1982 (2월)	5,099	599	500	500
1984	5,099	1,099	30,099	30,099
1985	5,099	2,099	30,099	30,099
1986	5,099	2,099	99,999	99,999
1988	20,099	2,099	99,999	99,999
1989 (9월) - 현재	30,099	30,099	99,999	99,999

* OARS (Opening Automated Report Service)는 1980년 3월 소개되었다.

67) “일별 주식수”는 NYSE의 처리용량을 보기 위한 일반적인 방법이나 거래소는 초당 메시지로 처리용량을 측정한다. 현재 CMS는 초당 210 메시지 숫자로 처리하며, SuperDot은 초당 200 메시지를 처리한다.

NYSE 회원사는 거래소가 규정하는 주문 수량을 시스템을 통해 언제든지 송부할 수 있다.⁶⁸⁾ 1976년에는 200주 이하의 시장가 주문과 100주 이하의 지정가 주문만이 당 시스템을 통해 발송되었는데, 현재의 제한 규모는 시장가 주문은 30,099주이며, 지정가 주문은 99,999주다. <표 2>는 1976년부터 지금까지 SuperDot에 대한 규모 제한의 변화를 보여주고 있다.

거래소는 SuperDot 주문에 대한 스페셜리스트의 의무를 다음과 같이 요구하고 있다.

거래소의 경매시장 규정 절차에 따라 SuperDot 시스템 거래를 체결한다. 여기에는 거래집단으로부터의 매입·매도를 위해 주문을 제시하고 자기계정으로 매입·매도하기 전 일반주문들을 체결시켜야 한다는 요구가 포함된다. 주문 수량에 관계없이 시스템을 통해 스페셜리스트의 포스트에 전달되는 모든 시장가 주문은 “held” 주문이고, 이러한 주문이 접수되어 체결되지 않았다면 이 주문은 “missed the market”이 된다.⁶⁹⁾

나아가서 스페셜리스트의 성과를 평가할 때, 거래소는 SuperDot의 회전시간 (turnaround time)을 고려한다.⁷⁰⁾ 예를 들어 스페셜리스트는 연속되는 4분기 중 2분기 동안 SuperDot 시장가 주문의 90%를 60초

68) NYSE (1992a) ¶ 2123B Rule 123B (a). SuperDot 시스템의 특정한 조건 (예를 들면 수수료 없는 거래)들은 오직 “거래소가 수시로 정할 수 있는” 소량주문에만 유용하다.

69) NYSE (1992a) ¶ 2123B Rule 123B (d). 몇가지 경우 (예를 들면 집행가격 보증 주문)에는 특별한 절차가 적용된다.

70) 거래소가 산출하는 회전시간 (SuperDot turnaround time)이란 스페셜리스트가 주문을 접수한 시간과 거래체결 보고를 송부한 시간과의 차이를 말한다.

이내에 회전시키지 않을 때 거래소는 언제든지 스페셜리스트의 성과를 개선시키기 위한 조치를 취할 수 있다.⁷¹⁾ 현재, SuperDot 시장가 주문은 회전시간은 평균 28초이다. <표 3>은 SuperDot 주문의 회전시간을 더 상세히 보여주고 있다.

<표 3> SuperDot 시장가 주문 회전시간 (1992년)

SuperDot 회전시간이란 스페셜리스트가 주문을 받은 시간과 매매체결 보고 간의 시간 차이를 말한다. MOC와 개장주문 (opening order)은 제외된다. stopped order가 포함되며, 이 경우 회전은 접수시간부터 stopped된 시간에 근거한다.

회전시간(초)	주문수	주문비중
0 - 15	6,467,572	46
16 - 30	3,889,119	28
31 - 60	2,390,524	17
61 - 120	917,506	7
121 이상	263,981	2

71) 60초 회전시간을 표준으로 정한 것은 1993년 4월 1일이다. 이 이전에는 2분을 표준시간으로 적용하였다. (NYSE (1992a) ¶ 2103A Rule 103A Supplementary Material (C)(i)) 일단 시스템이 개선되면 거래소는 회전시간을 30초로 할 계획이다. 거래소의 목표는 평균 회전시간을 28초에서 15초로 줄이는 것이다.

1) 주문입력

3장에서 보았듯이 SuperDot 주문입력의 일반적인 형태가 CMS다. 그러나 스페셜리스트의 보조원도 역시 Texas Instruments Personal Computers (이하 TIPC)를 통하거나 직접 주문책을 통해 장내로부터 지정가 주문을 입력할 수 있다. 두 장치 모두 포스트 내에 있는데 일반적으로 TIPC가 주문책 기능을 모두 가지고 있지 않기 때문에 백업 보조가 필요하거나 업무가 두명의 보조원으로 양분되었을 때만 TIPC를 이용한다.

2) 주문발송

대부분의 SuperDot 주문들은 직접 스페셜리스트의 주문책에 전달된다. 그러나 SuperDot 주문은 CMS, SuperDot와 PSS를 통해 거래장에 있는 회원사의 장내브로커 부스로 전달될 수도 있다.⁷²⁾ 주문 전달은 회원사에 의해 결정된 알고리즘을 이용하여 이루어진다. 일반적으로 회원사들은 그들의 거래장 브로커에게 주문을 전달하는데 이들 브로커에 의한 개별적 대행에서 대부분 이익이 발생된다. 이러한 주문에는 현재의호가 혹은 가장 최근의 거래가격 (near the market)에 인접한 가격으로 제시되는 대량의 시장가 주문이나 지정가 주문이 포함된다. 일단 부스에 서는 회원사의 보조원이 주문을 SuperDot로 보내거나 (브로커의 이용이 가능하지 않다면) 주문을 장내브로커에게 넘길 수 있다. 개별적인 대행

72) NYSE (1992a) ¶ 2123B (b)(4) Booth Support System. 회원사는 다른 회원사의 부스로 SuperDot 주문을 전달할 수도 있다.

으로 이익을 보기 어려운 주문 (소량 주문과 시장가에서 벗어난 주문 등) 등은 해당 회원사의 지시없이 포스트로 직접 전달한다.⁷³⁾

3) 스페셜리스트 정보

SuperDot은 스페셜리스트에게 실시간 주문에 대한 정보흐름을 상세하게 제공한다. SuperDot 주문은 거래를 적절히 실행하기 위해 필요한 특성 (티커 (ticker) 심볼, 매입 혹은 매수, 시장가 혹은 지정가, 주문수량, 틱 (tick) 민감도 등) 외에도 스페셜리스트가 주문책에서 볼 수 있는 다른 필드들을 포함한다. 예를 들어 스페셜리스트는 입력된 회사의 부호, 지점 번호와 순위 번호 등을 볼 수 있다.

거래소는 회원사에게 SuperDot 주문 (프로그램 매매, 지수 차익거래, 자기거래, 위탁거래 등)의 계정 유형을 명확히 하도록 요구하고 있다. 계정 유형에 대한 정보는 스페셜리스트가 실시간으로 이용할 수 없으며 거래시간 이후 SuperDot 주문 레코드로 제공될 뿐이다.⁷⁴⁾ 그러나 거래소는 특수한 프로그램 매매 라인을 통하여 프로그램 주문을 내도록 회원사에게 요구한다. 스페셜리스트는 이 라인과 관련된 부호를 알고 있기 때문에 프로그램 매매를 구분할 수 있다.

NYSE Rule 115는 스페셜리스트가 거래소 직원을 제외한 다른 사람에게 스페셜리스트에 위임된 주문과 관련된 어떠한 정보도 제공하는 것을 금지하고 있다. 1991년 6월 이 규정은 수정되었다. 현재 스페셜리

73) TORQ 데이터베이스의 BOOK 필드에 대한 Hasbrouck (1992)의 설명을 참조.

74) System Order Database (이하 SOD) 파일 (TORQ 데이터베이스 파일에서 이용되는) 중에서 ACCTYP 필드가 다양한 계정 유형을 나타낸다.

스트는 자료 제공을 요구할 수 있는 어떤 회원에게라도 공정하고 공평한 방법으로 정보를 제공할 수 있다면, 시장가나 현재의호가 근처에 제시된 매입·매도 주문량에 관한 정보를 문의하는 회원에게 제공할 수 있다.⁷⁵⁾ 그러나 현재에도 장외시장 참가자가 이러한 정보를 얻을 수 있는 직접적인 방법은 없다. 또한 스페셜리스트 (그리고 다른 회원 브로커-딜러)는 매일 밤 SuperDot “활동 기록 (activity log)”을 모두 제공받는다. 이 컴퓨터 기록은 특정일의 스페셜리스트 (그리고 회원 브로커-딜러)에 의해 처리된 주문에 관한 정보를 포함한다.⁷⁶⁾

75) NYSE (1992a) ¶ 2115 Disclosure of Specialist Orders Prohibited. 스페셜리스트는 자신의 주문책에 있는 어떠한 매입 혹은 매도자의 실체에 대한 정보를 제공할 수 없다. 단 브로커가 주문을 내면서 그렇게 하도록 명백히 권한을 부여받은 경우를 제외한다.

76) 이 컴퓨터 기록은 종이로 프린트된 것이거나 컴퓨터로 읽을 수 있는 형식으로 되어있다. 이러한 컴퓨터 기록은 대조되지 않는 주문을 조정하거나 기타 연구조사 등에 이용된다.

9. 시장간 거래시스템

의회는 미국의 거래소들과 NASD가 통신 및 데이터 처리 장치를 통해 적격증권을 거래하는 모든 시장을 연결시키도록 유도하였다.⁷⁷⁾ 이를 각 거래소와 NASD가 받아들였고, SEC가 이를 승인하여 Intermarket Trading System (이하 ITS)이 구비되었다.⁷⁸⁾ ITS는 전자통신망으로 참여 거래소와 장외시장을 연결하고 최상의 ITS 호가로 적격증권에 대한 주문 체결을 가능토록 하고 있다.⁷⁹⁾

적격증권에 대하여 거래소 스페셜리스트, 장내브로커, 장외시장의 시장조성자만이 ITS를 직접 이용할 수 있다.⁸⁰⁾ 장외시장의 시장조성자는 NASD 시스템을 이용하여 ITS에 접근할 수 있다.⁸¹⁾ 이 경우 장외시장의 시장조성자는 ITS/CAES에 시장조성자로 등록되어야 한다. NASD의 ITS에의 참여는 19c-3 주식으로 제한된다. 장외시장 시장조성자가 ITS를 통해 Rule 390 종목에 접근하기 위해서는 참여 거래소의 회원이어야 한다.⁸²⁾ 그러므로 CQS와 ITS 참여자가 같다고 할지라도 CQS의 최우선 호가와 ITS의 최우선 호가는 다를 수 있다.

77) Securities Exchange Act of 1934 Sec. 11A.(a)(1)(D) and Sec. 11A.(a)(3)(B). 이러한 요건들은 1975년 증권법 개정의 일부이다.

78) ITS 계획의 참여자는 CTA 계획과 CQ 계획의 참여자와 같다. 4장 참조.

79) 적격증권에 범위는 CTA 계획에서 언급한 것과 동일하다. 1992년 말 현재 적격증권은 2,532종목이었다.

80) NYSE 장내브로커는 컴퓨터 인식 카드에 가입하고 스페셜리스트 포스트에 있는 판독기에 카드를 넣어줌으로써 직접 ITS에 접근할 수 있다.

81) CAES (Computer Assisted Execution System)은 상장된 19c-3주식에 대한 NASD 딜러간 자동매매시스템이다. CAES은 ITS와의 NASD의 연결망이다. 만약 NASD 딜러가 상장증권에 대해 시장조성을 원한다면 이러한 증권에 대한 ITS/CAES 시장조성자로 등록하여야 한다.

82) NYSE Rule 390 and SEC 규정 19c-3. 자세한 사항은 7장을 참조하십시오.

ITS에 따르면 시장가 주문이 불리한 호가로 시장에 나오면 시장조성자가 그 주문을 접수하고 “trade-through” 불만을 피하기 위해 다음의 두 가지 조치 중 하나를 택하여야 한다: 시장조성자가 ITS를 통해 가장 최선의 시장가로 거래참여 의사를 보내어 체결되도록 시도하거나; 가장 유리한 ITS 호가에 시장가 주문을 받아서 주문을 체결하는 것이다.⁸³⁾ 만약 주문량이 가장 유리한 호가 주문량보다 크다면 시장조성자는 불리한 호가로 거래를 하기 전에 유리한 시장에서 거래를 체결시켜야 한다.

<예제> NYSE의 XYZ에 대한 호가는 20에 5,000주 매입과 20 1/8에 8,000주 매도주문이, MSE (Midwest Stock Exchange: 이하 MSE)에서는 20 1/16에 1,000주 매입, 20 3/16에 1,000주 매도 호가가 나와 있다. 이때 NYSE에서 2,000주의 시장가 매도주문이 들어왔다고 하자. trade-through 불만을 피하기 위해서 NYSE 스페셜리스트는 MSE에 거래참여 의사를 보내어 20 1/16에 최소한 1,000주를 체결시켜야 한다. 또는 NYSE 스페셜리스트는 MSE 호가에 해당하는 20 1/16에 시장가 매도주문을 체결할 수도 있다.⁸⁴⁾

ITS 거래참여 의사는 시장조성자나 장내브로커가 최선의 시장가 호가로 주문을 체결하기 위하여 이용된다. 시장조성자는 시장가나 최선의

83) 이 장 뒤에서 설명하는 trade-through에 대한 사항을 참조하십시오.

84) 비록 MSE의 최우선 매입호가 단지 1,000주에 대한 것이라 할지라도 NYSE 스페셜리스트가 trade-through 불만을 피하기 위해서는 20 1/16에 2,000주 모두 매매 체결하여야 한다. 만약 스페셜리스트가 1,000주를 20 1/16에 체결하고 나머지 1,000주를 NYSE의 매입호가인 20에 매매체결하고자 한다면, 이 스페셜리스트는 MSE에 매입호가를 제시하도록 하여 거래하여야 한다.

ITS 매입-매도 호가보다 유리한 가격으로 거래 참여 의사를 낼 수 있다. 만약 참여 의사가 도착했을 때 호가가 변했다면 새로운 호가에 체결될 위험있는데, 이 경우 시장조성자는 지정가 주문으로 이 위험을 피할 수 있다. ITS 계획에 따르면, 거래 참여 의사가 들어오면 현재의 시장 호가로 거래되고 경매시장으로 노출되지 않는다.

거래 참여 의사를 받은 시장조성자는 호가가 여전히 체결 가능하면 거래를 체결하지만 호가가 변하면 취소한다. 또한 참여 의사는 곧 실행되지 않으면 종료된다. 시장조성자는 1~2분 내에 참여 의사의 종료를 선택할 수 있다.⁸⁵⁾ ITS가 거래참여 의사를 받은 시간으로부터 종료될 때까지 취소가 불가능하다. 거래참여 의사가 종료된 후 원래의 시장조성자는 참여 의사를 다시 보내거나 다음으로 유리한 ITS 호가로 주문을 체결시킬 수 있다. 그러나 ITS 계획에 따르면 시장조성자는 들어오는 거래참여 의사를 곧 바로 체결하거나 즉시 취소하여야 한다. 시장조성자가 가격이 결정된 거래참여 의사를 취소할 수 있는 것은 호가를 변경하였거나 거래를 실행하였거나 매매체결 중인 경우만 가능하다. 즉, 이 경우에는 호가가 새로 바뀌므로 기존의 호가에 의한 거래참여 의사를 취소할 수 있다는 것이다. 시장조성자는 공매주문으로 틱(tick) 제한을 만족시킬 수 없는 경우 시장가 거래참여 의사를 거절할 수 있다.

85) ITS Plan (1991), 10장 참조.

<표 4> 일평균 ITS 의뢰 (1992년 12월)

주문을 낸 시장		매매체결 시장		
		NYSE	기타	총계
NYSE	의뢰 (Commitment)	0	3,172	3,172
	매매체결 (Executed)	0	2,765	2,765
	효력상실 (Expired)	0	62	62
	취소 (Cancelled)	0	345	345
기타	의뢰 (Commitment)	5,514	2,280	7,794
	매매체결 (Executed)	5,034	1,812	6,846
	효력상실 (Expired)	83	34	117
	취소 (Cancelled)	397	435	832
총계	의뢰 (Commitment)	5,514	5,452	10,966
	매매체결 (Executed)	5,304	4,577	9,611
	효력상실 (Expired)	83	96	179
	취소 (Cancelled)	397	780	1,177

<표 4>는 1992년 12월 ITS로 일평균 11,000개의 거래참여 의사가 전달되었음을 보여주고 있다. ITS 시장조성자는 9,611개의 거래를 체결하였고, 1,177개의 거래를 취소하였으며, 매일 이러한 거래 참여 의사 179개가 소멸되었다. 한달 동안 NYSE는 일평균 3,000개의 거래참여 의사를 발송하였으며 일평균 5,500개를 받았다. 그달에 CTS에 보고된 모든 주식거래량의 3.8%가 ITS 거래량이다.

ITS의 trade-through는 ITS 호가 밖에서 거래가 이루어질 때 발생한다. 즉, ITS가 제시하는 최선의 호가로 거래가 이루어지지 않는 경우를 일컫는다. 그러한 경우 trade-through가 발생한 시장은 ITS 최우선 호가 밖에서 거래를 체결시킨 시장에 불만을 제기할 권리를 가지고, 거래를 체결시킨 그 시장은 정정을 행하여야 한다.⁸⁶⁾ 그 불만은 ITS 통

86) “trade-through”가 발행한 시장이란 ITS 최우선 호가를 제시하였던 시장

신망을 통해 행정적 메시지 형식으로 보내지는데, 이는 거래가 인쇄된 후 5분 이내에 체결 시장에 접수되어야 한다. trade-through를 야기시킨 시장조성자가 정당한 불만을 접수하였을 때에는 trade-through된 호가를 전체적으로 설득시켜야 한다.⁸⁷⁾ 그렇지 못할 경우에 시장조성자는 trade-through된 거래의 가격을 그렇지 않았을 때의 가격으로 정정시킬 수도 있다.⁸⁸⁾

<예제> 앞의 예제에서, NYSE에서 XYZ 종목의 5,000주 20의 매입호가와 8,000주 20 1/8의 매도호가 있다. 한편 MSE에서는 1,000주 20 1/16의 매입호와 1,000주 20 3/16의 매도호가 있다. NYSE에 SuperDot을 통해 500주 시장가 매도주문이 들어왔는데 스페셜리스트는 20의 NYSE 매입호가에 거래를 체결하겠다고 하자. MSE XYZ 종목 시장조성자는 테입에 있는 거래 프린트를 보고 5분내에 NYSE에 불만을 개진할 수 있다. 이 경우 NYSE의 스페셜리스트는 다음의 두 가지 중 하나의 행동을 취해야 한다.

- a. 거래가격을 20에서 20 1/16로 정정한다.⁸⁹⁾
- b. 원래의 프린트를 20으로 고수하고 MSE의 매입호가인 20 1/16에 1,000주를 매도하여야 한다.

이다.

87) 여기서 설득시킨다는 의미는 체결 가격을 ITS 최선의 호가로 바꾸어 불만을 제기한 시장에 불이익이 없도록 하는 것이다.

88) 장내에서 발생한 자기거래와 관련된 특정한 상황하에서는 trade-through 거래는 취소되어야 한다. 좀 더 자세한 사항은 ITS Plan (1991), Exhibit B, "Trade-Through Rule" pp.3~4 참조.

89) 이러한 일이 발생하기 위해서는 가능성이 희박하지만 매입측이 좀 더 높은 가격에 동의하여야 한다. 또는 스페셜리스트가 1/16을 보상해야 한다.

trade-through 규정에는 몇 가지 예외가 있다. 예를 들어 만약 trade-through된 매입 또는 매도수량이 100주이거나 “정상적인 방법”의 거래가 아닌 경우에는 본 규정이 적용되지 않는다.⁹⁰⁾ 또한 몇몇의 명백한 trade-through는 단지 정보처리의 지연에 따른 결과일 수도 있다. 예를 들면 호가 갱신이나 거래보고가 지연되는 경우에 발생할 수 있다.

ITS는 자동적인 주문-전달 시스템은 아니다. 각 시장조성자는 모니터링과 적절한 시스템 사용에 책임을 진다. 예를 들어 NYSE의 스페셜리스트는 그들의 담당 종목에 대해 그들의 포스트에서 가장 유리한 ITS 호가를 계속적으로 점검한다. 다른 시장에서 최선의 호가를 보여줄 때 (스페셜리스트는 그 호가에 대응시키고 싶지 않으면) 스페셜리스트 보조원은 스페셜리스트의 지시에 따라 그들의 주문책 키보드로 관련 정보를 입력함으로써 ITS 거래 참여 의사를 보낼 것이다. 스페셜리스트 보조원은 유사한 방법으로 거래 참여 의사가 들어오는 것을 처리한다.

ITS 매매의 일부는 장외 브로커-딜러가 불리한 호가로 시장에 주문을 보낼 때 발생하기도 한다. 이것은 다소 이상하게 보일 수 있는데 장외 브로커-딜러는 가장 유리한 호가로 시장에 직접 그들의 주문을 전달할 때 필요한 정보를 얻기 위하여 가장 유리한 호가가 CQS를 통해 실시간으로 발표된다. 장외 브로커-딜러들은 왜 이렇게 하지 않는가? 여기에는 몇 가지 이유가 있다.

- 몇몇 브로커-딜러는 모든 ITS 참여 시장의 회원이 아니다. Boston Stock Exchange (이하 BSE)의 회원이나 NYSE의 회원이 아닌 회사를 예로 들어보자. 이 회사가 현재 가장 유리한 호가가 제시된 NYSE에 주문을 내하고자 한다. 이 회사는 브로커 중재자로서 NYSE 회원사를 이용하거나 ITS로 인해 NYSE 호가로 주문하는 경우 대부분 거래가 체결

90) ITS Plan (1991) Exhibit B Trade-Through Rule, p. 5.

되는 보스턴으로 주문을 보내야 한다.

- 브로커-딜러는 비록 시장의 가격이 가장 유리한 호가가 아니라 할지라도 대규모 주문을 시장의 깊이가 가장 깊은 곳으로 보낼 수 있다.⁹¹⁾ 예를 들어 MSE에서 1,000주에 대해 가장 유리한 매입호가 20이고, NYSE에서 50,000주에 대한 매입호가 19 15/16이라고 하자. 이 경우 20,000주를 매도하려는 주문은 호가된 시장 깊이로 인하여 NYSE로 매도 주문을 낼 것이다.
- 브로커가 주문을 보낸 시간과 시장조성자가 주문을 받은 시간사이에 다른 시장에서 가장 유리한 호가가 제시되면 호가는 변할 수 있다.
- 몇몇 시장조성자는 주문의 흐름에 대해 브로커-딜러에게 대가를 지급하고 가장 유리한 호가 시장 밖으로부터 주문을 끌어온다. 이러한 관행을 “payment for order flow”라고 한다.⁹²⁾
- 브로커-딜러는 가장 유리한 호가 시장에서 그들 자신들이 조성하는 시장으로 주문을 전환시킬 수 있다.

91) 시장의 ‘깊이’란 호가가 촘촘하게 제시되어 있는 정도를 말하고, ‘넓이’란 하나의 호가에 어느 정도의 주문량이 제시되어 있는가를 의미한다. 즉, 시장의 깊이가 깊다는 것은 호가가 매우 촘촘하게 늘어서 있는 것이고, 시장의 넓이가 넓다는 것은 각 호가에 주문량이 충분히 많음을 의미한다. 이 두가지 척도는 모두 시장의 유동성을 나타낸다.

92) 이는 브로커-딜러의 주문에 대해 수수료 일부를 반환하여 주는 것으로 논란의 대상이 되고 있다. 이러한 관행은 가장 유리한 호가의 제시를 저해하고, 브로커-딜러의 도덕적 해이 (moral hazard)를 야기시킬 가능성이 매우 높다.

ITS는 가장 유리한 ITS 호가로 주문을 체결하도록 도와준다. 그러나 가격 개선은 전체 시장에서 다양하게 나타나기 때문에 ITS는 주문이 보내지는 시장에 상관없이 주문이 가능한 최우선 가격으로 체결된다는 것을 보장하지는 못한다.⁹³⁾

<예제> NYSE에 최우선 ITS호가로 20 매입과 20 1/8 매도주문이 나와 있다. 어떤 브로커-딜러가 보스톤증권거래소 (Boston Stock Exchange: 이하 BSE)로 시장가 매도주문을 보냈다. BSE는 최우선 ITS 매입가격으로 주문을 체결한다. 또는 BSE는 NYSE로 ITS 거래참여 의사를 보내고, NYSE 스페셜리스트는 ITS 규정에 따라 공시된 매입호가로 주문을 체결한다. 어느 방법을 이용하든 이 주문은 20으로 체결될 것이다. 이제 브로커-딜러가 최우선 호가 시장 (예제에서는 NYSE)에 직접 주문을 냈다고 가정하자. 스페셜리스트가 이 주문을 거래집단에 제시했다면 이 주문은 20 1/16에 체결될 수도 있었을 것이다.

93) 가격 개선에 대해 참조하려면 Blume and Goldstein (1992), Lee (1992), Petersen and Fialkowski (1992)를 보시오.

10. Stopped Order

일반적으로 시장가 주문은 가격개선의 기회를 제공하기 위해 거래집단에 제시된다. 일단 주문이 노출되면 스페셜리스트는 공시된 호가에 대해 거래집단에서 개선된 가격으로 주문을 체결하거나 또는 주문을 정지(stop)할 것이다.⁹⁴⁾ 시장가 주문을 정지시킴으로써 스페셜리스트는 더 나은 가격에 주문을 체결시키려고 노력하면서 stop price (현재의 호가)에서의 매매체결을 보장한다.⁹⁵⁾ 그러므로 stopped order는 stop price에서 보장되었거나 또는 더 유리한 주문 (guaranteed-or-better order)으로 표현되는 것이 적합하며, stop order, stop limit order와는 구분된다.⁹⁶⁾ 1992년에 개장 이후 SuperDot 시장가 주문의 26%가 stopped되었고, 이러한 stopped order의 62%가 stopped price보다 유리한 가격으로 체결되었다.

NYSE 규정은 최소 변동 시장 (minimum variation market) (1/16포인트)

-
- 94) 스페셜리스트는 다른 회원의 요청이 있을 때 주문을 정지시킬 수도 있다. (NYSE Market Surveillance Information Memo 91-12, April 3, 1991 참조) SuperDot 시장가 주문은 항상 “주문정지 요구 (try to stop request)”가 있는 것으로 가정된다. 장내브로커가 스페셜리스트에게 시장가 주문을 가져왔을 때 브로커는 즉시 주문을 체결하거나 스페셜리스트에게 정지하도록 요청할 것이다. 현재 SuperDot을 통해 접수된 시장가 주문이 즉시 체결될 수 있는 방법은 없다. “fill or kill” 주문에 대한 정지는 주문이 수행된 것으로 간주된다. (NYSE (1992a) ¶ 2013 Rule 13)
- 95) 만약 부주의에 의해 주문이 보장된 가격보다 유리하지 않은 가격에 체결되었다면 “주문정지에 찬성했던 회원사가 두 가격차이를 조정할 책임이 있다”. NYSE (1992a) ¶ 2116 Rule 116, “Stop” Constitutes Guarantee.
- 96) 매입 stop order는 주문이 거래집단에 제시된 후 stop price 혹은 그 보다 높은 (낮은) 가격에 거래가 형성될 때 시장가 주문이 된다. 매입 (매도) stop limit order는 stop price 혹은 그 보다 높은 (낮은) 가격에 거래가 형성될 때 지정가 (limit price) 혹은 그 보다 유리한 가격에 매매체결이 가능한 지정가 주문이 된다. (NYSE (1992a) ¶ 2013 Rule 13.)

트의 스프레드)에서의 주문정지와 호가된 스프레드가 최소 변동을 초과하는 경우 (전형적으로 1/8 포인트 이상)의 주문정지를 구분하고 있다.⁹⁷⁾⁹⁸⁾ 먼저 스프레드가 1/8 이상인 시장에서의 주문정지의 일반적인 경우를 생각해 보자. 이 경우 스페셜리스트는 정지되는 주문을 대신하여 적절히 매입 또는 매도주문을 제시함으로써 호가 스프레드를 좁혀야 한다.

<예제> XYZ가 1,000주 30에 매입호가, 20,000주 30 1/8에 매도호가 있다. 스페셜리스트는 시장가 주문으로 500주 매입주문을 받았다. 만약 주문이 정지되지 않는다면 이 주문은 현재의 매도호가인 30 1/8로 체결될 것이다. 스페셜리스트가 주문을 정지하면 주문은 30 1/8보다 불리하지 않은 가격을 보장받는다. 이 때 스페셜리스트는 stopped order를 대신하여 30 1/16로 매입주문을 낸다. 그러면 XYZ 주식은 30 1/16 매입 500주, 30 1/8 매도 20,000주에 호가된다. 만약 매도자가 바로 30 1/16 매입주문에 대해 매매체결을 하면 매입자의 stopped order는 가격개선이 이루어 지는 것이다. (즉 매입자는 30 1/8 대신 30 1/16에 매입함) 매도주문 대신 스페셜리스트가 다른 500주 시장가 매입주문을 받았다고 가정하자. 이 경우 스페셜리스트는 역시 이 주문을 중지시킬 것이다. (스프레드는 1/16이며, 중단된 주문은 최소 변동 시장에서 주문정지에 대한 규정을 따른다.) 한편 스페셜리스트가 현재 시장이 상승 추세라고 생각하여 30 1/16으로 매입될 가능성이 없다고 판단하는 경우를 생각하자. 이 때

97) 1997년 6월에 틱 사이즈를 50센트 이상인 주식에 대해 1/8포인트에서 1/16포인트로 변경하였다. 50센트 미만인 주식은 1/32포인트로 변경되었다.

98) 1991년 3월 21일 SEC는 1년간의 시험운영 조건으로 호가 스프레드가 최소인 시장에서의 주문정지를 승인하였다. 결국 이러한 승인은 1993년 3월 21일까지 1년간 연장되었다. 1991년 3월 이전까지 스페셜리스트는 호가 스프레드가 최소한 최소 변동의 2배일 때 주식을 정지시킬 수 있었다. (예를 들어 대부분 주식의 경우 최소한 1/8포인트)

스페셜리스트는 새로운 매입주문을 30 1/8에 체결시키고 바로 stopped order를 30 1/8에 체결시킨다. 이 경우 stopped order는 30 1/8 가격을 보장받는다.⁹⁹⁾

최소 변동 시장에서 스페셜리스트는 장내감독관 (floor official)의 승인없이 2,000주 이하의 시장가 주문과 체결되지 않은 stopped order 총 5,000주까지는 주문을 정지시킬 수 있다.¹⁰⁰⁾ 거래소는 최소 변동 시장에서 스페셜리스트가 일상적으로 주문정지를 사용하지 못하도록 하고 있다: “매매세력의 불균형으로 주문수량이 불균형을 보이고 그 불균형의 정도가 현저한 수준이며, 그 증권의 특성으로 볼 때 가격개선의 가능성이 있는 시장에서만 주문정지가 되어야 한다.”¹⁰¹⁾ 최소 변동 시장에서의 주문정지의 경우 스페셜리스트는 정지된 주문의 수량을 반영하도록 매매호가를 변경시켜야 한다. stopped order는 시간 우선상 그 호가가 이미 존재하는 지정가 호가보다 열위에 있고, 그 가격에 있는 스페셜리스트의 주문보다는 우선한다.¹⁰²⁾

<예제> XYZ가 30에 1,000주 매입, 30 1/16에 20,000주 매도로 호가되

99) 새로운 매입주문을 체결한 후 장부에 30 1/8가격으로 지정가 주문이 없는 경우 스페셜리스트는 stop price에 stopped order를 자기계정으로 매매체결을 하여야 한다.

100) 스페셜리스트는 대규모 주문이나 총 주문량 제한을 초과하는 주문을 정지시키기 위해서는 장내감독관 (floor official)의 승인을 얻어야 한다. 최소 변동폭을 초과하는 스프레드가 있는 시장에서는 주문량 제한 규정이 적용되지 않는다.

101) NYSE Market Surveillance Information Memo 91-12, April 3, 1991.

102) 스페셜리스트는 반드시 정지된 주문을 대신하여 적절히 매입 또는 매도 호가를 제시하여야 하고, stopped order는 통상적인 NYSE 시간 우선 규정을 적용받는다. NYSE (1992a) ¶ 2072 Rule 72 Priority & Precedence of Bid and Offers.

어 있고 매입주문은 모두 공공 주문 (public order)이다. 매도측의 심각한 불균형은 만약 시장가 매입주문이 정지된다면 가격의 개선이 있는 것임을 의미한다. 그러므로 스페셜리스트는 장내감독관 (floor official)의 승인없이 2,000주 이하의 매입주문에 대한 주문을 정지할 수 있다.¹⁰³⁾ 만약 스페셜리스트가 500주 매입의 시장가 주문을 접수하였다고 가정하자. 만약 주문이 정지되지 않는다면 이 주문은 지금 호가되고 있는 30 1/16에 체결될 것이다. 스페셜리스트가 30 1/16보다 불리하지 않은 가격을 보장하면서 이 주문을 정지시키고 30의 매입주문을 추가하였다고 하자. 그러면 현재 XYZ는 30에 1,500주 매입, 30 1/16에 20,000주 매도로 호가된다. 1,000주의 기존 공공주문은 500주의 stopped order 보다 시간상의 우위를 가진다. (500주는 여전히 30 1/16보다 불리하지 않은 가격을 보장받는다)

만약 2,000주 이하의 stopped order가 30분 이내에 체결되지 않고 스페셜리스트가 주문정지의 연장 조치를 취하지 않는다면 주문책은 보장가격으로의 거래 체결을 보고하고 거래 담당 스페셜리스트에게 통보한다.¹⁰⁴⁾ 거래의 체결은 스페셜리스트와 이루어진 것으로 본다.

103) 스페셜리스트가 대규모 주문을 정지하려면 장내감독관의 승인을 얻어야 한다.

104) 시장가 주문이 정지된 후 주문책이 25분간 경계를 발령하는데 만약 조치가 따르지 않으면 stopped order는 5분 이내에 보장된 가격에 스페셜리스트의 자기계정으로 거래가 체결된다는 것을 스페셜리스트에게 경고하는 것이다. (스페셜리스트는 경보를 받은 후 주문을 다시 정지시킬 수 있다.) 만약 주문책에 stop price로 지정가 주문이 있다면 NYSE Rule 92에 따라 스페셜리스트는 자기계정이 아닌 지정가 주문으로 먼저 매매를 체결하여야 한다.

주문정지는 단기 가격반전을 감소시킨다. 예를 들어 1/8포인트의 스프레드를 가지는 시장에서 빠르고 교대로 접수되는 일련의 매입·매도 주문이 정지되지 않는다면 연속적인 1/8포인트의 가격반전을 야기시킬 것이다. 이 경우 시장가 주문의 정지는 매입·매도 양측의 주문 모두가 이익을 보면서 대부분의 거래가 스프레드의 중간점에서 체결되도록 할 것이다.

주문정지는 신규로 접수되는 시장가 주문에는 유리하지만 주문정지에 대한 지정가 주문에 대해서는 매매체결을 지연시킬 수 있다.¹⁰⁵⁾ 예를 들어 시장가 매입 주문이 정지된 경우 공시된 지정가 매도 주문은 적어도 일시적으로 매매체결이 지연될 것이다. 만약 새로운 시장가 매도주문과 정지된 매입주문이 체결되었다면 현재의 매입호가에 있는 지정가 매입 주문도 역시 주문 체결이 지연될 것이다.¹⁰⁶⁾ 한편, 시장가 주문이 정지되어 더 유리한 가격을 받을 가능성은 시장가 주문의 제출을 촉진시켜 줄 것이다. 이러한 시장가 주문의 제출이 촉진됨으로써 제시된 호가의 지정가 주문과 체결될 가능성을 높이는 효과가 있다. 그러므로 지정가 주문의 체결에 대한 stopped order의 순효과는 불확실하다고 하겠다.

105) 공시된 호가는 전적으로 스페셜리스트의 자기매매 주문으로 구성될 수도 있다.

106) 그러나 시장가 매도주문은 stopped order로 인한 호가 수정에 의해 유도되었을지도 모른다.

11. 교차주문

브로커는 교차매매를 목적으로 매입·매도 양측의 주문을 시장에 동시에 제시하기도 한다.¹⁰⁷⁾ 교차주문 (crossing order)은 경매시장의 주문 우선 순위 (order-priority), 주문 공개 (order-exposure), 가격 개선 (price-improvement) 등의 원칙을 따라야 한다. NYSE Rule 76에 따르면 브로커는 교차매매를 하기 전에 교차매매의 양 당사자를 대신하여 공개적으로 매입 및 매도호가를 제시하여야 한다. 이 때 매도호가는 매입호가보다 한 틱 (tick) 높은 가격이어야 한다. 이 주문은 현재 호가 혹은 현재 호가 이내에서 교차매매될 수 있다.¹⁰⁸⁾ 10,000주 이상의 대량주문은 특별한 절차에 따라 현재의 호가 밖에서도 교차매매될 수 있다.

1) 현재 호가 혹은 호가 이내에서의 교차주문

먼저 현재 호가 이내에서의 단순한 교차매매에 대해서 생각해보자.

<예제> XYZ가 20에 30,000주 매입, 20 3/16에 20,000주 매도로 호가되어 있다. 여기에 한 브로커가 20 1/16로 5,000주를 교차매매 목적으로 매입 및 매도 위탁주문을 제시하였다. 이 브로커는 먼저 거래집단에 20 1/16 5,000주 매입주문과 20 1/8 5,000주 매도주문을 공시하여야 한다.¹⁰⁹⁾ 이 브로커가 교차매매를 완료

107) 여기서 교차매매란 한 브로커가 매입과 매도의 주문을 동시에 체결시키는 것을 말한다.

108) NYSE (1992a) ¶ 2076, Rule 76 “Crossing” Orders.

하기 전에 다른 브로커가 20 1/16에 5,000주를 매도하거나 (교차거래의 매입측에 대하여) 20 1/8에 5,000주를 매입 (교차거래의 매도측으로부터)하여 이 거래를 저지할 수 있다. 만약 이러한 공개적 매입 및 매도호가가 어떠한 거래 참여자에게도 유인을 제공하지 못한다면 교차주문을 낸 브로커는 20 1/16의 매입호가에 주문을 성립시켜서 교차매매를 행한다.

최소 변동 시장에서 공개된 매입 및 매도호가로 교차매매를 원하는 브로커는 매입 및 매도를 위한 우선권 (priority), 동등권 (parity), 선순위 (precedence) 등의 경매시장 원칙을 준수해야 한다.¹¹⁰⁾

<예제> XYZ는 20에 2,000주 매입과 20 1/16에 3,000주 매도로 호가되고 있다. 장부에서 매입과 매도주문은 모두 공공 지정가 주문이다. 어떤 브로커가 20 1/16에 5,000주를 교차매매하고자 한다. 따라서 이 브로커는 20의 5,000주 매입주문과 20 1/16에 5,000주 매도주문을 내었다. 기존의 2,000주 매입주문과 3,000주 매도주문은 이 브로커의 매입·매도 교차거래보다 시간상 우선권이 있다. 매입 및 매도주문을 기존 호가상의 주문과 동등권 (parity)을 갖게 하기 위해 교차거래를 하는 브로커는 20 1/16에 매도주문이 나와 있는 3,000주 중 100주를 매입할 것이다. (교차매매로 매입하는 대신) 이 거래는 20 1/16에서의 교차매매 브로커 매도주문과 20 1/16의 다른 모든 매도주문을 동일하게 하는 효과를 지닌다.¹¹¹⁾ 그러면 이 브로커는 거래과

109) 또 다른 대안으로 교차매매 브로커가 20의 매입호와 20 1/16의 매도호가를 공시할 수도 있다.

110) NYSE (1992a) ¶ 2072 Rule 72 Priority and Precedence of Bids and Offers.

정을 진행시켜 교차매매하고자 하는 잔량 4,900주에 대하여 수량에 근거한 우선권 (호가된 주문은 규모면에서 소량주문이 된다)을 주장하면서 잔량인 4,900주를 20 1/16에 교차매매한다.

NYSE Rule 76은 교차매매의 일방 혹은 양방 모두에게 가격개선 기회가 있다는 것을 보장한다. 그러나 교차매매는 종종 성립되지 못하기도 한다. 현재 호가 이내에서의 소량 교차매매는 체결되지 않을 가능성이 거의 없으나 대량주문을 교차매매하고자 하는 브로커는 다른 장내브로커가 높은 매입호가 혹은 낮은 매도호가를 제시한다면 현실적으로 적어도 한쪽의 거래는 체결시키지 못할 것이다.

최근 거래소는 Rule 72를 개정하여 교차주문이 일단 거래집단에 노출되면 제안된 교차매매 호가에서 쪼개지지 않고 모두 거래될 수 있도록 보장하면서 가격개선이 이루어질 수 있는 기회를 부여하였다. 이를

111) 주문 처리에 있어 가격 우선 원칙 이외에 사용하는 것이 시간 우선과 수량 우선의 원칙이다. 그 외에 적용되는 원칙이 동등권과 선순위가 있다. 예를 들어 어떤 가격에 매입주문이 여러 개 있다고 하자. 이 경우 시장가 매도주문 또는 그 가격의 지정가 주문이 들어오면 먼저 제일 시간이 앞서는 매입주문이 체결되고, 매도 잔량이 있는 경우는 다음과 같이 배분된다. (최초에 시간 우선이 적용되고 그 다음부터는 여러 가지 원칙이 함께 적용된다. 이는 우리나라에서의 적용방식과 약간 다르다.) 매도 잔량에 모두 대응할 수 있는 규모의 매입주문들이 모두 동등권을 가지며, 이에 못 미치는 매입주문들은 모두 제외된다. 동등권을 가진 매입주문 중 시간이 가장 앞서는 주문이 체결된다. 만약 매도 잔량을 모두 대응할 매입주문이 없는 경우에는 수량 우선의 원칙이 적용되는데 이것이 선순위 원칙이다. 이 경우 매도 잔량이 생기므로 다시 동등권 원칙이 적용되고 동등권을 가지는 매입주문들에 시간 우선 원칙이 적용되어 매도주문이 모두 체결되어 간다. 이렇게 복잡한 원칙을 적용하는 이유는 주문 체결의 건수를 최소화하는데 그 이유가 있다.

대규모 순수 위탁 교차매매 (large clean agency crosses)라고 한다.¹¹²⁾ 개정된 규정은 25,000주 이상의 현재 호가 및 호가 이내의 교차매매 대리인에게 우선 순위를 주는데, 이 경우 교차매매의 양측은 회원사 계좌의 주문은 아니어야 한다. 이러한 위탁 교차매매는 교차매매 호가에 있는 기존의 주문과는 무관하게 그 가격에서 우선권 (priority)을 가지며 또 그 가격에서 쪼개어져서 거래되지 않는다. 교차매매를 달성하려는 브로커는 거래집단에 교차매매의 양측을 노출시켜야 하는데 이 경우 가격을 개선하기 위해 매도가격은 매입가격보다 한 톱 높은 가격으로 제시하여야 한다. 다른 브로커들은 가격 개선이 이루어지는 교차매매 중 일방과의 거래로 교차매매를 성립시키지 않을 수 있다.¹¹³⁾ 즉, 개정된 규정도 가격 개선의 공개시장 원칙을 유지하고 있다.

<예제> XYZ는 20에 30,000주 매입과 20 3/16에 20,000주 매도로 호가 되고 있다. 어떤 브로커가 25,000주의 위탁 매입·매도 주문을 받았고, 20 1/8에 고객의 위탁 교차매매를 하고자 한다. 이 브로커는 위탁 교차매매 (clean cross)를 대리하고 있다고 선언하고 교차매매 호가가 20 1/8 임을 밝힌다. 이때 브로커는 다른 회원사가 더 유리한 호가를 제시하여 교차매매의 일방에 가격개선을 제공할 것인지에 대해 문의한다.

사례1: 장내브로커 A는 20 1/16에 매도할 의사가 있음을 나타낸다. 교차매매 브로커는 20 1/16의 매입호가와 20 1/8의 매도호가를 내고 브로커 A와 20 1/16의 매입거래를

112) NYSE Market Surveillance Information Memo 92-28 (October 23, 1992) and 92-29 (October 27, 1992). SEC는 1992년 10월 26일 Rule 72에서 “Clean Cross” 수정을 승인하였다.

113) 한 브로커가 더 좋은 호가를 제시하여 교차매매를 성립시키지 않으려 한다면 이 브로커는 교차매매를 하기 전에 당 가격에 우선 순위를 가진 모든 다른 시장의 호가와 먼저 거래를 체결하여야 한다.

체결하면 교차매매의 매입측에 가격개선이 생긴다.

사례2: 장내브로커 B는 20 3/16에 매입 의사를 제시한다. 교차매매 브로커는 20 1/8 매입과 20 3/16 매도호가를 내어 20 3/16에 매도계약을 체결함으로써 브로커 B는 교차매매의 매도측에 가격개선을 제공할 수 있다.¹¹⁴⁾

제안된 교차매매는 20 1/16 (교차매매의 매입측이 유리한 가격을 얻는 경우) 또는 20 3/16 (교차매매의 매도측이 유리한 가격을 얻는 경우)에 쪼개질 수 있다. 그러나 앞의 예제와는 달리 제안된 고객의 위탁 교차매매 (clean agency cross)는 20 1/8의 호가에서 쪼개어질 수는 없다.

2) 현재 호가 밖에서의 대량 교차매매

현재 호가 밖에서의 대량 교차매매 (crossing of blocks)는 NYSE Rule 127의 규제를 받는다.¹¹⁵⁾ 이 규정의 목적을 달성하기 위해 NYSE는 대량매매를 최소한 10,000주 혹은 200,000달러의 거래대금 중 작은 거래로 공식적인 정의를 하고 있다.¹¹⁶⁾

Rule 127에 따르면 시장에서 즉시 거래가 이루어질 것 같지 않은 대량 주문을 받은 회원은 스페셜리스트 자신의 재고를 포함한 거래집단에 먼저 주문을 노출시킨다. 만약 필요하다면 스페셜리스트는 대량

114) 두 번째 사례의 경우 가격개선을 시키려는 브로커는 먼저 20 3/16의 20,000주 매도호가와 먼저 거래를 체결하여야 한다.

115) Consolidated Trade 파일에서 현재 호가 밖에서 일소 (clean-up) 가격에 체결된 교차매매는 Rule 127에 따라 G127 필드에 100의 값을 포함한다.

116) NYSE (1992a) ¶ 2127.10 "Definition of a Block"

주문을 위한 일소 (clean-up) 가격을 제시할 수 있다.호가 밖에서 특정가격에 대량 교차매매를 하고자 하는 회원은 일소 (clean-up) 가격을 거래집단에 선언하고 다음의 두 가지 절차 중 하나를 따라야 한다.

먼저, 회원은 공시된 일소 (clean-up) 가격으로 장부와 거래집단 뿐만 아니라 보다 나은 가격이 제시된 ITS 호가의 모든 주문에 응해야 한다. 또한 회원은 스페셜리스트의 “합리적인 요구 (reasonable needs)”에 대해서는 일소 가격으로 응하여야 한다.

<예제> 현재 XYZ에 대한 매도호가는 20 1/8에 5,000주 (A), 20 3/16에 2,000주 (B), 20 1/4에 1,000주 (C)가 있다. 한 브로커가 20 1/4의 일소 가격으로 30,000주의 대량 교차매매를 선언하였다. 스페셜리스트가 이 가격에 자기 재고에서 2,000주 매도를 원하며 다른 거래집단이나 ITS에서의 주문은 없다. 첫 번째 절차에 따라 브로커는 A로부터 5,000주, B로부터 2,000주, C로부터 1,000주를 매입하여야 하고, 스페셜리스트로부터 2,000주를 매입하는데 모두 20 1/4에 매입이 이루어진다. 주문 A와 B는 비록 일소 (clean-up) 가격보다 낮게 매도하고자 했음에도 불구하고 이 가격에 체결됨으로써 이익을 보게되며, 대량매매자는 단지 시장 내에서 더 이상의 호가가 없는 수량에 대해서만 교차매매를 할 수 있다.

일반적으로 이 절차를 따를 경우 장부에 기입된 모든 지정가 주문은 대량매매로 인하여 가격 측면에서 이익을 본다. 그러나 이 경우에도 하나의 예외는 있다. 만약 대량매매 가격이 시장내 호가보다 단지 1/16 포인트만 밖에 있고 교차매매가 모두 위탁매매인 경우 브로커는 제시된 매입 및 매도호가로 매매할 수 있다. 이 경우 브로커는 현재의 호가

에 대량 주문의 일부분을 먼저 체결시키고 잔량에 대해서만 일소 (clean-up) 가격에 대응시킨다.

<예제> XYZ가 20 1/8에 5,000주 매도 (A)와 20 3/16에 2,000주 매도 (B)로 호가되어 있다. 한 브로커가 20 3/16의 일소 (clean-up) 가격으로 30,000주의 위탁 대량 교차매매를 선언하였다.¹¹⁷⁾ 어떤 스페셜리스트가 자기 채고로 이 가격에 1,000주를 매도하려 한다고 가정하자. 일소 가격이 A의 매도호가와 단지 1/16포인트 밖에 있기 때문에 브로커는 20 1/8에 A로부터 5,000주를 매입할 수 있다. 교차매매를 완결하기 위해서는 브로커는 B에게 2,000주, 스페셜리스트에게 1,000주를 20 3/16에 매입한다. 결국 대량매매자가 30,000주의 교차매매를 성립시키기 원했으나 22,000주만 교차매매시킬 수 있는 것이다. 이 경우는 위의 예제와 달리 A주문은 일소 가격으로 체결되지 않게 되어 일소 가격의 혜택을 보지 못하게 된다.

만약 브로커가 앞의 절차에 따른 경우 교차매매의 상당 부분을 빼앗길 우려가 있다고 생각될 때 다음의 절차를 이용할 수 있다. 두 번째 절차에 따르면 브로커는 거래집단에 일소 (clean-up) 가격으로 주식을 넘기지 않을 것임을 알린다. 이 경우 브로커는 교차매매 양쪽을 대신하여 공공 매입 및 매도 주문을 내고 (매도호가는 매입호가보다 한 틱 만큼 높게 제시함) 거래를 위해 거래집단과 스페셜리스트에게 충분한 시간을

117) 현재의 최선 매도호가가 20 1/8이고 일소 가격이 20 3/16이므로 이들의 차이는 1/16이 된다. 이는 대량매매 가격이 시장내 호가보다 1틱만큼 차이가 있음을 의미한다.

허용한다. 거래집단과 스페셜리스트의 거래 이후 교차매매 브로커는 일소 가격으로 잔량에 대해 교차매매 할 수 있다.

두 번째 절차에는 두 가지 제약이 있다. 첫째, 대량매매의 일부라도 브로커 자신의 매매일 경우에는 자신의 계정을 처리하기 전에 일소 가격에 존재하는 모든 공공 지정가 주문을 체결시켜야 한다. 둘째, 대량매매의 양방이 모두 고객계정 (순수 위탁 교차매매)인 경우 대량매매자는 최소한 1,000주와 교차매매 수량의 5%중 많은 수량까지 스페셜리스트 주문책에서 일소 가격으로 공공 지정가 주문을 체결시켜야 한다.¹¹⁸⁾

그리 많지 않은 주문들이 Rule 127의 적용을 받아 호가 밖에서 교차매매되고 있다. 구체적으로 1993년 1월 12일에 NYSE 거래량의 0.5% 이하가 Rule 127의 적용을 받는 거래였다.

118) 주문책의 주문량에 대해서는 우선 순위가 있는 고객순으로 배분되지 않고 주문책의 모든 고객에게 똑 같이 배분된다.

12. 대량매매와 Upstairs 시장¹¹⁹⁾

최근 10,000주의 주문은 그렇게 큰 규모는 아니다. 유동적인 주식의 경우 이 정도 규모의 주문은 장내브로커가 포스트로 주문을 가져가면 거의 바로 매매를 체결할 수 있다. 그러나 주식의 시장 규모에 비해 상대적으로 큰 규모의 주문은 회원사가 거래소의 교차매매 조건에 따른 교차매매와 대량매매의 절차를 따르기 위해 장내로 주문을 가져오기 전에 일반적으로 upstairs에서 거래 상대방을 찾는다.

많은 연구자들과 시장관찰자 (market observers)들은 모든 대량매매 (10,000주 이상)가 upstairs에서 이루어진다고 가정하는 실수를 하고 있는데 실제로는 대량매매 중 일부만이 upstairs에서 이뤄진다. 구체적으로 1993년 1월 12일에 NYSE 거래량의 53%가 대량매매이며, 대량매매의 27% (총 거래량의 14%)만이 upstairs에서 이루어졌다.¹²⁰⁾

<표 5>에서 자세한 사항을 보여주고 있다. upstairs에서의 대량매매 거래량 비율은 거래량이 커짐에 따라 증가하는 경향을 보여주고 있다. 즉, 이 비율이 25,000주 이하에서는 10%, 100,000주 이상에서는 57%로 나타났다. upstairs 대량매매의 비율은 가장 비유동적인 주식의 경우 43%에서 가장 유동성이 높은 주식의 경우 26%까지 분포하고 있다. upstairs 대량매매의 평균 거래량은 43,000주로 조사되었다.

119) “upstairs”라는 표현은 거래소에서 이루어지는 거래 협상장소를 일컫는 말로 장내가 아닌 다른 장소임을 의미한다. 예전에 장내가 아닌 2층에서 이루어졌기 때문에 upstairs로 명명되어졌지만 이제는 장내가 아니면 모두 upstairs라고 한다.

120) upstairs에서의 거래성립은 정의하기 어려우며 단지 감사자료에서 매입과 매도자의 벵지 번호를 대응시킴으로써 확인이 가능하다. 좀 더 자세한 사항은 Shell (1993)을 참조.

<표 5> Upstairs 대량매매 비중

이 자료는 1993년 1월 12일 NYSE 감사자료 파일에서 얻은 것이다. 각 종 목의 1992년 12월 총 주식수에 따라 5분위수로 배열되어 있다. 각 셀은 각 항목에 대한 upstairs 거래량의 백분비를 나타낸다. upstairs 대량매매는 장 부와 거래집단의 매매 참여를 포함한다. upstairs 매매 주식수는 교차매매 부분만을 포함하는 것이 아니고 전체 거래량을 포함한다. 마찬가지로 거래 는 교차매매량이 아닌 전체 거래량에 따라 분류된다. 예를 들어 110,000주 의 upstairs 대량매매가 장내 참여 20,000주와 거래되었고, 나머지 90,000주 가 교차매매 되었다 해도 이는 110,000주의 upstairs 거래량의 분류된다. upstairs 평균 거래량은 43,000주다. 추정에 관한 좀 더 자세한 사항은 Shell (1993)을 참조하십시오.

	모든 대량거래 (10,000 +)	대량매매량 (단위: 주)		
		10,000 ~ 25,000	25,000 ~ 100,000	100,000이 상
모든 주식	27%	10%	32%	57%
가장 매매가 적은 주식 (bottom quintile)	43%	16%	54%	100%
매매가 활발한 주식 (middle quintile)	30%	14%	40%	42%
가장 매매가 활발한 주식 (top quintile)	26%	10%	30%	61%

13. 단주 주문

주식의 경우 일반적으로 100주를 거래 단위로 거래된다.¹²¹⁾ 단주는 거래 단위보다 작은 주문 (순수 단주 <pure odd-lots>, 예를 들어 60주)과 대형 주문 중 거래 단위에 미달되는 부분의 주문 (부분 단주 <partial round lots>, 예를 들어 560주 주문 중 60주)으로 구분된다.¹²²⁾ 단주 주문은 스페셜리스트의 재고에서 자동적으로 체결된다. 순수 단주 시장가 주문은 접수 즉시 ITS의 최우선 호가와 자동적으로 체결된다. 개장 이전에 들어온 단주 시장가 주문은 시가 (opening price)로 처리된다. 순수 단주 지정가 주문은 지정가격이나 곧 뒤따르는 NYSE 거래 단위로 거래되는 가격보다 나은 가격으로 체결된다. 부분 단주 매매는 거래 단위의 거래 (execution of the round-lot portion)가 체결된 후 바로 그 체결가격으로 거래된다. 단주 매매는 테입으로 발표되지 않는다.

스페셜리스트는 odd-lot advisory (이하 OLA)를 통해 단주매매 상황을 알게된다. 일반적으로 하나의 OLA가 여러 개의 거래를 담당한다. 단주 매매 통보에 대한 임계치는 (보통 300주에서 1,200주) 스페셜리스트에 의해 정해진다. 단주가 임계치에 도달하면 스페셜리스트에게 통보되고 자신의 포지션으로 거래할 수 있다.¹²³⁾ 하루의 마감시점에 스페셜리스트는 개별 단주 매매의 거래가격을 통보받는다.

121) NYSE (1992a) ¶ 2055 Rule 55 Unit of Trading-Stock and Bonds. 몇몇 논의에서는 거래 단위를 10주로 하고 있다: 1992년 12월 1일에는 2,657개의 NYSE 상장주식, 우선주, 워런트, 신주인수권 중 197 (대부분 우선주)개가 10주 단위로 거래되었다. NYSE 상장종목의 거래 단위는 TAQ 와 TORQ 데이터베이스에서 이용 가능한 MAST 데이터 파일 중 UOT (거래 단위) 필드를 조사하여야만 확인할 수 있다.

122) NYSE (1992a) ¶ 2124 Rule 124, Odd-Lot Orders.

123) NYSE (1992a) ¶ 2104 Rule 104.10 Functions of Specialists (6)(i)(C).

회원사는 고객의 승인없이 여러 다른 고객이 낸 단주 주문들을 통합하여 거래 단위로 만든 후 거래를 체결시킬 수 없다.¹²⁴⁾ 동시에 자동 단주 매매 시스템의 남용을 제한하기 위해 동일 계좌에서 동일 종목에 대해 여러 개의 단주 주문을 내는 브로커-딜러에게는 가능한 거래 단위로 주문을 통합할 것이 요구하고 있다.¹²⁵⁾ 이는 거래 단위 경매시장에서의 매매 체결을 촉진시키기 위함이다.

124) NYSE (1992a) ¶ 2411 Rule 411(b)(1) “Bunching” odd-lot orders.

125) NYSE Market Surveillance Information Memo 92-25 September 28, 1992. 이러한 총량 제한 규정은 여러 개의 단주주문에 대해 단 한번의 의사결정을 하고자 하는 브로커-딜러에게도 적용된다. 이 경우 총 300주 이하의 단주주문은 통합할 필요가 없다. 이러한 예외는 동일 종목에 대해 거래 당일에 한번 허용된다.

14. MOC 주문¹²⁶⁾

거래소는 MOC (Market-on-Close: 이하 MOC) 주문을 “종가에 전량이 체결되어야 하는 시장가 주문으로 그렇지 못하면 취소되는 주문”이라고 정의하고 있다.¹²⁷⁾ MOC 주문은 미리 지정된 가격 결정 방법과 주문접수 절차에 따라 종가로 매매체결이 보장된다. MOC 주문은 거래중단이 있거나 특별한 주문조건 (“buy minus” 또는 “sell plus” 등)이 충족되지 못했을 때는 주문이 체결되지 않을 수 있다.¹²⁸⁾

1) 가격결정 절차¹²⁹⁾

MOC 주문이 불균형을 이룰 때 (즉, MOC 매입과 매도 주문 수량이 서로 다른 경우), 이 불균형 ($=|MOC \text{ 매도 주문 수량} - MOC \text{ 매입 주문 수량}|$)은 거래 종료시점 공공 지정가 주문의 매입 또는 매도가격으로 체결되며, 이에 따라 종가가 결정된다.¹³⁰⁾ 초과 MOC 매입주문은 공공 지정가 매도주문과 체결되고, 초과 MOC 매도주문은 공공 지정가 매입주문과 체결된다. 수량이 일치하는 잔여 매입 및 매도 MOC 주문은 불균

126) MOC 주문에 관한 내용이 1998년 6월 24일부로 변경되어 원문에 많은 수정을 가하였다. NYSE Information Memo 98-20 참조.

127) NYSE(1992 a) ¶ 2013, Rule 13 Definition of Orders.

128) NYSE Market Surveillance Information Memo 90-34, August 1, 1990.

129) NYSE (1992a) ¶ 2116, Rule 116.40 and NYSE Market Surveillance Information Memo 90-34 op. cit.

130) MOC 가격결정 절차는 종가로 보다 유리한 ITS 매입 또는 매도 가격을 만족시키는 ITS 요구사항을 대체하지는 못한다. (Information Memo 90-34. op. cit.)

형 주문이 체결된 가격 (초과 MOC 주문 수량이 공공 지정가 주문과 체결된 가격)과 같은 가격으로 상호 체결된다. 만약 매입 MOC 총량이 매도 MOC 총량과 같은 경우 매입과 매도주문은 NYSE에서 거래된 직전의 가격으로 상호 체결된다.

이러한 가격결정 절차 결과는 체결된 모든 MOC 주문이 동일한 종가로 거래되도록 한다. 장부상 체결 가능한 지정가 주문이라 할지라도 쌍방의 MOC 주문이 교차매매되는 경우에는 체결되지 않을 수 있다.¹³¹⁾

쌍방 MOC 거래는 일반적으로 CTS에 stopped stock으로 보고된다.¹³²⁾ 이 보고절차는 동일한 가격에 두 개의 종가 매매를 보고하게 되는데 하나는 장부상의 주문과 체결되는 불균형 MOC 주문이고, 다른 하나는 쌍방 MOC (paired-off MOC) 주문간에 체결되어 stopped order로 기록되는 MOC 주문이다.

<예제> 오후 3:59에 XYZ의 최종거래는 30 1/16에 체결되었고, 30에 800주 매입호가와 30 1/8에 600주 매도호가가 있다. MOC 주문은 1,000주 매입과 1,500주 매도주문이 있다. 500주의 불균형 매도는 30의 매입호가와 체결되고 테입에 보고된다. 나머지 1,000주의 매입·매도 MOC 주문은 30의 가격으로 MOC 주문간에 체결되어 테입에 각각 stopped stock으로 보고된다.

131) 이러한 가격결정 절차는 1986년 9월부터 시작되었는데, 약 50개의 시험종목이 MOC 주문으로 파생상품의 월별 만기일 (지수 파생상품의 행사일)에 실행되었다. 이와 동일한 가격결정 절차는 SEC가 처음 1년간 시험운용한다고 승인했던 1990년 8월 3일부터 만기일 이외의 거래일에도 시행되었다. SEC는 1991년 11월 27일 영구적인 제도로 동 절차를 승인하였다. 새로운 가격결정 절차가 도입되기 이전까지 사실상 MOC 주문은 상호간 거래보다는 장부상의 지정가 주문과 체결되었다.

132) CT 파일에서는 이러한 거래에 대해 G127 필드에 200을 포함한다.

<예제> 위의 예와 같이 오후 3:59에 XYZ에 대한 최종 거래가 30 1/16의 가격에 체결되었고 30에 800주 매입호가와 30 1/8에 600주 매도호가 있다. MOC 주문은 매입·매도 각각 1,000씩 나와 있다. 이 경우 MOC 주문은 30 1/16의 가격에 MOC 주문간 체결되고 이 거래는 테입에 stopped stock으로 보고된다.

2) 주문접수 등

MOC 주문과 관련된 거래의 가격결정을 원활히 하기 위해 NYSE는 특별 주문접수 (order-entry)와 취소 절차 (cancellation procedures)를 도입하였다. 즉, 어느 날 어느 주식에 대한 MOC 주문이라도 규정상의 착오나 MOC 주문의 불균형을 해소하려는 경우를 제외하고는 오후 3시 40분 이후에는 접수될 수 없다.¹³³⁾ 따라서, 장내브로커들은 오후 3시 40분까지 취소할 수 없는 MOC 주문 (irrevocable MOC order)을 스페셜리스트에게 접수시켜야 한다. 예전에는 시험적으로 운용되는 몇몇 주식에 대해서만 MOC 주문절차를 적용하였으나 지금은 모든 종목에 대해서 적용한다.

MOC 주문은 합법적인 오류나 Rule 80A (circuit breakers에 대한 규정)의 경우를 제외하고는 취소되거나 수량 변경이 있을 수 없다. 또한 파생상품의 만기일에는 공시된 MOC 주문 불균형을 해소하려는 주문이라 할지라도 파생상품의 거래전략과 관계 있는 주문은 오후 3시 40분 이후에 접수되지 못한다.

133) MOC 주문 불균형을 해소하려는 주문은 오후 3시 40분 이후라도 접수될 수 있다.

3) 주문 불균형 공시절차

오후 3시부터 3시 40분까지 어떤 규모의 불균형 주문일지라도 장내 감독관에 의해 공시될 수 있다. 3시 40분이 되자마자 MOC 주문에 대한 불균형이 공시된다. 공시의 원칙은 다음과 같다.

- ① 어느 날 어느 주식에 대해서도 50,000주 이상의 MOC 주문 불균형은 공시된다.
- ② 50,000주 이하의 MOC 주문 불균형은 장내감독관의 승인에 의해 공시될 수 있다. 이 경우는 주문 MOC 주문 불균형 양이 그 주식의 일평균 거래량에 비해 매우 큰 경우가 될 것이다.
- ③ 이미 오후 3시 40분 이전에 MOC 주문 불균형 정보가 공시된 경우에만 재공시가 된다.

즉, 이전에 MOC 주문 불균형 공시가 없었던 주식에 대해서는 3시 40분이나 3시 50분에 주문 불균형 공시가 있을 수 없다. 3시 50분이 되면 3시 40분에 주문 불균형이 있었던 주식에 대해 다시 재공시가 된다. 공시의 원칙은 다음과 같다.

- ① 50,000주 이상의 MOC 주문 불균형은 규모와 상황이 공시된다.¹³⁴⁾
- ② MOC 주문 불균형이 50,000주 이하일 경우는 불균형이 해소되든지, 아니면 불균형의 규모와 상황이 장내감독관의 승인에 의해 공시된다.

134) 불균형 상황은 불균형을 이루고 있는 쪽이 매도인지 매입인지를 의미한다.

15. 비정상적인 시장상황

1) 미확정 호가

특정 주식에 대해 거래소가 시장 상황을 정확히 반영하는 호가를 집계, 처리, 공시할 수 없는 수준에서 거래가 형성되는 경우, 스페셜리스트는 장내감독관 (floor official)의 승인을 얻어 30분간 “미확정 상태 (non-firm mode)”로 전환할 수 있다.¹³⁵⁾ 미확정 상태에서는 공시된 호가로 거래가 이루어지지 않을 가능성이 있다. 이 경우 스페셜리스트는 장내감독관의 재검토를 받은 후 30분간 미확정 상태를 연장할 수 있다.

2) 개장지연과 특정 주식의 거래중단

비정상적인 시장 상황에서 스페셜리스트는 장내감독관의 승인을 얻어 시장 개장을 지연시키거나 일시적으로 거래중단 (trading halt)을 할 수 있다. 개장지연과 거래중단을 하는 이유는 3가지다: 대규모의 매입·매도 불균형, 뉴스가 공시될 예정, 뉴스의 발표.¹³⁶⁾ 거래는 일시적으로

135) NYSE (1992a) ¶ 2060 Rule 60(c)(2). 미확정 호가는 조건 필드와 통합 호가 데이터 파일 (TORQ와 TAQ 데이터베이스에서 이용가능)에 문자 “N”으로 표시하여 CQS에 발표되며, MODE 필드에 “9” 값인 경우 미확정 호가를 나타낸다.

136) 일반적으로 특정회사 보통주의 매매가 중단되면 동일회사의 우선주, 신주인수권, 워런트 등도 함께 매매가 중단된다. 마지막으로, “장비전환 (Equipment Changeover)”에 따른 거래중단은 특정종목에 대한 거래가 시스템, 장비 혹은 통신기구의 문제 또는 다른 기술적인 문제로 일시적

중단되는데 이는 매매 불균형시 반대편 매매세력을 끌어들이는 시간을 주고, 새로운 뉴스를 평가하기 위한 시간을 주기 위함이다. 어떠한 경우든지 시장조치 내용은 테입에 공시된다.¹³⁷⁾

“뉴스 예정 (News pending)”이란 상장회사가 시장에 큰 영향을 미칠 발표를 예정한 상태를 말한다. 한 회사가 이러한 발표를 할 계획인 경우 거래소는 그 회사가 늦어도 발표하기 10분 전에 거래소에 통지할 것을 권고하고 있다.¹³⁸⁾ 또한 상장회사는 자기회사의 주식거래를 중단하도록 거래소에 분명히 요구할 수 있다. 그러나 이러한 요청을 한다고 해서 반드시 거래가 중단되는 것은 아니다. 거래소가 뉴스발표 예정 사실과 거래중단 요구를 장내감독관 (floor official)에게 알리면 장내감독관이 거래중단이나 거래지연을 결정한다. “뉴스 발표”는 특정회사나 특정회사 주식에 대한 뉴스가 발표되는 것을 말한다. 예를 들어 특정 투자자가 한 회사의 주식의 지분을 대량으로 매입하였다고 발표하거나 특정회사가 예기치 않은 큰 이익을 올렸다고 발표하는 경우 장내감독관은 일시적으로 해당 주식의 거래를 중단할 수 있다.

주문 불균형으로 인한 거래중단은 규제를 받지 않는다. 즉, NYSE 이외의 지방거래소는 거래를 계속할 수 있고 거래중단과 관련된 모든 매매정보가 테입을 통해 공시된다. 그러나 “뉴스발표 예정”과 “뉴스 발표”로 인한 거래중단은 규제를 받는다. 즉, 지방거래소도 NYSE의 지시에 따라 거래를 중단하여야 한다.¹³⁹⁾

인 중지가 있을 때 발생된다. 다른 거래중단과 마찬가지로 “장비전환”으로 거래가 중단되는 경우 장내감독관의 승인이 필요하다.

137) 메시지는 거래중단 (TRD.HLT), 개장지연 (OPN.DLY)을 나타내고 그 원인을 정의한다. (주문 불균형에 의한 ODR.IMB, 뉴스 공시에 의한 DIS.OF.NEWS, 뉴스 발표 예정에 의한 NEWS.PEND)

138) NYSE Listed Company Manual (1992c) ¶ 202.06 Procedure for Public Release of Information (B) Telephone Alert to Exchange.

139) 만약 지방증권거래소나 NASD가 NYSE가 거래중지를 선언함에도 불구하고

개장지연과 거래가 중단되는 동안 시장 상황이 테입에 전달된다.¹⁴⁰⁾ 호가 상황을 공시하는 것은 시장 상황과 시장 재개시 시가 (reopening price)를 알려줌으로써 주문 불균형의 경우 부족한 매매세력을 유인하기 위한 것이다. 이렇게 공시된 호가들에서 거래가 발생하는 것은 아니다. 만약 전일 종가와의 가격차이가 심할 것으로 예상되면 NYSE는 반드시 호가정보를 발표하여야 한다.¹⁴¹⁾ 만약 규제를 받지 않는 주문 불균형으로 인한 거래중단이 일어날 때도 즉시 호가 상황을 발표하여야 한다. 또한 개장지연이나 거래 중단된 특정종목에 대해 개장이나 매매 재개를 하고자 할 때도 즉시 호가 상황을 발표하여야 한다. 개장 후 30분 이내에 매매나 적정한 호가가 없어 매매를 할 수 없는 주식은 개장지연으로 간주되며, 공시 뿐만 아니라 장내감독관 (floor official)의 감시가 요구한다.¹⁴²⁾ 최초 호가상황 공표 이후 매매거래의 재개까지 최소한 15분이 경과되어야 한다.¹⁴³⁾

하고 거래를 계속한다면 이 거래와 관련된 보고는 시스템에 입력이 되지만 오후 4시 7분까지 테입에 나타나지는 않는다.

- 140) 테입에 공시할 때 상황 정보는 장내감독관이 승인한다. 테입에서 상황 정보는 조건 필드에 I, P, D의 문자로 표기되는데 “I”는 주문 불균형을, “P”는 뉴스 발표 예정을 “D”는 뉴스 발표를 나타낸다. 통합 호가과일에서 호가상황은 MODE의 필드값으로 확인되는데 뉴스 공표는 4로 주문 불균형은 7로 뉴스 발표 예정은 11로 나타낸다.
- 141) 개장시 NYSE 전일종가보다 10% 또는 3포인트 (전일 종가가 100달러 이상이면 5포인트) 중 작은 것 보다 큰 가격 변동이 예상될 때 호가 상황을 발표하여야 한다. 만약 1포인트 이하의 가격 차이가 있다면 공시할 필요는 없다.
- 142) 높은 변동이 있는 거래일의 경우 Floor Director는 일반적으로 오전 10시 15분까지 30분간 연장할 수 있다.
- 143) 만약 한번 이상 공시된 경우 최종 공시 직전의 공시시간과 중복되면 최종 공시 후 5분이 경과된 후 개장될 수 있다. 최종 공시와 직전의 공시시간이 중복되지 않는 경우에는 최소 10분이 경과해야 하는데 즉, 최초 공시 후 15분이 경과하여야 함을 의미한다.

3) 시장의 거래중단 (Circuit Breakers)¹⁴⁴⁾

개별 종목에 대한 개장지연과 거래중지 외에 거래소는 몇 가지 매매 정지제도를 운용하고 있다. 시장 거래중단 (circuit breakers)은 심각한 시장 붕괴가 우려되는 경우 여러 가지 방법으로 시장의 진행과정을 지연시키거나 중단시킬 목적으로 운용하는 규정 또는 절차를 말한다. 시장 거래중지의 목적은 시장의 변동성을 감소시키고 투자자의 신뢰를 제고하고자 하는 것이다.¹⁴⁵⁾ <표 6>은 NYSE의 시장 거래중단의 일종인 Rule 80A, Sidecar 제도 및 Rule 80B를 정리한 것이다.¹⁴⁶⁾

Rule 80A 틱 제한이 발효될 때 MOC 주문을 포함하여 지수 차익거래와 관련된 모든 주문은 “buy minus”와 “sell plus”같은 적정한 조건이 있어야 한다.¹⁴⁷⁾ 만약 Rule 80A가 작동되면 만기가 도래하지 않았고 적절한 틱 제한이 없는 MOC 지수 차익거래도 Rule 80A가 발효된 시간에 관계 없이 취소되어야 한다.

Sidecar 제도는 S&P 500 주가지수가 12포인트 하락한 경우 지수 차익거래를 5분간 중지시키는 것이다. 지수 차익거래를 이루는 stop 및 stop limit 주문을 금지하여 지수 차익거래에 의한 시장의 급락을 방지

144) NYSE 시장 거래중단인 Circuit Breakers에 관한 내용이 1998년 4월 15일부로 변경되어 원문에 많은 수정을 가하였다. NYSE Information Memo 98-15 참조.

145) circuit breakers에 대한 광범위한 논의는 NYSE (1990) 참조.

146) NYSE (1992a), ¶ 2080A, Rule 80A, Limitation on Trading During Significant Market Declines and ¶ 2080B, Rule 80B, Trading Halts Due to Extraordinary Market Volatility. Rule 80A는 NYSE (1991d)에 더 자세히 논의되고 있음.

147) Rule 80A 틱 규정은 1990년 8월에 시행되었다.

하고자 1988년 10월 만들어졌다.

Rule 80B는 시장의 변동성에 따르는 거래중단을 규제하는 조항이다. 1998년 4월 15일에 바뀐 제도에 의하면 이 규정에 의한 거래중단을 3가지로 분류하고 있다. (Level 1, Level 2, Level 3) 이는 각 분기 초마다 전월의 DJIA 증가 평균을 이용하여 그 분기에 해당하는 각 Level의 임계치들을 정한다. 증가 평균의 10%, 20%, 30%가 각각 Level 1, Level 2, Level 3의 임계치들이 된다. 각 퍼센티지 값은 가장 가까운 50포인트 단위의 값으로 전환되어 임계치가 결정된다. 이렇게 결정된 임계치들은 다음 분기까지 계속 사용된다. 1998년 4월에 임계치는 각각 850포인트 (Level 1), 1,750포인트 (Level 2), 2,600포인트 (Level 3)로 계산되었다.

<표 6> NYSE Circuit Breakers¹⁴⁸⁾

1998년 4월 15일

현재 Dow Jones Industrial Average (이하 DJIA) 8포인트는 대략 S&P 500 지수의 1포인트와 같다	
시장 상황	규정 내용
DJIA가 전일 최종 가격보다 50포인트 이상 상승 혹은 하락할 경우 (대략 S&P 500의 6포인트): NYSE Rule 80A	시장이 상승하는 경우 S&P 500 구성 종목에서 매입 지수 차익거래 프로그램은 minus 또는 zero-minus 틱으로 체결시켜야 한다. 하락하는 경우에는 S&P 500 구성 종목에서 매도 지수 차익거래 프로그램 매도 (공매 포함)는 plus 또는 zero-plus 틱으로 체결시켜야 한다. 만약 DJIA가 전일 종가와 비교하여 25포인트 이내로 회복되지 않는다면 위의 규정을 당일 중 계속 적용한다. (동 제도는 1990년 8월1일 영구 승인됨) 파생상품 행사에 대해 이전에 설정된 주식 포지션의 유동성을 위해 행사일인 금요일 MOC 주문은 지수 차익거래 제한에서 면제된다. (1990년 10월 18일 이후 시행)
S&P 500 선물계약이 전일 증가보다 12포인트 하락한 경우 (대략 DJIA 100 포인트): Sidecar	5분의 사이드카. 모든 주식의 신규 stop 및 stop limit 주문은 잔여 거래시간 동안 금지되나 2,099주 이하의 개인 주문은 제외된다. 단, 거래 종료 35분 전부터는 적용되지 않는다. (1988년 10월 19일 이후 시행)
NYSE Rule 80B	Level 1 DJIA 850포인트 변동 오후 2시 이전: 1시간 거래중단 오후 2시~오후 2시 30분: 30분 거래중단 오후 2시 30분 이후: Level 2 거래중단이 없으면 거래를 계속함
	Level 2 DJIA 1750포인트 변동 오후 1시 이전: 2시간 거래중단 오후 1시~오후 2시: 1시간 거래중단 오후 2시 이후: 거래중단 및 거래 재개 없음
	Level 3 DJIA 2600포인트 변동: 거래중단 및 거래 재개 없음

148) 사이드카 (sidecar) 절차에 의하면 S&P 500 구성 종목 중 NYSE 상장 주식이 SuperDot으로 들어오는 모든 프로그램 시장가 주문은 별도로 분리된 파일로 전환시킨다. 사이드카 시간 종료 이후 매입과 매도 주문은 상호 연결되어 체결 가능하다. 만약 주문 불균형이 생긴 경우 스페셜리스트는 이 차이를 보상하거나 가격을 조정하여 거래를 재개할 수 있다. 한편, 주문 불균형 상태가 심하면 장내감독관의 승인을 얻어 스페셜리스트는 거래를 중단하거나 주문 불균형 상태를 공시할 수 있다.

16. 시사점

본고는 현재 NYSE 거래 시스템의 제도적 특징과 각 제도의 기능 및 운용 형태에 대하여 상세히 기술하고 있다. NYSE에서 이용되고 있는 다양한 제도의 기능 및 특징을 살펴봄으로써 우리나라 증권시장의 거래 체계를 재exam할 수 있는 기회를 가졌다고 본다.

NYSE의 거래 시스템 및 절차는 복잡하다. 이는 투자자들의 다양한 요구 및 새로운 기술 그리고 시장의 변화 노력의 산물이라 할 것이다. 이와 같은 거래제도의 변화는 미국 뿐만 아니라 다른 나라에도 영향을 미치고 있다. 우리나라 증권시장의 환경은 미국의 환경과는 여러 가지 측면에서 차이가 있다. 거래 시스템 측면에서는 발전의 배경이 다르며, 기술적 측면에서도 뒤져 있다. 따라서 현재의 NYSE 시스템을 우리에게 직접 적용함에는 무리가 따를 것으로 생각된다. 따라서, 여기서는 세 가지 근본적인 측면에서 우리에게 주는 시사점만을 생각해보기로 하자.

첫째, 거래의 투명성 관련 사항이다. 투명성 문제의 핵심은 투자 정보의 공개에 있으며, 공개되는 투자 정보는 모든 투자자들이 손쉽게 접근할 수 있어야 한다. NYSE의 경우 거래의 투명성을 유지하기 위하여 여러 가지 보고 규정을 두고 있다. 그리고 거래의 공정성과 투명성을 유지하기 위하여 거래 참여자에게 다양한 요구를 하고 있으며, 이를 기록으로 남기고 있다. 특히, 호가 정보에 대한 공시 측면에 있어서 현재 우리나라보다 많은 정보를 거의 실시간으로 제공하고 있다. 그리고 투자자에게 보다 유리한 가격으로 주문을 체결시키기 위한 여러 가지 장치를 마련하여 놓았다.

둘째, 다양한 투자자의 욕구 충족이다. NYSE의 주문 형태는 그 체결 조건 등이 다양하다. 이는 투자자들의 다양한 욕구 충족과 효율적인 자산관리에 필요한 사항이라 할 것이다. 그리고 투자자들의 주문을 신속히 처리할 수 있는 전산설비를 구축하고 있다. 이는 투자자들이 원하는 가격에서 신속하게 거래를 체결시키려는 노력의 일환이다. 또한 거래체결에 대한 신속한 보고체제도 두고 있다. 우리나라의 경우 투자자는 거래체결 여부를 신속하게 인지하지 못하고 있는 실정이다. 현재 개인투자자의 경우 거래체결을 확인하기 위해서는 주문을 낸 뒤 꽤 오랜 시간이 흐른 뒤에야 그 결과를 확인할 수 있는 실정이다. 이러한 비효율성은 투자의 의욕과 투명성을 방해하는 걸림돌이라고 할 수 있다.

셋째, 시장 접근의 개방성이다. 미국의 경우 많은 거래소들이 각기 독특한 기능을 수행하면서 서로 연결되어 투자자들의 시장 접근을 용이하게 하고 있다. 우리나라의 경우 아직 다양한 주식시장 및 국제거래가 발달하지 못하여 시장 접근의 개방성에 대해 성급한 제안은 어렵다고 본다. 그러나 투자자들의 시장 접근 개방성을 제고시키는 거래체계의 개선이 있다면 증권시장의 질적 성장에 큰 도움이 되리라고 본다.¹⁴⁹⁾

149) 전세계적으로 인터넷을 통한 증권거래가 활성화됨에 따라 우리나라에서도 가까운 장래에 인터넷 주식시장의 성립이 기대된다. 그러나 우리나라 증권거래법 제76조 유사시설 개설의 금지 조항에 따르면 한국증권거래소에서만 유가증권의 매매거래를 할 수 있고, 협회 중개시장만 예외로 인정하고 있다. 이 규정의 적정성에 대한 논의가 있어야 할 것으로 사료된다.

<참 고 문 헌>

고광수, “증권시장의 미시구조에 관한 소고,” 증권, 1994. 6.

Blume, Marshall and Michael Goldstein (1992), “Displayed and Effective Spreads by Market,” Rodney L.White Center for Financial Research Working Paper # 27-92.

Consolidated Quotes Plan (1992), amendments through March 1, 1992.

Consolidated Tape Plan (1992), amendments through March 1, 1992.

Harris, Larry and Joel Hasbrouck (1992), “Market vs. Limit orders: SuperDOT Evidence on Order Submission Strategy,” NYSE Working Paper # 92-02.

Harris, L. , Sofianos, G. and J. Shapiro (1992), “Program Trading and Intraday Volatility,” NYSE Working Paper # 90-03.

Hasbrouck, Joel (1991), “Using the TORQ Database,” NYSE Working Paper # 92-05.

Hasbrouck, Joel and George Sofianos (1991), “The Trades of Market Makers: An Empirical Examination of NYSE Specialists,” NYSE Working Paper # 92-03.

Intermarket Trading System Plan (1991), amendments through May 21, 1991.

- Lee, Charles (1992), "Market Integration and Price Execution for NYSE-listed Securities," University of Michigan Working Paper.
- Lee, Charles and Mark Ready (1991), "Inffering Trade Direction from Intradaily Data," Journal of Finance, 46, 733-46.
- New York Stock Exchange (1998), Web Site, Changes of Regulations.
- New York Stock Exchange (1992a), *Constitution and Rules*, revised to July 1, 1992.
- New York Stock Exchange (1992b), *Fact Book*.
- New York Stock Exchange (1992c), *Listed Company Manual*.
- New York Stock Exchange (1991), "The Rule 80A Index Arbitrage Tick Test: Report to the U.S. Securities and Exchange Commission," Research and Planning Division.
- New York Stock Exchange (1990), "Market Volatility and Investor Confidence," Report to the Board of Directors of the New York Stock Exchange, Inc.
- Patersen, M. and D. Fialkowski (1992), "Posted versus Effective Spreads: Good Prices or Bad Quotes?," University of Chicago Working Paper.
- Schwartz, Robert (1990), *Equity Markets*, Harper and Row.

Shell, Jason (1993), "Upstairs - Facilitated Block Trades of New York Stock Exchange Stocks," NYSE Research & Planning Division, February 19, 1993.

Sofianos, George (1992), "Expirations and Stock Price Volatility," NYSE Working Paper # 92-04.

Sofianos, George (1990), "Index Arbitrage Profitability," NYSE Working Paper # 90-04.

Stoll, Hans and Robert Whaley (1990), "Expiration Day Effects Revisited," working paper.