

증권시장 사이버화와 거래시간 연장

2000. 1

연구위원 이 정 범

연구원 편 영 숙

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

세계의 증권시장은 사이버화의 열풍에 쌓여 있다. 이러한 변화는 단지 증권거래의 편의성을 제공해주는 차원에서 그치지 않고 거래의 형태 및 투자자들의 투자행태 등의 변화와 함께 증권산업의 전반적 운영체계를 바꾸고 있다. 뿐만 아니라 감독당국의 규정 및 감독체계에도 영향을 미치고 있다. 이러한 증권거래의 사이버화와 함께 진행되고 있는 현상 중의 하나가 시간외거래의 확산이며 궁극적으로는 24시간 증권거래로의 진행이다. 수 개월 전까지만 하여도 증권전문가와 기관들 사이에 대량거래(block trading)에 한정되어 있던 시간외거래는 최근 들어 일반투자자들을 위한 서비스로 확산되는 추세에 있다. 이러한 거래의 대부분은 ECN이라는 전자증권거래시장을 통해서 이루어지고 있으며 이에 따라 기존 증권거래소들도 경쟁적 차원에서 이에 대응하고 있다.

이러한 증권거래시장의 변화에 대한 대응의 첫걸음으로 기존 증권거래소의 거래시간연장에 대한 계획은 이미 NYSE가 1998년 12월에 발표하였으며 NASD도 Nasdaq의 거래시간연장에 대한 계획안을 1999년 5월 27일 승인하여 도입계획을 발표했다.

이러한 시간외거래의 일반투자자제로의 확산은 기관투자자들과 비교하여 열위에 있었던 거래기회의 형평성 제고 및 편의성 차원에서 전체 투자자들에게 긍정적인 개선이 될 수 있으나 반면 그 반대 효과도 무시할 수 없다. 예를 들면, 야간시간대의 가격변동성의 증가에 따른 투자자들의 피해, 낮은 수준의 유동성에 편승한 시세조정행위의 범람, 결제문제, 신용거래의 유지보증금 문제, 거래소 및 증권사들의 시스템 및 인력충원문제, 야간시간의 각 거래시스템간의 연계부재에 따른 시장분열문제, 야간거래에 내재하고 있는 위험에 대한 투자자들의 이해부족문제 등 해결해야 하는 수많은 문제들이 존재하고 있다.

본 보고서는 야간증권거래를 향한 증권거래시장의 변화 움직임을 살펴보고, 이에 대한 미국 증권시장의 우려 및 문제해결 노력에 대해 정리하였으며, 증권의 야간거래가 추진되는 기본적 요인과 상황 그리고 선결 조건 등을 요약하였다. 우리나라에서도 증권시장의 거래시간 연장에 대한 논의가 일어나고 있는 지금, 본 보고서가 합리적이고 효율적인 의사 결정에 조그마한 도움이 될 것을 기대한다.

2000년 1월

한국증권연구원

원장 최운열

목 차

I. 서 론	3
II. 미국 증권시장의 현황 및 거래시간 연장추세	11
1. 미국 증권시장의 사이버화 및 감독당국의 견해	11
가. 증권시장의 사이버화	11
나. ECN의 미래	15
다. 감독당국의 시장운영 방향	20
2. 거래시간 연장 추세	22
가. 시간외 거래란 무엇인가?	22
나. 일반투자자를 위한 시간외거래 서비스 제공	23
III. 거래시간 연장 및 시간외 거래에 대한 논란	43
1. 시장에의 영향	43
2. 관계자들의 우려	47
IV. 감독당국과 거래소의 대응	53
1. 감독당국의 입장	53
2. 시간외거래에 대한 Working Group 보고서	59
V. 맺음말	67
참고문헌	71
<부록> 시간외거래 Working Group 보고서	79

표 목 차

<표 II-1> ECN의 Nasdaq 주식거래량 점유율	17
<표 II-2> ECN의 현황 (1999년 12월 10일 현재)	32
<표 II-3> ECN 통한 시간외거래 중개서비스 (1999. 11 현재)	33
<표 II-4> Nasdaq의 시간외거래 계획안	38

I. 서론

I. 서론

규모면이나 유동성면에서 세계 제1의 증권시장인 뉴욕증권거래소(NYSE)는 24개 브로커의 협의에 따라 1792년에 설립되었다. 증권거래소의 가장 중요한 요소는 유동성과 투명성인데, 이들 브로커들은 거래장소를 한곳으로 집중시킴으로써 유동성을 창출한 것이다. 그들은 거래장소가 집중됨으로써 그들간의 경쟁의 심화를 염려하여 수수료를 고정시키게 되었다. 즉, 수익성이 있는 독점적 시장을 창출해 낸 것이다.

이러한 거래소는 30여 년 전까지만 하여도 큰 불협화음이 없이 잘 운영되어왔다. 그러나, 독점성과 고정수수료에 대한 투자자들(특히 기관투자자)의 반발이 일기 시작하여 결국 고정수수료제가 폐지되는 1975년 메이데이의 변화를 맞게 되었다. 이러한 변화는 증권산업내 증권중개업자들이 경영위기를 맞아 도산하거나 다른 회사에 합병되는 등 증권중개산업을 재편하게 하는 크나 큰 변혁이었다. 하지만 이는 증권산업내 참가자들의 경쟁의 심화에 따른 수익성차원의 변화와 이에 대응한 증권업자들의 경영전략적 변화를 요구한 것에 지나지 않았다.

하지만 최근 10년 동안 증권산업에 불어닥친 변화의 바람은 실로 증권관련산업 전반에 걸친 대폭풍이라 할 만큼 그 변화의 속도와 파장이 광범위하다고 할 수 있다. 특히 사이버 브로커들의 급성장에 따라 일반투자자와 기관투자자들 사이의 벽이 허물어져 가고 있는 현상과 전자증권거래시장(ECN)의 성장에 따른 새롭고 효율적인 매매체결시스템의 탄생은 주문을 유치하기 위한 거래시스템간의 경쟁을 불러오게 되었다. 이러한 변화는 주문전송방식뿐만 아니라 매매체결방식 및 거래시간에 대한 변화를 유도하게 되었으며 궁극적으로는 거래소의 운영방식까지 재고하게 하는 결과를 초래하고 있다. 즉, 기존의 거래소가 제공하지 못하는 서비스가 제공

4 증권시장 사이버화와 거래시간 연장

되게 되었으며 또한 더욱 효율적이며 효과적인 증권거래시장이 형성되고 있다는 것이다.

향후 몇 년 내로 증권거래소들은 더욱 급변하는 환경 하에서 생존을 위한 탈바꿈의 역사를 맞이하게 될 것이다. 생존을 위한 경쟁력 확보를 위해 거래소간 제휴와 합병이 잇따를 것이며, 거래소의 전 세계로의 진출에 따른 증권거래의 글로벌화가 진전되며 또한 기술발전을 위한 투자와 경쟁에 대비한 전략적 조직구조의 개편을 위한 거래소의 탈상호소유화와 주식회사제로의 변환이 잇따를 전망이다. 물론 이러한 변화의 원동력은 전자통신의 발달, 그것도 인터넷의 급격한 확산이다. 인터넷의 확산은 정보의 분배 및 전달의 효율성을 달성함으로써 증권거래의 신속성, 서비스 및 거래방식의 다양성, 비용의 저렴성 및 증권거래의 글로벌화를 동시에 불러오게 함으로써 최근 증권산업의 변화를 주도하고 있다.

증권거래시장은 지금 본격적인 사이버화의 시대에 들어와 있다. 사이버시대의 증권시장의 변화를 요약해 보면 다음과 같다. 첫째, 거래소들이 세계적으로 통합되어간다. 나스닥(Nasdaq)은 아메리카증권거래소와 통합을 이루었고 필라델피아증권거래소와의 통합도 추진 중이다. 또한 런던증권거래소와 독일 증권거래소는 유럽의 8개 증권거래소의 통합을 통한 범유럽 단일 거래소의 설립을 추진중이다.¹⁾ 둘째, 거래소 입회장(floor)이 사

1) 유럽 8개 증권거래소 (London, Frankfurt, Paris, Amsterdam, Milan, Madrid, Brussels 그리고 Zurich) 대표들은 1999년 9월 23일 유럽 단일 거래소 설립에 대한 의견수렴을 위한 회담을 가졌다. 동 회담에서 대표들은 자신들이 1년여 전에 발표했던 유럽의 블루칩 주식의 거래를 위한 범유럽 단일 증권거래소 설립에 대한 계획을 포기한다고 발표했다. 동 계획은 시스템의 선택문제 있어 각 거래소간 시스템 일치문제가 막대한 비용을 초래한다는 판단 하에 일단 단일 거래소 설립 안을 유보하기로 결정했다. 동 회담은 대신 중간단계로 가상(virtual) 국제거래시장(cross-border market)의 설립을 추진하기로 했다. 즉, 각 거래소들의 기존 회원들이 기존의 기술과 시스템을 이용하여 타 거래소에 상장된 주식을 거래할 수 있도록 단일의 전자공용중개장치(electronic interface)를 통한 연계망(a web of connection)을

라지고 스크린을 통한 거래시스템의 도입이다. 퍼시픽증권거래소는 NYSE 주식을 거래함에 있어 OptiMark 시스템을 사용하고 있으며, Nasdaq도 동 시스템을 1999년 10월에 도입하였다. 미국은 전자증권거래시스템인 대체 거래시스템(ATS)이 번성해 가면서 NYSE 거래량의 4% 그리고 Nasdaq 거래량의 30%에 가까운 거래를 행하고 있다. 또한 프랑스의 선물거래소인 MATIF는 스크린을 이용한 거래시스템의 도입으로 발성경매시스템을 폐쇄하였다. 셋째, 감독당국은 사이버시장의 발전을 지원하고 있다. 미국 연방증권감독기관인 SEC는 1998년 말 "Regulation ATS"라는 규정을 제정하여 ATS에 대한 규제를 명확히 하여 새로운 전자거래시스템의 발전을 도모하면서 시장의 건전성을 유지할 수 있는 감독체계를 구축하였다. 또한 SEC는 1999년 3월 영국에 본거지를 둔 Tradepoint라는 전자증권거래소가 미국 내에서 주식거래서비스를 제공할 수 있도록 허가해 주었다. 넷째, 투자자들에 의한 전자거래이용이 증가하고 있다. 새로운 사이버 증권중개산업의 경우 미국만 하더라도 그 계좌수가 1999년 말에 5백4십만개에 달할 것이며, 2,003년에는 2천만개에 달할 것으로 추정되고 있다.²⁾ 이러한 업자들은 사이버 증권중개사이트를 다양한 금융서비스상품에로의 접근을 제공해주는 관문으로 이용하고도 있으며, 특정 업자들은 ECN이란 전자증권거래시장에 투자자들을 직접 연계시켜주는 서비스도 제공하고 있다. 다섯째, 증권거래소의 탈상호소유화 현상이다. 스톡홀름증권거래소는 지난 1992년에 회원제를 폐지하고 주식회사제로 전환하였으며 호주증권거래소는 1998년 말에 주식회사제로 전환하여 주식을 동 거래소에 상장하였다. 뿐만 아니라 1999년 중반을 지나면서는 NYSE와 Nasdaq도 ECN 등의 급

설치한다는 것이다. 동 계획은 각 거래소 회원들의 타 거래소 주식에 대한 접근을 허용한다는 관점에서 증권거래의 국제화에 기여하는 면이 있기는 하지만 메릴린치와 같이 상기 모든 거래소에 회원으로 가입되어 있는 대형 증권사들에게는 유동성제고, 결제의 효율성, 전 세계 투자자들의 유인 그리고 비용절감 등의 면에서 큰 효익이 없는 것으로 평가되고 있다.

2) Forrester Research, Inc.

6 증권시장 사이버화와 거래시간 연장

속한 성장 등 환경변화에 대응하기 위하여 자금조달의 용이성과 의사결정의 신속성 등을 확보하기 위하여 회원제를 탈피하여 주식회사제로 전환할 것을 결의하였으며 이를 2,000년도 안에 실행할 계획이다.³⁾

이러한 증권거래의 사이버화에 따른 변화의 한가운데서 24시간 증권거래는 이미 멀지 않은 미래의 일이 되었다. 1999년 중반까지만 하여도 거래소 개장시간의 거래는 증권전문가와 기관들 사이의 대량거래(block trading)에 한정되어 있었다. 대부분의 이러한 거래는 ECN이라는 전자증권거래시장을 통해서 이루어졌다. 이중에서도 특히 로이터가 운영하는 Instinet라는 ECN이 가장 활발하게 이용되었다.

하지만 일반투자자들이 전문가들과 동일한 시장접근권한을 요구하게 된 것은 자연스런 일이다. 가끔 그들은 거래소 거래시간 후에 공표되는 새로운 뉴스를 접하게 되면 다음날 거래소 개장 전에 시간외 거래에서 거래를 행함으로써 보다 적절한 투자행위를 할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 이처럼 일반 투자자들이 시간외거래에 대한 요구를 함에 따라 최근에는 일반투자자에게까지 시간외 거래를 허용하는 ECN들과 사이버중개업자들이 출현하고 있으며 이러한 추세는 가속화될 전망이다. 예를 들면 ECN 중의 하나인 MarketXT는 1999년 8월 25일 저녁 8:00시까지의 증권거래서비스를 제공하는 일반투자자만을 위한 시간외거래시스템을 가동하였다. 동 ECN은 Morgan Stanley Dean Witter Online과 같은 사이버 중개업자들을 통한 일반 투자자들의 시간외 주문을 체결시켜주는 서비스를 제공하

3) 전미증권업협회(NASD) 회장 Frank G. Zarb는 1999년 6월 23일 National Press Club 연설에서 Nasdaq시장의 지속적인 발전과 현대화를 위한 자금조달을 용이하게 하기 위하여 주식회사제 전환과 궁극적으로는 기업공개계획을 발표하였다. 또한 NYSE 이사장 Richard A. Grasso는 1999년 9월 28일 상원 은행위원회 연설에서 회원제에서의 탈피와 주식회사제로의 전환은 증권거래의 국제화와 급속한 기술적 변화로 특징지워지고 있는 격심한 경쟁환경 하에서 투자자들의 요구를 수용하는 거래소의 능력을 배가시킬 것이라고 이야기하면서 주식회사제 전환에 대한 지지를 호소하였다.

고 있다.

이러한 증권거래시장의 변화에 대한 대응의 첫걸음으로 기존 증권거래소의 거래시간연장에 대한 계획은 이미 NYSE가 1998년 12월에 발표하였으며 NASD도 Nasdaq의 거래시간연장에 대한 계획안을 1999년 5월 27일 승인하여 도입계획을 발표했다.⁴⁾

이처럼 세계증권시장은 기관투자자들이나 증권전문가들은 물론 일반 투자자들에게까지 야간에도 증권을 거래할 수 있는 기회를 제공하는 방향으로 나아가고 있다. 야간시간의 증권거래는 기관투자자와 일반투자자들 사이의 투자활동기회의 균등화, 야간에 공표되는 정보에 대한 투자자들의 즉각적인 의사결정 및 가격의 즉각적 반응 유도, 세계 각지의 증권시장에서 거래되는 동일한 증권에 대한 가격정보의 연계성 강화를 통한 전세계적 정보 집약 등 긍정적인 면이 있다. 하지만 이에 반해 야간시간 증권거래에 대해 우려되는 점도 존재하고 있다. 예를 들면, 야간시간대의 가격변동성의 증가에 따른 투자자들의 피해, 낮은 수준의 유동성에 편승한 시세조정행위의 범람, 인덱스 추종 전략을 추구하는 투자자, 뮤추얼펀드 등 거래소의 종가를 이용하고 있는 참가자들에 대한 영향, 결제문제, 신용거래의 유지보증금 계산문제, 거래소 및 증권사들의 시스템 및 인력충원문제, 야간시간의 각 거래시스템간의 연계부재에 따른 시장분열문제, 야간거래에 내재하고 있는 위험에 대한 투자자들의 이해부족문제 등 해결해야 하는 수많은 문제들이 존재하고 있다.

4) NYSE와 Nasdaq의 거래시간연장에 대한 안은 SEC의 승인을 기다리는 동안 SEC의장인 Arthur Levitt가 거래시간연장은 Y2K문제가 해결된 2,000년 이후에 시행될 것이 바람직하다고 발표함에 따라 두 거래소 모두 동 계획의 시행을 2,000년으로 연기하였다. NYSE가 6월 3일 거래시간연장에 대한 계획을 2,000년으로 연기할 것을 결정함에 따라, 같은 날 Nasdaq 이사장인 Alfred R. Berkeley도 Y2K문제가 해결된 2,000년으로 거래시간연장계획의 시행을 연기할 것임을 밝혔다.

8 증권시장 사이버화와 거래시간 연장

우리나라에서도 증권시장의 거래시간 연장에 대한 논의가 일어나고 있는 지금, 우리 증권산업 종사자와 감독당국은 세계 증권시장은 시간외거래를 어떻게 발전시키고 있으며 또한 감독당국의 대응방향은 무엇인지를 살펴보고 시장에 적은 충격을 주면서 제도를 도입할 수 있도록 미리 준비를 해두어야 할 것이다.

II. 미국 증권시장의 현황 및 거래시간 연장추세

1. 미국 증권시장의 사이버화 및 감독당국의 견해
2. 거래시간 연장 추세

II. 미국 증권시장의 현황 및 거래시간 연장추세

1. 미국 증권시장의 사이버화 및 감독당국의 견해

가. 증권시장의 사이버화

최근에 일어나고 있는 증권거래의 사이버화는 전세계적인 현상이다. 이중에서도 미국에 있어서는 그 속도나 파장에 있어 가히 파괴적이라고 말할 수 있을 정도로 빠르고 또한 그 영향의 범위가 광대하다. 미국에 있어 현재 진행중인 증권거래의 사이버화는 세계 제1의 거래소인 NYSE와 여타 지방거래소 그리고 벤처기업 자금조달을 위한 세계적 파라다이스로 알려진 Nasdaq에까지 직접적인 도전으로 받아들여지고 있다. 1995년부터 급성장하기 시작하여 현재 번창하고 있는 다수의 새로운 증권거래시스템들은 200여년 전부터 변화해 온 오늘날의 증권거래소들을 21세기의 사이버시장으로 전환시키고 있다. 거래소의 입회장(floor)이 사라지고 있으며, 증권거래 및 거래소에 대한 접근이 국제화되고 있고 또한 입회장내 브로커(floor broker)나 스페셜리스트 등과 같은 사람의 개입을 요하지 않는 자동시스템으로 전환되고 있다. 최근에 일고 있는 거래시스템들의 변화는 믿기 어려울 정도로 그 변화의 속도와 폭이 빠르고 광범위하다.

1) 갑작스런 변화

왜 이처럼 급격한 변화가 일고 있는가? 물론 그 이유는 인터넷의 발달과 확산이다. 인터넷은 이미 초보 투자자들까지 끌여 들여 그 발달 속도를 가속화하고 있으며 사이버 증권중개업이라는 새로운 산업을 형성하였다. Forrester Research사의 분석에 따르면 사이버 증권계좌수는 99년말까지 5

12 증권시장 사이버화와 거래시간 연장

백4십만계좌에 이르고 3년 뒤의 2,002년까지는 1천4백4십만계좌에 달할 것으로 추정되고 있다. 또한 과거에는 Instinet나 POSIT 등과 같은 대체거래시스템이 기관투자자들에게만 폐쇄형네트워크인 장외거래시스템을 제공하여 왔으나 최근에는 인터넷기술의 확산으로 ECN이라는 새로운 대체거래시스템들이 이러한 장외거래기회를 일반 투자자들에게까지 제공하고 있다. 1997년 1월 SEC는 투자자들의 주문이 체결되는 방법에 지대한 영향을 줄 "주문처리규정(Order Handling Rule)"을 제정하여 적용하였다. 이 새로운 규정은 Island와 같은 ECN이 Nasdaq의 NMS시장에 직접 접근할 수 있는 기회를 열어 줌으로써, 자신들의 고객주문을 더욱 좋은 가격에 체결시킬 수 있는 기회를 넓힐 수 있게 되었다. 이 규정은 현재 새로운 시대의 거래소로 첫 발걸음을 내딛고 있는 ECN들이 크게 성장할 수 있는 기회가 되었다. 1999년 중반기를 넘어서면서부터는 Island라는 ECN은 하루 평균 100만건 그리고 1억주 이상의 주문을 체결시키고 있다.

이미 100여개의 인터넷 브로커들이 신속한 체결, 실시간 호가게시, 연구자료에의 접근, 그리고 공모주 청약에 이르는 서비스를 제공하고 있다. 그러나 투자자들은 시장의 직접접근, 외국시장에의 접근허용, 자신들의 주문에 대한 직접적인 통제 등 보다 전문적 투자자화를 원하고 있다. 그들은 이제 단지 사이버 브로커를 통해 주문을 장내 시장조성자에게 내는 것으로 만족하지 않고, 시장에 직접 사이버상에서 접속되기를 원한다. 시장에의 직접접근은 자신들이 주문을 내고 그 주문이 시장의 호가에 반영되는 것을 직접 눈으로 확인할 수 있게됨에 따라 투자자들에게 더욱 신뢰감을 심어줄 것이다. 일반투자자들은 이미 이러한 시장의 직접접근을 실행하고 있는데, 예를 들면 투자자가 Datek이라는 사이버중개업자를 통해 주문을 내면 동 주문은 동 브로커가 운영하는 Island라는 ECN에 직접 호가로 게시된다. 결제회원으로서 결제에 대한 문제가 해결된 기관투자자들의 경우는 이러한 대체거래시스템에 브로커의 중개없이 이미 직접 호가를 게시할 수 있으며 투자자들 사이에 가격과 거래량에 대한 협상까지도 가

능하다.

이처럼 사이버 증권시장이 발달·진화함에 따라 증권관련업자들도 변화에 빠르게 대처해 나가야 한다. 지점망을 통해 영업을 해왔던 종합증권사들의 경우 그들의 수입원천을 거래중개에서 투자자문으로 전환시켜야 한다. 중개업자들은 이제 중개수수료에의 의존을 줄이고 고객들의 특성에 맞는 개별적 자문을 제공해 줌으로써 가치를 부가하는 방향으로 그들의 영업을 영위해 나가야 할 것이다.

2) 끊임없는 사이버의 도전

몇몇 투자은행들은 인수한 공모주를 사이버상의 경매를 통하여 분배하는 서비스도 제공할 수 있을 것이다. 이러한 서비스의 도입은, 소액공모에 주로 이용되는 인터넷 직접공모와 더불어, 더욱 신속하고 저렴하게 공모주의 분배를 가능하게 하여 인수업무에 대한 경쟁을 야기시킬 것이다.

사이버화는 주요 금융센터와 관련하여도 큰 의미를 가지고 있다. 시장의 국제화와 전자거래로 향한 추세에 따라 투자자들은 자신들의 거래를 세계 어느 곳에서든지 행할 수 있다. 금융센터의 지리적 위치는 이제 그 중요성이 점점 감소될 것이다. 한 예로 Nasdaq의 데이터 센터는 코네티컷 주의 Trumbull에 위치하고 있다.

대형증권회사들은 인터넷을 아직 전적으로 수용하고 있지는 않다. 아직 그들은 투자자들의 반응을 지켜보고 있는 중이다. 하지만, 14,000여 브로커와 701개의 지사를 가지고 있는 메릴린치의 경우 1999년 7월에 드디어 인터넷거래에 대한 첫 발걸음을 떼었다. 메릴린치는 1999년 7월 12일부터 "Merrill Lynch Unlimited Advantage"라는 새로운 서비스계좌를 공격적인 가격정책과 다양한 서비스를 무기로 하여 투자자에게 제공하고 있다. 동 계좌를 통하여 고객은 주식과 뮤추얼펀드관련 자산의 1%, 현금과

14 증권시장 사이버화와 거래시간 연장

채권관련 자산의 0.3% (최저 \$1,500)의 연간 수수료를 지불함으로써 사이버상의 주문제출, 전 세계에 대한 연구자료에의 접근 그리고 고객자산관리 서비스 등의 모든 서비스를 제공받을 수 있게 되었다.

사이버 혁명은 승자와 패자를 크게 나눌 것이나, 이것 하나만은 확실하다. 일반투자자들이 승자들 중의 한 그룹일 것이라든가 사실이다. 기관투자자들이 시장을 계속 주도적으로 유도해 갈 것이나 일반투자자들도 자신들의 주문에 대한 통제력을 키워 갈 것이다. OptiMark와 같은 새로운 시스템은 펀드매니저들과 같은 기관투자자들의 투자전략 수행을 용이하게 행할 수 있도록 해 줄 것이다. OptiMark의 3차원 주문제출 특성과 익명성 보장은 현재 다른 시스템 하에서는 표출되지 않은 주문을 시장으로 유도해 넘으로써 유동성 창출에 기여할 것으로 기대된다.⁵⁾

하지만 이러한 사이버 혁명은 많은 사람들에게는 고통으로 다가오고 있는 것도 사실이다. 파리선물거래소(MATIF, Marche a Terme Internationale de France)는 그들의 시스템을 발성경매시스템에서 스크린베이스 전자경매시스템으로 전환함에 따라 수백명의 장내브로커와 일반 고용인들이 직장을 떠나게 되었다. 만 여명의 장내거래자들이 활동하고 있는 시카고 선물시장도 전자화의 물결은 드높다. 세계에서 가장 앞서가는 선물거래소인 Eurex와 CBOT는 국제간 전자거래시스템을 운영하기 위

5) OptiMark는 1999년부터 미국의 상장주식의 거래를 시작한 전자거래시스템이다. 동 시스템의 특성은 기존의 주문형태에서 일진보하여 기관투자자들의 주문체결을 최적화시킬 수 있는 3차원 주문 형식의 채택기술이다. 예를 들면, 동 시스템의 슈퍼컴퓨터는 500,000주의 GE주식을 매도하기 원하는 펀드매니저가 매도가격을 주당 \$150로 호가를 하면서 만약 500,000주가 한번에 모두 체결된다면 주당 \$149¾에 매도할 수 있다는 호가를 조건부로 동시에 제출할 수 있다. 이러한 가격스케줄에 따른 주문은 체결확률을 높히고 또한 제출된 주문의 익명성과 비공개성 보장으로 동 시스템이 아니면 유도해내지 못했을 시장충격을 염려하는 기관들의 주문을 유도해 넘으로써 유동성 창출에도 기여하고 있다고 말해진다.

해 제휴를 하여 새로운 제휴회사를 설립할 것을 1999년 10월 1일 합의하였다.

새로운 기술은 증권을 사고 파는 증권관련회사와 투자자에게 다양한 새로운 기회를 제공하고 있다. 이러한 물결이 전세계 증권시장을 어떻게 변화시킬 것인지에 대해서는 아무도 모른다. 단지, 명확한 것은 이 변화의 역동성은 멈추지 않을 것이라는 것이다.

나. ECN의 미래

증권시장의 거래방법에 있어 일대 변혁을 주도하고 있는 ECN은 최근 쏟아지는 ECN에 대한 비관적인 견해에 의해 동요되고 있다. 스페셜리스트와 마켓메이커와 같은 중개인을 배제한 채로 매도희망자와 매수희망자의 주문을 직접 접속시켜 매매를 체결하는 ECN은 유동성의 결여로 인해 결국 구시대의 산물로 퇴락할 것이라는 것이다.

ECN들은 자신들의 생존을 위한 전쟁을 준비하고 있다. 그들은 지속적인 기술적 발전과 저렴한 거래비용을 무기로 기존 거래소들과 경쟁할 수 있다고 말하고 있다. 그들은 그들의 영업을 모두 모아서 합병하는 안에 대해서도 논의하고 있다. 궁극적으로는 쇠퇴할지 모르지만 아무튼 향후 2~3년간은 계속적으로 성장할 것으로 보인다.⁶⁾ 하지만 4~5년 뒤에는 Nasdaq이 전자거래시스템으로 변신을 하여 ECN을 고사시킬 것이라는 예측도 나오고 있다. ECN의 운영자들도 ECN의 미래에 대해서 확실한 예측을 하지 못하고 있다. 하지만 이러한 대체거래시스템의 세계는 수 년동안 급격한 변화를 거치며 증권시장이 운영되는 방식을 바꿀 것임에는 틀림없다.

6) ECN은 이미 Nasdaq 시장 거래량의 30%를 점하고 있다. 2,001년 쯤에는 점유율이 50%에 달할 것이라는 예측도 나오고 있다.

1) 통합 움직임

위에서 설명한 유동성부족에 따른 시장실패에 대응하기 위하여 10개 (1999년 8월에 설립된 MarketXT 포함)의 ECN은 2~3개의 대형 ECN으로 통합될 가능성이 있다. ECN들은 그 동안 그들의 몇 가지 장점들의 덕택으로 성장하여 왔다. 그들은 대형 기관투자자들이 익명으로 거래할 수 있도록 해준다. 그들의 호가가 전 시장에 공개되지 않음으로써 대량거래주문에 따른 시장충격비용을 지불하지 않아도 된다. 최근에는 증권중개업자들이 ECN에 연결되어 일반투자자들에게까지 시간외 거래서비스를 제공하고 있다. ECN은 또한 저렴한 수수료로 매매체결 서비스를 제공한다. 예를 들면, Island는 1,000주 거래에 대한 평균 수수료가 75 cent에 불과하다. 이러한 저렴한 수수료가 가능한 것은 동 시스템이 극소수의 인원(38명)을 유지한 채 주문을 체결시키는 컴퓨터기술에 의존하여 운영되고 있기 때문이다.

ECN이 풀어야 할 가장 큰 시급한 과제는 유동성 부족의 해결이다. 특히, 그들이 제공하는 시간외거래에 있어서의 유동성 부족 문제는 더욱 시급한 과제이다. ECN이란 근본적으로 멀리 떨어져 있는 투자자들의 지정가주문의 집합을 통한 거래체계이다.

지금까지는 Nasdaq의 개장시간에는 만약 특정 ECN이 동 시스템내에서 주문의 체결을 달성할 수 없으면 그들은 Nasdaq의 SelectNet 시스템에 의존하여 다른 ECN이나 Nasdaq의 마켓메이커와 연결시켜 주문을 처리하고 있다. 하지만 ECN간의 연계가 이루어지면 ECN들은 Nasdaq의 SelectNet와 낮이나 밤 모든 시간대에 SelectNet와 직접적으로 경쟁하는 시스템이 될 것이다. 이러한 시스템간 연계에 대한 논의는 SelectNet의 이용료가 비싸고 더욱 빠른 거래를 달성시킬 수 있는 시스템을 설립할 수 있다는 ECN 운영자들의 생각에서 비롯되었다.

<표 II-1> ECN의 Nasdaq 주식거래량 점유율

Instinet	13.2%
Island	11.5
REDIBook	1.2
Brut	1.2
Archipelago	0.9
B-Trade	0.9
Strike	0.2
Attain	.01
NexTrade	NA
Nasdaq June, 1999	

이러한 논의에 따라 최근 1999년 9월에 Instinet와 Island 그리고 MarketXT 등 미국의 8개 ECN은 거래시세표를 공유하기로 합의했다.⁷⁾ 이에 따라 앞으로는 한 ECN에 등록해 주식을 거래하는 투자자들은 다른 거래장소에서의 종목별 시세표를 참조하여 매매할 수 있게 된다. 동 합의에 참여한 ECN은 상기 3개 이외에 REDIBook, Brut, Archipelago, B-Trade, 그리고 Strike이다.

2) 기존시장의 ECN 모습화

이러한 ECN의 움직임에 대응하여 Nasdaq이나 NYSE도 ECN과 비슷한 시스템으로 그 모습을 바꾸어 갈 것이다. 이러한 변화가 말해주는 것은 추후 수년 후에는 ECN이라는 사설전자거래시스템이 결국 도태될 수 있다는 것이다. Nasdaq이 추후 소위 "Super ECN"으로 불릴 수 있도록 변모해 갈 수 있을 것이다. 즉, Nasdaq은 전자통합지정주문책을 만들어 통합된 전자거래시스템의 모습을 가질 수 있을 것이라는 것이다.

7) Asian Wallstreet Journal, Sep. 17. 1999

ECN의 등장에 따라 투자자들간의 직거래가 가능하게 됨에 따라 가장 큰 고통을 받게된 그룹이 Nasdaq의 마켓메이커들이다. 그들은 투자자들의 주문사이에 개입하여 주문의 상대로서 딜러의 역할을 하면서 낮은 가격에 매입하여 높은 가격에 매도함에 따라 그들의 수익을 보장받을 수 있었다. 하지만 ECN의 등장은 이러한 스프레드 비용을 지불하지 않으려는 투자자들의 Nasdaq 시장으로부터의 이탈을 유도하기 때문이다. 결국 Nasdaq이 ECN의 모습을 상당히 닮아가기 위해서 궁극적으로는 마켓메이커제도를 폐지할 수도 있을 것이다. 전자통신이 발달하면서 정보분배의 저렴성과 정보전달의 신속성이 이루어짐에 따라 마켓메이커제도의 단점이 크게 부각되고 있다. 전자시스템을 통해 누구나 같은 호가와 시세정보에 신속하고 저렴한 비용으로 접근할 수 있음에 따라 증권거래의 중개인의 역할이 제약되고 있다는 것이다. 이는 “가로수”라는 신문과 “부동산 중개를 위한 인터넷 사이트”들의 등장이 단순한 부동산거래의 경우 부동산 중개업자의 개입을 필요로 하고 있지 않음과 동일한 현상이다.

이러한 영향은 단지 Nasdaq시장에만 국한되지 않는다. Nasdaq의 마켓메이커와 유사한 기능을 수행하고 있는 NYSE의 스페셜리스트들도 그들 역할의 상당부분에 있어 영향을 받을 것이다. 아직까지 NYSE는 Nasdaq에 비해 ECN의 영향을 덜 받고 있기는 하지만 그들도 ECN의 모습을 닮은 시스템으로 변해갈 것으로 믿고 있다.

최근 1999년 11월 5일 증권업연합회(SIA)에서 NYSE 회장인 Grasso의 연설 내용은 이러한 변화에 대한 NYSE의 대응방향을 잘 나타내고 있다. 동 연설에서 Grasso는 인터넷에 기초한 전자주문책을 개발하여 스페셜리스트의 개입 없이 회원사를 통한 투자자들의 주문이 직접 체결될 수 있는 시스템의 도입을 발표하였다.⁸⁾ 이러한 NYSE의 발표는 인터넷에 기초한

8) 일단 처음에는 동 시스템의 적용을 1,000주까지의 주문으로 제한할 방침이다. 이 외에도 Grasso는 2,000년에 인터넷에 기초한 주문전달 시스템을 이용하여 시간외 거래를 개시할 것임을 발표했다.

주문전달체계의 도입, 투자자들간의 직접체결기능의 제고, 24시간거래를 향한 거래시간 연장, 그리고 호가단위의 십진수화(decimalization) 등과 같은 일련의 계획에 대한 실천의 의지를 표명한 것으로 앞으로 NYSE는 변화하는 기술적 진보를 적극적으로 수용할 것임을 나타내주고 있다.

3) ECN의 최종 종착역으로서 ECN의 거래소 등록

Island를 포함하여 3개의 ECN은 지금 독립된 전미증권거래소로 등록하기 위하여 SEC에 등록을 신청해 놓고 SEC의 인가를 기다리고 있다. SEC는 Y2K문제가 해결되는 2000년까지 이러한 요청에 응하지 않을 방침이었다. 또한 영리거래소의 등장시 이러한 거래소의 규제방법에 대한 논의도 한창 진행중이다.

이렇게 더욱 논의되고 진행되어야할 문제들이 남아있음에도 불구하고, 현재 Nasdaq과 직접 경쟁하기보다는 Nasdaq을 통해 그들의 영업을 영위하고 있는 ECN들은 Nasdaq으로부터 완전히 떨어져 나와 직접적인 경쟁자로서의 위치를 구축해 나갈 것이다. 거래소로서 등록이 되면, ECN 회사인 Archipelago가 SEC 등록요청시 요구한 그들 자신들의 시장에 상장되는 기업들의 보유도 가능할 수 있을 것이다. 또한 그들은 거래소로 등록함으로써, 비상장거래특권(UTP)을 이용하여 NYSE에 상장된 주식들의 거래 기회를 더욱 넓힐 수 있을 것이다.

Nasdaq이 통합지정가주문책을 개발하고 ECN과 같은 시스템으로 변모를 한다하더라도, 현재 ECN들은 가격과 기술 그리고 유동성창출 등에서 경쟁의 요소를 찾을 수 있을 것으로 보고 있다. 그들은 증권시장은 갈수록 일상용품시장화 되어갈 것이고 결국 가장 저렴하고 신속한 시스템이 거래를 유치할 것이라고 그들은 믿고 있다. 또한 전자매체에 의한 거래시스템간의 경쟁은 미국에서 발생되었지만 이러한 변화는 전 세계적으로 번

질 것이고 전자매체간의 연계는 국제적으로 이루어져 24시간 거래시대가 머지 않아 올 수 있을 것이다. 그리고 이러한 추세는 주식시장에서부터 채권시장, 옵션시장 그리고 선물시장에까지 그 폭을 넓혀갈 것이다.

이러한 변화가 얼마나 오래 걸릴까? 여기에 대한 확실한 대답은 찾을 수 없으나, 그리 오래 걸리지 않을 것 같다. 전통적인 매매방법에서 요즘의 전자증권중개, 전자거래시스템, 인터넷 공모, 그리고 기존거래소의 전자화로의 변화 추세가 불과 과거 3~4년 동안 이루어진 것을 상기한다면, 여기에서 언급된 변화들은 향후 2년 정도 사이에 이루어 질 수 있는 변화로 생각된다.

다. 감독당국의 시장운영 방향

사이버증권중개업의 발전 및 데이트레이딩과 관련한 투자자보호문제, 새로운 전자거래시스템인 ECN의 성장, 영리거래소의 설립 및 기존거래소의 탈상호소유화의 움직임, 옵션시장의 경쟁 심화, 시장의 분할과 집중에 관한 문제, 호가단위의 십진수화(decimalization), 그리고 거래시간의 연장 등으로 특징 지워지는 최근 미국증권시장에서 일어나고 있는 일련의 변화들에 대한 미국 증권감독당국인 SEC의 규제 철학 및 방향은 미국 증권산업의 향후 발전 방향에 있어 선박의 키와 같은 역할을 하게 될 것이다. 뿐만 아니라 SEC의 철학 및 감독방향은 증권시장의 글로벌화와 함께 세계 다른 증권시장의 운영 및 감독 방향에도 영향을 미칠 것이다.

지난 1999년 9월 23일 콜롬비아 법과대학에서 SEC 의장 Arthur Levitt의 연설은 미국 감독당국의 증권시장에 대한 미래 운영방향을 잘 나타내 주고 있다.⁹⁾ SEC는 그들의 역할이 궁극적인 시장구조를 만들어내고 지시

9) Arthur Levitt, Speech by Arthur Levitt, "Dynamic Markets, Timeless Principles," September 23, 1999

하는 것이 아니라는 것을 분명히 하고 있다. 그보다는 그들의 역할은 증권 시장에 있어서 경쟁이 자유롭게 일어날 수 있는 체계를 세우고 감독하며 유지하는 것이라고 인식하고 있다. 이러한 관점에서 SEC의 ECN에 대한 접근법은 양면성을 유지하려는데 힘쓰고 있다고 볼 수 있다. SEC의 ECN 정책은 증권시장에서 경쟁에 의한 효율성의 극대화를 추구하고 있다고 볼 수 있다. 이와 동시에, SEC는 시장의 완전성을 지켜나가는데 최선의 노력을 하고 또한 모든 시장이 동일한 조건하에서 경쟁을 할 수 있도록 운영 방향을 잡아나가고 있다. NYSE와 Nasdaq은 최근에 상호소유제에서 탈피하여 영리거래소화 할 것을 내부적으로 결정하고 이를 추진 중이다. SEC는 이에 대해 당분간 유보적인 자세로 공식적인 답변은 피하고 있다. SEC는 이러한 움직임이 자율규제라는 미국증권시장에서 필수적인 시스템을 어떻게 유지시킬 수 있을 지에 대해 우려하고 있다. Levitt는 시장을 감독하는 자율규제기능의 시장으로부터의 확실한 분리가 투자자보호를 위해 영리거래소화의 가장 기본적인 전제조건임을 주장하고 있다. Levitt는 경쟁이 가져올 수 있는 부정적인 영향인 시장분할에 대해 다음과 같은 견해를 피력하고 있다. 오늘날에는 유동성을 감소시키는 결과를 초래하는 분리되고 고립되어 있는 시장이 적어도 거래소 개장시간에는 존재하고 있지 않다고 보고 있다. 요즈음의 시장분할이란 유동성의 분할이 아니라 투명한 호가와 가격에 근거하여 주문에 대해 경쟁을 하는 다수의 유동성집단의 존재로 이는 시장의 가격발견기능을 저해하는 것이 아니고 경쟁하는 집단 주문들간의 경쟁적 상호작용을 통해 오히려 가격발견기능의 효율성을 향상시키는 것으로 인식되어야 한다고 주장하고 있다. 이러한 다수집단 주문들간의 상호작용의 유지는 현재의 기술발달에 의해 잘 유지되고 있다고 보고 있다.

Levitt가 정립한 시장운영에 대한 방향에 따르면 SEC의 미래 증권시장의 운영지표는 다음과 같이 요약될 수 있다. 가격발견과 최선의 매매체결은 유지되어야 할 궁극적 목표이다. 유동성이 창출되어야 한다. 기관투자

자와 일반투자자들 주문 사이의 상호작용을 유지하여야 한다. 시장의 혁신은 권장되어야 한다. 그리고 무엇보다도 시장들간의 경쟁은 활발하고 역동적인 방향으로 나아가도록 유지되어야 한다.

2. 거래시간 연장 추세

가. 시간외 거래란 무엇인가?

“시간외 거래란 무엇인가?” 그리고 “누가 시간외 거래에 참가하는가?”에 대한 설명부터 간단히 서술하기로 한다. 시간외 거래란 등록 증권거래소의 개장 시간대 외의 증권거래를 의미하며 대부분 기관투자자의 영역으로 인식되어 오고 있다. 기관투자자들은 기업들이 수익성발표(earnings announcement) 또는 합병결정에 대한 공표를 할 때 등 이러한 시점에 주식을 거래하기를 원하기 때문에 시간외 거래를 이용하는 경우가 많다.

상기 기관투자자들의 많은 부분은 Instinet의 고객이다. Instinet은 동일주식을 매수 매도하려는 투자자들 사이에 익명성이 보장되는 대화방식의 전자적 컨퍼런스를 제공한다. 어떤 증권브로커들은 일반투자자의 주문체결을 위해 시간외 Instinet 거래를 이용하기도 한다. 시카고에 있는 PT 디스카운트 브로커는 거래소 개장 1시간 30분전부터 폐장 후 2시간까지 거래서비스를 제공한다. 거래수수료는 정규수수료율에 1주당 1/16센트의 추가수수료가 부과된다. 뉴저지주의 Sarden State 증권사는 정규시간 수수료와 같은 요율로 시간외 거래서비스를 제공하는데, 동 회사 고객의 약 10%가 주로 오후 5시 30분 이전의 시간외 거래를 이용한다.

나. 일반투자자를 위한 시간외거래 서비스 제공

1999년에 들어서기 전까지만 해도 시간외 거래는 기관투자자들의 전용 시장으로 인식되어 왔다. 과거 몇 년 동안 기관투자자들은 로이더가 소유하고 있는 ECN인 Instinet를 이용하여 시간외거래를 해왔다. Nasdaq¹⁰⁾과 NYSE¹¹⁾도 개장 바로 직전 및 폐장 직후 짧은 시간동안 제한적인 주문체결시스템을 기관투자자만을 상대로 제공하고 있다. 동 시스템은 일반투자자 주문의 직접 접근을 허용하지 않는다.

이렇듯 시간외 거래는 주로 기관투자자들을 위한 거래장으로 인식되어 왔으나 1999년 들어서는 일반투자자에게 시간외거래서비스를 제공하려는 움직임이 급속히 일기 시작했다. 1999년 3월 초 Eclipse는 Indivex라는 웹에 기초한 거래플랫폼을 이용하여 거래소 폐장이후에 주식이 전자적으로 체결되는 시스템을 제공할 것이라고 밝혔다. 그 후 Eclipse는 1999년 8월 25일 MarketXT라고 개칭하여 동 시스템을 이용하여 개인투자자들의 시간외 거래를 위해 특별히 고안된 프로그램으로 오후 6시부터 8시까지 시간외거래서비스를 제공하고 있다.

미국의 경우 최근 주식시장의 호황과 함께 일 중에 여러 번의 매수·도를 행하면서 초단기 매매차익을 노리는 데이트레이더(day trader)들이 늘어나자 거래소 개장시간 외에도 투자자들이 주식을 거래할 수 있도록 해주는 시간외 거래서비스를 제공하는 거래시스템들이 늘어나고 있다. 이

10) Nasdaq은 시간외 거래서비스로 SelectNet을 통해 개장전거래장과 폐장후 거래장을 운영하고 있다. 개장전거래서비스는 오전 9시부터 9시 30분까지 제공되며 폐장후거래서비스는 4시부터 5시 15분까지 제공된다.

11) NYSE는 1991년 6월 13일 2가지의 시간외거래 장을 개설하였다. Crossing Session I은 개별주식에 대한 주문을 NYSE 종가에 접속매매시켜 주는 기능을 제공하며 오후 4시 15분부터 5:00시까지 운영된다. Crossing Session II는 15종목이상의 바스켓거래에 이용되며 오후 4시부터 5시 15분까지 운영된다.

24 증권시장 사이버화와 거래시간 연장

미 이러한 시스템을 갖추고 시간외 거래서비스를 제공하고 있는 시스템으로는 모두 ECN들인데, MarketXT, Island, RediBook, Instinet, NexTrade 그리고 Attain 등을 들 수 있다. 이러한 ECN 외에 브로커회사들도 일반투자자들의 시간외거래를 위한 서비스를 제공하려고 있는데, 모건스탠리던 위터(Morgan Stanley Dean Witters)는 MarketXT ECN을 통하여 동 서비스를 최근에 제공하기 시작했고 시티그룹의 살로먼 스미스바니(Saloman Smith Barney)도 늘어나고 있는 주식거래 수요에 맞추어 시간외 거래서비스 제공을 개시하였다.

이러한 추세에 따라 세계 제일의 시장인 NYSE와 Nasdaq과 같은 기존 거래소들도 현재의 개장시간을 연장하려는 시도를 하고 있다. 이처럼 대체거래시스템들의 시간외 거래서비스의 증가추세와 기존거래소들의 거래시간 연장 움직임이 순환적으로 계속되어 나가면 24시간 거래가 향후에는 일반화될 날이 올 것이다. 이러한 일련의 변화에 대해 아래에서 좀더 자세히 알아보도록 하자.

1) ECN의 움직임

24시간 거래에 대한 논의는 Instinet의 일반투자자에 대한 시간외 거래 서비스 제공 계획에 대해 1999년 5월초에 월스트리트저널이 기사화 하면서 불붙기 시작하였다. Instinet 외에 Island ECN과 시장조성자(market maker)인 Knight/Trimark도 시간외 거래서비스에 대한 계획에 참여하고 있었다. Instinet와 Island와 같은 ECN은 온라인 증권사를 연결하여 매수자와 매도자를 집중시켜 거래소 개장시간외에 거래를 체결하는 시장으로의 기능을 수행할 것이다. 반면 Knight/Trimark는 거래소 개장 시간외에 매수자와 매도자의 대량주문을 받아 자신이 상대방이 되어 매매를 형성시키는 시간외 시장조성자로서 역할을 할 것이다. 아무리 많은 ECN, 시장조성자, 그리고 온라인 증권사들이 시간외 거래 계획을 가지고 시간외 거래

서비스 제공을 시작하더라도, 이들과는 달리 실질적인 거래소 시간연장은 SEC가 등록 거래소들의 시간연장 계획을 승인해주어야만 가능하다.

시간외거래서비스를 개인투자자에게 제공하고 있는 ECN에 대해 그 현황을 아래에 소개한다.

Instinet

Instinet은 1969년에 설립되어 운영되어 오다, 1987년에 로이티그룹에 의해 인수되어 운영되어지고 있다. Instinet은 순수 대리인으로서만 증권중개업무를 수행하는 세계에서 제일 큰 중개회사이다. 동사를 통한 증권거래는 매일 전세계 40여개의 시장에 걸쳐 일어나며, 동사는 또한 북미, 유럽 및 아시아의 17개 증권거래소의 회원으로 가입되어 있으며 1,200여명의 종업원에 의해 운영되어지고 있다. 동사는 증권거래에 있어 새로운 기술을 이용하여 기업의 전세계적 자금조달의 효율성을 제공하고 발행자와 투자자를 서로 긴밀하게 연결시켜 주는 메카니즘에 대한 연구도 계속하고 있다.

동사는 주식거래에 있어 대리인으로서 고도화된 기술을 응용한 매매 체결서비스를 제공하는 대체거래시스템 산업의 리더의 역할을 수행하고 있다. 순수한 대리인 브로커로서, Instinet은 고객들에게 전세계적인 수요에 즉각적인 접근, 향상된 효율성, 그리고 폭넓은 거래비용절감의 기회를 제공함으로써 고객들의 투자성과를 향상시키는데 기여하고 있다고 주장하고 있다. Instinet은 저렴한 수수료와 기관투자자들 대량거래의 효율성제고를 통한 시장충격비용의 절감 효과를 제공함으로써 미국 기관투자자들은 연간 \$10억의 거래비용을 절감함으로써 결국 그들의 최종 고객인 일반 투자자들에게 그 혜택을 돌려주고 있다. 전 세계 브로커와 펀드매니저들을 거래비용에 의해 순위를 발표하는 Elkins/McSherry사는 Instinet를 미국에서 제1의 장외브로커로, 그리고 전세계에서 6번째의 브로커로 순위를

정하였다. 또한 최근에 Instinet은 채권시장으로의 사업영역확대를 발표하였다. Instinet의 채권시장은 전문시장참가자들 사이의 전자연계시스템으로 활동하는 새로운 중개서비스상품을 전세계 자본시장에 제공하게 될 것이다.

Instinet은 기관투자자들을 상대로 시간외 거래서비스를 가장 활발하게 제공해 오고 있다. 1999년 10월 동 사는 온라인 브로커인 E*Trade와 새로운 프로그램을 시작하였는데, 동 프로그램에 따라 E*Trade 고객중 일부분은 거래소 개장시간외에 Instinet을 통해 오후 4시부터 6시30분까지 NYSE와 Nasdaq 상장주식들에 대해 거래를 할 수 있게 되었다.

Instinet의 사업영역확장은 일반투자자의 시간외 거래서비스 제공에서 끝나지 않고 있다. 1999년 11월, Instinet은 2,000년 1사분기에 일반투자자들이 주식매매에 직접 접근할 수 있는 서비스를 제공할 예정임을 발표하였다. Instinet이 구상하고 있는 동 프로그램은 일반투자자들에게 주식거래의 과정에 대한 보다 많은 통제력을 가져다 줄 것으로 기대된다. 투자자들은 자신의 주문이 체결될 시장의 선택권과 최우선 호가를 제공해주는 시장을 찾기 위한 시장과의 직접 접촉권을 가지게 될 것이다. 한마디로 현재는 중개업자가 고객주문이 처리될 시장을 선택하여 주문을 회송하고 있지만 향후에는 고객이 직접 다수의 시장이 제공하는 호가를 검색하고 자신의 주문이 최선의 가격에 체결될 수 있는 시장으로 주문을 전송함으로써 온라인 중개업자들의 업무는 고객의 계좌관리 및 결제보증의 역할만을 수행하는 극히 제한적인 영역으로 전락할 수 있을 것이다. 이러한 전략의 일환으로 연금플랜 스폰서들을 위한 저비용거래 중개서비스에 특화된 Lynch Jones & Lyan(LJR)이라는 소형의 기관투자자 중개업 회사를 인수할 계획을 최근에 발표했다. LJR의 인수는 Instinet이 그간 연계가 없던 많은 일반투자자 계층을 자신의 고객으로 흡수함으로써 찰스슈왑이나 E*Trade와 같은 다른 온라인 중개업자와의 직접적인 경쟁을 불러일으킬 것이다.

Instinet은 Nasdaq 주식거래량의 15%를 점유하고 있는 최대의 ECN을 소유 및 운영하고 있지만 거래소로 전향할 의도는 가지고 있지 않고 전세계적 브로커사업을 확대해 나갈 방침이다. 동사는 채권, 소매영업, 청산 및 연구활동의 확대 등의 사업에 그 영역을 확장할 계획이다.

Instinet은 1998년 채권에 대한 전자거래기술을 선보였고 공모주에 대한 경매를 온라인상으로 제공하고 있는 W. R. Hambrecht와 런던에 근거를 두고 있는 전자거래소인 TradePoint 그리고 ECN 중 순위 4~5위를 차지하고 있는 Archipelago에 투자하였다. Archipelago에 투자하는 Instinet의 결정은 실제로는 Instinet의 강력한 경쟁자인 Island ECN(Datek 온라인 증권사에 의해 소유)이 거래소로서의 등록을 SEC에 신청했다는 4월의 발표에 자극을 받았다고 할 수 있다. 또한 1999년 8월 E*Trade와 공동으로 일반투자자에게 온라인 시간외거래서비스 제공에 대한 제휴합의를 발표 후 12월 현재 Instinet은 일반투자자에게 시간외거래를 E*Trade를 통하여 제공하고 있다. 일반투자자들이 참여할 수 있는 시간외 거래 서비스는 Nasdaq과 NYSE에 상장되어 있는 주식을 오후 4시부터 6시30분까지 제공하고 있다.

Island

Island는 Datek Online Holdings Corp.에 의해 운영되는 컴퓨터화된 전자거래시스템으로서, 뉴욕에 본사를 두고 1996년에 설립되었다. 동 시스템은 일반이나 기관투자자들을 위하여 브로커/딜러들이 Nasdaq의 지정가주문을 동 시스템에 전자적인 방법을 통하여 호가를 게시하고 매매를 체결시킬 수 있는 전자거래시장으로 1999년 9월 현재 200 여개의 브로커/딜러가 가입하고 있다.

Island는 1999년 11월 현재 일평균 거래량 기준으로 1억주의 주문이 체

결되고 있다(거래량: 5천만주). Island는 두 번째로 큰 ECN으로서, ECN으로서의 처음이자 현재까지 유일하게 자신들의 모든 호가정보를 실시간으로 공개하고 있다. Island는 고객의 매수 및 매도주문을 자신들의 네트워크 가입자뿐만 아니라 나스닥에서 거래를 원하는 모든 투자자에게 공개한다. 이러한 공개는 주문이 다른 주문과 매치되어 체결될 수 있는 기회를 넓혀주고 있다.

동사는 1999년 9월 15일부터 거래시간을 연장하여 200여 가입 브로커/딜러에게 그들의 요구에 따라 시간외 거래서비스를 제공하고 있다. 거래시간이 연장됨에 따라 동 ECN 가입 소매브로커들은 오전 8시부터 오후 8시까지 거래를 할 수 있게 되었다. 동 거래시간연장은 가입자들의 열화와 같은 요구에 따라 이루어지게 되었는데, 거래서비스 제공 초일(1999년 9월 15일) 현재로 73개의 가입 브로커가 시간외 거래에 참여하고 있으며 추가적으로 41개의 여타 브로커들이 Nasdaq의 SelectNet을 통하여 접근하고 있다.

MarketXT

MarketXT는 1999년 8월 25일 전신인 Eclipse Trading사로부터 개칭하여 ECN으로 등록 운영되어오고 있다. 동사는 최초로 일반투자자만을 위해 특별히 마련된 시간외 거래서비스를 제공하게 되었다. MarketXT는 투자자들의 혜택을 위한 노력을 바탕으로 자신들의 기술을 이용하여 일반투자자를 위한 혁신, 편의 및 기회 제공이라는 새로운 기준을 적용해가고 있다.

일반투자자를 위해 고안된 거래장으로, MarketXT는 시간과 장소의 제약을 덜어 주는 편의성, 오후 늦게 공개된 시장정보에 대한 거래기회 제공 등의 필수적인 혜택을 투자자에게 제공하고 있다. MarketXT는 지난 2년 반동안의 연구 개발노력에 힘입어 일반투자자들의 기호와 욕구를 충족시

키는데 중점을 둔 시스템을 개발하였다. MarketXT 투자자들은 주문크기의 상한에 따라 기관투자자들이 시장을 지배하는 것을 방지하고 또한 지정가주문을 이용하여 투자자들이 요구하는 가격 또는 개선된 가격에서 거래가 이루어지도록 하고 있다.

MarketXT는 동 시스템의 브로커리지 파트너를 통해서만 접근이 가능한데, 이들 파트너들은 Discover Brokerage, Dreyfus Brokerage Services와 Morgan Stanley Dean Witter와 같은 기존 브로커회사와 온라인 브로커의 선두주자들이다. MarketXT는 일반투자자들이 가장 활발한 거래를 보이고 있는 200개의 Nasdaq와 NYSE 상장주식에 투자할 수 있도록 하고 있으며 거래시간은 월요일부터 목요일에 걸쳐 오후 4시30분부터 오후 8시까지이다. 이와 같은 시간외거래장의 제공은 온라인 브로커들이 고객에게 약속했던 거래시간연장에 대한 약속을 지킬 수 있도록 해주고 있다.

NexTrade

NexTrade는 2년여의 연구와 개발 후에 1998년 11월 ECN으로 SEC의 등록 허가를 받게 되었다. NexTrade는 고객에게 정교한 매매체결서비스와 유연성있는 소프트웨어 기술을 제공하고 있다. 동 사의 기술은 참가자들의 NASD의 시장조성자들과 ECN과의 동시연계를 가능하게 해주고 있다. NexTrade는 최초의 24시간거래서비스를 일반투자자들에게 제공하고 있는데 동 서비스는 참가 브로커/딜러를 통하여 가능하다. 동 시스템의 참가고객은 뮤추얼펀드, 헤지펀드, Nasdaq 시장조성자, 전통적 브로커 및 온라인 브로커, 그리고 전문증권거래회사 등이다.

1999년 4월부터 24시간거래서비스를 일반투자자에게까지 제공하고 있는데, 동 시스템 가입 브로커/딜러를 통하여 일반투자자들은 Nasdaq 주식에 대해 24시간 내내 지정가주문을 제출할 수 있다. NexTrade는 또한 NYSE 상장주식에 대해 오후 5시15분부터 다음날 아침 9시까지 NYSE 가

격에 근거해서 주문이 체결되는 매칭거래장을 제공하고 있다.

REDIBook

REDIBook은 Spear, Leeds & Kellogg에 의해 운영되고 있는 ECN으로 접근, 유동성, 효율성, 그리고 학습성의 최적조합을 제공하고 있다. 동 시스템을 통하여 고객은 Nasdaq의 시장조성자와 경쟁을 할 수 있다. 동 시스템은 처음부터 신속하고 비용절감적인 주문처리시스템으로서 고안되었다. 많은 다른 시스템에서, 거래자들은 주문정보를 입력 그리고 재입력 하기 위해서 시간을 소모하고 시스템에게 주문을 어느 시장으로 보내고 어떻게 처리할 것인가 등의 지시를 내려야 한다. 하지만 동 시스템은 주문을 입력하기만 하면 그 이후 모든 과정을 시스템이 처리하도록 되어 있다. REDIBook은 가장 최선의 가격을 얻을 수 있기 위해 필요한 모든 조치를 자동적으로 처리한다.

REDIBook은 ECN의 독특한 기능을 통해 신속하고 효율적인 거래서비스를 고객에게 제공하고 있다. 주문이 시스템 내부에서 체결되지 않는 경우 동 주문은 Nasdaq SelectNet을 통해 Nasdaq Level II 시스템으로 전송되어 모든 Nasdaq 시장조성자들의 호가와 상호작용을 하게 된다. 동 시스템은 매매체결의 효율성과 우수성에 의해 급성장하고 있는데, 다양하고 넓은 고객 군을 가지고 있음으로써 시스템의 유동성을 높이고 있다. 시스템의 고객들로는 기관투자자, 헤지펀드, 주식 스페셜리스트, 모멘텀 거래자, 데이트레이더, 차익거래자, 그리고 옵션 스페셜리스트 등이 있다. REDIBook은 또한 고객의 익명성을 보장해 주고 있다. Nasdaq의 Level II에 고객의 주문을 REDI의 이름으로 제출한다. 투자자와 시스템 감독자 이외에는 아무도 누가 주문을 제출했는지를 알 수 없다.

REDIBook은 NYSE와 Amex에 상장된 주식 중 3분의 2를 차지하고 있는 1979년 4월 26일 이후에 상장된 종목인 19c-3종목과 Nasdaq에서 거래

되는 주식에 대해 시간외 거래서비스를 제공하고 있다. 시간외거래서비스 시간은 오후 10시까지이다.

Attain

Attain은 All-Tech사에 의해 운영되며 1998년 2월 가동되기 시작하였다. Attain은 가입 브로커/딜러가 Nasdaq 주식에 대한 매수 매도호가를 게시할 수 있는 ECN이다. 각 주식에 대한 최우선호가는 Attain을 통해 들어오더라도 Nasdaq에 공개된다. 고객들은 Attain을 통해 Nasdaq시장의 시장조성자의 중간 개입없이 Nasdaq의 최우선호가 또는 스프레드 내의 가격으로 호가를 공개할 수 있다. 즉, Nasdaq의 시장조성자에게 자신의 신분을 들어내지 않고 Nasdaq 시장의 주문과 상호작용하여 매매를 체결시킬 수 있는 것이다. 시장에의 직접접근기능을 통해 고객은 주문이 전송될 시장 및 시간의 선택을 가질 수 있다.

Attain은 1999년 11월 1일부터 시간외 거래서비스를 제공하고 있는데, 이로써 종전 거래시간에서 연장하여 오전 9시부터 오후 6시30까지 증권전문가들을 위해 서비스를 제공하고 있다.

한편, ECN이 기관투자자와 증권딜러용으로 제공하여 온 시간외거래기능을 이용하여 개인투자자용의 시간외거래서비스를 시작하는 온라인브로커도 있다. Datek 온라인은 산하의 ECN인 Island를 통하여 1999년 8월부터 서비스를 개시하고, 그 후 취급시간을 연장하였다. 또한, E*Trade 및 Instinet, Fidelity, DLJ Direct, Charles Schwap의 3사가 Redi-Book과 각각 제휴하여 개인투자자용의 시간외 거래서비스에 참여하였다.

<표 II-2> ECN의 현황 (1999년 12월 10일 현재)

ECNs	거래 참가자	운영시간	거래대상	기타
Instinet	기관투자자 및 E·Trade와 Muriel Seibert & Co. 에 계좌를 보유한 일반투자자	하루 24시간(기관 투자자), E·Trade: 9:30am-6:30pm	N Y S E 와 Nasdaq에 상장된 모든 주식	나스닥 총 거래량의 15%를 점유함. Reuter Group Plc 소유
Island	증권전문가, Datek 등에 계좌를 보유한 일반투자자	8am-8pm	Nasdaq 주식, NYSE 주식 (곧 예정)	SEC에 거래소로 등록할 것을 신청함
Archipelago	증권전문가	8am-5:15pm	Nasdaq 주식 NYSE 주식	SEC에 거래소 등록신청, CNBC가 지분 12.4%인수
Brass Utility (BRUT)	증권전문가 및 일종거래자. 마켓메이커 역할을 하는 모회사 Knight-Trimark로부터의 거래 처리	8am-5:15pm	Nasdaq 주식	Goldman Sachs와 Knight-Trimark가 일부 지분을 소유함
REDIBook	증권전문가 및 일종거래자	8am-10:00pm	Nasdaq 주식	시스템내에서 매치거래가 없는 경우 다른 ECN order book 검색
TradeBook	증권전문가	9:30am-4pm	Nasdaq 주식	Bloomberg LLC unit으로 ITG와 "SuperECN" 설립중에 있음
Strike	증권전문가	8am-5:15pm	Nasdaq 주식	Bear Stearns, Solomon Smith Barney, Bridge Trading 등이 일부지분을 소유함
Attain	증권전문가	9am-6:30pm	Nasdaq 주식	일종거래회사 All-Tech Investments 소유
NexTrade	증권전문가, 온라인 브로커: 일반투자자	하루 24시간 일주일중 7일	Nasdaq: 24시간 NYSE: 5:15p.m.-9a.m 매칭	SEC에 거래소로 등록할 것을 신청함
MarketXT	브로커를 통한 일반 투자자	4:30pm-8:00pm	활발한 거래를 보이는 200여개의 NYSE 및 Nasdaq 주식	1999. 8. Eclipse Trading사로부터 개칭

<표 II-3> ECN 통한 시간외거래 중개서비스 (1999. 11 현재)

증권회사명	개시시간	거래시간	주문회송처
Datek Online	8월 개시	8:00~9:30 16:00~20:00	Island
Discover Brokerage	"	18:00~20:00	MarketXT
E*Trade	9월 개시	16:00~18:30	Instinet
Salomon Smith Barney	"	18:00~20:00	MarketXT
Morgan Stanley Dean Witter	"	16:30~20:00	MarketXT
Fidelity	11월 개시	16:30~20:00	REDIBook
DLJDirect	"	8:00~9:15 16:15~19:00	REDIBook
Charles Schwab	"	16:30~19:00	REDIBook

자료: "미국의 주식개인투자자용 시간외거래," 노무라종합연구소, 1999, 가을,
www.online.msdc.com, www.fidelity.com, www.dljdirect.com,
www.schwab.com

ECN의 통합호가시스템 구축 움직임

위에서 설명한 ECN들의 시간외 거래서비스의 확대추세에도 불구하고 ECN들의 시간외 거래서비스의 제공은 아직까지 제한적일 수밖에 없다. 이제까지 ECN들은 대규모 기관투자자들의 매수·도 주문을 집약하여 시간외 거래체결을 해주어 왔다. 하지만 매수자와 매도자는 증권거래소의 통합호가시스템으로부터의 유동성제공을 받지 못하고 거래를 하는 위험을 감수해야 한다. 다시 말해서 NYSE나 Nasdaq과 같은 기존 거래소들이 거래시간을 연장하지 않는 한 증권시장전체의 통합된 유동성을 제공할 수 없을 것이다. 더욱이 24시간 거래를 위한 거래소 통합호가시스템의 ECN과의 연계는 더욱 힘들 전망이다. 왜냐하면 거래소 운영방식은 메릴린치

와 같은 대형 종합증권사들에 의해 영향을 많이 받는데, 이들 대형 종합증권사들이 24시간 거래를 원하지 않을 경우 거래소의 24시간 거래는 더욱 힘들 것이기 때문이다.

이러한 ECN들의 시간외 거래시장 운영상 가장 우려가되는 문제점으로 유동성 부족에 대한 문제가 제기 됨에 따라 서로 치열한 경쟁을 하고 있는 8개¹²⁾의 ECN들은 동 문제 해결을 위해 협의를 하게 되었다. 1999년 9월 16일 8개의 경쟁적 관계에 있는 ECN들은 정규 거래소 개장 시간외의 거래와 주문에 대한 정보를 대중 투자자에게 통합적으로 넓게 제공할 수 있도록 연계시스템을 구축할 것에 대한 비구속적인 합의문에 서명하였다. 동 합의문에 따르면 참가 ECN들은 Nasdaq와 거래소에 상장된 증권들에 대해 거래를 행하고 있는 연합에 참가한 다수의 전자거래시스템상의 통합된 거래의사에 대한 투자자들의 접근을 허용하는 투명한 네트워크를 구성하기 위하여 연계시스템을 구축할 계획이다.

전자거래시스템들은 최근 급성장하여 총 거래점유율이 Nasdaq 주식거래량의 30%를 점하고 있으며 거래소상장주식(NYSE 주식의 경우 현재 4~5% 수준임)도 상당부분 거래될 것으로 기대된다. 전통적인 거래소 개장시간에는 ECN상의 최우선호가는 마켓메이커나 스페셜리스트의 호가와 NMS(National Market System)을 통하여 통합된다. 하지만 이러한 통합은 거래소 개장시간외에는 일어나지 않고 있다. 상기 합의된 전자거래시스템들간의 연계는 전통적 거래소 개장시간외에도 Nasdaq과 거래소 상장주식들의 거래의 투명성을 제고하여 고객주문의 효율적인 체결을 달성하는데 기여할 것으로 기대되고 있다.

동 합의에서 연계라는 용어는 참가전자거래시스템들 각자간의 협의에 따라 이루어 질 것이다. 뿐만 아니라, 동 연계에 의해 만들어질 시간외 거

12) 동 합의에 참가한 ECN은 Archipelago, B-Trade, BRUT, Instinet, Island, MarketXT, REDIBook, 그리고 Strike이다.

래 네트워크는 비배타적 연계로서, 특정 참가 전자거래시스템은 다른 전자거래시스템과 다른 연계를 하는 것에 자유롭도록 되어 있다.

2) NYSE와 Nasdaq의 움직임

위에서 설명한 ECN들의 시간외 거래서비스의 확산추세에 따라 기존의 거래소인 NYSE와 Nasdaq은 경쟁자의 입장에서 거래소 개장시간을 연장하여 일반투자자에게 밤에도 거래를 할 수 있는 기회를 제공하지 않을 수 없는 입장에 처하게 되었다. 세계에서 가장 큰 2개의 주식시장인 NYSE와 Nasdaq은 기존의 6시간반 동안의 거래시간 외에 거래를 희망하는 수많은 고객들의 요청에 따라 시간연장을 위한 시스템 개발과 계획을 세우고 있다. 이는 현재 NYSE가 제공하고 있는 Crossing Section I, II와 Nasdaq이 SelectNet을 통하여 제공하고 있는 개장전 및 폐장후 거래서비스가 기관투자자를 위한 시간외 거래시장임에 비해 현재 진행중인 시간연장계획은 일반투자자들이 낮 시간 거래와 마찬가지로 참여할 수 있는 거래시간대의 연장을 의미하는 것으로서, 증권산업 및 종사자 그리고 투자자에게 미치는 영향과 파급효과는 지대하다 할 수 있다.

NYSE의 움직임

NYSE는 1999년 7월부터 거래시간연장을 시행할 것인가에 대한 안건을 처리하기 위하여 6월 3일 총회를 열었다. 물론 동 총회에서 거래시간 연장이 통과되더라도 궁극적으로는 SEC의 최종 승인이 있어야 계획을 실천에 옮길 수 있음은 당연한 사실이다. 제안된 안의 변화는 결코 새로운 것이 아니다. 단지 이번 제안에서 변화된 것은 거래시간연장의 시행일자를 앞당길 것인가에 대한 변화뿐이었다. 실제로 NYSE의 거래시간연장 계획은 1998년 12월에 이미 발표되었다. 그 당시 발표된 계획에 따르면 NYSE는

현재 거래시간을 연장하여 개장 전 새벽 거래장과 폐장 후 저녁 거래장을 2000년 6월부터 제공할 계획이었다. 하지만 24시간 거래주문을 낼 수 있도록 허용하는 온라인브로커들과 익명성을 보장하면서 매수 및 매도주문을 자동적으로 체결시켜주는 ECN과 같은 전자거래시스템들이 연합하여 시간외 거래에 대한 영업활동을 적극적으로 수행하게 됨에 따라 NYSE는 조만간 어떤 조치를 취해야 한다는 압박감 속에서 거래시간연장의 조기시행에 대한 거래소의 입장을 정리할 수밖에 없었다.¹³⁾

현재 NYSE의 거래시간은 오전 9시30분부터 오후 4시까지이다. NYSE가 원래 생각하고 있었던 계획은 오후 5시 또는 6시부터 10시까지 거래하는 저녁장 거래서비스를 1999년 7월부터 시작할 계획이었다. 이에 이어 궁극적으로는 아침장 거래서비스의 제공도 이루어질 전망이다.

하지만 6월 3일 회의에서 NYSE는 거래시간연장 계획의 시행을 2000년으로 미룬다는 결정을 내렸다. 세계 제1의 거래소인 NYSE는 Y2K 문제를 해결하고 내년 전반기로 계획되어 있는 분수식(1/16) 호가체계에서 십진수식 호가로 전환을 이룬 다음에 거래시간연장을 실행할 것이라고 밝혔다. 이사회는 거래시간연장계획의 실행을 2000년 하반기로 연기할 것임을 밝히면서, NYSE 회장 Grasso는 “추가적인 거래장을 지금 제공한다면 NYSE의 2000년 문제 준비에 대한 평가가 다시 이루어져야 한다.”고 계획시행연기에 대한 이유를 밝혔다. NYSE의 결정은 “NYSE와 Nasdaq의 거래시간 연장계획에 대해 Y2K 문제 해결이 전제됨이 바람직하다.”고 밝힌

13) 많은 온라인거래자들은 이러한 NYSE의 거래시간 연장에 대해 환영하는 입장이다. Charles Schwab의 보고에 따르면 25%정도의 주문이 거래소 거래시간대 외의 시간에 입력되고 있다고 한다. Ameritrade의 경우는 33%에 달한다고 한다. 또한 거래시간 연장은 서부지역에 거주하는 투자자들에게는 더욱 큰 도움이 될 것이다. 왜냐하면, 현재는 서부시간으로 오후 1시면 거래소가 폐장하기 때문에 그날의 새로운 뉴스에 대응하여 거래를 하기에 불편이 많기 때문이다. 이러한 관점에서 보면 거래시간 연장은 외국 투자자나 거래자들에게는 더욱 큰 혜택을 가져다 줄 것은 당연한 일로 보인다.

SEC 의장 Arthur Levitt의 의견과 그 맥을 같이하고 있다.

Grasso 회장은 언젠가는 주식이 하루에 18시간 내지 22시간 연속거래 될 것이라고 생각하고 있다. 하지만 거래시간 연장은 다음과 같은 전제조건을 갖출 수 있어야만 함을 강조하고 있다. Grasso 회장은 NYSE가 제공하고 있는 서비스는, 거래시간연장 등을 포함하여, 개인투자자부터 전문적인 기관투자자에 이르기까지 넓은 폭의 참가자들에게 모두 혜택을 준다는 일반의 신뢰와 자신감 하에서 제공되어야 함을 강조하고 있다.

Nasdaq의 움직임

NASD는 1999년 5월 27일 Nasdaq시장의 거래시간연장에 대한 준비계획을 승인하였다. 하지만 NASD 회장인 Frank G. Zarb는 다음과 같은 주의의 말을 잊지 않았다. 무계획적이고 단편적인 거래시간연장은 시장기능의 저해를 초래할 것이다. 그러므로 거래시간연장이 개시될 때에는 현재 정규거래시간에 적용되는 투자자보호와 관련한 전반적인 문제가 동일하게 보장될 수 있어야 한다. 이러한 보호장치에는 시장의 투명성, 호가정보의 전달, 투자자들의 동등한 접근, 자동체결, 지정가주문의 게시, 그리고 자동화된 감독기능 등을 포함하고 있다. NASD의 이사회는 자연스러운 시행을 위해 실무자들이 SEC와 협의하에 계획을 진행하고 또한 회원들과의 많은 토론을 계속해 나가야 할 것이라고 말하고 있다.

또한 모든 시장 참가자들은 시간 연장을 실현하되 효율적이고 공정한 거래장이 되도록 다같이 노력해야 할 것이다. Nasdaq이 거래시간 연장에 대한 준비를 하고 있지만 완전히 정착되기까지의 노력은 아직도 시간을 두고 계속적으로 이루어져야 할 것이다. Nasdaq은 대체거래시스템이나 여타의 증권거래소가 시간외거래 또는 거래시간연장을 시행하는 정도에 맞추어 자신의 계획을 시행할 계획이다.

<표 II-4> Nasdaq의 시간외거래 계획안

연장시간	5:30p.m.부터 9:0p.m. 또는 10:00p.m.
거래증권	처음에는 Nasdaq-100 주식으로 시작
투명성제고	마지막 거래 가격과 거래량은 다음날 8:00a.m.에 게시, 공식적인 종가는 정규시간 종료시점인 4:00p.m.을 기준으로 산정됨
투자자보호	주문처리규정 및 고객 지정가주문 우선처리 원칙은 정규시간과 동일하게 적용
시장조성자	시간외거래에 참여하는 시장조성자는 매수 및 매도 양측 확정호가 제시
정보공개	모든 거래는 실시간으로 보고되고 공개됨
결제날자	저녁거래는 결제기관에 송부 될 시 다음날 거래로 인식됨
사용시스템	SelectNet을 통해 마켓메이커의 호가와 ECN주문에 접근가능. 하지만 소량주문처리시스템을 통한 자동 체결은 없음
거래제한	주식분할 및 주식배당 관련 주식의 거래는 금지
감독	자동감시체계와 당해 감독담당자는 상시 가동
참가자	시장조성자, ECN, 그리고 주문입력 증권사 모두 시간외거래 참가는 자율적으로 이루어짐

NASD는 또한 산업 전반에 걸친 노력이 동시에 수반되어 투자자에 대한 교육이 철저히 이루어져야 한다고 믿고 있다. 투자자들은 현재의 정규 시간대의 거래와 시간외 거래 또는 연장된 시간대의 거래 사이의 차이점에 대해서 정확히 알아야 한다. 특히, 투자자들이 정규시간대 외의 거래에 있어서는 유동성 부족에 의한 급격한 가격변동에 의해 예기치 못한 가격에서의 주문 체결 등의 위험이 존재한다는 사실을 알 수 있도록 해야한다고 말하고 있다.

Nasdaq은 원래 계획대로 거래시간연장을 1999년 안에 시행하지는 못했지만 다소 제한적인 시험운영을 SEC로부터 승인받아 10월 25일자로 시행하였다. 동 시험운영은 Nasdaq이 종전까지는 오후 5시 15분까지만 제공하던 전자주문전송 및 체결시스템(SelectNet)과 호가전달시스템(Nasdaq Quotation Dissemination System: NQDS) 및 매매보고시스템(Automated Confirmation Transaction Service: ACT)을 6시 30분까지 연장운영하는 것을 말한다. 동 시험운영기간은 1999년 10월 25일부터 2000년 3월 1일까지로 제한되어 있다.

이러한 거래시간연장에 대한 시험운영의 배경은 Nasdaq시장의 정규개장시간(오전 9:30 - 오후 4:00)이 아닌 저녁시간에도 대체거래시스템인 다수의 ECN 등이 동 시장 등록주식을 거래해 오고 있으나 오후 5:15 이후에는 호가 및 매매거래정보가 결집되지 않아 시장참가자들이 최적가 등 투자정보에 필요한 정보를 입수할 수가 없었다. 동 거래시간 연장운영을 통해 정규시간외의 오후 4:00에서 6:30까지 정보의 집결과 공개서비스를 제공함으로써 종전의 호가분산에 따른 가격의 변동성을 완화하고 증권회사가 최선의 거래(best execution)를 실시할 수 있도록 함으로써 Nasdaq은 투자자보호를 제고시킬 수 있을 것으로 믿고 있다.

III. 거래시간 연장 및 시간외 거래에 대한 논란

1. 시장에의 영향
2. 관계자들의 우려

III. 거래시간 연장 및 시간외 거래에 대한 논란

1. 시장에의 영향

대체거래시스템들의 시간외거래에 따른 경쟁의 심화에 따라 미국의 최고 거래소들도 거래시간연장을 계획 중인 지금 이러한 변화가 시장에 미치는 영향을 미리 살펴봄은 당연한 일일 것이다. 이러한 추세가 가속화되어 24시간 거래가 행해지고 국제적 증권거래가 확산되면 이러한 변화가 시장에 미치는 영향은 더욱 커지게 될 것이다.

무엇이 거래시간의 연장을 재촉하는가?

한마디로 경쟁 때문이다. 미국의 거래소(특히 Nasdaq)는 ECN과 같은 대체거래시스템으로부터 심한 경쟁압력을 받고 있다. ECN이란 투자자들로부터의 매수 및 매도주문을 접속매매 시켜주는 전자거래시스템으로 부분적으로 기관투자자들에게 시간외 거래 등도 제공하면서 Nasdaq 상장주식 거래의 30%를 빼앗아 갔다. Instinet의 경우 하루에 1억 7천만주를 거래하는데 그중 2천만주가 시간외에 거래되고 있다. 이러한 ECN들은 기관투자자들 뿐만 아니라 일반투자자들에게까지 인터넷을 통한 시간외거래 서비스를 제공하기 시작했는데 이것이 NYSE와 Nasdaq이 거래시간 연장을 계획하게 된 직접적인 동기가 되었다.

또한 전세계적으로는 스웨덴 증권거래소가 12시간거래를 위해 시간연장을 계획하고 있으며 런던증권거래소와 독일증권거래소를 주축으로하는 유럽단일거래소 설립계획은 24시간 거래를 염두에 두고 행해지고 있다. 또한 현재 오후 3시에 마감되는 동경증권거래소도 조만간 거래시간연장을 시도할 수밖에 없는 압력을 받고 있다.

거래시간연장이 증권거래에 미치는 영향은 무엇인가?

Nasdaq의 경우 모든 시장조성자가 야간거래에 참가할 것을 의무화하지는 않을 것이다. 이에 반해 NYSE는 정규거래시간과 동일한 운영방침을 야간시간대에도 적용할 계획이다. 이것은 모든 스페셜리스트가 모든 주식에 대한 거래서비스를 제공할 것을 의무화하는 것이다.

야간거래시간대에 주식의 가격변동성이 높아지면 옵션거래자들에게는 새로운 재정거래의 기회를 부여할 수도 있다. 하지만 IBM주식 200주 주문에 대한 적절한 가격을 찾기를 원하는 개인투자자들에게는 변동성 증가가 해가 될 것이다. 증권시장 전문가인 Robert Schwartz는 야간시간 증권거래는 거래소거래의 질서를 깨뜨릴 위험이 크다고 우려의 말을 하고 있다.

월스트리트의 증권전문가들은 시간외 거래자들이 가끔은 시장에 큰 충격을 주는 정보를 반대로 해석하여 행동하는 경우가 있다고 알고 있다. 예를 들면 USA Networks의 사장인 Barry Diller가 Lycos 주식 매수정보를 공개했을 때 Lycos 주식 가격은 Instinet의 야간거래시간에 주당 \$10가 상승하였다. 하지만 다음날 Diller의 주식 스왑이 Lycos의 주식에 대한 희석 효과가 있을 것임을 투자자들이 인지함에 따라 동 주식가격은 Nasdaq에서 \$40 가량 폭락하였다.

더욱 큰 시세조작위험이 있을까?

아마도 그럴 것이다. 어떤 전문가들은 유동성부족이 인터넷을 통한 대화방과 연계하여 주식거래를 행하는 투자자들에 의한 시세조작을 더욱 용이하게 해줄 수 있을 것으로 믿고 있다. 유동성이 충분하지 않으면 이상 주가변동 현상을 경험할 수 있을 것이며 따라서 더욱 더 집중적인 주가감시 및 감리 활동이 요구된다 하겠다.

또한 야간거래가 기업들의 이익 또는 다른 정보공개 행위에 어떤 영향

을 미칠까? 현재, 기업들은 시장 마감시간인 4시 이후까지 기다려서 뉴스(특히 악재)를 공개하는 경향이 있다. 기업들은 이러한 공개전략이 자신들의 경영진의 견해를 시장에 피력할 기회를 제공함으로써 주식 투매를 완화시킬 수 있다고 믿고 있다. Nasdaq은 기업들에게 5:30p.m.에 야간거래가 시작하기 전 90분 동안 공시기회를 제공할 예정이다. 하지만 기업들이 야간거래에 변동성이 크다고 믿는다면 그 시간대에 공시하는 것을 꺼려하게 될 것이다. 오히려 많은 기업들은 공시를 다음날 아침에 하게될 가능성이 크다고 하겠다.

증가를 알아야 하는 자들에게는 어떤 영향을 미칠까?

대부분의 뮤추얼펀드는 공식적인 증가기준을 4:00p.m.으로 할 것이라고 말하고 있다. 물론 Fidelity의 경우는 야간거래가 정착되면 이러한 그들의 입장을 바꿀 수도 있다고 말하고 있다. 또한 신문들의 경우도 10:00p.m.의 주식가격을 증가로 보도할 준비를 하고 있다.

야간거래의 결제는 어떻게 될까?

은행이 2:00p.m. 이후에 수납된 예금에 대해서는 다음날 결제가 가능하도록 하는 것과 마찬가지로 브로커들은 4:00p.m. 이후의 거래에 대해서는 다음날 거래로 간주할 것으로 보인다. 따라서 야간에 이루어진 거래는 실질적으로는 4일후(정규시간대 거래는 3일후임)에 결제될 것이다. 시장조성자들은 야간거래를 행해야하는 추가적인 부담이 현재 진행중인 감독당국의 결제에 대한 목표인 익일결제에 대해 부정적으로 작용할 것이라고 믿고 있다.

야간거래는 또한 예기치 못한 왜곡현상을 야기할 수도 있다. 예를 들어 보유주식중의 하나가 야간거래의 급격한 주가변동에 따라 폭락할 경우,

다음날 아침 일찍 유지증거금 추가징수를 받게 될 수도 있다는 것이다.

과급효과는 무엇인가?

거래시간연장은 증권브로커와 증권관련 신문 및 방송 기자 그리고 증권거래결제를 담당하는 후선업무 담당자 모두에게 더욱 긴 시간의 근무를 의미하게 된다. 야간거래는 업무연장에 따른 인원충원을 위한 충분한 재원을 가지고 있지 못한 소규모 브로커와 시장조성자들에게는 재편의 노력을 강요하게 된다. 사실적으로 말한다면 이러한 움직임은 월스트리트의 주도적인 움직임이라기 보다는 개인투자자들의 압력에 의한 변화라 할 수 있다. 왜냐하면 메릴린치와 같은 회사들은 그들의 영업점을 24시간 열어놓기를 바라지 않는다. 하지만 인터넷을 통한 위탁매매수수료의 하락으로부터 시작하여 월스트리트는 무서운 속도의 변화공포속에 휩싸여 있으며 궁극적으로는 더욱 효율적인 시장형성이 이루어 질 것이다.

종가에 대한 혼란을 야기할 것인가?

거래시간 연장이 이루어지면 미국 증권시장의 종가가 어떻게 결정될 것인가에 대해 증권산업 전반이 혼돈에 빠져있다. 하루의 주식종가가 어떤 것인가에 대한 명확한 결정이 이루어지지 않을 경우 소송도 빈번히 일어날 것인데 이 또한 조그마한 한가지 예에 지나지 않는다. 증권거래소나 법률전문가가 명확한 지침을 만들지 않는 한 판사들은 사건별로 이에 대한 해석을 달리 하는 수밖에 없을 것이다.

증권산업의 많은 부문이 종가에 대한 혼란으로부터 영향을 받을 것이다. 이러한 분야에는 기업의 주가에 근거하여 합병 및 인수 또는 주식분할과 같은 거래를 종결해야하는 투자은행, 종가에 근거하여 주식옵션을 행사할 것인가를 결정해야하는 옵션투자자, 그리고 넓은 층의 고객에게 가

격정보를 판매하는 주식가격정보업자 등을 모두 포함된다.

이러한 결정에 대해서는 아직 명확한 지침이 없고 아무도 그 방향을 아직 알 수 없다. 대부분의 관계자들은 올해 2000년 안에 거래시간 연장을 시행할 것으로 보이는 두 개의 거래소의 - NYSE와 Nasdaq - 향후 결정을 기다리고 있다.

2. 관계자들의 우려¹⁴⁾

“인터넷주와 은행주의 약세에 따라 오늘 정규거래시간에 주가는 급락했다. 시장은 4:00p.m. 종가 기준으로 10,456.55로 마감되었다. 그러나 야간 거래시간에 10포인트가 추가로 하락하여 9:00p.m. 시점에서는 10,446.55로 마감되었다. 거래량은 정규시간에 8억주를 넘어섰으나 야간시간대에는 1억5천만주를 기록하는데 그쳤다.”

야간거래? 9:00p.m. 마감? 결제가격? 이들이 상기 문구에서 의미하는 것은 무엇인가?

기술의 발전, 증권거래의 국제화, 그리고 증가되어 가는 개인투자자들의 압력 등 모든 것들이 주식이 사고 팔리는 방식에 대한 기초를 뒤흔드는 대 변혁을 증권거래시장으로 불러오고 있다.

이러한 변화 중에는 다음과 같은 사안들이 있다.

거래시간의 연장: NYSE와 Nasdaq은 거래시간연장을 2000년도에 시행할 계획이다. 궁극적으로는 이른 아침 거래서비스도 제공할 방침이다. 현재는 정규거래시간이 뉴욕시간대로 9:30a.m.에서 4:00p.m.으로 한정되어 있어 서부지역 투자자들은 퍼시픽증권거래소가 마감되는 1:30p.m.까지 거

14) Stephen H. Dunphy, "Market Worries: How to cope with after-hours trading," Seattle Times, May 26, 1999

래를 종료해야 함에 따라 불만이 고조되고 있다.

뉴욕에 있어서 야간거래와 이른 아침거래서비스가 실현되면 궁극적으로 동경에서 런던 그리고 다시 뉴욕으로 이어지는 거래소의 거래시간들이 서로 중복되어 동일 증권이 24시간 동안 세 개의 거래소 중 어느 곳에선가 거래되게 될 것이다.

전자거래화: 향후로 갈수록 증권을 투자자들은 사고 팔기 위해서 꼭 세계의 주요거래소를 이용해야할 필요성이 감소될 것이다. ECN이라 불리는 전자거래시스템이 증권거래의 상당부분을 차지하기 시작했다.

더욱 세분화된 가격결정: 주식가격은 앞으로는 십진수로 표기될 것이다. 그렇게 되면 현재의 1/16 또는 1/32 등의 분수식 표기가 사라질 것이다. 동 십진수화는 2000년 중반에 NYSE에 도입될 전망이다.

한가지 확실한 사실은 이러한 추세가 바로 개인투자자들의 요구와 국제적 경쟁에 따라 진행되고 있다는 것이다. 어느 때와 비교할 수없이 많은 사람들이 증권에 투자하고 있다. 미국은 현재 인구의 40%이상이 증권을 소유하고 있다고 미연방준비위원회 보고서는 밝히고 있다. 또한 갈수록 사람들은 증권거래를 자신들이 직접 행하고 싶어하며 증권거래의 1/3정도가 개인투자자 중심의 온라인 거래를 통해 이루어지는 걸로 추정된다.

투자자들에 대한 이러한 변화의 결과는 다양하다. 만약 시장이 20시간 개장한다면 투자자들은 어느 때나 증권을 거래할 수 있겠지만 종가를 무엇으로 해야할 지에 대해 생각을 해보아야 할 것이다. 거래소들은 4:00p.m.을 결제가격산정을 위한 기준시간으로 정할 것을 시장을 추종하는 전략을 구사하는 뮤추얼펀드 등에 권고하고 있다. 수 십개의 종목에 투자하고 있는 뮤추얼펀드는 그들의 보유자산에 대한 순자산가치를 결정하기 위해서 종가결정을 위한 시간을 고정시켜야 할 필요가 있다. 신문관련자나 정보제공업자들도 동일한 종가결정문제에 봉착하게 될 것이다. 결제에 대한 문제도 발생하게 된다. 야간거래를 당일 거래로 취급할 것인지 아

다면 다음날 거래로 취급할 것인지에 따라 실제 자금과 증권의 인도 날이 틀려지게 될 것이다.

소형증권사의 경우 인원충원 문제는 생사에 관한 문제로 비약될 가능성이 있다. 온라인 증권거래의 확산이 예상되지만 감독상의 문제는 더욱 관심의 대상이 될 것이다. 인터넷 관련 사기의 급증을 예방할 수 있어야 하며 유동성이 작은 야간시간대에 일어날지 모를 시세조작 등에 의한 투자자들의 피해도 우려된다.

또 다른 우려는 소위 말하는 “카지노 열병“이다. 장시간의 거래시간은 더욱 더 잦은 거래를 유발시킬 가능성이 크다. 이러한 경향은 개인투자자에게 최선의 투자전략인 장기투자에 반하는 데이트레이딩을 가속화 시킬 가능성이 크다고 할 수 있다.

IV. 감독당국과 거래소의 대응

1. 감독당국의 입장
2. 시간외거래에 대한 Working Group 보고서

IV. 감독당국과 거래소의 대응

1. 감독당국의 입장

미국 SEC의 공식적인 의견이 아님을 전제로 SEC의 위원인 Laura S. Unger는 NYSE의 "1999 Arthur Page Society Spring Seminar"에서 시장에서 점차 번져나가는 시간외거래와 관련해서 투자자와 감독당국의 입장에서 자신의 견해를 피력하였다. 주요 관심은 참가자의 접근성, 유동성 부족 문제, 기업의 정보 공개 문제와 관련된 문제들이었다.

인터넷은 개인투자자들에게 투자활동의 유연성을 제공해주고 있다. 현재는 직장을 마치고 돌아온 개인투자자들은 자신들의 계좌를 보유하고 있는 온라인 브로커에 접속하여 종가를 확인하고 추가적인 정보를 분석한 후에 그들의 주문을 브로커의 내부시스템에 송부하고 동 주문은 다음날 아침 매매체결을 위한 주문송부를 위해 입력순으로 정리되어진다. 온라인 브로커들의 이러한 업무에 대한 투자자들의 수요가 증가함에 따라 온라인 투자자들에 의한 야간 주문은 브로커의 내부시스템에 대량 축적되어 다음날 아침 개장시의 주문처리를 어렵게 하고 있는 실정이다. 추정치에 의하면, 40%의 온라인 주문이 야간에 입력되는 것으로 집계되고 있다. 이러한 야간주문의 증가는 일반투자자를 위한 야간거래시장의 유지가능성을 높혀 주고있다.

이미 일반투자자를 위해 야간거래서비스를 제공하고 있는 ECN들이 있으며 NYSE와 Nasdaq과 같은 기존 시장도 시간연장을 통한 야간거래서비스를 제공할 계획하에 있다. 현재의 전망으로는 2000년내로 시간연장이 시행될 것으로 보인다.

일반투자자를 위한 야간거래는 투자자보호와 공정하고 효율적인 시장

의 구축이라는 감독당국의 가장 주된 임무와 관련한 많은 문제에 대한 고려를 요구하고 있다.

NYSE에서 개최된 "1999 Arthur Page Society Spring Seminar"에서의 SEC의 위원인 Laura S. Unger의 연설 중 시간외거래와 관련한 감독당국의 입장을 정리하면 다음과 같다.¹⁵⁾

중요한 정보공개

NYSE의 상장회사 매뉴얼을 읽었다면 알고 있다시피 회사는 "실질적으로 유가증권시장에 영향을 줄 수 있는 어떠한 뉴스나 정보도 대중에게 즉시 공개"되어야 하고 "특별한 시장 활동이나 가격변동을 야기하는 출처가 밝혀지지 않은 소문은 즉시 없애도록 행동"하여야 한다.

기업은 거래시간 동안 혹은 직전에 뉴스발표나 소문과 관련된 발표에 앞서서 그 내용을 거래소에 알려야 하며 거래소는 이것으로부터 거래중지의 필요여부를 결정하게 된다.

시간외 거래의 연장은 폐장 후에 중요한 뉴스나 정보를 공개하는 현재 기업의 정보공개 관행에 영향을 줄 수 있는가? NYSE와 Nasdaq 은 미래에 개발되어질 연장거래장에도 기존의 정책을 계속 적용할 것으로 추정된다.

거래시간 연장으로 인하여 중요한 뉴스나 정보의 발표가 저녁 혹은 그 다음날 아침으로 연기되는가? 혹은 시간외 거래를 하는 동안 정규거래시간동안보다 거래중지를 할 비율이 더 높은가? 이러한 변화에 대해 기업과 시장은 시간을 두고 지속적으로 생각을 해야할 것이다.

전 세계적으로 주문의 즉시전달을 가능하게 하는 이미 널리 보급된 기

15) Unger, Laura S., "After-hours Trading: Are Retail Investors Ready for Prime Time?" April 7, 1999

술로 인해 전 세계적으로 퍼져있는 미국의 주요 미디어 또는 외국 미디어를 통하여 정보를 유포하려는 국제적 기업의 요구가 강조되고있다. 예를 들어, 미국의 한 다국적 기업의 아시아 지점이 다음 사분기에 실질적인 수입의 감소를 추정하였다고 하자. 이 지점은 정보가 미국의 미디어에 의해 미국으로 정보가 흘러 들어갈 것이라고 믿고 소재국에서 뉴스를 공개했다면 외국 투자자는 그 사이에서 미국투자자들에 비해 정보면에서 우위를 점할 수 있다.

외국 투자자들은 미국 유가증권의 시간외 거래장을 이용하여 상기의 정보우위로부터 투자수익을 올릴 수 있을 것이다. 반면 이러한 가능성은 동 시스템을 사용하는 미국 투자자가 정보의 열위에 의해 손해를 볼 수 있다는 것을 의미한다. 물론, 이러한 결과는 외국 투자자가 외국시장이 마감한 후에 유포된 정보를 이용하여 미국시장의 정규거래시간동안에 거래를 한 경우도 마찬가지이다.

정보의 차이

기관투자자와 개인투자자사이의 정보수집능력의 차이에 따른 시간외 거래 시장에 참여하는 개인투자자들의 손해에 대해 좀 더 많은 주의를 기울여야 하는가?

온라인 브로커를 통한 실시간 뉴스에의 접근 가능성에 따라 기관투자자와 개인투자자 사이의 정보차이가 충분히 극복되었는가? 혹은 개인투자자가 정보면에서 계속적으로 열위에 있는가?

정보의 차이가 뉴스전달의 발전에 의해 충분히 작아졌다고 하더라도, 시장에 대한 정보의 차이는 어떻게 할 것인가? 기관과 전문적인 트레이더는 풍부한 시장자료 -- 증가; 시간외 거래기간동안에 이루어진 거래의 가격과 크기, 거래 시스템의 주문장에 있는 매수와 매도의 가격과 크기, 시

간의 거래 시스템이나 미국 유가증권이 거래되는 외국시장에서 발생하는 거래 -- 에 접근할 수 있다.

시간외 거래시장에서 어떠한 정보가 개인투자자에게 전달되는가? 온라인 브로커들의 능력을 과소평가할 순 없지만 온라인 브로커들 혹은 대체 거래 시스템으로부터 개인투자자가 제공받는 정보가 기관이 접근하는 정보에 필적할 만하다 하더라도 이들 개인 투자자들이 충분히 이해하고, 바르게 정보를 해석할 수 있는가?

유동성

정규거래시간에 비해서 시간외 거래시장에서의 상대적 유동성 부족은 시간외 거래의 문제점 중에서 가장 심각한 사항이다. 어떠한 중요한 뉴스의 발표없이 시간외에서 유가증권을 거래한다고 하더라도, 유동성 부족으로 인하여 주요 증권시장의 종가에서 동 떨어진 가격으로 투자자의 주문이 체결될 수 있다.

또한 시간외 시장에서는 유동성 부족으로 인해 기업의 뉴스가 발표될 때 정규거래시간동안에 기업의 뉴스가 발표되었을 때보다 훨씬 큰 가격변동을 야기시키면서 주가의 과잉반응 현상을 유발시킬 수 있다. 더 나아가서, 온라인 투자자들에 의해 주도되는 시간외 거래시장은 유동성 부족으로 인해 투자자 대화방과 게시판상의 정보에 따라 가격이 급격히 변화하는 현상을 초래할 수 있다.

덧붙여서, 시간외 거래시장의 유동성 저하는 시장조작의 가능성을 높혀 준다. 정규거래시간에서보다 훨씬 작은 거래량에도 불구하고 유가증권의 가격은 크게 변할 수 있다. 대화방이나 게시판을 통한 거짓이나 오해를 유발시키는 정보의 유포는 유가증권의 가격에 곧바로 큰 영향을 미칠 수 있다.

마지막으로, 시간외 거래시장의 유동성 부족과 함께 개인투자자들의 참가는 정규시장 거래시간동안에서 보다 훨씬 더 가격발견의 어려움을 초래하면서 주가변동성을 확대시킬 것이 확실하다.

최선의 거래

시간외 거래 기간동안의 유동성 부족은 능력에 있어 뒤처진 개인투자자들 주문의 매매체결 질을 낮출 수 있다. SEC는 브로커-딜러가 선관의 주의의무를 지는 것을 보장하고, 시간외 거래 기간동안에 고객의 주문을 체결할 때 최선의 거래의무¹⁶⁾(best execution obligation)를 이행했는 지의 여부를 주의 깊게 관찰해야 할 것이다.

여타의 논의점

최소한 온라인 투자자는 시간외 거래 시간동안에 주문을 제출할지의 여부를 선택할 수 있어야 하는가?

참여 요구사항(즉 오직 투자자가 시간외거래에의 참여의사를 명확히 하였을 때에만 투자자의 주문이 시간외 거래 기간동안에 유효하다.)이 있어야 하는가?

온라인 브로커는 고객이 시간외 거래에 참여하기 전에 이의 위험을 확실하게 알려야만 하는가?

어떠한 시장자료가 개인투자자들에게 제공되어야 하는가? 종가, 마지막 거래가격, 최우량 매수와 매도 정보, 다른 시간외 거래시스템이나 외국

16) Best Execution Obligation이란 증권회사가 고객의 거래주문 처리시 시장 간 매매거래의 질(신속·정확성, 거래비용 등)을 평가·감안하여 가장 유리한 가격으로 매매거래를 체결해야하는 의무를 말한다.

시장에서의 거래?

시간외 거래시간동안의 유동성 부족과 증가된 변동성 하에서, 온라인 브로커는 시간외 거래 시간동안에 고객에게 단지 지정가 주문만 허용할 것인가?

동일한 유가증권을 거래하는 시간외 거래 시장들 사이에, 만약 연계를 이룬다면, 어떠한 연계가 이루어지도록 하여야 하는가?

이처럼 미국 감독당국인 SEC는 거래시간연장과 관련하여 시장의 안정성 유지와 투자자보호에 주된 관심을 두고있다. 시간외거래가 개인투자자들에게까지 광범위하게 확산되기 전에 시장보호를 위한 대책안을 마련 중이다. SEC 의장인 Arthur Levitt은 1999년 6월 30일 NYSE와 NASD의 후원을 받으며 소비자그룹, 대체거래시스템, 그리고 결제회사 등을 대표하는 40여명의 각계의 대표를 모아 대표자회의를 가졌다. 동 회담에서 시간외 거래와 관련한 문제를 해결하기 위하여 4개의 Working Group을 구성하여 광범위한 토론을 전개하기로 하였다. 동 그룹은 1999년 10월 8일 각 그룹별 보고서를 작성하여 담당주제별 권장사항을 모범적 기준 (Best Practice) 형식으로 발표하게 되었다.

2. 시간외거래에 대한 Working Group 보고서¹⁷⁾

증권거래소에 의한 거래시간연장과 전자거래시스템에 의한 시간외거래라는 움직임은 24시간거래에의 제1보로 볼 수 있을 것이다. 하지만, 현실적으로 24시간거래를 실시하는 데에는 많은 장애가 있다. 예컨대, 거래소 등 시장기능의 제공자측으로서는 야간에 거래감시 등에 소요되는 인원을 배치함으로써 인건비 상승이 심각한 문제가 된다. 거래시스템의 변경에는 투자도 필요하다. 따라서, 99년 6월에 뉴욕증권거래소와 나스닥시장은 Y2K문제에의 대응 등, 보다 긴급한 시스템 측면에서의 과제에 집중하기 위해 거래시간 연장계획을 일단 보류할 것을 발표하였다.

그러나, 시간외거래에 수반하는 문제는 비용증가만이 아니다. 즉, ECN을 통한 개인용의 시간외거래서비스가 확대되기 시작한 가운데, 이러한 새로운 거래형태에 개인투자자 참가함에 따른 투자자보호의 문제에 관하여는 충분한 검토가 있지 않은 실정이다. 그래서, SEC는 1999년 6월 30일, NASD, NYSE 및 증권회사, 결제기관, ECN, 소비자단체 등에 호소하여 시간외거래문제에 관한 「대표자회의」를 개최하였다. 회의에서는 다음과 같은 문제점이 제기되었다.

- ① 개인투자자주문의 취급을 개선함과 동시에, 투자자에 대하여 시간외거래에 수반하는 유동성 결여와 가격변동리스크 문제 등에 관한 교육을 실시할 필요성이 있다.
- ② 신용거래에 있어서 증거금의 계산방법 등의 검토와 후선업무 시스템의 개선 등, 수도·결제 및 업무측면에 관한 검토가 필요하다.

17) New York Stock Exchange and National Association of Securities Dealers, "Working Groups on Extended-Trading Hours Summit Reports," Oct. 8, 1999.

③ 거래정보의 일반에 대한 공표, 뉴스가 나온 경우의 거래정지, 거래시스템간의 주문회송 등 거래구조, 관행에 관한 검토가 필요하다.

④ 개별주 옵션거래의 개선에 관해서도 재검토가 필요하다.

이러한 문제의식에 근거하여, NYSE와 NASD가 대표자회의 참가기관으로부터 선택된 멤버에 의한 4개의 Working Group이 설치되었다. 옵션거래를 제외한 3가지의 워킹그룹은 99년 10월에 다양한 권장사항을 포함한 보고서를 발표하였다.

본 장에서는 각 그룹의 보고서가 제안한 권장사항만을 간단히 정리하였다. 자세한 전문은 본 보고서의 부록으로 첨부하였다.

가. 투자자보호와 교육

투자자보호와 투자자교육에 관한 워킹그룹의 주요 제언내용은 다음과 같다.

① 시간외거래에는 유동성결여, 가격변동, 시장분할, 뉴스발표에 의한 영향이라는 위험이 존재한다. 이러한 위험에 대하여 투자자에게 완전하게 알리는 것이 필요하다. 특히, 정규거래시간과와의 차이에 관하여 설명할 필요가 있다. 당면한 업계의 모범적 기준(Best Practice)을 채택하고, 필요하다면 NYSE와 NASD의 규칙 개정도 고려해야 한다.

② 투자자가 명확히 지시한 경우에만 시간외거래에서 집행하고, 종규 거래시간대에 나온 주문을 시간외거래로 넘기는 것도 투자자의 명확한 의사표명하에 이루어져야 한다.

- ③ “적합성원칙”이라는 측면에서는, 시간외거래를 특별한 거래로서 취급할 필요는 없다. 차라리 투자자에 대한 설명이 중요하다.
- ④ 시간외거래의 유동성이 충분히 높아질 때까지는 지정가주문만이 인정되어야 한다.
- ⑤ 증권업계 전체에서 출판물, 인터넷 등을 통하여 시간외거래에 관한 투자자교육을 추진해야 한다.
- ⑥ 시간외거래에 관한 광고, 선전에 관한 특별한 새로운 규칙을 둘 필요는 없다.

나. 청산 및 결제 그리고 운영

청산 및 결제 그리고 운영에 관한 워킹그룹의 주요한 제언내용은 다음과 같다.

- ① 시간외거래에 관한 업계의 통일규칙을 도입해야 한다. 정규거래는 오후 4시에 종료하는 것으로 하고, 1시간 후에 시간외거래를 개시한다. 이 사이에 종가의 공표, 기업에 의한 중요한 사실의 공표, 스페셜리스트와 마켓메이커의 주문장조정 등을 한다. 이러한 휴식 시간을 뒀으로써 시간외거래가 정규거래와 전혀 다른 성격인 것이 명확하게 된다.
- ② 각 회사의 거래시스템의 실태를 고려하면, 시간외거래의 거래시간은 오후 8시까지로 할 수 있다. 그 이후의 거래는 익일 결제로 하여도 된다. 금요일의 야간은 직원확보가 어려운 것도 고려된다. 또한, 옵션거래 결제일이 된 금요일은 시장의 주가변동성이 높기 때문에 시간외거래를 하지 않도록 해야 한다.

- ③ 오전 6시부터 9시반 사이에 행하는 개장전시간외 거래에는 직원 확보의 문제를 제외하면 큰 과제는 없다. 다만, 서부 업자들로서는 이 문제가 심각하다.
- ④ 일반적인 시간외거래의 주문은 시간외거래장의 주문으로 처리되어야 하며, 정규시간에서 시간외거래 혹은 이와 역으로 이월될 수 없다. 다만, 투자자의 지정에 의하여 시간대 이월주문 등, 새로운 형태의 주문을 인정해야 한다.
- ⑤ 시간외거래의 대상상품은 주식과 옵션으로 해야 한다.
- ⑥ 기업에 의한 중요사실의 공표 등은 정규거래시간의 종료부터 야간거래의 개시까지 행해질 것을 권장한다.
- ⑦ 종가는 종래대로 오후 4시의 가격으로 한다. 신용거래에 있어서 고객의 증거금 계산은 이 종가에 의한다. 증권회사가 리스크 매니지먼트 등의 목적에서 다른 가격을 이용하는 것은 지장 없는 것으로 생각된다.
- ⑧ 시간외거래는 2000년 7월 1일에 예정되어 있는 호가의 십진수화에의 변경이 이루어진 후에, 다음 3/4분기(약 2000년 10월 이후)부터 개시되어야 한다. 다만, 10진법에의 변경이 대폭적으로 지체되는 경우에는 재검토가 요구된다.

다. 거래관행

거래관행에 관한 워킹그룹의 주요한 제언내용은 다음과 같다.

- ① 시간외거래에 있어서도 시장의 투명성과 공표된 시세의 통합은 투자자보호상 극히 중요하다. 현재, NASD 및 SIAC (Securities

Industry Automation Corporation)이 운용하는 시스템은 오후 6시 반까지 밖에 가동되지 않는다. 장래에는 현재의 시스템과 결합하는 것 같은 정보시스템이 생기는 것도 고려할 수 있지만, 투자자보호를 위해서는 NASD, SIAC의 시스템의 가동시간연장이 강하게 요구된다.

- ② 시간외거래에 있어서 유동성과 가격변동리스크의 문제에 관해서는 주요시장이 열려 있다면, 거래정지 등, 그 시장의 룰이 적용되도록 하여야 한다. 시세표시에 있어서는, 종가와의 차이가 백분율로 제시되어야 하고, 업자는 지정가주문 만을 받아야 한다. 또한, 주요시장이 닫혀있는 경우에도, NASD가 거래정지 등의 조치를 취할 권한을 가지는 것으로 해석한다.
- ③ 주요시장이 열려 있는 경우에도, 증권회사와 ECN에 대하여는 최량집행의무와 90초 이내의 거래보고의무 등, 거래에 관한 여러 규칙이 적용되어야 한다.
- ④ 종가의 확립 등 업무운영에의 배려에서 통상시간대와 야간거래 사이에는 최저 1시간의 빈 시간을 두어야 한다.
- ⑤ 기업의 중요사실 등에 관한 정보를 시장에 전하기 위해서도 1시간의 빈 시간이 필요하다.
- ⑥ 주식최초공모(IPO)와 공모발행에 있어서는 자사 혹은 유사회사의 주가가 가격결정의 중요한 요소로 된다. 통상, 가격결정은 종가를 참고로 하여 행해지지만, SEC의 판매규칙을 기계적으로 적용하면 시간외거래시간대에 자사 혹은 유사회사의 주가의 변동이 있는 경우 가격결정이 행해지지 않은 것으로 될 가능성도 있다. 이 점에 관하여 규칙의 개선을 추진해야 한다.

V. 맺음말

V. 맺음말

엄청난 자본이 거래되는 증권시장은 지독할 정도로 변화를 수용하지 않은 채로 지나 왔다. 월스트리트에 있는 브래튼우드 나무 밑에서 형성된 NYSE는 그 운용체제가 200년 전이나 지금이나 큰 차이가 없다. 이러한 고집불통의 성격을 가진 증권거래소업은 거래의 집중 그리고 유동성이 유동성을 부른다는 전통적인 증권거래의 진리와 네트워크 외부효과에 의존한 거래소 회원들의 독점적 이윤추구 동기에 의해 유지되어 왔다.

하지만 이러한 변하지 않을 듯 했던 고목이 새로운 활력소를 찾아 생존을 위한 필사의 노력을 하기 시작했다. 이러한 변화유발의 동기는 단연 전자통신기술의 발달에 따른 효율적 거래시스템 구축비용의 저렴화와 새로운 거래시스템들의 출현에 따른 시장경쟁의 가속화라 할 수 있다.

ECN이라고 불리는 대체거래시스템들의 성장은 기존 거래소들의 변화를 재촉하고 있다. NYSE나 Nasdaq시장이 소유구조의 개편을 통한 주식회사화를 추진중이며 시스템의 ECN화를 구상 중이다. 또한 ECN과의 경쟁에서 주도권을 상실하지 않기 위해서 거래시간 연장도 금년내로 시행할 예정이다.

증권시장의 거래방법에 있어 일대 변혁을 주도하고 있는 ECN은 유동성의 결여로 인해 결국 구시대의 산물로 퇴락 할 것이라는 것이라는 예측이 나오고 있지만, 그들도 자신들의 생존을 위한 전쟁을 준비하고 있다. 그들은 지속적인 기술적 발전과 저렴한 거래비용을 무기로 기존거래소들과 경쟁할 수 있다고 말하고 있다. ECN의 운영자들도 ECN의 미래에 대해서 확실한 예측을 하지 못하고 있다. 하지만 이러한 대체거래시스템의 세계는 수년동안 급격한 변화를 거치며 증권시장이 운영되는 방식을 바꾸어 가고 있으며 앞으로도 이러한 변화의 선두역할을 할 것이다.

현재 미국 증권관리위원회에 등록된 10개의 ECN은 대부분 시간외거래를 시행하고 있거나 서비스제공을 추진중이다. NYSE와 Nasdaq도 이에 거래시간 연장을 금년 내에 시행할 계획이다. 거래시간 연장이 가속화되면 동경에서 런던 그리고 다시 뉴욕으로 이어지는 거래소의 거래시간들이 서로 중복되어 동일 증권이 24시간 동안 세 개의 거래소 중 어느 곳에선가 거래되게 될 것이다.

이러한 변화는 증권거래의 국제화를 가속화시키고 우수 기업들은 전 세계 거래소에의 동시상장 및 거래소간 연계 등의 진척을 통해 자금조달원의 국제화를 실현할 수 있을 것이다. 또한 거래소간 경쟁이 치열해져 생존을 위한 거래소간 전략적 제휴 및 권역별 글로벌 거래소화 등에 따른 거대거래소의 탄생도 예상된다.

이처럼 변화하는 환경 하에서도 거래시간 연장과 관련하여 변하지 않을 진리가 있다. 투자자를 위한 확실한 보호장치의 마련이 그것이다. 미국의 경우 증권감독당국과 NYSE 그리고 NASD는 거래시간연장과 관련하여 데스크포스를 구성하여 투자자보호 및 관련 제도의 정비를 서두르고 있다. 이러한 건전한 시장의 유지를 위한 당사자들의 공동 노력은 급변하는 환경 속에서도 투자자를 보호하고 궁극적으로는 증권시장의 성장을 이룩하기 위한 필수요건이라 할 수 있다.

참고문헌

참고 문헌

- 이정범, 이주영, 『사이버 증권거래시장에 관한 연구』, 연구보고서, 99-02, 한국증권연구원, 1999. 6.
- 이정범, 이주영, 『사이버 증권중개업의 현황 및 과제』, 조사보고서, 99-06, 한국증권연구원, 1999. 8.
- Archipelago, "Eight Electronic Trading Systems Announce Plans for After-Hours Trading Network", <http://www.tradearca.com/ARCA-afterhours%20press%20release.htm>, 1999. 9. 16.
- Archipelago, "About Archipelago", <http://www.tradearca.com/aboutarca.htm>, 1999. 9.
- Archipelago, "Welcome to Archipelago", <http://www.tradearca.com/arcatime.htm>, 1999. 9.
- Asian Wallstreet Journal, 1999. 9. 17.
- Attain, "What is the ATTAIN ECN?", <http://www.attain.com/attainecn.html>, 1999.
- Barnett, Megan, "Coming Soon: Round-the-Clock Trading", [wysiwyg://106/http://209.1.23.84/articles/dusokat/0,1449,3783,00.html](http://106/http://209.1.23.84/articles/dusokat/0,1449,3783,00.html), 1999. 3. 10.
- Businessweek, "Stock Exchanges: Open All Night", [wysiwyg://content.9/http://www.businessweek.com/1999/99_24/b3633137.htm](http://www.businessweek.com/1999/99_24/b3633137.htm), 1999. 7. 14.
- Businessweek, "The Cybermarket Era", <http://www.businessweek.com>

/1998/32/b3590100.htm, 1999. 8. 10.

CNNfn, "NYSE to extend session", cnnfn.com, 1999. 5. 24.

Corrigan, Louis, "A Longer Market Day Coming Your Way",
wysiwyg://263/http://search.fool.com/specials/1999/sp990715.htm,
1999. 7. 15.

DLJ direct, "Extended-Hours Trading", wysiwyg://38/http://
www.dljdirect.com/dljd/xtendhours.htm, 1999.

E*Trade, "E*Trade to Add After Hours Trading Through Agreement
with Instinet", www.etrade.com, 1999. 11. 30.

Glascok, Stuart, "NASDAQ Prez Opposes Expanding Trading Hours",
http://www.techweb.com/wire/story/TWB19990603S0016, 1999.
6. 3.

Instinet, "Companies & Finance: The Americas: Instinet Plans Direct -
Access Retail Trading", http://www.instinet.com/news/
art_ft_11-30-99.html, 1999. 11. 30.

Investment FAQ, "Subject: Trading - After Hours", http://www.
invest-faq.com/articles/trade-after-hours.html, 1999. 10. 11.

Island, "Island ECN Extends Trading Hours to Offer Market's Longest
Continuous Session from 8 AM to 8 PM", www.island.com,
1999. 9. 13.

Labate, John, "Extended Hours: US Exchanges Move Closer to Late
Trading", wysiwyg://40/http://www.ft.com/search97cgi/vtopic,
1999. 9. 29.

Levitt, Arthur, Speech by Arthur Levitt, "Dynamic Markets, Timeless

Principles," September 23, 1999

MarketXT, "MarketXT, Inc. Formerly Eclipse Trading, Introduces the First Extended-Hours Marketplace Designed for Individual Investors", marketxt.com, 1999. 8. 25.

McMillan, Alex F., "The Future of ECNs", http://www.cnnfn.com/1999/09/01/investing/q_ecnfuture/, 1999. 9. 1.

Morgan Stanley Dean Witter Online, "Extended Hours Trading expands your opportunities", www.online.msdc.com, 1999.

NASD, "NASD Board Approves Preparation for Extended Trading Hours - Calls on Industry to Proceed Jointly and Responsibly", http://www.nasdaqnews.com/news/pr99/ne_section99_137.html, 1999. 5. 27

NASD, "NASD's Frank Zarb Asks Securities Industry to Embrace Change", http://www.nasdaq-amexnews.com/news/pr99/ne_section99_159.html, 1999. 6. 23.

Nasdaq Amex, "Nasdaq to Begin After Hours Operation of Trading Reporting and Quotation Systems on Monday October 25", http://www.nasdaqnews.com/news/pr99/ne_section99_246.html, 1999. 10. 22

New York Stock Exchange and National Association of Securities Dealers, "Working Groups on Extended-Trading Hours Summit Reports," <http://www.nyse.com/press/extended.html>, 1999. 10. 8.

Nextrade, "The Ultimate Electronic Market Place", www.nextrade1.com, 1999.

NYSE, "NYSE Chariman Grasso Announces Proposed NYSE Initiatives", wysiwyg://right.3/http://www.nyse.com/press/NT0002567A.html, 1999. 11. 5.

Raynovich, R. Scott, "After-hours trading heats up", wysiwyg://269/http://www.herring.com/insider/1999/0506/inv-trading.html, 1999. 5. 6.

REDIbook, REDI products online, http://www.redi.com/redibook.htm, 1999.

SEC, Speech by SEC Commissioner, "After-Hours Traind: Are Retail Investors Ready for Prime Time?", http://www.sec.gov/speeches/spch267.htm, 1999. 4. 7.

SEC, "Commission Approves After-Hours Trading by CHX", Immediate Release 99-132, http://www.sec.gov/news/chxhours.htm, 1999. 10. 14

Stephen H. Dunphy, "Market Worries: How to cope with after-hours trading," Seattle Times, 1999. 5. 26.

Stirland, Sarah, "Will After-Hours Trading Leave Consumers In The Dark?", wysiwyg://249/http://www.redherring.com/insider/1999/0818/inv-afterhours.html, 1999. 8. 18.

Taulli, Tom, "Stock Markets Go Virtual", http://www.techweb.com/wire/finance/story/netgain/INV1990113S0007, 1999. 1. 13.

Unger, Laura S., "After-hours Trading: Are Retail Investors Ready for Prime Time?", SEC, 1999. 4. 7.

大崎 貞和, 米国における株式の個人投資家向け時間外取引, NRI野村総合

研究所, 1999. 秋

<부록> 시간외거래 Working Group 보고서

가. 투자자보호 및 교육에 관한 위원회

나. 청산 및 결제 그리고 운영에 관한 위원회

다. 거래관행에 관한 위원회

<부록> 시간외거래 Working Group 보고서

가. 투자자보호 및 교육에 관한 위원회

다음은 시간외거래와 관련하여 투자자 보호와 교육에 대한 위원회의 권장사항과 이와 관련하여 제시된 모범적 기준이다.

1) 권장 사항

가) 시간외 거래의 본질공개

권장사항:

투자자를 위해 시간외거래의 본질과 위험을 완전하게 알리는 것이 필요하며 모범적 기준이 업계전반에 걸쳐 사용되도록 하여야 한다.

토의:

시간외거래의 위험에는 유동성, 변동성, 시장의 분할, 뉴스발표의 충격, 그리고 시간외거래시장의 넓이와 깊이의 부족 등이 포함된다. 하지만 그 위험은 꼭 상기사항에만 국한되지는 않는다. 전반적으로 어떻게 시간외거래가 정규거래와 다른지를 밝히는 것이 강조되어야 한다. 모범적 기준을 통한 접근법이 업계전반에 걸친 투자자에게 효과적인 의사전달 수단이 될 것이다. 자율규제기관은 모범적 기준 접근법의 효과성을 모니터 해야하며 필요하다면 투자자 보호를 위하여 새 규칙의 제정도 고려하여야 할 것이다.

나) 투자자들의 자발적 참가의사 표명이 필요한가?

권장사항:

시간외거래를 위한 주문 혹은 시간외거래장으로 이월되는 주문에 대한 거래는 투자자들의 명확한 참가의사표명을 요구하여야 한다.

토의:

투자자의 시간외거래에 대한 자발적 참가의사가 요구되어야 한다. 시간외거래에 참가주문의 자발적 의사표명을 인식할 수 있는 표준화된 주문 분류체계가 만들어져야 한다.

다) 적합성

권장사항:

시간외거래에 별도의 적합성 기준을 적용할 필요는 없다.

토의:

시간외거래에 대한 투자자의 적합성기준을 별도로 설정하는 것보다는 시간외거래의 위험성에 대한 효과적인 공시가 강조되어야 한다.

라) 지정가주문과 시장가주문

권장사항:

투자자들이 시간외거래에서 지정가주문을 사용하도록 하여야 한다.

토의:

이 시장이 성숙되고 유동성이 확보되기 전까지는 지정가주문이 투자자 위험관리를 위한 가장 실용적인 방법이다.

마) 투자자교육

권장사항:

인쇄된 자료, 웹사이트, 그리고 공공 서비스 공지를 통해 투자자들에게 시간외거래에 대한 교육캠페인을 업계 내에서 협동적 방법을 통해 실행해 나가야 한다.

토의:

투자자의 교육뿐만 아니라 시간외거래의 본질에 대하여 어떠한 형식으로든 브로커에 대한 교육과 언론에 대한 교육이 업계 전반적인 차원에서 체계화되어야 한다. 시간외거래이용에 대해 광고를 할 때에는 정보와 교육에 대한 자료를 제공받을 수 있는 곳(웹사이트와 같은)으로의 연결방법 등이 투자자에게 제공되어야 한다. 교육적 주제에는 주문에 대한 설명, 주문체결과정, 주문의 노출, 스프레드, 위험, 용어의 해설, 그리고 추가적인 정보를 획득할 수 있는 방법 등이 포함될 것이지만 이외에도 많은 사항이 포함될 수 있을 것이다.

바) 광고

권장사항:

광고에 관한 규정을 새로이 제정할 필요는 없고, 현시점에서는 현재의 규정으로 충분하다.

토의:

업계의 관행이 발전되어가고 시간외거래에 대한 경험이 쌓여감에 따라서 이 문제는 다시 다루어 져야 한다.

2) 시간외거래 관련 모범적 기준 (Best Practice)

이 문서에서 윤곽 잡아진 정보의 공개와 모범적 기준은 브로커-딜러에게 제공되어져서, 고객들이 시간외거래에 참가하기 전에 시장의 본질에 대한 정보, 자신이 거래하는 브로커-딜러의 시간외거래 운영방법, 시간외거래와 관련된 위험과 기회에 대한 모든 정보를 제공받을 수 있도록 하여야 한다. 이 모범적 기준에 덧붙여서 위원회는 NASD, NYSE, 그리고 다른 자율규제기관이 투자자를 추가적으로 보호하기 위하여 이들 모범적 기준을 강화하기 위한 새 규정의 제정이 필요할 것인지에 대한 고려도 해야 할 것이다.

고객교육과 선택

- 투자자들이 시간외거래에의 참여여부를 결정하기 전에, 선택에 따른 거래의 성격, 위험, 기회에 관한 정보가 제공되어져야 한다. 시장의 성격과 이와 관련된 위험에 대한 고객을 위한 교육과정은 확실히 투자자들의 시장참여에 선행되어야 한다. 예를 들어 시간외거래를 고객에게 허가하기 전에, 브로커/딜러들은 고객에게 시간외거래에 대한 공개사항과 정보를 보내는 것은 물론 전자적으로 혹은 인쇄물로 고객으로부터 그 자료를 읽었고 읽은 후에 거래에 참여하기로 결정했음을 통보 받아야 한다.
- 위에서 설명된 자발적 참여의사 전달과정과 더불어, 시간외거래에서 고객이 주문을 제출했을 때 기업은 점멸식(splash) 스크린 등을 통하여 고객에게 고객이 정규거래 시간외에 주문을 제출하였고, 시간외거래의 특성은 정규거래와 다르다는 점, 또한 시간외 거래에 대한 교육이 동 브로커/딜러로부터 제공되어진다는 사실을 알려주어야 한다.

3) 시간외거래에서 주문체결여부에 관한 고객의 혼란을 방지하기 위한 절차 수립

브로커/딜러는 고객에 의해 제출된 주문이 단지 정규시간동안에만 체결이 되는지, 시간외에도 체결이 되는지 혹은 어느 시간대에서도 체결가능한지를 결정하는 절차를 수립하여야 한다. 이와 유사하게 시간외거래 서비스를 제공하는 브로커/딜러는 자신들이 취급하지 않는 유가증권을 고객이 주문을 제출할 때에는 동 사실을 고객에게 알려주는 절차를 개발하여야 한다.

지정가 주문의 사용

최소한 시간 외 거래에 대한 경험이 좀 더 쌓일 때까지는 브로커/딜러가 고객에게 시간외거래 동안 지정가 주문만을 허용할 것을 강력하게 권장한다. 시장의 본질 혹은 시장활동에 영향을 줄 수 있는 다른 요인으로 인하여 가격 변동폭이 클 경우 이 방법으로 고객을 보호할 수 있다.

이용 가능한 추가적인 교육정보의 준비

고객에게 가능한 한 많은 교육자료를 제공하려는 노력의 일환으로 브로커/딜러들은 그들의 웹사이트에서 증권감독기구 및 업계에 의해 유지되는 웹사이트에서 찾을 수 있는 연관된 교육적인 자료에의 링크기능 등을 통해 제공하거나, 혹은 고객이 요청할 경우에는 인쇄된 형태로 정보를 제공하여야 한다.

홍보용 자료

브로커/딜러가 시간외거래장을 통해 제공하는 서비스에 관련된 홍보용 자료를 제작할 때, 그러한 자료는 이 문서에 나타난 개요와 일치하여야 하며, 또한 감독당국 또는 자율규제기구의 “대중과의 의사소통에 관한 규정”에 따라야 한다. 이와 관련하여, 현재 NASD 행위준칙 2210(d)(1)는 다음과 같이 명시하고 있다. "(a) 대중과 모든 회원들간의 의사소통은.....제공되는 어떠한 서비스에 관해서도 건전한 평가를 할 수 있는 확실한 기초를.....제공하여야 한다. 제공된 자료의 내용에서 누락된 부분으로 인하여 의사소통에 오해가 일어날 수 있는 어떠한 구체적인 사실이나 조건도 누락되어서는 아니 된다."

NYSE 규정472와 이에 대한 해석 또한 홍보용 자료가 이와 유사한 방법으로 준비될 것을 요구하고 있다. 따라서, 홍보용 자료는 시간외 거래와 연관된 위험에 대한 투자자의 합리적인 평가를 보장할 수 있는 구체적인 기초근거를 제공하여야만 한다.

정보와 자료

교육용이든 홍보용이든 정보와 자료는 다음의 공시항목을 포함하여야 한다.

시간외거래의 위험과 특성에 연관된 공시로서 브로커/딜러는 최소한 다음의 위험요인과 시장특성에 관하여 고객에게 알려주어야 한다.

- 브로커/딜러는 일반적으로 시간외거래장이 어떻게 운영되고 있는지, 그리고 실시간 호가의 제공유무 등을 포함하여 정규시간과 시간외거래와의 차이점을 고객에게 강조하여 설명하여야 한다.
- 시간외거래에서는 모든 주식이 거래가 가능한 것이 아니므로, 브로커/딜러는 어떤 특정 주식, 특정 그룹주식, 그리고 주식을 제외한

여타 유가증권의 거래가 가능한지를 명백하게 기술하여야 한다.

- 시간외거래장에서의 거래가격은 주요증권시장의 정규거래시간의 종가 혹은 다음날 아침 개장시가의 가격정보를 반영하지 못할 수도 있다. 게다가, 동일한 유가증권을 거래하는 연계되지 않은 다수의 독립적인 시간외거래 시스템이 존재할 수 있다. 따라서, 특히 투자자가 어느 특정 시간외거래시스템을 통하여 유가증권을 매입 또는 매도시 주요시장 혹은 다른 시간외거래시스템과 비교하여 투자자는 더 많은 돈을 지불하거나 적은 돈을 받을 수 있다.
- 정규거래시간과 비교하여 거래량이 적고 따라서 유동성이 떨어진 다. 결과의 하나로서 고객의 주문은 부분적으로 체결되거나 혹은 전혀 체결되지 않을 수 있다.
- 시간외거래 가격은 정규거래시간대의 가격보다 더 변동이 크며, 이로 인하여 고객의 주문이 정규거래 기간동안의 가격과 동떨어진 가격으로 체결되거나 전혀 체결되지 않을 수도 있다.
- 시간외거래의 다른 특성과 함께 적은 거래량과 높은 변동성은 정규 시간거래 때보다 넓은 스프레드를 초래할 수 있다. 이로 인하여, 고객의 주문은 정규거래시간 동안의 가격과는 동떨어진 가격으로 체결될 수 있으며 또는 전혀 체결되지 않을 수도 있다.
- 시간외거래장 중 또는 바로 직전 뉴스 발표의 충격은 정규거래시간 대보다 적은 수의 시장참여자, 낮은 유동성, 그리고 부족한 거래량으로 인하여 그 영향이 과장되어 나타날 수 있다.
- 브로커/딜러는 시간외거래와 정규거래시간 동안에 적용되는 규정 상의 차이가 있다면 그 차이의 영향과 의미를 함께 고객에게 알려야 한다. 덧붙여서, 브로커/딜러는 만약 정규거래시간 동안에만 적용되고 시간외거래장에는 적용되지 않는 규정이 있다면 이를 고객

에게 알려야 한다.

- 옵션거래, 옵션의 행사, 주식분할, 주식배당, 그리고 여타의 시간외 거래와 관련한 문제 등의 영향에 대한 공시를 하여야 한다.

시간외 거래에 관한 브로커/딜러 공시

모든 브로커/딜러는 시간외거래를 어떻게 운영하는지에 대한 구체적인 정보를 공시하여야 한다. 이때 반드시 다음의 사항들이 포함되어야 하나 여기에만 국한되어서는 안된다.

- 운영시간
- 당해 브로커 딜러에 의해서 시간외에서 거래될 수 있는 유가증권의 종목뿐만이 아닌 접근 가능한 시장과 시스템
- 시간외거래의 활동과 관련한 비용
- 시간외거래와 관련한 증거금 존재유무 혹은 결제와 정산관련 사항. 변동성이 높은 기간동안 시간외거래가 증거금수준의 변화에 미치는 영향이 있는 경우 이에 대한 변동사항을 포함한 계좌관리상의 변화.
- 특히 인터넷과 전화 사용이 쇄도하는 경우, 혹은 시스템용량 문제 등이 발생할 경우에 계좌정보와 계좌관리요원에 접근을 포함한 시간외거래를 위한 정책과 운용에 관련된 고객지원스태프와 다른 지원프로그램의 유무. 시간외거래동안에 새주문을 제출하거나 기존의 주문을 취소할 때 부딪칠 수 있는 어떠한 문제.

나. 청산 및 결제 그리고 운영에 관한 위원회

1) 목적 및 일반규칙

목적: 중요 문제들을 인식하고 우선 순위를 결정한다. 각 문제에 대한 의견일치에 도달하거나 대안을 제시한다.

일반규칙: ECN을 포함한 모든 거래소/시장들 사이에 통일성이 있어야 한다.

2) 권장사항

가) 거래시간의 정의

낮 시간 동안의 거래는 동부시간기준 오후 4시에 마감해야 한다. 시간 외 거래는 한 시간 뒤에 시작되어야 한다. 낮과 저녁시간 사이의 공백시간이 다음 사항들을 위해서 있는 것이 바람직하다.

- 오후 4시의 종가를 업계가 반영할 시간을 주기 위해서
- 기업의 뉴스발표를 위한 여유를 제공하기 위하여
- 스페셜리스트와 마켓메이커에게 주문장을 조정할 시간을 주기 위해서
- 회원사와 시스템운영자에게 시스템을 정리하고, 새로 시작할 수 있는 시간을 주기 위해서
- 시간외거래는 기본적으로 다른 종류의 시장이라는 메시지를 강조하기 위해서

오후 8시에 장을 마감할 경우 회원사 또는 청산 및 결제 처리와 관련하여

여 큰 문제는 존재하지 않을 것이다. 많은 회사들이 오후 8시를 같은 날의 주문으로 처리할 수 있는 마지막 시간으로 인식하고 있다 (즉, "진행중" 처리를 피하기 위하여). 오후 8:00시 이후의 거래를 위해서는 다음날로 처리하도록 하기 위한 시스템 재구축이 요구된다.

만약 지금 당장 거래소들과 ECN들이 오후 8시 이후까지 서비스를 제공한다면 체결된 모든 거래는 현재 날짜를 거래 날짜로 해야한다. 브로커/딜러들의 주문 처리환경이 동일 오후 8시 이후의 거래를 같은 날의 거래로 처리하는 것을 허용하지 않으면 "진행중"을 근거로 하여 다음날의 거래로 처리해도 된다. 브로커/딜러는 만약 운영환경이 허락한다면 시간외 주문을 허용하기 위해 서비스 데스크를 운영할 것인가를 결정할 것이다.

일반적으로 월요일에서 금요일까지 시간외 거래동안의 운용상 문제는 없을 것이나 몇몇 회사는 금요일 저녁의 직원충원의 어려움을 겪을 수 있다. 옵션만기 금요일에는 추가적인 시장의 변동성이 존재하므로 시간외거래 서비스가 제공되어서는 안된다.

오전 6시 이후부터 9시 30분 이전까지의 아침 시간동안의 거래는 근무 직원문제를 제외하고는 다른 문제는 없다. 그렇지만 서부에 근거를 둔 브로커/딜러들은 이 문제가 아주 중요할 수 있다.

공휴일 전날 시간외거래를 일찍 마감하거나 취소하는 것은 현재와 같은 거래소와 시장의 운영자에 의한 결정에 의해 이루어져야 한다.

나) 거래와 결제

거래는 당일에 처리되며, 결제는 주식의 경우는 3일 후에 옵션의 경우는 익일에 처리된다.

일반주문은 처리시간이 구체적으로 지정되어야 하며 정규시간에서 시간외거래 혹은 이와 역으로 이월될 수 없다.

다음과 같은 새로운 주문 형식이 존재하여야 한다.

- 1) 시간외거래 지정주문
- 2) 정규시간동안에 제출되었으나 시간외거래로 지정된 주문
- 3) 낮 시간동안과 시간외거래 동안에 거래되어 질 수 있는 취소전 유효 주문(Good-till-cancelled Order)
- 4) 시간외거래 동안에 제출되었으나 익일로 이월 가능한 취소전 유효 주문(Good-till-cancelled Order)

다) 거래될 상품

주식과 옵션은 거래가 되어야 한다.

라) 기업의 행동 및 발표의 거래에 미치는 영향

시간외 거래를 당일에 발생한 거래로 처리할 경우 기업의 행동은 운영에 영향을 미치지 않을 것이다.

위원회는 낮과 저녁시간사이에 기업이 뉴스를 발표할 것을 권장한다.

마) 종가의 정의

보고나 가치평가를 위해서는 오후 4시를 마감으로 하는 가격을 종가로 하여야 한다.

브로커/딜러는 증거금관리에 이 종가를 사용하여야 한다. 위원회는 투자자 인식문제 (증거금 추가납입요청은 전날 오후 4시 가격을 기준으로 이루어지지만 고객의 포트폴리오 가치는 시간외 거래동안에 크게 변했을

수 있다.)가 있을 수 있음을 인식한다. 브로커/딜러는 위험관리 등을 포함하여 다른 목적을 위하여는 다른 가격을 사용할 수 있다.

바) 실행시기 및 전략

시간외 거래는 호가단위의 십진수화 실행 이후 3개월이 지난 후에 시작하여야 한다. 만약 십진수화가 현재 예상 시작일인 2000년 7월 1일을 이후로 연기되어 진다면 이 권장사항은 다시 다루어져야 한다.

사) 규정 개정

시간외거래에서 규정282 (Mandatory Buy-In: 강제매입), 규정 284(Procedure for Closing Defaulted Contract: 불이행 계약 처리에 대한 절차) 하에서 행해지는 강제매입이 요구되거나 허용되어서는 안된다. 이 제한은 시간외 거래기간에서의 유동성과 변동성이 정규거래시간에서와 같아질 때까지 계속 유지되어야 한다.

규정296(유가증권의 대여와 대차의 변제)은 개정되어서는 안된다. 회원의 권리는 유가증권의 대여와 대차를 제공하는 다른 회원과의 협약에 준하여 계속 유지되어야 한다.

다. 거래관행에 관한 위원회

현재 존재하고 있는 그리고 미래에 존재할 수 있는 서로 다른 시간외 거래 환경들을 조정하고 구분하려고 워킹그룹은 노력하고 있다. 이러한 관점에서 몇몇 권장사항들은 주요거래소가 거래시간을 연장할 경우에만 적용될 것이다. 다른 권장사항들은 주요거래소가 거래시간을 연장하지 않는다고 하더라도 일반투자자를 위한 시간외거래가 어느 시스템에서라도 제공되는 한 적용될 것이다.

업계 관례와 규제의 경우에 있어서 워킹그룹은 시간외거래의 거래량이 새 규준의 채용에 중요한 역할을 할 것이다.

가) 시장분할과 투명성

토의 :

시간외거래에서 호가의 연계는 물론 공개된 호가와 거래결과의 투명성 및 통합이 투자자보호(특히 소매 투자자)에 매우 중요함을 인지하고 있다.

워킹그룹은 또한 통합, 투명성, 연계를 제공하는 시스템은 주요거래소의 거래시간에 상관없이 존재해야 한다는데 만장일치로 동의했다.

토의는 이 목적에 가장 잘 맞는 가장 가능하고 완전한 시스템에 관해 초점을 두고 있다.

현재 NASD와 SIAC에서 운용되고 있는 시스템들은 필요한 네트워크, 벤더와의 관계, 거래소와 브로커/딜러와의 연계를 대부분 가지고 있다. 현재 시스템의 성능 대부분이 단지 동부시간기준 오후 6시 30분까지만 가능하다.

권장사항:

현재 NASD와 SIAC 시스템에 의해 제공되어지는 서비스와 유사한 서비스를 제공할 경쟁시스템이 미래에 등장할 것이다. 주요거래소의 거래시간에 관계없이 현재 오후 6시30분까지 사용 가능한 시스템은 시간외거래에도 사용이 가능하도록 되어야 한다. 워킹그룹은 이러한 시스템이 적용되지 않은 상태로 소액 투자자들에 의한 시간외거래가 행해지는 것에 대해 매우 염려하고 있다. 이러한 관점에서 이러한 시스템들을 오후 6시 30분 이후까지 연장 운용될 것을 강력하게 권고한다. 워킹그룹은 이러한 시스템 운용 비용을 누가 지불을 할 것인지는 정하지 않았다. 정규거래 시간 동안 이 시스템의 사용과 최선의 거래를 강제하는 지침과 규정은 시간외 거래에도 계속 적용되어야 한다.

나) 변동성과 유동성

토의:

시간외거래에서 변동성과 유동성에 관하여, 워킹그룹은 만약 주요시장이 열려 있는 동안에는 규정은 계속해서 적절히 적용될 것이다. 각 주요시장은 유동성이 확보되고 회원사에 의해 질서 있는 시장이 유지될 수 있도록 규정을 수정해야하는가를 결정하여야 한다. 주요시장이 열리지 않았을 때에는, 아래에 명시되어 있는 것과 같은 특정 의무는 참여하는 브로커/딜러와 ECN이 준수해야 한다.

권장사항:

워킹그룹은 다음의 모범적 기준을 권장하였다.

- ① 매수와 매도는 오후 4시 종가로부터 변화를 백분율로 표시하여야 한다. 지정가주문만을 취급하여야 한다. 주문을 받은 브로커

는 어느 시간대에 거래를 체결할 것인지에 대해 명백하게 공시해야 한다.

- ② 주거래소가 폐장이 되었다고 하더라도, NASD는 중요한 시장 환경의 변화나 기업의 공시관련 사안이 발생했을 때 개별 주식의 거래를 중지할 수 있어야 한다.

다) 규정과 규제에 대한 검토

토의:

주요시장이 거래 시간을 연장하거나 혹은 시간외거래장을 새로이 만들든지에 상관없이, 시간외 거래에서 일반적으로 적용 가능하다고 생각되어지는 규정에 워킹그룹은 중점을 두었다. 주요시장에서 특정 거래 규정은 시간외거래에서도 적용될 수 있는지에 대한 평가가 다시 검토되어야 한다.

권장사항:

워킹그룹은 주요시장이 열리지 않았을 때 다음의 사항들을 권장하였다:

- ① 최선의 체결 원칙은 시간외거래 주문을 허용하는 브로커/딜러와 ECN에 적용되어야 한다.
- ② 시간외 거래를 허용하는 브로커/딜러와 ECN은 SEC와 NASDR의 주문처리규정과 보고규정을 지켜야 한다. 특히 주된 논의 규정중 확정호가규정, 규정 IM 2110-2(Manning II), 지정가주문게시규정, 90초 보고규정과 ATS규정 등이 잠재적 적용가능 규정으로 간주되었다.

라) 평가관례

토의:

주요시장의 오후 4시의 종가가 많은 금융상품의 평가와 결제의 표준이 되어 왔다. 예를 들어,

- ① 순자산가치(NAV) 관례
- ② 지수에의 편입 및 퇴출
- ③ 지수계산
- ④ 합병/인수된 회사의 최종 자산가치 평가
- ⑤ 증거금 계산
- ⑥ 옵션 만기
- ⑦ 순자본가치규정
- ⑧ 최초공모주(IPO) 및 유상증자공모가격의 결정

시간, 가격결정 방법, 그리고 오후 4시의 종가의 존재 유무 등에 있어서의 급격한 변화는 업계와 투자자에게 큰 영향을 미칠 것이다. 시간외거래에서 거래량이 유의하게 증가했을 때는 오후 4시의 종가는 더 이상 투자자에게는 유의한 일일자산가치평가기준으로 만족스럽지 않을 수도 있을 것이다.

위킹 그룹은 또한 오후 4시 이후에 휴장의 필요성에 대해 검토하였다. 기업의 뉴스 발표를 위한 시간을 주고(아래의 문제점5를 참조), 시스템이 가격정보를 정리하고 다시 수용할 시간을 주며, 오후 4시 종가가 때때로 오후 4시 이후 상당기간 동안 정해지지 않는 경우 등을 위하여 필요하다고 생각되었다.

권장사항:

"종가" 체계는 주요거래소에서 확립되어야 하며 오후 4시의 가격으로 지정되어야 한다. 이 후에는 시간외거래가 시작하기 전에 휴장(최소한 60분)기간이 있어야 한다. 이것은 청산 및 결제 그리고 운용 워킹그룹의 권장사항과 일치한다. 주요거래소는 다음의 권장사항에 의하여 경쟁적인 불이익을 당할 수 있다. 워킹그룹은 주요거래소를 위해 권장사항을 제시하여 주는 것이므로 그룹의 대다수는 SEC가 ECN, 지역 거래소, 브로커/딜러에게 오후 4시 이후에 휴장을 두는 것을 고려해야 한다고 제안했다.

마) 기업뉴스공개

토의:

워킹그룹은 기업의 중요뉴스 발표순간에 동 기업의 주식이 거래되는 주요시장에서 시간외거래에 미치는 영향을 염려하고 있다. 현재의 관행은 주식가격에 영향을 미치는 뉴스가 기업에 의해 거래가 끝난 후에 공시되어 투자자들이 이를 반영할 시간을 가지게 된다. 거래시간에 뉴스가 발표되었을 때에는 거래를 종종 중지시켜 뉴스가 시장에 확산될 수 있는 시간적 여유를 준다. 거래중지는 시장에 불연속성을 가져오므로 가능한 한 발동이 최소화되어야 한다. 만약 거래가 일정기간동안 공식적으로 중지되지 않는다면 기업과 자율규제기구는 더욱 자주 개별적인 주식의 거래를 중지해야 하며 심지어는 현재 일상적인 발표라고 여겨지는 것조차 거래를 중지하여야 할 것이다. 종가가 형성된 이후에 일정기간동안 주요시장에서 거래의 시간적 공백을 두는 것(이 문서에서 문제점4와 문제점6의 권장사항 참조)은 뉴스가 발표되고 대중이 이를 흡수할 수 있는 시간을 주기 위해서이다.

권장사항:

오후 4시 종가의 형성 후 최소한 60분 동안 주요시장은 거래를 중지해야 한다.

마) 최초공모주 및 유상증자주의 가격결정

토의:

만약 저녁장이, 특히 주요시장에서 형성된다면, 새로운 주식(최초공모주와 유상증자주)의 가격결정과 최초거래 관행에 고려해야할 문제점들이 발생할 것이다. 이러한 관행은 효율적 시장을 위해 중요한 요소가 될 것이다.

대부분의 새 증권은 거래장이 마감된 후에 가격이 결정되어진다. 이는 다음 거래일에 거래가 시작되기 전에 투자자에게 구두로 매입의사를 확인하고 인수단의 분배를 종결시키기 위한 시간을 주기 위해서이다. 이 과정은 SEC 규칙에 상응되어야 한다. 만약 시간외거래에서 유사한 주식(IPO의 경우) 혹은 발행자의 유가증권(유상증자공모 경우)의 거래가 계속된다면, 인수증권사는 가격 결정에 있어서 어려움을 겪게 되고, 투자자에게는 위험이 증가하게 될 것이다. 더 나아가서, 주식이 완전히 배분되지 않았을 경우, 인수자에 의한 시간외거래 시장에서의 거래는 규정M(Regulation M)의 적용을 받게될 것이다.

이러한 요소는 늦은 저녁 혹은 이른 아침(예를 들어, 오전 9시30분 개장에 대해 오전 7시 30분)에 까지 (특히 IPO의) 가격결정을 변하게 하는 압력을 가하게 된다. 유상증자의 경우 발행자와 인수자는 오후 4시 이후나 개장전에 공모가격을 결정함에 있어서 유연성이 있어야 한다고 믿는다. 가격결정이 오후 4시 이후 혹은 개장 전에 이루어진 것인가에 상관없이 거래가 시작되기 전에 요구되어지는 모든 규정의 단계를 완전히 다 수행

할 수는 없을 것이다.

권장사항:

- ① 종가는 동부시간기준 오후 4시(이 시간은 결청산 및 결제, 운용의 문제점에 관한 워킹그룹의 권장사항과 일치한다. 문제점4, 평가관계 참조)의 가격으로 계속해서 사용되어야 한다.
- ② SEC는 최초공모주 및 유상증자주의 가격결정에 있어 현재 통용되는 유연성 있는 가격결정 관례를 계속 사용할 수 있도록 규정을 검토하여야 한다. 이렇게 함으로써, 오후 4시 이후의 휴장 이후나 다음날 개장 전에 가격결정이 이루어 질 수 있다. 특히 SEC는 i)최종 가격(미리 정해진 가격범위내에서)과 ii)유가증권신고서에 대한 SEC의 효력발생 조건하에서 매매에 대한 구두확인의 허용여부를 고려하여야 한다. 이것은 가격결정이 오후 4:00에, 시간외 거래시간 후에, 또는 9시 30분 개장 전에 일어날 수 있는 유연성을 발행자와 인수자에게 제공해 줄 수 있다.