

미국주식시장의 재개편:  
Regulation NMS의 도입 및 시사점

2007. 3

연구위원 엄경식

연구위원 장병훈

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute



## 序 言

“시장간 경쟁을 통한 효율성 추구”라는 명제는 이제 세계주식시장의 흐름을 변화시키는 원동력으로 자리매김하고 있다. SEC는 1975년 증권거래법 개정 이후 지난 30여 년간 일련의 제도 개선을 통해, 그 사이 등장한 다양한 주식거래 장소(거래소, OTC, ATS, IB 등)를 모두 시장으로 인정하고, 이들 상호간에 경쟁을 촉진하는 정책을 추진하면서 미국주식시장의 발전을 도모해왔다. Reg NMS(2005년 4월 수정안 공포, 2007년 10월 시행 예정)는 SEC가 조성한 이러한 규제환경의 총체적 결정체라 할 수 있다. 이를 시행할 경우 미국주식시장에서는 보다 효율적으로 구비된 시장간 연계시스템을 통해 주문흐름을 둘러싼 시장간 경쟁이 현실화되고, 시장의 미시·거시구조에 일대 변혁이 발생할 것으로 예상된다.

Reg NMS의 시행으로 한국주식시장에서도 시장간 경쟁과 통합에 대한 논의가 다시 한 번 촉발될 것으로 예상된다. 현재 단일시장으로 운영되고 있는 KRX의 상황과 한국주식시장의 국제적 위상에 비추어 볼 때, 경쟁을 통해 한국주식시장의 효율성을 추구한다는 명제는 시의에 매우 동떨어진 논의로 비취질 수도 있다. 하지만 이는 그렇지 않다. 왜냐하면 “국내에서 자연독점의 장점을 추구하는 동시에, 발생 가능한 독점의 폐해를 통합거래소내 보완적 경쟁 및 국외 경쟁에 적극 노출시켜 방지해야 할 필요가 있다”라고 하는, 2005년 당시 KRX 시장 통합의 논리는 현 시점에서조차 아직 유효하기 때문이다. 또한 Reg NMS와 유럽판 Reg NMS인 MiFID의 시행으로 미국과 유럽주식시장에서 주문흐름을 놓고 거래소와 IB간의 일전이 불가피할 것으로 예상되는데, 한국주식시장도 이러한 현상으로부터 완전히 자유로울 수는 없을 것이다. 특히, 동북아 금융허브를 목표로 다양한 가격발견과 국제경쟁력을 갖춘 자본시장으로 도약하려는 한국의 입장에서 볼 때, 세계주식시장의 새로운 패러다임이

될 것으로 전망되는 Reg NMS의 이해는 필수적이라 할 수 있다.

본 보고서는 미국의 새로운 규제환경인 Reg NMS를 심도 있게 소개·분석하고, Reg NMS가 미국주식시장에 미칠 영향에 대한 전망과 한국주식시장에 주는 시사점을 파악하고자 하였다. 이를 위해 본 보고서는 Reg NMS가 도입되기까지 약 30여 년간 미국주식시장의 주요 제도 변화를 분석하였고, 이어 Reg NMS 프로포절의 구체적인 내용과 이의 긍정적·부정적 측면을 함께 고찰하였다. 또한 범유럽단일시장을 표방하며 유럽주식시장의 새로운 규제환경으로 등장할 MiFID(2007년 11월 시행 예정)를 소개하고, 이를 Reg NMS와 비교 분석하였다. 모쪼록 본 보고서가 한국주식시장의 규제환경을 개선하는데 도움이 되기를 기대해본다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 엄경식 연구위원과 장병훈 연구원에게 감사의 뜻을 표하며, 훌륭한 조언을 아끼지 않으신 서울대학교 법과대학 김건식 교수님, 본 연구원의 남길남 박사님, 홍익대학교 법경대학 정순섭 교수님께도 고마운 말씀을 드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2007년 3월

한국증권연구원

원장 최도성

## 목 차

---

---

<b>Executive Summary</b> .....	<b>viii</b>
<b>Abstract</b> .....	<b>xvi</b>
<b>I. 서론</b> .....	<b>3</b>
<b>II. Regulation NMS의 추진 배경</b> .....	<b>9</b>
1. 증권거래법의 1975년 개정: NMS 확립을 위한 시금석 .....	9
2. SEC가 “NMS의 전면적이고 즉각적인 시행”을 위한 조치를 연기한 이유 .....	14
3. NMS의 확립을 준비하기 위한 여러 조치들 .....	16
<b>III. Regulation NMS 프로포절</b> .....	<b>29</b>
1. Reg NMS 프로포절의 취지 .....	29
2. Reg NMS 2005년 수정안의 주요 내용 .....	33

3. 2004년 프로포절 vs. 2005년 수정안: Trade-Through Rule을 중심으로 .....	43
<b>IV. Regulation NMS 프로포절에 대한 평가 .....</b>	<b>51</b>
1. Trade-Through Rule에 대한 긍정적 견해 .....	51
2. Reg NMS에 대한 비판적 견해 .....	53
<b>V. MiFID: Reg NMS의 특성을 포괄하는 유럽의 규제환경 ..</b>	<b>63</b>
1. MiFID의 도입 배경과 정의 .....	63
2. MiFID가 표방하는 목적과 범위 .....	68
3. MiFID의 주요 내용: Reg NMS 관련 사항을 중심으로 .....	70
4. MiFID에 대한 업계의 평가 및 준비 상황 .....	75
<b>VI. 전망 및 한국주식시장에 주는 시사점 .....</b>	<b>79</b>
1. 미국주식시장에 대한 전망 .....	79
2. 한국주식시장에 주는 시사점 .....	83
<b>&lt;참고문헌&gt; .....</b>	<b>89</b>

## 표 목 차

---

---

<표 II-1> NMS 구축을 준비하기 위한 여러 조치: 요약 .....	25
<표 III-1> Regulation NMS 프로포절: 2005년 수정안 .....	42
<표 III-1> Regulation NMS 프로포절: 2005년 수정안(계속) .....	43
<표 III-2> 2004년 프로포절과 2005년 수정안의 비교: Trade-Through Rule을 중심으로 .....	47
<표 IV-1> Trade-Through Rule이 없다는 가정 하에 NBBO(최우선호가)와 차선후가의 차이로 인한 투자자의 추가부담 비용 .....	52
<표 IV-2> Trade-Through Rule의 기준을 완화할 경우 투자자의 추가부담 비용 .....	53
<표 V-1> MiFID의 주요 기타 규정(SI 영업 관련 의무) .....	74

## 약 어 표

---

---

ADF	Auxiliary Display Facility
AMEX	American Stock Exchange
ATS	Alternative Trading System
BBO	Best Bid and Offer
CAES	Computer-Assisted Execution System
CESR	Committee of European Securities Regulation
CLOB	Consolidated Limit Order Book
CQ	Consolidated Quotes
CQS	Consolidated Quotation System
CT	Consolidated Trades
CTS	Consolidated Tape System
DB	Deutsche Börse
DJIA	Dow Jones Industrial Average
EC	European Commission
ECNs	Electronic Communications Networks
ETFs	Exchange-Traded Funds
EU	European Union
FDIC	Federal Deposit Insurance Corporation
FSA	Financial Services Authority
FSAP	Financial Services Action Plan
IB	Investment Bank
ISD	Investment Services Directive
ITS	Intermarket Trading System
KRX	Korea Exchange
LSE	London Stock Exchange
MTF	Multilateral Trading Facility

MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
NASD	National Association of Securities Dealers
NBBO	National Best Bid and Offer
NMS	National Market System
NSX	National Stock Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
OHR	Order Handling Rule
OTC	Over-The-Counter
OTCBB	OTC Bulletin Board
PHLX	Philadelphia Stock Exchange
Reg ATS	Regulation Alternative Trading System
Reg NMS	Regulation National Market System
SEAO	Stock Exchange Automated Quotation
SEC	Securities and Exchange Commission
SETS	Stock Exchange Electronic Trading System
SI	Systematic Internalizer
SIAC	Securities Industry Automation Corporation
SIP	Securities Information Processor
SRO	Self-Regulatory Organization
TAQ	Trades and Quotes
UTP	Unlisted Trading Privileges
VWAP	Volume-Weighted Average Price

## 《 Executive Summary 》

본 보고서의 목적은 다음과 같다.

- 최근 들어 미국주식시장의 지평을 급격히 변모시키고 있는 미국의 규제환경인 Regulation NMS(National Market System, 이하 “Reg NMS”)를 소개·분석하여 그 의미를 파악함
- Reg NMS 및 유럽의 관련 규제환경인 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)로 인해 가까운 장래에 세계주식시장에서 전개될 것으로 예상되는 변화를 전망함
- 이러한 변화가 한국주식시장에 미치는 영향 및 시사점을 도출함

### I. Reg NMS의 정의 및 세부 규정

<정의 및 경과> Reg NMS란 “1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 1975년 개정(1975 Amendments to Securities Exchange Act, 이하 ‘증권거래법의 1975년 개정’)에서 정립된 미국주식시장의 구조 개선에 대한 기본 방향 및 목표를 구현하기 위해, SEC(Securities and Exchange Commission)가 제정한 네 가지 구체적인 규정(a set of rules)을 의미한다. SEC는 2004년 2월 첫 번째 프로포절(이하 “2004년 프로포절”)을 발표하였다. 이후, 공청회와 코멘트 수집을 거쳐 2005년 4월 새로운 수정안(이하 “2005년 수정안”)을 확정 공표했으며, 2007년 10월 이를 시행할 예정이다.

<세부 규정> Reg NMS 2005년 수정안에 제시되어 있는 네 가지의 구체적인 규정은 다음과 같다.

① **Order Protection Rule(a.k.a. Trade-Through Rule).** Trade-Through Rule은 투자자에게 최선의 체결(Best Execution)을 보장하기 위해 “trade-through”를 효과적으로 방지하려는 규정으로, 미국내 주요 시장(거래소, ATS, IB 등)을 연계하는 ITS(Intermarket Trading System) Plan 하에서 1981년부터 시행되었다. (Trade-through란 주문이 ITS를 통해 전국최우선평가(NBBO)가 게시된 시장에서 체결되지 않고, 그 보다 열위의 가격이 게시된 시장에서 체결되는 것을 의미함.) 2005년 수정안은 기존 ITS Plan 하의 Trade-Through Rule을 혁신적으로 발전한 최신의 IT 환경에 맞게 개선하고, 이를 오직 “자동화된 호가에만 한정”해 “엄격하게” 적용함으로써, Best Execution을 확고하게 달성하려는 거래원칙이다. 또한 2005년 수정안에서는 적용대상 증권을 Nasdaq 전종목으로 확대하였다.

② **Access Rule.** 시장에서 제시된 NMS 증권의 NBBO에 시장참여자가 공정하고 효율적으로(제한 없이, 비차별적으로), 또한 최신의 IT를 이용하여 접근할 수 있도록 하는 규정이다. 주요 내용으로는, NMS 참여시장들로 하여금 기존의 ITS 이외 최신의 IT 수준을 반영한 “사적 링크(private linkage)”도 사용할 수 있도록 한 것과 접속료(access fee)가 주당 0.3센트를 초과할 수 없도록 한 것을 들 수 있다.

③ **Sub-Penny Rule.** 모든 시장참여자들에게 1달러 이상의 호가에 대해서는 1센트 미만의 가격조정을 금지하는 규정이다(호가

1달러 미만인 경우는 1/40달러 미만 금지). 이는 아주 작은 가격조정으로 보호대상 지정가주문의 우선적 체결이 저해되는(stepping ahead) 관행을 개선하기 위해서 도입되었다.

④ **Market Data Rule.** NMS 증권에 대한 시장정보를 보다 효과적으로 통합·분배·제시하도록 시스템을 개선하고 관련 SRO 및 회원에게 정보수수료를 할당하는 방식을 개선하기 위해, “SRO Joint Industry Plan”을 개정한 규정이다. 주요 내용으로는, SRO가 해당 회원에게 시장정보 관련 수익을 할당할 때 가격발전기능에 미친 공헌도를 기준으로 이를 수행할 것과 SRO 회원들에게도 그들이 가진 고유 정보를 독자적으로 분배할 수 있도록 권한을 부여한 것을 들 수 있다.

## II. 2005년 수정안 vs. 2004년 프로포절

2005년 수정안이 2004년 프로포절과 가장 크게 구별되는 점은 다음 두 가지라 할 수 있다. 첫째, 2005년 수정안에서는 Trade-Through Rule의 적용범위를 자동주문으로만 제한하였다. 이는 2004년 프로포절이 비자동화시장(예: NYSE)에 제공했던 상대적 이점을 제거하여 공정한 경쟁체제를 확립하기 위해서였다. 둘째, 2004년 프로포절에 포함되었던 “Opt-Out Exception Rule”을 삭제하였다. Opt-Out Exception Rule이란, 투자자가 자신이 제시한 주문을 Trade-Through Rule이 규정한 시장간 가격보호의 대상으로부터 “벗어날(opt-out)” 수 있도록 옵션을 부여한 규정이었다. 2005년 수정안에서 이를 삭제한 것은 시장간 가격보호(intermarket price protection) 원칙을 확고히 하기 위해서였다.

### III. Reg NMS에 대한 평가

두 차례에 걸친 Reg NMS 프로포절에 대한 평가, 그 중에서도 가장 핵심적 규정인 Trade-Through Rule에 대한 평가는 다음과 같다.

<긍정적 견해(SEC)> Trade-Through Rule로 인해 정보비보유자(대개 일반투자자)의 지정가주문이 보호되어 시장유동성이 증가한다(즉, 가격발견이 향상된다). 또한 Best Execution에 대한 투자자의 믿음을 확고하게 해, SEC의 투자자보호정책에 대한 신뢰성을 제고한다.

#### <비판적 견해(학계 및 실무계)--시장미시구조 측면>

① **시장유동성 제고.** 시장유동성이란 반드시 정보비보유자의 지정가주문에 의해 형성되는 것은 아니며, 정보보유자의 전략적 행동과도 밀접하게 연결되어 있다(Bloomfield, O'Hara and Saar (2005)). 지정가주문장제도를 이용하는 시장에서 가격우선원칙을 엄격하게 적용할 경우 정보비보유자에게 정보가 적절하게 제공되지 않기 때문에, 가격우선원칙은 정보비보유자가 효율적인 가격발견을 달성하는데 공헌할 수 없게 된다(Madhavan(1995), Bloomfield and O'Hara(1999)). 시장에 투명성이 높아질수록 유동성은 풍부해지기 때문에, trade-through를 금지하기 보다는 오히려 trade-through 관련 정보의 공개 수준을 높이는 조치가 더 바람직하다(Hendershott and Jones(2005b)).

② **투자자보호.** 기관투자자들의 거래비중이 현실적으로 매우 큰 상태에서 Reg NMS는 이들의 요구를 제대로 수용하지 못하고 있다.

#### <비판적 견해(학계 및 실무계)--시장거시구조 측면>

① **시장분할 관련 이슈.** 시장분할을 해소하기 위해 도입된 시장간 연계기술(linkage technology)이 특정 시장의 IT 환경에 유리 또는 불리하게 작용함으로써, Reg NMS 하에서 특정 시장이 선호되는 것을 방지하지 못할 수 있다. 또한 교차상장으로 인해 NMS 증권의 국제적 시장분할 가능성이 커짐에 따라, SEC가 NMS 증권의 모든 거래를 연계하여 포착하려는 목표는 애초부터 잘못된 구상일 수 있다는 비판이 일각에 존재한다.

② **NYSE의 지위 강화 가능성.** 다른 시장의 거래자들에게 가격발견이 효율적으로 이루어지는 NYSE로 무임승차(free-riding)할 수 있는 기회를 제공할 수 있다.

#### IV. MiFID--유럽판 Reg NMS

현재 유럽주식시장은 범유럽단일시장(pan-European single market)이라는 목표 하에 EU 차원의 시장규제 관련 입법이 3단계에 걸쳐(2007년 11월 완료 예정) 진행되고 있다. MiFID는 이러한 입법과정의 1단계(Level 1)에서 제시된 “유럽자본시장 규제환경”의 큰 골격을 의미하며, 25개 EU 회원국 뿐만 아니라 세계자본시장 및 산업, 관련 제도 모두에 걸쳐 큰 파장을 미칠 것으로 예상된다. (세부적인 사항은 다르지만, Best Execution 의무, 시장투명성 규정 등 주식시장과 관련한 주요 내용은 Reg NMS와 매우 유사하다.)

## V. Reg NMS 시행과 더불어 미국주식시장에 나타날 것으로 예상되는 변화(또는 효과)

① 주식거래 관련 틈새시장(niche market)의 활성화와 이를 시장간 경쟁에 활용하려는 전략적 노력이 치열해질 것으로 전망된다.

② IB에 의한 거래소의 신설 및 합병이 활발해져, 주문흐름을 확보하기 위해 거래소와 IB간의 경쟁은 치열해질 것이다. 이러한 현상은 미국주식시장에 현실적으로 존재하는 시장의 다양성을 SEC가 적극 인정함으로써 나타날 수 있게 되었다.

③ 주식거래 관련 IT 산업에 매우 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 결국 시장간 연계 관련 산업에 적극 참여하는 IT 기업들이 Reg NMS 시행의 최대 수혜자가 될 것이다.

④ (비록 전면에 나서지는 않겠지만,) 미국주식시장(협의로는 거래소시장)이 세계주식시장에서 선도적인 지위를 유지·발전할 수 있도록 SEC에 의한 간접적 정책지원이 상당히 이루어질 것으로 예상된다.

## VI. 한국주식시장에 주는 시사점

<경쟁 vs. 통합> Reg NMS의 시행은 한국주식시장에 시장간 경쟁과 통합에 대한 논의를 다시 한 번 촉발시킬 것으로 보인다. 이는 KRX 통합의 암묵적 전제조건인 간접적 경쟁(통합거래소내 보완적 경쟁 및 국외 경쟁)은 실현되지 않은 채, 한국증권선물거래소법에 의한 KRX의 독점은 이미 공식적으로 인정되어 독점의

폐해에 대한 우려만이 현실화 될 수 있다는 딜레마에서 비롯된다. 현행 유사시설 개설의 금지(거래소 독점 인정)로 인해 한국 주식시장에서는 틈새시장의 자생적 발생(간접적인 경쟁 허용) 가능성이 원천봉쇄 되어 있어, 주식거래의 국제화와 주식거래 관련 IT 및 IB의 발전이 지체될 가능성이 매우 높다. 지금은 한국주식 시장이 다양한 (효율적인) 가격발견을 제공할 수 있고, 또 국제 경쟁력을 갖춘 시장이 될 수 있도록 하는 조치가 반드시 필요한 시점이다. 이를 위해 한국주식시장의 독점을 고착화시키고 있는 여러 법적·제도적 제약(예: 한국증권선물거래소법에 명시되어 있는 유사시설 개설의 금지 조항)을 완화시키는 작업이 우선적으로 시행되어야 할 것이다.

**<한국주식시장에서 거래소와 IB간의 경쟁 가능성>** 한국주식시장에서 거래소와 IB간의 경쟁 가능성은 “향후, 한국주식시장에서 거래소의 독점을 정당화 하는 제도가 개선되고 IB가 하나의 시장으로서 공식적으로 인정된다”는 전제 하에서는, “긍정적”이라고 말할 수 있다. 그 이유는 다음과 같다.

① KRX가 IPO를 통해 실질적인 주식회사로 전환될 것이라는 점이다. KRX라는 영리기업(물론, 특수성도 존재함)과 IB라는 영리기업간에 상업적 이해를 놓고 서로 경쟁하는 것은 매우 자연스러운 귀결이라 할 수 있다.

② IT 발전과 더불어 급격하게 변모한 현대 거래소의 기능에서 그 해답을 찾아볼 수 있다. 향후 현대 거래소는 미디어 회사가 되거나(Lee(2002)), 유동성 제공에 의한 가격발견기능만을 수행하게

될 것으로 전망되고 있다(Macey and O'Hara(1999)). IB의 내부화가 하나의 시장으로 인정되면 IB는 이 부문의 수익을 위해 당연히 효율적인 가격발견을 확보하려 할 것이다. 이 경우 IB와 거래소는 주문흐름을 놓고 노골적인 경쟁을 해야 할 것이다.

③ 2008년 발효될 것으로 예상되는 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”에 대한 기대 때문이다. 이 법의 시행으로 인해 IB가 특정 주식에 대해 상당량의 주문흐름을 확보할 수 있게 되면, 미국주식시장에서 발생 초기, ECNs이 Nasdaq의 주문흐름을 잠식해 가는 것과 같은 과정이 한국주식시장에서도 재연될 수 있을 것이다.

④ 예상보다 빨리 이루어지고 있는 전세계주식시장간 연계 가능성을 들 수 있다. Reg NMS와 MiFID는 전세계주식시장을 주도적으로 이끌고 있는 미국과 유럽주식시장을 지배하게 될 규제환경이기 때문에, 이들이 전세계주식시장 규제의 보편적 패러다임이 될 가능성은 매우 높다고 볼 수 있다. 이렇게 되면 Reg NMS와 MiFID의 규제 하에 있는 미국과 유럽거래소, 이들과 이미 경쟁관계에 들어서 있는 IB가 국내주식시장에서도 어떤 식으로든지 거래 기능과 관련하여 활약할 수 있을 것이다. 이 경우 한국주식시장에서 거래소와 IB의 경쟁은 불가피할 것으로 보인다.

《 Abstract 》

**U. S. Securities Market Restructuring due to  
Regulation NMS, and Its Implications for Korean  
Securities Markets**

This report has the following objectives: first, we introduce and analyze Regulation NMS (hereafter Reg NMS), a new US regulatory environment which is drastically changing the functioning of US stock markets. Second, we discuss the implications of Reg NMS and MiFID (Markets in Financial Instruments Directive), the associated new European regulatory environment, for stock markets around the world. Third, we derive the implications for the Korean stock markets of Reg NMS.

Reg NMS is a set of four rules enacted by the SEC, which is intended to realize the fundamental principles and objectives set up in the 1975 Amendments to the Securities Exchange Act. The SEC released the first proposed draft of Reg NMS in February 2004. After several public hearings, the SEC adopted a revised version in April 2005. Reg NMS is scheduled to be enforced effective October 2007.

Reg NMS consists of the following four rules:

- **Order Protection Rule (a.k.a. Trade-Through Rule):** This is a rule to guarantee the Best Execution to traders. It requires that

orders to be routed to whatever venue has the national best bid or offer (NBBO) price. The Trade-Through Rule was enacted in 1981 under the intermarket trading system (ITS), but did not work well because of outdated linkage technology among the exchanges. Reg NMS requires improvements in the electronic linkage of all US brokerages and exchanges, making the rule more effective, and expanding the rule to all Nasdaq firms.

- **Access Rule:** This rule guarantees all traders full access, without discrimination, to the NBBO for all the NMS securities, using an appropriate state of the art information technology (IT). It allows NMS trading venues to use private linkage equipped with most recent IT innovation, as well as the current ITS. It limits the access that NMS trading venues can charge for access to no more than 0.3 cents per share.

- **Sub-Penny Rule:** This rule protects orders at the NBBO price from being outbid by a very small amount. NBBO orders must be beaten by at least 1 cent (1/40 dollar) for a quote above (below) 1 dollar.

- **Market Data Rule:** This rule requires that market data for NMS securities be consolidated, distributed, and displayed effectively. It also improves the formula for allocating information revenue to the associated self-regulatory organization (SRO) to take into account the contribution to price discovery within the NMS.

The following changes or effects are anticipated in US stock markets soon after Reg NMS becomes effective. First, the niche market for the provision of intermarket linkage will expand and prosper. Trading venues will actively make use of these services to obtain a competitive edge. Second, global investment banks (IBs) will actively found new exchanges or purchase existing exchanges, and fiercely compete for order flow against the leading current exchanges and each other. Third, the SEC will continue to take steps to help the US stock exchanges maintain their leading position in the world.

The enforcement of Reg NMS (and MiFID) has the following implications for the Korean stock markets. First, the enforcement of Reg NMS will trigger discussion about competition and consolidation in the Korea stock markets. The KRX consolidation in 2005 produced a dilemma, since the detrimental effects of the monopoly status of KRX have been realized, while the benefits of indirect competition (within the KRX and against other neighbor countries' exchanges) seem not to have been realized. The legislated monopoly status of KRX precludes the development of "pseudo-trading facilities," and thus the development of niche markets, for example in overnight trading or intermarket linkage. In turn, this will deter the internationalization of stock trading and the development of IBs and IT associated with stock trading in Korea. Second, IBs could emerge as competitors to the KRX,

provided that the legislated monopoly of KRX is relaxed and IBs are permitted to serve as trading venues.

Measures are needed to facilitate efficient price discovery and give Korea exchanges a greater competitive edge within Asian stock markets. The primary effort should be toward relaxing the legal and institutional restrictions that help maintain the monopoly status of KRX.



## 1. 서론

---



## I. 서론

2005년 이후 미국의 주요 거래소들은 “혼합형 시장구조(hybrid market structure)<sup>1)</sup>”로 거래메커니즘을 전환하고 외국(특히 유럽)거래소와 국제적 합병을 시도하는 등 이전에는 상상하기 힘들었던 변화를 급격히 시도하고 있으며, 이러한 노력의 결과들은 속속 가시화되고 있다. 예를 들어, NYSE(New York Stock Exchange)는 이미 전자주문장제도를 갖춘 ECN(Electronic Communications Network) 겸 거래소인 ArcaEX와의 합병을 완료하였으며, 2007년 상반기에 Euronext(파리, 암스테르담, 브뤼셀, 리스본거래소 및 Liffe의 합병으로 탄생한 거래소)와의 합병을 완료할 예정이다. Nasdaq도 ECN인 Inet과 합병한 후 수정경쟁매매 메커니즘으로 점차 전환하고 있으며, LSE(London Stock Exchange)와의 합병(2006년 11월 현재 28.75% 확보)도 다각적으로 추진하고 있다.<sup>2)</sup> 이 같은 현상은 조만간 미국주식시장의 규제환경을 혁신적으로 변모시킬 “Regulation NMS(National Market System, 이하 ‘Reg NMS’(2007년 10월 시행 예정))”에 보다 효율적이고 신속하게 대비하여 시장지배력을 확보하려는 시장(trading venue or center)<sup>3)</sup>간 경쟁에서 비롯된 것이라 할 수 있다.

Reg NMS란 “1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 1975년 개정(1975 Amendments to Securities Exchange Act, 이하 ‘증권거래법의 1975년 개정’)”에서 정립된 미국주식시장의 구조 개선에 대한

- 1) 순수경쟁매매 메커니즘으로 전환하기 위한 전단계로, 기존의 수정경쟁매매(스페셜리스트제도) 및 딜러 메커니즘에 전자주문장제도(electronic limit-order system)를 혼용하는 시장구조를 의미한다.
- 2) 미국과 유럽거래소간의 “trans-Atlantic exchange” 설립 (가능성) 및 미국, 유럽, 아시아거래소간의 합병 또는 전략적 제휴 움직임에 관한 최근의 전개 상황에 대해서는 엄경식·김영식·정순섭(2006)을 참조하기 바란다.
- 3) 여기서 시장이란 거래소, ECNs 뿐만 아니라, ATS(Alternative Trading System), 투자은행(Investment Bank: IB) 등을 포괄한다. 보다 자세한 논의는 후술한다.

#### 4 미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점

기본 방향 및 목표를 구현하기 위해, SEC(Securities and Exchange Commission)가 제정한 네 가지의 구체적인 규정(a set of rules)을 의미한다: Order Protection Rule(a.k.a. Trade-Through Rule), Access Rule, Sub-Penny Rule, Market Data Rule. 이들 규정이 시행될 경우, 관련 시장들은 투자자가 제시한 가격이 엄격하게 보호될 수 있도록 거래시스템을 지금보다 훨씬 더 개방적이고 투명하게 변모시켜야 한다. 또한 높은 투명성(transparency)을 바탕으로 효율적 경쟁체제를 구축하여 시장 전체의 유동성을 제고하려는 SEC의 목표에 부합하도록, 거래소, ATS(특히 ECNs), IB 등 각 시장은 상호 시스템을 긴밀히 연계시켜야 한다. 결국, Reg NMS는 증권거래법의 1975년 개정 이후 지난 30여 년간 SEC가 조성한 일련의 규제환경의 총체적 결정체라 할 수 있으며, 이의 시행으로 인해 지금까지와는 질적으로 다른 시장간 경쟁이 유발되어 미국주식시장의 미시·거시구조(market micro- and macro-structure)에 대변혁이 발생할 것으로 전문가들은 예상하고 있다.

미국주식시장에서의 이러한 변화는 당연히 세계주식시장에도 큰 파장을 불러일으킬 것으로 예상된다. 여기에 유럽판 Reg NMS라 할 수 있는 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)마저 시행(2007년 11월 예정)된다면 Reg NMS가 전세계주식시장 규제환경의 새로운 패러다임이 될 가능성은 매우 높을 것이며, 한국주식시장도 이러한 시대의 조류로부터 완전히 자유로울 수는 없을 것으로 전망된다. 사안이 이렇듯 중요함에도 불구하고, 현재 한국에는 Reg NMS에 대한 심도 깊은 연구가 전혀 없을 뿐만 아니라 소개조차 제대로 이루어지지 않아 이에 대한 연구가 매우 시급한 실정이다.

이에 본 보고서는 ① 최근 들어 미국주식시장의 지평을 급격히 변모시키고 있는 Reg NMS를 소개·분석하여 그 의미를 파악하고, ② Reg NMS와 MiFID로 인해 가까운 장래에 세계주식시장에서 전개될 것으로 예상되는 변화를 전망한 후, ③ 이러한 변화가 한국주식시장에 미치는

영향 및 시사점을 도출하고자 한다.

이를 위해, 본 보고서에서 구체적으로 수행하는 연구 내용은 다음과 같다. 먼저, II장에서는 지난 30여 년간 미국주식시장의 규제환경을 둘러싸고 발생한 주요 제도 변화를 종합하여 Reg NMS의 추진 배경을 살펴봄으로써, NMS 구축을 위한 SEC의 단계적 추진 과정을 논의한다. III장에서는 SEC가 공표한 일련의 Reg NMS 프로포절을 소개하면서 그 구체적인 내용과 의미를 분석하며, IV장에서는 Reg NMS가 시장에 미칠 것으로 예상되는 긍정적·부정적 효과에 대해 살펴본다. 다음으로, 범유럽단일시장을 향한 새로운 규제환경인 MiFID를 주식시장과 관련된 내용에 한정하여 V장에서 소개하고 이를 Reg NMS와 비교 분석한다. 마지막으로, VI장에서는 Reg NMS로 인해 미국주식시장에서 발생 가능한 변화를 조명해보고, 이를 통해 한국주식시장에 대한 시사점을 도출한다.



## II. Regulation NMS의 추진 배경

---

1. 증권거래법의 1975년 개정: NMS 확립을 위한 시금석
2. SEC가 “NMS의 전면적이고 즉각적인 시행”을 위한 조치를 연기한 이유
3. NMS의 확립을 준비하기 위한 여러 조치들



## II. Regulation NMS의 추진 배경

Reg NMS에 대한 1차 프로포절은 2004년에 이루어졌다(III장 참조). 본 장에서는 1차 프로포절을 공표하기 이전에 Reg NMS와 관련하여 전개된 일련의 과정에 대해 고찰한다. 주요 내용으로는, 증권거래법의 1975년 개정과 함께 가시화된 NMS를 발전시키기 위한 구상 및 이와 병행해서 시행된 고정수수료제도의 폐지 등을 포함한 초기의 개혁에서부터, 개정 이후 SEC가 NMS를 구축하기 위해 반경쟁적 규제의 폐지를 전면적으로 즉시 시행하지 않은 이유 및 효율적인 시장간 연계를 위한 일련의 시스템 도입 등을 포함한 후속 조치까지가 포함된다.

### 1. 증권거래법의 1975년 개정: NMS 확립을 위한 시금석

#### 가. 배경 및 의의

1975년 이전까지 미국은 지역별로 복수의 거래소가 존재하는 시스템을 유지했었다. 이로 인해 각각의 거래소는 지역적 특색에 맞춰 시장을 운영하였으며, 그 결과 거래소 시장간에 경쟁이 제한되는 소위 “지역별 거래소(regional exchange)의 자연독점(natural monopoly)”이 유지될 수 있었다.<sup>4)</sup> 때문에 이와 관련하여 시장분할(market fragmentation)<sup>5)</sup>의 문

---

4) 미국거래소가 통합되지 않은 상태로 존속할 수 있었던 주요 이유는 다음과 같다. 첫째, 해당 회원들에게 “시장집중의무(Concentration Rule)”를 부과하였기 때문에 각 거래소는 이들에 대한 통제력을 유지할 수 있었다. 둘째, 지역성을 바탕으로 하여, 거래되는 상품을 차별화 할 수 있었다(김근수·변진호(2002) 참조).

제점 또한 항상 주요 이슈로 제기되었다. 여기에 더해 1967년부터 1970년에 걸쳐 발생한 소위 “후선업무위기(back-office crisis)”의 촉발은 의회로 하여금 미국주식시장의 구조 전반에 대한 개선을 검토하지 않을 수 없게 하였다.<sup>6)</sup> 이를 반영하여 의회는 1975년 증권거래법을 개정하였으며, 의회로부터 권한을 위양 받은 SEC는 이를 시발점으로 하여 1970년대 후반 이후 30여 년간 지속적으로 증권 관련 제도나 규제에 대한 다양한 개혁조치를 취하였고, 그 완결판이 Reg NMS인 것이다.

## 나. 개정 목표

증권거래법의 1975년 개정은 1934년 증권거래법에 “Section 11A”를

- 
- 5) 정책당국인 SEC의 우려와 Mendelson(1987), Madhavan(1995) 등의 이론적 연구결과와는 달리, 시장분할이 시장의 질적 수준(market quality)에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과는 일의적이지 않다(양의 관계: Mayhew(2002), Conrad, Johnson and Wahal(2003); 음의 관계: Amihud, Lauterbach and Mendelson(2003), Barclay and Hendershott(2004), Bennett and Wei(2005) 등 참조). 또한 소량매매가 형성되는 유통시장(downstairs market)을 연결하는 것은 생각보다 훨씬 더 어려울 것이고, 오히려 대량매매가 형성되는 유통시장(upstairs market)의 통합이 보다 현실적이라는 의견도 있다(Stoll(2001) 참조).
  - 6) 후선업무위기 사건은 청산·결제에 증서의 물리적 이동이 필요했던 이 시기에 거래량이 폭증(NYSE의 일평균거래량이 2백만주에서 12백만주 이상으로 증가)해서 관련 업무(예: 입회장보고서, 대조, 회송지시서, 계약서 및 결제보고서 등)가 마비된 것에서 출발하였다. 게다가 이러한 혼란을 틈타 1억달러 상당의 증권 도난이라는 증권 관련 형사사건까지 발생하였다. 이에 의회는 SEC에 기관투자자의 시장행위에 대한 조사를 지시하였고, 이에 대한 보고서인 “Institutional Investor Study Report(1971)”는 증권거래법의 1975년 개정의 첫 단서가 되었다. 이후 “Statement on the Future Structure of the Securities Markets(1972)”, “Policy Statement on the Structure of a Central Market System(1973)” 등이 증권거래법의 1975년 개정을 예비하였다.

삽입한 것을 의미한다. 1975년 개정은 주식시장의 반경쟁적 규제를 철폐하고 “전국적으로 중요성을 갖는 증권(securities of national importance)”에 대해 “미국내 다양한 시장을 망라한 전국시장시스템(이하 ‘NMS’)”을 확립하기 위한 결정적 조치였다. 이의 강력한 추진을 위해 SEC는 자신의 권한을 강화하는 한편, 1934년 증권거래법에서 제시한 다음 다섯 가지 사항을 달성해야 할 구체적 목표로 재정립하였다.<sup>7)</sup>

- 증권거래의 효율성 증진
- 브로커·딜러간, 거래소시장간, 거래소시장과 다른 시장간 공정한 경쟁체제 구축
- 브로커·딜러 및 투자자의 시장정보(거래 및 호가정보)에 대한 접근 용이성 확보
- 브로커·딜러가 최선의 조건으로 투자자(또는 자신)의 주문을 체결할 수 있도록 하는 소위 “Best Execution”의 실현
- 투자자간 직거래 확대

상기 목표에 향후 미국주식시장이 갖추어야 할 미시·거시구조의 구체적인 형태에 대한 언급이 없다는 점은 매우 흥미롭다. 이는 경쟁 이후의 궁극적 모습이 무엇이든지간에(즉, CLOB(Consolidated Limit-Order Book)를 통한 독점시장의 등장이든 또는 복수의 시장간 지속적 경쟁이든), 경쟁을 통해 시장의 효율성을 추구하는 것이 미국주식시장에 대한 SEC의 기본자세인 것을 감안하면 그다지 놀라운 일이 아니다.<sup>8)</sup>

7) 독자의 이해를 명확하게 하기 위해 영어원문을 제시하면 다음과 같다: ① economically efficient execution of transactions, ② fair competition among broker-dealers, among exchanges, and between exchanges and other markets, ③ ready availability of quotation and transaction information to broker-dealers and investors, ④ ability of broker-dealers to execute orders in the best market, ⑤ opportunity, consistent with other goals, for investors to execute orders without the participation of a dealer.

증권거래법의 1975년 개정은 장기적으로 미국주식시장에 존재하는 반경쟁적 규제와 관습을 철폐시키는 것이다. 여기서 SEC가 주목한 것은 시장간 경쟁을 통한 효율성의 증대와 주문흐름(order flow)의 분할에 따른 비효율성의 증대라는 두 가지 상충적인 요소를 조율하는 문제였다. 이에 대해 SEC는 자유로운 경쟁은 장려하되 분할된 시장을 연결해주면 이러한 문제를 해결할 수 있을 것으로 판단하였다. 고정수수료(fixed commission) 제도의 폐지, 시장집중의무의 점진적 폐지, 미국주식시장을 구성하는 다양한 시장<sup>9)</sup>이 제각기 분할되지 않고 서로 연결되어 효과적으로 경쟁할 수 있도록 하는 시스템의 개발, 개별시장내의 미시구조 관련 사항의 조정 등과 같은 후속 조치가 이를 구현하려는 SEC의 노력에 해당된다.

결국, 증권거래법의 1975년 개정은 SEC로 하여금 미국내 주요 증권을 전국적으로 집중화된 시스템에서 거래할 수 있도록 권한을 부여한 것이다.<sup>10)</sup> 물론 여기에는 다음과 같은 조건이 전제되어 있다. 첫째, 집중화된 시장에 참여하는 개별시장들 간에 경쟁을 보장한다. 둘째, 이들 개별시장에서 형성된 정보를 효율적으로 연계한다.

- 
- 8) 좀 더 정확하게 말하면 이는 의회가 1975년 증권거래법을 개정한 기본자세이다.
  - 9) 여기서 언급된 시장이란 상당히 넓은 의미로 정의되어 있다. 즉, 전국거래소, 지역별 거래소, 조직화된 장외시장(당시 Nasdaq)은 물론이고, IB 내부에서 주문이 매칭(matching)되어 거래가 형성되는 소위 내부화(internalization)가 발생하는 추상적 장소도 포함한다.
  - 10) 증권거래법의 1975년 개정 이후 지난 30여 년 동안 SEC가 자신에게 부여된 정도를 넘어서 과도하게 권한을 행사했고 Reg NMS에 그러한 위험적 요소가 포함되어 있다는 주장도 있다(Oesterle(2006) 참조).

## 다. 병행적 조치: 미국주식시장의 May Day, 고정수수료제도의 종결

최근 들어 다소 흔들리고는 있지만, 1970년대 미국주식시장에서 NYSE가 차지했던 확고한 지위에 대해서는 의심할 여지가 없었다. 따라서 SEC는 투자자보호 문제에 주로 관심을 집중시키고,<sup>11)</sup> “시장구조(market structure)는 시장참여자에 의해 결정되어야 한다”라는 1934년 증권거래법의 기본원칙에 바탕을 두고, 이에 대해 별다른 관심을 보이지 않았다. 그러나 그동안 성장한 기관투자자의 대량매매(block trading) 급증이 고정수수료제도로 대표되는 기존의 불합리한 제도와 맞물려 시장간 경쟁이 진전되고, 이어 시장분할 현상이 현저해지자 상황은 크게 달라졌다.

당시 거래량에 비례하여 수수료를 부과하는 방식이었던 NYSE의 고정수수료제도는 투자자, 그 중에서도 대량매매를 주로 하는 기관투자자들에게 큰 부담으로 작용하기 시작하였다.<sup>12)</sup> 결국, 수수료가 너무 높다고 판단한 기관투자자들은 제3시장(third market 즉, 비회원사에 의해 NYSE 상장종목이 거래되는 장외시장. Madoff가 대표적 증권사임) 및 수수료를 할인받을 수 있는 지역별 거래소로 주문을 전환<sup>13)</sup>하기 시작하였다. 이에 따라 NYSE에서의 거래와 유동성은 감소하였고, 동시에 시장간 거래가격이 상이하게 되는 시장분할이 발생하였다. 이러한 시장 분위

11) 1970년에 제정된 증권시장의 FDIC(Federal Deposit Insurance Corporation)라 할 수 있는 “Securities Investor Protection Act”가 SEC의 이러한 분위기를 대변한다 할 수 있다.

12) 당시 대량매매에 대한 고정수수료는 실제 주문처리비용이 고정수수료 중 약 10%에 불과했을 정도로 과다하게 징수되었다(Schwartz and Francioni(2004) 참조).

13) 이와 같은 일종의 “cream-skimming(시장분할에 따른 정보비보유자의 이동으로 정규시장에 정보보유자만 남는 현상)”에 대한 경제적 논의에 대해서는 Easley, Kiefer and O’Hara(1996)를 참고하기 바란다.

기에 더해 1968년 NYSE가 SEC에 요구한 수수료 인상은 NYSE의 실질적 독점에 대한 미 법무성의 예외적 개입을 초래하였다. 수년간의 연구조사(주석 6 참조) 끝에, 증권거래법의 1975년 개정과 병행하여 SEC는 1975년 5월 고정수수료제도를 폐지하고 수수료 자율화를 시행하였으며,<sup>14)</sup> 더 나아가 시장집중의무를 점진적으로 폐지하는 정책을 추진하게 되었다.<sup>15)</sup> 이는 향후 저가의 수수료로 무장한 온라인 증권사와 ECNs으로 대표되는 다양한 ATS의 등장 및 득세로 이어지게 되어, 미국주식시장에서 공고했던 NYSE와 Nasdaq의 양강 체제가 보다 다극화 되는데 초석이 되었다.

## 2. SEC가 “NMS의 전면적이고 즉각적인 시행”을 위한 조치를 연기한 이유

증권거래법의 1975년 개정은 SEC의 권한을 대폭 강화시키는 결과를 가져왔다. 위임된 권한을 가지고 NMS를 발전시키기 위해 SEC에 무엇보다도 필요했던 것은 시장을 운영하는 기본철학을 확립하는 것이었다. SEC는 이를 “투자자 우선”과 “경쟁을 통한 효율성 증진”으로 보았고(변진호·엄경식·경신·윤지아(2002) 참조), 이러한 원칙 하에서 효율적인

14) 이에 대한 자세한 논의는 Tinic and West(1980), Schwartz and Francioni (2004), Seligman(2004), Gkantinis(2005)를 참조하기 바란다.

15) 증권거래법의 1975년 개정 이후, SEC는 그동안 NYSE 상장증권에 대해 시장집중의무를 부과한 Rule 394를 개정하여, NYSE 회원이라 할지라도 위탁주문의 경우 NYSE 이외의 시장에서 매매체결 하는 것(off-board trading)을 인정하였다(Rule 390으로 명칭도 변경). 이어, 1980년 SEC는 Rule 19c-3을 채택하여 1979년 4월 26일 이후 상장된 증권에 한해 자기계정이나 위탁주문계정을 불문하고 시장집중의무를 철폐하였다. 2000년 5월, Rule 390은 폐지되고 이로써 미국주식시장에서의 시장집중의무는 사라져 시장간 경쟁은 더욱 촉진되었다(김근수·변진호(2002), Schwartz and Francioni (2004) 참조).

NMS를 확립하기 위해 가능한 짧은 시간내 다양한 조치를 시행하고자 하였다. 그런데 문제는 증권거래법의 1975년 개정을 구현하기 위한 조치들 간에 상충적인 요소가 내포되어 있어, SEC가 이들을 동시에 수행하기란 매우 어렵다는 점이었다.

앞에서 언급한 증권거래법의 1975년 개정의 구체적 목표를 NMS라는 시장디자인(market design) 측면에서 보면 다음과 같다: ① 거래비용을 감소시키고, ② 다양한 시장참여자에게 공정한 거래의 장을 제공하며, ③ 시장의 투명성을 확립해야 하고, ④ Best Execution의 수행 여부에 대한 감독을 촉진하며, ⑤ 주문흐름의 내부화를 제공해야 한다. 시장미시구조 연구에서 볼 때, 이들 관계의 대부분은 일의적이지 않을 뿐만 아니라 ①과 ④, ⑤는 명백히 음(-)의 관계를 갖는 것으로 보고 되고 있다.<sup>16)</sup>

이러한 상황 하에서, SEC는 모든 시장을 연결시키는 정보시스템(information system)을 구축하여 시장의 투명성을 우선적으로 확보하는 것이 가장 바람직하다고 판단하였다. 왜냐하면 모든 시장을 효율적으로 연결하는 인프라가 없는 상태에서 반경쟁적 요소를 가진 규정을 일거에 철폐하는 것은 미국주식시장을 파국으로 몰 위험성이 크다고 판단했기 때문이다.<sup>17)</sup> 이와 같이 SEC가 NMS를 확립하기 위한 전면적이고 즉각적인 조치의 시행을 연기한 것에 대해, 한편에서는 NYSE의 기득권을

16) 투명성, 거래비용, 주문흐름의 내부화 등 시장의 질적 수준을 나타내는 변수들 간의 관계에 대한 논의는 다음을 참고하기 바란다: 투명성과 거래비용(박종호·엄경식(2005), 선정훈·엄경식·한상범(2006), Eom, Ok and Park(2007)), 주문흐름의 내부화와 거래비용(Bloomfield and O'Hara (1998), Battalio and Holden(2001), Chung, Chuwonganant and McCormick(2004)).

17) SEC가 이러한 결정을 내린 또 다른 이유를 시장구조 측면에서 살펴보면 다음과 같다. 먼저, NMS의 확립에 따라 시장과 정보가 효과적으로 연결되면 시장에서 형성되는 호가 및 주문에 대한 투명성이 확보될 수 있다. 이 경우 거래소시장과 주문의 내부화를 수행하는 IB간에 경쟁이 진작되어 거래소 비즈니스의 효율성이 제고되는 것을 기대할 수 있다.

보호하는 행위라는 비판도 뒤따랐다. 그럼에도 불구하고 이후 30여 년간 SEC가 점진적으로 수행한 조치들은, 효율적인 시스템을 통해 미국내 주식시장을 연계하여 이들 간에 경쟁의 효율성을 확립하고자 한 측면에서는, 증권거래법의 1975년 개정을 충실히 수행했다고 할 수 있다.<sup>18)</sup>

### 3. NMS의 확립을 준비하기 위한 여러 조치들

SEC가 추진했던 NMS 발전 전략이란 미국주식시장을 전국 단위의 단일시장으로 통합하는 것이 아니라, 가격의 공정성을 유지하면서 시장간 연계를 통해 경쟁을 촉진하는 방안이다. 이를 수행하기 위해 SEC는 시장 집중의무에 대한 완화 조치를 점진적으로 취하는 동시에, 거래 및 호가 정보를 집중하여 보여주는 시스템인 CTS(Consolidated Tape System)와 CQS(Consolidated Quote System)<sup>19)</sup>를 도입하고, 최선의 호가를 제시하는 시장으로 주문을 회송할 수 있는 ITS(Intermarket Trading System)를 차례로 구비하여, 시장간 가격분할 현상을 방지하고자 하였다. 이후, Nasdaq과 ECNs, 그리고 시장미시구조 관련 규정의 정비 등을 거쳐 2005년 Reg NMS에 이르게 된다. NMS의 확립을 준비하기 위한 이상의 조치들을 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다(<표 II-1> 요약 참조).

18) 이를 추구하는 과정에서 SEC는 의회가 부여한 권한 이상을 행사했다는 주장에 대해서는 Oesterle(2006)을 참고하기 바란다.

19) CTS와 CQS는 모두 NYSE와 AMEX(American Stock Exchange)의 자회사인 SIAC(Securities Industry Automation Corporation)에서 운영되고 있어, 그 운영상 객관적 독립성을 확보하지 못하고 있다는 비판을 받아왔다.

### 가. CTS 및 CQS 시행<sup>20)</sup>

CTS는 1976년 4월 30일부터 운영되고 있는데, 이 시스템 하에서는 모든 참여시장의 거래정보(즉, 매매 이후의 정보)가 통합·보고된다. 거래정보는 거래종목(company code), 거래가격(actual trade price per share), 거래주식수(number of shares traded), 매매체결시장(exchange on which the trade occurred) 등으로 구성되어 있다.<sup>21)</sup> 처음 시행을 할 당시에는 NYSE, AMEX, 지역별 거래소의 상장증권으로만 그 대상이 한정되었으나, 1982년부터 Nasdaq NMS 증권(주식 24, 28에 후술)이 추가되었다.<sup>22)</sup>

CTS 시행 이후, SEC는 향후 NMS에 구현되어야 할 비전을 기술한 정책보고서를 발표하였다(SEC(1978) 참조). 여기에는 지정가주문이 미국 주식시장의 전체적인 틀 속에서 보호되어야 한다는 SEC의 신념이 강하게 반영되어 있다. 이에 대한 첫 번째 구체적인 조치로써, SEC는 거래소와 NASD(National Association of Securities Dealers) 등 자율규제기관(Self-Regulatory Organization: SRO)에게 전국적으로 그 중요성을 갖는 증권에 대한 호가를 게시하도록 하였고, 이들에 의해 제시된 “CQ Plan”을 승인하여 1978년 7월 28일부터 CQS를 시행해오고 있다.

20) 시장미시구조를 포함하여 일중데이터로 미국주식시장을 연구하는 학자들이 사용하는 소위 TAQ(Trades and Quotes) 데이터는 CT(Consolidated Trades)와 CQ(Consolidated Quotes)로 구성되어 있다. CT와 CQ가 바로 CTS와 CQS에서 제공하는 데이터인 것이다.

21) 여기에 “sale condition”, “correction indicator” 등이 포함된다(<http://wrds.wharton.upenn.edu/support/docs/taq/taq-usr.pdf> 참조).

22) CTS가 설립되기 이전, 거래소 상장증권의 거래정보는 NYSE와 AMEX의 “티커 테이프(ticker tape)” 및 “전산 디스플레이”로 보고되었다. 그러나 이들 두 장치는 NYSE와 AMEX에서 행해진 거래정보만을 제공하였을 뿐, 지역별 거래소 및 제3시장에서 체결된 상장증권에 대한 거래정보는 제공하지 않았다. 따라서 SEC의 CTS 창설은 보고의 범위를 확대하기 위한 것이기도 하였다.

CQS는 모든 참여시장에서 형성된 거래 발생 이전의 주문정보를 통합하여 전달하기 위한 시스템이다. 주문정보는 각 참여시장의 스페셜리스트(또는 시장조성인)의 매수·매도호가(bid·offer price), 해당 호가에 매매체결이 가능한 증권수(bid·offer size in number of round lots), 호가 게시시장(exchange on which the quote occurred) 등으로 구성된다.<sup>23)</sup>

그러나 시행 후 곧 CQS는 다음과 같은 문제점에 직면하게 되었다. 첫째, “NMS 증권”<sup>24)</sup>의 대부분의 호가가 이들의 “주시장(primary market)”<sup>25)</sup>인 NYSE로 집중되어(즉, 가격발견에 있어서 NYSE의 경쟁적 우위가 지속되어), NYSE 이외의 다른 참여시장은 호가를 정확하게 게시할 수 없는 시장이라는 오명을 갖게 되었다. 둘째, 게시된 호가와 최소한 동일한 가격을 제시한 주문에 대해서만 거래체결을 보장하기 때문에 점증하는 기관투자자들의 대량거래 요구를 효과적으로 수용하지 못하였다.<sup>26)</sup> 셋째, ATS에는 호가게시의무가 부여되지 않아서 CQS의 도입으로

23) 여기에 “quote condition”, “Nasdaq market maker for each NASD quote” 등이 포함된다(<http://wrds.wharton.upenn.edu/support/docs/taq/taq-usr.pdf> 참조).

24) NMS 증권은 “NMS내에서 거래 및 호가정보가 수집되고 처리·이용될 수 있는 증권(옵션 제외)”으로, 정규거래소의 상장증권과 당시 OTC(Over-The-Counter)였던 Nasdaq의 일부 상장증권(Nasdaq NMS 증권)으로 구성된다(Reg NMS를 시행할 경우, Nasdaq의 모든 상장증권은 NMS 증권이 됨. 이에 대해서는 III장을 참조하기 바람). 반면, OTCBB(OTC Bulletin Board) 또는 그 이외의 장소에서만 거래되는 증권은 제외된다.

25) 참여시장에 교차상장(cross-listing)된 증권의 경우, 예를 들어 “A거래소”에 먼저 상장되고 나서 일정 기간 후에 “B거래소”에 상장되는 것이 일반적이다. 이때 A거래소를 주시장이라고 한다.

26) NMS 증권에 대한 NYSE와 AMEX의 압도적 거래비중으로 볼 때, 현실적으로 CTS를 통한 정보의 연결이라는 것이 이들 증권에 대한 거래정보 제공에 있어서 큰 비중을 차지하는 것은 아니었다. CTS와 관련하여 이 보다 더 중요한 이슈는 어떠한 거래가 CTS에 포함되어야 하고 관리는 어느 기관이 수행해야 하는가였다. 이 이슈는 Reg NMS의 시장거시구조와 관련한 평가에 있어서 매우 중요한 의미를 가진다. 이에 대해서는 IV장 Reg

기대되었던 시장간 호가 경쟁은 큰 진전을 보지 못하였다. 결국 SEC는 모든 CQS 참여시장(Nasdaq, 제3시장 포함)의 시장조성인에게 사전적 주문정보의 공개를 요구한 초기 규정을 대폭 축소하였다. 이로써, 호가계 시의무는 NMS 증권외 대부분의 주시장인 NYSE에 한정되고, 다른 참여 시장은 선택적으로 이를 수행할 수 있게 되었다.

### 나. ITS Plan

1979년 9월 21일 SEC는 “전국적으로 최우선호가(National Best Bid and Offer: NBBO)”가 게시된 시장에서 매매체결이 이루어질 수 있도록 하기 위해 NMS 참여시장간에 매도·매수주문을 회송하는 시스템인 ITS를 최종 승인하였다. 이에 따라 정규거래소의 시장조성인들과 ITS 접근이 허용된 SEC 등록 OTC<sup>27)</sup> 시장조성인들은 ITS를 이용해 통합 주문장의 NBBO에 접근할 수 있게 되어 시장간 주문회송이 이루어질 수 있게 되었다. 적용대상 증권은 NYSE, AMEX 상장증권으로 한정되었으며, 1990년에 이르러서야 비로소 Nasdaq 증권외 일부(Nasdaq NMS 증권<sup>28)</sup>)가 이에 포함되기 시작하였다.

ITS는 SEC가 추진한 시장간 연계시스템의 구심적 역할을 수행해왔다. 그러나 시장간 연계를 통한 경쟁의 촉진이라는 SEC의 훌륭한 정책적 취

---

NMS 프로포절에 대한 평가에서 후술한다.

27) 당시의 Nasdaq(2006년 8월 정규거래소로 전환)과 OTCBB가 이에 속한다.

28) Nasdaq 상장증권 중 주로 규모가 크고 영업성과가 우수한 기업의 증권으로 구성되어 있으며, CAES(Computer-Assisted Execution System)와 ITS를 통해 거래된다. 그러나 CAES와 ITS는 그 기능상 차이가 있는데, CAES에서는 Nasdaq 시장조성인과 다른 정규거래소 시장조성인간의 거래가, ITS에서는 Nasdaq 시장조성인과 거래대상 증권이 상장되어 있는 거래소간의 거래만이 허용된다(김근수·변진호(2002) 참조).

지에도 불구하고, 개설 초기부터 ITS를 통한 주문에 대해 “trade-through”<sup>29)</sup>가 빈번히 발생하였다. 즉, ITS를 통해 체결된 주문이 항상 NBBO인 것은 아니었다.

이에, SEC는 1981년 ITS Plan을 개정하여 ITS 참여시장들의 trade-through를 효과적으로 방지하기 위한 “Trade-Through Rule”을 승인하였다.<sup>30)</sup> 이 규정은 NMS 증권을 거래할 때 거래소 회원들에게 trade-through를 삼가할 것을 요구하고 있다. 예를 들어, 만일 A, B 두 시장 중 B시장이 이를 위반할 경우 주문을 제시한 A시장에서는 trade-through를 발생시킨 B시장에 이의(complaint)를 제기할 수 있으며, B시장이 trade-through의 예외규정을 적용한 사실을 증명하지 못하면 이 주문을 체결된 시점으로까지 소급하여 당시의 NBBO가 적용되도록 강제하는 규칙을 포함하고 있다. 그러나 시장간 이의제기절차가 까다로워 실제로 이를 행사한다는 것이 현실적으로 매우 비효율적이라고 지적되고 있다. 또한 ITS 환경 하에서의 Trade-Through Rule에 따르면, NBBO를 게시한 시장으로 주문을 회송할 때 주문을 게시한 시장에서는 30초간 응답대기시간을 두어야 한다. 최신 시스템에서 30초씩이나 정보를 지연시킨다는 것은 ATS에 비해 ITS의 경쟁력을 급격히 떨어뜨리는 요소로 작용하고 있다. 실례로, Hendershott and Jones(2005a)<sup>31)</sup>는 ITS가 최근 들어 급격히 발전하고 있는 IT 및 이에 대한

29) “Trade-through”란 주문이 NBBO가 게시된 시장에서 체결되지 않고, 그보다 열위의 가격이 게시된 시장에서 체결되는 것을 의미한다.

30) 1981년에는 모든 정규거래소의 Trade-Through Rule을, 1982년에는 NASD의 Trade-Through Rule을 승인하였다.

31) Hendershott and Jones(2005a)는 2002년 9월 4일 SEC가 세 종목(DIA, QQQ, SPY)의 ETFs(Exchange-Traded Funds)에 대해 NBBO의 3센트 이내의 호가범위에서 trade-through를 허용한 것을 사건으로 하여 이 조치가 시장의 질적 수준에 미친 효과를 분석하였다. 분석 결과, 이들은 이 사건이 trade-through의 빈도 및 시장의 질적 수준에 별다른 영향을 미치지 못했음을 제시하면서, ITS 환경 하에서 Trade-Through Rule이 효과적으로 작동되지 않았다고 지적하고 있다.

시장의 요구를 따라가지 못한 채 무조건 trade-through를 금지시킴으로써, NMS 참여시장들로 하여금 낡은 시스템(hard linkage)만을 고집하게 하여 혁신을 통한 시장간 경쟁을 저해시켰다고 주장하고 있다.

#### 다. Nasdaq의 UTP Plan 및 Order Handling Rule 제정

1980년 2월 13일 SEC는 Rule 11Ac1-2(Rule 603)를 채택하여, 거래 및 호가정보를 게시할 때 정보판매자(information or data vendor)에게 요구되는 방법상의 규정을 마련하였다.<sup>32)</sup> 또한 1990년 6월 6일 Nasdaq에서 거래되는 정규거래소 상장증권과 정규거래소에서 거래되는 비상장증권에 대해서도 거래 및 호가정보를 수집하여 제공하도록 하는 Nasdaq UTP (Unlisted Trading Privileges) Plan을 채택하였다. UTP Plan은 정규거래소가 Nasdaq 상장증권에 대해서도 동일하게 행사할 수 있는 일반적 규정으로, Nasdaq의 모든 상장증권에 UTP가 적용될 수 있게 된 것이다. Nasdaq의 UTP Plan의 시행으로 ITS Plan의 실효성은 보다 개선되었다.

NMS를 구축하기 위해 1990년대 SEC가 행한 노력 중 획기적이라 할 수 있는 조치의 하나는 1997년 1월 “Order Handling Rule(OHR)”을 제정·시행한 것이다. OHR은 “Limit Order Display Rule(Rule 11Ac1-4(Rule 604))”과 “ECN Rule(Rule 11Ac1-1(Rule 602))”로 구성되어 있다. Limit Order Display Rule에 따르면, 시장조성인은 자신의 호가보다 더 유리한 고객의 호가를 접수할 경우 30초 이내에 자신의 주문을 고객의 주문으로 대체해야 한다. 이 규정을 통해 호가주도형 딜러 메커니즘(quote-driven dealer mechanism)인 Nasdaq은 고객의 지정가주문을 호가게시판에 연결시켜 줄 수 있게 되어 시장조성인의 개입 없이 고객간에 거래가 이루어질 수 있게 되었다. 또한 ECN Rule에 따르면, ECNs과 Nasdaq

32) 이 규정은 이후 Reg NMS에도 반영되었다.

이 NMS 하에 완전히 연계되어 있을 경우를 제외하고는, 시장조성인은 Nasdaq의 공시 호가와 다른 호가를 ECNs에 원칙적으로 게재할 수 없게 되었다(변진호·엄경식·공경신·윤지아(2002) 참조). OHR의 시행으로 Nasdaq의 거래비용(trade execution cost)은 획기적으로 감소되었고, 투자자간 직접 거래 가능성이 확대되었을 뿐만 아니라, 시장에서 언제든 NBBO로 거래할 수 있는 가능성이 높아졌다(Van Ness, McNish and Van Ness(1998), Chung and Van Ness(2001) 등 참조). 또한 당시 태동하고 있던 ECNs이 하나의 새로운 시장으로 발돋움할 수 있는 기회도 열리게 되었다.

## 라. Regulation ATS

OHR의 제정 이후, ATS(특히 ECNs)는 경쟁력 있는 매매체결 IT를 바탕으로 Nasdaq 거래량의 상당 부분을 잠식해가면서 급속히 성장하였다. 이 같은 상황 하에서 SEC는 1998년 12월 ATS를 NMS내에서 통합적으로 규제하고자 “Regulation ATS”를 제정·시행하였다(변진호·엄경식·공경신·윤지아(2002) 참조). Regulation ATS의 제정은 ATS의 시장으로서의 입지를 더욱 강화시켜 주는 결과를 가져왔다. 즉, 이 규정을 통해 ATS는 기존의 경우처럼 브로커·딜러로서 Regulation ATS를 준수하거나, 아니면 거래소(시장)로 등록하여 거래소가 요구하는 자율규제기능을 수행하는 것 중, 양자간 선택을 할 수 있게 되었다. 이는 실제로 거래가 형성되는 시장임에도 불구하고 브로커·딜러로서만 규제를 받아오던 ATS에게 선택권을 부여하여, ATS가 증권거래시스템의 혁신을 지속적으로 수행할 수 있도록 규제의 유연성을 제공하기 위한 것이었다.

Regulation ATS로 인해 기존의 거래소와 Nasdaq에게도 ECNs을 운영할 수 있는 권한이 부여되었고, 기존의 거래소나 신설된 거래소(ATS

포함)가 영리조직으로 운영될 수도 있게 되었다. 즉, SEC는 거래소가 법률상 영리단체여서는 안된다는 규정을 삭제하여 ATS가 영리성을 유지한 채로 거래소 등록을 신청할 수 있는 길을 열어준 것이다. 따라서 Regulation ATS의 시행으로 미국내에서 거래소와 ATS(특히 ECNs)간에 경쟁이 촉진되어 미국주식시장의 효율성이 제고되었을 뿐만 아니라, 이를 바탕으로 전세계적으로 치열해지고 있는 시장간 경쟁 속에서 미국주식시장의 경쟁력도 한층 더 향상되었다고 전문가들은 평가하고 있다(변진호·엄경식·공경신·윤지아(2002) 참조).

#### 마. Rule 390의 점진적 폐지

SEC가 시장간 경쟁체제를 구축하여 미국주식시장의 효율성을 제고하고자 한 의지는 “Market Responsibility Rule”이라 명명된 Rule 390의 폐지를 통해 확연히 드러나게 된다.

Rule 390은 NYSE 회원사간 NYSE 상장증권을 장외에서 매매하는 것을 금지한 것으로, 증권거래법의 1975년 개정 직후인 1976년 3월 31일에 채택되었다. 당초에 도입된 취지는 NYSE 매매체결시스템에서 형성되는 거래가 딜러의 간섭 없이 최선의 조건으로 체결될 수 있도록 하려는 것이었다. 따라서 도입 당시에는 NYSE 회원사가 아닌 브로커·딜러도 NYSE 상장증권의 장외거래를 수행할 수 없었지만, 1978년 3월 17일 개정작업을 거치면서 NYSE 회원사를 제외한 다른 브로커·딜러는 장외시장에서 고객의 대리인으로서 활동할 수 있게 되었다. 그러나 이것만으로는 신속하게 경쟁체제로 돌입하고 있는 시장흐름을 따라가기란 역부족이었다. 예로써, 1990년대 후반 들어 Nasdaq 상장증권이 다수의 시장에서 거래되기 시작하면서 거래비용, 거래 및 체결서비스 측면에서 시장간 경쟁이 이미 상당 수준 진행되었다. 특히 그동안 급성장한 ECNs의 Nasdaq

에 대한 시장잠식은 주목을 받기에 충분하였다.<sup>33)</sup> 이에 SEC는 2000년 2월 시장분할에 관한 6개의 대안<sup>34)</sup>을 제시하며, Rule 390이 그동안 주문간에 직접적인 상호작용을 촉진한다는 명목 하에 보호되었으나 이것만으로는 Rule 390이 가지고 있는 시장간 반경쟁적 특성을 정당화 할 수 없다고 판단하고, 2000년 5월 5일 Rule 390의 폐지를 승인하였다.

이것은 NYSE의 입장만을 고려하던 SEC의 반경쟁적 규제가 철폐된 것을 의미한다. 보다 구체적으로 살펴보면, Rule 390의 폐지로 NYSE 회원사가 다른 시장 또는 ATS에 참여하거나 NYSE 회원사가 아닌 브로커·딜러가 NYSE 상장증권에 대해 내부화를 할 수 있게 됨으로써, 거래소시장간, 거래소시장과 ATS간, 거래소시장과 브로커·딜러(IB)간에 경쟁이 더욱 진작되는 효과가 나타나게 되었다.

#### 바. 최소호가단위의 십진법으로 전환

2000년 6월 SEC는 호가계시단위에 대한 통일된 업무지침을 확립하라는 명령을 각 SRO에게 내리고(SEC(2000b) 참조), 이에 대해 해당 SRO들은 2000년 7월 최소호가단위(minimum tick size) 관련 규정을 확정하였다. 이에 근거하여 2001년 1월 29일에는 NYSE가, 2001년 4월 9일에는 Nasdaq이 분수법(fraction)에 의한 호가방식을 십진법(decimalization)에 의한 방식으로 변경하였다. 최소호가단위가 1센트로 축소됨에 따라 가격산정이 용이해졌을 뿐만 아니라, 시장간 가격경쟁은 촉진되고 투자자들

33) 1999년 9월 8개 ECNs이 Nasdaq 거래량에서 차지하는 비중은 28.0% 정도였던 반면, NYSE의 경우는 Rule 390으로 인해 2000년 9월 현재 상장증권 거래량의 83.3%가 NYSE에서 이루어졌다(변진호·김근수(2002) 참조).

34) SEC(2000a)의 시장분할에 관한 보고서는, 1999년 12월 10일 NYSE의 Rule 390 폐지 제안에 대해 SEC가 이해관계자들에게 요청한 논평을 정리한 것으로, 시장분할에 따른 효과에 대한 광범위한 논의를 불러일으켰다.

의 거래비용이 감소되었으며, 시장 효율성은 제고되었다(Bacidore, Battalio, Jennings and Farkas(2001), Charkravarty, Harris and Wood(2001), Chou and Lee(2002), Bessembinder(2003) 참조).

최소호가단위를 십진법으로 전환하여 그 긍정적 효과를 확인하는 것을 마지막으로, SEC는 더 이상의 구체적인 준비조치를 수행하지 않고 2004년 2월 Reg NMS의 첫 번째 프로포절을 공표하게 된다.

<표 II-1> NMS 구축을 준비하기 위한 여러 조치: 요약

구성	연대	조치 및 내용(효과)
CTS 시행	1976.4	모든 참여시장의 거래정보(사후 정보)를 통합 보고
CQS 시행	1978.7	모든 참여시장의 거래 발생 이전의 정보를 통합 보고
ITS Plan 시행	1979.9	NBBO를 게시하는 시장에서 매매체결이 이루어지도록 NMS 참여시장간 주문을 회송하는 시스템의 확립. 1981년 개정을 통해 Trade-Through Rule을 승인
Nasdaq UTP Plan 시행	1990.6	Nasdaq에서 거래되는 정규거래소 상장증권과 정규거래소에서 거래되는 비상장증권에 대해서도 거래 및 호가정보를 수집·제공하도록 요구
OHR 제정	1997.1	Limit Order Display Rule과 ECN Rule의 확립을 통해 Nasdaq의 거래비용을 획기적으로 감소시키고 투자자간 직접 거래 가능성을 확대
Regulation ATS 시행	1998.12	ATS(특히 ECNs)의 시장으로서의 지위를 강화시켜 준 조치. 거래소시장과 ATS간, ATS와 ATS간의 경쟁을 촉진
Rule 390 폐지	1978.3~2000.5	NYSE 회원사간 NYSE 상장증권을 장외시장에서 매매하는 것을 금지시킨 Rule 390의 폐지는 NYSE 입장만을 고려했던 기존의 반경쟁적 규제의 철폐를 의미. 거래소시장과 ATS, 거래소시장과 IB간의 경쟁을 더욱 촉진
십진법으로 전환	2000.7	호가게시단위를 십진법으로 전환하여 최소가격변동단위가 1센트로 축소됨에 따라 투자자의 거래비용을 감소시키고 시장간 가격경쟁을 촉진



### III. Regulation NMS 프로포절

---

1. Reg NMS 프로포절의 취지
2. Reg NMS 2005년 수정안의 주요 내용
3. 2004년 프로포절 vs. 2005년 수정안: Trade-Through Rule을 중심으로



### III. Regulation NMS 프로포절

NMS 구축 과정에 대한 II장의 논의에 이어, 본 장에서는 그 결과물이라 할 수 있는 Reg NMS 프로포절의 취지, 주요 내용 및 의미를 구체적으로 살펴본다. SEC는 2004년 2월 첫 번째 프로포절(이하 “2004년 프로포절”)을 발표한 이후, 공청회와 코멘트 수집을 거쳐 2005년 4월 새로운 수정안(이하 “2005년 수정안”)을 확정 공표하였다. 이 두 번의 프로포절은 네 가지 규정으로 구성되어 있으며, 기존의 ITS 환경 하에서 적용되던 Trade-Through Rule 및 주요 관련 사항을 그동안 비약적으로 발전한 IT 환경에 맞게 개선하고, 이를 Nasdaq의 모든 상장증권으로 확대 적용하는 것을 골자로 하고 있다.

이에 대해 본 장에서는 먼저 Reg NMS 프로포절의 취지와 2005년 수정안에 근거한 네 가지 규정을 기술한다. 이어 Reg NMS의 핵심이라 할 수 있는 Trade-Through Rule을 중심으로 2005년 수정안과 2004년 프로포절을 비교 분석하여, Reg NMS와 관련된 다양한 목소리를 파악한다.

#### 1. Reg NMS 프로포절의 취지

Reg NMS란 증권거래법의 1975년 개정(II장 기술) 당시 추구했던 기본 목표와 정신을 구현하기 위해 필수적으로 요구되는 네 가지 규정을 의미한다. 이들 규정이 지난 30여 년간 SEC가 겪었던 총체적 경험을 통해 정립되었음은 물론이며, 이에 대한 취지는 SEC가 2004년 프로포절을 공표하면서 제시한 다음 세 가지 사항에 명백히 나타나 있다(SEC(2004) 참조).

### 가. 시장간 자유로운 경쟁을 보장해주는 통일된 규칙의 확립

전통적으로 미국주식시장은 수정경쟁매매 메커니즘(NYSE, AMEX, 지역별 거래소)과 딜러 메커니즘(Nasdaq)으로 거래메커니즘이 명확히 구분되고, 이들 거래소에 상장된 증권은 해당 거래소에서 거의 모든 거래가 형성되는 특징을 가지고 있었다. 따라서 관련 규정도 거래소별로 각각의 상황에 맞춰 다르게 적용되었는데, 최근 이러한 상황에 변화가 발생하였다.

거래메커니즘의 경우 증권거래 관련 IT의 급속한 발전으로 각 거래소는 자신의 기존 거래메커니즘에 다른 거래메커니즘을 혼합한 전자거래시스템을 사용하기 시작하여, 이들 간에 명확했던 구분이 사라지게 되었다. 또한 자신이 상장된 거래소에서 해당 증권의 거래가 형성되는 비중(2003년 기준)도 Nasdaq은 40%, AMEX는 27%로 대폭 감소하였다.<sup>35)</sup> NYSE는 아직 75% 정도를 유지하고 있지만 주문흐름에 대한 경쟁이 심화되고 있어 이 비중도 상당히 감소할 것으로 예상되고 있다.

시장 상황이 이 같이 크게 변했음에도 불구하고 기존의 NMS 관련 규정은 아직도 변함없이 시장마다 다르게 적용되고 있다. Reg NMS 프로포절의 첫 번째 취지는 이러한 여건을 반영한 것이라 할 수 있다. 즉, Reg NMS에서는 “NMS 증권에 대한 모든 주문이 (비록 현실적으로 몇몇 예외사항이 허용되지만) NMS 참여시장 전체를 대상으로 하여 최선의 체결(Best Execution)이 보장될 수 있도록,” 의무적으로 전체 시장에 “동일 규정”이 적용될 것을 요구하고 있다.<sup>36)</sup>

35) Nasdaq 거래량의 50% 이상과 ETFs를 제외한 AMEX 거래량의 대부분이 (NYSE와 Nasdaq에 각각 합병되기 전에는) ArcaEX, Inet 등 ECNs에서 형성되었다.

## 나. 최신 시장시스템을 수용할 수 있도록 구태의연한 규정의 개선

1970년대 초부터 거론되기 시작한 NMS 확립이라는 화두의 정책적 의의는 그 어느 때보다 증권거래 관련 IT가 혁신적으로 변하고 있는 지금이 훨씬 더 유효하다고 할 수 있다. 그럼에도 불구하고 기존의 NMS 관련 규정 및 ITS는 이러한 변화를 구현하기에는 너무나도 낙후되어 있다. 예를 들어, 현행 NMS 규정에는 최근의 기술적 진보(예: 자동 주문 체결 및 회송 서비스)가 발생하기 훨씬 이전의 요소를 반영하는 규정이 상당수 존재하고 있다. 현재 운영되고 있는 ITS 또한 과거 1980년대의 기술 수준만을 반영하고 있다.

이에 SEC는 최신 IT를 포괄적으로 수용할 뿐만 아니라 향후 예상되는 시장환경을 충분히 고려하는 방향으로 기존의 규정을 재정립할 필요가 있었다. 일례로, Reg NMS 프로포절 중 하나인 Market Access Rule (후술)에서는 시장참여자가 ITS 하에서 사용되는 기존의 하드링크(hard linkage)를 최신의 커뮤니케이션 테크놀로지가 구비된 “사적 링크(private linkage)”로 대체하여 사용할 수 있도록 허용하고 있다.

---

36) SEC(2004)는 Best Execution에 대한 척도로써 체결가격과 속도만이 중요한 요소는 아니며, 이 밖에 주문의 크기, 관련 증권의 특성, 정확한 정보에 대한 기술적 접근성 및 이용 가능성, 체결비용 등으로부터 발생하는 복합적인 영향도 고려해야 한다고 주장하고 있다. 그러나 이는 현실적으로 거의 불가능하기 때문에 “체결가격” 및 “속도”가 결국 SEC가 현실과 타협할 수 있는 유일한 요소가 되었다.

## 다. 주문간 직접 거래의 증진과 유동성 제공의 확대

기존의 NMS는 다양한 거래메커니즘을 아우르면서 시장간 경쟁을 촉진하여 일반투자자들에게 거래비용을 최소화하는데 큰 장점이 있는 반면, 기관투자자를 포함한 모든 투자자의 매도·매수 수요가 효율적으로 “직접” 체결되지 못하는 한계를 가지고 있다. 이 경우 투자자, 특히 기관투자자는 자신의 지정주문을 공개주문장에 제공할 유인이 없게 된다. 만일 주문이 공개주문장에 게시되지 않는다면 매도·매수 수요는 효율적으로 매칭되지 못하고, 시장의 깊이(market depth) 또한 부족하여 시장의 가격발견기능은 악화된다.

현행 NMS의 이러한 한계는 최근 들어 기관투자자들로부터 빈번히 제기되고 있었다. 대형기관투자자의 경우를 예로써 살펴보자. 이들이 주로 행하는 대량매매(block trading)는 1만주 이상의 거래로 정의되는데, 시장의 깊이가 부족하면 해당 주문은 시장에서 마땅한 상대주문을 찾기 어렵게 되어 거래체결이 효율적으로 이루어지지 않는다. 여기에 대량매매의 발생이 시장에서 정보보유자(informed trader)에 의한 거래로 인식될 가능성이 있어 이에 대한 역선택비용이 추가된다. 대량매매에 의한 이 같은 시장충격비용은 기관투자자들에게는 무엇보다도 중요한 이슈이다. 이에 기관투자자들은 자신들의 대량매매가 보다 효율적이고 직접적으로 체결되기를 요구하기 시작하였다.

Schack(2003)은 1999년부터 2003년 상반기까지 NYSE와 Nasdaq 상장증권의 대량매매에 대한 기관투자자들의 시장충격비용이 각각 25.1%와 29.6% 증가했다고 보고하였다(SEC(2004)에서 재인용). 이는 동 기간 동안 소량매매의 체결비용이 크게 감소한 것과는 매우 대조적이어서, 기관투자자들의 상기한 불만은 매우 정당한 것이라 할 수 있다.

이러한 비효율적 거래비용을 감소시키기 위해서는 (기관)투자자 상호 간의 직접 거래 기회를 확대하여 시장의 깊이를 개선하는 것이 매우 중요하다. SEC는 이를 숙지하고 Reg NMS에 이를 반영하고자 하였다. 그리고 SEC의 이러한 취지는 후술하는 Reg NMS의 네 가지 규정 모두에 구현되어 있다. Reg NMS 프로포절의 하나인 Market Data Rule(후술)에서는 주문량에 따라 가격발견을 실질적으로 주도하는 시장에 보다 많은 정보이용료가 할당되게끔 규정하고 있는 것이 좋은 예라 할 수 있다.

## 2. Reg NMS 2005년 수정안의 주요 내용

### 가. Order Protection Rule(a.k.a. Trade-Through Rule)

II.3.나에서 언급했듯이, “Order Protection Rule(Rule 611, 이하 ‘Trade-Through Rule’)“은 투자자에게 Best Execution을 보장하기 위해 trade-through를 효과적으로 방지하려는 규제조항으로 ITS 하인 1981년부터 시행되었다. 이 규정은 기존 ITS 하의 Trade-Through Rule을 혁신적으로 발전한 IT 환경에 맞게 개선하고 오직 자동호가(automated quotation)에만 한정해 이를 적용함으로써, Best Execution을 더욱 확실히 보장하기 위한 거래원칙이다. 또한 Trade-Through Rule은 Reg NMS의 네 가지 규정 중에서도<sup>37)</sup> 가격우선원칙(Price Priority Rule)을 통해 시장간 경쟁체제를 확고히 하려는 SEC의 의지로 가득 찬 가장 핵심적인 조항이다.

---

37) Reg NMS에는 네 가지 규정 이외에 NMS에 적용되던 기존의 “Firm Quote Rule”과 “Limit Order Display Rule”이 좀 더 개선된 형태로 함께 포함되어 있다.

구체적인 내용은 다음과 같다. SEC는 “trade-through로부터 보호될 수 있는 호가(이하 ‘시장간 가격보호(intermarket price protection)’)”의 적용범위를 다수의 시장<sup>38)</sup>에서 거래되는 NMS 증권에 대한 자동호가로만 제한하였다.<sup>39)</sup> 자동호가만을 적용기로 한 것은 ITS Plan의 가장 큰 약점이었던 비자동화시장(manual market)과 자동화시장(automated market) 간의 주문에 대한 반응속도의 차이로부터 오는 시장간 가격보호와 관련한 불안정요소를 제거하기 위해서였다. 뿐만 아니라, 그동안 상대적으로 비자동화시장(NYSE가 대표적 예임)에 주어졌던 암묵적인 혜택을 제거하여 공정한 경쟁체제를 확립하기 위한 조치라고도 볼 수 있다.

Reg NMS 하에서의 Trade-Through Rule이 갖는 특징은 ITS 하에서 보다 더욱 엄격하게 Trade-Through Rule을 적용한다는 것이다. 구체적인 사항으로 다음 세 가지를 들 수 있다. 첫째, ITS Plan을 통해 해결되지 않았던(적용되지 않았던) “(장외) 대량거래자(block trader, 대량거래를 주로 하는 기관투자자)”의 거래와 100주 미만의 소량거래에 대해서도

38) 재차 강조하지만, 여기서 시장 즉, “trading venue or center”는 정규거래소와 SRO를 운영하는 증권업협회(예: NASD), ATS, 거래소 시장조성인, OTC 시장조성인, 그 밖에 대리인 또는 본인으로서 주문의 내부화를 수행할 수 있는 브로커·딜러로 정의된다(national securities exchanges or national securities associations that operates an SRO trading facility, ATS, exchange market makers, an OTC market maker, or an any other brokers and dealers that executes orders internally by trading as principals or crossing orders as agents).

39) “보호대상 매도·매수호가”란 거래소, Nasdaq, NASD ADF(Auxiliary Display Facility)에서 자동으로 제시된 각각의 BBO(Best Bid and Offer)를 의미한다. SEC는 보호대상 매도·매수호가에 대한 두 가지 기준 중 기존의 “Voluntary Depth of Book Alternative(수량기준)”는 채택하지 않고 “Market BBO Alternative(가격기준)”를 채택함으로써 보호대상 주문의 범위에 대한 논란을 종식시켰다. SEC는 Market BBO Alternative를 채택할 경우 시장간(또는 주문간) 경쟁에서 균형을 확보할 수 있고 Voluntary Depth of Book Alternative보다 비용면에서 유리하다고 판단하였다.

Trade-Through Rule을 엄격하게 적용함으로써 그동안의 규제 공백을 메울 수 있도록 한다. 둘째, SEC는 NMS 참여시장들로 하여금 trade-through를 효과적으로 방지하기 위한(또는 예외조항이 적용될 경우 반드시 따라야 할) 문서화된 규정과 절차를 확립하여 시행하도록 하고, 이의 효과적 시행 여부에 대해 정기 감사를 실시하여 미비점이 밝혀지면 즉각 시정하도록 한다. 또한 이를 확보하기 위해 보호주문에 대한 실시간 모니터링을 할 수 있도록 하고 예외조항의 적용에 대한 객관적 기준을 명시하도록 한다. 운영시스템에 대해서도 정기적인 평가와 개선조치가 이루어지도록 문서화된 규정을 마련·시행하도록 한다. 셋째, 모든 NMS 참여시장들로 하여금 예외적인 경우를 제외하고는 trade-through가 발생한 거래에 대해 비교 가능한 통계치를 공표하도록 한다(향후, 추가 예정임).

Reg NMS 하의 Trade-Through Rule에는 몇 가지 예외조항이 포함되어 있는데, 이들 예외조항은 Trade-Through Rule의 본래 의도를 최대한 손상시키지 않으면서, 시장간 가격보호원칙을 현실에 맞게 효과적으로 달성하고, 대량거래자를 보호하기 위한 조항이 주를 이루고 있다. 구체적인 사항은 다음과 같다.

- **Trading center failure, material delay, or malfunction exception.** 시스템상의 비효율이나 기능상의 결함에서 비롯한 전송정보의 지연이 발생할 경우 trade-through의 예외조항으로 인정함. 단, NMS 참여시장은 이를 인정받기 위해 구체적이고 객관적인 기준을 확립하고 관련 절차와 규정을 상대방 시장에 제공해야 함
- **Intermarket sweep orders exception.** NMS 증권을 대량으로 거래하고자 할 경우, Trade-Through Rule의 정의상 주어진 시점의 어떤 한 시장에서 제시된 NBBO만이 체결대상이 되기 때문에 매매체결이 지연될 수 있음. 이러한 매매체결의 지연을 방지할 수 있도록 예외조항을 허용하여, 동시간대에 여러 시장으로부터 전송

된 해당 시장의 각 BBO를 대량거래가 가능한 수량까지 이용할 수 있도록 한 것임. 즉, 대량거래를 효과적으로 수행하기 위한 예외조항임. (예: A거래소가 어떤 주식 500주를 10달러에 최우선매수호가로, 1,500주를 9.99달러에, 5,000주를 9.97달러에 각각 매수호가로 제시했다고 가정. 또한 B거래소가 동일 주식 2,000주를 9.99달러에, C거래소가 400주를 9.98달러에, D거래소가 200주를 9.97달러에 매수호가로 제시하고, 어떤 투자자가 해당 주식 9,400주를 매도주문으로 제시하였다고 가정. 이 경우 intermarket sweep order 예외조항에 의하면 A, B, C거래소에서 제시한 상기 주문은 4단계 가격으로 체결될 수 있으며, 별도로 D거래소에 주문을 회송하지 않아도 됨)

- **Flickering quotations exception.** 짧은 시간내에 빈번하게 변하는 NBBO에 대해서는 1초 이내에 발생했던 다른 NBBO로 체결되는 것을 용인함. (예: A거래소에서 1초 이내에 10달러와 10.01달러 사이에서 NBBO가 게시될 경우 동일 시간대의 B거래소는 10달러로 거래할 수 있음)
- **Benchmark (order) exception.** 실질적인 체결조건(주로 가격)이 결정되지 않은 상황에서는 체결시점의 NBBO를 거래가격으로 적용하지 않아도 됨. (예: 개장 이전 합리적인 가격형성이 아직 이루어지지 않은 상태에서 제시된 VWAP(Volume Weighted Average Price) 주문이 있을 때 적용. 만일 VWAP가 개장부터 13:00까지 발생한 가격을 바탕으로 형성되는 가격이라면, 비록 13:00에 NBBO가 20달러라 할지라도 VWAP가 19.90달러이면 이 가격에서 거래가 체결되는 것을 허용함)
- **Stopped order exception.** “고객이 요구한 체결가격(stop price)”으로 거래가 성립될 수 있도록 딜러에게 부여된 예외조항임. 만드

시 고객계좌에 의한 주문일 때 적용되며 주문별로 고객의 동의를 얻어야 함. (예: 어떤 고객이 딜러에게 자신의 주문을 최소한 평균 10.12달러로 체결할 것을 요구했고, 주문 당시 NBBO가 각각 10.05달러, 10.07달러라고 가정. 일정 시간 후 딜러가 10.10달러로 주문의 절반을 체결했고, 이제 NBBO가 각각 10.15달러, 10.17달러가 되었다고 가정. 이때 나머지 절반을 NBBO가 아닌 10.14달러로 체결하여 평균체결가격이 10.12달러가 되도록 할 수 있음)

- 기타 예외조항으로 정규(regular way) 계약 이외의 거래, 단일시초가(single opening price), 단일재개장가(single reopening price), 단일종가(single closing price)에 의한 거래, NBBO가 교차(cross) 될 경우 등을 규정함

비자동호가 NBBO에서 배제할 경우 많은 주식거래에서 호가스프레드가 커질 가능성이 있다. 이에 대해, SEC는 강화된 시장간 가격보호원칙(특히 비자동호가 배제원칙)이 브로커·딜러의 Best Execution 의무를 경감시키는 것은 아니라고 다소 모호하게 주장하고 있다. 하지만 고객의 주문을 가격조건이 더 좋은 비자동화시장의 호가를 무시하고 더 열악한 자동화시장의 호가로 체결시키면서 브로커·딜러가 이러한 의무를 어떻게 계속해서 수행할 수 있는지에 대해서는 명확하게 설명하지 못하고 있다.

## 나. Access Rule

Access Rule(Rule 610)은 시장참여자가 시장에서 제시된 NMS 증권 의 NBBO에 공정하고 효율적으로(제한 없이, 비차별적으로) 접근할 수 있도록 하는 규정으로, 다음 세 가지 측면을 그 내용으로 하고 있다.

첫째, NMS 참여시장들로 하여금 ITS와 같은 하드링크만을 필수적으로 사용할 것을 강제하지 않고, 시장의 다양한 요구를 유연하게 수용할 수 있는 사적 링크도 사용할 수 있도록 하였다. 이는 NBBO에 대한 접근성을 높일 수 있도록 기존의 ITS와 같은 경직적인 하드링크만을 규정하는 대신, 혁신적으로 발전한 최신의 시장시스템을 사적 링크<sup>40</sup>)로 적극 활용하기로 한데서 비롯한 것이다. 또한 Access Rule은 Trade-Through Rule과는 달리 각 시장(SRO trading facility)의 BBO에만 적용되는 것이 아니라, 예비 거래량(reserve size)을 포함한 각 시장의 주문장 전체에도 적용된다. 따라서 이는 각 시장의 비회원에게도 회원을 통해 간접적으로나마 호가에 접근할 수 있도록 한 조치(anti-discrimination standard)인 셈이다. 더욱이 “자율규제기능 보유 기관에 의해 설립된 호가게시판(SRO display-only facility, 예: 현재 NASD ADF)”에도 자율규제기능 보유 시장에 요구되는 동일 수준의 호가접근을 허용하도록 요구하고 있다.

둘째, 접속료(access fee)가 주당 0.3센트를 초과할 수 없도록 규정하였다(NBBO가 1달러 미만인 호가일 경우에는 해당 호가의 0.3%를 초과하지 못함). 접속료에는 시장참여자에 의한 접속료(예: ECNs에 의해 부과되는 접속료), 시장에서 직접 부과하는 수수료(예: SRO에 의해 부과되는 수수료) 등은 포함되지만, 거래체결과 직접적으로 관련이 없는 연회비, 월회비 등은 포함되지 않는다.

셋째, 해당 SRO로 하여금 자신의 BBO가 NMS 참여시장의 다른 BBO와 서로 교차 또는 일치(cross or lock)하는 것을 방지할 수 있도록 문서화된 규정을 확립하여 시행하도록 하였다. 이 규정에 의하면, 자동호가의 경우에는 매도·매수호가 의도적으로 교차하거나 일치하지 않아야 하지만, 비자동호가의 경우에는 자동호가에 의해 매도·매수호가 서로

40) 사적 링크로 인정받기 위해서는 시장간 연계시스템으로서 요구되는 최소한의 핵심 자격요건만을 갖추면 된다. 이 경우 자격요건은 주문의 접속과 체결이 자동으로 즉시 가능한 시스템이면 된다.

교차하거나 일치할 수도 있다. 이는 자동화시장과 비자동화시장간의 주문에 대한 반응속도의 차이를 반영하여 공정한 경쟁체제를 구축하기 위한 것이라 해석할 수 있다.

한편 Access Rule의 제정과 함께, SEC는 Regulation ATS의 “Fair Access Requirements”에 관한 내용을 일부 수정하였다. 이는 자율규제기능을 보유한 시장에만 적용되는 Access Rule의 관련 규정과 Reg NMS 하에서 NMS 참여시장의 하나로 인정된 ATS(자율규제기능 미보유)의 관련 규정과의 형평성을 맞추기 위해 이루어졌다. 기존의 Regulation ATS에 의하면, 특정 주식의 일종거래량(3개월 이전 기준)의 20% 이상을 차지하는 ATS는 해당 주식의 호가시스템에 대한 시장참여자들의 접근을 보장하고, 접근방식도 차별적이고 불공정하게 할 수 없도록 문서화된 규정을 확립해야 했다. 그런데 이번 수정 조치로 그 적용대상 기준이 20%에서 5%로 낮아져, ATS 시장참여자들의 시장정보에 대한 접근이 보다 용이하게 되었다. 이는 그동안 미국주식시장에서 ATS의 비중이 상당히 증대한 것을 고려한 조치라고 볼 수 있다.

#### 다. Sub-Penny Rule

Sub-Penny Rule(Rule 612)은 모든 시장참여자들에게 1달러 이상의 호가에 대해서는 1센트 미만의 가격조정을 금지토록 하는 규정이다(호가 가 1달러 미만인 경우는 1/40달러 미만 금지). 단, 이 규정은 직접적인 호가제시가 아닌 다른 방식(매도·매수호가 중간값(midpoint), 거래량가 중평균가격(volume-weighted algorithm), 가격개선(price improvement) 등)에 의해 발생한 거래에는 적용되지 않는다. 전문가들은 이 규정을 통해, 아주 작은 가격조정으로 보호대상 지정가주문의 우선적 체결을 저해하는(front running 또는 stepping ahead) 관행이 개선되어, 지정가주문

에 대한 가격보호기능 및 시장투명성이 제고될 것으로 기대하고 있다. 더 나아가, 이 규정의 목적이 지정가주문을 보다 효과적으로 제시하도록 유도하는 것이기 때문에 NMS 증권의 유동성(시장의 깊이)도 개선될 것으로 기대하고 있다.

### 라. Market Data Rule

Market Data Rule(Rule 601, 603)은 NMS 증권의 시장정보를 보다 효과적으로 통합·분배·제시하도록 시스템을 개선하고 관련 SRO의 정보수수료 할당방식을 개선하기 위해, “SRO Joint Industry Plan”을 개정한 규정이다. 이 규정은 다음 세 가지 내용으로 구성되어 있다.

**Allocation amendment.** SRO가 시장정보 관련 수익을 해당 회원에게 할당하는 방식(allocation formula)을 시장 전체의 가격발견에 미친 공헌도를 기준으로 배분하도록 개정하였다. 기존의 방식은 거래량보다는 거래횟수에 초점을 맞춰 수수료를 할당하였기 때문에 여러 가지 왜곡된 형태의 거래 관련 보고가 발생하였다.<sup>41)</sup> 특히 거래량은 많지만 거래횟수가 적은 종목의 경우에는 수수료 수입이 상대적으로 적게 할당되었다. 이는 결국 NMS 시장정보에 실질적 공헌도가 높은 호가에 대해 오히려 적은 수수료가 할당되었다는 것을 의미한다. 이러한 문제를 해결하기 위해 SEC는 두 단계로 이루어진 할당방식을 제시하였다. 먼저, 전체 배분 가능한 수수료 수입을 각 증권의 총거래대금의 제공근을 기준으로 해당 증권에 배분한다(securities income allocation). 다음으로, 해당 증권의 개별거래에 있어서 관련 SRO가 투자자에게 제공한 유용성을 기준으로 이를 해당 SRO별로 재차 배분한다(trading share and quoting share). 이

41) 전체 거래량과는 상관없이 인위적으로 거래횟수를 늘려 보고하는 행태가 대표적이라 할 수 있으며, 이에 “wash sales”, “shredded trades” 등이 있다.

과정을 통해 SRO가 시장의 가격발견에 미친 공헌도를 기준으로 수수료 수입이 재배분되도록 하였다. 이는 가격발견기능 및 시장에서 투자자에 대한 Best Execution 의무를 강화시킨 것이라 할 수 있다.

**Governance amendment.** SRO 비회원으로 구성된 자문위원회 (advisory committee)를 신설하여 이 위원회가 SRO Joint Industry Plan의 소유 및 운영에 대해 참여할 수 있는 기회를 확대하고 운영상의 투명성을 증진하고자 하였다. 자문위원회 회원의 임기는 2년이며, 증권산업의 여러 이해관계자를 골고루 참여시키기 위해 소매투자 전문 브로커·딜러 그룹, 기관투자자 그룹, ATS, 데이터 판매자, 일반투자자(개인) 그룹에서 적어도 각각 1명의 대표가 선출되도록 하였다. 또한 각각의 대표는 선출된 자들과는 관계가 없는 1명의 회원을 추가적으로 선출할 수 있도록 하였다. 이들은 특별한 경우<sup>42)</sup>를 제외하고는, SRO 운영위원회 (operating committee)에 참석하여 SRO Joint Industry Plan과 관련된 정보를 획득하고 의견을 개진할 수 있다.

**Consolidation, distribution, and display of data.** 각 SRO 회원들에게도 자신들이 가진 고유 정보를 독립적으로 분배할 수 있는 권한을 부여하여 시장정보의 유용성을 확대할 수 있는 계기를 마련하였다. 원칙적으로 SRO 회원들은 자신들의 거래정보를 SRO에 보고하고, SRO는 이 정보를 NMS에 통합·전송하도록 되어 있다. 그러나 Market Data Rule에 의하면 각 SRO 회원들은 여기에 머무르지 않고 이러한 정보를 유료든 무료든 상관없이 개별적으로 시장에 분배할 수도 있게 된다. 이것은 시장정보 이용에 대한 기존의 규정을 투자자들의 요구에 부응하여 개정한 것이라 볼 수 있다. 한편, SEC는 시장정보를 효율적으로 전달하기 위해 모든 NMS 참여시장들에게 공통으로 적용될 수 있는 보고기준을 추가로 확립하도록 하고 있다. 뿐만 아니라, 독립적으로 분배되는 시장정보는 공평하

42) 운영위원회 대표들이 과반수 결의에 의해 “보안(confidential treatment)”을 요구하는 결정을 내린 경우가 이에 해당된다.

고 합리적인 기준에 의해 모든 SIP(Securities Information Processor)를 통해서 이용될 수 있도록 하고 있다.

<표 III-1> Regulation NMS 프로포절: 2005년 수정안

구 성	규정 및 내용
Order Protection Rule(a.k.a. Trade-Through Rule)	Trade-through에 대한 보호호가의 적용범위를 다수의 시장에서 거래되는 NMS 증권에 대한 자동호가로만 제한하여 시장간 가격보호원칙을 엄격하게 적용함. Trade-through를 효과적으로 방지하기 위한 구체적인 조항 및 몇 가지 예외조항으로 구성되어 있음. 구체적 사항은 다음과 같음: ① 기존의 ITS Plan을 통해 해결되지 않았던(적용되지 않았던) (장외) 대량거래자로 활동해온 브로커·딜러의 거래와 100주 미만의 소량거래에 대해서도 Trade-Through Rule을 엄격하게 적용, ② NMS 참여시장들로 하여금 trade-through를 효과적으로 방지하기 위한(또는 예외조항이 적용될 경우 반드시 따라야 할) 문서화된 규정과 절차를 확립하여 시행하도록 함, ③ 규정과 절차가 효과적으로 시행되는지에 대해 정기적으로 감사 실시, ④ 보호주문에 대한 실시간 모니터링이 가능하도록 함, ⑤ 예외조항 적용에 대한 객관적 기준을 명시하도록 함, ⑥ 운영시스템에 대해서도 정기적으로 평가와 개선조치가 이루어지도록 문서화된 규정을 마련하여 시행하도록 함, ⑦ 예외조항(trading center failure, material delay, or malfunction exception; intermarket sweep orders exception; flickering quotations exception; benchmark (order) exception)
Access Rule	시장참여자가 시장에서 제시된 NMS 증권의 NBBO에 공정하고 효율적으로(제한 없이, 비차별적으로) 접속할 수 있는 기준을 확립하는 규정으로, 세 가지 측면의 내용을 다루고 있음: ① 모든 투자자들에게 다각적으로 사적 링크를 이용하여 시장에 제시된 주문에 접근할 수 있도록 함, ② 주문에 대한 접속료를 주당 0.3센트로 제한(NBBO가 1달러 미만인 경우 해당 호가의 0.3%를 초과하지 못함), ③ 해당 SRO로 하여금 자신의 BBO가 NMS 참여시장의 다른 BBO와 교차하거나 일치하는 것을 효과적으로 방지할 수 있는 문서화된 규정을 확립하여 시행하도록 함

<표 III-1> Regulation NMS 프로포절: 2005년 수정안(계속)

구 성	규정 및 내용
Sub-Penny Rule	모든 시장참여자들에게 1달러 이상의 호가에 대해서 1센트 미만의 가격조정을 할 수 없도록 규정(호가가 1달러 미만인 경우는 1/40 달러)
Market Data Rule	NMS 증권의 시장정보를 효과적으로 전체 시장에 통합·분배·제시하도록 시스템을 개선하고 관련 SRO에게 정보수수료를 할당하는 방식을 개선하기 위해, SRO Joint Industry Plan을 개정한 것으로, 다음과 같은 세 가지 내용으로 이루어져 있음: ① SRO에게 분배되는 시장정보 관련 수수료의 할당방식을 개정하여, 가격발견기능을 개선하고 활발한 시장거래와 호가활동이 이루어질 수 있는 할당방식을 확립, ② SRO 비회원으로 구성된 자문기구를 신설하여, 이 기구가 SRO Joint Industry Plan의 소유 및 운영에 대해 참여할 수 있는 기회를 확대하고 운영상의 투명성을 증진, ③ 각 SRO 회원들에게도 자신들이 가진 고유 정보를 독립적으로 분배할 수 있는 권한을 부여하여 시장정보의 유용성을 확대할 수 있는 계기를 마련

### 3. 2004년 프로포절 vs. 2005년 수정안: Trade-Through Rule을 중심으로

#### 가. 2004년 프로포절의 주요 내용

2004년 프로포절은 가격우선원칙의 확립을 통해 투자자보호와 시장간(또는 주문간) 경쟁을 효과적으로 달성하는데 필요한 네 가지 규정으로 구성되어 있다. 각 규정의 목적을 요약하면 다음과 같다(NYSE(2004), Cai (2005) 참조).

- **Trade-Through Rule.** NMS 참여시장에서 가격우선원칙을 확립시키기 위한 규정임. 기존의 ITS Plan 하에서 주문에 대한 반응속도와 관련하여 자동화시장과 비자동화시장간에 존재하는 본질적인 차이로부터 발생하는 문제점을 개선하고자 함
- **Market Access Rule.** 시장참여자가 NMS 참여시장에 게시된 NBBO 주문에 차별적인 규제 없이 접근할 수 있도록 하기 위해, 수수료를 표준화하는 문제와 경직적인 하드링크인 ITS만을 강제하지 않으면서 접근할 수 있는 방안을 모색함
- **Sub-Penny Quoting Rule.** NMS 증권에 대한 가격경쟁이 활발히 일어나도록 주문가격의 투명성과 일관성을 증진시키기 위한 조치임. 시장간 통일된 가격조정단위(uniform quoting increment)를 확립하고자 함
- **Market Data Rule.** NMS에 참여하는 SRO의 시장정보에 대한 보상체계를 가격발견에 효율적으로 공헌할 수 있도록 개선하고 자문기구를 설치·운영하는 등, NMS에 게시된 시장정보를 통합·분배·제시하는 일련의 규정을 개정함

상기 네 가지 규정 중 가장 핵심이라 할 수 있는 Trade-Through Rule의 경우, NMS 증권의 거래와 관련하여 모든 NMS 참여시장에게 자신들의 시장에서 trade-through가 발생하지 않도록 하는 규정과 절차를 마련하여 시행하도록 하였다. 이는 투자자에게 가격보호를 지향하는 시장시스템을 통해 자신의 주문이 NBBO에 체결될 수 있다는 기대를 심어줌으로써, 지정가주문을 적극적으로 유도하기 위한 하나의 장치였다고 할 수 있다.

한편, ITS Plan 하의 Trade-Through Rule에서 야기되었던 자동화시장과 비자동화시장간 주문에 대한 반응속도의 차이로 인해 발생하는 문

제점을 수용하여, SEC는 다음 두 가지 예외조항을 제시하였다.

첫째, “Opt-Out Exception Rule”을 적용하였다. 이 규정은 투자자에게 자신이 제시한 주문을 Trade-Through Rule이 규정한 시장간 가격보호의 대상으로부터 “벗어날(opt-out)” 수 있도록 옵션을 부여한 것이다. 즉, NBBO가 아니더라도 투자자는 자신이 원하는 시장에서 거래를 체결할 수 있다. 고객의 계정으로 거래하는 브로커·딜러는 투자자에게 이 옵션을 제시할 때 반드시 해당 주문별로(order by order) 투자자의 공식적인 동의를 얻어야 하며, 사전에 포괄적인 동의를 얻는 것은 허락되지 않는다. Opt-Out Exception Rule은 기관투자자와 빠른 체결속도를 원하는 투자자에게 보다 많은 혜택을 주기 위한 규정이었으나, 시장간 가격보호라는 Reg NMS의 근본적인 원칙에는 부합되지 않는다는 논란을 야기하였다.

둘째, 비록 비자동화시장에서 유리한 호가가 제시되더라도, 특정 한도<sup>43)</sup>까지는 자동화시장에 trade-through를 허용하는 “Automated Order Execution Facility Exception Rule”을 적용하였다. 이 규정은 비자동화시장이 상대적으로 접근하기 어려운 시장임을 반영한 것으로, SEC는 이것이 서로 다른 시장구조를 지닌 개별시장간에 상호경쟁을 보다 진작시킬 것으로 기대하였다.

#### 나. 2004년 프로포절과 2005년 수정안의 차이점: Trade-Through Rule을 중심으로

2004년 프로포절과 2005년 수정안의 가장 큰 차이점은 2005년 수정

43) 매도·매수호가 10달러 이하일 경우 1센트, 10.01달러 이상 30달러 이하일 경우 2센트, 30.01달러 이상 50달러 이하일 경우 3센트, 50.01달러 이상 100달러 이하일 경우 4센트, 100달러 초과시에는 5센트로 규정되어 있다.

안에서는 Trade-Through Rule의 적용범위를 자동주문으로만 제한하였다는 점이다. 2004년 프로포절에서는 거래대상 증권의 범위를 Nasdaq의 모든 상장증권으로 확대하였지만 비자동화시장 주문에 대한 장시간(30초) 응답대기로 인해 자동주문과의 형평성이 맞지 않는 등 기존의 ITS Rule의 한계를 그대로 지니고 있었다. 2005년 수정안에서는 이러한 한계를 극복하여 비자동화시장에 주어졌던 상대적인 이점을 제거하여 공정한 경쟁체제를 확립하였다고 할 수 있다.<sup>44)</sup>

예외조항도 변경되었다. 구체적으로, 2004년 프로포절에 포함되었던 Opt-Out Exception Rule이 삭제되었다. 삭제 이유는 다음과 같다. 첫째, 그동안 이 규정이 가격보호원칙을 손상시킨다는 논란을 해결하기 위해서이다. 둘째, 비자동화가를 가격보호 적용대상에서 제외시켜 서로 다른 시장구조를 가진 시장간 체결속도의 차이로부터 오는 문제점이 거의 사라졌기 때문이다. 그러나 2005년 수정안에서도 대량거래자에 대한 가격 보호 대책에 대한 논란은 아직까지 지속되고 있다(IV.2.가에서 후술).

---

44) 2006년 10월부터 시행하기 시작한 혼합형 시장구조로 인해 NYSE의 자동호가 비중은 90% 이상이 되어 이제는 NYSE를 자동화시장이라 부를 만하게 되었다. 이는 Reg NMS에 대비해야 하는 NYSE로서는 매우 당연한 결과라 할 수 있다.

<표 III-2> 2004년 프로포절과 2005년 수정안의 비교:  
Trade-Through Rule을 중심으로

구분	2004년 프로포절	2005년 수정안
Trade-Through Rule의 적용범위	NMS 참여시장에서 거래되는 NMS 증권의 "모든 주문"	NMS 참여시장에서 거래되는 NMS 증권의 "자동화주문"으로만 제한
Opt-Out Exception Rule	Trade-Through Rule의 예외조항으로 적용함. 이는 투자자의 주문이 Trade-Through Rule이 규정한 시장간 가격보호의 대상으로부터 "벗어날(opt-out)" 수 있도록 옵션을 부여한 것임. 투자자의 주문별 동의가 필요	동 조항을 삭제. 그 외 "trading center failure, material delay, or malfunction", "intermarket sweep order", "flickering quotations", "benchmark order" 등과 같은 다른 예외조항을 신설
Automated Order Execution Facility Exception Rule	Trade-Through Rule의 예외조항으로 명시. 이는 비자동화시장에서 더 유리한 호가가 제시되더라도 특정 한도까지는 자동화시장에 trade-through를 허용하여 주문을 체결할 수 있게 한 규정임	동 조항을 삭제. 이는 보호대상 호가를 자동화주문으로 한정하여 비자동화주문과의 반응속도 차이로부터 오는 문제점이 상당부분 제거되었기 때문임



#### IV. Regulation NMS 프로포절에 대한 평가

---

1. Trade-Through Rule에 대한 긍정적 견해
2. Reg NMS에 대한 비판적 견해



## IV. Regulation NMS 프로포절에 대한 평가

본 장에서는 Reg NMS 프로포절에 대한 긍정적 견해를 가장 핵심적 규정이라 할 수 있는 Trade-Through Rule의 거래비용 감소효과 측면에서 살펴본다. 또한 관련 연구와 의견을 종합하여 Reg NMS 프로포절(그 중, Trade-Through Rule)에 대한 비판적 견해를 시장의 미시·거시구조 측면에서 논의한다.

### 1. Trade-Through Rule에 대한 긍정적 견해

Trade-Through Rule은 거래의 투명성과 시장간 경쟁을 진작시켜 투자자가 최소한의 거래비용으로 NBBO를 보장받을 수 있는 시스템을 만들기 위해 도입되었다. 투자자에게 NBBO로 체결을 보장한다는 것은 자신의 대리인인 브로커·딜러가 의뢰받은 주문을 최선의 가격(best price)으로 체결시킬 수 있도록 노력을 다한다는 것을 의미한다. <표 IV-1>은 거래를 NBBO로 했을 때와 차선호가(second-best price)로 했을 때 투자자에게 발생할 수 있는 거래비용의 차이를 제시하고 있다. 이 자료는 2003년 12월 8일부터 16일 사이 S&P 100 index 구성 종목 중 NYSE에 상장된 93개 주식의 일중호가자료로부터 얻은 결과로써, Trade-Through Rule이 없다면 투자자는 NBBO와 차선호가의 차이로 인해 1주당 평균 4.21센트의 거래비용을 추가로 부담하게 된다는 것을 보여준다(Govardhan(2004) 참조). 이러한 결과는 기존의 ITS 환경이 비록 효율적이지는 않을지라도, Trade-Through Rule 자체는 해당 증권의 주문을 NMS 참여시장으로 집중시켜 유동성을 확대하고 시장분할로 인한 비효율성을 개선하는데 있어서 어느 정도 본연의 역할을 수행하고 있음을 시사하는 것이다. 따라서

이는 Reg NMS 제정에 대한 SEC의 논리(다음 절에 후술)를 뒷받침하는 것이다.

<표 IV-1> Trade-Through Rule이 없다는 가정 하에 NBBO(최우선평가)와 차선평가의 차이로 인한 투자자의 추가부담 비용

호가 및 호가 스프 레드	최우선 매수 호가 (달러)	최우선 매도 호가 (달러)	최우선 호가 스프 레드 (센트)	차선 매수 호가 (달러)	차선 매도 호가 (달러)	차선 호가 스프 레드 (센트)	Trade-Through Rule이 없다고 가정할 경우 투 자가 추가로 부담해야 하는 비용(센트)
평균	39.88	39.89	1.83	39.83	39.93	10.25	4.21

주: S&P 100 index 구성 종목 중 NYSE 상장 93개 주식을 대상으로, NBBO와 차선평가의 차이로 trade-through되었다고 가정했을 때 투자자가 평균적으로 추가 부담하게 되는 비용임. 2003년 12월 8일부터 16일 사이 일중호가자료를 사용하여 분석함(Govardhan(2004) 참조)

Trade-Through Rule이 거래비용의 감소라는 긍정적 효과를 발생시킨다는 주장은 <표 IV-2>를 통해서도 확인할 수 있다. <표 IV-2>는 NYSE 상장증권 중 NYSE 이외의 거래소에서 NBBO로 체결된 경우를 전체 거래량 대비 20%로 가정한 후, 이들 거래에 각각, 1센트, 2센트, 3센트, 또는 그 이상 완전하게 예외(즉, trade-through)를 인정할 때 투자자들이 추가로 부담할 것이라고 예상되는 비용을 제시하고 있다. 결과를 논하면, 그동안 Trade-Through Rule을 느슨하게 적용했기 때문에 투자자들은 상당한 비용을 추가로 부담해오고 있음을 알 수 있다. 또한 1센트 예외와 같이 NBBO와 근소한 범위내에서는 trade-through를 승인하도록 해야 한다는 Sub-Penny Rule에 대한 합리화가 어느 정도 가능해진다.

&lt;표 IV-2&gt; Trade-Through Rule의 기준을 완화할 경우 투자자의 추가부담 비용

Trade-Through Rule의 예외 허용범위	투자자의 추가부담 비용(달러)
1센트 예외 적용시(Sub-Penny Rule 적용)	1,507,281,200
2센트 예외 적용시	2,299,369,458
3센트 예외 적용시	3,121,665,767
Trade-Through Rule을 완전 허용시(주당 4.21센트)	3,465,737,036

주: 2004년 NYSE 상장증권 중 장외거래주식 거래량(NBBO로 체결된 경우)을 20%로 가정하고 분석함(Govardhan(2004) 참조)

## 2. Reg NMS에 대한 비판적 견해

### 가. 시장미시구조 측면에서의 비판

Reg NMS 프로포절과 관련하여 가장 논란이 되고 있는 사항은 SEC와 학계 및 실무계의 Trade-Through Rule에 대한 시각차라 할 수 있다. SEC는 ① 이 규정이 정보비보유자(대개 일반투자자)의 지정가주문을 보호하여 시장유동성을 높이고(즉, 가격발견기능을 향상시키고), ② 투자자에게 Best Execution에 대한 신념을 확고히 하여 SEC의 투자자보호에 대한 신뢰성을 높이는데 있어서 핵심적 역할을 한다고 주장한다. 그러나 SEC의 주장은 상기 두 가지 측면 모두에서 학계와 실무계로부터 상당한 비판을 받고 있다.

### 1) 시장유동성 제고 측면

정보비보유자의 지정가주문을 반드시 Trade-Through Rule이라는 “규정”을 통해서 보호하는 것만이 시장유동성을 증대시킬 수 있는가에 대한 논란이다. 지금까지의 시장미시구조에 관한 연구에 의하면 반드시 그렇지만은 않다.

Bloomfield, O'Hara and Saar(2005)는 시장유동성이란 반드시 정보비보유자의 지정가주문에 의해 형성되는 것은 아니며, 정보보유자의 전략적 행동과도 밀접하게 연결되어 있다고 주장한다. 보다 구체적으로 살펴보면, 정보보유자의 경우 거래 초기에는 시장가주문을 주로 이용하지만 보유주식의 가격이 자신의 목표가에 근접하면 지정가주문으로 전략을 선회한다. 한편, 정보비보유자는 이와 반대되는 패턴을 보이고 있어, 시장유동성이 정보보유자의 전략적 행동과 밀접한 관계가 있음을 제시하고 있다. 또한 Madhavan(1995), Bloomfield and O'Hara(1999) 등의 연구에 의하면, 지정가주문장제도를 이용하는 시장에서 가격우선원칙을 엄격하게 적용할 경우 정보비보유자에게 정보가 적절하게 제공되지 않는다. 따라서 정보비보유자가 효율적으로 가격발견을 달성하는데 있어서 이 같은 가격우선원칙은 별다른 공헌을 할 수 없다.<sup>45)</sup> Hendershott and Jones (2005b)<sup>46)</sup>는 ECNs의 하나인 Island에 대한 연구를 통해 시장투명성의

45) 이상의 연구결과는 수정경쟁매매 메커니즘을 채택하고 있는 NYSE와 그 회원(스페셜리스트)들이 Trade-Through Rule을 지지하고 있다는 사실에서도 지정가주문의 보호가 반드시 유동성을 증대시키지는 않는다는 것을 반증한다.

46) 2002년 9월 23일 SEC는 ETFs인 DIA, QQQ, SPY의 가격발견을 주도적으로 수행하던 Island에게 Reg ATS의 Limit Order Display Rule을 이행하도록 지시하였다. 그러나 Island는 이 요구를 따르지 않고 아예 호가게시를 중단하다가(1차 사건), 1년 후인 2003년 10월 호가게시를 재개하면서 요구사항을 이행하기 시작하였다(2차 사건). Hendershott and Jones(2005b)는 이러한 배경 속에서 두 사건이 관련 ETFs 시장의 질적 수준(가격효율성, 스프

증대로 인한 유동성 증대효과를 강조하며, trade-through를 금지하기 보다는 오히려 trade-through와 관련하여 정보의 공개 수준을 높이는 조치가 더 바람직하다고 주장한다.

결국, 학계 및 실무관계자들은 시장정보의 투명성을 확보하고 시장참여자에 대한 차별과 같은 반경쟁적 관계가 철폐되면 자연스럽게 “시장의 힘(market power)”만으로도 유동성을 증대시킬 수 있을 것이라는 점을 지적하고 있다. 이 같은 주장은 시장유동성을 증대시키기 위해 규제보다는 시장의 힘을 활용하는 것이 보다 효율적임을 시사하는 것이다.

## 2) 투자자보호 측면

Reg NMS 프로포절에 담긴 SEC의 투자자보호 문제와 관련한 이슈에 대해, 전문가들과 SEC 사이에는 2005년 수정안이 발표되기 이전부터 이미 상당한 이견이 존재하고 있었다. 지금도, 전문가들은 SEC가 무엇보다도 대량거래자의 요구를 충분히 고려하지 못하고 있다고 줄곧 지적하고 있다. 이에 대해 SEC는 대량거래자를 전략적 단기투자자(strategic short-term investor)라고 매도하며 장기투자자(long-term investor)와는 구분하여 고려해야 한다고 주장하고 있다.

문제는 SEC가 투자자를 이와 같이 구분짓는 근거를 명확하게 제시하지 않고, 단지 대량거래자에게 장기투자자와 동일한 보호수준을 적용하면 효율적 시장형성이라는 공공의 이익과 부합하지 않는 결과가 발생할 수도 있다고만 주장한다는 점이다. 여기에 더해 2005년 수정안을 확정하면서 SEC는, 공정한 가격보호원칙을 훼손한다는 이유로, 2004년 프로포절에서 제시되었던 대량거래자의 보호조항이라 할 수 있는 Opt-Out

---

레드)에 미친 영향을 분석하였다. 그 결과, 비록 시장집중도에 변화가 발생하지 않더라도 시장투명성이 증대되면 시장유동성은 증가하여 시장의 질적 수준이 개선될 수 있음을 보고하고 있다.

Exception Rule을 삭제하였다.

결국, Reg NMS는 현실적으로 기관투자자들의 거래비중이 매우 큰 상태에서 이들의 요구를 제대로 수용하지 못했다는 비판을 극복하지 못하고 있다.<sup>47)</sup>

## 나. 시장거시구조 측면에서의 비판

### 1) 시장분할 관련 이슈

NMS 하에서 시장분할은 NYSE 상장증권이 NYSE 이외의 지역별 거래소, Nasdaq, ATS, IB 등 다양한 시장에서 거래됨으로써 발생하게 된다. 지금까지 시장분할에 대한 문제를 야기한 주요 시장으로는 ATS (Nasdaq 상장증권)와 IB(NYSE 상장증권)를 들 수 있다. 이 중에서도 ATS는 낮은 거래비용과 빠른 체결속도, 무엇보다도 회송된 주문흐름에 대한 적절한 보상시스템 등을 갖추고 있어 최근 미국주식시장에서 시장

47) 물론 2005년 수정안에서도 다음 두 가지 예외조항을 신설하여 대량거래자의 요구사항을 완전히 배제하지는 않았다. 그러나 이들 예외조항이 대량거래자의 가격보호문제를 어느 정도 해결할 수 있을지는 미지수이다. 대량거래의 근본적인 문제점은 무엇보다도 전체 물량이 한꺼번에 시장으로 쏟아져 나와 시장충격을 일으킨다는데 있다. VWAP 주문과 같은 소위 “benchmark order”를 이에 대한 하나의 예외로 인정하여 대량거래로 인한 가격충격을 완화하려 하지만, 평균주문가격과 주문량을 주문 전에 알 수 없거나, 주문이 작은 단위로 분할되어 체결되거나, 또는 실제 목표가격을 달성하지 못할 위험은 항상 존재한다. 또 다른 예외조항인 “intermarket sweep order”의 경우, 동시에 여러 시장의 주문을 신속히 체결하므로 시장충격 문제를 효과적으로 감소시킬 수는 있으나 평균체결가격을 보장받을 수 없다는 단점이 있다. 따라서 Reg NMS에 이와 같이 대량거래자를 위한 적절한 예외조항이 없다는 것은, 투자자들이 요구하는 가격으로 주문이 체결되지 못하는 위험을 특정 시장참여자(기관투자자)에게 이전시켜 이들에게 불공정한 부담을 안겨줄 수도 있게 된다.

분할이 점증하는데 큰 몫을 담당하고 있다. 또한 내부화도 시장분할의 한 형태이다. 주문체결의 내부화로 인해 브로커·딜러는 주문을 특정 시점에 형성된 NBBO에 고객 또는 자신의 계정으로 직접 체결시켜 거래소 관련 거래비용을 회피할 수 있으며, 매도·매수주문이 모두 고객의 요청에 의한 것일 경우 추가적인 수수료(commission)도 얻을 수 있다. 내부화 지지자들은 이러한 기능이 시장에서 가격 및 가격외 조건을 함께 고려하는 것이기 때문에, IB의 내부화는 Best Execution을 보다 실질적으로 달성하는 수단이라고까지 주장하고 있다.

시장분할이 시장에 미치는 영향은 매우 상반적이다. 먼저, 시장간(또는 주문간) 경쟁을 진작시켜 거래비용을 감소(긍정적 측면)시킨다. 반면, 각각의 관련 시장내 유동성을 감소시켜 효율적 가격발견을 저해하는 결과(부정적 측면)를 초래하기도 한다. 이에 대한 학계 연구를 종합해보면 시장분할에 따른 부정적 효과가 일반적으로 큰 것으로 나타나고 있다(Madhavan(1995) 참조). 시장분할과 관련하여 Reg NMS가 비판받는 이유로는 시장 관련 IT 혁신이 위축될 가능성과 국제적으로 시장이 분할될 수 있는 내생적 한계점을 들 수 있다. 이에 대한 논의는 아래와 같다.

#### ① 시장 관련 IT 혁신의 위축 가능성

SEC가 NMS를 구축하고자 하는 본질적인 이유는 시장간 경쟁체제를 확립하는 과정에서 발생할 수 있는 시장분할로 인한 상기 부정적 효과를 해결하기 위해서이다. 따라서 분할된 시장을 원활하게 연계하는 시스템을 확립하는 노력이 필요하다. 그러나 현재와 같이 서로 다른 형태의 IT(technical specification)를 지닌 시장간 경쟁체제 하에서는 SEC의 이러한 연계노력은 오히려 왜곡된 결과를 야기할 수 있다는 비판이 제기되고 있다. 다시 말해서, 시장분할을 해소하기 위해 도입된 시장간 연계 기술(linkage technology)이 특정 시장의 IT 환경에 유리 또는 불리하게

작용함으로써, Reg NMS 하에서 특정 시장이 선호되는 것을 방지하지 못할 수 있다는 것이다. 이 경우 유리한 영향을 받게 되는 시장이 반드시 상대적으로 기술적 우위에 있는 것이 아니기 때문에 미국주식시장의 전체 IT 환경이 바람직하지 않은 방향으로 진전될 수도 있으며, 결과적으로 주식시장 관련 IT 경쟁력을 떨어뜨리게 될 수도 있다.

## ② 교차상장의 확대에 의해 NMS 증권의 국제적 시장분할 가능성의 상존

Reg NMS는 미국내에서 거래되는 NMS 증권에만 적용되고, 미국의 시장에서 발생하는 거래에는 적용되지 않는다. 이것은 다른 형태의 시장 분할(즉, 국내와 국외)을 야기할 수 있다. 이 경우 주식시장에서의 시장 분할은 전세계에 일률적으로 적용되는 규제가 없는 한 언제나 상존한다고 볼 수 있다.

현재, LSE나 DB 등 외국시장에 상장된 미국주식의 발행규모는 날로 증대되고 있다. 2004년 9월 현재 LSE에 교차상장된 미국주식은 47개로 총거래량은 207억주, 3,580억파운드에 이르고 있다(2004.1~2004.9). 또한 2004년 10월 현재 DB Xetra에 거래되는 미국주식은 DJIA(Dow Jones Industrial Average) index, S&P 100 index, Nasdaq 100 index, Dow Jones Global Titans 50 index 구성 종목을 모두 포함하여 215개로, 8월부터 10월까지 3개월간 74억유로의 거래량을 보이고 있다(Gkantinis(2005) 참조).

NMS 증권의 외국시장 교차상장에 의해 상기와 같은 국제적인 시장 분할이 발생할 가능성은 IB 내부화의 진전으로 말미암아 더욱 증대될 것이다. 왜냐하면 IB의 국제화로 내부화는 관련 국가 또는 지역 규제기관의 관할구역 밖으로 급속히 확대될 수 있기 때문이다. 이 결과, 관할

구역인 미국 이외에 위치하면서 NMS 증권을 거래하고 있는 시장에 대해 Trade-Through Rule을 적용할 권한이 없는 SEC로서는 관련 증권의 주문흐름을 Reg NMS와 같은 엄격한 규제방식으로 통합할 방법이 원칙적으로 없는 셈이다. 즉, NMS 증권의 시장분할은 Reg NMS 시행 이후에도 상존한다고 볼 수 있다.

이에 따라, SEC가 NMS 증권의 모든 거래를 연계하여 시장유동성을 확보하려는 목표는 애초부터 많은 한계점을 내포하고 있었다는 비판이 일각에 존재하는 것이다.

## 2) NYSE의 지위 강화 가능성

시장간 연계는 trade-through를 효과적으로 방지하기 위해 도입되었다. 그러나 SEC의 의도와는 달리, 이러한 연계가 시장간 직접 경쟁할 수 있는 기회를 제공하기보다는 다른 시장의 거래자들에게 가격발견이 효율적으로 이루어지는 NYSE로 무임승차(free-riding)할 수 있는 기회를 제공하여, 오히려 NYSE의 지위를 더 강화시켜줄 것이라는 비판도 제기되고 있다. 이는 시장간 효율적 경쟁체제의 구축을 NMS의 추진 목적으로 삼고 있는 SEC의 입장에서 볼 때, 매우 바람직하지 않은 모순된 결과라 할 수 있다.

예를 들어 살펴보자. 정보전달과정이 체결속도를 따라가지 못하면 시간우선원칙(Time Priority Rule)은 사실상 유명무실해진다. 이 경우 NMS 증권 중 대부분의 종목이 상장·거래되고 있는 NYSE에서 해당 종목의 가격발견이 이루어지고, 이는 유동성 외부효과에 의해 더욱 개선되어 NYSE의 주시장으로서의 지위를 강화시켜 줄 것이다. 이러한 지배적 위치를 이용해 NYSE는 자신의 이익을 옹호해 나갈 수 있는 힘을 가질 수 있게 된다. 결국, 다른 시장이 NYSE에 대해 갖는 가격경쟁력이 Trade-

Through Rule로 인해 제고될 것이라는 SEC의 낙관은 무리가 있는 견해라 할 수 있다.

한편, CTS, CQS, ITS 등 시장간 연결시스템의 운영권을 가진 SIAC<sup>48)</sup>은 소유구조의 특성상 NYSE의 지배를 받고 있기 때문에, 자신의 손해를 감수하면서까지 NYSE가 다른 시장의 이익을 대변하기란 매우 힘들 것이다. SIAC의 이러한 환경적 제약은 시장 전체의 이익을 위해 시장간 연계시스템의 획기적인 개선과 관련된 기술적 솔루션(technical solution)이 등장하는데 매우 큰 장애요소로 작용할 것이다. 실제로 현행 ITS가 기술적으로 매우 낙후되었다는 지적은 우연이 아니라 이러한 한계가 반영된 산물인 것이다.

---

48) 전체 지분의 2/3는 NYSE가, 나머지 1/3은 AMEX가 보유하고 있다.

## V. MiFID: Reg NMS의 특성을 포괄하는 유럽의 규제 환경

---

1. MiFID의 도입 배경과 정의
2. MiFID가 표방하는 목적과 범위
3. MiFID의 주요 내용: Reg NMS 관련 사항을 중심으로
4. MiFID에 대한 업계의 평가 및 준비 상황



## V. MiFID: Reg NMS의 특성을 포괄하는 유럽의 규제환경

현재 유럽주식시장은 범유럽단일시장(pan-European single market)이라는 목표 하에 EU(European Union) 차원의 시장규제 관련 입법이 진행되고 있다. MiFID는 이러한 입법과정의 1단계(Level 1)에서 제시된 “유럽자본시장 규제환경”의 큰 골격을 의미하며, 25개 EU 회원국 뿐만 아니라 세계자본시장 및 산업, 관련 제도 모두에 걸쳐 큰 파장을 미칠 것으로 예상된다.<sup>49)</sup> 본 장에서는 MiFID의 도입 배경과 정의, 목적 및 범위, 주요 내용, 그리고 지금까지 업계로부터의 평가를 살펴보고자 한다. 내용면에서는 MiFID가 미국의 Reg NMS 시행과 맞물려 진행되고 있다는 점을 감안하여, Best Execution 및 시장투명성에 대한 주식시장 관련 규정을 집중 조명하여 그 의미를 분석한다.

### 1. MiFID의 도입 배경과 정의

#### 가. MiFID 도입 이전 유럽주식시장의 규제환경: ISD

1980년대 후반 이후 촉발된 LSE와 유럽 대륙내 거래소와의 경쟁은 현재 유럽주식시장의 특징을 결정지은 시발점으로 작용하였다. 1989년 LSE는 외국증권에 대한 자동호가주도형시스템인 SEAQ(Securities Exchange Automated Quotation) International<sup>50)</sup>을 구비하여 관련 시장의 효율성

49) MiFID의 전반적인 내용에 관심이 있는 독자는 Giraud and D'Hont(2006)를 참조하기 바란다.

50) 1997년 순수경쟁매매 메커니즘의 전자주문장시스템인 SETS(Stock Exchange

을 증진시키고, 이를 바탕으로 외국주식의 거래를 활성화하면서 유럽에서 블루칩 거래시장의 지배적 위치를 차지해가고 있었다. 이에 대해 대륙내 거래소들도 전자주문장제도의 도입, 주식회사로의 전환, 거래비용의 삭감 등으로 응전하여 LSE로 집중되던 주문을 되찾아오려고 하였다. 유럽내 시장간 경쟁의 단초가 발생하게 된 것이다.

이러한 환경 속에서 1993년 EC(European Commission)는 유럽금융서비스시장을 통합하려는 목적으로 ISD(Investment Services Directive)를 창안하였고, 이것이 현재까지 유럽주식시장에 대한 규제의 틀로써 작용하고 있다. ISD의 제정으로 유럽에서는 정규시장(regulated market)과 브로커·딜러인 IB로 각각 구분된 별도의 규제환경이 조성되었다. 특히 IB에 대해서는 이른바 “단일통행권제도(single passport)”를 확립하여 별도의 추가적인 절차 없이 EU 회원국 중 일국의 허가와 감독만으로도 다른 회원국에서의 영업을 가능해져 단일금융서비스시장을 향한 도약이 시작되었다.

ISD의 규정 중 유럽주식시장에 가장 큰 영향을 미친 것은 각 국가들로 하여금 “거래소집중의무(Concentration Rule)”<sup>51)</sup>를 제정할 수 있도록 허용한 점이다. 거래소집중의무란 금융서비스의 자유로운 공급이라는 EU의 기본원칙을 위반하지 않는 범위내에서, 거래소(또는 일국에 위치한 정규시장)에 상장된 증권의 거래에 대해 해당 거래소 하나에서만 그 효력이

---

Electronic Trading System)를 도입하기 이전까지, LSE는 복수의 딜러를 중심으로 한 전형적인 딜러시장이었다(엄경식·윤지아(2001)).

51) II장에서 미국주식시장의 Concentration Rule을 번역할 때는 “시장집중의무”라 표현하였으나, 유럽주식시장에 대한 본 항에서는 보다 구체적으로 “거래소집중의무”라 표현한다. 거래소집중의무 규정의 구체적인 적용요건은 다음과 같다. 첫째, 투자자는 반드시 해당 국가의 거주자이거나 해당 국가에 설립된 법인이어야 한다. 둘째, IB일 경우 해당 국가에서 영업을 영위하고 있어야 한다. 셋째, 주식은 해당 국가의 관할내에 있는 정규시장에서 거래되는 주식이어야 한다.

귀속되도록 하며, 매매체결 및 보고는 반드시 해당 거래소를 통해서만 가능하도록 한 것이다. 이 조치로 프랑스, 벨기에 등 8개 EU 회원국들이 자신들의 상장증권을 해당 거래소 밖에서 매매하는 것을 금지하였다.

거래소집중의무의 시행은 SEAQ International의 성공으로 초기 시장 간 경쟁에서 앞서가던 LSE로부터 주문흐름의 상당 부분을 대륙내 EU 거래소(특히 Euronext-Paris)로 되돌아가게 하는 효과를 발생시켰다. 결국, 거래소집중의무로 인해 유럽은 단일시장으로 발전하지 못하고 오히려 거래소(또는 EU 회원국 시장)간에 국가간(지리적) 장벽을 구축하게 된 것이다.

이 뿐만이 아니었다. 유럽주식시장의 거래기능 측면에서도 장벽이 발생하였다. 우선, 해당 거래소로 주식거래가 집중되어야 했기 때문에 달러시장의 발전이 저해되었다. 예를 들어 보자. Euronext에 상장된 주식은 대량매매 절차가 요구되는 특별한 경우를 제외하고는, 모두 Euronext의 순수경쟁매매 메커니즘을 이용하여 거래가 성사되어야만 한다. 반면, LSE의 경우에는 아무런 제약 없이 순수경쟁매매 메커니즘과 달러 메커니즘을 모두 이용할 수 있다. 이 경우 ISD의 거래소집중의무로 인해 프랑스 IB는 자신의 주문을 내부화하거나 다른 시장(예: LSE)으로 회송할 수 없게 되어 달러시장이 상대적으로 약화될 수밖에 없다. 반면에, 런던에 위치하면서 달러로서 충분한 경험을 가진 영국 IB는 전통적으로 그리고 규제로 인해 달러로서의 경쟁력을 갖출 수 없는 프랑스 IB에 비해 상대적으로 큰 혜택을 받게 되었다. 이 모든 것들이 거래소집중의무 때문에 나타난 현상이라 할 수 있다.

## 나. MiFID, 새로운 규제환경의 출현

자국 거래소집중의무로부터 발생하는 회원국 거래소(또는 시장)들 간

의 지리적 장벽과 거래 기능상의 장벽은 유럽주식시장의 현 규제환경인 ISD의 한계점을 노정시켜, 유럽에 새로운 규제환경에 대한 필요성을 대두시켰다.<sup>52)</sup> 또한 ISD의 단일통행권제도를 통해 IB가 EU내에서 자유롭게 영업활동을 수행할 수 있는 근거는 마련되었으나, 각국별로 급속하고 다양하게 발전해나가는 유럽주식시장의 면모를 이 틀 속에서 완전히 수용하기란 거의 불가능하였다. 특히 1990년대 중반에 접어들면서부터 투자자들의 시장참여가 급증하고 매우 복잡하고 다양한 형태의 상품과 서비스가 등장하기 시작하면서, 기존의 규정으로는 더 이상 변모된 환경을 수용하기가 매우 어렵게 되었다. 따라서 이를 반영할 뿐만 아니라 향후 전개될 새로운 시대의 다양한 변화에 능동적으로 대처하여, 투자자들에게 보다 질 높은 서비스를 제공하기 위한 새로운 규제환경이 필요하게 되었다.

1999년 마침내 EC는 새로운 규제의 도입에서부터 실행에 옮기기까지 3단계에 걸친 입법추진과정<sup>53)</sup>을 담은 FSAP(Financial Services Action Plan)를 채택하였다.

- Level 1(European level): EC, 유럽의회 차원에서 유럽시장 전체를 대상으로 한 입법추진단계를 의미함. 이 결과 2004년 4월 MiFID가 발표됨

52) Lisbon Convention(2000)에서는 ISD의 이러한 한계에 대해 EU 회원국들이 인식을 같이 하고 범유럽단일시장을 위한 ISD 개정작업의 필요성을 공식적으로 인정하였다. 여기서 채택된 Lisbon Agenda는 “2010년까지 EC로 하여금 유럽을 세계에서 가장 경쟁력 있고 역동적인 지식기반경제(knowledge-based economy)를 갖는 지역으로 만들어서, 지속적인 성장과 고용을 창출하고 사회적 유대감을 증대시킬 수 있도록 한다”라는 합의정신을 담고 있다(Moloney(2006) 참조).

53) 일명 “Lamfalussy Process”라고 하는 입법추진과정으로서 범유럽단일시장이라는 목표 하에 증권산업의 확대와 투명성 증진을 골자로 한다.

- Level 2(European level): Level 1에서 확립된 입법을 바탕으로 유럽시장 전체를 대상으로 한 실행지침을 마련하는 단계임. CESR (Committee of European Securities Regulation)이 증권산업 이해관계자들의 의견조율과정을 총괄하여 진행함
- Level 3(national level): Level 2에서 완성된 실행지침을 회원국별로 적용하기 위해 각 회원국별 입법과정을 완료하는 단계임. 각국 규제당국자 사이의 협력과정(cooperation among national regulators)을 포함함

Level 1은 2004년 4월 유럽의회에 의해 MiFID가 채택됨으로써 마무리되었고, 본 보고서가 작성 중인 2007년 3월 현재 Level 2 작업이 진행 중에 있다. EC와 유럽의회에 의하면 2007년 7월까지 Level 3 작업을 종료하고 2007년 11월 MiFID를 전격 시행할 예정이다.

MiFID가 도입될 경우 그동안 시행해온 자국 거래소집중의무가 철폐되어 유럽에서는 이전에 경험하지 못했던 시장간 경쟁이 격렬히 발생할 것으로 예상된다(Jeffs(2006) 참조). 그러나 이러한 예상은 다소 비관적이라 할 수 있다. 왜냐하면 거래소집중의무의 철폐 자체에 대한 국가간의 이해차이가 매우 커, 이들 간에 상당한 의견충돌이 있을 것으로 예상되기 때문이다. 이러한 전망은 과연 MiFID가 효과적으로 시행될 수 있을지에 대한 의구심마저 불러일으키고 있다. MiFID와 관련한 규제에 대해 사전적·사후적 비용·편익분석이 잘 이루어지지 못하는 것도 MiFID의 효과적 시행에 대한 비관적 전망을 더해준다.<sup>54)</sup> 따라서 효과적인 비용·편익분석을 바탕으로 한 MiFID의 정확한 평가가 현재 진행되고 있는 유럽

---

54) MiFID 규제의 주감독당국인 영국의 FSA(Financial Services Authority)는 새롭게 채택되는 법률적 요소에 대한 비용·편익을 올바르게 평가해야 할 법적 책임이 있다. FSA는 법률적 요소에 대한 비용·편익의 평가척도를 꾸준히 개발하여 최근 증권거래 관련 여러 분야에 소위 "Cost of Regulation"을 적용함으로써 이해관계자들의 상당한 지지를 받고 있다(Moloney(2006) 참조).

주식시장의 규제개혁에 있어서 시급히 해결해야 할 문제라 할 수 있다 (Moloney(2006) 참조).

## 2. MiFID가 표방하는 목적과 범위

### 가. 목적

MiFID가 추구하는 목적은 크게 다섯 가지로 요약할 수 있다 (Mukundan(2006) 참조).

- 높은 수준의 투자자보호를 위해 EU 회원국간 제도의 조화(to provide a degree of harmonization needed to offer investors a high level of protection)
- Best Execution 의무를 부과함으로써 투자자에게 수준 높은 체결 서비스를 보장(to ensure high quality execution of investors a high level of protection)
- 유럽자본시장간 정합성 있고 위험수준에 따라 유연하게 작동하는 주문 관련 규정의 정비(to provide a coherent and risk sensitive framework for regulating the order execution arrangements in the European financial markets)
- 시장유동성에 대한 투명성 제고(to enhance transparency on the depth of liquidity in securities)
- 금융시스템의 건전성과 효율성 증진(to uphold the integrity and overall efficiency of the financial system)

이상에서 볼 수 있듯이, MiFID는 유럽주식시장내 거래소집중의무를 철폐하고 시장투명성을 증진시켜 Best Execution을 달성함으로써 투자자에 대한 보호수준을 강화하고 서비스의 질적 수준을 향상시키기 위한 단일규제체제의 정립을 목표로 하고 있다.

## 나. 범위

MiFID는 EU내에 위치한 모든 회원국과 금융회사의 금융서비스 및 그 밖의 각종 활동을 규제하는 단일규정을 EU 시장에 적용하기 위해 제정되었다. 따라서 MiFID에서는 현행 ISD의 시장과 상품 및 서비스에 대한 정의를 더욱 확장하여 매우 광범위하게 규정하고 있다. 이를 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

MiFID에서는 시장<sup>55)</sup>을 정규시장, “MTF(Multilateral Trading Facility)”, “SI(Systematic Internalizer)”로 구분하여 정의하고 있다. 정규시장은 각 EU 회원국의 허가와 감독을 받는 거래소를 의미한다. MTF는 미국의 ATS와 거의 동일하게 정의되는 다자간 매매체결시스템으로서, 각 EU 회원국의 승인 하에 정규시장이나 SI에 의해 운영되며 별도로 새로운 형태의 실체(entity)를 의미하지는 않는다. SI는 유입된 주문을 내부에서 자신의 포지션이나 또 다른 고객의 주문과 매칭시킴으로써 매매를 체결시키는 시장을 의미한다. 이와 같은 구분은 시장에서 전개되고 있는 보이지 않는 미묘한 경쟁관계를 포착하여 시장상황을 포괄적으로 파악함으로써, 효율성을 제고하면서 시장을 더욱 효과적으로 규율하려는 MiFID의 의도가 담겨 있다.

---

55) 미국의 Reg NMS에서처럼 “trading venue or center”로 정의된다.

상품과 서비스 범위도 온실가스 배출권, 기후 및 각종 경제지표와 관련된 파생상품과 같이 향후 발생 가능한 새로운 형태의 파생상품 거래를 포괄할 수 있도록 정의하고 있다.

### 3. MiFID의 주요 내용: Reg NMS 관련 사항을 중심으로

#### 가. 주식시장 관련 Best Execution 규정

MiFID에는 “투자자의 주문이 최선으로 체결될 수 있도록 SI가 필요한 모든 조치를 취해야 한다”는 Best Execution 의무가 규정되어 있다.<sup>56)</sup> 이는 투자자보호 문제와 관련하여 MiFID에 규정된 제일 핵심적인 사항으로, MiFID 전체 규정 중에서 가장 유연하면서도 혁신적인 내용을 담고 있다. 이렇게 말할 수 있는 이유로는 MiFID에는 Best Execution의 절대 기준이 규정되어 있지 않을 뿐만 아니라, 가격기준이라는 객관적인 다른 조건도 Best Execution의 기준으로 충분히 수용되고 있기 때문이다.<sup>57)</sup>

이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 첫째, MiFID에서는 투자자의 주문에 대한 Best Execution을 달성하기 위해 SI가 합리적으로 가능한 모든 조치를 취했는지를 확인하여 투자자에게 이를 증명할 것을 규정하고 있다. 그렇지만 Best Execution을 판단하는 기준으로는 가격, 거래비용, 체결속도, 결제 가능성, 거래량, 거래체결 관련 요소 등이 모두 포함될 수 있게끔 상당한 유연성을 허용하고 있다. 이 중에서도 특히 주목할 만한 점은 SI가 주문을 회송할 거래시장을 선택할 때 투자자의 거래비용

56) 물론 “최선”에 대한 일정한 기준도 정의하고 있다.

57) Reg NMS 보다는 포괄적이거나, 각 요소에 대한 구체적 기준이 제시되어 있지 않아 Reg NMS에 비해 그 실현 여부가 불투명하다.

을 고려하도록 한 것이다. 이로써 SI는 각 시장의 거래메커니즘으로부터 발생하는 시장충격비용과 같은 암묵적 비용 또는 시장간 주가변동의 차이로부터 발생하는 기회비용 등을 고려하여 주문을 회송해야 한다. SI는 투자자(고객)에게 시장정보, 체결정책, 주문체결에 영향을 주는 결정요소들의 상대적 중요성 등을 공개해야 하지만, 실제로 Best Execution이 달성되었는지를 보여줄 필요는 없다. 단지, SI는 투자자가 요구하는 Best Execution을 달성하기 위해 자신이 합리적으로 가능한 모든 조치를 취했는지를 확인하여 증명하기만 하면 된다. 이 조항은 그 내용이 너무 모호하여 자칫하면 SI에게 결정적 책임을 회피할 수 있는 여지를 남겨 놓고 있다고도 할 수 있다. 이에 대해서는 FSAP Level 2에서 좀 더 객관적이고 분명한 시행조치가 제시될 것으로 기대하였으나, 아직까지 Best Execution에 대한 판단기준간의 상대적 중요성과 관련하여 어떤 특별한 언급은 하고 있지 않다. 단지, 투자자와 주문의 특성, 주문이 성사될 수 있는 시장 등과 관련한 판단기준만을 좀 더 분명히 제시하고 있을 뿐이다. 따라서 지금까지 제시된 MiFID의 Best Execution은 이의 달성 여부보다는 “그 과정을 중요시”한다고 보아야 할 것이다.

둘째, MiFID에서는 SI가 자신이 취급하는 주식이 거래될 수 있는 모든 시장에 반드시 접근 가능해야만 한다고 규정하지는 않고 있다. 단지, 자신의 고객 특성에 비추어볼 때 Best Execution과 동일한 효과를 제공할 수 있는 시장에만 접근할 수 있으면 되도록 규정하고 있다. 이는 투자자의 선호에 따라 다양한 SI의 존재를 용인하여, “Best Execution의 해법을 법적인 구속(rule)에 의존하는 것이 아니라 시장기능(market power)을 통해” 찾고자 한 것으로 해석할 수 있다. 즉, SI가 어떤 시장으로 특화해서 성장할 것인지는 목표대상으로 하는 투자자의 성향과 의도, 체결정책에 대한 선호 등에 의해 결정되는 것이다. 이 점이 투자자의 선호와 관계없이 모든 주문을 ITS를 통해 “일률적으로” 통합하여 체결하는 Reg NMS (Trade-Through Rule)의 기초와 본질적으로 차이가 나는 부분이다.

셋째, MiFID 하에서 각 SI는 공식적인 주문처리규정(Client Order Handling Rule)<sup>58)</sup>을 만들어 투자자에게 이를 충분하고 적절하게 제공해야 할 뿐만 아니라, 투자자의 요구가 있을 때에는 자신의 Best Execution 정책에 따라 투자자의 주문이 엄격하게 처리되었음을 증명해야 한다. 또한 일반 주문에 대해서는 투자자의 동의를 얻을 필요가 없으나, MTF를 통해 체결될 가능성이 있는 주문에 대해서는 사전 승인을 얻도록 하고 있다. 이에 더하여 최근 CESR은, 투자자의 요청이 있을 경우, SI가 자신이 접근할 수 있는 시장 및 관련 정보, 해당 시장을 선택하는 데 사용하는 기준 및 고려 요소, 주문처리와 관련한 세부 정책(또는 유인) 등을 공개할 것을 요구하고 있다. 이러한 업무 부담은 SI가 투자자로부터 주문흐름을 유인하기 위해 지불해야 하는 일종의 수수료인 셈이다.

이상에서 살펴본 바와 같이 MiFID의 Best Execution은 유연성을 강조한 규정의 특성상, 규정 자체보다는 실질적인 감독이 가능한지의 여부로 그 정책적 효과를 입증해야 할 것이다. 결국, MiFID의 성공적 정착은 효율적인 감독시스템(supervisory system)의 구비와 이의 효과적 집행 여부에 달려있다고 할 수 있다(Moloney(2006) 참조).

#### 나. 주식시장 관련 투명성 규정

시장투명성 관련 규정은 EU내에 존재하는 다양한 시장을 인정함으로써, 발생할 수 있는 주문흐름의 분할로 인한 부정적 효과를 감소하는데 그 목적이 있다. 따라서 이 규정은 정규시장, MTF, SI 등 EU내 모든 시장에 동일하게 적용되며, 이들 시장이 정규시장 상장주식의 사전적·사

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

후적 시장정보를 일정 수준 공개해야 할 것을 요구하고 있다.

사전적 투명성(pre-trade transparency)의 경우 현시점의 호가 및 가격 대별 시장의 깊이가 공개되어야 한다. SI는 시장에서 거래되는 주식에 대해 체결 가능한 최신의 확정호가 정보(대량매매 포함)를 공개하여 다른 투자자들이 이를 보고 SI에 접근할 수 있도록 해야 한다. 그러나 정규시장의 경우에는 거래메커니즘(호가주도형, 주문주도형, 혼합형), 주문의 크기, 체결방법 등에 따라 정보공개의 수위를 조절할 수 있도록 하였다. 대량주문에 한해서 시장충격을 감안하여 즉각적인 정보공개 대신 일정 기간 동안 이를 지연할 수 있도록 한 것이 하나의 예이다. 사전적 투명성과 관련하여 보다 세부적인 의무공개 호가범위는 FSAP Level 2가 완료되면 구체화될 것이다.

사후적 투명성(post-trade transparency)의 경우 시장의 모든 거래에 대해 체결가격, 거래량, 거래시간 등이 공개되어야 한다. 그러나 가격이 시장 외적 요인에 의해 크게 영향을 받아 투자자를 오도할 수 있는 경우에 한해서는 최소한의 지표정보(indicative flag)만을 제공할 수도 있다. 또한 거래량, 체결 유형 등과 관련하여 특별한 사유(예: 대량매매)가 있는 경우 관계당국의 사전 승인을 받아 이를 시장에 명확히 알린 후, 일정 시간 정보공개를 연기할 수도 있다. 사전적 투명성과 마찬가지로 정보공개의 세부적인 범위와 내용은 FSAP Level 2의 완료와 함께 구체화 될 것이다.

상기의 사전적·사후적 정보는 직접적인 방법, 일정 조건의 계약(agreement), 또는 정보판매자를 이용한 간접적인 방법에 의해서 전달 가능하다. 단, 정규거래시간 동안 합리적인 가격조건에 의해 지속적으로 제공되어야 한다는 전제 하에서만 가능하다.

<표 V-1> MiFID의 주요 기타 규정(SI 영업 관련 의무)

구 분	규정 내용
투자자문업에 대한 정의	투자자문업의 범위 즉, 투자자문업에 해당하는 서비스의 형태를 규정. (향후 투자자문업이 핵심 투자서비스 산업이 되어 MiFID 하에서 규제될 것을 예상하여 정의)
금융상품 범위	파생금융상품의 기초가 되는 “상품(commodity)”의 정의 및 범위. 정규시장, MTF, 동등한 수준의 제3국 시장에서 거래되지 않는 금융상품계약이 이에 해당되는지 여부. (기후, 화물운임료율, 가스배출권, 물가상승율 등 공식 통계치와 관련된 파생상품이 언제 공식 파생금융상품으로 취급될 것인지에 대한 내용을 다룸)
이해상충 관련 사항	SI간 또는 SI와 고객간 이해상충 요소. SI가 취해야 할 조치. SI가 지켜야 할 규정. 영업을 시작하기 전 고객에게 이들 이해상충과 관련하여 기본 유형 및 이유 등에 대한 설명 의무 등
사전적 적합성 검증 (Suitability Test)	서비스의 제공 여부를 결정하기 위해 SI가 고객으로부터 사전적으로 획득하는 최소한의 정보. 서비스의 형태(investment advice vs. portfolio management)에 따라 달라지는 정보의 정도. 특정 투자에 대한 고객의 지식 및 경험과 관련된 정보. 전문적 지식을 갖춘 고객에 대해서도 부족한 정보에 대한 서비스의 제공 여부를 결정하기 위해 적합성 검증을 실시해야 함
사후적 적절성 검증 (Appropriateness Test)	일반 고객층과 전문 고객층에 대한 엄격한 구별을 통한 사후 관리. SI는 고객에 대한 사전적 정보를 기초로 이에 적합한 상품 및 서비스를 제공해야 하고, 사후적 적절성 검증을 통해 서비스의 적합성이 유지되지 못한다고 판단할 경우 고객에게 추가 정보를 제공하도록 하여, 고객이 적절한 서비스를 받을 수 있도록 해야 함. 단, 고객에게 제공되는 서비스가 “Execution Only”일 경우 적합성 검증과 적절성 검증이 적용되지 않음. 이 규정은 정규시장 또는 동등한 수준의 제3국 시장에서 거래되는 주식 뿐 아니라 통화 관련 상품, 채권, 다른 형태의 금융상품 모두에 적용됨

#### 4. MiFID에 대한 업계의 평가 및 준비 상황

MiFID에 대한 업계의 평가 및 준비 상황은 “sell-side”와 “buy-side”에서 서로 극명하게 대비되어 나타나고 있다(Clark(2005), Clark and Copley(2005) 참조).

우선, sell-side의 경우 매우 활발한 준비 작업이 진행되고 있다. 특히 ATS의 도입과 내부화의 확대를 통해 IB와 거래소간에 주문흐름과 시장 정보를 확보하기 위한 경쟁이 심화될 것으로 예상됨에 따라, IB 업계는 발 빠른 움직임을 보이며 MiFID의 시행에 적극 대비하고 있다. 이러한 변화는 특히 LSE 또는 이와 비슷한 수준의 유럽 주요 거래소들의 경영 환경을 크게 위협할 가능성이 있다고 전문가들은 예상하고 있다.<sup>59)</sup>

반면, buy-side의 경우 MiFID에 전혀 대비하지 못하고 있는 실정이다. “MiFID Joint Working Group”의 조사에 의하면, 이들은 MiFID의 시행에 대한 부담을 단순히 sell-side의 문제로 일축하며 거의 아무런 준비를 하고 있지 않은 것으로 나타났다.<sup>60)</sup> 이를 보다 구체적으로 살펴보면, 약 43%의 buy-side 기관들이 MiFID 시행시 필수적인 금융정보교환시스템(financial information exchange capability)을 갖추고 있지 않다고 응답하였다. 이들은 또한 Best Execution에 대한 정확한 정의가 내려지지 않아 (“moving target”) MiFID의 효과에 대해 매우 혼란스러워 하고 있는 것

59) LSE 현재 수익의 약 40%가 시장정보의 판매로부터 발생하고 있는데, MiFID가 시행되면 이는 대폭 감소할 것으로 예상된다. 왜냐하면 현행 규정 하에서는 LSE 상장주식의 내부화 거래는 반드시 LSE를 통해 보고되어야 하지만, MiFID 하에서는 LSE가 아닌 대륙내 어떤 거래소로 보고되어도 무방하기 때문이다. 거래정보에 대한 보고를 우회하려는 IB들의 시도가 2006년도에 9개 글로벌 IB를 중심으로 이미 시작되었다(Project Boat).

60) “Many believe it doesn’t affect [buy-side] and think it’s just a sell-side issue. Some haven’t even read about it (Clark and Copley (2005).”

으로 나타났다.<sup>61)</sup> 실제로 이 같은 buy-side의 인식 및 준비 부족이 MiFID의 실행시기를 지연시킨 주요 원인이라 할 수 있다.<sup>62)</sup>

---

61) 약 56%의 buy-side 기관들은 Best Execution 규정의 모호성 때문에 비용이 편익보다 클 것이라 판단하고 있다.

62) 당초 추진일정에 따르면 FSAP는 2005년말까지 입법추진과정을 마무리하고 2006년 4월 MiFID를 시행할 예정이었다. 그러나 추진상의 어려움과 업계의 준비 부족 등으로 인해 두 번이나 연기되어 현재는 2007년 11월로 그 실행시기를 예정하고 있다.

## VI. 전망 및 한국주식시장에 주는 시사점

---

1. 미국주식시장에 대한 전망
2. 한국주식시장에 주는 시사점



## VI. 전망 및 한국주식시장에 주는 시사점

2007년 10월로 예정된 Reg NMS가 시행될 경우, 보다 효율적으로 구비된 시장간 연계시스템을 통해서 미국주식시장내 주문흐름을 둘러싼 시장간 경쟁은 다양한 형태로 현실화될 것이다. 또한 현선 및 후선업무(front-office to back-office)와 관련된 거의 모든 기관들이 과거에는 경험하지 못했던 (국내외) 경쟁에 노출될 것이기 때문에 미국과 유럽주식시장의 미시·거시구조에도 큰 변화가 발생할 것이다. 본 장에서는 Reg NMS의 시행으로 인해 발생 가능한 미국주식시장의 변화를 전망해보고, 이로부터 한국주식시장이 얻을 수 있는 시사점을 도출하면서 본 보고서를 마무리한다.

### 1. 미국주식시장에 대한 전망

Reg NMS 시행과 더불어 미국주식시장에 나타날 것으로 예상되는 변화(또는 효과)는 다음과 같다.

첫째, 주식거래 관련 틈새시장(niche market)<sup>63)</sup>의 활성화와 이를 시장간 경쟁에 활용하려는 전략적 노력이 치열해질 것으로 전망된다. 따라서 미국주식시장은 더욱 더 효율적인 시장이 될 것이다. Reg NMS의 시행으로 본격화 될 시장간 경쟁의 이면에는, 유동성 외부효과라는 자연독점에 경쟁적 요소를 가미하여, 경쟁과 독점이라는 상충적인 두 시장구조의 장점을 모두 추구하려는 SEC의 의도가 강하게 내포되어 있다. 주식시장에서 경쟁과 독점이란 항상 반복적으로 발생한다. 그러나 경쟁을 통

---

63) 여기서 틈새시장이란 Reg NMS에서 정의하는 시장(trading venue or center) 이외의 주식거래 관련 모든 비즈니스를 의미한다.

해 형성된 독점이 또 다시 경쟁상태로 돌입할 경우 이때의 경쟁은 이전의 경쟁과는 질적으로 비교할 수 없을 정도로 고차원적이 된다. Reg NMS에서는 이 과정에서 나타나는 주식 관련 틈새시장에 대한 수요를 언제나 개방하고 있어, 혁신적인 시장참여자가 등장할 가능성이 항상 열려 있다. 따라서 시장참여자들은 급변하는 주식거래 관련 IT 혁신과 더욱 치열해지는 시장간 경쟁에 대비하기 위해 틈새시장을 활용한 전략적 행보를 가속화 할 것으로 예상된다.

이와 관련하여, 최근 NYSE의 행보는 매우 좋은 사례라 할 수 있다. NYSE는 2005년 4월 ECNs의 하나인 ArcaEX와의 합병을 발표하고 2006년 3월 SEC로부터 최종 승인을 획득하였다. 이 후 회원제 조직을 마감하고 자체 상장을 완료하여 합병거래소인 NYSE Group으로 재탄생하였다. 합병 동기에 대해서는 여러 가지를 논할 수 있겠지만, 2007년 하반기로 예정된 Reg NMS의 시행이 결정적이라 할 수 있다. 현재 SEC가 발표한 Reg NMS 프로포절에 의하면 향후 자동호가에 대해서만 Trade-Through Rule이 적용되므로, 비자동화시장<sup>64)</sup>이라 할 수 있는 NYSE는 단기간내 필수적으로 전자주문장제도를 도입해야 하였다. 이미 최신의 전자주문장제도를 채택하고 있는 ArcaEX와의 합병은 NYSE에게는 너무나 당연한 전략적 수순이었다고 할 수 있다.<sup>65)</sup>

둘째, IB에 의한 거래소의 신설 및 합병이 활발해져 주문흐름에 대한 거래소와 IB간의 경쟁은 치열해질 것이다. 이에, 조만간 미국주식시장을 놓고 거래소와 IB간에 일전이 벌어질 것으로 전문가들은 전망하고 있다.

64) 2006년 10월 혼합형 시장구조로 전환하여 석 달이 지난 2007년 1월 현재, NYSE 거래량의 90% 이상이 자동으로 처리되고 있다. Reg NMS에 경쟁과 독점적 요소를 모두 아울러 미국주식시장의 효율성을 제고하려 한 SEC의 의도가 바로 여기에 있는 것이다.

65) 여기에 더해 수익성이 높은 파생상품시장으로 진출하려는 주식거래소의 또 다른 전략적 경향도 틈새시장과 관련한 전략적 행보에 영향을 준 요소라 할 수 있다.

최근 들어 이러한 움직임은 이미 신문지상에 자주 등장하고 있다. 일례로, 세계적인 대형 IB들이 상호투자하여 PHLX(Philadelphia Stock Exchange), NSX(National Stock Exchange)<sup>66)</sup>를 합병하였고 보스턴에 옵션거래소를 신설 중에 있다.<sup>67)</sup>

이러한 현상은 미국주식시장에 현실적으로 존재하는 시장의 다양성을 SEC가 적극적으로 인정함으로써 나타날 수 있게 되었다. 즉, SEC는 오랜 시간을 두고 시장집중의무를 폐지하였고, Reg NMS의 틀 안에 정규거래소 뿐만 아니라, ATS, IB, 심지어 (장외시장용) ADF까지도 하나의 시장으로 수용하였다. 이 결과, 2006년 들어 NYSE 상장주식의 경우 전체 거래량의 약 10%와 12%가 제3시장과 Nasdaq에서 각각 거래되고 있으며, Nasdaq 상장주식의 경우 약 50%가 제3시장 또는 제4시장(ECNs)에서 거래되고 있다. 그러나 거래소에 가장 위협적인 경쟁시장은 IB에서 발생할 내부화라는데 전문가들의 견해가 일치하고 있다. 비록 지금은 미미하지만 IB의 내부화에 대한 잠재력은 단기간에 구체화될 수 있어, 거래소 입장에서는 IB와의 경쟁으로 인해 자신들의 비즈니스가 심각하게 잠식될 수 있다는 것을 우려하지 않을 수 없다. 또한 MiFID의 시행으로 거래소집중의무가 폐지될 경우 유럽주식시장에서의 IB(SI)의 내부화는 미국주식시장에서보다 훨씬 가속화 될 것으로 예상되며,<sup>68)</sup> 이는 곧 바로 전세계주식시장으로 확산될 가능성이 크다. 미국과 유럽에서의 이러한 추세는, 아직도 시장집중의무가 “실질적으로” 그 효력을 유지하고 있는 한국주식시장의 현실에 비추어 볼 때, 그 시사하는 바가 매우 크다고 할

66) Cincinnati Stock Exchange의 변경된 이름으로, 미국내 거래소로는 최초로 전자주문장제도를 채택하였다.

67) 유럽도 예외는 아니다. 유럽의 블루칩을 대상으로 LSE, Euronext, DB와 경쟁할 거래시스템(시장)인 Project Turquoise가 8개 글로벌 IB들의 참여 하에 런던에서 2006년 11월 시작되었다.

68) 현재 유럽주식시장에서는 전체 주식거래량의 약 40%가 정규거래소가 아닌 IB(SI)의 내부화를 통해 이미 형성되고 있다.

수 있다.<sup>69)</sup>

셋째, 주식거래 관련 IT 혁신이 활발하게 이루어질 것으로 전망된다. Reg NMS의 시행은 미국주식시장이라는 방대한 네트워크를 한 치의 오차도 없이 실시간으로 통합해야 하는 매우 어려운 작업이다. 따라서 Reg NMS를 시행한다는 것은 ITS의 창설 이후 약 30여 년간 비약적으로 발전한 IT 수준에 대한 SEC의 확신 없이는 불가능하다. 또한 Reg NMS에는 시장간 자유로운 경쟁을 보장하기 위해 상호 효율적으로 연계될 수 있는 기술적 혁신을 지원하는 규정들이 상당 부분 포함되어 있다. 예를 들면, Access Rule에는 기존 ITS의 한계를 극복하기 위해 시장참여자들에게 혁신적인 사적 링크를 이용할 수 있도록 하는 규정이 명기되어 있다. 이 모든 규정은 주식거래 관련 IT 산업에 매우 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

이러한 배경을 바탕으로, 시장간 연계를 통해 실제로 높은 수익을 창출하는 기업들이 이미 속속 등장하고 있다. Liquidnet(2001년 설립)은 기관투자자들에게 NYSE 상장주식의 (대량)거래를 원활히 할 수 있도록 이들에게 협상 알고리즘과 주문체결 관련 시스템을 제공함으로써, NYSE 거래량의 약 10%를 소화하고 있다. Lava Trading도 스크린 디스플레이(screen display) 기능을 이용한 ColorBook이라는 사적 링크를 고안하여 ITS를 대신함으로써 높은 성장세를 실현하고 있다. 이와 같이 틈새시장을 이용하여 사업 기회를 확보하려는 기업들은 앞으로도 더욱 증가하여 주식거래 관련 IT 혁신을 가속화시킬 것이다. 결국 이러한 기업들이 Reg NMS 시행의 최대 수혜자가 될 전망이다.

---

69) 한국주식시장에 시장집중의무는 명시적으로 규정되어 있지 않지만, “증권거래법 제101조”가 “거래소집중의무”라고 해석되기도 한다. 이와 함께 “한국증권선물거래소법 제15조 2항”의 “유사시설 개설의 금지” 조항도 “간접적으로” 거래소집중의무와 관련되어 있다.

넷째, 미국주식시장(협의로는 거래소시장)이 세계주식시장에서 선도적인 지위를 유지·발전할 수 있도록 SEC에 의한 간접적 정책지원이 상당히 이루어질 것으로 예상된다. 최근 들어 미국의 주요 거래소와 ECNs의 합병, 미국과 유럽거래소의 합병(trans-Atlantic exchange)과 같은 일련의 상황은 IT 혁신으로 대표되는 시대적·경제적 상황을 규제 차원에서 적절히 연결시킨 SEC의 정책적 결과물이라 할 수 있다. 장기간 Reg NMS를 준비하고 적절한 시기에 이를 시행한 것은 미국주식시장에서 SEC의 역할이 무엇인지를 보여주는 하나의 좋은 예이다. 비록 전면에 나서지는 않겠지만, 지금까지 수행해온 노력을 통해 볼 때 SEC가 미국주식거래소의 국제경쟁력 제고를 위해 규제 측면에서 간접적인 지원을 지속할 것이라는 것은 쉽게 추론될 수 있다.

## 2. 한국주식시장에 주는 시사점

Reg NMS가 한국주식시장에 주는 시사점은 경쟁과 통합, 한국주식시장에서 거래소와 IB간의 경쟁 가능성 등 두 가지 측면에서 논의해볼 수 있다.

### 가. 경쟁 vs. 통합

현재 단일시장으로 운영되고 있는 KRX의 상황과 한국주식시장의 국제적 위상에 비추어 볼 때, 경쟁을 통해 한국주식시장의 효율성을 추구한다는 명제는 시의에 매우 동떨어진 논의로 비취질 수도 있다. 하지만 이는 그렇지 않다. 왜냐하면 “국내에서 자연독점의 장점을 추구하는 동시에, 발생 가능한 독점의 폐해를 통합거래소내의 보완적 경쟁 및 국외

경쟁에 적극 노출시켜 방지해야 할 필요가 있다”는 KRX 시장 통합의 논리가 현재 시점에서도 아직 유효하기 때문이다.

그런데 KRX내의 보완적 경쟁은 아직 효과적으로 실현되고 있지 않을 뿐만 아니라, KRX를 둘러싸고 전개될 역내 경쟁도 (물밑에서의 급박함에도 불구하고) 가시화되고 있지 않다. 이렇듯 KRX 통합의 암묵적 전제조건인 간접적 경쟁은 실현되지 않은 채, 한국증권선물거래소법에 의한 KRX의 독점은 이미 공식적으로 인정되어 독점의 폐해에 대한 우려만이 현실화 될 수 있다는 것이 한국주식시장이 현재 당면하고 있는 딜레마라 할 수 있다. 즉, 유사시설 개설의 금지(거래소 독점 인정)로 인해 틈새시장의 자생적 발생(간접적인 경쟁 허용) 가능성이 원천적으로 봉쇄되고 있는 것이다. 이에 따라, 주식거래의 국제화<sup>70)</sup>와 주식거래 관련 IT 및 IB의 발전이 지체될 수 있다. 지금은 한국주식시장이 다양한 (효율적인) 가격발견을 제공할 수 있고, 또 국제경쟁력을 갖춘 시장이 될 수 있도록 하는 조치가 반드시 필요한 시점이다. 이를 위해 우선적으로, 한국주식시장의 독점을 고착화시키고 있는 여러 법적·제도적 제약(예: 한국증권선물거래소법에 명시되어 있는 유사시설 개설의 금지 조항)을 완화시켜야 한다.<sup>71)</sup>

70) 한국주식시장의 종장 이후 거래가 형성되지 않는 야간시간대 중 미국주식시장이 개장되어 있는 시간대와 겹치는 시간대에 NYSE 상장주식의 직거래를 도모하는 ATS(유사시설)가 허용되었다고 가정해보면, 유사시설 개설의 금지가 주식거래의 국제화에 걸림돌이 될 수 있다는 사실은 명확해진다. 또한 주식거래, 그것도 외국거래소와의 주식거래를 원활히 연계하기 위해서는 수준 높은 IT 및 IB 업무가 수반되어야 하므로, 유사시설 개설의 금지에 대한 완화 조치는 IT 및 IB 발전에 공헌할 수 있다.

71) 유사시설 개설의 금지를 완화하자는 문제 제기가 곧바로 KRX의 경제적(실질적) 독점이 바람직하지 않다는 것은 아니다. 본 보고서에서는 “KRX의 시장 통합에 대한 논리는 아직도 유효하다”라고 이미 위에서 언급하였다. 여기서 이 문제를 제기하는 핵심은 이러한 제도적 장치가 틈새시장의 성장 가능성을 원천 봉쇄할 수 있다는 것이다.

## 나. 한국주식시장에서 거래소와 IB간의 경쟁 가능성

한국주식시장에서 거래소와 IB간의 경쟁 가능성은 존재하는가? 이에 대한 대답에 다양한 논리가 있을 수 있지만, “향후, 한국주식시장에서 거래소의 독점을 정당화 하는 제도가 개선되고 IB가 거래체결 기능을 제공하는 하나의 시장으로서 공식 인정된다”는 전제 하에서는, “긍정적”이라고 말할 수 있다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, KRX가 IPO를 통해 실질적인 주식회사로 전환될 것이라는 점이다. 세계 주요 거래소의 예를 통해 살펴보면, 거래소의 IPO가 현실화될 경우 거래소의 공적 기능에 해당하는 업무는 가급적 공적규제기관이나 독립된 기관에 의해 수행되고, 운영부문은 철저히 “이익 추구”라는 기업경영의 논리가 작용하게 되는 것이 일반적인 현상이었다. 이러한 현상은 Reg NMS나 MiFID에서 규정하고 있는 시장간 경쟁을 촉진하는 논리와 이에 대응한 미국과 유럽거래소의 경쟁력 확보과정을 통해서도 재차 확인되고 있다. KRX라는 영리기업(물론, 특수성도 존재함)과 IB라는 영리기업간에 상업적 이해를 놓고 서로 경쟁하는 것은 매우 자연스러운 귀결이라 할 수 있다.

둘째, IT 발전과 더불어 급격하게 변모한 현대 거래소의 기능에서 그 해답을 찾아볼 수 있다. 전통적으로 거래소가 제공하는 기능 또는 서비스는 ① 유동성 제공, ② 주가조작 및 내부자거래에 대한 모니터링 제공, ③ 투자자들의 거래비용을 줄일 수 있는 정형화된 규칙 제공, ④ 거래소에 상장되어 있다는 사실이 좋은 기업이라는 신호 제공, ⑤ 유통시장에서 증권과 대금의 대차를 보장하는 청산기능 제공 등 크게 다섯 가지로 구분될 수 있다(Macey and O’Hara(1999)). 그런데 현대 거래소에서는 거래소의 이 같은 전통적 기능이 점차 축소되고 있다. 앞으로 이러한 추세가 지속되면 거래소는 호가 및 체결 관련 데이터를 판매하는 일

종의 미디어 회사가 되거나(Lee(2002)), 유동성 제공에 의한 가격발견기능만을 수행하게 될 것이라는 주장도 있다(Macey and O'Hara(1999)). IB의 내부화가 하나의 시장으로 인정되면 IB는 이 부문의 수익을 위해 당연히 효율적인 가격발견을 통한 경쟁력을 확보하려 할 것이다. 이 경우 IB와 거래소는 주문흐름을 놓고 노골적인 경쟁을 해야 할 것이다.

셋째, 2008년 발효될 것으로 예상되는 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률(약칭 ‘자본시장통합법’)”에 대한 기대 때문이다. 이 법의 근본 취지는 규제개혁과 투자자보호 강화를 통해 금융혁신과 경쟁을 촉진함으로써 자본시장에서의 빅뱅을 유도하는 것이다(강형철·조성훈(2006) 참조). 여기에는 자본시장 관련 금융업간 겸영금지로 인한 시너지 한계를 극복하기 위해 그 업무범위를 확대시키는 것이 하나의 큰 골자로 포함되어 있다. 따라서 이 법의 시행으로 인해 IB가 특정 주식에 대해 상당량의 주문흐름을 확보할 수 있게 되면, 미국주식시장에서 발생 초기, ECNs이 Nasdaq의 주문흐름을 잠식해 가는 것과 같은 과정이 한국주식시장에서도 재연될 수 있을 것이다.

넷째, 예상보다 빨리 이루어지고 있는 전세계주식시장간 연계 가능성을 들 수 있다. Reg NMS와 MiFID는 전세계주식시장을 주도적으로 이끌고 있는 미국과 유럽주식시장을 지배하게 될 규제환경이기 때문에, 이들이 전세계주식시장 규제의 보편적 패러다임이 될 가능성은 매우 높다고 볼 수 있다. 이렇게 되면, Reg NMS와 MiFID의 규제 하에 있는 미국과 유럽거래소, 이들과 이미 경쟁관계에 들어서 있는 IB가 국내주식시장에서도 어떤 식으로든지 거래 기능과 관련하여 활약할 수도 있을 것이다. 이 경우 한국주식시장에서 거래소와 IB의 경쟁은 불가피할 것으로 판단된다.

## 참고문헌

---



## 참고문헌

### <국내 문헌>

- 강형철·조성훈, 2006, 『자본시장통합법과 우리나라 자본시장 및 금융투자업 발전을 위한 과제』, 한국증권연구원 이슈페이퍼 06-02.
- 김근수·변진호, 2002, 『시장간 경쟁과 그 대응: NYSE와 Nasdaq을 중심으로』, 한국증권연구원 조사보고서 02-02.
- 박종호·엄경식, 2005, 한국주식시장에서 투명성과 질적 수준과의 관계: 호가공개 범위 확대를 중심으로, 『재무연구』 18, 157-198.
- 변진호·엄경식·공경신·윤지아, 2002, 『주식거래 ATS의 의미와 전망: ECN을 중심으로』, 한국증권연구원 조사보고서 02-06.
- 선정훈·엄경식·한상범, 2006, 투자자 익명성과 주식시장의 질적 수준: 외국계 증권사 대량매매 정보의 실시간 공개를 중심으로, 금융학회지 11, 1-34.
- 엄경식·윤지아, 2001, 『시간외 주식거래: 주요국의 거래 메커니즘별 역할 및 교훈』, 한국증권연구원 연구보고서 01-04.
- 엄경식·김영식·정순섭, 2006, 『U.S. 달러표시 주식부문 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토』, 한국증권연구원 연구보고서 06-05.

### <외국 문헌>

- Amihud, Y., Lauterbach, B., Mendelson, H., 2003, The value of trading consolidation: evidence from the exercise of warrants, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 829-846.

- Bacidore, J, Battalio, R., Jennings, R., Farkas, S., 2001, Changes in order characteristics displayed liquidity, and execution quality on the New York Stock Exchange around the switch to decimal pricing, working paper, New York Stock Exchange.
- Barclay, M.J., Hendershott, T., 2004, Liquidity externalities and adverse selection: evidence from trading after hours, *Journal of Finance* 59, 681-710.
- Battalio, R., Holden, C., 2001, A simple model of payment for order flow, internalization, and total trading costs, *Journal of Financial Markets* 4, 33-71.
- Bennett, P., Wei, L., 2005, Market structure, fragmentation, and market quality, working paper, New York Stock Exchange.
- Bessembinder, H., 2003, Trade execution costs and market quality after decimalization, *Journal of Financial Quantitative Analysis* 38, 747-777.
- Bloomfield, R., O'Hara, M., 1998, Does order preferencing matter? *Journal of Financial Economics* 50, 3-37.
- Bloomfield, R., O'Hara, M., 1999, Market transparency: who wins and who loses? *Review of Financial Studies* 5-35.
- Bloomfield, R., O'Hara, M., Saar, G., 2005, The make or take decision on an electronic market: evidence on the evolution of liquidity, *Journals of Financial Economics* 75, 165-199.
- Cai, X., 2005, Treading through trade-through: a law and economics analysis of SEC proposed regulation NMS, working paper, Cornell University.

- Charkravarty, S, Harris, S., Wood, R., 2001a, Decimal trading and market impact, working paper, University of Memphis.
- Chou, R. K., Lee, W., 2002, Decimalization and market quality, working paper, National Central University.
- Chung, K.H., Chuwonganant, C., McCormick, T., 2004, Order preferencing, adverse-selection costs, and the probability of information-based trading, working paper, SUNY at Buffalo.
- Chung, K.H., Van Ness, R.A., 2001, Order handling rules, tick size, and the intraday pattern of bid-ask spreads for Nasdaq stocks, *Journal of Financial Markets* 4, 143-161.
- Clark, N., Sell-side enters exchange battlefield. *efinancialnews*, 2005 (September 16).
- Clark, N., Copley, M., Buy-side unprepared for Mifid, *efinancialnews*, 2005 (October 31).
- Conrad, J.S., Johnson, K.M., Wahal, S., 2003, Institutional trading and alternative trading systems, *Journal of Financial Economics* 69, 99-134.
- Easley, D., Kiefer, N.M., O'Hara, M., 1996, Cream-skimming or profit sharing? the curious role of purchased order flow, *Journal of Finance* 51, 811-833.
- Eom, K.S., Ok, J., Park, J.-H., 2007, Pre-trade transparency and market quality, *Journal of Financial Markets*, forthcoming.
- Giraud, J., D'Hondt, C., 2006, *MiFID: Convergence toward a Unified European Capital Markets Industry*, Risk Books.

- Gkantinis, S., 2005, Reshaping the global securities markets: a comparative study of the proposed Regulation NMS in the US and the EU Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, mimeo, Harvard University.
- Govardhan, G., 2005, Regulation NMS and fast market, working paper, Wipro Technologies.
- Hendershott, T., Jones, C.M., 2005a, Trade-through prohibitions and market quality, *Journal of Financial Markets* 8, 1-23.
- Hendershott, T., Jones, C.M., 2005b, Island goes dark: transparency, fragmentation, and regulation, *Review of Financial Studies* 18, 743-793.
- Jefferies, L., Mifid will squeeze exchanges over high cost of trading, *efinancialnews*, 2006 (November 27).
- Lee, R., 2002, The future of securities exchanges, working paper, Financial Institutions Center at University of Pennsylvania.
- Macey, J.R., O'Hara, M., 1999, Globalization, exchange governance, and the future of exchange, Brookings-Wharton papers on Financial Services at University of Pennsylvania.
- Madhavan, A., 1995, Consolidation, fragmentation, and the disclosure of trading information, *Reviews of Financial Studies* 8, 579-603.
- Mayhew, S., 2002, Competition, market structure and bid-ask spreads in stock option markets, *Journal of Finance* 57, 931-958.
- Mendelson, H., 1987, Consolidation, fragmentation, and market performance, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 22, 189-208.

- Moloney, N., 2006, Large-scale investment services reform and investor protection: the current UK and EC reform process, working paper, University of Nottingham.
- Mukundan, R., 2005, MIFID: Impact on the European securities landscape, working paper, Wipro Technologies.
- NYSE, Amendment No. 1 to Form S-4 registration statement under the Securities Act of 1933, SEC Registration No. 333-126780, 2005.
- Oesterle, D.A., Regulation NMS: has the SEC exceeded its congressional mandate to facilitate a “National Market System” in securities trading, working paper, Ohio State University, 2005.
- Pruitt, L.S., Kramer, H.L., 2006, Regulation NMS: a primer on the complex, *Journal of Trading* (winter), 47-54.
- Schack, J., 2003, Trading places, *Institutional Investor* (November), 29.
- Schwartz, R., Francioni, R., 2004, *Equity markets in action: the fundamentals of liquidity, market structure and trading*, John Wiley & Sons, Inc.
- SEC, Development of national market system, Securities Exchange Act Release No. 14416, 1978.
- SEC, Fragmentation, Release No. 34-42450, 2000a.
- SEC, Decimal implementation plan, SEC Release No. 42914, 2000b.
- SEC, Regulation NMS, SEC Release No. 34-49325, 2004.
- SEC, Regulation NMS, SEC Release No. 34-51808, 2005.

Seligman, J., 2004, Cautious evolution or perennial irresolution: stock market self-regulation during the first seventy years of the securities and exchange commission, *Business Lawyer* 59, 1347-1387.

SIA, Regulation NMS and recent market development, Testimony of Marc, E. Lackritz President, Securities Industry Association before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs United States Senate, 2005 (May 28).

Stoll, H., 2001, Market fragmentation, *Financial Analysts Journal* 57 (4), 16-20.

Tinic, S., West, R., 1980, The securities industry under negotiated brokerage commissions: changes in the structure and performance of New York Stock Exchange member firms, *Bell Journal of Economics and Management Science* 11, 29-41.

Van Ness, R.A., McInish, T.H., Van Ness, B.F., 1998, The effect of the SEC's Order Handling Rules on NASDAQ, working paper, University of Mississippi.

#### <웹사이트>

efinancialnews	<a href="http://www.efinancialnews.com">http://www.efinancialnews.com</a>
FSA	<a href="http://www.fsa.gov.uk">http://www.fsa.gov.uk</a>
Nasdaq	<a href="http://www.nasdaq.com">http://www.nasdaq.com</a>
NYSE	<a href="http://www.nyse.com">http://www.nyse.com</a>
SEC	<a href="http://www.sec.gov">http://www.sec.gov</a>
WRDS	<a href="http://wrds.wharton.upenn.edu/support/docs/taq/taq-usr.pdf">http://wrds.wharton.upenn.edu/support/docs/taq/taq-usr.pdf</a>