

대량매매(Block Trade) 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구

2004. 11

연구위원 선정훈

연구위원 한상범

한국증권연구원

Korea Securities Research Institute

序 言

대량매매제도란 거래규모가 매우 커서 정규주식시장 매매절차를 통해 체결되기 어려운 매매주문을 다루기 위한 제반 관련 매매인프라 및 규정을 일컫는다. 선진 증권거래소의 경우에는 잠재되어 있는 대량매매에 대한 수요를 끌어내기 위하여 대량매매전담시장을 개설하는 노력을 기울이고 있다. 거래소의 대량매매에 대한 주요 연구결과에 의하면, 시장조성인이 없는 전자증권거래소의 경우에 특히 대량매매전담시장의 존재가 시장의 효율성을 증가시킨다는 결과를 보여주고 있다.

우리나라 거래소시장의 경우에도 대량매매의 호가게시 및 협상을 위한 네트워크인 “KBLOCKS”를 최근 도입하였으나, 기관투자자의 거래비중이 지속적으로 증가하고 이들의 대량매매 수요가 확대되고 있는 상황임에도 불구하고 현재 효과적으로 운영되지 못하고 있다. 그 결과, 거래소 정규매매시간 중 거래되는 대량매매로 인한 일증변동성이 매우 큰 실정이다. 따라서 일증 거래변동성을 완화하고 기관투자자의 투자여건을 개선하는 차원에서 대량매매 체결 메커니즘의 효율화가 절실히 요구된다.

향후 기업연금의 도입, 연기금의 주식투자 확대 등으로 기관투자자의 증시비중은 더욱 확대되어 대량매매에 대한 수요 역시 증가할 것으로 예상되므로 이에 대한 인프라 구축이 시급하다. 따라서 거래소시장에서의 대량매매 체결 메커니즘의 효율화는 시장 인프라 구축의 일환으로서 우리나라 자본시장이 기관투자자 중심의 안정적인 증시기반을 확보할 수 있도록 하는데 큰 기여를 할 것으로 예상된다.

본 보고서는 이와 같은 필요성을 바탕으로 거래소시장의 대량매매

현황 및 관련 제도, 대량매매의 시장충격효과에 대한 실증분석, 현행 대량매매제도의 문제점 및 개선방안 등을 다루고 있다. 특히, 본 보고서는 대량매매에 내재된 정보비대칭 및 잠재수요 문제의 효과적인 해결을 통해 대량매매 시장충격효과를 완화하는 방안과 대량매매가 보다 효율적으로 이루어지기 위한 방안을 심층적으로 모색하고 있다.

마지막으로 본 보고서를 작성하는 데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 선정훈 박사와 한상범 박사에게 감사를 표하고자 한다. 자료 수집 및 정리를 위하여 수고한 강대일 연구원과 이운재 연구원, 원고 정리와 편집을 담당한 정혜영 연구조원의 수고에도 감사드린다. 본 보고서의 내용은 연구진의 개인적 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2004년 11월
한국증권연구원
원장 박 상 용

목 차

Executive Summary	ix
I. 서론	3
II. 대량매매와 대량매매전담시장	7
1. 대량매매(block trade)의 개념	7
2. 대량매매의 문제점	9
3. 대량매매전담시장(upstairs market)의 구조와 역할	14
4. 대량매매전담시장에서의 매매체결	20
III. 거래소 대량매매제도 및 대량매매 현황	31
1. 거래소 대량매매제도	31
2. 거래소 대량매매 현황	34
IV. 거래소 대량매매의 가격효과 분석	45
1. 대량매매 가격효과의 개념	45
2. 대량매매 가격효과의 분석결과	47

V. 거래소 대량매매제도의 문제점 및 개선방안	63
1. 문제점	63
2. 개선방안	64
 참고문헌	 73
 <부 록 I> 주요 해외거래소의 대량매매시스템	 79
 <부 록 II> Euronext의 지수체계	 93

표 목 차

<표 II-1> 주요 거래소의 대량매매 최소주문 크기	9
<표 II-2> 대량매매전담시장 도입효과에 대한 주요 연구	17
<표 II-3> 주요 전자거래소의 대량매매 가격효과	20
<표 II-4> 주요 거래소의 상호작용 규칙	26
<표 II-5> 주요 거래소의 공표규칙	28
<표 III-1> 신고대량매매와 시간외대량매매제도의 비교	33
<표 III-2> 데이터 개요	35
<표 III-3> 전체거래 중 대량매매의 비중	36
<표 III-4> 대량매매의 장운영 구분별 분포	37
<표 III-5> 거래활발도별 전체거래 중 대량매매의 비중	38
<표 III-6> 시가총액별 전체거래 중 대량매매의 비중	39
<표 III-7> 대량매매의 매매규모별 분포	40
<표 III-8> 대량매매의 매매유형별 평균 거래량 및 거래금액	41
<표 III-9> 대량매매의 거래활발도 및 시가총액 분위별 평균 거래량 및 거래금액	42
<표 IV-1> 대량매매와 비대량매매의 가격효과	50
<표 IV-2> 대량매매의 매매규모별 가격효과	52
<표 IV-3> 시가총액에 따른 대량매매의 가격효과	55
<표 IV-4> 거래활발도에 따른 대량매매의 가격효과	59

그림 목 차

<그림 II-1> 대량매매에 내재된 문제점	10
<그림 II-2> 대량매매전담시장에서의 매매체결 흐름도	21
<그림 III-1> 대량매매 네트워크의 기본구조	34
<그림 IV-1> 대량매매(매수자 주도)의 가격효과	45
<그림 IV-2> t 시점의 거래로 인한 가격효과 지표	48
<그림 IV-3> 대량매매의 매매규모별 가격효과	51
<그림 IV-4> 시가총액별 임시효과	54
<그림 IV-5> 시가총액별 영구효과	54
<그림 IV-6> 거래활발도별 임시효과	58
<그림 IV-7> 거래활발도별 영구효과	58

약 어 표

ASX: Australian Stock Exchange

BBSS: Broker Booth Support System

BI: Block Initiator

BLS: Block Liquidity Supplier

BT: Block Trader

CS I,II: Crossing Session I, II

DB: Deutsche Börse

HSE: Helsinki Stock Exchange

LSE: London Stock Exchange

MSX: Milan Stock Exchange

NSC: Nouveau Système de Cotation

NBA: Normal Block Amount

NMS: Normal Market Size

NYSE: New York Stock Exchange

SETS: Stock Exchange Electronic Trading System

SEATS: Stock Exchange Automated Trading System

TSX: Toronto Stock Exchange

WAS: Weighted Average Spread

WPA: Worked Principal Agreement

<Executive Summary>

본 연구의 목적은 대량매매(block trade) 체결 메커니즘의 효율화 방안을 모색하는데 있다. 현재 거래소시장의 대량매매제도로는 신고대량매매와 시간외대량매매의 두 가지 제도가 있다. 이 두 제도의 근본 취지는 대량매매가 개장 및 폐장 시와 시간외거래시간에만 거래되도록 함으로써 정규거래시간 중 대량매매로 인한 시장충격 효과를 완화하는데 있다. 그러나 본래의 취지와 달리 대다수의 대량매매가 정규거래시간 중에 거래됨에 따라 대량매매로 인한 시장충격효과가 증가하고 주식시장의 일증변동성이 확대되는 측면이 있다는 지적이 제기되고 있다. 이에 따라 대량매매의 시장충격 효과와 주식시장의 일증변동성을 줄이기 위한 차원에서 대량매매제도의 개선방안에 대한 검토가 필요한 것으로 보인다. 아울러 향후 기업연금의 도입, 연기금의 주식투자 확대 등으로 기관투자자의 증시 비중 확대와 이로 인한 대량매매 수요의 증가가 예상됨에 따라 기관투자자의 투자여건을 개선하는 차원에서도 대량매매 체결 메커니즘의 효율화가 필요한 것으로 보인다.

대량매매란 거래규모가 매우 커서 정규주식시장의 매매절차를 통해서는 체결되기 어려운 매매주문을 말한다. 대량매매에는 잠재 수요의 문제, 정보비대칭의 문제 등이 내재되어 있다. 즉, 대량매매에는 유동성제공자가 거래의사를 쉽게 노출하려 하지 않는 잠재 수요의 문제와 유동성제공자가 거래상대방이 자신보다 정보의 우월성을 가지고 있을 것을 우려하여 유동성 제공을 기피하는 정보비대칭

의 문제 등이 내재되어 있다. 대량매매에 내재되어 있는 이러한 문제점들을 효과적으로 해결하기 위해서는 대량매매 거래자간에 가격과 주문수량 이외의 정보교환이 필요하다. 그러나 정규주식시장의 매매체결 메커니즘은 이를 위한 효과적인 수단을 제공하지 못하는 측면이 있다.

이에 따라 주요 거래소에서는 정규주식시장과 함께 대량매매전담시장(upstairs market)을 두고 있다. Bessembinder et al.(2003)의 연구결과에 의하면 우리 주식시장처럼 지정된 시장조성인이 없는 전자주문주도형시장(electronic order-driven market)에서 대량매매전담시장의 유용성이 더 높은 것으로 나타나고 있다. 그러나 우리나라 거래소시장은 대량매매의 호가계시 및 협상을 위한 네트워크인 “KBLOCKS”를 도입했지만 아직 본격적인 대량매매전담시장을 갖추었다고 보기 어려운 측면이 있다. 그 이유로는 첫째, 대량매매체도를 통해 거래할 수 있는 시간이 시가 및 종가 결정시와 시간외로 제한되어 있는 점을 들 수 있다. 둘째, 거래자간에 가격과 주문수량 이외의 정보를 효과적으로 교환하는 체계가 아직 갖추어지지 않은 점을 들 수 있다.

본 보고서에서는 먼저 2003년 1월부터 6월까지 KOSPI200 구성종목을 중심으로 대량매매의 현황을 살펴보았다. 대량매매 거래량이 전체 거래량에서 차지하는 비중은 43.14%인 것으로 나타났다. 그러나 거래건수(1.35%)와 거래금액(13.90%) 기준으로는 대량매매가 전체거래에서 차지하는 비중이 별로 높지 않은 것으로 나타났다. 이처럼 우리나라 주식시장에서 거래건수 및 거래금액 기준으로 대량매매가 전체거래에서 차지하는 비중이 높지 않은 이유로 우선 주식거래에서 개인투자자 비중이 높은 반면 기관투자자 비중이 낮은

점을 들 수 있다. 대량매매의 필요성이 높은 기관투자자들의 참여가 낮을수록 대량매매에 대한 수요가 줄어들기 때문이다. 그러나 다른 한편으로는 대량매매에 대한 수요가 있으나 현재의 대량매매제도 하에서는 노출되지 않고 잠재되어 있을 가능성 또한 있다.

한편 대다수의 대량매매가 대량매매제도가 도입되지 않은 연속매매기간 중에 이루어지고 있는 것으로 나타났다. 신고대량매매(거래건수: 0.16%, 거래량: 0.65%, 거래금액: 6.12%)와 시간외대량매매(거래건수: 1.72%, 거래량: 2.14%, 거래금액: 7.90%)로 이루어지는 대량매매의 비중이 매우 낮았다. 반면 전체 대량매매에서 연속매매기간 중에 이루어진 대량매매가 차지하는 비중(거래건수: 87.83%, 거래량: 86.92%, 거래금액: 70.45%)은 상당히 높았다.

이러한 결과는 현행의 대량매매제도가 잠재되어 있는 대량매매의 수요를 이끌어내기에 일부 부족한 측면이 있음을 시사한다. 신고대량매매의 경우 주문시점에는 알지 못하는 시가 또는 종가 등으로 거래가 이루어지므로 체결가격의 불확실성이 큰 단점이 있다. 시간외대량매매도 거래시간이 비교적 짧은 기간으로 제한되어 있어 거래가 성사되지 못할 경우 재시도가 어려운 문제가 있다. 아울러 거래자들이 신고 및 시간외대량매매기간에 거래할 경우 자신의 신분이 노출되고 이로 인해 주문노출의 문제가 발생하는 것을 우려하여 상대적으로 익명성이 더 보장되는 연속매매기간을 선호할 가능성이 있다.

분석대상 200개 종목을 거래활발도 및 시가총액 규모에 따라 각각 5개 분위로 나누고 각 분위별 전체거래 중 대량매매가 차지하는 비중을 살펴보았다. 그 결과 대량매매는 거래가 활발한 종목(5분위 및 4분위)과 시가총액이 많은 종목(5분위 및 4분위)에 집중되는 것

으로 나타났다. 그러나 Smith et al.(2001) 등 기존의 연구결과에 의하면 거래가 활발하게 이루어지지 않고 시가총액이 적은 종목일수록 대량매매전담시장에 의존하는 경향이 있는 것으로 나타나고 있다. 이러한 기존 연구결과는 대량매매전담시장이 본격적으로 도입되지 않은 우리나라 주식시장의 경우 거래가 활발하게 이루어지지 않고 시가총액이 적은 종목에 대량매매에 대한 잠재수요가 잠재되어 있을 가능성을 시사한다.

이어 본 보고서에서는 대량매매가 가장 많이 발생하는 연속매매 기간에 초점을 맞추고 대량매매의 시장충격효과인 전체효과(total effect)를 분석하였다. 전체거래를 매수자 주도거래와 매도자 주도거래의 두 가지 유형으로 나누고 각 유형별로 평균적인 전체효과를 추정하였다. 추정결과 매수자 또는 매도자가 대량매매를 주도함으로써 감수해야 하는 가격상승(매수자: 19bp, 매도자: 21bp)이 비대량매매를 주도함으로써 감수해야 하는 가격상승(매수자: 12bp, 매도자: 11bp)보다 컸으며 그 차이가 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

대량매매의 전체효과는 유동성 비용을 나타내는 임시효과와 정보비대칭 비용을 나타내는 영구효과로 나눌 수 있다. 대량매매의 임시효과(매수자: 10bp, 매도자: 13bp)는 비대량매매의 임시효과(매수자: 4bp, 매도자: 4bp)에 비해 통계적으로 유의하게 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대량매매의 경우가 비대량매매에 비해 유동성제공자에 대한 보상이 많이 이루어짐을 의미한다. 그리고 대량매매의 영구효과(매수자: 9bp, 매도자: 8bp) 역시 비대량매매의 영구효과(매수자: 8bp, 매도자: 7bp)에 비해 통계적으로 유의하게 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대량매매의 정보비대칭 비용이 비대

량매매의 정보비대칭 비용에 비해 상대적으로 큼을 의미한다.

유동성 비용을 나타내는 임시효과는 (i) 시가총액이 많은 종목일수록, (ii) 거래가 활발하지 못한 종목일수록 증가하는 것으로 나타났다. 이는 대량매매 유동성제공자에 대한 보상이 시가총액이 많거나 거래가 활발하지 못한 종목에 대하여 더 크게 이루어지고 있음을 시사한다. 그리고 정보비대칭 비용을 나타내는 영구효과는 (i) 시가총액이 적은 종목일수록 (ii) 거래가 활발하지 못한 종목일수록 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 정보중심의 미시구조이론(information-based microstructure theory)에서 제시하는 바와 같이 시가총액이 적고 거래가 활발하지 못한 종목일수록 대량매매에 소요되는 정보비대칭 비용이 큼을 시사하였다.

마지막으로 본 보고서에서는 현행 대량매매제도의 문제점을 파악하고 개선방안을 제시하였다. 연속매매기간 중 대량매매의 전체효과는 비대량매매의 전체효과보다 더 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대량매매가 연속매매기간 중에 처리될 경우 비대량매매보다 더 큰 시장충격효과를 가져와 시장의 불안정성을 확대시킬 가능성이 있음을 보여준다. 이에 따라 정규거래시간 중의 대량매매도 KBLOCKS를 통해서 거래가 가능하도록 하는 방안을 강구해볼 필요가 있다. 연속매매기간 중의 대량매매를 KBLOCKS를 통해 정규거래시간 중에 수용함으로써 기대되는 긍정적인 효과로는 첫째, 대량매매 거래시간 확대로 시장참여자들이 거래시간 부족으로 겪는 불편을 해소할 수 있다. 둘째, 대량매매의 원활한 처리를 위한 인프라를 구축함으로써 기관투자자의 투자여건을 개선할 수 있다. 셋째, 정규주식시장의 유동성을 크게 줄이지 않고도 대량매매에 수반되는 시장충격효과와 주식시장의 일중변동성의 축소가 기대된다.

정규거래시간 중 대량매매가 KBLOCKS를 통해 거래되면 대두되는 문제 중의 하나는 대량매매 가격요건의 합리적인 설정 문제이다. 대량매매가 원활하게 이루어지도록 하기 위해서는 대량매매 딜러가 재고를 보유함에 따라 발생하는 위험을 상쇄할 수 있도록 대량매매의 가격교섭 폭을 확대하여 설정해줄 필요가 있다. 아울러 가격교섭 폭의 설정 시 Euronext-Paris처럼 대량매매의 규모와 거래주식의 거래활발도별로 달리 설정하는 것이 바람직하다고 판단된다.

정규거래시간 중 대량매매가 KBLOCKS를 통해 거래되면 대두되는 또 다른 문제는 대량매매 공표규칙의 합리적인 설정 문제이다. 대량매매 딜러는 대량매매 거래내역이 즉시 시장에 공표되면 거래를 통해 취득한 포지션을 정규주식시장에서 좋은 조건에 청산할 기회를 상실하게 된다. 이 경우 대량매매 딜러는 취득한 포지션을 불리한 조건으로 처분하게 되고, 이러한 비용은 결국 호가에 반영되어 매입자 또는 매도자로 전가됨으로써 거래비용이 상승하는 결과가 발생한다. 이에 따라 주요 거래소들은 대량매매 거래내역의 공표시기를 일정한 조건하에서 늦출 수 있는 규칙인 공표규칙(reporting rule)을 두고 있다. 거래소시장에서도 대량매매 딜러거래의 경우에 한하여 대량매매 거래내역의 공표시기를 늦추어줄 필요가 있다. 공표를 늦출 수 있는 정도는 Euronext-Paris처럼 거래규모와 종목특성에 따라 달리할 필요가 있는 것으로 보인다.

그리고 대량매매를 정규거래시간 중에도 허용하고 가격교섭의 폭을 늘리게 되면 대량매매로 간주되어 거래될 수 있는 요건을 보다 엄밀하게 정의할 필요가 있다. 현재 어떤 거래가 대량매매로 간주되기 위해서는 거래량이 1만주 이상이거나 거래금액이 2억원 이

상이어야 한다. 그러나 Euronext, LSE 등 주요 선진 거래소들은 해당주식의 유동성 혹은 주가수준을 반영하여 주식별로 대량매매의 요건을 정의하고 있다. 거래소시장도 대량매매의 요건을 이러한 방식에 따라 정의하는 것을 검토할 필요가 있다.

KBLOCKS의 도입만으로 효과적으로 대처할 수 없는 문제는 정보비대칭의 문제이다. 정보거래자를 효과적으로 걸러내기 위해서는 가격 및 수량정보 이외의 의사소통이 가능하여야 하지만 KBLOCKS에서는 이러한 의사소통이 보장되지 않는다. 일반적으로 대량매매전담시장에서는 정규주식시장에서 보장되는 익명성이 보장되지 않는다. 대량매매전담시장에서 익명성을 보장하지 않는 이유는 Easley and O'Hara(1987) 등에서 제기한 바와 같이 대량매매에 정보비대칭의 문제가 내재되어 있기 때문이다.

대량매매시장 중개인(BT)과 대량매매 개시자 간의 상대매매를 통해 대량매매가 이루어지면 대량매매의 거래가 일회성 게임이 아닌 반복 게임으로 이루어진다. 이 경우 BT는 정보거래자를 효과적으로 모니터링할 수 있을 뿐 아니라 정보거래자로 밝혀질 경우 추후에 거래를 기피하는 등의 제재도 가할 수 있기 때문이다.

따라서 대량매매제도가 상대매매의 이점을 얻을 수 있는 방향으로 개선될 수 있는 방안에 대한 검토가 필요한 것으로 보인다. 정보비대칭이 심한 것으로 나타난 시가총액이 적고 거래가 활발하지 못한 종목의 경우 KBLOCKS를 통해 대량매매 체결이 어려울 수 있다. 이처럼 KBLOCKS를 통해 대량매매 체결이 어려운 종목의 대량매매에 대해서는 BT의 역할을 하는 증권회사를 경유하는 경우에만 한하여 장외에서 거래가 가능하도록 하는 방안도 장기적으로 검토해볼 필요가 있는 것으로 보인다.

I. 서론

I. 서론

본 연구의 목적은 시장충격효과(market impact)를 통해 시장 불안정성을 증대시킬 우려가 있는 대량매매(block trade)를 효과적으로 수용할 수 있는 매매체결 메커니즘을 모색하는데 있다. 대량매매란 거래규모가 매우 커서 정규주식시장 매매절차를 통해 체결되기 어려운 매매주문을 말한다. 대량매매에는 잠재수요의 문제, 정보비대칭의 문제 등이 내재되어 있다. 즉, 대량매매에는 유동성제공자가 거래의사를 쉽게 노출하려 하지 않는 잠재수요의 문제와 유동성제공자가 거래상대방이 자신보다 정보의 우월성을 가지고 있을 것을 우려하여 유동성 제공을 기피하는 정보비대칭의 문제 등이 내재되어 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해서는 대량매매 거래자간에 가격과 주문수량 이외의 정보교환이 필요하나, 정규주식시장의 매매체결 메커니즘은 이를 위한 효과적인 수단을 제공하지 못하는 측면이 있다.

이에 따라 주요 거래소에서는 정규주식시장과 함께 대량매매전담시장(upstairs market)을 두고 있다. Bessembinder et al.(2003)은 우리 주식시장처럼 지정된 시장조성인이 없는 전자증권거래소의 형태를 가진 증권거래소에서 대량매매전담시장의 유용성이 높음을 보였다. 그러나 우리나라 거래소시장의 경우 대량매매의 호가게시 및 협상을 위한 네트워크인 “KBLOCKS”를 도입했지만 아직 본격적인 대량매매전담시장을 갖추었다고 보기 어려운 측면이 있다. 그 이유로는 첫째, 대량매매제도를 통해 거래할 수 있는 시간이 시가 및 종가 결정시와 시간외로 제한되어 있는 점을 들 수 있다. 둘째, 거래자간에 가격과 주문수량 이외의 정보를 효과적으로 교환하는 체계가 아직 갖추어지지 않은 점을 들 수 있다.

현행의 대량매매제도는 정규거래시간 중 시장충격비용의 증가를 통해 일중변동성을 증대시킬 가능성이 있다. 대다수의 대량매매가 연속매

4 대량매매 체결 메커니즘의 효율화에 관한 연구

매기간 중에 이루어짐에 따라, 개장 및 폐장 시와 시간외거래시간 중에 대량매매 거래가 집중적으로 일어나게 함으로써 대량매매의 시장충격비용을 완화하려했던 본래의 취지를 살리지 못하고 있다는 주장이 제기되고 있다. 심지어는 연속매매기간 중에 집중적으로 이루어지는 대량매매로 인하여 주식시장의 일중변동성이 오히려 확대되는 측면이 있다는 지적도 있다. 이에 따라 대량매매의 시장충격비용을 완화하고 주식시장의 일중변동성을 줄이기 위한 차원에서 대량매매제도의 개선에 대한 검토가 필요한 것으로 보인다. 아울러 향후 기업연금의 도입, 연기금의 주식투자 확대 등으로 기관투자자의 증시비중 확대와 이로 인한 대량매매 수요의 증가가 예상됨에 따라 기관투자자의 투자여건을 개선하는 차원에서도 대량매매 체결 메커니즘의 효율화가 필요한 것으로 보인다.

본 보고서에서는 거래소시장의 대량매매와 대량매매제도의 현황을 살펴보고 대량매매에 내재된 정보비대칭 문제, 잠재수요의 문제 등의 해결을 통해 대량매매의 시장충격효과를 완화시킬 수 있는 방안을 모색하고 제도개선 방안을 제시하고자 한다.

이를 위해서 본 연구보고서는 다음과 같은 연구체계를 갖는다. 먼저 제Ⅱ장에서는 대량매매의 개념, 대량매매전담시장의 구조와 역할, 그리고 동 시장에서 대량매매가 체결되고 일반에 공표되는 방식을 살펴보고자 한다. 이어 제Ⅲ장에서는 현재 거래소시장의 대량매매제도와 대량매매의 현황을 고찰하고자 한다. 그리고 제Ⅳ장에서는 거래소시장에서 거래되는 대량매매의 가격효과를 분석하고자 한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 이상의 연구결과를 바탕으로 현행 대량매매제도의 문제점을 파악하고 개선방향을 제시하고자 한다.

이외에 Ⅱ장 4절에서 다루고 있는 주요 해외거래소의 대량매매시스템에 관한 내용과 Euronext의 지수체계에 관한 내용은 보고서 본문의 명료성을 유지하고자 부록으로 따로 떼어서 다룬다.

II. 대량매매와 대량매매전담시장

1. 대량매매(block trade)의 개념
2. 대량매매의 문제점
3. 대량매매전담시장(upstairs market)의 구조와 역할
4. 대량매매전담시장에서의 매매체결

II. 대량매매와 대량매매전담시장

1. 대량매매(block trade)의 개념

대량매매(block trade)란 거래규모가 매우 커서 정규주식시장(downstair market) 매매절차를 통해 체결되기 어려운 매매주문을 말한다. 주문의 크기가 일반적인 매매주문에 비해 큰 대량매매가 정규주식시장에서 거래되면 지정가 매매주문장(limit order book)의 유동성을 줄이고, 정규주식시장에서 일시적인 유동성 부족을 야기하여 가격의 움직임을 크게 하는 등 시장에 커다란 영향을 미칠 수 있다. 대량매매 거래는 정보거래자가 이익실현을 위해 하는 경우도 있지만 기관투자자가 포트폴리오 재조정을 위해 하는 경우도 있다. 아울러 상장기업이 합병과정에서 취득한 지분을 시장에 매각하거나 주주의 주식매수청구권 행사로 취득한 지분을 시장에 매각하는 경우에도 대량매매가 발생한다.¹⁾

대량매매는 정규주식시장에 현존하는 것보다 더 많은 양의 유동성을 요구하므로 대량매매를 원하는 거래자는 체결되기 쉬운 규모로 나누어서 정규시장에 주문을 내거나, 대량매매의 딜링 또는 중개를 전담하는 대량매매 중개인(block trader, 이하 BT)에 의존하기도 한다.²⁾ 대량매매가 BT를 통해 중개 또는 거래되는 시장을 대량매매전담시장(upstairs market)이라고 불린다. 대량매매전담시장은 대량매매 매도자와 매입자가 정규주식시장 밖인 중개회사 트레이딩 룸에서 가격을 협상하고 거래할 수 있는 시장이다. 대량매매전담시장에서의 거래는 BT와 매입자간 또는 BT와 매도자간의 거래인 딜러거래(principal trade)와 매입자와 매도자간

1) 대표적인 사례로 하이닉스가 주식매수청구권을 행사한 주주들로부터 사들인 주식을 지난 10월 8일 시간외대량매매를 통해 처분한 것을 들 수 있다.

2) BT는 대량매매시장에서의 시장조성인(designated market maker)으로 이해될 수 있다.

의 거래를 BT가 중개하는 거래인 브로커거래(agency/cross trade)로 나눌 수 있다.

<표 II-1>는 주요 거래소에서 대량매매로 간주되어 대량매매전담시장에서 거래될 수 있는 요건을 나타내고 있다. 일부 거래소들은 일정규모 또는 일정금액 이상의 거래를 대량매매로 정의하고 있다. 예를 들어 뉴욕증권거래소(NYSE)는 거래규모가 1만주 혹은 거래금액이 20만달러 이상인 거래를 대량매매로 정의한다. 한국증권거래소는 거래규모가 1만주 이상이거나 거래금액이 2억원 이상인 거래를 대량매매로 정의하고 있다.³⁾

그러나 일부 거래소들은 해당주식의 유동성 혹은 주가수준을 반영하여 주식별로 대량매매의 요건을 정의하고 있다. Euronext-Paris는 대량매매전담시장에서 거래될 수 있는 최소한의 주문수량인 NBA(normal block amount)를 초과하는 주문을 대량매매로 정의하고 있다. Euronext-Paris는 종목에 따라 NBA를 설정하고 있다. Euronext100 구성종목은 50만유로 이상을, Next150 구성종목은 25만유로 이상을, Euronext100이나 Next150의 구성종목이 아니면서 연속매매(단일가매매)로만 거래되는 종목은 10만유로(5만유로) 이상을 각각 NBA로 정의하고 있다.⁴⁾ 런던증권거래소(LSE)는 개별주식 일평균 거래량의 2.5%를 초과하는 주문의 크기를 NMS(normal market size)로 정의하고 NMS의 8배를 넘는 주문을 대량매매로 분류한다. LSE에서는 NMS의 8배부터 20배 미만까지의 대량거래는 정규주식시장이나 대량매매전담시장에서 모두 거래가 가능하지만, NMS의 20배를 초과하는 대량거래는 대량매매전담

3) 대량매매의 수량요건은 2002년 10월 14일 5만주에서 1만주로 하향 조정되었다.

4) NBA의 규정에 관한 보다 구체적인 내용은 Euronext Harmonized Market Rules 4403/2A를, Euronext의 지수체계에 관한 보다 구체적인 내용은 부록 2를 참조하기 바란다.

시장에서만 거래가 가능하다.

<표 II-1> 주요 거래소의 대량매매 최소주문 크기

거 래 소	최소주문 크기
NYSE	1만주 혹은 20만달러
KSE	1만주 혹은 2억원
Euronext-Paris	1 NBA(normal block amount) ^{a)}
LSE	8 NMS(normal market size) ^{b)}

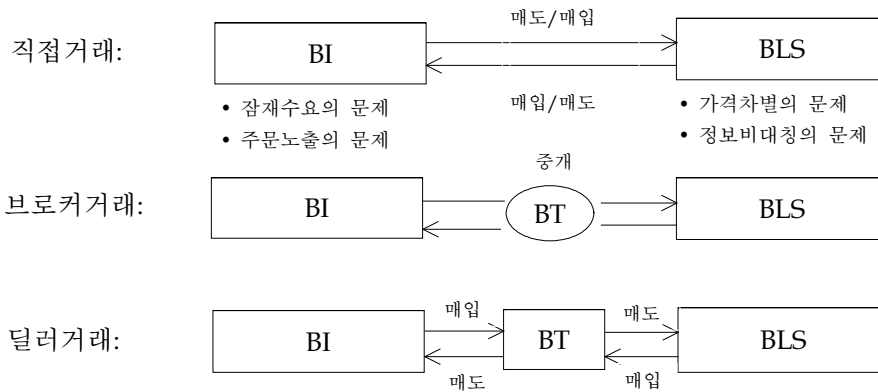
- a) Euronext100 구성종목은 50만유로 이상을, Next150 구성종목은 25만유로 이상을, Euronext100이나 Next150의 구성종목이 아니면서 연속매매(단일가매매)로만 거래되는 종목은 10만유로(5만유로) 이상을 각각 1 NBA로 정의하고 있음
- b) 개별주식 일평균 거래량의 2.5%를 초과하는 주문의 크기를 NMS로 정의하고 있음

2. 대량매매의 문제점⁵⁾

<그림 II-1>에서 보는 바와 같이 BT를 거치지 않고 거래상대방과 직접거래를 하는 대량매매 개시자(block initiator, 이하 BI)는 잠재수요의 문제와 주문노출의 문제에 직면하게 된다. 그리고 BT를 거치지 않고 거래상대방과 직접거래를 하는 대량매매 유동성제공자(block liquidity supplier, 이하 BLS)는 가격차별의 문제와 정보비대칭의 문제에 직면하게 된다. 이하에서는 대량매매의 유동성수요자인 BI와 유동성제공자인 BLS가 대량매매시 직면하게 되는 문제들과 각 문제를 해결하는데 BT가 수행하는 역할을 차례로 살펴보도록 하겠다.

5) 대량매매의 문제점에 관한 보다 자세한 내용은 Harris(2003)를 참조하기 바란다.

<그림 II-1> 대량매매에 내재된 문제점



가. BI가 직면하는 문제

1) 잠재수요의 문제(latent demand problem)

대량매매에는 유동성을 공급할 의사가 있는 거래자가 거래의사를 쉽게 드러내지 않는 잠재수요의 문제가 내재하고 있다. BLS는 거래요청이 들어왔을 때는 거래의사를 보이지만 먼저 주문을 내는 등 적극적인 거래의사 표현을 하지 않는 경향이 있다. 이는 BLS가 매매 주문을 내는데 많은 비용이 소요되기 때문일 수도 있지만 BLS가 자신이 대량매매의 의사가 있음을 스스로 인식하지 못하기 때문일 수 있다. 이처럼 거래의사가 있지만 거래의사를 밝히지 않는 거래자를 반응적 거래자 (responsive trader)라고 한다. BT의 역할은 시장에 충분한 유동성이 존재하지 않을 경우 거래의사가 있을 것으로 기대되는 거래자에게 전화를 걸어 반응적 거래자의 잠재수요를 찾아내는 데 있다. 또 BT는 반응적 거래자의 잠재수요를 발견하기 위해 드러나게 가격을 움직이기도 하는데, 매수가격을 올리거나 매도가격을 낮춰 잠재수요자의 관심을 끌어 반응을 유도하기 위해서이다. BI는 BLS에게 가격양보(price concession)를

하기도 하는데 이는 BLS의 유동성 제공에 대한 보상이라고 볼 수 있다. BT는 매력적인 거래기회가 주어졌을 때 거래의사가 가장 많은 거래자를 예상할 수 있어야 한다. 그러기 위해서는 어디에서 가장 적은 비용으로 유동성을 제공할 의사가 있는 거래자를 찾을 수 있는 지, 그리고 특정 주식에 대해 현재 관심이 있는 거래자와 과거 거래를 한 적이 있는 거래자 등을 잘 파악하고 있어 한다. BI는 BT 만큼 잠재수요에 대해 잘 알지 못하므로 대량거래에 대한 정보를 전문적으로 수집하는 BT에게 그들의 거래를 위탁하기도 한다.

2) 주문노출의 문제(order exposure problem)

BI가 자신의 주문을 널리 노출시키면 다른 거래자들이 BI의 주문정보를 이용하여 이득을 취하려 하여 시장상황이 BI에게 불리하게 전개될 우려가 있다. 어떤 거래자는 대량매매로 인해 예견되는 가격효과를 이용하여 이득을 취하는 선행매매(front running)를 할 수 있다. 즉, 대량매매와 동일한 방향의 거래를 계획하고 있는 거래자라면 대량매매로 인한 가격효과를 회피하기 위하여 거래를 서두를 수 있고, 대량매매와 반대되는 방향의 거래를 계획하고 있는 거래자라면 대량매매로 인한 가격효과를 유리하게 이용하기 위하여 거래를 늦출 수 있다. 이러한 전략들은 대량매매 직전에 유동성을 증가시키거나 감소시킴으로써 대량매매의 가격효과를 확대시키는 요인으로 작용하여 결국 BI로 하여금 불리한 가격으로 거래하게 한다. 이처럼 주문의 노출로 인해 발생하는 문제를 회피하기 위해 BI는 거래의 성사가능성이 가장 큰 상대방에게만 주문을 노출시킬 필요가 있다. BI는 주문의 노출을 피하기 위해 BT에게 거래의 중개를 요청하기도 한다. 이때 BT가 거래에 성공하려면 자신이 주문을 노출한 거래자들이 선행매매를 하고 있는지를 항상 모니터링하고 있어야 한다. 만약 BT가 자신의 주문을 선행매매하고 있다고 의심이 되는 거래자가 발생

하면 그 거래자에게는 더 이상 주문을 노출하지 않아야 한다.

나. BLS가 직면하는 문제

1) 가격차별의 문제(price discrimination problem)

BI가 정확한 거래량을 숨겨 자신에게 유리한 가격으로 거래를 하는 경우 BLS는 가격차별을 당하게 된다. BLS는 BI로부터 가격차별 당하는 것을 우려하여 거래의사를 쉽사리 밝히려 하지 않는다. 이에 따라 BI는 거래상대방을 쉽게 찾지 못할 가능성이 있다. BLS는 대량거래자에게 유동성을 공급하는 첫 거래자가 되길 원치 않으며 유동성을 공급하기 전에 거래상대방의 정확한 거래량을 알고 싶어 한다. 특히 거래량이 많지 않은 경우 BI가 자신의 실제 주문규모를 BLS에게 확신시킬 수 있다면 BI는 보다 유리한 가격으로 거래를 할 수 있게 된다. 익명으로 거래되는 시장에서는 거래자들이 자신의 실제 매매규모를 알리려 하지 않을 수 있다. 거짓된 매매규모를 알릴 경우 손해 보게 되는 것은 자신의 평판이 나빠지는 것뿐인데 익명의 시장에서의 평판은 무의미하기 때문이다. 따라서 가격차별문제를 해결하고자 하는 BI는 거래상대방을 알 수 있는 시장에서 거래해야 한다. 대부분의 거래자들이 자신들의 정직성에 대한 강한 신뢰를 쌓을 정도로 많은 거래를 하지 않을 수 있으므로 BT에게 자신들의 거래를 위탁하기도 한다. BT는 일관되게 진실한 정보를 알림으로써 평판을 쌓아야 하며, 그러한 평판의 유지를 위해서는 고객들도 자신에게 항상 진실한 정보만을 알리도록 해야 한다. 이는 고객에 대한 많은 정보를 가짐으로써, 그리고 고객들이 거짓된 정보를 알릴 경우 제재하는 등의 방안을 통해서 가능한데 이를 위해 가장 효과적인 방법은 고객과의 관계를 잘 정립하는 것이다. 예를 들어 BT가 규모가 큰 투자은행의 대량매매 위탁 뿐 아니라 투자자문, 은행업, 청산 및 결제업무

등을 수행하면서 자신의 고객을 보다 더 잘 알게 되고 거짓 정보를 알릴 경우 제재를 가할 수 있게 된다.

2) 정보비대칭의 문제(asymmetric information problem)

BLS들은 BI가 자신보다 정보우위에 있다고 의심하므로 BI는 유동성을 제공해줄 상대를 찾기가 쉽지 않다. 이러한 의심은 두 가지 논점에 근거하는데 그 중 하나는 거래규모가 큰 거래자가 거래규모가 작은 거래자들보다 리서치에 더 많이 투자할 수 있다는 것이며, 다른 하나는 정보가 충분한 거래자들은 자신들이 알고 있는 정보로 최대의 이익을 얻기 위해서 규모가 큰 거래를 원한다는 것이다. 일반 거래자들은 자신들보다 정보에 우위에 있다고 믿는 거래규모가 큰 거래자와의 거래를 기피한다. 만약 일반 거래자가 거래규모가 큰 거래자에게 유동성을 제공하려 한다면 거래규모가 큰 거래자에게 보다 많은 가격양보를 요구한다. BLS가 BI에게 가격양보를 요구하는 이유로는 첫째, 사적인 정보를 갖고 있는 거래자와의 거래로부터 발생하는 손실을 사적인 정보를 갖고 있지 않는 거래자로부터 발생하는 수익으로 보충하려 하기 때문이거나 둘째, 정보우위에 있는 거래자와 거래를 하고 있을지 모른다는 의심이 그들로 하여금 자산가치에 대한 기대치를 재조정하게끔 하기 때문이다.

또한 BLS들은 특히 익명의 거래자들이 사적인 정보를 가지고 있다고 의심을 하므로 익명의 거래자들과의 거래를 기피한다. 익명의 거래자들이 사적인 정보에 근거해서 거래한다고 믿는 이유로는 우선, 사적인 정보를 가지고 있는 거래자들은 사적인 정보를 가지고 거래를 한다는 평판을 얻지 않으려고 익명으로 거래할 가능성이 높기 때문이다. 또 다른 이유는 사적인 정보를 가지고 있는 거래자들은 그들의 주문이 노출되어 선행매매자들이 이익을 얻는 것을 원치 않기 때문이다. BI는 사적인 정보를 가지고 거래하려고 하지 않는다는 것을 BLS에게 확신시킴으로써

정보비대칭의 문제를 해결할 수 있는데, 이를 위해서는 자신들의 정체를 확실히 밝혀야한다.

3. 대량매매전담시장(upstairs market)의 구조와 역할

앞 절에서 열거한 잠재수요의 문제, 주문노출의 문제, 가격차별의 문제 및 정보비대칭의 문제는 BI가 BLS를 쉽게 찾지 못하는 요인으로 작용한다. 대량매매 문제점의 해결을 위해 BI는 주문정보를 신뢰할만한 상대방에게만 노출시키는 한편 자신의 정확한 전체 주문규모를 상대방에게 알리고, 자신이 우월한 정보를 갖고 거래하는 거래자가 아니라는 사실을 상대방에게 확신시켜야 한다. 아울러 BI의 거래상대방인 BLS는 BI에게 유동성을 공급할 의사가 있으면 그 의사를 밝혀야 한다. 결국 대량매매가 성공적으로 이루어지기 위해서는 거래자간의 가격과 주문수량의 교환 외에 더욱 충분한 정보의 교환이 이루어져야 함을 시사한다. 그러나 정규주식시장에서는 거래자간에 가격과 주문수량 이외의 정보를 교환하는 것이 쉽지 않아 주요 선진시장에서는 대량매매의 원활한 체결을 위해 대량매매전담시장(upstairs market)을 도입하게 되었다. 본 절에서는 대량매매전담시장의 구조를 간략히 살펴보고, 주요 거래소의 대량매매전담시장 도입효과를 문헌조사를 통해 살펴보고자 한다.

가. 대량매매전담시장의 구조

한국 주식시장은 대량매매를 수용하기 위해 신고대량매매, 시간외대량매매 등의 제도를 두고 있다. 그러나 현재의 대량매매제도로는 엄격한 의미의 대량매매전담시장이 도입되어 있다고 보기 어렵다. 그 이유로는 첫째, 대량매매제도를 통해 거래할 수 있는 시간이 시가 및 종가 결정시

와 시간외로 제한되어 있다는 점을 들 수 있다. 둘째, 거래자간에 가격과 주문수량 이외의 정보를 효과적으로 교환하는 체계가 아직 갖추어지지 않았다는 점을 들 수 있다.

대량매매전담시장은 정규주식시장에서 매매동기에 대한 신뢰할만한 정보를 서로 교환하지 못하는 거래자들에게 효과적인 대량매매 거래의 수단을 제공한다. 대량매매 딜러와 브로커 등의 BT는 고객들이 사적인 정보를 근거로 거래를 하는 지, 주문규모를 제대로 밝혔는지 등을 항상 모니터링을 하고 고객들의 원활한 정보교환을 돕는 기능을 수행한다. 대량매매 딜러는 자기계정 매매를 통하여 고객의 주문을 처리한다. 일단 고객으로부터 포지션을 떠맡은 후 동 포지션의 처리를 위해 새로운 거래상대방을 찾거나 작은 물량으로 나누어 시간을 두고 시장에 유통시키기도 한다.

대량매매 브로커는 대량매매를 원하는 거래자에게 거래상대방을 확인시켜주는 역할을 한다. 대량매매 브로커가 중개한 거래의 BLS는 대량매매 딜러가 그러하듯이 BI와 거래를 함으로써 손해를 볼 가능성이 있는 지를 면밀히 따져 보아야 한다. 이때 BLS는 거래상대가 사적인 정보를 근거로 거래를 하는지와 거래상대가 하고자 하는 거래에 대해 거짓 없이 밝혔는지에 대한 정보를 중개해준 대량매매 브로커에게 전적으로 의존한다. 거래 후의 정황을 통해 대량매매 브로커가 거래상대를 적절히 걸러내지 못했다고 판단되면 BLS는 더 이상 그 브로커와 관계를 맺지 않으려 한다. 따라서 대량매매 브로커는 평판을 유지하기 위해 자신의 고객에 대해 매우 정확한 정보를 가지고 있어야 한다. 또 자신이 중개했던 거래가 잘 이루어졌음을 고객들에게 확인시키기 위해 종종 거래비용을 평가해 보여줄 필요도 있다. 일부 시장에서는 대량매매 브로커가 BI로부터만 중개수수료를 받지만, 대다수의 시장에서는 대량매매 브로커가 BI와 BLS 모두에게 수수료를 받는다.

대량매매 브로커와 딜러는 각기 갖는 상대적 이점에 근거해 특화 부문

을 찾으려 하는 경향이 있다. 대량매매 딜러는 자기계좌로 매매할 수 있는 이점을 활용하여, 거래를 빨리 성사시키고자 하는 조급한 거래자(impatient trader)와 우선 거래를 한 후 전체 물량을 작은 규모로 분할하여 시차를 두고 시장에 유통시키는 거래를 특화하려 한다. 반면 자기계좌로 매매할 수 없는 대량매매 브로커는 대량매매 딜러가 거래할 수 없는 매우 큰 규모의 거래도 성사시킬 수 있다는 이점을 활용하여 큰 규모의 대량매매 거래를 특화하려 한다. BT들은 브로커와 딜러의 역할을 동시에 수행하는 경우도 많은데, 이는 브로커와 딜러 한 가지로만 참여하는 경우보다 두 가지 역할을 동시에 수행할 때 고객이 처한 상황에 대해 가장 유리한 거래옵션을 제시할 수 있어 고객에게 보다 많은 도움을 줄 수 있기 때문이다.

나. 주요 거래소의 대량매매전담시장 도입효과

Bessembinder et al.(2003)에 따르면 사실상 거의 모든 거래소가 정규주식시장과 함께 대량매매전담시장을 두고 있는 이유는 브로커가 대량매매의 상대방을 찾고 거래조건을 일정한 범위 내에서 교섭에 의해 결정할 수 있도록 하기 위해서라고 한다. 우리나라 거래소처럼 전자주문주도형시장(electronic order-driven market)의 형태를 갖추어 지정된 시장조성인(designated market maker)이 없는 Euronext-Paris, Helsinki Stock Exchange(이하 HSE), Toronto Stock Exchange(이하 TSX) 등에서도 대량매매전담시장을 도입하고 있다. 지정된 시장조성인이 있는 NYSE에서는 27%의 대량거래가 대량매매전담시장에서 거래된 반면, 지정된 시장조성인이 없는 Euronext-Paris는 67%의 대량거래가 대량매매전담시장에서 거래되고 있다.⁶⁾ 이러한 사실은 정규주식시장이 지정된 시장조성인을 갖지 않는 전자주문주도형시장의 형태를 취하고 있을 때 대량매매전담

⁶⁾ 이에 대한 보다 자세한 내용은 Hasbrouck et al.(1993), Bessembinder et al.(2003)을 참조하기 바란다.

시장의 역할이 더욱 중요할 수 있음을 시사한다.

대량매매전담시장의 도입효과에 관한 기존 연구결과를 요약한 <표 II-2>에 의하면, 대량매매전담시장이 존재함으로써 대량매매에 내재하는 잠재수요의 문제와 정보비대칭의 문제가 해결될 수 있다고 한다. Grossman(1992)에 의하면 대량매매전담시장에서는 BT가 잠재되어 있는 반응적 거래자의 유동성을 찾아내어 잠재수요의 문제를 해결하고 대량매매의 유동성 비용을 낮출 수 있다고 한다. 또한 Seppi(1990)에 따르면 대량매매전담시장에서는 거래자의 익명성이 보장되지 않고 BT가 거래자를 스크리닝(screening)하는 기능을 수행하므로 정보거래자(informed trader)의 접근이 쉽지 않아 정보비대칭의 문제가 해결된다고 한다. 그리고 대량매매전담시장에서는 BT가 거래의 성사 확률이 높은 거래자에게만 주문을 노출하므로 주문노출로 인해 문제가 발생할 가능성이 낮다. 아울러 BT가 자신들의 고객에 대해 많은 정보를 갖고 있고 거짓정보를 제공받을 경우 고객을 추후에 제재할 수 있으므로, 정확한 거래량을 숨기고 보다 유리한 가격으로 거래를 하고자 하는 가격차별의 문제가 발생할 확률도 줄어든다.

<표 II-2> 대량매매전담시장 도입효과에 대한 주요 연구

연구자	연구내용	시사점
Grossman(1992)	대량매매전담시장에서는 BT가 숨겨지거나 표현되지 않은 수요를 이끌어내므로 대량매매의 유동성 비용을 낮출 수 있음.	대량매매전담시장이 잠재수요의 문제 해결
Seppi(1990)	대량매매전담시장에서는 BT가 정보거래자를 걸러냄으로써 비정보거래자가 보다 적은 거래비용으로 거래할 수 있음. 따라서 대량매매전담시장에서의 정보비대칭 비용이 정규주식시장에 비해 적게 나타남.	대량매매전담시장이 정보비대칭의 문제 해결

따라서 BI는 대량매매전담시장에서 거래하면 적은 거래비용으로 거래할 수 있는 이점을 갖게 된다. 이는 BT가 잠재된 수요를 이끌어내고 주문노출의 정도가 정규주식시장에 비해 작아 대량매매로 인한 가격효과(price effect)가 상대적으로 적게 나타나고, 정보거래자와 거래할 확률이 상대적으로 낮아 정보비대칭 비용(asymmetric information cost)이 적기 때문이다. BLS의 경우에도 대량매매전담시장에서 거래하는 것이 정규주식시장에서 거래하는 것보다 유리하다. 왜냐하면 대량매매전담시장에서는 유동성 제공에 대해 훨씬 많은 보상이 이루어지고, 정보거래자(informed trader)와의 거래에서 손실을 입을 확률이 훨씬 적기 때문이다.

한편 대량매매전담시장은 정규주식시장 주문의 일부를 흡수하여 주문흐름을 분산시킬 수 있다는 우려를 제기하기도 한다. 그러나 대량매매전담시장은 잠재되어 있는 새로운 수요를 발견해내는 역할을 하므로 시장분할을 통해 반드시 정규주식시장의 주문흐름을 감소시킨다고 볼 수는 없다.⁷⁾ 호주증권거래소(ASX)를 대상으로 한 Fong et. al(2002)의 연구에 의하면 대량매매전담시장이 정규주식시장에서의 대량매매 거래비용을 증가시키거나 평균 스프레드를 크게 했다는 증거를 발견하지 못했다. Fong et. al(2002)은 대량매매전담시장이 정규주식시장의 거래비용에 부정적인 영향을 미치지 않았던 이유로 대량매매전담시장으로 인한 음의 외부효과와 정의 외부효과의 상쇄를 들었다. 즉, 일부 주문이 대량매매전담시장으로 흘러들어감에 따라 정규주식시장에서의 주문 감소가 필연적이지만 대량매매전담시장에서의 거래가 활발해지면 더욱 더 많은 매매수요가 창출되어 정규주식시장으로 유입되기 때문이다.

<표 II-3>은 Euronext-Paris, HSE, TSX 등 주요 전자거래소의 정규주

7) 대량매매전담시장과 정규주식시장과의 관계에 대한 보다 자세한 내용은 Harris(2003) pp.333~334를 참조하기 바란다.

식시장(downstairs market)과 대량매매전담시장(upstairs market)에서의 평균적인 임시효과, 영구효과 및 전체효과를 분석한 연구결과들을 요약하고 있다.^{8),9)} 대량매매의 임시효과와 영구효과는 각각 대량매매의 유동성 비용과 정보비대칭 비용을 나타낸다. 그리고 대량매매의 전체효과는 유동성 비용과 정보비대칭 비용을 포괄하는 전체적인 대량매매의 비용을 나타낸다. 이들 연구는 정규주식시장이 우리나라처럼 전자거래소의 형태를 취하고 있는 주식시장들을 분석대상으로 했다는 점에서 대량매매전담시장 도입효과의 분석에 시사하는 바가 클 것으로 생각된다. 각 거래소에서 공통적으로 나타나고 있는 특징을 살펴보면, 우선 유동성 비용을 나타내는 임시효과는 대량매매전담시장에서 정규주식시장에 비해 다소 크게 나타나지만, 정보비대칭 비용을 나타내는 영구효과는 대량매매전담시장에서 정규주식시장에 비해 훨씬 작게 나타난다. 유동성 비용과 정보비대칭 비용의 합인 전체효과는 대량매매전담시장에서 정규주식시장보다 더 작게 나타난다. 이는 전체적인 거래비용 측면에서 볼 때 대량매매전담시장에서 정규주식시장보다 더 적은 거래비용으로 거래할 수 있음을 시사한다. 따라서 이들의 연구는 Grossman(1992), Seppi(1990) 등 대량매매전담시장에 대한 이론적 연구를 뒷받침하는 결과라고 볼 수 있다.

8) 임시효과, 영구효과 및 전체효과의 측정방법에 대한 보다 자세한 내용은 본 보고서 제IV장 1절의 대량매매 가격효과의 개념을 참조하기 바란다.

9) Euronext-Paris는 Bessembinder et. al(2002), HSE는 Booth et. al(2002), TSX는 Smith et. al(2001)의 결과를 인용하였다. 각 연구별로 가격효과를 측정하는 방식에 다소의 차이가 존재할 수 있지만, 각 연구의 저자들이 측정방법에 따라 측정결과가 민감하지 않다고 밝히고 있으므로 비교에 무리가 없을 것으로 판단된다.

<표 II-3> 주요 전자거래소의 대량매매 가격효과^{a)}

(단위: bp)

거래유형		Euronext-Paris		HSE		TSX	
		Downstairs	Upstairs	Downstairs	Upstairs	Downstairs	Upstairs
매수 자 주 도	임시	-0.38 ^{b)}	0.02	0.07	0.20	0.10	0.25
	영구	1.28	0.54	0.61	0.15	0.11	0.01
	전체	0.90	0.56	0.69	0.35	0.22	0.25
매도 자 주 도	임시	-0.17	-0.48	-0.05	-0.27	-	-
	영구	-0.35	0.06	-0.64	-0.11	-	-
	전체	-0.52	-0.43	-0.68	-0.37	-	-

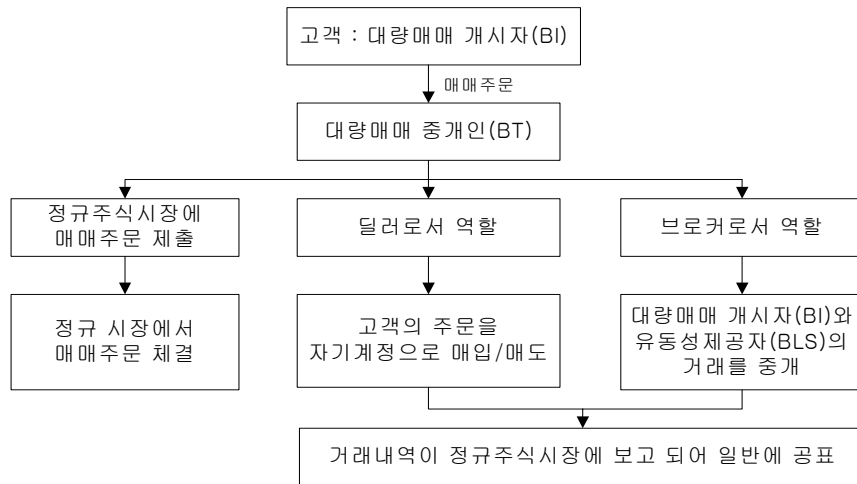
- a) Euronext-Paris는 Bessembinder et. al(2002), HSE는 Booth et. al(2002), TSX는 Smith et. al(2001)에서 인용
- b) 매수자 주도거래의 경우 통상 임시효과가 (+) 부호를 취해야 하나 유동성제공자가 거래상대방으로부터 유동성 제공에 대한 대가로 (-)의 보상을 받으면, 즉 손실을 입으면 임시효과가 (-)의 부호를 취할 수 있음. 그 원인에 대한 자세한 설명은 Bessembinder et. al(2002)을 참조

4. 대량매매전담시장에서의 매매체결

일반적으로 대량매매전담시장에서의 거래는 <그림 II-2>에서 보는 바와 같이 다음과 같은 프로세스를 통해 이루어진다. 고객이 대량매매 주문을 BT에게 내면, BT는 (i) 정규주식시장으로 매매주문을 보내거나 (ii) 딜러로서 역할을 하여 고객의 주문을 자기계정으로 매입 또는 매도 하거나 (iii) 브로커로서 역할을 하여 고객의 거래상대방, 즉 BLS를 찾아 BI인 고객과 거래상대방의 거래를 중개한다. BT는 딜러 혹은 브로커 거래 여부에 관계없이 모든 거래내역을 거래소에 보고하고, 거래소는 즉시 또는 일정한 시차를 두고 대량거래 내역을 시장에 공표한다. 일반적으로 대량매매 거래내역은 시장에 즉시 공표되지만 거래규모가 매우 큰 거래

의 경우에는 일정한 시차를 두고 공표된다. 이처럼 큰 규모의 대량매매 내역을 즉시 시장에 공표하지 않는 이유는 BT가 딜러로서 역할을 하여 취득한 포지션을 정규주식시장에서 처분할 충분한 시간을 주어 대량매매가 정규주식시장 가격에 미치는 부정적인 영향을 최소화하기 위해서이다.

<그림 II-2> 대량매매전담시장에서의 매매체결 흐름도



1) 상호작용 규칙(Interaction Rule)

정규주식시장 외에 대량매매전담시장을 두고 있는 거래소들은 정규주식시장과 대량매매전담시장 간의 상호작용을 규정하는 상호작용 규칙(interaction rule)을 두고 있는 경우가 많다. 상호작용 규칙은 (i) 대량매매전담시장에서 거래가 가능한 가격범위와 (ii) 거래규모는 작지만 더 나은 가격을 제시하는 정규주식시장 주문을 대량매매전담시장 거래에 참가하도록 허용할지 등의 여부 등을 규정하고 있다. 대량매매전담시장에서 거래 가능한 가격범위를 제한하는 것은 다음과 같은 효과가 있다. 첫

째, 대량매매전담시장이 정규주식시장의 가격발견 기능을 활용할 수 있으며 두 시장간의 가격 차이를 줄일 수 있다. 둘째, 대량매매가 정규주식시장에 주는 시장충격(market impact)을 줄일 수 있다. 한편 대량매매전담시장 거래를 가격, 시간 등의 우선순위에 따라 매매체결을 대기하고 있던 정규주식시장 주문자들에게도 허용하는 것은 매매체결의 우선순위에 따라 거래가 이루어지도록 하여 거래의 공정성을 확보할 수 있게 한다.

그러나 엄격한 상호작용 규칙이 반드시 이로울 측면만 있는 것은 아니다. Besseminder et al.(2003)은 Euronext-Paris에서 시장참여자들이 최우선 매수/매도 호가의 범위를 벗어나서 거래할 확률은 정규주식시장에서 체결되기 힘든 거래이거나 대량매매 체결이 어려운 시장상황일 경우에 더욱 높아짐을 보였다. 거래규모가 너무 크거나 혹은 대량매수일 경우에 최우선 매수/매도호가의 범위를 벗어나서 거래될 확률이 높았다. 아울러 시장상황이 최우선 매수호가와 최우선 매도호가 간의 스프레드의 폭이 너무 좁거나, 정규주식시장의 유동성이 부족한 경우에 최우선 매수/매도호가의 범위를 벗어나서 거래될 확률이 높았다. Besseminder et al.(2003)은 이러한 결과에 근거하여, 대량매매전담시장에서 가격이 협상에 의해 정규주식시장의 최우선 매수/매도호가의 범위를 벗어나 결정될 수 있도록 하는 것이 시장의 질을 높일 수 있다고 주장하였다. 또한 Besseminder et al.(2003)은 거래소가 더욱 신축적인 상호작용 규칙을 갖출 때 대량매매전담시장에서 거래를 원하는 거래자가 정규주식시장 가격을 조작하려는 유인이 줄어들 수 있음을 보였다. 그리고 상호작용 규칙이 존재하지 않거나 신축적인 상호작용 규칙을 가지고 있는 거래소의 경우 경쟁관계에 있는 타 거래소의 대량매매 주문을 유입하는 사례가 발생하기도 한다.

NYSE처럼 비교적 엄격한 상호작용 규칙을 두고 있는 거래소부터 LSE처럼 상호작용 규칙을 두고 있지 않은 거래소까지 거래소마다 다양

한 상호작용 규칙을 두고 있다. NYSE에서는 대량매매전담시장에서 협상이 이루어진 거래도 NYSE rule 76의 자전거래(cross trade) 절차와 NYSE rule 127의 대량자전거래(crossing of blocks) 절차에 따라 거래가 이루어져야 한다.¹⁰⁾ NYSE에서는 대량매매전담시장에서 협상된 대량매매가 거래시점의 정규주식시장 최우선 매수/매도 호가의 범위 내에서 이루어지는 것이 원칙이다. 만약 합의된 가격이 정규주식시장 최우선 매수/매도 호가의 범위를 벗어나는 경우, 주문을 스페셜리스트를 포함한 정규주식시장 거래집단에게 노출시킨 후 더 나은 가격을 제시하는 거래자에게 거래기회를 부여하도록 규정하고 있다.¹¹⁾

Euronext-Paris는 상대적으로 신속적인 대량매매 규제를 갖고 있는 LSE로 대량매매 주문을 빼앗기게 되자, 대량매매가 정규주식시장의 최우선 매도/매수호가의 범위 내에서만 이루어지도록 규정하고 있던 상호작용 규칙을 1994년 개정하여 “적격주식(eligible stock)”이라고 불리는 유동성이 풍부한 일부 주식에 대해서는 Euronext-Paris가 개별종목에 대한 WAS(Weighted Average Spread)를 계산하여 공표하고, 대량매매가 정규주식시장의 최우선 매도/매수호가의 범위가 아닌 WAS 범위 내 이루어질 수 있도록 허용하고 있다. WAS는 최우선 매수주문부터 NBA 수량에 상응하는 매수주문까지의 호가를 각 주문의 상대수량으로 가중 평균한 값과 최우선 매도주문부터 NBA 수량에 상응하는 매도주문까지의 호가를 각 주문의 상대수량으로 가중 평균한 값의 차이로 계산된다.¹²⁾

10) NYSE의 자전거래 절차와 대량자전거래 절차에 관한 보다 자세한 내용은 Hasbrouck et al.(1993), 고희수·김영갑(1998) 등을 참조하기 바란다.

11) Booth et al.(2002)은 HSE와 NYSE의 대량매매전담시장과 정규주식시장의 가격 차이를 비교하였는데 비교결과 NYSE의 차이가 HSE에 비해 훨씬 적은 것으로 나타났다. Booth et al.(2002)은 그 원인을 대량매매전담시장의 거래가 정규주식시장의 거래자들에게 개방되도록 한 NYSE의 규정에서 찾고 있다.

12) 예를 들어, 어떤 주식에 대한 NBA가 10,000주이고 지정가주문장이 아래와

Euronext의 신축적인 상호작용 규정은 점차 확대되어 2001년에 제정된 Harmonized Market Rules(Book I, Section 4403/2B)에서는 <표 II-4>에서 보는 바와 같이 모든 주식의 대량매매에 대해 최우선 매수/매도호가의 범위를 벗어나서도 거래가 가능하도록 하였다. Euronext100 및 Next150 구성종목으로 거래규모가 NBA의 5배를 넘지 않으면 거래가격이 WAS의 범위 내에서 결정될 수 있으나 최우선 호가의 ±5%와 직전거래가격의 ±5%를 넘지는 않아야 한다. Euronext100 및 Next150 구성종목으로 거래규모가 NBA의 5배 이상이면 거래가격이 직전거래가격의 ±5% 이내에서 결정될 수 있다. Euronext100 및 Next150 이외의 종목으로 거래규모가 NBA의 2배보다 작으면 거래가격이 직전거래가격의 ±1% 범위 내에서 결정될 수 있다. Euronext100 및 Next150 이외의 종목으로 거래규모가 NBA의 2배를 넘으면 추가적인 NBA 배수의 증가에 따라 거래가격의 범위도 추가적으로 직전거래가격의 ±1%씩 증가하나 직전거래가격의 ±5%는 초과하지 못한다. 한편 거래규모가 매우 큰 “구조대량매매 (structural blocks)”¹³⁾의 경우는 정규주식시장의 직전거래가격의 ±10%이내에서 거래가 가능하다(4403/2c).

LSE는 상호작용 규칙을 두고 있지 않아 딜러가 대량매매 가격을 자유롭게 협상을 통해 결정할 수 있다. 이는 LSE가 Euronext-Paris 등 유럽의 다른 거래소에 비해 대량매매에 대한 신축적인 규제를 갖도록 하

같다고 가정했을 때 WAS는 $11.6 - 9.1 = 2.5$ 로 계산된다.

매도호가: $(11 \times 4,000 + 12 \times 6,000) / 10,000 = 11.6$

매수호가: $(10 \times 3,000 + 9 \times 5,000 + 8 \times 2,000) / 10,000 = 9.1$

매 수 측		매 도 측	
가	격 수 량	가	격 수 량
10	3,000	11	4,000
9	5,000	12	7,000
8	4,000	13	2,000

13) 거래금액이 시가총액의 5%이상 또는 7.5백만유로 이상인 대량매매가 구조 대량매매에 해당된다.

여 기관투자자들이 유럽의 다른 나라 주식을 LSE에서 활발히 거래하도록 하는 요인으로 작용하였다. LSE에 상장된 프랑스 주식들의 대량매매도 Euronext-Paris보다는 LSE에서 더 활발히 이루어지고 있는 실정이다. 한편 TSX는 가장 엄격한 상호작용 규칙을 적용하고 있는 거래소 중의 하나이다. TSX에서 대량매매 가격의 협상은 BT가 주문을 접수한 시점의 정규주식시장 최우선 매수/매도 호가 혹은 그 이내에서만 가능하다.

<표 II-4> 주요 거래소의 상호작용 규칙

거래소	거래가능 가격범위
NYSE	<ul style="list-style-type: none"> • 거래시점의 정규주식시장 최우선 매수/매도 호가의 범위에서 벗어나는 경우에는 장내브로커가 주문을 정규주식시장의 거래집단에 노출시킨 후, 대량매매전담시장에서 협상된 것보다 더 나은 가격으로 거래할 의사가 있는 지를 확인한 후 거래가 가능함
Euronext-Paris	<ul style="list-style-type: none"> • Euronext100 및 Next150 구성종목 <ul style="list-style-type: none"> (i) 거래대금 < 5 NBA: <ul style="list-style-type: none"> - 가중평균스프레드(WAS)^{a)} 이내, 단 최우선호가의 ±5%, 직전거래가격의 ±5%가 상하한임 (ii) 거래대금 ≥ 5 NBA: <ul style="list-style-type: none"> - 직전 거래가격의 ±5% 이내 • Euronext100 및 Next150 이외의 종목 <ul style="list-style-type: none"> (i) 거래대금 < 2 NBA: <ul style="list-style-type: none"> - 직전 거래가격의 ±1% 이내 (ii) NBA 배수의 증가에 따라 ±1%씩 증가 단, 직전 거래가격의 ±5% 이내가 상하한임 • 구조대량매매(structural blocks)^{b)} <ul style="list-style-type: none"> - 직전 거래가격의 ±10%이내
LSE(SETS)	<ul style="list-style-type: none"> • 대량매매 가격과 정규주식시장 가격 간의 연계를 규정하는 규칙이 없음
TSX	<ul style="list-style-type: none"> • 주문을 접수한 시점의 정규주식시장 최우선 매수/매도 호가 혹은 그 이내

a) 개별주식에 대해 공표되며, 최우선 매수주문부터 NBS 수량에 상응하는 매수주문까지의 호가를 각 주문의 상대수량으로 가중 평균한 값과 최우선 매도주문부터 NBS 수량에 상응하는 매도주문까지의 호가를 각 주문의 상대수량으로 가중 평균한 값으로 계산됨

b) 거래금액이 시가총액의 5%이상 또는 7.5백만유로 이상인 대량매매

2) 공표규칙(Reporting Rule)

정규주식시장 가격이 대량매매가 내포하고 있는 정보를 적절히 반영하기 위해서는 대량매매의 가격과 주문크기 등 대량매매 거래내역이 신속하게 시장에 공표되어야 한다. 아울러 대량매매 거래내역의 시의 적절한 공표는 대량매매 거래상대방이 정규주식시장에서 대량매매 정보를 이용하여 이득을 취하는 것을 방지할 수 있다. 그러나 대량매매 거래내역이 시장에 신속히 공표되는 것이 항상 이로운 면만 가지고 있는 것은 아니다. 대량매매 딜러의 경우 대량매매 거래 후 즉시 거래내역이 시장에 공표되면 거래를 통해 취득한 포지션을 정규주식시장에서 좋은 조건에 청산할 기회를 상실하게 된다. 이에 따라 대량매매 딜러는 취득한 포지션을 불리한 조건으로 처분하게 되는데, 이러한 비용이 호가에 반영되어 결국 매입자 또는 매도자로 전가됨으로써 거래비용이 상승하는 결과를 가져온다. 이에 따라 거래소들은 이러한 편익과 비용을 고려하여 대량매매 거래내역의 공표시기를 일정한 조건하에서 늦출 수 있는 규칙인 공표규칙(reporting rule)을 두고 있다.

대량매매 거래내역의 공표를 늦출 수 있는 조건과 어느 정도 늦출 수 있는지는 거래소에 따라 다소 다르다. NYSE와 TSX에서는 모든 거래가 거래체결 후 즉시 공표되어야 한다. 그러나 Euronext-Paris와 LSE(SETS)는 <표 II-5>에서 보는 바와 같이 대량매매 거래내역의 공표시기를 일정한 조건하에서 늦출 수 있도록 하고 있다.

Euronext-Paris에서 비딜러 대량거래의 경우는 보고(reporting) 즉시 공표되어야하는 반면 딜러 대량거래의 경우는 거래의 규모에 따라 지연되어 공표되는데 거래규모가 NBA(Normal Block Amount)의 5배가 넘지 않는 대량거래의 경우는 보고 후 60분 이내에, 5배가 넘는 대량거래의 경우는 120분 이내에 공표되어야한다. 한편, 거래규모가 시가총액의 5% 이상인 딜러 대량거래에 대해 딜러가 포지션을 청산하지 못한 경우

에는 다음 거래일의 개장 시까지 공표의 연기를 요청할 수 있다. 시간외 거래기간 동안 체결되는 거래는 다음 거래일 개장 전까지 공표되어야 한다. 영국의 LSE의 주문주도형 매매시스템인 SETS의 경우 일반적인 대량거래에 대해서는 즉시 공표하도록 되어 있지만 NMS의 8배를 초과하는 달러 대량거래가 WPA(Worked Principal Agreement)에 의해 이루어지는 경우는 거래일 마감(end of trading day)까지 또는 딜러가 취득한 포지션의 90%가 청산될 때까지 거래의 공표는 지연될 수 있다.

<표 II-5> 주요 거래소의 공표규칙

거래소	거래내역 공표시기
NYSE	<ul style="list-style-type: none"> • 즉시
Euronext-Paris	<ul style="list-style-type: none"> • 브로커 대량거래의 경우 즉시 • 달러 대량거래, <ul style="list-style-type: none"> - 주문크기 < 5 NBA 경우 60분 이내 - 주문크기 > 5 NBA 경우 120분 이내 • “거래금액 ≥ 시가총액의 5%”인 달러 대량거래 <ul style="list-style-type: none"> - 대량매매 딜러가 포지션을 청산하지 못한 경우는 다음거래일의 개장 시까지 연기 가능 • 시간외거래의 경우 다음 거래일 개장 전까지
LSE(SETS)	<ul style="list-style-type: none"> • 일반대량매매 <ul style="list-style-type: none"> - 즉시 • WPA(주문크기 > 8 NMS, 달러거래)^{a)} <ul style="list-style-type: none"> - 장종료 후 또는 대량매매 딜러가 취득한 포지션의 90%가 청산된 이후
TSX	<ul style="list-style-type: none"> • 즉시

a) SETS시스템 하에서는 주문의 크기가 8 NMS 보다 큰 달러거래의 경우 WPA(worked principal agreement)라는 특별한 절차에 의해 거래가 이루어짐. WPA 하에서는 딜러와 고객이 미래의 특정한 시점에 대량거래를 하기로 약정하고, 가격과 수량은 약정시점에 결정하지만 추후에 딜러가 가격 또는 수량에서 더 나은 조건을 제시할 수 있음

III. 거래소 대량매매제도 및 대량매매 현황

1. 거래소 대량매매제도
2. 거래소 대량매매 현황

III. 거래소 대량매매제도 및 대량매매 현황

1. 거래소 대량매매제도

가. 신고대량매매

신고대량매매는 증권회사가 고객으로부터 위탁받은 주문수량이 대량 이어서 적정한 시간 내에 적정한 가격으로 집행하기 어려운 경우 그 주문의 원활한 집행을 위해 거래소가 정한 특정방법으로 매매를 체결시키는 방법이다. 즉, 종목 및 수량이 동일한 대량주문에 대해 신청을 받아 당사자간에 단일가매매시 형성되는 가격인 시가 또는 종가로 매매를 체결시켜주는 제도이다. 신고대량매매는 단일가매매 전에 호가가 이루어져 시가 또는 종가 결정시 거래되므로 비록 쌍방이 합의한 거래이지만 체결가격을 알 수 없는 상태에서 호가제출이 이루어진다. 신고대량매매의 호가수량은 1만주 이상 또는 호가수량에 당해종목의 전일종가를 곱한 금액이 2억원 이상이어야 한다. 시가 또는 종가로 매도·매수 쌍방호가 간 체결방식이며, 매도·매수 중 어느 일방은 단일회원이어야 한다.

나. 시간외대량매매

시간외대량매매는 매도·매수 쌍방의 합의된 매매가 시장 내에서 원활히 이루어지도록 매매체결가격을 일정 범위 내에서 투자자간 협상이 가능하도록 함으로써 투자자의 다양한 대량매매수요를 수용하고 다양한 유형의 대량매매가 처리될 수 있도록 하기 위해 도입되었다. 시간외대량매매의 호가수량은 1만주 이상 또는 호가수량과 가격을 곱한 금액이 2억원 이상이어야 한다. 시간외대량매매는 종목, 수량 및 가격이 동일한

매도·매수 쌍방호가에 대해 회원의 신청이 있는 경우 시간외 시장의 호가 접수 시간동안 당해 호가 간에 우선적으로 매매를 체결시키는 제도이다. 시간외대량매매는 장개시 전(07:30~08:30)과 장종료 후(15:10~16:00)에 이루어지며, 장개시 전(장종료 후)에 거래가 가능한 대상은 전일(당일) 실제거래가 이루어진 전 상장종목이다. 장개시 전(장종료 후) 시간외거래의 체결가격은 호가 제출 시 매매쌍방이 전(당)일의 상·하한가를 한도로 전(당)일 종가 기준 $\pm 7\%$ 범위 내에서 정할 수 있다.¹⁴⁾ 매매체결 전까지 정정 및 취소가 가능하고 매도·매수 중 어느 일방은 단일회원이어야 한다.¹⁵⁾

한편, 공기업의 민영화 및 금융기관 기업구조조정 추진을 원활하게 할 수 있도록 하기 위해 정부, 한국은행, 예금보험공사, 한국산업은행, 중소기업은행, 한국수출입은행 및 기타 정부가 납입자본금의 100분의 50 이상을 출자한 법인으로부터 주권상장법인이 자기주식을 매수하는 경우 또는 공정경쟁촉진, 공기업 민영화 등 정부의 정책목적 달성을 위하여 금융감독위원회가 자기주식 매수를 승인한 주권상장법인이 자기주식을 매수하는 경우에는 시간외대량매매에 의한 방법으로 할 수 있도록 하였다. 이는 정부 등의 보유주식을 시장에서 매각하는 경우 주가하락 등의 시장충격을 가져오므로 시장에 영향을 미치지 않게 하기 위해 당해 주권상장법인이 자기주식으로 취득하는 경우 시간외대량매매의 이용을 허용하는 것이고 이 경우 1만주 이상 또는 2억원 이상의 대량매매 요건에 해당하면 일일취득 수량의 제한 없이 자기주식을 취득할 수 있다.

14) 거래량가중평균가격(VWAP=거래금액/거래량)도 거래가격으로 인정한다.

15) 시간외 주식거래에 관한 보다 자세한 내용은 엄경식·윤지아(2001)를 참고하기 바란다.

<표 III-1> 신고대량매매와 시간외대량매매제도의 비교

	신고대량매매	시간외대량매매
1. 대상증권	전 상장종목	좌동 (거래없는 종목 제외)
2. 호가시간	단일가매매 개시전	시간외호가접수시간
3. 매매시간	단일가매매 직후 (시가 또는 종가)	시간외매매시간 (7:30 - 8:30, 15:10 - 16:00)
4. 거래요건	1만주 이상 또는 2억원 이상	좌동
5. 주문유형	매도·매수 쌍방주문	좌동
6. 주문가격	가격 미정	상·하한가 및 종가 ±7%이내
7. 회 원 수	매도·매수 중 어느 일방은 단일회원	좌동
8. 체결방법	시가 또는 종가로 당해호가간 체결	신청가격으로 당해호가간 체결
9. 거래공시	종목별 거래내역	좌동

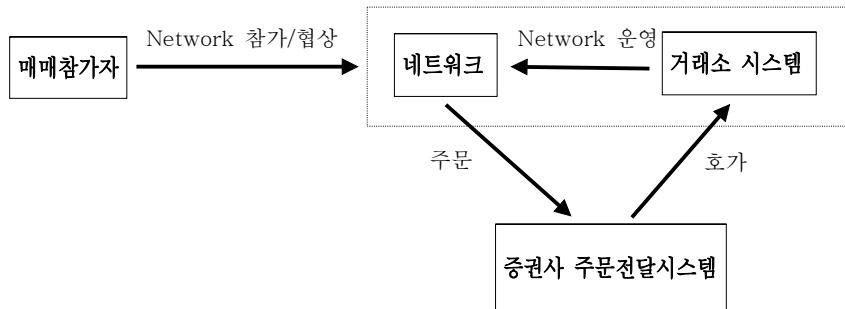
자료: 증권거래소

다. 대량매매 네트워크

거래소의 대량매매 네트워크(이하 KBLOCKS)는 대량매매시 투자자간 자유로운 매매교섭과 거래의 익명성을 보장하기 위하여 구축되었다. 현재는 시간외대량매매와 시간외바스켓매매의 경우에만 KBLOCKS를 통한 거래가 가능하다. KBLOCKS의 운영형태는 <그림 III-1>에서 보는 바와 같이 매매참가자가 거래소가 보급한 브라우저를 이용하여 접속하고 네트워크 상에서 합의된 주문은 증권사를 통해 거래소로 전송된다. KBLOCKS의 기본기능은 호가게시, 협상, 주문전달 등이다. 가능한 호가 유형은 자전거래(동일회원사)호가, 상대지정호가 및 공개호가이며, 호가 시에는 유형구분, 공개여부, 종목, 가격, 수량 등의 기본사항을 입력한다. 호가효력은 거래소시스템에 도착시점, 주문효력은 협상완료 후 증권회사 시스템에 전달되는 시점이다. KBLOCKS의 참가자는 거래소회원을 원칙

으로 하되, 증권업 감독규정에 따라 금융감독원장이 정한 적격기관투자자의 경우는 기준에 따라 협상과정에 직접 참여가 허용된다.

<그림 III-1> 대량매매 네트워크의 기본구조



2. 거래소 대량매매 현황

가. 대량매매의 비중 및 분포

2003년 1월 2일부터 2003년 6월 30일까지의 기간 중 KOSPI200지수 구성종목을 중심으로 거래소의 대량매매 현황을 살펴보았다. KOSPI200 지수 구성종목은 2002년 말 현재의 구성종목을 사용하였다.¹⁶⁾ <표 III-2>에 의하면 분석대상 기간 중 거래량이 1만주 이상이거나 거래금액이 2억원 이상인 거래로 정의되는 대량매매의 건수는 522,614건이고 거래량과 거래금액은 각각 146.5억주, 26.3조원인 것으로 나타났다.

16) 분석의 편의상 구성종목 변경에 따라 분석대상 종목을 변경하지 않았다.

<표 III-2> 데이터 개요

분 석 기 간	2003년 1월 2일 ~ 6월 30일
분 석 종 목	KOSPI200 지수 구성종목 (2002년말 현재)
대량매매 건수	522,614건
대량매매 거래량	146.5억주
대량매매 거래금액	26.3조원

<표 III-3>에 의하면 대량매매가 전체거래에서 차지하는 비중은 거래량(43.14%)을 기준으로는 상당한 비중을 차지했으나, 거래건수(1.35%)와 거래금액(13.90%)을 기준으로는 높지 않은 것으로 나타났다. 거래건수 및 거래금액 기준으로 대량매매가 전체거래에서 차지하는 비중이 높지 않은 것은 우리나라 거래소시장에서 대량매매가 활발히 이루어지고 있지 않음을 시사한다. 거래소시장에서 대량매매가 활발하게 이루어지지 않는 이유로는 우선 전체 매매거래에서 개인투자자의 비중은 높은 반면 기관투자자의 비중이 낮은 점을 들 수 있다. 대량매매의 필요성이 높은 기관투자자들의 참여가 낮을수록 대량매매에 대한 수요가 줄어들기 때문이다. 그러나 다른 한편으로는 대량매매에 대한 수요가 있으나 현재의 대량매매제도 하에서는 노출되지 않고 잠재되어 있을 가능성 또한 있다. 또 <표 III-3>에서는 전체 거래시간을 개장 단일가매매, 연속매매, 폐장 단일가매매 및 시간외거래 등으로 나누고 각 기간별로 전체거래 중 대량매매가 차지하는 비중을 살펴보았다. 거래량과 거래금액을 기준으로 보았을 때 전체거래 중 대량매매가 차지하는 비중이 가장 높은 기간은 시간외거래기간(거래량: 63.25%, 거래금액: 68.88%)이었으며 그 다음으로는 개장 단일가매매기간(거래량: 61.63%, 거래금액: 25.99%)이었다.

<표 III-3> 전체거래 중 대량매매의 비중^{a)}

(단위 : %)

	거래건수	거래량	거래금액
전체 거래시간	1.35	43.14	13.90
개장 단일가매매	2.47	61.63	25.99
연속매매	1.29	41.80	11.26
폐장 단일가매매	1.79	45.91	25.11
시간외거래	1.93	63.25	68.88

a) 거래량이 1만주 이상이거나 거래금액이 2억원 이상인 거래

분석대상 종목 대량매매의 장운영 구분별 분포를 나타내는 <표 III-4>에 의하면 대량매매의 대다수가 대량매매제도가 도입되지 않은 “연속매매”기간 중에 이루어지고 있음을 알 수 있다. “연속매매”기간 중에 이루어진 대량매매는 건수 기준으로 전체 대량매매의 87.83%, 거래량 기준으로는 86.92%, 거래금액 기준으로는 70.45%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 반면 신고대량매매(거래건수: 0.16%, 거래량: 0.65%, 거래금액: 6.12%)와 시간외거래(거래건수: 1.72%, 거래량: 2.14%, 거래금액: 7.90%)로 이루어지는 대량매매의 비중이 미미한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 현행의 대량매매제도가 잠재되어 있는 대량매매의 수요를 이끌어내기에 일부 부족한 측면이 있음을 시사한다. 신고대량매매의 경우에는 주문시점에는 알지 못하는 시가 또는 종가 등으로 거래가 이루어지므로 가격의 불확실성이 커서 대량매매를 원하는 거래자들이 연속매매기간을 선호할 수 있다. 시간외대량매매제도도 거래시간이 짧은 기간으로 정해져 있고 교섭에 의해 결정할 수 있는 가격 폭이 제한되어 있어 잠재되어 있는 대량매매의 수요를 이끌어내기에 부족할 수도 있다. 아울러 신고 및 시간외대량매매에는 자신의 신분 노출로 인해 발생하는 주문노출과 가격차별의 문제가 존재하기 때문에 상대적으로 익명성이 더 보장되는 연속매매기간을 선호할 가능성이 있다.

<표 III-4> 대량매매의 장운영 구분별 분포

(단위 : %)

장운영 구분	거래건수	거래량	거래금액
개장 단일가매매	5.28	5.93	4.81
연속매매	87.83	86.92	70.45
폐장 단일가매매	5.03	4.36	10.72
신고대량매매 ^{a)}	0.16	0.65	6.12
시간외거래 ^{b)}	1.72	2.14	7.90

- a) 시가/종가 결정 후 거래되는 신고대량매매와 시간외 신고대량매매 포함
- b) 시간외 종가매매와 시간외 자기주식매매 포함

<표 III-5>에서는 분석대상 종목을 거래가 활발한 정도를 나타내는 일평균 거래량에 따라 5개 분위로 나누고, 각 분위별로 전체거래 중 대량매매가 차지하는 비중을 살펴보았다. 분석대상 기간 중 일평균 거래량이 가장 많은 40개 종목을 5분위(최상)로 하고, 일평균 거래량이 가장 적은 40개 종목을 1분위(최하)로 정의하였다. 거래건수 및 거래량 기준으로 전체거래에서 대량매매가 차지하는 비중은 5분위(거래건수: 1.27%, 거래량: 42.26%)에서는 높게 나타났으나, 다른 분위들에서는 매우 낮게 나타났다. 거래금액 기준으로 대량매매가 전체거래에서 차지하는 비중은 5분위(7.12%)가 가장 높았고 4분위(6.23%)가 그 뒤를 이었다.¹⁷⁾ 거래가 활발한 종목으로 구성된 4~5분위에서 전체거래 중 대량매매의 비중이 높음은 거래가 활발한 종목의 경우 대량매매 역시 활발히 이루어지고 있음을 시사한다. 반면 거래가 활발하지 못한 1~2분위의 경우 대량매매

17) 전체 대량매매에서 4분위와 5분의 대량매매가 차지하는 비중 역시 매우 높게 나타났다. 전체 대량매매에서 4분위 및 5분위의 대량매매가 차지하는 비중은 거래건수 기준으로는 99.37%, 거래량 기준으로는 99.57%, 거래금액기준으로는 96.00%인 것으로 나타났다.

가 활발하게 이루어지지 않는 가운데 대량매매에 대한 수요가 잠재해 있을 개연성도 있다.

<표 III-5> 거래활발도별 전체거래 중 대량매매의 비중

(단위 : %)

거래활발도 ^{a)}	거래건수	거래량	거래금액
최 상	1.27	42.26	7.12
4분위	0.07	0.68	6.23 ^{b)}
3분위	0.01	0.14	0.35
2분위	0.00	0.04	0.15
최 하	0.00	0.01	0.05

- a) 분석대상 기간 중 일평균 거래량이 가장 높은 40개 종목을 5분위로 일평균 거래량이 가장 낮은 40개 종목을 1분위로 구성
- b) 4분위가 거래금액을 기준으로 했을 때 거래건수나 거래량 기준에서보다 전체거래에서 차지하는 비중이 상대적으로 높게 나타난 이유는 5분위의 경우 거래건수 당 평균거래금액이 매우 작으므로 많은 거래건수에도 불구하고 산출된 총 거래금액에 있어서는 4분위와 많은 차이를 보이지 않기 때문임

<표 III-6>에서는 분석대상 종목을 시가총액의 크기에 따라 5개 분위로 나누고, 각 분위별로 전체거래 중 대량매매가 차지하는 비중을 살펴 보았다. 시가총액이 가장 많은 40개 종목을 5분위(최상)로 하고, 시가총액이 가장 적은 40개 종목을 1분위(최하)로 하였다. 5개 분위 중 5분위(거래건수: 0.75%, 거래량: 30.13%, 거래금액: 9.89%)가 전체거래 중 대량매매의 비중이 가장 높았으며, 4분위(거래건수: 0.31%, 거래량: 6.64%, 거래금액: 3.20%)가 그 뒤를 이었다.¹⁸⁾

18) 전체 대량매매에서 4분위와 5분의 대량매매가 차지하는 비중 역시 매우 높게 나타났다. 전체 대량매매에서 4분위 및 5분위의 대량매매가 차지하는 비중은 거래건수 기준으로는 78.77%, 거래량 기준으로는 85.25%, 거래

<표 III-6> 시가총액별 전체거래 중 대량매매의 비중

(단위 : %)

시가총액 ^{a)}	거래건수	거래량	거래금액
최 상	0.75	30.13	9.89
4분위	0.31	6.64	3.20
3분위	0.04	0.70	0.35
2분위	0.09	2.24	0.18
최 하	0.16	3.42	0.28

a) 2002년 말 기준으로 시가총액이 가장 많은 40개 종목을 5분위로, 시가총액이 가장 적은 40개 종목을 1분위로 구성

이상의 결과를 종합해보면 KOSPI200 구성종목의 대량매매는 거래가 활발한 종목(5분위 및 4분위)과 시가총액이 많은 종목(5분위 및 4분위)에 집중되는 것으로 나타났다. 그러나 기존의 연구결과에 의하면 거래가 활발하게 이루어지지 않고 시가총액이 적은 종목일수록 대량매매전담시장에 의존하는 경향이 있는 것으로 나타나고 있다. Smith et al.(2001)은 TSX를 대상으로 정규주식시장보다 대량매매전담시장에 더 많은 의존을 하는 종목의 특성을 분석한 결과, (i) 거래가 활발하지 않고 (ii) 시가총액이 적으며 (iii) 가격변동성이 낮은 주식들이었으므로 나타났다. 이러한 연구결과는 대량매매전담시장이 본격적으로 도입되지 않은 우리나라 주식시장의 경우 거래가 활발하게 이루어지지 않고 시가총액이 적은 종목에 대량매매에 대한 잠재수요가 잠재되어 있을 가능성을 시사한다.

<표 III-7>에서는 분석대상 종목의 대량매매를 매매규모가 1만주 미만과 5만주 이상인 경우를 제외하고 크기가 동일한 8개의 구간으로 나누고 대량매매 발생건수의 각 구간별 비중을 살펴보았다. 거래건수 기준

금액기준으로는 94.11%인 것으로 나타났다.

으로 대량매매가 가장 많이 이루어지는 구간은 1만~1만5천주(44.34%)인 것으로 나타났으며 그 다음으로는 1만5천~2만주(13.04%), 2만~2만5천주(11.70%)의 순으로 대량매매가 많이 이루어진 것으로 나타났다. 대량매매 건수의 절대다수인 69.1%가 1만주에서 2만5천주 사이에서 이루어진 것으로 나타났다. 그런데 이러한 결과는 실제로 큰 규모의 대량매매 거래가 실제로 존재하지 않아서 일수도 있지만, 거래의 성사 가능성을 높이거나 거래비용을 줄이기 위해 큰 규모의 대량매매 거래가 몇 개의 거래로 분할되었을 가능성 또한 있으므로 큰 규모의 거래가 존재하지 않는다고 단정할 수는 없을 것 같다.

<표 III-7> 대량매매의 매매규모별 분포

(건수, %)

매매규모	거래건수	비중(%)
1만주 미만	23,738	4.54
1만~1.5만주	231,751	44.34
1.5만~2만주	68,138	13.04
2만~2.5만주	61,154	11.70
2.5만~3만주	22,949	4.39
3만~3.5만주	25,928	4.96
3.5만~4만주	11,462	2.19
4만~4.5만주	11,883	2.27
4.5만~5만주	6,947	1.33
5만주 이상	58,674	11.23

나. 평균 거래량 및 거래금액

<표 Ⅲ-8>에 의하면 분석대상 종목에 대한 대량매매의 평균 거래량 및 거래금액은 각각 2만8천주, 5천39만원인 것으로 나타났다. 대량매매의 평균 거래량 및 거래금액을 매매유형별로 살펴보면 시간외거래의 평균 거래량(42.21천주)과 평균 거래금액(368.88백만원)이 가장 많은 것으로 나타났다. 그러나 대량매매가 가장 많이 발생하는 연속매매(거래량 27.55천주, 거래금액 40.98백만원)의 경우는 평균 거래량 및 평균 거래금액이 여타 매매유형에 비해 적은 것으로 나타났다. 이는 대량매매의 가격효과가 발생하는 연속매매의 경우에는 시장충격효과를 줄이기 위해 거래하려고 하는 물량을 몇 건의 거래로 나누어서 체결하려는 유인이 존재하기 때문인 것으로 해석된다.

<표 Ⅲ-8> 대량매매의 매매유형별 평균 거래량 및 거래금액

(천주, 백만원)

	평균 거래량		평균 거래금액	
전체 거래시간	28.03	(72.23) ^{a)}	50.39	(1,066.36)
개장 단일가매매	33.86	(72.97)	49.54	(268.28)
연속매매	27.55	(68.79)	40.98	(127.48)
폐장 단일가매매	25.87	(48.87)	110.36	(333.42)
시간외거래	42.21	(190.95)	368.88	(7,934.44)

a) () 안은 표준편차

<표 Ⅲ-9>에서는 대량매매의 평균 거래량 및 거래금액을 거래활발도와 시가총액 분위별로 살펴보았다. 평균 거래량은 거래가 가장 활발한

종목으로 구성된 5분위가 가장 많은 것으로 나타났으며, 그 외에 4분위를 제외한 나머지 분위들은 비슷한 규모의 평균 거래량을 가졌다. 그러나 평균 거래금액은 거래가 활발한 종목일수록 적고, 거래가 활발하지 못한 종목일수록 큰 것으로 나타났다. 한편 대량매매의 평균 거래량 및 거래금액을 시가총액 분위별로 살펴보면 시가총액이 많은 종목일수록 대량매매의 평균 거래량과 평균 거래금액이 증가하는 패턴이 나타났다. 이상의 결과를 종합해보면 거래가 활발하고 시가총액이 많은 종목이 대량매매의 평균 거래량과 평균 거래금액이 많다고 할 수 있다.

**<표 III-9> 대량매매의 거래활발도 및 시가총액 분위별
평균 거래량 및 거래금액^{a)}**

(천주, 백만원)

	거래활발도		시가총액	
	평균 거래량	평균 거래금액	평균 거래량	평균 거래금액
최 상	29.26 (71.45) ^{b)}	27.49 (247.34)	35.20 (92.55)	64.45 (1,419.21)
4분위	8.09 (81.75)	410.41 (4379.73)	18.65 (29.14)	50.03 (167.72)
3분위	19.43 (77.84)	278.43 (1777.31)	16.38 (49.51)	46.03 (185.68)
2분위	20.16 (60.63)	452.52 (1235.06)	22.66 (25.12)	10.37 (26.83)
최 하	19.65 (56.09)	425.72 (390.26)	18.47 (16.18)	8.54 (13.73)

a) 거래활발도 5분위는 거래가 가장 활발한 40개 종목으로 구성된 분위이고, 시가총액 5분위는 시가총액이 가장 많은 40개 종목으로 구성된 시가총액이 가장 많은 분위임

b) () 안은 표준편차

IV. 거래소 대량매매의 가격효과 분석

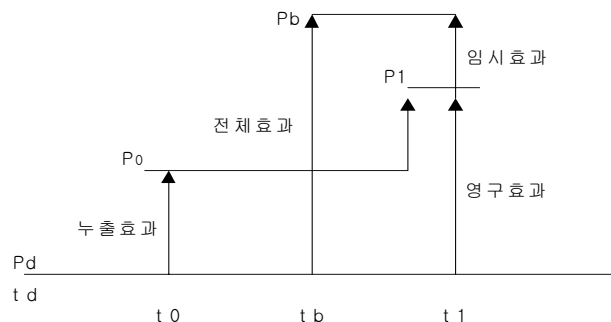
1. 대량매매 가격효과의 개념
2. 대량매매 가격효과의 분석결과

IV. 거래소 대량매매의 가격효과 분석

1. 대량매매 가격효과의 개념

주식시장 참가자들이 대량매매에 많은 관심을 갖는 이유는 대량매매가 주문흐름(order flow)을 일으켜 주가에 적지 않은 영향을 미치기 때문이다. 대량매매는 현재 존재하는 양보다 더 많은 유동성의 공급을 요구하므로 대량매매에는 가격변동이 뒤따른다. 대량매매로 인한 가격변동의 일부는 BI가 BLS에게 주는 보상으로 간주된다. 한편 대량매매는 매매체결을 전후로 하여 정규주식시장에서 주문 불균형(order imbalance)을 야기하고 상당한 가격효과(price effect)를 만들어 낸다. 대량매매로 인한 가격효과로는 <그림 IV-1>에서 볼 수 있는 바와 같이 전체효과(total effect), 임시효과(temporary effect), 영구효과(permanent effect), 누출효과(leakage effect) 등이 있다.¹⁹⁾

<그림 IV-1> 대량매매(매수자 주도)의 가격효과



- 전체효과 $T(Q): 1n(P_b) - 1n(P_d)$ · 임시효과 $\tau(Q): 1n(P_b) - 1n(P_1)$
- 영구효과 $P(Q): 1n(P_1) - 1n(P_d)$ · 누출효과 $L(Q): 1n(P_0) - 1n(P_d)$

¹⁹⁾ 대량매매의 가격효과에 대한 보다 자세한 내용은 Holthausen et al.(1987, 1990), Keim and Madhavan(1996) 등을 참조하기 바란다.

전체효과는 시장에서 대량매매를 흡수하기 위해 필요한 전체적인 가격변동을 나타내며 매매가격(P_b)과 이전가격(P_d)의 차이로 측정된다. 대량매매에 따른 일시적인 가격의 등락 정도를 나타내는 척도인 임시효과는 유동성제공자에게 돌아가는 보상으로 간주될 수 있으며, 매매가격(P_b)과 이후가격(P_1)의 차이로 측정된다. 영구효과는 대량매매에 의해 전달되는 새로운 정보로부터 발생하는 주식가치의 변화를 반영하며 이후가격(P_1)과 이전가격(P_d)의 차이로 측정된다. 임시효과는 대량매매의 유동성비용(liquidity cost)을, 영구효과는 대량매매의 정보비대칭 비용(asymmetric information cost)을 각각 나타낸다. 누출효과는 대량매매의 상대방을 찾는 과정에서 매매정보가 사전에 누출되어 발생하는 가격효과를 말한다.

대량매매의 가격효과를 측정한 주요 연구결과에 의하면 대량매매전담시장에서 대량매매의 전체효과가 정규주식시장에 비해 낮은 것으로 나타나고 있다.²⁰⁾ 즉, 대량매매전담시장의 임시효과는 정규주식시장에 비해 다소 높지만, 영구효과는 정규주식시장에 비해 월등히 낮아 전체효과는 정규주식시장에 비해 낮은 것으로 나타난다. Seppi(1990)는 대량매매전담시장에서 임시효과가 높게 나타나는 이유로 거래상대방의 유인을 위해 유동성제공자에 대해 많은 보상이 이루어짐을 들었다. 또 그는 대량매매전담시장에서 영구효과가 상대적으로 낮은 이유로 정보거래자(informed trader)가 아닌 비정보거래자(uninformed trader)들이 주로 이 시장을 이용함에 따라 거래가 전달하는 정보의 양이 적기 때문이라고 지적하였다.

²⁰⁾ Bessembinder and Venkataraman(2002), Booth et al.(2002), Smith et al.(2001) 등은 주문주도형 정규주식시장과 대량매매전담시장이 동시에 존재하는 시장인 Euronext-Paris, Helsinki Stock Exchange, Toronto Stock Exchange를 각각 대상으로 양 시장의 대량매매의 가격효과를 비교하였다.

2. 대량매매 가격효과의 분석결과

대량매매의 가격효과를 평가하기 위해 대다수의 대량매매가 이루어지는 연속매매기간 중에 대량매매의 가격효과를 계산하고 이를 비대량매매의 가격효과와 비교하였다. 가격효과를 측정하기 위해서 Holthausen et al.(1987, 1990), Keim and Madhavan(1996) 등의 가격효과 분석에 사용되었던 임시효과, 영구효과 및 전체효과의 전통적인 지표를 활용하였다. P_t 를 t 시점 거래의 로그가격으로 P_{t_j} 와 P_{t+s} 는 t 시점 거래의 j 번째 이전 거래의 로그가격과 t 시점 거래의 s 번째 이후 거래의 로그가격으로 각각 정의할 때 P_{t_j} 는 t 시점의 거래 이전의 균형가격으로, P_{t+s} 는 t 시점의 거래 이후의 균형가격으로 가정한다.²¹⁾ t 시점의 거래로 인한 임시효과는 t 시점의 가격과 t 시점 이후의 균형가격의 차이인 $P_t - P_{t+s}$ 로, t 시점의 거래로 인한 영구효과는 t 시점 이전과 이후의 균형가격의 차이인 $P_{t+s} - P_{t_j}$ 로 측정한다. 그리고 t 시점의 거래로 인한 전체효과는 임시효과와 영구효과의 합인 $P_t - P_{t_j}$ 로 측정된다. 한편, j 의 선택은 거래에 대한 정보의 누출 가능성, s 의 선택은 거래에 대한 시장의 반응 지연 가능성에 의존한다. 여기서는 j 를 10으로 s 를 3으로 선정하여 분석하였다.²²⁾

동 분석법에 의하면 거래가 매수자에 의해 주도되었는지 혹은 매도자에 의해 주도되었는지에 따라 매수자 주도거래(buyer-initiated trade)와 매도자 주도거래(seller-initiated trade)로 분류한 후 가격효과를 측정한다.²³⁾ <그림 IV-2>는 매수자(매도자) 주도거래의 영구효과와 임시효과

21) 가격효과에 관한 실증연구에서는 가격효과 측정 시 거래가 활발하지 못한 종목이면 j 분 이전 거래와 s 분 이후 거래가 사용되지만 거래가 활발한 종목이면 j 번째 이전 거래와 s 번째 이후 거래가 사용되고 있다.

22) j 와 s 를 다른 수치를 사용하여 가격효과를 분석해보았으나 그 결과 가격효과의 크기가 j 와 s 의 선택에 민감하지 않는 것으로 나타났다.

23) 매수자(매도자) 주도거래는 매수자(매도자)의 주문이 매도자(매수자)의 주문보다 늦게 시장에 도착하여 매수자(매도자)가 주도적으로 성사시킨 거래를

<표 IV-1>는 앞에 기술한 방식으로 산정된 분석대상 종목 비대량매매와 대량매매의 평균적인 임시효과, 영구효과 및 전체효과를 나타내고 있다. 대량매매의 임시효과는 비대량매매의 임시효과에 비해 통계적으로 유의하게 큰 것으로 나타났다. 매수자 주도거래의 경우 비대량매매의 평균 임시효과는 4bp인 반면 대량매매의 평균 임시효과는 10bp였으며 그 차이가 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 매도자 주도거래의 경우에도 비대량매매의 임시효과가 4bp에 불과했으나 대량매매의 임시효과는 13bp에 달하였으며 그 차이가 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대량매매의 경우 비대량매매에 비해 상대적으로 유동성제공자인 거래상대방에 대한 보상이 큰 것을 의미한다. 그리고 대량매매의 영구효과 역시 비대량매매의 영구효과에 비해 통계적으로 유의하게 큰 것으로 나타났다. 매수자 주도거래의 경우 비대량매매와 대량매매의 영구효과가 각각 8bp와 9bp였으며 그 차이가 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 매도자 주도거래의 경우에도 비대량매매와 대량매매의 영구효과가 각각 7bp와 8bp였고 그 차이가 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대량매매의 정보비대칭 비용이 비대량매매의 정보비대칭 비용에 비해 상대적으로 큼을 의미한다.

<표 IV-1>의 매수자 주도거래의 평균 전체효과 추정결과에 의하면 매수자가 비대량매매를 주도함으로써 감수해야하는 가격상승이 12bp, 대량매매를 주도함으로써 감수해야하는 가격상승이 19bp인 것으로 나타났다. 매도자 주도거래의 전체효과 추정결과에 의하면 매도자가 비대량매매와 대량매매를 주도함으로써 감수해야하는 가격하락이 각각 11bp, 21bp인 것으로 나타났다. 한편 매수자 주도거래와 매도자 주도거래 간에는 임시, 영구 및 전체효과의 크기에 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

<표 IV-1> 대량매매와 비대량매매의 가격효과

(단위: %)

거래유형 ^{a)}	매수자 주도거래			매도자 주도거래		
	임시효과	영구효과	전체효과	임시효과	영구효과	전체효과
대량매매(A)	0.10 (0.50) ^{c)}	0.09 (0.63)	0.19 (0.57)	-0.13 (0.52)	-0.08 (0.66)	-0.21 (0.58)
비대량매매(B)	0.04 (0.24)	0.08 (0.34)	0.12 (0.31)	-0.04 (0.25)	-0.07 (0.35)	-0.11 (0.30)
A-B ^{b)}	57.89*	3.53*	54.90*	-86.50*	-4.26*	-82.63*

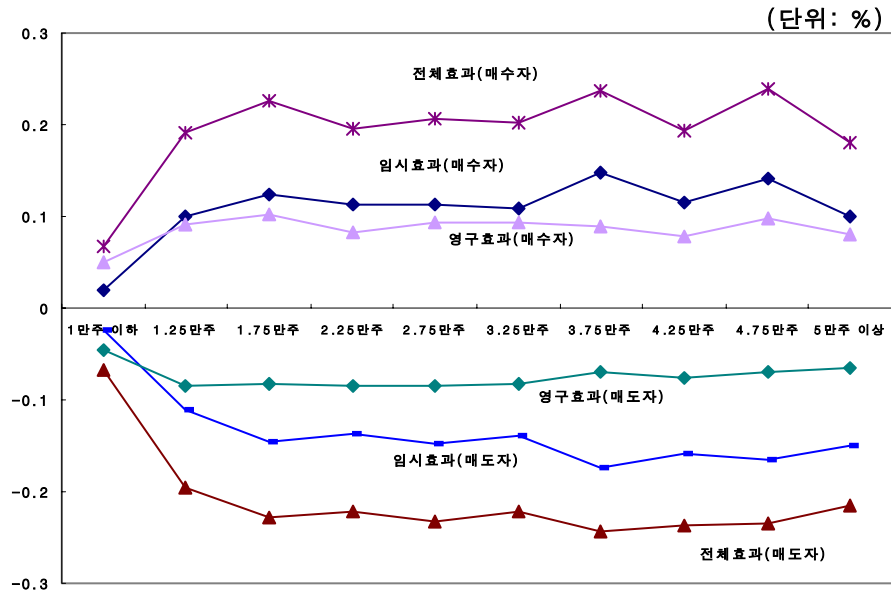
a) 매수자(매도자) 주도거래는 매수자(매도자)의 주문이 매도자(매수자)의 주문보다 늦게 시장에 도착하여 거래를 성사시킨 주문을 말함

b) 평균의 차이에 대한 Z-통계량을 나타내고 *는 평균의 차이가 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적임을 나타냄

c) ()내의 수치는 표준편차를 나타냄

<그림 IV-3>는 매수자 주도거래와 매도자 주도거래에 대한 매매규모별 가격효과를 나타내고 있다. 매수자 주도거래의 임시효과는 1만~1.5만주 구간에서 급격히 상승한 뒤 3.5만~4만주 구간에서 15bp로 절정을 이루고 이후 완만한 하락세를 보였다. 반면 영구효과는 매매규모에 관계없이 5bp내외의 일정한 값을 갖는 것으로 나타났다. 매도자 주도거래의 임시효과는 매수자 주도거래의 임시효과에 비해 다소 크기는 하지만 매매규모에 따라 역 U자형의 비선형 모양을 갖는 패턴은 매수자 주도거래와 동일한 것으로 나타났다. 영구효과 역시 매수자 주도거래에서처럼 매매규모에 관계없이 일정한 값을 갖는 것으로 나타났다. 이처럼 임시효과는 매매규모에 의존하지만 영구효과는 매매규모에 의존하지 않는 현상은 Keim and Madhavan(1996)을 비롯한 기존의 연구에서도 나타났던 현상이다.

<그림 IV-3> 대량매매의 매매규모별 가격효과



<표 IV-2> 대량매매의 매매규모별 가격효과

(단위: %)

매매규모	매수자 주도거래			매도자 주도거래		
	임시효과	영구효과	전체효과	임시효과	영구효과	전체효과
1만주 미만	0.02 (0.10) ^{a)}	0.05 (0.23)	0.07 (0.22)	-0.02 (0.13)	-0.04 (0.29)	-0.07 (0.27)
1만~1.5만주	0.10 (0.49)	0.09 (0.61)	0.19 (0.55)	-0.11 (0.49)	-0.09 (0.62)	-0.20 (0.54)
1.5만~2만주	0.12 (0.54)	0.10 (0.66)	0.23 (0.60)	-0.15 (0.55)	-0.08 (0.68)	-0.23 (0.60)
2만~2.5만주	0.11 (0.53)	0.08 (0.65)	0.20 (0.58)	-0.14 (0.56)	-0.08 (0.69)	-0.22 (0.61)
2.5만~3만주	0.11 (0.54)	0.09 (0.66)	0.21 (0.61)	-0.15 (0.56)	-0.09 (0.70)	-0.23 (0.63)
3만~3.5만주	0.11 (0.52)	0.09 (0.65)	0.20 (0.60)	-0.14 (0.57)	-0.08 (0.71)	-0.22 (0.63)
3.5만~4만주	0.15 (0.59)	0.09 (0.70)	0.24 (0.68)	-0.17 (0.61)	-0.07 (0.76)	-0.24 (0.67)
4만~4.5만주	0.12 (0.53)	0.08 (0.67)	0.19 (0.60)	-0.16 (0.60)	-0.08 (0.74)	-0.24 (0.66)
4.5만~5만주	0.14 (0.59)	0.10 (0.71)	0.24 (0.67)	-0.16 (0.61)	-0.07 (0.77)	-0.23 (0.66)
5만주 이상	0.10 (0.51)	0.08 (0.67)	0.18 (0.61)	-0.15 (0.58)	-0.06 (0.74)	-0.21 (0.65)

a) () 안은 표준편차

분석대상인 200개의 종목을 시가총액의 크기 또는 거래활발도에 따라 5분위로 나누고 각각 40개 종목으로 구성된 각 분위별로 대량매매와 비대량매매의 가격효과를 살펴보았다. 대량매매의 가격효과를 거래활발

도별 또는 시가총액 분위별로 나누어 분석하는 이유는 대량매매의 가격 효과가 해당종목이 갖는 특성별로 달리 나타날 수 있기 때문이다.

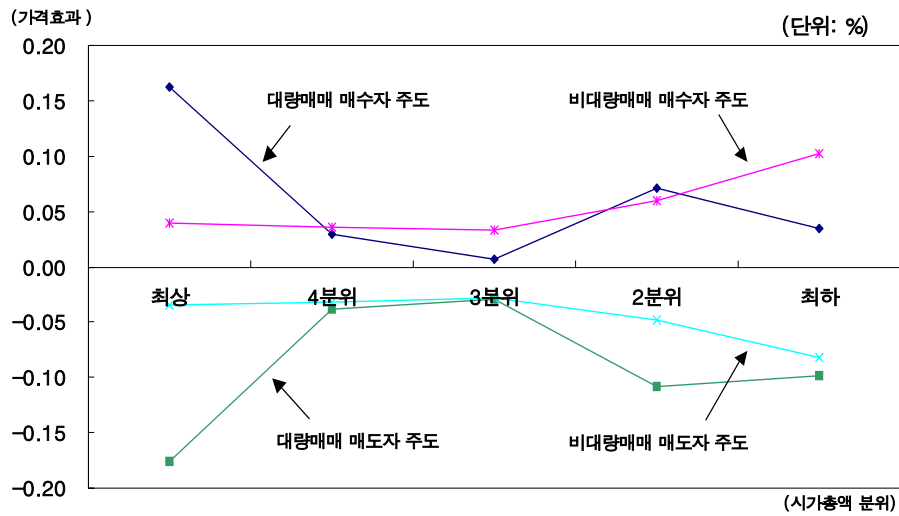
<그림 IV-4>와 <그림 IV-5>는 각각 대량매매와 비대량매매의 임시효과와 영구효과를 시가총액 분위별로 나타내고 있다. <그림 IV-4>와 <그림 IV-5>에 의하면 매수자 주도 대량매매의 임시효과 및 영구효과의 패턴이 매도자 주도 대량매매의 임시효과 및 영구효과의 패턴과 상당히 유사함을 알 수 있다. 매수자 및 매도자 주도거래 모두 시가총액이 가장 많은 5분위의 임시효과가 가장 크게 나타나고, 시가총액이 적은 분위로 갈수록 임시효과가 줄어드는 모습을 보였다. 반면 비대량매매의 경우 시가총액이 가장 많은 5분위의 임시효과가 가장 적게 나타나고, 시가총액이 적은 분위로 갈수록 임시효과가 증가하였다.

<표 IV-3>에 의하면 거의 모든 분위에 대해 대량매매의 임시효과가 비대량매매의 임시효과보다 유의적으로 큰 것으로 나타났다. 예를 들면 매수자 주도거래의 경우 5분위 대량매매의 임시효과가 16bp로 비대량매매의 임시효과인 4bp를 능가했으며 그 차이가 5% 유의수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 매도자 주도거래의 경우에도 5분위 대량매매의 임시효과가 -18bp로 비대량매매의 임시효과인 -3bp보다 컸으며 그 차이가 5% 유의수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 모든 분위들에 대해 대량매매의 체결을 위해 필요한 가격변동이 비대량매매의 체결을 위해 필요한 가격변동을 훨씬 능가함을 시사한다.

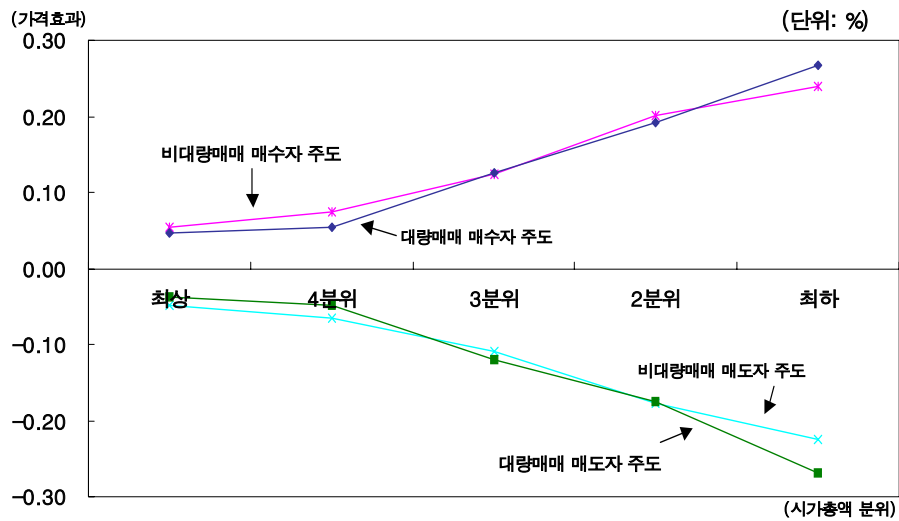
<그림 IV-5>에 의하면 정보비대칭 비용을 나타내는 영구효과는 매수자 주도거래와 매도자 주도거래 모두 시가총액이 적은 종목일수록 증가하는 것으로 나타났다. 1분위의 영구효과는 매수자 주도 대량매매의 경우는 20bp, 매도자 주도 대량매매의 경우는 -27bp로 가장 큰 값을 기록했다. 이러한 결과는 정보중심의 미시구조이론(information-based microstructure theory)에서 제시하는 바와 같이 시가총액이 적은 종목일

수록 대량매매에 소요되는 정보비대칭 비용이 큼을 시사한다.

<그림 IV-4> 시가총액 별 임시효과



<그림 IV-5> 시가총액 별 영구효과



<표 IV-3> 시가총액에 따른 대량매매의 가격효과

(단위: %)

거래유형		매수자 주도거래			매도자 주도거래		
(시가총액)		임시효과	영구효과	전체효과	임시효과	영구효과	전체효과
최상	대량(A)	0.16 (0.60) ^{b)}	0.05 (0.69)	0.21 (0.64)	-0.18 (0.62)	-0.04 (0.73)	-0.21 (0.65)
	비대량(B)	0.04 (0.20)	0.05 (0.25)	0.09 (0.23)	-0.03 (0.19)	-0.05 (0.25)	-0.08 (0.22)
	A-B ^{a)}	69.74 [*]	-3.55 [*]	60.86 [*]	-85.76 [*]	5.50 [*]	-74.93 [*]
4분위	대량(A)	0.03 (0.14)	0.05 (0.21)	0.08 (0.18)	-0.04 (0.15)	-0.05 (0.23)	-0.09 (0.20)
	비대량(B)	0.04 (0.17)	0.07 (0.26)	0.11 (0.22)	-0.03 (0.17)	-0.07 (0.25)	-0.10 (0.22)
	A-B ^{a)}	-9.11 [*]	-22.0 [*]	-33.38 [*]	-11.28 [*]	17.88 [*]	11.83 [*]
3분위	대량(A)	0.01 (0.22)	0.13 (0.42)	0.13 (0.38)	-0.03 (0.21)	-0.12 (0.33)	-0.15 (0.29)
	비대량(B)	0.03 (0.24)	0.12 (0.38)	0.16 (0.33)	-0.03 (0.24)	-0.11 (0.37)	-0.1 (0.32)
	A-B ^{a)}	-9.16 [*]	0.37	-4.90 [*]	-0.42	-3.06 [*]	-3.85 [*]
2분위	대량(A)	0.07 (0.51)	0.19 (0.77)	0.26 (0.67)	-0.11 (0.54)	-0.18 (0.78)	-0.28 (0.68)
	비대량(B)	0.06 (0.42)	0.20 (0.64)	0.26 (0.56)	-0.05 (0.40)	-0.18 (0.62)	-0.23 (0.55)
	A-B ^{a)}	2.97 [*]	-1.38	0.69	-13.77 [*]	0.25	-10.64 [*]
최하	대량(A)	0.03 (0.49)	0.20 (0.76)	0.30 (0.65)	-0.10 (0.53)	-0.27 (0.79)	-0.37 (0.67)
	비대량(B)	0.10 (0.54)	0.24 (0.80)	0.34 (0.70)	-0.08 (0.78)	-0.23 (0.98)	-0.31 (0.69)
	A-B ^{a)}	-21.65 [*]	5.56 [*]	-9.91 [*]	-5.23 [*]	-9.40 [*]	-15.47 [*]

a) 평균의 차이에 대한 Z-통계량을 나타내고 *는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적임을 나타냄
 b) ()내는 표준편차

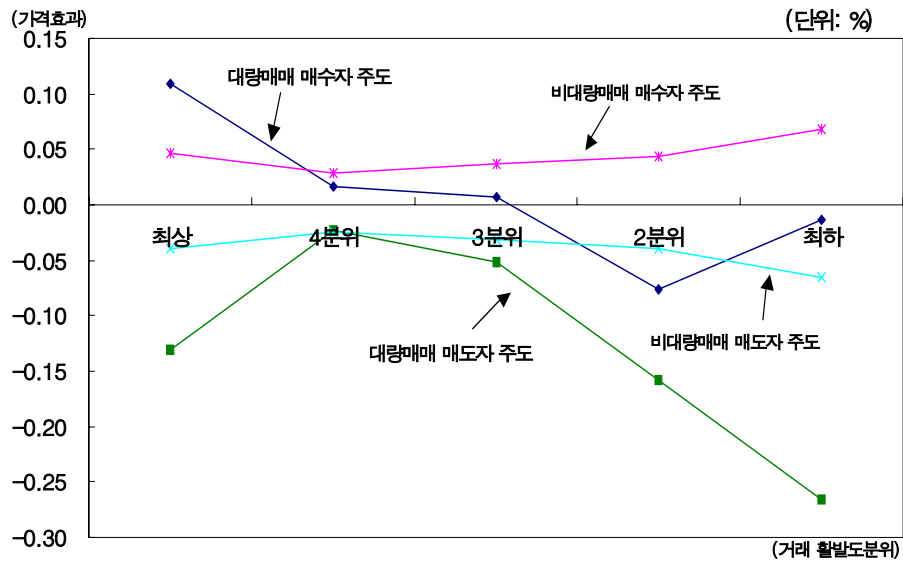
<그림 IV-6>과 <그림 IV-7>은 각각 대량매매의 임시효과와 영구효과를 일평균 거래량을 기준으로 한 거래활발도 분위별로 나타내고 있다. 매수자 및 매도자 주도 대량매매의 임시효과를 나타내고 있는 <그림 IV-6>에 의하면 매도자 주도 대량매매와 매수자 주도 대량매매의 임시효과와의 패턴이 상이함을 알 수 있다. 매수자 주도거래의 경우는 거래가 가장 활발한 5분위의 임시효과가 가장 크게 나타나고 거래가 덜 활발한 종목일수록 임시효과가 감소하다가 2분위와 1분위에 이르러서는 임시효과가 (-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 통상적으로 매수자 주도거래의 임시효과는 (+)의 값을 취해야 하나, 유동성을 소비하는 매수자가 유동성제공자에게 (-)의 보상을 지급하면 임시효과가 (-)의 값을 가질 수 있다. 거래가 활발하지 못한 2분위와 1분위의 경우 유동성소비자인 매수자가 유동성제공자인 매도자에게 (-)의 비용을 지불하면서 거래하는 현상은 매수자 주도거래와 매도자 주도거래의 수급 불균형에 기인하는 것으로 보인다. 특히 2분위 구성종목 대량매매의 경우 매수자 주도거래와 매도자 주도거래의 수급 불균형이 두드러졌다. 2분위 전체거래 중 매수자 주도거래/매도자 주도거래의 비율은 약 0.93배인 반면 2분위 대량매매 중 매수자 주도거래/매도자 주도거래의 비율은 약 0.6배인 것으로 나타나 매수자 주도거래의 발생빈도가 매도자 주도거래에 비해 현저히 낮았다. 반면 매도자 주도거래는 거래가 활발하지 못한 2분위와 1분위에서 임시효과의 절대값이 다른 분위에 비해 크게 나타나 거래가 활발하지 못한 종목일수록 대량매매의 유동성 비용이 증가한 것으로 나타났다.

한편 <표 IV-4>에 의하면 거래가 활발한 4~5분위의 경우 임시효과에 있어 대량매매와 비대량매매 간 유의적인 차이를 보였으나, 그 이외의 분위에서는 몇 가지 경우를 제외하고 뚜렷한 차이를 보이지 않았다. 매수자 주도거래의 경우 5분위 대량매매의 임시효과가 11bp로 비대량매매의 임시효과인 5bp를 능가했으며 그 차이가 5% 유의수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 매도자 주도거래의 경우에도 5분위 대량매매의 임시효

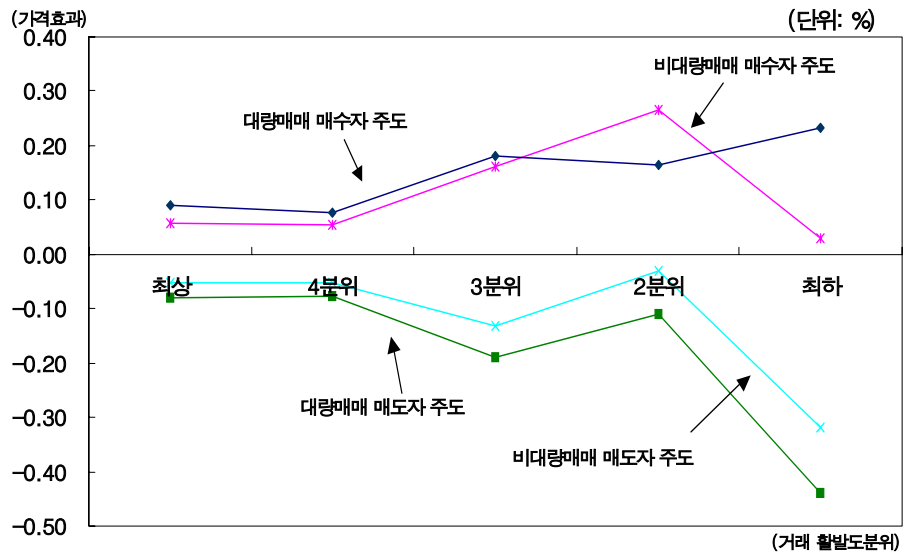
과가 -13bp로 비대량매매의 임시효과인 -4bp보다 컸으며 그 차이가 5% 유의수준에서 유의적인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대량매매의 대다수를 차지하는 4분위와 5분위 구성종목들의 경우에는 대량매매의 체결을 위해 필요한 가격변동이 비대량매매의 체결을 위해 필요한 가격변동을 훨씬 능가하지만, 그 이외의 분위에서는 대량매매와 비대량매매의 유동성 비용 차이가 통계적으로 유의하지 않음을 시사하였다.

<그림 IV-7>에 의하면 정보비대칭 비용을 나타내는 영구효과는 매수자 주도거래와 매도자 주도거래 모두 거래가 활발하지 못한 종목일수록 증가하는 것으로 나타났다. 매수자 주도 대량매매의 경우는 1분위의 영구효과가 23bp, 매도자 주도 대량매매의 경우는 1분위의 영구효과가 -44bp로 가장 큰 값을 기록했다. 이러한 결과는 정보중심의 미시구조이론에서 제시하는 바와 같이 거래가 활발하지 못한 종목일수록 대량매매에 소요되는 정보비대칭 비용이 큼을 시사하였다.

<그림 IV-6> 거래 활발도별 임시효과



<그림 IV-7> 거래 활발도별 영구효과



<표 IV-4> 거래활발도에 따른 대량매매의 가격효과

(단위: %)

거래유형	매수자 주도거래			매도자 주도거래			
	거래활발도	임시효과	영구효과	전체효과	임시효과	영구효과	전체효과
최상	대량(A)	0.11 (0.51) ^{b)}	0.09 (0.64)	0.20 (0.58)	-0.13 (0.53)	-0.08 (0.67)	-0.21 (0.59)
	비대량(B)	0.05 (0.23)	0.06 (0.29)	0.11 (0.26)	-0.04 (0.26)	-0.06 (0.32)	-0.10 (0.25)
	A-B ^{a)}	54.54*	19.38*	69.57*	-83.11*	-18.12*	-95.54*
4분위	대량(A)	0.02 (0.14)	0.08 (0.22)	0.09 (0.19)	-0.02 (0.16)	-0.08 (0.24)	-0.10 (0.20)
	비대량(B)	0.03 (0.16)	0.08 (0.25)	0.10 (0.22)	-0.02 (0.16)	-0.07 (0.25)	-0.09 (0.21)
	A-B ^{a)}	-9.39*	0.06	-7.07*	0.88	-4.74*	-5.06*
3분위	대량(A)	0.01 (0.57)	0.18 (0.69)	0.19 (0.52)	-0.05 (0.55)	-0.19 (0.65)	-0.24 (0.61)
	비대량(B)	0.04 (0.27)	0.15 (0.43)	0.18 (0.38)	-0.03 (0.27)	-0.13 (0.43)	-0.16 (0.37)
	A-B ^{a)}	-1.57	1.43	0.18	-1.09	-2.88*	-4.07**
2분위	대량(A)	-0.08 (0.56)	0.16 (1.92)	0.09 (1.81)	-0.16 (0.79)	-0.11 (1.07)	-0.27 (0.98)
	비대량(B)	0.04 (0.35)	0.18 (0.56)	0.22 (0.49)	-0.04 (0.35)	-0.16 (0.57)	-0.20 (0.50)
	A-B ^{a)}	-2.77*	-0.08	-0.95	-2.44*	0.78	-1.11
최하	대량(A)	-0.01 (0.63)	0.23 (0.73)	0.22 (0.91)	-0.27 (0.97)	-0.44 (2.55)	-0.71 (2.35)
	비대량(B)	0.07 (0.58)	0.27 (0.90)	0.34 (0.79)	-0.07 (0.55)	-0.25 (0.88)	-0.31 (0.78)
	A-B ^{a)}	-1.25	-0.50	-1.26	-1.93	-0.71	-1.57

a) 평균의 차이에 대한 Z-통계량을 나타내고 *는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의적임을 나타냄
 b) ()내는 표준편차

V. 거래소 대량매매제도의 문제점 및 개선방안

1. 문제점
2. 개선방안

V. 거래소 대량매매제도의 문제점 및 개선방안

1. 문제점

거래소시장의 경우 장외에서 자유로운 매매교섭이 가능하지만 거래는 반드시 장내에서 이루어져야 한다. 거래소에서 대량매매를 수용하기 위해 마련된 제도인 신고대량매매와 시간외대량매매의 경우 대량매매에 내재된 잠재수요의 문제, 주문노출의 문제 및 정보비대칭의 문제에 효과적으로 대처하지 못하는 측면이 있다. 신고대량매매는 호가제출 시 체결가격을 알 수 없음에 따라 쌍방의 합의된 거래내용임에도 불구하고 체결가격의 투자자간 협상이 원천적으로 불가능하고 가격 불확실성이 너무 크다는 단점이 있다. 시간외대량매매의 경우에도 교섭거래시간이 짧은 기간으로 제한되어 있어 거래가 성사되지 못할 경우 재시도가 어렵다는 문제점을 안고 있다. 이러한 문제점들로 인해 대다수의 대량매매가 연속매매기간 중에 이루어짐에 따라, 개장 및 폐장 시와 시간외거래시간에 집중적으로 대량매매 거래가 일어나게 함으로써 대량매매의 시장충격효과를 완화하려했던 본래의 취지를 살리지 못하는 결과가 초래되었다. 연속매매기간 중에 비대량매매보다 전체효과가 큰 대량매매가 집중적으로 이루어짐에 따라 일중변동성이 오히려 확대되는 측면이 있다.

원활한 대량매매의 체결을 위해 도입된 KBLOCKS도 시간외대량매매와 시간외바스켓매매로 이용이 제한되어 있는 문제점을 안고 있다. 비록 KBLOCKS 이용 시 투자자간 자유로운 매매교섭 보장을 통해 잠재수요의 문제를, 익명성 보장을 통해 주문노출의 문제를 어느 정도 해결할 수 있을 것으로 보이긴 하지만, 거래의 익명성을 보장하는 것은 대량매매가 수반하는 문제점 중 정보비대칭의 문제와 가격차별의 문제에 효과적으로 대처하지 못하게 하는 측면이 있다. 이는 익명성이 보장되는 시장에

서는 거래자들이 평판이 나빠지는 것을 우려할 필요가 없으므로 자신들의 실제 매매의도 또는 매매규모를 알리지 않을 가능성이 높기 때문이다.

2. 개선방안

가. 정규거래시간 중 KBLOCKS를 통한 대량매매의 허용

연속매매기간 중 KOSPI200 구성종목들의 대량매매를 분석한 결과, 대량매매의 전체효과는 비대량매매의 전체효과보다 더 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대량매매가 연속매매기간 중에 처리될 경우 시장충격효과 증가 등 시장불안정성을 확대시킬 가능성이 있음을 시사한다. 이에 따라 정규거래시간 중의 대량매매도 KBLOCKS를 통해서 거래가 가능하도록 하는 방안을 강구해볼 필요가 있다. 특히 기존의 대량매매제도가 수용하지 못하고 있는 연속매매기간 중의 대량매매를 KBLOCKS를 통해 정규거래시간 중에 수용함으로써 여러 가지 긍정적인 효과를 기대할 수 있다. 첫째, 거래시간 확대로 시장참여자들이 거래시간 부족으로 겪는 불편을 해소할 수 있다. 둘째, 대량매매의 원활한 처리를 위한 인프라를 구축함으로써 기관투자자의 투자여건을 개선할 수 있다. 셋째, 정규주식시장의 유동성을 크게 줄이지 않고도 대량매매에 수반되는 시장충격효과의 축소가 가능할 것으로 보인다.²⁴⁾ 대량매매제도를 통하지 않고 정규거래의 형태로 거래되어 온 대량매매의 상당부분이 KBLOCKS를 통해 거래됨에 따라 정규거래의 일증변동성 감소가 기대된다.

²⁴⁾ 대량매매를 원하는 거래자는 거래상대방을 찾아야 하는데 KBLOCKS는 거래상대방을 보다 신속하게 찾게 함으로써 탐색비용을 줄일 수 있게 한다.

나. 대량매매 가격요건의 합리적 설정

정규거래시간 중 대량매매가 KBLOCKS를 통해 거래가 되면 대두되는 문제 중의 하나는 대량매매 가격요건의 합리적인 설정 문제이다. 대량매매전담시장에서 이루어지는 거래가 정규주식시장 거래와 다른 점 중의 하나는 대량매매전담시장에서는 거래의 상당부분이 시장조성인의 역할을 하는 대량매매 딜러의 도움을 받아 체결된다는 점이다. 그 이유는 매수자(매도자)가 자신이 거래하려고 하는 정확한 수량만큼을 거래하려는 매도자(매수자)를 만나기 어려운 데 있다. 대량매매 딜러는 매수자의 매수수량과 매도자의 매도수량이 정확히 일치하지 않는 경우 시장조성인의 역할을 수행한다. 즉, 대량매매를 원하는 거래자에게 유동성을 공급한 후 향후 정규주식시장에서 반대매매를 통해 포지션을 청산한다. 이때 대량매매 딜러가 대량매매 포지션을 보유하는 동안 유동성 위험 등 재고보유에 따른 비용이 발생한다. 대량매매 포지션의 규모가 작은 경우에는 재고보유에 따른 비용이 그다지 크지 않다. 그러나 포지션의 규모가 크면 정규주식시장에서 반대매매를 통해 포지션을 청산하기가 쉽지 않으므로 대량매매 딜러의 재고비용은 무시할 수 없을 정도의 수준이 된다. 따라서 원활하게 대량매매가 이루어지도록 하기 위해서는 대량매매 딜러가 재고를 보유함에 따라 발생하는 위험을 상쇄할 수 있도록 대량매매 거래자와의 가격교섭의 폭을 확대해주어야 한다. 이 경우 가격교섭 폭의 설정은 Euronext-Paris의 경우처럼 대량매매의 규모와 거래주식의 거래활발도 등을 고려하여 설정하는 것이 합리적인 것으로 판단된다.

다. 대량매매 공표규칙의 합리적 설정

정규거래시간 중 대량매매가 KBLOCKS를 통해 거래가 되면 대두되는 또 다른 문제는 대량매매 공표규칙의 합리적인 설정 문제이다. 대량매매 딜러는 대량매매 거래내역이 즉시 시장에 공표되면 거래를 통해 취득한 포지션을 정규주식시장에서 좋은 조건에 청산할 기회를 상실하게 된다. 이 경우 대량매매 딜러는 취득한 포지션을 불리한 조건으로 처분하게 되는데, 결국 이러한 비용이 호가에 반영되어 매입자 또는 매도자로 전가됨으로써 거래비용이 상승하는 결과를 가져온다. 이에 따라 주요 거래소들은 대량매매 거래내역의 공표시기를 일정한 조건하에서 늦출 수 있는 규칙인 공표규칙(reporting rule)을 두고 있다. Euronext-Paris는 딜러 대량거래의 경우에 한하여 공표를 연기할 수 있도록 하고 있는데, 지연 가능한 기간은 거래의 규모에 따라 달리 정하고 있다.²⁵⁾ 거래소시장에서도 Euronext-Paris의 사례를 참조하여 대량매매 딜러거래의 경우에 한하여 대량매매 거래내역의 공표시기를 일정기간 늦추어줄 필요가 있는 것으로 보인다.

그동안 학계에서도 대량매매 거래내역의 공표 지연에 대해서 지속적인 연구가 이루어져왔다.²⁶⁾ 학술적인 연구의 공통적인 결론은 대량매매의 거래내역에 대한 투명성은 유동성 감소로 이어져 시장의 질적 수준을 저하시킬 우려가 있으며 일정한 범위 내에서의 불투명성은 편익과

25) 거래규모가 NBA(Normal Block Amount)의 5배가 넘지 않는 대량거래의 경우는 보고 후 60분 이내에, 5배가 넘는 대량거래의 경우는 120분 이내에 공표되어야 한다. 거래규모가 시가총액의 5% 이상인 딜러 대량거래에 대해 딜러가 포지션을 청산하지 못한 경우에는 다음 거래일의 개장 시까지 공표의 연기가 가능하다. 시간외거래는 다음 거래일 개장 전까지 공표되어야 한다.

26) 대표적인 예로 LSE를 대상으로 한 연구인 Gemmill(1996)과 NASDAQ을 대상으로 한 연구인 Porter and Weaver(1999)를 들 수 있다.

비용을 고려해볼 때 다른 거래자들에게도 해를 끼치지 않는다는 것이다.²⁷⁾

라. 대량매매 수량요건의 재검토

현재 어떤 거래가 대량매매로 간주되기 위해서는 거래량이 1만주 이상이거나 거래금액이 2억원 이상이어야 한다. 앞으로 대량매매를 정규거래시간 중에도 허용하고 가격교섭의 폭도 늘리게 되면 대량매매로 간주되어 거래될 수 있는 요건 또한 엄밀하게 정의할 필요가 있다. Euronext, LSE 등 주요 선진 거래소들은 해당주식의 유동성 혹은 주가 수준을 반영하여 주식별로 대량매매의 요건을 정의하고 있는데, 거래소 시장도 이러한 방식에 따라 대량매매의 요건을 정의하는 것을 검토할 필요가 있다.

마. 상대매매의 이점을 살릴 수 있는 제도 개선의 검토

KBLOCKS의 도입만으로는 효과적으로 대처할 수 없는 문제가 정보비대칭의 문제이다. 정보거래자를 효과적으로 스크리닝 하기 위해서는 가격 및 수량정보 이외의 정보에 대한 의사소통이 가능하여야 하지만 KBLOCKS에서는 이러한 의사소통이 보장되지 않는다.

일반적으로 대량매매전담시장에서는 정규주식시장에서 보장되는 익명성이 보장되지 않는다. 즉, 대량매매전담시장의 시장조성인인 BT는 BI의 신원을 알고 거래한다는 점이다. 대량매매전담시장에서 익명성을 보장하지 않는 이유는 Easley and O'Hara(1987) 등에서 제기한 바와 같이 대량매매에 정보비대칭의 문제가 내재되어 있기 때문이다. 시장참여자들

²⁷⁾ 이에 대한 보다 자세한 내용은 Tarola(2002)를 참조하기 바란다.

이 대규모의 거래에 대해 해당거래자들이 정보에 근거하여 거래한다고 해석한다면, 유동성 목적으로 대량매매를 하는 거래자의 입장에서는 익명성이 보장되지 않는 대량매매전담시장과 같은 체제가 더 선호될 것이다. 대량매매전담시장에서는 BT와 거래자간에 익명성이 보장되는 상황에서 할 수 없었던 부수적인 계약을 할 수 있게 된다. 만약 거래자가 계약사항을 어기면 BT는 미래에 대량매매 거래를 거절하는 등의 조치를 취할 수 있다. 이처럼 BT와 거래자간의 부수적인 계약이 존재하고 그 계약이 BT에 의해 효과적으로 강제될 수 있다면, 정보비대칭의 문제는 상당부분 해결될 수 있다.

Seppi(1990)는 부수적인 계약 중 "No bagging the street" 제한이 있는 상황을 분석하였다. "No bagging the street" 제한은 거래자가 대량매매전담시장에서 BT와 거래한 이후 일정기간 동안 정규주식시장에서 거래하지 않겠다는 계약을 말한다. 동 제한이 BT에게 필요한 이후는 BT가 대량매매를 통해 취득한 포지션을 정규주식시장에서 청산하는데 일정한 시간이 필요하기 때문이다. 만약 거래자가 동 계약을 지키지 않으면 BT로부터 미래에 거래 거부를 당할 수 있다. 따라서 동 계약은 유동성거래자에게는 비용이 발생하지 않지만 정보거래자에게는 비용이 발생한다. Seppi(1990)는 이러한 상황에서 포트폴리오 재조정을 하는 유동성거래자는 대량매매전담시장을 이용하고, 정보거래자는 정규주식시장을 이용하는 분리균형(separating equilibrium)이 존재함을 보였다. 분리균형 상태에서는 대량매매전담시장에서의 거래가 유동성거래자에 의해서만 유발되므로 대량매매전담시장에서의 영구가격효과는 발생하지 않게 된다. 결국 대량매매전담시장은 유동성거래자가 적은 비용으로 거래할 수 있도록 하여 유동성거래자를 이롭게 한다.

대부분의 거래소에서는 대량매매가 경쟁매매가 아닌 딜러 혹은 브로커를 매개로 한 상대매매로 이루어지고 있는데 그 이유는 Grossman (1992), Seppi(1990) 등의 이론적 연구에서 지적된 바와 같이 상대매매가

대량매매의 특성상 불가피하게 발생하는 잠재수요의 문제, 정보비대칭의 문제 등에 효과적으로 대처할 수 있기 때문이다. Seppi(1990) 등에 의하면 BI와 시장조성인 간의 상대매매를 통해 거래가 이루어지면 거래가 일회성 게임이 아닌 반복게임으로 이루어져 시장조성인이 정보거래자를 효과적으로 모니터링하고 향후 거래를 기피하는 등의 제재를 가할 수 있다고 보기 때문이다.

따라서 대량매매제도가 상대매매의 이점을 얻을 수 있는 방향으로 개선될 수 있는 방안에 대한 검토가 필요한 것으로 보인다. 정보비대칭이 심한 것으로 나타난 시가총액이 적고 거래가 활발하지 못한 종목의 경우에는 KBLOCKS를 통한 대량매매의 체결이 어려울 수 있다. 이처럼 KBLOCKS를 통한 대량매매 체결이 어려운 종목의 대량매매에 대해서는 BT의 역할을 하는 증권회사를 경유하는 경우에 한하여 장외에서 거래가 가능하도록 하는 방안도 장기적으로 검토해볼 필요가 있는 것으로 보인다.

참고문헌

참고 문헌

- 고광수 · 김영갑, 1998, 『뉴욕증권거래소 시스템과 거래절차』, 한국증권연구원, 단기조사자료 98-2.
- 엄경식 · 윤지아, 2001, 『시간외 주식거래: 주요국의 거래 메커니즘별 역할 및 교훈』, 한국증권연구원, 연구 01-04.
- Besseminder, H. and K. Venkataraman, 2003, "Does an Electronic Stock Exchange Need an Upstairs Market?," *Journal of Financial Economics*, Forthcoming.
- Booth, G. G., J. Lin, T. Martikainen, and Y. Tse, 2002, "Trading and Pricing in Upstairs and Downstairs Stock Markets," *Review of Financial Studies* 15, 1111-1135.
- Chen, C. C., 2003, "A Survey of the Microstructure of Block Trading in European Equity Markets," Istituto de Finanza, Università della Svizzera Italiana.
- Demarchi, M. and T. Foucault, 2000, "Equity Trading Systems in Europe: A Survey of Recent Changes," *Annales D'économie et de statistique* No. 60.
- Euronext, 2004, Euronext Rules: Book I.
- Fong, K., A. Madhavan, and P. L. Swan, 2002, "Are Upstairs Markets Pareto Improving?," Working Paper, University of New South Wales.
- Gemmill, G., 1996, "Transparency and Liquidity: A Study of Block

Trades on The London Stock Exchange under Different Publication Rules," *Journal of Finance* 51, 1765-1790.

Gottardo, P. and M. Murgia, 2003, "The Upstairs Market for Large-Block Trades: An Empirical Analysis of Price Effects for Italian Shares," Working Paper No. 36, School of Economics, Free University of Bozen-Bolzano.

Grossman, S. J., 1992, "The Informational Role of Upstairs and Downstairs Trading," *Journal of Business* 65, 509-528.

Harris, L., 2003, *Trading and Exchanges*, Oxford University Press.

Hasbrouck, J., G. Sofianos, and D. Sosebee, 1993, "New York Stock Exchange Systems and Trading Procedure," NYSE Working paper #93-01.

Keim, D. B. and A. Madhavan, 1996, "The Upstairs Market for Large-block Transaction: Analysis and Measurement of Price Effects," *Review of Financial Studies* 10, 175-203.

London Stock Exchange, 2003, "Regulatory Guide: Stock Exchange Electronic Trading Service(SETS)."

New York Stock Exchange, 2002, *Fact Book*.

Porter, D. C., and D. G. Weaver, 1998, "Post-trade Transparency on Nasdaq's National Market System," *Journal of Financial Economics* 50, 231-252.

Seppi, D. J., 1990, "Equilibrium Block Trading and Asymmetric Information," *Journal of Finance* 45, 73-94.

Smith, B. F., A. S. Turnbull, and R. W. White, 2001, "Upstairs

markets for Principal and Agency Trades: Analysis of Adverse Information and Price Effects," *Journal of Finance* 56, 1723-1746.

Tarola, G., 2002, "Transparency on Secondary Markets: A Survey of Economic Literature and Current Regulation in Italy," Working Paper No. 50, Commissione Nazionale Per Le Societa E La Borsa.

Venkataraman, K., 2001, "Automated Versus Floor Trading: An Analysis of Execution Costs on the Paris and New York Exchanges," *Journal of Finance*, Vol. LVI, No. 4, 1445-1485.

<웹사이트>

한국 증권거래소, <http://www.kse.or.kr/>

London Stock Exchange (LSE), <http://www.londonstockexchange.com/>

New York Stock Exchange (NYSE), <http://www.nyse.com/>

Australian Stock Exchange (ASX), <http://www.asx.com/>

Euronext, <http://www.euronext.com/>

Toronto Stock Exchange (TSX), <http://www.tse.com/>

<부록 1> 주요 해외거래소의 대량매매시스템

<부록 I > 주요 해외거래소의 대량매매시스템

해외거래소에서 사용하고 있는 대량매매시스템의 유형은 이들 거래소들이 채택하고 있는 고유의 매매메커니즘에 따라 다양한 형태를 가진다. 거래소의 매매방식이 주문주도형인 경우에는 크게 ① 대량매매 시 가격형성에 많은 제약이 있어서 브로커가 대량매매에서 가격협상을 주도하지 못하는 거래소와 ② 대량매매 시 가격에 대한 제약이 거의 없어서 브로커가 가격협상을 주도할 수 있는 거래소로 나누어 살펴볼 수 있다. Euronext와 Deutsche Börse 등은 대량매매 절차에 대한 상세한 규정이 마련되어 있어 전자의 경우에 해당되며, 스페셜리스트 혹은 브로커에 의해 대량매매가 주도적으로 이루어지는 New York Stock Exchange, Australian Stock Exchange, Milan Stock Exchange 등이 후자의 경우에 속한다. 후자에 속하는 거래소의 경우 대량매매가 “upstairs”라는 장외에서 브로커를 통해서 이루어지는 특징을 가진다. London Stock Exchange의 경우에는 호가주도형 매매시스템과 주문주도형 매매시스템이 공존하는 가운데, 대량매매는 주로 호가주도형 매매시스템에서 이루어지고 있다.

이하에서는 6개 주요 해외거래소의 대량매매시스템에 대한 사례를 정리하였다.

1. London Stock Exchange(LSE)

LSE에서는 매매방식으로 호가주도형 시스템 및 주문주도형 시스템이 모두 제공²⁸⁾되고 있는데, 서로 다른 형태의 거래시스템이 공존으로 함으

²⁸⁾ 호가주도형 시스템으로는 국내 및 해외 증권 각각에 대하여 SEAQ 및

로 인해서 시장의 탈집중화(market fragmentation)가 발생하게 되고 결과적으로 거래장(order book)에서 주문흐름의 전환이 이루어지고 있다. 실제로 LSE에서는 다른 유럽 거래소와 달리 거래량의 50%이상이 전자거래장을 이용하지 않고 있다. 이와 같은 구조에서 딜러는 대량주문에 대하여 중요한 역할을 담당한다.

LSE에서 대량주문은 NMS(Normal Market Size)²⁹⁾ 베이스 기준으로 정의된다. 대량주문으로 간주되어 대량주문방식을 이용할 수 있는 거래기준은 ① 거래규모가 2,000주 또는 그 이상일 경우에는 해당 NMS에 비하여 75배 더 큰 주문과 ② 거래규모가 500주 또는 1,000주일 경우에는 해당 NMS에 비하여 50배 더 큰 주문으로 한다. LSE에서는 IOB(International Order Book)에서 거래되는 해외 증권에 대해서도 대량주문방식을 허용하고 있으며, 그 거래기준은 NMS의 50배 이상이다.

대량매매는 주로 장중(9:00~17:00)에 이루어진다. 시간외 매매시간 중에는 시장조성인(market makers)이 참고할 가격이 거의 형성되지 않기 때문에, 장중 거래시간에 대량주문에 대한 거래가 많이 발생한다. 1997년 SETS가 도입된 이후 LSE는 회원증권사(member firm)가 모든 주문 크기에 대하여 거래당사자(principal)로서 거래할 수 있도록 하였으며, 특히 대량거래(NMS의 8배 이상)의 경우에는 WPA(Worked Principal Agreement)라고 하는 과정을 거치도록 하고 있다. 이 WPA에 의해 거래당사자로서 행동하는 회원증권사와 고객이 미래 시점에서의 대량거래 체결에 대해 합의하게 된다. 이 때 대량거래에 대한 가격과 수량은 합의당시에 결정되지만, 회원증권사는 차후에 개선된 가격과 수량을 제시할 수도 있다.

SEAQ International이 있으며, 주문주도형 시스템으로는 국내 및 해외 증권 각각에 대하여 SETS와 International Order Book이 있다. 또한 혼합형 거래시스템으로 국내 증권만을 대상으로 하는 SEATS가 있다.

29) 개별 종목의 NMS는 해당 종목 일평균 거래량의 대략 2.5%내외이다.

2. Euronext

Euronext는 Paris Bourse, Amsterdam, Brussels, Lisbon 거래소가 통합된 거래소이다. Euronext는 주문주도형 거래시스템인 NSC(Nouveau System de Cotation)를 기반으로 운영되고 있는데, Euronext 산하의 각 개별 거래소들에서 거래되는 증권에 대한 규제는 각국의 증권규제법 및 규정에 따라 이루어지고 있으므로 이들 거래소들은 법적으로는 독립적으로 운영되고 있다.

Euronext의 시장 규제는 Book I 과 Book II로 이루어지는 “Rule Book”에 규정되어 있다. 이 규정 가운데 Book I 에 담겨진 거래규정은 각 거래소간 합의가 이루어져 모든 거래소에 동일하게 적용되며 합의가 이루어지지 않은 규정에 대해서는 Book II에서 각 국의 증권규제당국이 개별적으로 규제한다.

Euronext의 대량매매 관련 규정은 Paris Bourse에서 규정한 내용을 기초로 제정되었으며 Book I 에 공통 규정으로 포함되어 있다. Euronext의 대량매매 기준은 매우 세부적이며 복잡한데, 대량거래를 위한 최소 거래수량 요건인 NBA(Normal Block Amount)는 거래수준과 유동성에 따라 결정된다.

Euronext에서 대량매매는 두 가지 형태로 거래된다. 첫 번째 형태는 우선 배정거래(prearranged trades)가 주문장부의 최우선 매도나 매수 호가로 또는 그 사이에서 체결되는 것이고, 두 번째 형태는 대량매매가 현재 형성된 스프레드를 벗어나서 거래되는 것이다. 두 번째 경우 “clear the book” 규정을 반드시 준수해야하는데, 이 규정은 대량거래가 일상적(ordinary)이나 또는 구조적(structural)이냐에 따라 다른 방식으로 적용된다.

일상적 대량거래에서 그 대량거래 수량이 이에 상응하는 NBA의 5배 보다 작을 경우, 대량거래의 가격은 반드시 WAS(Weighted Average Spread) 내에 존재하여야 한다. WAS는 최우선 매수주문부터 NBA 수량에 상응하는 매수주문까지의 호가를 각 주문의 상대수량으로 가중 평균한 값과 최우선 매도주문부터 NBA 수량에 상응하는 매도주문까지의 호가를 가중 평균한 값의 차이이다. 대량거래 시 가격은 중앙 지정주문장(central limit order book)에서 제시된 최우선 매도호가에 비하여 5% 낮은 가격부터 최우선 매수호가에 비하여 5% 높은 가격사이에서 움직일 수 있으며 변동 폭이 직전 거래가격의 $\pm 5\%$ 를 넘지 말아야 한다. 대량거래 수량이 이에 상응하는 NBA의 5배 이상인 경우, WAS 규정은 적용되지 않으며 필요에 따라 SuperWAS(확장된 WAS)를 적용할 수 있다. 이 경우 대량거래에 허용되는 가격은 중앙주문장에서 직전에 거래된 가격의 $\pm 5\%$ 의 변동폭 내에서 책정될 수 있다.

구조적 대량매매는 해당 증권 시가총액의 5% 이상 또는 7.5백만유로 이상이 거래되는 매매로 정의되며, 중앙주문장에서 직전에 거래된 가격의 $\pm 10\%$ 의 변동폭 내에서 가격이 책정될 수 있다.

3. Deutsche Börse(DB)

독일에서의 증권거래는 8곳의 지역거래소에서 이루어지고 있는데, 각 거래소가 위치한 곳은 Berlin, Bremen, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Hanover, Munich, 그리고 Stuttgart 이다. 이 가운데 DB가 운영하는 거래소는 Frankfurt Wertpapierbörse(FWB)로서 독일에서 가장 규모가 크다.

대량매매는 주로 장외(OTC) 시장에서 이루어졌는데, 2001년 3월 전자주문기반의 대량매매 시스템인 Xetra XXL을 도입하여 장내 대량매매

거래비용을 감소시킴으로써 장외시장에서의 협상을 통한 대량거래를 상당히 흡수하였다. 2001년 12월에는 거래의 투명성이 보다 강화된 Xetra XXL이 도입되어 현재까지 사용되고 있으며, Xetra XXL 도입 이후 DB의 시장참여자와 거래규모는 급격하게 증가하였다.

대량매매를 위한 Xetra XXL은 브로커의 중개가 이루어지지 않고 전자주문장을 경유하는 집중경쟁매매방식을 통해 이루어진다는 것이 특징이다. 집중경쟁매매는 대량매매 예정표(crossing schedule)에 따라 미리 정해진 대량매매 거래시간대(crossing periods)에 이루어진다. 각 거래시간대에서 주문집중전 단계(pre-call phase)는 임의종결(random end)방식으로 이루어진다. 예정시간에 대량매매 거래가 시작되고 이 시간대동안 적용되는 대량매매 가격은 연속적으로 게시된다. 이 체결가격은 정규시장(reference market)의 주문장을 기초로 계산된 평균스프레드 가격이다.

대량매매 거래시간(crossing period)에 돌입한 이후, 주문장에 체결 가능한 주문이 들어올 경우에는 매매전 단계에서 매매체결 단계로 전환된다. 다시 말해 대량매매 거래시간대에서 시장가 주문이 유입되거나 정규시장의 평균스프레드가격을 기준으로 체결 가능한 지정가 주문이 유입될 경우 매매체결 단계로 전환된다. 이러한 거래단계의 전환은 대량매매 거래시간대의 진입시점 또는 대량매매 거래시간대 내에서 일어날 수 있다. 그러나 조건을 만족하는 주문의 유입이 없을 경우에는 대량매매 거래시간은 매매체결 단계로의 진입 없이 끝나게 된다.

Xetra XXL 방식으로 대량매매 시장을 구성하게 되면 다양한 이점이 있다. 첫째, Xetra XXL 방식은 거래상대방을 찾기 위한 비용과 브로커 수수료를 최소 수준으로 감소시킨다. 이는 Xetra XXL이 거래소의 거래비용을 낮추어 줌으로써 집중매매 전 대량매매 주문자의 유동성 공급을 확실히 보상하도록 고안되었기 때문이다. 둘째, 기관투자자는 대량매매가 정규시장의 현재 스프레드에서의 중간값으로 체결되기 때문에 체결

될 거래가격을 확신할 수 있게 된다. 매수와 매도 물량의 균형이 깨지는 경우, 주문은 수량/시간 우선원칙에 따라 체결된다. 셋째, 기관투자자는 선행매매와 또 다른 형태의 정보 누수에 대하여 안심할 수 있다는 이점이 있다.

하지만 현재의 평균 스프레드가격으로 제공되는 대량매매의 체결가격이 기관투자자들에게 효과적으로 좋은 가격인가에 대해서는 의문의 여지가 있다. 또한, 이와 같은 형태의 대량매매 방식은 가격발견 기능을 제공하지 않는다는 단점을 가진다.

4. New York Stock Exchange(NYSE)

뉴욕증권거래소(NYSE)는 스페셜리스트에 의한 지속적인 거래형성과 경쟁매매에 의한 공개적인 가격발견이라는 두 가지 기능을 결합한 매매 시스템을 채택하고 있다. NYSE에서의 유동성은 개인, 기관투자자, 딜러로서 행동하는 회원사, 그리고 스페셜리스트에 의해 공급된다. NYSE는 시장간거래시스템(ITS: Intermarket Trading System)으로 미국 내 주요 시장들과도 연결되어 있다.

NYSE의 스페셜리스트는 각자에게 부여된 주식의 거래를 공정하고 질서 있게 유지할 책임이 있다. 그러나 NYSE 거래의 대부분은 투자자의 이익을 위해 거래에 참가하는 장내브로커가 담당한다. 이와 같은 이유로 NYSE는 대리인경매시장(agency-auction market)으로 지칭되기도 한다. 대리인경매시장에서 매수자의 대리인은 가장 낮은 가격에 주식을 사려고 경쟁하고 매도자의 대리인은 가장 높은 가격에 주식을 팔려고 함에 따라 이러한 대리인(장내브로커와 스페셜리스트)들이 거래집단을 구성한다.

NYSE에서 대량매매는 10,000주 이상의 주식 또는 \$200,000 이상의 채권 거래로 정의된다. NYSE에서 대량매매는 두 가지 방식으로 이루어 지는데, 첫 번째는 대량거래가 장내의 스페셜리스트를 통해서 이루어지는 방식이며, 두 번째는 브로커를 통해서 외부(upstairs) 거래를 이용하는 방식이다. 유동적인 주식의 경우 10,000주 정도 규모의 주문은 장내 브로커가 포스트로 주문을 가져가면 거의 바로 매매를 체결할 수 있다. 그러나 유동성이 떨어지는 주식의 경우에는 회원사가 거래소의 교차매매 조건에 따른 교차매매와 대량매매의 절차를 따르기 위해 장내로 주문을 가져오기 전에 일반적으로 외부(upstairs)에서 거래상대방을 찾는다.

NYSE에서 주식의 거래는 장내(downstairs)거래와 외부(upstairs)거래로 나눌 수 있다. 외부(upstairs)라는 표현은 거래가 이루어지는 거래 협상 장소를 일컫는 말로 장내가 아닌 다른 장소임을 의미한다. 예전에 장내가 아닌 2층에서 이루어졌기 때문에 upstairs라고 명명되었지만 이제는 장내가 아니면 모두 upstairs라고 한다. 외부거래는 거래소의 입회장(floor)이 아닌 회원사 거래데스크에서 협상을 통해 이루어지는 것으로 거래데스크는 거래당사자들의 대리인으로서의 역할을 하면서 대량거래에 대한 거래상대 고객을 찾아 거래를 체결하거나 또는 직접 거래당사자가 되어 거래를 체결한다. 거래가 이루어지면 입회장(floor)으로 거래 내용을 가져와서 보고하게 된다.³⁰⁾ 많은 경우 NYSE에서의 대량거래와 외부거래를 혼동하고 있는데, NYSE에서 대량거래는 앞의 정의와 같이 단순히 10,000주 이상의 거래를 의미하는 것으로 거래방식이 아니라 거래규모에 따라 구분하는 것에 불과하다.

장내브로커는 외부거래의 체결에서 중요한 역할을 담당한다. 대량주

³⁰⁾ 거래데스크에서 미리 주문을 맞추고(matching), 매매체결(execution)은 장내에서 이루어진다.

문은 우선 브로커들이 거래상대방을 찾는 대량매매전담시장(upstairs market)을 통하는 경우가 많다. 일단 외부거래 브로커가 거래상대방을 찾게 되면, 그들은 결합된 주문들(matched orders)의 매매체결을 위해 장내브로커로 하여금 스페셜리스트의 포스트로 가져가도록 한다.

외부거래가 아닌 일반적인 장내거래(downstairs)에서 주문을 내는 방법은 주문관리 시스템인 Broker Booth Support System(BBSS)³¹⁾ 또는 전화로 “장내브로커에게 주문을 내는 방법”과 전자적 주문전달시스템인 “SuperDOT을 통해 주문을 내는 방법”이 있다.

NYSE에서 체결되는 주문은 BBSS(혹은 전화) 또는 SuperDOT를 통해 전달되는데, 어느 경로를 이용할 것인가는 회원사가 결정한다. 일반적으로 장내브로커의 주문은 SuperDOT을 통한 스페셜리스트의 주문장(display book)으로 발송되거나 Booth에 있는 장내브로커의 BBSS 터미널로 발송된다. SuperDOT의 사용은 수수료 부담이 적은 반면 거래규모에 제한이 있기 때문에 규모가 큰 주문은 BBSS를 통해 장내브로커가 처리한다. 또한 특별한 주의를 필요로 하는 주문은 장내브로커에게 전화로 알려진다.

SuperDOT 시스템은 스페셜리스트에게 보내는 30,099주 이하 시장가 주문을 처리할 수 있도록 설계되어 있다. 시장가주문이 BBSS를 경유하여 장내브로커에게 전달되는 경우 3백만주 이하의 주문이 처리될 수 있다. SuperDOT를 통해 스페셜리스트에게 전달되는 지정가주문 규모 상한은 99,999주이고, BBSS를 통한 지정가주문 상한은 3백만주이다. 장내브로커를 통한 주문을 포함해서 모든 지정가주문은 스페셜리스트의 주문장에 기입된다.

NYSE에서는 정규매매시간 이후 일정시간 동안 주문을 접수하여 시

31) BBSS는 장내브로커와 회원사 거래데스크 사이의 원활한 의사소통을 위한 주문관리 시스템이다.

간외거래를 제공하고 있는데, 1991년 6월 이후 NYSE는 Crossing Session I (CS I)과 Crossing Session II(CSII)의 두 가지 시간외거래를 운영하고 있다. CS I은 오후 4:15에서 5:00까지(동부시간) 45분간 운영되며, CSII는 오후 4:00에서 5:15까지(동부시간) 75분간 운영된다. CS I은 NYSE의 종가에 개별 주식을 대량매매할 수 있도록 하며, CSII는 다수 종목의 바스켓(basket)에 대한 총 가격(aggregate price)을 기준으로 기관 투자자들이 자전할 수 있는 기회를 준다. 이 경우 거래가 가능한 바스켓은 최소한 15개의 NYSE 상장주식으로 이루어져야 하며, 총 거래대금은 1백만달러 이상이어야 한다.

5. Australian Stock Exchange(ASX)

ASX 증권거래소는 1987년 장내입회장(floor trading) 거래방식을 전자거래방식인 Stock Exchange Automated Trading System(SEATS)으로 전환하였다. SEATS는 10:00~10:15 사이에 집중경쟁매매(call auction) 방식으로 시작하여 4:00까지 연속경쟁매매 방식으로 증권을 거래한다.³²⁾ 또한, 1997년 3월부터는 시간외거래가 집중경쟁매매 방식으로 4:15까지 이루어지고 있다.

SEATS는 시간외 브로커(off-hours brokers), 장외 브로커-딜러, 교차 시스템(POSIT Australia) 등과 같은 다수 장외시장(off-market) 거래자와의 경쟁에 직면해 있다.³³⁾ SEATS는 정규거래시간외 주문을 자동으로 체결하지 않으며, 시간외거래 시 브로커는 시간외주문에 대한 내용을

³²⁾ 10:00 이후 연속경쟁매매로 전환되는 시간은 주식별로 다르다. 왜냐하면 집중경쟁매매가 임의종결(random end)되기 때문이다.

³³⁾ SEATS는 통합된 전자주문장을 제공하고 있으며, 호주에서는 ECN 형태의 거래소는 없다.

SEATS에 게시하고 이를 이용하여 수동으로 주문을 일치시킨다. 그리고 거래가 성립하도록 각각의 주문에 대하여 전화를 이용해서 가격과 수량을 협상한다. 대량매매는 ASX에서 특별거래(specials)로 일컬어지고 있으며, SEATS의 정규거래시간과 시간외거래시간에 모두 거래된다. ASX는 두 가지 형태의 특별거래가 있는데, 하나는 개별 증권에 대한 대량 특별거래이고, 다른 하나는 포트폴리오 특별거래이다.

개별 증권에 대한 대량 특별거래는 1백만 호주달러 이상의 개별 증권거래의 경우에 해당되며 포트폴리오 특별거래는 포트폴리오에 포함된 개별 증권의 가치가 2십만 호주달러 이상이고 포트폴리오의 총가치가 5백만 호주달러 이상인 증권의 거래이다.³⁴⁾ 특별거래는 SEATS 정규거래 시간 동안에도 SEATS에서 나타나는 호가와 다른 가격에 체결될 수 있는데, SEATS가 운영되는 동안 SEATS에 이들 호가가 게시되지 않을 수도 있다.³⁵⁾ 특히, 특별거래만이 SEATS 정규거래시간동안 장외시장(off-market)에서 거래될 수 있다.

ASX는 SEATS 정규거래시간동안 체결된 모든 특별거래에 대해서 최대한 신속히 SEATS를 통해 거래소에 보고하도록 하고 있다. 거래보고는 원칙적으로 거래 발생 직후 즉시 통보되어야 하며, SEATS 장내거래의 투명성을 위해서 해당 거래에 대한 보고가 규정으로 강제되어 있다. LSE의 사례와 마찬가지로 특별거래에 대한 보고의 지연은 금지되어 있다. 그러나 정규거래시간외의 특별거래 보고규정은 보다 완화되어 있는데, 정규거래시간외에 발생한 특별거래 및 기타 거래는 다음 거래일 개장 15분전까지만 보고하면 된다.

³⁴⁾ 이 규정은 1996년 10월 14일에 개정되었다.

³⁵⁾ 이 규정은 NYSE의 엄격한 규정과 상반된다. NYSE에서 브로커는 교차거래에서 최우선호가에 대해서 호가할 의무가 있고, 장외의 모든 거래를 장내에 공지할 의무가 있다.

6. Milan Stock Exchange(MSX)

이탈리아 주식시장에서 대량거래는 매우 보편화되어 있다. 1992년까지 이탈리아 주식시장에서는 주문에 대한 통합된 규정이 없었기 때문에, 대량거래는 장내시장 이외에서도 아무런 제약 없이 체결되었고 이에 대한 공시도 의무화되어 있지 않았다.

그러다가 1992년 새로운 증권시장법에서 장내시장으로 주문을 통합할 것을 규정하였는데, 이러한 규정의 예외사항으로 대량거래를 위한 시장의 형성과 규제에 대해서도 자세히 규정하였다. 브로커는 일정한 요건을 충족하는 거래규모에 대하여 거래소 장외시장에서 대량거래를 협상할 수 있으며 장외 거래소에서 이 거래는 “fuori mercato”로 불린다. 허가된 장외거래는 최우선 체결원칙(best execution principle)에 따라 장내 거래에서 취할 수 있는 가격보다 더 좋은 가격을 고객에게 제공할 수 있어야 하며, 거래자들은 최우선 체결의 원칙에 따라 장외시장에서 협상을 통해 더 좋은 가격을 획득하려고 노력한다.

대량거래에 대한 거래기준은 직전 일일 회전율이 증가한 경우에 한해서 매 6개월마다 갱신된다. 이 규정은 장내시장의 주문흐름을 원활하게 하기 위해서 장외거래를 저지하려는 규제당국자의 의도를 반영하고 있다.

대량매매는 장내시장을 벗어나서 거래소회원사(SIM)간 직접적인 전화 협상을 통해서 체결된다. 거래소회원은 브로커와 딜러의 두 가지 역할을 수행하지만 거래소회원이 대량매매를 자기매매(principle trading)로 하는 경우는 극히 드물며, 주로 순수한 대량매매 브로커로서 역할을 수행한다. 이탈리아 증권회사가 Milan Stock Exchange(MSX)에서 대량매매 보유(block positioning)를 꺼리는 이유 가운데 하나는 장외대량거래에서 증권의 가격이 다른 거래에 비하여 평균적으로 높게 형성된다는 것이다.

브로커를 이용하여 대량거래를 주도하는 시장참여자는 대부분 국내·외 기관투자자이다. 이탈리아 상장 기업의 상대적으로 높은 집중화된 소유구조로 인해서 브로커가 지배주주(controlling shareholder) 또는 대주주 간 대량매매를 중개한다. 상장기업의 대주주는 종종 딜러의 역할을 담당하고 대량거래에서 최종거래상대방(counterpart of last resort)으로서 역할을 수행하면서 그 이득을 향유한다.

증권사는 대량거래 내역에 대한 세부사항을 체결 90초 안에 증권감독당국(Security Market Authority)에게 보고해야 한다. 증권감독당국은 보고된 거래내역을 거래소의 전자 네트워크를 통해서 장중 60분 이내에, 장마감 후에는 다음 영업일 개장 전까지 공시하여야 한다.

<부록 II> Euronext의 지수체계

<부록 II> Euronext의 지수체계

1. Euronext100 지수

Euronext100 지수는 Euronext를 대표하는 100개의 종목으로 구성된다. 지수 구성의 기본원칙은 지수를 구성하는 100개의 종목들이 Euronext에서 거래량이 가장 많고 유동성이 풍부한 주식으로 구성되도록 하는 것이다. 동 지수의 구성종목이 되기 위해서는 연간 기준으로 발행주식의 20% 이상이 거래되어야 하는 회전율(turnover) 조건을 충족하여야 한다. Euronext100 지수에 포함된 주식들은 2000년 12월 31일 기준으로 전체시장 시가총액(2조 4200억 유로)의 81%를 차지하고 있다. 동 지수는 기준일인 1999년 12월 31일의 지수를 1,000 포인트로 하여 작성되고 있으며, 구성종목은 매 분기마다 재검토되고 있다.

2. Next150 지수

Next150 지수는 Euronext100 지수에 포함된 100개의 주식들 다음으로 규모가 큰 150개의 주식으로 구성된다. Next150 지수는 Euronext에 상장된 중대형주를 대표한다. 2000년 12월 31일 기준으로 Next150 지수 구성종목의 국가별 주식 수와 시장가치의 비중을 살펴보면, 프랑스, 네덜란드 및 벨기에 주식이 각각 94개, 42개, 14개씩 편입되어 있으며, 이들 국가 주식의 시장가치 비중은 각각 65.4%, 26.0%, 8.6%이다.

Next150 지수의 기본원칙은 지수의 구성종목들이 Euronext에서 거래되는 중대형주를 대표하는 종목들로 구성되어져야 한다는 것이다. 각 종

목들은 심사과정을 거치며 이를 통해 유동성이 낮은 주식들은 예비지수 종목에서 제거된다. 동 지수의 구성종목도 Euronext100 지수 구성종목과 같이 연간 기준으로 발행주식 20% 이상의 회전을 조건을 충족하여야 한다. Next150 지수에 포함된 주식들은 2000년 12월 31일 기준으로 전체시장 시가총액(2조 4200억 유로)의 6%를 차지하고 있다.

3. NextPrime 지수 및 NextEconomy 지수

Euronext는 2002년 1월 2일부터 신기술 중심의 시장을 대표하는 “NextEconomy 지수”와 전통업종 중심의 시장을 대표하는 “NextPrime 지수”를 공표하고 있다. 이들 지수는 해당부문 특유의 주가 변동을 가능한 한 정확히 반영하기 위해 대형주 지수인 Euronext100 지수에 포함된 종목들을 편입대상에서 제외하고 있다. 두 지수 모두 기준일인 2001년 12월 31일의 지수를 1000 포인트로 하여 작성되고 있다.