

주식거래 ATS의 의미와 전망
- ECN을 중심으로 -

2002.10

연구위원 변진호

연구위원 엄경식

연구원 공경신

연구원 윤지아

한국증권연구원
Korea Securities Research Institute

序 言

1990년대 들어 전개된 전자정보기술의 비약적 발전에 힘입어 급성장한 온라인 주식거래는 투자자에게 기존의 브로커 중심의 거래에서는 누릴 수 없었던 거래의 편의성을 가져다 주었다. 일반투자자들은 이러한 편의성을 접하게 됨으로써 그동안 기관투자자들만이 향유하던 시장조성인의 개입이 없는 시장의 직접 접근 및 야간시간대에서의 거래에 대한 욕구를 표출하게 되었다. 이러한 현실을 바탕으로 기존 거래소가 제공할 수 없었던 거래 편의성 등의 이점을 내세운 새로운 대체거래시스템(ATS: Alternative Trading Systems)인 ECN에 대한 관심이 커지게 되었다.

ECN은 연속적으로 가격정보를 제공하면서 특정 가격에 매도·매수 주문을 자동적으로 매매 체결시켜 주는 전자거래시스템이다. ECN의 발상지인 미국에서는 저렴한 수수료와 거래의 익명성을 바탕으로 초기의 유동성 부족에 대한 우려를 잠재우면서 꾸준한 성장세를 보이고 있으며 2002년 현재 Nasdaq 주식 거래량의 약 40%를 차지할 정도로 급성장하였다.

그러나 단일화·통합화로 압축되는 세계 금융시장의 추세와 2002년 후반기 예정인 Nasdaq의 SuperMontage 채택과 같은 시장간 경쟁의 심화로 ECN의 지속적인 생존을 위한 시장개혁의 필요성은 증가하고 있다. 결국 ECN은 합병이나 제휴, 또는 거래소로의 전환을 통해 기존 조직 구조를 변모시키거나 이제까지 거래소가 제공하지 못했던 새로운 서비스를 제공함으로써 영리를 추구하는 기업으로서의 자신의 비즈니스를 개척할 것이라는 것이 업계의 일반적인 시각이다.

우리나라에서는 2001년 ATS의 하나라고 할 수 있는 “전자장외증권중개회사” 제도가 도입되었고, 이에 따라 국내 투자자는 야간에도 일정 시간대에 주식거래를 할 수 있게 되었다. 그러나 아직 도입 초기단계인 우

리나라의 전자장외증권중개회사는 극심한 유동성 부족 현상을 보이고 있으며, 현 제도 하에서는 이러한 현상이 개선되지 않을 것으로 전망된다. 이러한 점에서 본 보고서가 세계 ECN업계의 향후 전개방향에 근거하여 우리나라 ATS의 발전을 위한 시사점을 도출하고 우리나라 ATS의 발전과 한국주식시장의 발전을 위한 자료로 이용되기를 기대하여 본다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 변진호 박사와 엄경식 박사, 공경신 연구원과 윤지아 연구원의 노고에 감사의 뜻을 표한다. 또한 훌륭한 조언을 해준 본 연구원의 김근수 박사, 연구에 필요한 자료를 제공해 준 (주)한국ECN증권의 손영락 팀장, 그리고 원고정리에 도움을 준 강창윤 연구원과 이수연 연구조원에게도 고마움을 전하고 싶다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2002년 10월
한국증권연구원
원장 박 상 용

목 차

I. 서론	3
II. ATS의 개관: ECN을 중심으로	11
1. ATS: ECN과 PTS를 총칭하는 일반적 용어	11
2. ECN의 등장 배경 및 급성장 요인	13
3. ECN의 거래 메커니즘, 역할 및 위험	16
III. 외국의 ECN 관련 제도, 현황 및 전망	29
1. 미국	29
2. 일본 및 유럽	62
IV. ECN 관련 기술의 발전과 ECN의 생존 요건 및 전략 ...	89
1. SORT의 사용	89
2. 틈새시장 공략을 위한 DAT	90
3. ECN과 기타 ATS의 생존을 위한 전략	93

V. 한국 ATS 제도의 도입과 현황	99
1. 국내 ATS 제도의 도입	99
2. 한국의 PTS 현황: (주)한국ECN증권 사례	108
VI. 세계 ECN 업계의 향후 전개방향과 한국주식시장에의 교훈	121
1. 세계 ECN 업계의 향후 전개방향	121
2. 한국의 주식시장에 주는 교훈	125
참고문헌	137
<부록> 한국주식시장에서 ATS 관련 법규	143
1. 증권거래법	143
2. 증권거래법 시행령	145

표 목 차

<표 II-1A> 미국의 ECN	21
<표 II-1A> 미국의 ECN - 계속	22
<표 II-1B> ECN을 제외한 미국의 ATS	22
<표 II-2> Island의 시간외 거래 비중	23
<표 II-3> Archipelago의 시간외 거래 비중	23
<표 III-1> ECN의 Nasdaq 시장점유율	38
<표 III-2> ECN의 소유구조와 장단점	56
<표 III-3> 거래소로 전환한 (또는 신청 중인) ECN	60
<표 III-4> 일본 PTS의 매매가격 결정 방법 및 인가 조건	69
<표 III-5> 일본의 PTS 현황	74
<표 III-6> 점두시장(JASDAQ) 상장종목의 PTS에서의 매매현황 (매매주식수)	77
<표 III-7> 점두시장(JASDAQ) 상장종목의 PTS에서의 매매현황 (매매대금)	78
<표 V-1> 국내 ATS 도입 이전의 ECN 준비 상황	107
<표 V-2> (주)한국ECN증권의 매매방식	110
<표 V-3> (주)한국ECN증권의 청산·결제 방법	110
<표 V-4> (주)한국ECN증권의 일평균 거래체결 현황	111
<표 V-5> (주)한국ECN증권에서의 하이닉스를 제외한 일평균 거래체결 현황	112
<표 V-6> (주)한국ECN증권의 일평균 주문 현황	113
<표 V-7> (주)한국ECN증권의 일평균 총주문량과 종목당 주문량	114
<표 V-8> (주)한국ECN증권의 일평균 총거래량과 종목당 거래량	116
<표 V-9> (주)한국ECN증권 거래대상 종목의 공시	117

그림 목 차

<그림 III-1> 거래금액에 따른 시장점유율	39
<그림 III-2> 거래량(Share Volume)에 따른 시장점유율	39
<그림 III-3> virt-x의 설립과정	82

약어

ATS	Alternative Trading System
AMEX	American Stock Exchange
CORES	Computer-assisted Order Routing and Execution System
CSFB	Credit Suisse First Boston
DAT	Direct Access Trading
DB AG	Deutsche Börse AG
ECN	Electronic Communications Network
EU	European Union
FSA	Financial Services Authority
ISD	Investment Services Directive
KSE	Korea Stock Exchange
LSE	London Stock Exchange
NASD	National Association of Securities Dealers
NMS	National Market System
NNM	Nasdaq National Market
NSSB	Nikko Salomon Smith Barney
NYSE	New York Stock Exchange
NSC	Nouveau Systeme de Cotation; New Trading System
OARS	Opening Automated Report Service
OHR	Order Handling Rule
OTC	Over-The-Counter market
OTCBB	OTC Bulletin Board
PCX	Pacific Stock Exchange
PLX	Philadelphia Stock Exchange
PTS	Proprietary Trading System
RIE	Recognised Investment Exchange

SEC	Securities and Exchange Commission
SETS	Stock Exchange Electronic Trading Service
SORT	Smart Order Routing Technology
TSE	Tokyo Stock Exchange
TSX	Toronto Stock Exchange
VWAP	Volume Weighted Average Price
Xetra	eXchange Electronic TRAding

1. 서론

I. 서론

1990년대 들어 비약적으로 발전한 전자정보기술의 영향으로 주식시장에는 온라인을 통한 개인들의 직접적인 주식거래가 급증하였고, 브로커를 통한 기존의 거래유형과는 다른 온라인 주식거래는 투자자들에게 주식거래의 편의성을 가져다 주었다. 이러한 온라인 주식거래의 편의성을 경험하게 된 투자자들은 시장조성인(market maker)을 거치지 않는 시장에서의 직접 접근 및 야간시간대에서의 거래 등 기존 기관투자자들만이 사용 가능하였던 거래수단을 향유하고자 하였다. 마침내 미국을 중심으로 한 세계주식시장은 자연스럽게 이와 같은 투자자들의 욕구를 반영하기에 이르렀고, 결국 투자자들의 주식거래 수단에 대한 새로운 수요는 200년이 넘는 기간에 걸쳐 형성된 기존 주식시장의 구조를 뒤흔들어 놓기 시작하였다. 이와 같은 급격한 시장변화의 한가운데에는 바로 ECN(Electronic Communications Network)이 자리잡고 있다.

ECN은 정규 거래시장에 “대안적인 거래시스템(혹은 대체거래시스템, ATS: Alternative Trading System)” 중의 하나이다. 즉, ATS가 “정규 거래시장과 구별되는 대안적인 성격을 가진 다양한 형태의 증권거래 플랫폼”을 일컫는 일반적 용어인 반면, ECN은 “ATS의 한 형태로서 가격변동을 허용하면서 주문을 자동으로 체결 또는 연결시켜 주는 전자거래 시스템”으로 통칭할 수 있다.¹⁾ 그러나 ECN을 한마디로 정의하기는 쉽지 않다. 왜냐하면, 서로 다른 주식시장 환경 아래에서 성장한 각국의 ECN 산업은 그 현황과 발전과정이 나라마다 독특하고 상이하기 때문이다. 예를 들어, 미국에서는 ECN이 이미 괄목할 만한 성장을 하여 Nasdaq 전체 거래량의 40%를 넘어설 정도로 발전하였으나, 일본과 유

1) ATS의 정의와 ECN과의 개념 차이에 대해서는 II장에서 상세하게 논의한다. ATS와 거래소를 구분 짓는 가장 큰 차이는 ATS는 거래소가 가지고 있는 자율규제기능을 가지지 못하고 있다는 것이다.

4 주식거래 ATS의 의미와 전망

럽에서는 고전을 면치 못하고 있는 실정이다. 또한 ECN에 대해서도 각국은 서로 다른 정의를 내리고 있다. 따라서 ECN의 의미, 역할, 중요성에 대한 연구는 각국 주식시장의 전체 구조 및 발전 정도와 연관시켜서 다루어져야 할 사항이다.

정도의 차이는 있지만, 미국을 시작으로 일본, 유럽에서 잇달아 출범하여 주식시장 구조를 근본적으로 변화시키고 있는 ECN의 중요성에 비해서 한국에서 이에 대한 연구는 현재까지 그 수가 매우 적으며, 그나마 지극히 단편적이다. 따라서 본 보고서의 첫 번째 목적은 ECN의 등장배경과 현황, 그리고 전개방향을 시장구조의 관점에서 살펴보고 체계적인 조사자료를 제공하는 데 있다. 본 보고서는 또한 상이한 시장환경 하에서 각각의 ECN이 어떻게 차별적으로 생존 전략을 찾아 나아가고 있는지도 조사하고자 한다. 이러한 연구자료는 장차 한국주식시장(또는 시장구조)의 효율성 향상을 위한 방향 모색에도 중요한 시사점을 던져 줄 것이라 생각한다.

우리나라에서는 “증권거래법 제76조”에 의해 거래소와 유사한 시설의 개설이 금지되어 왔기 때문에, 그동안 ECN을 비롯한 ATS의 설립이 불가능하였다. 그러나 재정경제부는 2001년 3월 28일부터 정규시장(한국증권거래소 및 협회중개시장) 이외의 “전자장외증권중개회사” 개설을 허용하고, 투자자들이 ATS에서도 정규시장에서 형성된 “당일 종가”를 기준으로 주식거래를 할 수 있도록 하였다. 그 결과 2001년 12월 27일 “(주)한국ECN증권”이 한국 최초의 ATS인 전자장외증권중개회사로 영업을 시작하였고, 이에 따라 국내 투자자들은 정규시장이 종료된 후에도 야간의 일정 시간대에 주식거래를 할 수 있게 되었다.²⁾

이러한 정부의 정책은 투자자와 주식시장에 다양한 영향을 미치게

2) ECN에서는 투자자들이 주식가격을 결정할 수 있기 때문에, “(주)한국ECN 증권”은 엄밀한 의미에서 ECN이라고 할 수 없으며, ATS의 한 종류인 PTS로 보는 것이 타당하다. PTS 정의는 II장을 참조할 것.

되었다. 우선, 투자자는 야간에도 주식거래를 할 수 있게 되어 정규시장 종료 후 야간의 일정 시간대 중 자신이 원하는 시간에 거래를 할 수 있으므로, 정보획득과 거래시간의 불일치에서 발생하는 위험으로부터 어느 정도 벗어날 수 있게 되었다.³⁾ 특히, 개별기업과 시장전체에 영향을 미치는 정보가 지역을 초월하여 밤·낮의 구분 없이 유통되는 세계화된 현재의 경영·경제상황에 비추어 볼 때, 주식거래 시간의 확대를 통해 정보를 시장에 즉각적으로 반영할 수 있도록 하는 제도의 도입은 시장의 효율성 증진 측면에서 중요한 의미를 가지고 있다.

그러나 전자장외증권중개회사로 우리나라에 처음으로 도입된 유형인 “당일 종가에 의한 야간 대체거래시스템(야간종가ATS)”은 매매체결이 당일 종가로만 이루어진다는 가격 메커니즘의 제약으로 인해, 도입 목적을 달성하는데 매우 중대한 태생적 한계점을 가지고 있다고 생각한다.⁴⁾ 종가 거래라는 제약조건은 안전성이 확보되지 않은 시장에서 발생할 수도 있는 여러 가지 위험을 사전에 방지한다는 측면에서 도입되었다. 즉, 외국의 경우에서 볼 수 있듯이 정규거래시간 이외의 거래는 매우 큰 폭의 가격변동성을 보여주기 때문에, 당일 종가기준으로 거래를 제한하는 방안은 급격한 가격변동에 따르는 가격 불안정의 문제점을 미연에 방지하는 수단이 될 수 있다. 그러나 이것은 주식시장 본연의 기능인 “가격 발견(price discovery)” 기능을 사전에 제거함으로써 소위 시장에서 거래가 전혀 이루어지지 않는(no-trade equilibrium) “시장의 실패(market

3) 야간거래(overnight transaction)의 허용은 거래가 발생하지 않아 가격이 정보를 적시에 반영하지 못하여 발생하는 “비동시성 거래효과(nonsynchronous trading effect)”에 의한 주가수익률의 불안정성(nonstationarity)을 어느 정도 해소하는 기능을 한다. 그러나 현행 우리나라의 제도에서는 거래가격이 종가로 고정되어 있기 때문에 거래 자체가 제한되는 한계를 지니고 있다.

4) 본 연구에서는 정규거래시간 이외에 ATS에서 발생하는 거래를 “야간거래”라고 칭한다. 이에 대한 상세한 내용은 다음을 참고할 것: 엄경식·윤지아, “시간외 주식거래: 주요국의 거래 메커니즘별 역할 및 교훈”, 한국증권연구원, 2001.

6 주식거래 ATS의 의미와 전망

failure)“를 가져올 수도 있다. 따라서 우리나라에서의 “야간종가ATS”는 시장실패로 인해 소멸될 가능성까지 가지고 있는 것이다.

이와 같이 현행의 “야간종가 ATS”는 시장 효율성과 시장 안정성의 두 가지 목적을 동시에 추구하기 위해 고안된 불완전한 형태라고 할 수 있다. 즉, 현행 제도는 정보와 거래가 일치하도록 돕기 위해 야간거래를 허용하여 시장 효율성을 추구하면서, 동시에 과도한 가격변동을 방지하고 시장의 안전성을 확보하기 위해 당일 종가에 의한 거래로 제한하고 있다. 따라서 주식시장 전체의 효율성을 증진시키고 투자자의 야간거래 욕구를 충족시키면서 동시에 시장의 안정성을 확보하기 위해서, 우리나라의 ATS는 어떤 모습으로 변화되어야 할 것인가는 앞으로 풀어야 할 중요한 정책적인 과제라고 할 것이다.

그러기 위해서는 우선 우리나라보다 앞서서 ECN을 비롯한 다양한 형태의 ATS를 도입하고 운영하고 있는 주요국의 현황과 제도를 한국주식시장에서 행해지고 있는 “전자장외증권중개회사”의 현황 및 제도와 비교하여, 제도 및 운영상의 효율성 제고를 위한 시사점을 파악하는 것이 필요하다고 여겨진다. 따라서, 해외자료의 분석을 통해 ECN에 대한 객관적이고 체계적인 조사자료를 제공하는 것이 본 보고서의 첫 번째 목적인다고 한다면, 두 번째 목적은 우리나라에서 ATS도입을 둘러싸고 벌어졌던 논쟁 사항과 현행 제도, 현재까지 드러난 문제점이 무엇인지를 살펴보고 우리나라의 ATS(혹은 ECN) 발전을 위한 시사점을 도출하는 것이라고 할 것이다.

본 보고서의 구성은 다음과 같다. 다음 장에서는 ATS에 대한 정의, 등장 배경, 성장요인, 주식거래 메커니즘, 그리고 ECN의 역할과 거래에서 발생할 수 있는 위험에 대하여 살펴본다. 미국, 일본, 유럽의 ECN의 운영 및 제도 현황에 대해서는 III장에서 기술한다. IV장에서는 ECN과 기타 ATS에서 사용하고 있는 기술과 정규 거래소와의 경쟁에서 살아남기 위한 전략을 기술하고, V장에서는 한국주식시장에 전자장외증권중개

회사를 도입하기까지 전개되었던 논쟁 사항과 전자장외증권중개회사의 운영방식에 대하여 현행 제도를 중심으로 그 의미와 문제점을 살펴본다. 마지막 장에서는 이상의 모든 논의를 종합하여 우리나라에서 현재 채택하고 있는 전자장외증권중개회사의 향후 전개방향에 대한 시사점을 제시한다.

II. ATS의 개관: ECN을 중심으로

II. ATS의 개관: ECN을 중심으로⁵⁾

1. ATS: ECN과 PTS를 총칭하는 일반적 용어

ECN이 무엇인지를 이해하기 위해서는 그와 유사하게 사용되는 용어인 ATS와 사설거래시스템(PTS: Proprietary Trading System)을 함께 비교하여 살펴보는 것이 유용하다.

먼저 ATS를 살펴보면 미국 SEC(U. S. Securities and Exchange Commission)는 이를 다음과 같이 정의하고 있다:⁶⁾

ATS란

- 1) 복수의 매도·매수자의 증권거래 주문을 서로 연결하거나 (bringing together), 또는 기타 방법으로 증권에 관하여 증권거래법 규칙3b-16에 규정된 의미에서의 거래소가 일반적으로 수행하고 있는 기능을 수행하는 시장이나 시설을 설립, 유지, 제공하는 것으로서,
- 2) i) 조직(organization), 사단(association), 개인, 집단(group of persons), 또는 시스템 상에서 참가자의 거래행위(the conduct of subscribers' trading) 이외의 어떠한 행동도 규율하는 규칙을 설정하지 않거나,
ii) 또는 참가자에게 거래를 하지 못하게 하는 것 이외의 어떠한 징계처분을 하지 않는 조직, 사단, 개인, 집단, 또는 시스템을 의미한다.

5) 본 장의 내용은 대부분 다음을 원용하였다: 엄경식, “한국주식시장에서의 전자장외증권중개회사(ECN)의 출범과 전망”, *비교사법*, 제8권 제2호, 2001, pp. 175-205.

6) U. S. Securities and Exchange Commission, Release No. 34-40760: “Regulation of exchanges and alternative trading systems,” 1998.

12 주식거래 ATS의 의미와 전망

요약하면, ATS란 실질적으로 거래소와 거의 동일한 기능을 수행하지만 거래소가 가지고 있는 자율규제기능(self-regulatory function)을 배제한 것이라고도 할 수 있다(즉, 상장 및 등록, 회원감리 기능 등이 없음). 따라서 ATS는 정규 거래소 이외의 매우 다양한 형태의 대안적인 증권거래 플랫폼을 이르는 총괄적이며 일반적인 용어(generic term)로 이해되고 있다.

SEC의 규정에 따라 모든 ATS는 최소한 브로커·딜러로 등록하여 운영해야 하고 “Regulation ATS”를 준수해야 한다. SEC는 이러한 ATS를 ECN과 PTS(또는 크로싱(crossing) 시스템)로 구분하여 “Regulation ATS”에 의해 규제하고 있다.⁷⁾

ATS를 ECN과 PTS로 구분하는 가장 중요한 기준은 거래가격에 있다. ECN을 통한 거래에서는 참여자(투자자)들이 주식가격을 자유로이 결정할 수 있다. 반면에 PTS의 경우에 참여자들은 다른 거래소에서 이미 결정된 가격을 가지고 거래해야 한다. 즉, ECN은 “[변할 수 있는] 특정 가격에 매도·매수주문을 자동으로 연결(match)시켜 주는 전자거래 시스템”으로 정의될 수 있다.⁸⁾ ATS가 ECN으로 분류되기 위한 구체적인 조건은 다음과 같다:

- 1) 가격정보의 연속적 제공
- 2) 지정주문장(limit order book)의 관리 및 연속경쟁매매 수행

7) U. S. Securities and Exchange Commission, *op. cit.*, 1998. 물론 나라별로 ECN과 PTS를 미국과 다르게 사용하는 경우도 있다. 독일과 일본의 경우, 미국의 ECN에 해당하는 것을 PTS로 사용하고 있다. 본 보고서에서는 미국의 정의에 따른다. 또한 ECN이 PTS에 비해 주식시장에서의 비중이 압도적이기 때문에 ATS와 ECN을 혼용하기도 한다.

8) Barclay, M. J., T. Hendershott and D. T. McComick, “Electronic Communications Networks and Market Quality,” working paper, University of Rochester, 2001.

3) 고객 주문의 (자동적인) 연결(matching; 또는 매칭) 및 체결

그러나 소위 PTS라고 하는 크로싱 시스템은 ECN에 대한 이러한 SEC의 조건에 구애받을 필요가 없다.⁹⁾ 그 중에서도 특히 가격정보를 연속적으로 제공할 필요가 없다는 것이 큰 차이점이다. 시스템에서 가격이 결정될 수 없기 때문에 투자자들의 주문은 정규 거래소에서 결정된 가격에 준해서 매칭된다. 주식의 거래가격은 대부분 정규 거래소의 장중 최고 매수호가와 최저 매도호가의 중간가격, 또는 특정 시점에서의 시장 가격(예: 당일 종가)으로 고정된다.

2. ECN의 등장 배경 및 급성장 요인

최초의 ATS인 초기의 Instinet(1969)이나 그 후에 성장한 POSIT(1987) 등과 같은 ATS는 기관투자자들만을 대상으로 장외에서 (전화 등의) 폐쇄형 네트워크를 통하여 익명으로 거래할 수 있는 서비스를 제공하였다.¹⁰⁾ 즉 과거에는 PTS만이 존재하였다. 이렇듯 ATS와 PTS가 동일한 용어였던 상황에서, ATS는 1990년대 후반부터 ECN의 형태로 급성장하게 되었다. 이러한 ECN의 발달에는 인터넷을 통한 주식투자의 급성장 및 “주문처리규정(OHR: Order Handling Rule)”의 제정과 같은 제도 변경이 그 원인으로 작용하였다.

가. 전자정보기술의 발전 및 사이버 증권거래의 확산

인터넷 사용의 보편화는 개인투자자들의 시장정보 획득능력을 증대시켰을 뿐만 아니라, 주문·매매체결과정을 단순화시켜 이로 인한 주식

9) PTS의 대표적인 예로서 Arizona Stock Exchange, Instinet의 Instinet Crossing, ITG의 POSIT 등이 있다.

10) POSIT은 현재에도 이러한 방식으로 서비스를 제공하고 있다.

투자 비용의 절감을 초래, 주식투자자들의 온라인 거래 열풍을 몰고 왔다.¹¹⁾ 이러한 사이버 증권거래의 확산은 수수료 절하의 효과뿐만 아니라 투자자에게 제공되는 시장정보의 양과 접근속도에도 매우 큰 변화를 일으켰다. 이 결과 개인 투자자들은 단지 사이버 브로커를 통해 주문을 장내 시장조성인(market maker)에게 내는 것으로 만족하지 않고, 기존의 기관투자자들만이 향유하던 시장에 (하루 24시간 내내) 직접 접근하여 자신들이 주문을 내고 그 주문이 시장의 호가에 반영되는 것을 자신의 눈으로 확인하기를 원하였다. 전자정보기술의 발전으로 인해 야기된 주식거래에 대한 개인투자자들의 이러한 새로운 수요를 기존의 거래시장인 NYSE와 Nasdaq은 충족시키지 못하였고, ECN은 바로 이러한 주식거래의 틈새시장(niche market)을 포착하여 성장할 수 있었다. 물론 ECN이 만족시킨 틈새시장은 개인투자자에 국한된 것은 아니다. ECN 성장에 보다 직접적인 영향을 끼친 것은 주문처리규정의 제정이었다.

나. 주문처리규정(OHR)의 제정

그 동안 미국의 시장구조, 특히 복수의 시장조성인제도를 채택하고 있는 Nasdaq의 메커니즘 상의 문제점에 대한 논란이 계속 제기되었다. 즉, 복수의 Nasdaq 시장조성인들은 자신의 이익을 극대화하기 위해 담합(collusion)을 통하여 스프레드를 부당하게 확대하는 경향이 있다는 지적이 바로 그것이었다.¹²⁾ 따라서 투자자의 입장에서는 시장조성인이 제

11) 2000년 미국 온라인 증권투자 계좌는 약 8백만 계좌이고, 전체 거래량의 25%~27%가 온라인을 통하여 이루어지고 있으며, 개인투자자의 경우에는 35% 이상이 온라인으로 거래가 이루어지고 있다. 또한 Forrester Research, Inc.에 따르면 2003년까지 온라인 증권투자 계좌는 2천 4십만 계좌로 증가할 것이고, 총 3조달러 이상이 온라인을 통해 거래될 것으로 예상된다. 이에 대해서는 다음을 참고할 것: Barber, B. M. and T. Odean, "Online investors: Do the slow die first?," *Review of Financial Studies*, 2002, pp. 489-526.

시한 매도·매수호가보다 유리한 가격으로 거래하려는 유인이 존재하고 있었다.

이를 반영하여 SEC는 투자자보호 차원에서 투자자가 언제든지 가장 유리한 가격으로 거래를 할 수 있도록 하기 위해 1997년 1월 OHR을 제정하여 ①“지정가주문 공개 규정(limit order display rule)”과 ②“ECN 규정(ECN rule)” 등 2개의 규정을 시행하였다. 지정가주문 공개 규정에 따르면 시장조성자가 자신의 호가보다 더 유리한 고객의 호가를 접수한 경우 30초 이내에 고객의 주문으로 자신의 주문을 대체해야 한다. 지정가주문 공개 규정에 의해 Nasdaq은 고객의 주문을 서로 연결시켜줄 수 있게 되었으며 이로써 고객이 시장조성자만을 대상으로 거래하던 기존의 거래방식 외에도 시장조성자의 개입 없이 고객들간에 거래를 할 수 있는 방법이 생겨나게 되었다. OHR의 두 번째 규정인 ECN 규정은 ECN과 관련된 호가규칙인 SEC Rule 11Ac1-1을 개정한 것으로, 시장조성자가 Nasdaq에 공시된 호가와 차이가 나는 호가를 ECN에 게재하는 것을 금지한다. 하지만 예외적으로 ECN과 Nasdaq이 서로 전국시장시스템(NMS: National Market System)의 원칙을 준수할 수 있도록 연계되어 있을 경우 시장조성자가 ECN을 이용하여 익명으로 호가를 게시할 수 있도록 허용하였다.¹³⁾ 즉, 시장조성자가 ECN에게 최우선 주문을 공시하면 이 주문은 Nasdaq의 시장참여자에게도 게시되고 제시한 희망 거래량만큼 거래할 수 있다. 이 때 주문은 시장조성자의 이름이 아니라 ECN의 이름으로 게시된다. 이러한 ECN 규정으로 인하여 Nasdaq에 접근하는 일반투자자들은 시장조성자의 최우선 호가에 접근하는 것이 언

12) Christie, W. and P. Schultz, “Why do Nasdaq market makers avoid odd-eighth quotes?,” *Journal of Finance* 49, 1994, pp. 1813-1840; Christie, W., J. Harris and P. Schultz, “Why did Nasdaq market makers stop avoiding odd-eighth quotes?,” *Journal of Finance* 49, 1994, pp. 1841-1860.

13) 여기에서 연계되었다는 의미는 시장조성자의 최우선 호가가 Nasdaq의 모든 시장참여자에게 공시되고 접근이 가능함을 뜻한다.

제나 가능하게 되었다.¹⁴⁾

OHR의 양대 축을 이루고 있는 지정가주문 공개 규정과 ECN 규정 중 특히 ECN 규정은 이후 ECN의 급속한 성장의 토대가 되었다.¹⁵⁾

ECN에 대한 OHR의 이러한 역할은 동 규정의 시행으로 인하여 다수의 새로운 ECN이 시장에 진입하는 것으로 그 실효성이 입증되었다. ECN 업계의 1, 2위를 다투는 Instinet과 Island가 각각 1969년, 1996년에 설립된 것을 제외하면, 다른 ECN들이 모두 1997년 이후에 설립된 것만 보아도 지정가주문 공개 규정이 ECN의 활성화와 주식시장의 시장간 경쟁에 상당한 영향을 미쳤음을 알 수 있다.

3. ECN의 거래 메커니즘, 역할 및 위험

가. 순수경쟁매매 메커니즘으로서의 ECN

순수경쟁매매 메커니즘은 거래되는 각 주식에 대한 지정 딜러(designated dealer) 없이 완전히 자동화된 경쟁매매 메커니즘(automated or fully electronic call mechanism)을 의미한다.¹⁶⁾

14) 김근수·변진호, “시장간 경쟁과 그 대응: NYSE와 Nasdaq을 중심으로”, 한국증권연구원, 2002.

15) 1969년 설립한 Instinet을 제외한 모든 ECN은 1997년 초부터 1998년 말 사이에 생겨났다. 이는 ECN의 급속한 성장이 1997년 ECN 규정의 채택 이후에야 이루어졌음을 시사하는 것이다.

16) NYSE의 스페셜리스트(specialist)와 같은 시장조성인이 존재하지 않는 경쟁매매를 순수경쟁매매 메커니즘(pure auction mechanism)이라 일컬으며 주문장제도(public order book system)라고도 부른다. 물론 대부분의 세계 주요 주식시장은 한 종류의 주식거래 메커니즘만을 채택하지 않고 기업규모 및 특성에 따라 복수의 메커니즘을 혼용(hybrid market)하고 있다. 따라서 이를 일률적으로 구분하기에는 다소 논란이 있을 수 있으나, 본 연구에서는 각 거래소가 주된 메커니즘으로 무엇을 채택하고 있는지에 따라 거래 메커니즘을 구분하고 있다. 예를 들어 Deutsche Börse AG는 소위 “거래

순수경쟁매매 메커니즘에서는 시장조성인이 개입하는 다른 메커니즘과는 다르게 내부자의 유동성 제공 없이, 외부자가 직접 유동성을 제공하면서 거래가 체결된다. 투자자로부터의 주문은 시장 전체에 공개되고, 시장가주문과 지정가주문 혹은 두 지정가주문을 서로 매칭하거나, 혹은 스크린상의 호가를 투자자가 받아들임으로써 거래가 체결된다. 이 중에서도 외부 유동성 공급자(투자자)의 최선의 지정가주문에 역시 외부 유동성 공급자(투자자)의 시장가주문이 대응하면서 이루어지는 방식이 순수경쟁매매 메커니즘의 가장 기본적인 매매체결방식이다. 이론상 순수경쟁매매 메커니즘은 투자자들의 주문이 전자식 자동화 시스템에 제출되면 총 초과수요를 영(0)으로 하는 가격, 즉 “고전적인 Walrasian 가격(classical Walrasian price)”을 결정하는 메커니즘을 의미한다.

ECN의 거래 메커니즘은 순수경쟁매매 메커니즘과 동일하다. 단지 거래소에서 행해지는 순수경쟁매매 메커니즘은 투자자들이 지정가주문뿐만 아니라 시장가주문도 할 수 있으나, ECN을 통한 거래는 지정가주문만이 가능하다는 것이 차이점일 뿐이다.¹⁷⁾

소 공인 브로커(official exchange broker)“가 있어, 장내 거래시스템(floor trading system)의 경우 이들이 NYSE의 스페셜리스트와 같은 역할을 하므로 수정경쟁매매 메커니즘으로 분류할 수도 있으나, Xetra를 이용한 주문장제도가 주류를 이루고 있기 때문에 순수경쟁매매 메커니즘으로 분류한다(Euronext-Paris의 경우도 이와 유사함). 순수경쟁매매 메커니즘을 채택하고 있는 주요 거래소는 다음과 같다: Euronext NV, 토론토증권거래소(TSX), 독일거래소(DB AG), 도쿄증권거래소(TSE), 런던증권거래소(LSE)의 SETS 시스템, KSE, KOSDAQ 등. 이에 대해서는 다음을 참고할 것: 엄경식·윤지아, “시간외 주식거래: 주요국의 거래 메커니즘별 역할 및 교훈”, 한국증권연구원, 2001.

- 17) 최근 들어 이러한 차이점이 사라지기 시작하고 있다. 거래량이 많은 Destination ECN들은 대부분 지정가주문만을 허용하고 있으나 Hybrid ECN의 경우에는 지정가주문 이외에 시장가주문도 가능하다. Instinet은 시장가주문도 받고 있긴 하지만 주된 영업의 형태는 아니므로 Destination ECN으로 분류된다.

대표적 ECN인 Island의 거래 메커니즘을 살펴봄으로써 ECN이 채택하고 있는 순수경쟁매매 메커니즘이 어떻게 작동되는지를 알아보자. 2002년 6월 현재 Instinet과의 합병을 발표하기 이전의 Island는 Nasdaq 거래량(share volume)의 약 11.4%를 차지하고 있는 미국 최대의 ECN이었다. Island는 오전 7:00~오후 8:00(EST) 동안 450여 개의 브로커·딜러에게 서비스를 제공하여 Nasdaq, NYSE, AMEX에 상장된 주식들을 거래하고 있다. Nasdaq의 시간외 거래는 오전 7:00~오전 9:30의 개장 전 탐색거래와 정규시장이 마감되는 오후 4:00~오후 6:30의 가격발견 기능이 있는 시간외 거래로 이루어져 있다(탐색거래 시간에는 실제 거래가 이루어지지 않음). 따라서, 오후 6:30까지 이루어지는 Nasdaq의 시간외 거래가 마감되더라도 Island에서는 오후 8:00까지 1시간 30분간 추가적인 거래가 가능한 셈이다.

Island에 접수된 주문은 그 주문이 개인투자자에 의한 것이건, 기관투자자에 의한 것이건, Island의 지정가주문장을 실시간으로 보여주는 시스템인 BookViewerSM에 주문 즉시 나타난다. BookViewerSM은 인터넷에 기반을 둔 무료서비스이기 때문에 웹 브라우저를 통해 어떤 사람이라도 즉시 볼 수 있어, 실시간 정보를 바탕으로 주문을 내고 거래를 체결할 수 있다.¹⁸⁾ 이를 통해 Island에서의 각 주문정보를 증권회사가 이용할 수 있으며 또한 Island에서의 각 주식에 대한 최우선 지정가주문이 Nasdaq의 Montage에도 노출되기 때문에, Island를 통한 주문의 계약체결 가능성은 보다 높아지게 된다. 이는 앞에서 설명하는 바와 같이

18) 그러나 BookViewerSM을 이용해서는 단지 Island의 시스템 내에 존재하는 최우선매도·매수호가(best bid and offer) 및 최종 체결가격에 관한 정보만을 알 수 있을 뿐, Nasdaq이나 다른 시장 또는 거래소에 대한 정보를 얻을 수는 없다. 따라서 BookViewerSM를 통해서 시의적절 하고 정확한 투자가 이루어진다는 것을 보장할 수 없기 때문에 Island에서도 순수한 투자자의사결정이 아닌 정보 획득의 목적으로 BookViewerSM를 이용할 것을 권장하고 있다.

OHR의 지정가주문 공개 규정의 시행결과에서 비롯된 것이다. 이런 면에서 ECN은 거래소와 같은 기능을 하지만 기존 거래소의 시장조성인이나 스페셜리스트와 같은 중간단계·매개물을 피해가는 차이점이 있다. 보다 구체적으로 살펴보면, Island 이용자의 대부분은 Island Communication-In Protocol인 OUCHSM를 통해서 시스템에 접속하여 주문을 접수시키고, OUCHSM은 그 결과를 브로커·딜러들에게 회송(보고)한다. Island의 이용자가 아닌 브로커·딜러들은 Nasdaq의 SelectNet을 통해서 Island에 접속할 수 있다.

나. 시간외 거래 매매 중심이 아닌 실질적인 거래소로서의 ECN

1969년 최초의 ATS인 Instinet이 정규거래시간 외에 투자전문가와 기관투자자들 사이에서 발생하는 대량거래를 그들의 익명을 보장하면서도 용이하게 하기 위하여 설립된 것처럼, ECN의 기본 출발은 “시간외 거래” 및 “투자자의 익명성 보호”였다. 이후 1990년대에 이르러 정보통신 기술혁명으로 컴퓨터 사용에 익숙하게 된 대다수의 일반투자자들은 기존의 기관투자자가 일종의 특권처럼 누리고 있었던 “다양한 시간과 다양한 장소에서의 주식거래”에 대해 동일한 기회를 가지고자 하였고, ECN은 투자자들의 이러한 수요에 부응하여 설립되었다.

<표 II-1A, II-1B>는 미국에서 2002년 4월 현재 각 ECN의 운영시간을 제시하고 있다. 이를 정규거래와 비교하여 살펴보면 기존 등록 증권거래소의 시간외 거래시간이 Nasdaq, DB AG 등을 제외하고는 매우 짧은데 반해¹⁹⁾, ECN의 경우 Instinet이나 NexTrade는 24시간 거래가 가능

19) Nasdaq(오후 4:00~오후 6:30), DB AG(오후 8:00까지 정규거래)를 제외하고는 대부분의 세계 주요 거래소의 경우 1시간 미만 동안의 시간외 거래를 허용하고 있다.

하고 다른 ECN들의 경우에도 일반적인 거래소들의 시간외 거래보다 상대적으로 긴 시간외 거래를 허용하고 있다(일본과 유럽의 ECN에 대해서는 III장을 참조할 것).

그러나 실제로 미국의 경우 ECN 거래량의 98%는 정규매매시간(장중 거래)에 이루어지고 있고 단지 2%만이 시간외 거래에서 거래되고 있는 현 상황에 비추어 볼 때, ECN은 단순히 시간외 거래를 담당하는 틈새 시장이 아니라 거의 실질적인 거래소 역할을 하고 있다고 판단할 수 있다. 이는 현재 미국에서 Instinet, Island 등 대표적인 ECN이 거래소와 유사한 역할을 하는 소위 Destination ECN으로 분류되고 있으며, 이러한 Destination ECN의 성격이 ECN의 향후 생존 전략에서도 매우 중요한 요인으로 거론된다는 점에서 확인되고 있다(Destination ECN이란 원칙적으로 주문을 ECN 자체에서만 매칭하거나 체결하고 다른 거래 장소에 회송하지 않는 ECN을 말하며, 다른 거래 장소로 회송하는 ECN은 Hybrid ECN이라 함. 미국에서의 ECN의 분류 및 생존 전략에 대해서는 III장과 IV장을 참고할 것).

대표적인 ECN인 Island와 Archipelago의 거래량을 살펴보면 <표 II-2>, <표 II-3>과 같다. Island(<표 II-2>)에서의 장중 거래와 시간외 거래의 경우, 2000년 1월부터 2001년 3월까지 15개월 동안 일중 거래량에 대한 시간외 거래의 비중은 2.2%이고 이 기간 중 최고치와 최저치는 각각 3.8%와 1.5%에 불과하다. Archipelago(<표 II-3>)의 경우도 2001년 1월부터 3월까지 일중 거래량 중 시간외 거래가 차지하는 평균 비중을 살펴보면, 개장 전과 장 종료 후가 각각 1.8%와 1.3%로 그 비중이 매우 미미하다. 따라서 우리가 일반적으로 ECN이 시간외 거래를 주로 담당한다고 생각했던 것과는 달리, ECN에서 실제로 발생하는 대부분의 거래는 정규 거래시간에 이루어지고 있음을 알 수 있다.

<표 II-1A> 미국의 ECN

(2002년 4월 현재)

ECN	구분	거래 참가자	운영시간	거래대상	기타
Instinet	Destination ECN	-기관투자자 -증권전문가 -헤지펀드매니저 및 E*Trade에 계좌를 보유한 일반투자자	-기관투자자: 하루 24시간, -E*Trade: 9:00am-6:30pm.	-NYSE와 Nasdaq에 상장된 모든 주식	-전 세계 주요시장에 접근 가능 -Reuter Group PLC가 소유 -채권거래(IFIM)
Island	Destination ECN	-온라인브로커 -일중거래회사 및 Datek 등에 계좌를 보유한 일반투자자	-7:00am-8:00pm.	-Nasdaq 주식 -NYSE 주식 -Amex주식	-SEC에 거래소로 등록할 것을 신청함. -Online 및 day trading 투자자에 초점 -ETF와 HOLDERS 거래
Archipelago / ArcaEX	Hybrid (Destination) ECN	-기관투자자 -증권전문가 -헤지펀드매니저	-8:00am-8:00pm.	-Nasdaq 주식, -NYSE 주식	-퍼시픽증권거래소의 주식부문과 합병 -거래소로 전환 (ArcaEX): SEC승인 (2001.10) -ECN인 REDIBook과 합병
Brut	Hybrid ECN	-증권전문가 -기관투자자 -헤지펀드매니저	-7:30am-6:30pm.	-Nasdaq 주식	-Goldman Sachs와 Knight-Trading Group이 일부 지분을 소유함. -2000년 2월 ECN 중의 하나였던 Strike와 합병
Bloomberg Tradebook	Hybrid ECN	-증권전문가 -일반투자자	-하루 24시간.	-Nasdaq 주식	-Bloomberg 단말기를 통하여 전 세계 주요 시장에 접근 가능
Attain	Destination ECN	-증권전문가 -헤지펀드매니저 -데이 트레이더	-9:00am-4:30pm.	-Nasdaq 주식	-일중거래회사 All-Tech Investments 소유
NexTrade	Hybrid ECN	-증권전문가 -온라인브로커 -일반투자자	-하루 24시간, 일주일 중 7일	-Nasdaq:24시간 -NYSE: 5:15p.m.-익일 9:00am 매칭	-SEC에 거래소로 등록할 것을 신청함.
MarketXT	Hybrid ECN	-증권전문가 -기관투자자 -브로커를 통한 일반투자자 -헤지펀드매니저 -Online 투자자	-7:30pm-8:00pm.	-Nasdaq 주식 -NYSE와 Amex 주식 거래 예정	-일반투자자를 상대로 최초의 야간거래 실시 -2000.2. Day Trading 전문증권사인 Tradescape에서 인수

* Archipelago가 퍼시픽증권거래소와의 합병을 통해 거래소인 ArcaEX로 전환되기 이전의 형태를 서술한 것임.

<표 II-1A> 미국의 ECN - 계속

(2002년 4월 현재)

ECN	구분	거래 참가자	운영시간	거래대상	기타
GlobeNet	Hybrid ECN	-증권전문가	-9:30am-4:00pm	-Nasdaq 주식 및 OTCBB 주식	-GlobeNet Capital Corp. 소유
NYFIX Millenium	Hybrid ECN	-증권전문가 -기관투자자	-9:30am-4:00pm	-NYSE 주식	-ArcaEX와 상호 주문회 송에 대해 협약 맺음.

<표 II-1B> ECN을 제외한 미국의 ATS

(2002년 4월 현재)

ATS	구분	거래 참가자	운영시간	기타
POSIT	Batch Execution ATS	-기관투자자 -증권전문가 -헤지펀드매니저 -프로그램 트레이더	-Cross: 9:40am, 10:00am, 10:30am, 11:00am부터 3:00 p m 까 지 매시간	-매번 cross 할 경우 정해진 시간에서 5분내의 임의로 선택된 시간에 cross -ITG와 Barra의 joint venture임. -POSIT의 소유자인 ITG는 투자자와 매매체결 장소를 직접 연결하는 direct access trading 을 시도하고 있음.
Instinet Crossing	Batch Execution ATS	-기관투자자 -증권전문가 -헤지펀드매니저 -프로그램 트레이더	-Cross: 9:00am (at VWAP), 6:30pm-8:30am (at closing price)	-Instinet 소유 -거래대상: 상장주식 (종가), OTC (closing bid-ask quotes의 중간값)
Liquidnet	Peer-to-peer ATS	-기관투자자,	-N.A.	-대량거래를 포함하여 매우 까다로운 거래에 적합(POSIT보다 건당 평균거래량이 큼) -거래를 원하는 기관투자자(buy-side)가 또 다른 기관투자자(buy-side)로부터 거래 의향이 있다는 것을 시스템이 통고하고 교섭이 시작됨.
Lava Trading	Direct Access Trading Facility	-Block trader (Do-it-yourself trader)	-N.A.	-ECN이 아님(자체 주문장이 없음). -Nasdaq 및 전통적인 ECN과는 달리 Lava는 매매체결 장소를 제공하는 것이 아니라, 단순히 유동성만을 모아주는 역할을 수행 -따라서, 사용자들은 ECN과 시장조성인의 모든 주문장을 볼 수 있음. -OTC 시장조성인과 sell-side firm에 초점

<표 II-2> Island의 시간외 거래 비중

		시간외 거래 계약체결 주식수	일중 계약체결 주식수	시간외 거래/일중 거래
2000	1	6,692,285	176,039,647	3.8%
	2	7,363,597	193,969,694	3.8%
	3	6,074,916	200,115,803	3.0%
	4	3,111,187	201,215,803	1.6%
	5	3,342,638	176,342,800	1.9%
	6	3,754,529	186,582,776	2.0%
	7	4,059,794	183,870,567	2.2%
	8	4,505,954	177,379,240	2.5%
	9	4,613,929	233,166,474	2.0%
	10	5,121,474	273,258,570	1.9%
	11	4,505,954	256,637,299	1.8%
	12	5,881,346	309,266,511	1.9%
2001	1	5,533,386	374,425,803	1.5%
	2	6,419,248	350,692,480	1.8%
	3	9,874,697	380,979,259	1.5%
2000.1 ~ 2001.3 평균		5,390,329	244,929,515	2.2%

자료: Island 내부자료.

<표 II-3> Archipelago의 시간외 거래 비중

	개장 전 거래 (pre)	정규거래 (market)	종장 후 거래 (post)	pre/ market	post/ market	extended hours
2001.1	1,913,244	95,779,963	1,350,632	2.0%	1.4%	3.4%
2001.2	1,576,642	97,947,293	1,193,790	1.6%	1.2%	2.8%
2001.3	1,964,634	115,613,574	1,357,361	1.7%	1.2%	2.9%
평균	1,818,173	103,113,610	1,300,594	1.8%	1.3%	2.8%

자료: Archipelago 내부자료.

다. ECN을 통한 거래에서 발생할 수 있는 위험

앞 절에서 설명한 바와 같이 ECN은 “다양한 시간과 다양한 장소에서의 주식거래”에 대하여 기관투자자와 동일한 기회를 갖고 싶어한 일반투자자들의 요구에 부응하면서 발전하였다. 그러나 ECN을 통한 거래로 투자자들의 이러한 요구가 충족될 수는 있지만, 대신 다음과 같은 위험 또한 투자자에게 초래될 수 있다.

첫째, 현재로서는 한 거래소에 상장된 주식이 다수의 서로 상이한 거래시스템에서 동시에 거래되는 경우, 각 시스템의 호가를 동시에 볼 수 없다. 이 경우 시장 전체의 최우선 매수·매도호가로 매매할 수 없기 때문에 소위 “시장분할(market fragmentation)”에 따르는 주가왜곡현상이나 비정상거래의 유인이 존재하게 되므로, 투자자는 자신의 주문이 체결된 가격이 과연 최선의 가격(best price)인지 의문을 가질 수 있다.²⁰⁾

둘째, 시장조성인의 개입이 없이 모든 거래가 전자적으로 처리되는 ECN의 거래 메커니즘은 거래비용(특히 거래 수수료)을 절감할 수 있다는 장점이 있으나, 거래의 흐름을 조절할 수 있는 중개인이 없기 때문에 경우에 따라 주문이 체결되지 못하는 위험을 갖게 된다. 특히 시간외 거래에 있어서 대부분의 ECN이 허용하는 지정가주문에 의한 거래의 경우, 만일 시장이 투자자가 지정한 가격을 포함하지 않는 방향으로 움직인다면 거래가 체결될 수 없기 때문에, 중개자의 부재에 따르는 위험성은 더욱 커지게 된다.

셋째, ECN에서의 시간외 거래는 정규거래시간 이외의 주식거래이기 때문에 아무래도 참여자가 상대적으로 매우 적다(NYSE, Nasdaq의 경우도 동일함). 이는 <표 II-2>, <표 II-3>에서 제시한 것처럼 ECN에서의

20) ECN의 시장잠식 및 시장분할에 대한 대응책으로 Nasdaq은 자신의 호가만이 아니라 (거의) 모든 ECN의 최우선히가를 스크린 상에서 동시에 보여줄 수 있는 SuperMontage를 2002년 10월부터 시행할 예정이다.

시간외 거래의 비중이 2~3%에 불과한 사실로부터 잘 파악할 수 있다. 따라서 시간외 거래시 투자자가 거래하고자 하는 종목의 거래가 장중 거래보다 훨씬 적어서(즉 유동성이 부족하여), 자신이 원하는 거래를 할 수 없는 데서 위험이 발생할 수도 있다. 그리고 실령 거래가 이루어진다고 하더라도 투자자에게 불리한 가격조건일 수 있기 때문에, ECN에서의 시간외 거래에서는 유동성 부족에 기인하는 가격변동이 훨씬 심해질 수 있다.²¹⁾ 유동성 부족에서 발생하는 위험은 시간외 거래뿐만 아니라, 해당 ECN이 유동성을 충분히 확보할 수 있는 능력이 없으면 정규거래에서도 발생하는 위험이다. III장에서 자세히 논의하겠지만 유동성 부족에 따른 거래 불성립 및 가격변동성 위험으로 투자자들은 Attain과 같은 소규모 Destination ECN과 대부분의 Hybrid ECN에서의 거래를 선호하지 않게 되어 이들 ECN의 생존 전망이 매우 불투명한 것이 한 예이다.

넷째, 시간외 거래의 대부분을 기관투자자를 비롯한 전문가들이 주로 이용하기 때문에 정보획득 및 가공에 있어서 대부분의 일반투자자는 열위에 놓일 수밖에 없는 데서 비롯하는 위험이 있다.

21) 이 때문에 시간외 거래시의 가격이 증가 또는 익일 장중 거래의 시가와 무관하게 성립될 가능성이 있다. 이는 당일 증가로만 거래가 허용되고 있는 한국의 ATS에서는 해당되지 않는 위험이다.

III. 외국의 ECN 관련 제도, 현황 및 전망

Ⅲ. 외국의 ECN 관련 제도, 현황 및 전망

1. 미국

가. 제도: Regulation ATS²²⁾

미국에서는 1969년 기관투자자들의 전자 네트워크 거래 시스템으로 출발한 Instinet의 개설 이후, 사설거래시스템인 PTS의 규제에 대한 논의가 본격적으로 이루어지기 시작하였다. 본래 Instinet은 기관투자자들이 기존 거래소의 고정수수료 부담을 줄이기 위해 거래소를 거치지 않고 매매하려고 하는 거래수요에 부응하여 설립된 것이다. 이러한 움직임에 대해 NYSE와 AMEX 등 전통적인 거래소들은 Instinet이 증권회사(브로커)의 기능이 아닌 거래소와 동일한 기능을 수행하기 때문에 증권거래법상 거래소의 규제를 받아야 한다고 주장하였다. 이에 대해 SEC는 한편으로 Instinet이 거래소가 아니라는 견해를 취하면서도, 다른 한편으로 이와 같은 새로운 시스템에 대한 새로운 형태의 규제가 필요하다는 인식을 하였다. 그러나 Instinet의 등장 이후 유사한 시스템이 더 이상 나타나지 않았고, Instinet도 기존의 거래소를 위협할 정도로 성장하지 못했기 때문에 PTS 규제의 필요성에 대한 논쟁은 수그러들게 되었다.

상기한 바와 같이 비록 SEC가 PTS를 거래소로서 규제하는 것에 대해 소극적이긴 했지만, PTS를 일관된 규제 아래 두어야 한다는 필요성까지 무시했던 것은 아니었다. 1994년 1월, SEC는 “Market 2000” 보고서를 통해 PTS를 규제하는 방안을 검토하였다. “Market 2000”에서 SEC

22) ATS에 관한 미국 제도에 대해서는 다음을 참조할 것: U. S. Securities and Exchange Commission, 1998, “Release No. 34-40760: Regulation of exchanges and alternative trading systems”; 한국증권거래소, “국내 증권시장의 ATS 도입여건과 외국의 현황”, 조사 00-04, 2000.

는 PTS를 거래소가 아닌 증권회사로서 규제하는 것이 바람직하다는 견해를 밝히고, PTS를 통한 거래 상황을 더욱 정확하게 파악하기 위해 거래 기록 및 보고를 의무화하여야 한다는 결론을 내렸다. 이에 따라 SEC는 1994년 2월 증권회사가 운영하는 전자거래시스템에 대해 ① 시스템 내용에 대한 설명자료 제출, ② 거래량 등의 정기적인 보고와 기록보관 등을 의무화하는 규칙을 채택하였다. 이러한 가운데 1997년 SEC에 의해 OHR이 시행되어 PTS 영업환경이 새로운 전기를 맞이하게 됨으로써, 1997년 5월 SEC는 전자거래시스템을 둘러싼 새로운 규제의 도입을 목표로 “Concept Release”를 발표하였다. 여기에서 SEC는 이제까지 PTS로 통칭되며 급성장한 전자거래시스템에 대한 규제 도입의 필요성을 강조하면서, ① 이전과 같이 증권회사로서 규제하며 자율규제기구에 의한 감독을 강화하는 방안과 ② 거래소의 정의를 확대하여 PTS를 거래소로서 규제하는 방안을 제시하였다(기존의 PTS를 ATS의 한 부분으로 구분하여 ECN과 다르게 정의하기 시작함. 이에 대해서는 II장을 참조할 것).

1998년 12월 SEC는 의견 청취과정을 거쳐서 NMS(National Market System) 내에서 ATS를 보다 통합적으로 규제할 목적으로 “Regulation ATS”를 제정하였다. 동 규정을 제정함에 있어서 SEC는 ATS가 일종의 거래소(시장) 역할을 수행했음에도 불구하고, 전통적으로 브로커·딜러로 규제를 받았었다는 사실에 주목하였다. 그동안 ATS는 주식시장에서 상당한 거래량을 기록하는 등 중요한 위치를 점하고 있었으나, SEC는 최우선호가에 대한 투자자의 접근, 적절한 거래 감리 등에 대한 규정을 ATS에 적용하지 못하였다. ATS의 정의 또한 불명확하여 기존 거래소와의 관계도 매우 애매하였다. 이에 실제 ATS가 수행하는 기능과 규제와의 불일치를 개선하여 ATS에 대한 규제를 현실화하기 위해 “Regulation ATS”가 제정된 것이다. 새로운 규칙은 증권거래소의 정의를 명확히 하는 동시에 이제까지 일반적으로 PTS라고 불려온 전자거래시스템을 “대체거래시스템(ATS)”으로 새로 정의하고, ATS가 법률의 내용상 시장센터

(market center)라는 점을 명시하였다. 단, 모든 ATS에 대해 증권거래소로서의 등록을 요구하지는 않고, 거래소 등록이나 “Regulation ATS”에 의한 규제 중 하나를 선택하도록 하였다.

“Regulation ATS”의 제정으로 ATS(이 중에서도 특히 ECN)는 기존의 경우에서처럼 브로커·딜러(시장참가자)로 존속하여 “Regulation ATS”를 준수하던지, 혹은 거래소(시장)로 등록하여 거래소에 요구되는 자율규제기능을 수행하던지 양자간 선택을 할 수 있게 된 것이다. 이는 실제로 거래가 이루어지는 시장임에도 불구하고 브로커·딜러로서 규제를 받아 오던 ATS에게 선택권을 부여하여, ATS가 거래 시스템의 혁신을 지속할 수 있도록 유연성을 제공하기 위한 것이었다. SEC는 ATS가 “Regulation ATS”에 의한 등록 및 기타 절차를 밟을 경우, 당해 ATS에 대해 다음과 같은 의무를 부과하고 있다:²³⁾

- 증권회사(즉 브로커·딜러)로서 등록하고 자율규제기구(구체적으로는 NASD)의 회원이 될 것
- 시스템 운영 개시 20일 전까지는 SEC에 신고해야 함. 중요한 변경사항은 사전에 신고하고 거래기록 등을 보관하며 분기보고서를 제출해야 함.
- SEC 및 자율규제기구에 의한 조사 및 검사에 협력해야 함.
- 거래정보의 비밀을 지킴과 동시에 ATS 기능을 운영자인 증권회사의 다른 기능으로부터 분리해야 함.
- “거래소”, “주식시장” 등과 같이 거래소로 혼동될 수 있는 명칭을 사용하지 않아야 함.

거래규모가 작은 ATS의 경우에는 “Regulation ATS”의 제정으로 인하여 기존의 규제에 비해 추가적으로 발생한 규제는 거의 없다. 그러나

23) 물론 ATS가 거래소로 등록하면 “Regulation ATS”의 규제를 받지 않는다.

거래량 규모가 커서 시장에 상당한 영향을 끼칠 가능성이 있는 ATS에 대해서는 다음과 같은 추가적인 요건을 준수하도록 하였다:

- 특정 주식의 거래량이 등록 증권거래소 및 Nasdaq 거래량의 5% 이상인 경우, 최우선호가 주문을 공개하고 공개된 주문에 대한 매매체결을 허용하도록 해야 함.
- 특정 주식에 대해 거래량 기준 20% 이상의 시장 점유율을 갖는 ATS는 자신이 보유한 자동 시스템의 용량, 무결함(integrity), 안전성에 대해 일정한 기준을 충족해야 하며, 투자자들의 시스템 접근을 불공정하게 거부하지 말아야 함.

“Regulation ATS”는 또한 기존의 거래소와 Nasdaq에게도 ECN을 운영할 수 있는 권한을 부여하여 ATS와 효과적으로 경쟁할 수 있는 길을 열어 주었고, 기존 거래소나 신설 거래소(ATS 포함)가 영리조직(for-profit organization)으로 운영하기를 희망할 때에는 이를 허용하기로 하였다. 즉, SEC는 법률상 거래소가 영리단체여서는 안 된다는 규정을 삭제하여 ATS가 영리성을 유지한 채로 거래소 등록을 신청할 수 있는 길을 열어준 것이다. 이는 거래소가 영리 목적으로 거래 시스템을 운영하는 것이 거래소로서의 결격 사유라는 인식이 지배적이었던 상황 하에서, 거래소가 영리단체일 수도 있다는 사고의 전환을 가져왔고, 이후 NYSE조차도 주식회사로의 전환(demutualization)을 고려해보는 것으로 연결되었다.²⁴⁾ 실제로 대표적인 ECN인 Archipelago는 퍼시픽증권거래소(Pacific Stock Exchange)의 주식부문과 합병 후 SEC로부터 ArcaEX라는 거래소로 승인 받았고(2001. 10.), Instinet과의 합병 전 Island는 거래소

24) 현재 NYSE는 주식회사로의 전환에 대한 고려를 중단한 상태이다. 이는 “자율규제에 대한 SEC와 NYSE의 견해 차이에서 비롯된 듯하다. 즉, SEC는 상업성을 앞세운 회사가 시장을 규제하는 것에 대해 우려하는 입장을 가진 듯하다.”는 것이 현재로서는 가장 설득력 있는 배경 설명이다.

등록을 신청한 상태였다.²⁵⁾

“Regulation ATS”는 미국 내에서 거래소, Nasdaq, ATS(특히 ECN)간의 경쟁을 촉진, 효율성을 제고시켰을 뿐만 아니라, 이를 바탕으로 전세계적으로 치열해지고 있는 시장간 경쟁 속에서 미국 시장의 경쟁력을 더욱 더 향상시키는 긍정적 역할을 한 것으로 평가받고 있다.

나. 제도: 거래 감리 및 규제

1) 미국 ECN에서의 거래 감리

미국 ECN에서의 거래 감리는 ECN이 브로커·딜러로 등록되어 있는지, 아니면 거래소로 등록되어 있는지에 따라서 차별적으로 적용되고 있다. 이러한 규제모형은 Instinet이 익명성을 보장하면서 기관투자자들간의 거래를 매칭시키기 시작한 약 30년 전부터 SEC에 의해 진행된 접근방법이다.

가) ECN이 브로커·딜러로 등록된 경우

ArcaEX를 제외한 모든 ECN은 브로커·딜러의 형태로 조직되어 있기 때문에 ECN이 증권관련 업무를 수행하기 위해서는 반드시 NASD 회원이어야 하며, 브로커·딜러로 등록된 ECN을 통해서 발생하는 모든 거래행위들은 자율규제기구인 NASD의 규제를 받는다. 즉, 거래보고(trade reporting), 호가게시(quote display) 등과 같은 거래행위에 대하여 다른 브로커·딜러와 동일하게 자율규제기구인 NASD의 규제를 받는 것

25) 영국 통신사인 로이터의 자회사 ECN 업체인 Instinet은 2002년 6월 10일 경쟁사이자 미국 최대의 ECN업체인 Island ECN을 5억800만달러에 인수한다고 밝힘.(Wall Street Journal 2002.6.10)

이다. 따라서 ECN은 모든 다른 브로커·딜러와 마찬가지로 NASD의 정기적인 현장조사(on site inspection)를 받아야 하며, SEC에도 등록하여야 하므로 SEC의 규제와 정기 조사 또한 받아야 한다.

나) ECN이 거래소로 등록된 경우

2001년 10월 SEC는 전체 ECN 중 거래량 기준 상위 3위였던 Archipelago의 전국증권거래소(national securities exchange)로의 등록을 승인하였다. 따라서 거래소가 된 ArcaEX는 더 이상 브로커·딜러가 아니기 때문에 ArcaEX에 의해서 행해지는 모든 거래행위는 NASD가 아니라 SEC에 의한 직접적인 규제를 받는다. ArcaEX는 NYSE와 같은 자율규제기능을 갖는 기구가 된 것이다.

2) ECN에서의 불법거래에 대한 자율규제기구에의 보고

ECN에서의 감리는 두 가지 채널을 통해 이루어진다. 정규거래 시간동안의 거래활동에 대해서는 체결내역에 대한 실시간 감리가, 시간외 거래 시간동안의 거래활동에 대해서는 사후감리가 이루어진다. 사후감리 역시 두 가지 방법에 의해서 행해지는데, ① 시간외 거래활동의 체결 가격과 수량 등 간략한 정보를 해당 거래일 바로 다음날 아침에 자율규제기구인 NASD에 제출하여 우선적으로 간략하게나마 사후감리를 수행하도록 하고, ② 정규거래 시간동안의 거래활동에 의해 발생한 정보와 시간외 거래 활동 정보를 함께 수록한 file을 NASD에 제출하여 NASD가 주말에 한번 씩 완전조사를 수행하도록 하고 있다.

브로커·딜러인 ECN에서의 불법거래가 NASD와 같은 자율규제기구에 보고되면(또는 NASD에 의해서 포착되면), NASD가 관할권 내(회원사, 그 관련 인사들)의 사람들에 대한 징계를 하게 된다.²⁶⁾ ECN에서의 불법

거래행위는 “고객의 불만”, “거래 감리”, “현장조사” 등 다양한 경로를 통해서 발견 가능하며, 자율규제기구는 발견된 불법 거래행위에 대해 조사한 후, 확보한 증거를 통해 해당 거래행위가 징계를 받아야 하는 불법행위인지를 결정한다.

만일 자율규제기구가 발견한 거래행위를 불법행위로 간주하여 징계해야 한다고 결정하면, 해당 피고는 이에 대한 고지를 받게 되고, 제재가 부과되기 전에 해명할 기회를 갖게 된다. 그러나, 해당 불법 거래행위가 자율규제기구의 관할권 밖에 있을 경우(예를 들어, 개인 투자자), 이는 SEC에 바로 이첩되어 필요한 법적 조치가 취해진다.

다. 현황

1) 거래량

II장에서 살펴본 바와 같이, 1997년 1월 OHR의 도입으로 인해 ECN의 호가는 Nasdaq의 SelectNet을 통하여 미국 전역을 연결하는 호가시스템에 게시되게 되었다. 이로써, 1997년 이전에 2개에 불과하였던 ECN은 2000년 초까지 10개로 늘어날 정도로 급성장하였다. 그러나 이후 2000년 2월 Brass Utility와 Strike간의 Brut으로의 합병을 시작으로 생존의 필수 요소인 유동성 창출을 위한 미국 ECN간의 합병이 지속되고 있으며²⁷⁾, 다른 한편으로는 ECN내의 또 다른 틈새시장을 추구하는 ECN

26) 2002년 7월 현재, 불공정행위와 관련하여 ECN에서의 시장조치는 전무한 실정이다. 이는 ECN의 내재적 특성상 불공정행위에 대한 판단을 하기가 매우 어렵기 때문에 수긍할 만한 대목이다.

27) 생존을 위한 합병추세는 당분간 계속될 것으로 보이며 결국엔 상위 2~3개사 정도가 살아 남을 것으로 전문가들을 전망하고 있다. ArcaEX로 전환하기 이전인 2001년 11월에 Archipelago는 REDIbook을, 2002년 6월에는 Instinet이 Island와의 합병을 결정하였다.

간의 분화현상으로 ECN의 수는 증가하고 있다. <표 II-1>와 <표 III-1>는 미국 ECN의 현황을 제시하고 있다.

“시간외 거래” 및 “투자자의 익명성 보호”에 대한 투자자들의 요구에 따라 초창기 ECN은 시간외 거래를 주된 영업 대상으로 하였으나, 이후 ECN 거래량의 대부분을 Nasdaq에 상장된 주식의 정규거래가 차지하고 있다(시간외 거래: 2~3%, 정규거래: 97~98%). 이것은 Nasdaq 거래 시스템이 제공하지 못했던 시간외 거래와 투자자의 익명성 보호에 대한 투자자의 욕구를 ECN이 만족시켜 줄 수 있었기 때문에 일어난 현상이라고 할 수 있을 것이다. 이 결과 ECN은 Nasdaq에서 거래되는 주식의 40%, 거래 대금의 34%를 차지할 정도로 Nasdaq에게는 위협적인 존재로 성장하였다(2001. 12.).

이에 비해 NYSE에서의 ECN거래량은 NYSE 전체 거래량의 5% 정도에 그치고 있다. 이제까지 NYSE에 상장된 주식의 ECN을 통한 거래가 미미한 것은 “NYSE 규칙(Rule) 390조” 때문이었다.²⁸⁾ 『시장책임에 관한 규정(Market Responsibility Rule』으로 불리는 NYSE Rule 390조는 주문을 NYSE에 집중시키기 위해서 만들어진 규정으로 NYSE의 회원사들이 NYSE 상장주식의 주문을 경쟁매매시장에 제출하지 않고 장외에서 내부적으로 매매하는 것을 금지하였다. 이에 따라, NYSE의 회원들이 ECN이나 ATS시장에 참가하는 것이 규제되었는데, 2000년 “NYSE 규칙 390조”의 폐지로 인해 ECN이 NYSE에 상장된 주식을 자유롭게 거래할 수 있는 길이 트였다. 그러나 아직까지는 NYSE, Nasdaq, 그리고 각 지역 증권거래소를 연결하는 시스템(ITS: Intermarket Trading System) 운영상의 불편함으로 말미암아, ECN의 NYSE 주식에의 실질적 접근은 여전히 봉쇄되어 있는 상태이다. 하지만 최근에(2001. 9.) ECN의 하나인 NYFIX

28) “NYSE 규칙 390”에 의하면 1979년 이전에 NYSE에 상장된 주식은 NYSE 이외의 어떠한 거래소에서도 거래가 허용되지 않는다. 자세한 내용은 다음을 참고할 것: 김근수·변진호, “시장간 경쟁과 그 대응: 미국 거래시스템의 변화를 중심으로”, 한국증권연구원, 2002.

Millennium의 등장으로 시장조성인, ECN, PTS가 NYSE 상장주식에 대해 NYSE와 직접적으로 경쟁을 할 수 있는 시스템이 구축되어 NYSE에 대한 시장잠식이 예상되고 있다.²⁹⁾ NYSE Rule 390조의 폐지는 시장분할 논쟁을 재연시켰다. SEC는 “동일한 주식이 여러 장소에서 거래되는 경우에” 시장분할로 인해 투자자들이 가능한 한 가장 좋은 조건으로 거래를 체결하는 것이 방해 받을 수 있음을 염려하였으나, 실제로 시장분할과 관련되어 심각한 문제가 발생한다는 직접적인 증거는 없다고 밝혔다.³⁰⁾

2001년 2월말 기준으로 미국시장에서 ECN으로 분류될 수 있는 기업 중 상위 4개사는 Instinet, Island, Archipelago, REDIBook이었으며, 이들은 압도적으로 미국 ECN 시장을 점유하고 있었다. Instinet과 Island 그리고 Archipelago와 REDIBook의 합병으로 이들의 유동성은 더욱 확대될 것으로 예상된다.

29) http://www.nasdaqnews.com/news/pr2001/ne_section01_256.html

30) 미국의 경우에 “시장분할에서 비롯되는 위험”이 그 동안 지나치게 강조되어 온 반면, 시장통합(market integration)의 어려움은 지나치게 경시되었다는 지적도 있다. 이것은 투자자 우선 및 주식시장에서의 경쟁을 통한 효율성 제고라는 SEC의 기본 철학에 따라 역사적으로 시장의 분할이 자연스럽게 형성되었기 때문에 한국의 상황과는 그 성격이 다르다. 하지만, 시장분할과 관련하여 중요한 것은 “시장과 투자자 사이의 거래를 거래소를 통하여 하느냐? 혹은 ECN을 통해서 해야 하느냐?”라는 거래수단의 문제가 아니라, “투자자의 주문을 어떻게 효율적으로 시장을 통하여 실제 거래화 하느냐?” 하는 문제라는 주장은 음미해볼 만하다 [Stoll(2000)]. 그리고, 호가의 질적인 측면에 대해 ECN과 Nasdaq을 비교 분석한 Huang(2002)의 연구는 ECN이 시장분할을 조장하는 것이 아니라 호가의 질을 개선한다는 결과를 제시하고 있다.

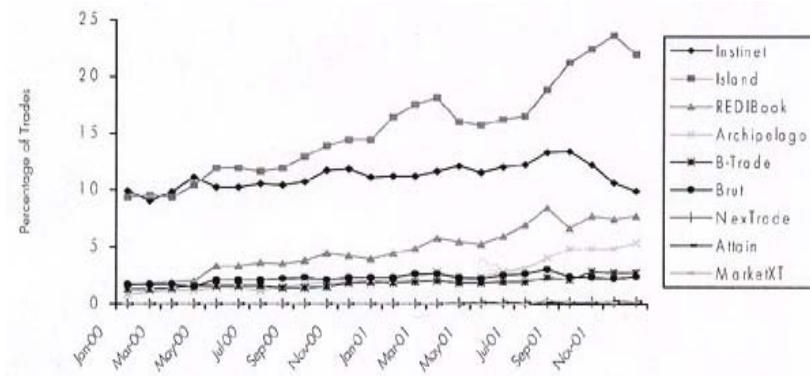
<표 III-1> ECN의 Nasdaq 시장점유율³¹⁾

	거래량 (Trade Volume, %)		거래 대금 (Dollar Volume, %)	
	2000년 평균	2001년 2월	2000년 평균	2001년 2월
Instinet	10.5%	11.2%	14.5%	14.2%
Island	11.8%	17.5%	8.4%	11.0%
Archipelago	1.4%	2.3%	1.5%	1.9%
REDIBook	3.1%	4.8%	2.8%	4.2%
Brut	2.0%	2.6%	1.3%	1.8%
TradeBook	1.5%	1.9%	1.2%	1.7%
Attain	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
NexTrade	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
MarketXT	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Total	30.4%	40.3%	29.7%	34.8%

* 2001년 2월말 현재의 데이터이므로 Instinet과 Island, Archipelago와 REDIBook이 합병하기 이전의 통계치임.

31) 한국증권연구원, “증권시장 구조 연구”, mimeo, 2001.

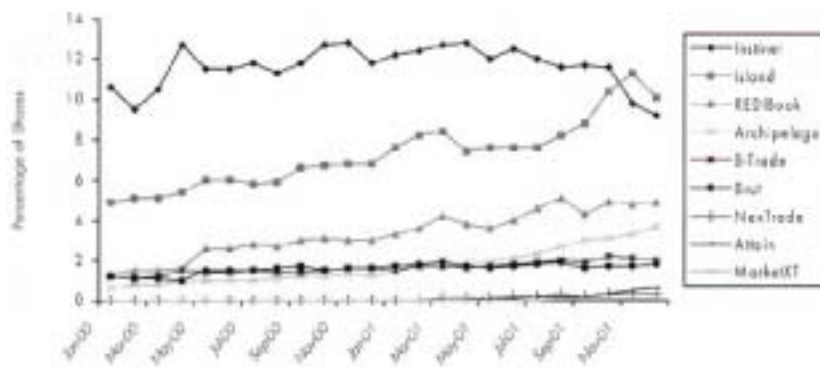
<그림 III-1> 거래금액에 따른 시장점유율



자료: Nsadaq Market Data(www.marketdata.nasdaq.com)

2001년 8월부터 NASD는 ECN의 시장점유율을 측정하는 방법을 변경하였기 때문에 2001년 8월 전·후 측정치의 일관성에 다소 문제가 있을 수 있음.

<그림 III-2> 거래량(Share Volume)에 따른 시장점유율



자료: Nsadaq Market Data(www.marketdata.nasdaq.com)

2001년 8월부터 NASD는 ECN의 시장점유율을 측정하는 방법을 변경하였기 때문에 2001년 8월 전·후 측정치의 일관성에 다소 문제가 있을 수 있음.

2) 미국의 ECN 및 기타 ATS

가) ECN의 분류 및 주요 ECN³²⁾

성공적인 ECN이 되기 위한 가장 중요한 요소는 유동성, 체결 속도, 익명성, 투명성 등이다. 현재 ECN은 각자의 상황에 맞게 “Destination ECN”으로부터 다양한 형태의 “Hybrid ECN”에 이르기까지 각기 서로 다른 사업모델과 기술을 보유하고 있다. 최근의 치열한 경쟁으로 인해 ECN은 상호 통합하는 추세를 보이고 있으며, ECN 이외의 기타 다른 ATS의 경우에는 경쟁구도가 PTS 식의 거래체결업무에서 주식거래의 전방업무(front-end)로 옮겨가는 양상을 보이고 있다.³³⁾

(1) Destination ECN

Destination ECN의 특징은 주문을 ECN 자체에서만 매칭하거나 체결하고, 다른 거래 장소에 주문을 회송(routing)하지는 않는다는 것이다. 따라서 Destination ECN은 거래소와 유사한 기능을 수행한다고 볼 수 있다.

Destination ECN이 되기 위해서는 풍부한 유동성이 전제되어야 하기 때문에 Destination ECN으로 성공한 ECN은 매우 드물지만, 합병 전 ECN 업계의 1, 2위를 다투었던 Instinet과 Island는 모두 대표적인

32) 미국 ECN 업계는 매우 급격하게 변화하고 있기 때문에 일정 시점에서의 논술이 매우 어렵다. 특히 본 보고서의 작성 기간인 2002년에 들어서면서 ECN간의 합병이 빈번해지고 있어서 서술의 일관성을 유지하기가 매우 힘들기 때문에, 특정 시점을 명시하고 현황을 기술하고자 한다. 본 보고서의 목적이 ECN의 이해를 도모하는데 있으므로 이와 같은 서술양식이 크게 무리한 것은 아니라고 생각한다.

33) 투자자가 주문을 내어 그 주문이 거래소에서 체결되기 전까지의 과정과 연관된 모든 절차 및 업무를 주식거래의 전방업무라고 일컫는다.

Destination ECN이다. 전형적인 Destination ECN은 지정가주문만을 취급하는 특징을 갖는다.

그러나 Instinet은 다른 시장으로 주문을 회송할 수 있는 기능 또한 제공하고 있기 때문에 전통적인 Destination ECN의 정의에 정확히 부합하는 것은 아니다. 하지만 주된 영업형태가 Destination ECN 형태를 취하고 있기 때문에 Destination ECN으로 분류한다. 미국의 ECN 중에 Instinet, 합병 전의 Island, Attain이 Destination ECN으로 구분된다.

(가) Instinet

1969년에 설립된 Instinet은 1987년 로이터 그룹(Reuter Group Plc)에 의해 인수되어 운영되고 있다. 오늘날 Instinet은 매일 전세계 40개국 이상의 시장에서 주식 거래를 하며, 북미, 유럽, 아시아의 20여개 거래소에 회원으로 등록된 세계 최대의 ECN이다. Instinet은 이미 30여년 전부터 전자주식거래를 실시하였고, 정규시장보다 훨씬 강화된 형태의 중립성, 익명성, 투명성을 중시하는 경영을 추구하여 고객의 욕구에 부응하여 왔다. 전세계 브로커와 펀드매니저들의 거래비용을 조사하여 순위를 발표하는 Elkins/McSherry사와 Plexus Group은 2000년도에 Instinet을 미국 내 제2의 장외브로커와 제1의 매매체결서비스(best execution)를 제공하는 브로커로 각각 선정하였다.

투자자들은 Instinet을 통해서 전자적으로 이루어지는 협상과 거래를 할 수 있으며 거래소에도 접근할 수 있다. 즉 투자자들은 Instinet을 통해 다수의 시장에 동시에 주문을 보낼 수 있으며 Instinet의 스크린에 주문을 입력함으로써 전세계의 펀드매니저, 브로커·딜러, 시장조성인, 스페셜리스트와 거래할 수 있는 것이다. Instinet은 거래기능 외에도 실시간 시장정보를 제공하는 연구조사와 분석, 거래비용 분석 등과 같은 연구조사(research) 서비스도 제공하고 있다.

1999년 10월 온라인 브로커인 E*Trade와 전략적 제휴를 통해서 E*Trade 고객 중 일부는 거래소의 개장 전 탐색거래 시간에 Instinet을 통해 NYSE와 Nasdaq 상장주식에 대해 거래를 할 수 있게 되었다. 또한 Instinet은 글로벌 주식거래와 분석업무를 보완하기 위하여 2000년에는 전세계에 걸쳐 1,100개의 연기금펀드를 고객으로 가진 기관투자자 중개업회사인 Lynch, Jones & Ryan(LJR)을 인수하였다. LJR의 인수는 Instinet으로 하여금 일반투자자를 자신의 고객으로 흡수할 수 있는 계기를 마련해 준 것으로 인식되고 있다. 현재 Instinet을 사용하는 증권회사와 브로커들은 온라인이나 전통적인 서비스를 통해 일반투자자들이 Instinet에 접근할 수 있도록 서비스를 제공하고 있다. Instinet의 개관은 다음과 같다:

- 목표고객: 주로 대규모 기관투자자와 브로커·딜러임. 일반투자자를 유치하기 위해 온라인 브로커와의 협력관계를 형성하는데 주력하고 있음.
- 고객수: 전세계에 걸쳐 약 6,000명의 고객을 확보
- 수수료체계: 협상이 가능한 수수료 구조(negotiable fee structure)
- 특징: 유동성 측면에서의 우위뿐만 아니라, ① 실질적으로 하루 24시간 운영이 가능, ② 17개 거래소에 회원으로 가입했으며 약 40개 시장에서 거래 참가, ③ 평균 약 2백만 주의 시간외 거래량(trading volume during after hours)을 기록하고 있으며 미국 이외의 지역에서의 거래량은 3~5%를 차지 ④ 크로스 서비스뿐만 아니라, 대량매매, 주문회송, Instinet에서 거래되는 주식의 (전 세계를 대상으로 한) 청산 및 결제 기능도 제공

Instinet은 최근에 유럽의 주요 거래소와 협력관계를 형성하려는 노력을 하고 있다. 이러한 노력의 결과로 Instinet은 런던, 프랑크푸르트, 파리, 스위스, 스톡홀름 거래소의 회원으로 등록하게 되었고, 이로써 Instinet의 고객들은 유럽의 주요시장에서 주식을 거래할 수 있게 되었다. Instinet이 회원으로 등록하지 않은 유럽의 소규모 시장에서도 해당 국가 증권회사와의 연계를 통해 주식거래 서비스를 제공하고 있다. 아시아 지역에도 진출하여, 홍콩과 도쿄, 싱가포르, 태국, 말레이시아 거래소의 주식을 거래할 수 있는 서비스를 제공하고 있다. 또한 Instinet은 1990년에 토론토증권거래소(TSX)에도 회원으로 등록하였다.

Instinet은 1998년에 채권에 관한 전자거래를 선보였고, 공모주시장에서 업무를 담당하고 있으며, W. R. Hambrecht와 Archipelago, 그리고 유럽의 virt-x에 투자하였다. 최근 Instinet은 경쟁이 심화되고 있는 상황에서 자사의 입지를 강화하기 위해서 2001년 5월 23일에 IPO를 단행하여, 현재 Nasdaq에 상장되어 거래되고 있다.

2001년 10월, Instinet은 주식거래의 고급 테크놀로지와 전자 브로커 서비스를 제공하던 ProTrader를 인수하면서 적극적 소매투자자(데이 트레이더)와 헤지펀드, 연기금 등으로 고객층의 다양화를 추진하고 있다. 이러한 노력의 일환으로 2002년 6월, Instinet은 Island를 5억800만 달러에 인수한다고 발표하였고, Island와 합병 후에 현재 83%인 영국의 Reuters Group Plc의 지분은 62%로 축소될 예정이다. 주로 기관투자자를 대상으로 영업을 하는 Instinet과 일반투자자를 대상으로 영업을 하는 Island와의 합병은 상호보완적이어서 시너지효과가 클 것으로 전망된다.

(나) Island³⁴⁾

짧은 역사에도 불구하고 거래주식수, 거래량 면에서 선두 시장이 된 Island는 일반투자자와 기관투자자를 주요 대상으로 하며, 투명하고 신속한 거래를 목표로 1996년 New York에서 설립되어 1997년 1월 영업을 시작하였다. 전 세계 시장을 대상으로 브로커·딜러 서비스를 제공하는 Instinet과는 조금 다르게 주로 미국시장의 주문체결에 중점을 두고 있다.

Island에는 대주주로서 온라인 증권사인 Datek 이외에 TA Associates와 LVMH³⁵⁾가 투자하고 있다. Island는 NYSE와 Nasdaq이 폐장한 시간에도 업무를 한다. 미동부시간(ETS)으로 오전 7:00부터 오전 9:30까지 개장 전 시간외 거래 서비스를 제공하고, 오후 4:00부터 오후 8:00까지 폐장 후 시간외 거래 서비스를 제공하고 있다.

Island는 데이 트레이더들이 Nasdaq의 SelectNet을 이용할 수 있도록 도와주는 “Watcher”라고 불리는 거래시스템을 제공하면서 성장할 수 있었다. 물론 다른 ECN의 경우처럼 SEC의 OHR 시행도 Island의 급성장에 기여하였다. 현재 Island는 Nasdaq의 지정가주문 체결에 주력하고 있으며, NYSE 상장주식 중에는 IBM, AOL, 그리고 Disney 등을 거래하고 있다. Island의 개관은 다음과 같다:

- 목표고객: 온라인 브로커와 데이 트레이더들을 대상으로 시작되었으며 근래에는 Instinet의 주요 고객인 기관투자자를 주목하고 있음.
- 고객수: Island 시스템을 이용하는 가입자(subscriber)는 180명이 넘으며, 400개가 넘는 회사가 Nasdaq의 SelectNet을 통해 Island를 이용하고 있음. 약 22%의 주문이 SelectNet을 통해 들어오는 것으로 추산됨. 전체 거래의 12~13%가 온라인 증권사인 Datek을

34) Island에 관한 설명은 Instinet과의 합병전의 상황임.

35) LVMH는 전자거래 회사는 아니고 꼬냑, 화장품 및 향수, 의류, 약제사리 등 고급상품을 취급하는 프랑스 회사이다.

통해 이루어 짐.

- 수수료 체계: 100주당 25센트의 수수료를 부과하고 있으며, 시스템에 유동성을 늘리기 위해서 1,000주당 1달러의 환불(rebate)을 해주고 있음.
- 특징: ① Nasdaq 거래량 및 거래금액 기준 1위, ② ECN으로는 처음으로 자신들의 호가정보를 실시간으로 공개, ③ 고객의 매도·매도 주문을 자신들의 네트워크 가입자뿐만 아니라 다른 투자자들에게도 공개

Island는 Nasdaq의 NNM과 SmallCap 주식 그리고 일부 NYSE 상장 주식을 거래대상으로 하며 지정가주문만을 허용하고 있다. 주문이 전송 되면 Island 내에 대응하는 주문이 있는지를 우선 파악하여 매매를 체결 하고, 만약 대응하는 주문이 없다면 주문은 즉시 BookViewerSM에 게시 되어 그 주문에 대응하는 주문이 나타나거나 고객이 그 주문을 취소할 때까지 BookViewerSM에 게시된다.³⁶⁾ 모든 주문은 주문을 낸 사람이나 수량에 관계없이 가격·시간우선 원칙에 따라 동등하게 체결된다. Island의 최우선 주문(top order)은 Nasdaq의 Level II 스크린에도 게시 된다. 물론 BookVeiwierSM가 Nasdaq이나 다른 시장에 대한 정보를 제공하지는 않지만, BookViewerSM를 통한 정보의 공개는 과거에 장내브로커, 시장조성인, 스페셜리스트만이 가질 수 있었던 정보 및 시간·공간 상의 이점을 줄여 그동안 일반투자자들이 받을 수밖에 없었던 불이익을 감소하는데 공헌하였다. Island는 매도측과 매수측이 공개 시장에서 직

36) BookViewerSM는 전송된 지정가주문을 집중시켜 보여주는 일종의 주문장으로, 전송된 주문은 주문을 낸 주체가 일반투자자이건 기관투자자이건가에 상관없이 전송 즉시 BookViewerSM에 게시된다. BookViewerSM는 인터넷을 통해 실시간으로 공개되는 서비스이므로, 어떤 사람이라도 Island에 전송된 모든 주문을 전송 즉시 볼 수 있다. 이에 대한 보다 상세한 내용은 II장을 참고할 것.

접 만나는 순수한 형태의 경매시장(순수경쟁매매 메커니즘)으로서의 기능을 담당함으로써 시장의 투명성을 높이게 된 것이다. 이러한 노력의 결과 Instinet과의 합병 전까지 Island는 24시간 매매거래 서비스를 제공할 계획이었으며 SEC에 거래소로의 등록을 신청해 놓고 있었다.

2002년 1월, Island는 신시내티증권거래소(Cincinnati Stock Exchange)와 협약을 체결, 사업영역의 대부분을 Cincinnati Stock Exchange로 옮기기로 합의하였다. 협약 결과, Cincinnati Stock Exchange는 현행 Nasdaq이 부과하고 있는 수수료의 1/3 가격에 Island의 호가를 출력해 주고 제공되는 시장 데이터도 Island에게 귀속되게 하여, Island의 수익성 제고가 예상되었다. 이 경우 Nasdaq은 데이터 판매 서비스에서 약 6천만 달러의 손실을 입게 될 것이다. 만일 다른 ECN들도 이런 추세를 따르게 된다면, Nasdaq이 자사 서비스의 가격책정에 대해 재고해 보아야 할 정도로 Island의 ECN 업계에서의 위상은 매우 중요한 상황이었다. 그러나 2002년 6월 Island는 Instinet에 합병되었고, Island가 추구하던 상기 전략에 대한 향후 Instinet의 행보는 거래소 및 다른 ECN에 상당한 영향을 끼치리라 전망된다.

(다) Attain

Attain은 ECN 사업에서 Destination ECN 사업 모델이 속성상 얼마나 심한 진입장벽을 가지고 있는지를 입증하는 대표적인 사례이다. Destination ECN을 영위하기 위해서는 자체 ECN이 제공하는 유동성이 풍부하여야 하고 그것이 여의치 않으면 다른 ECN으로의 연결을 원활히 수행하여야 하는데, Attain은 둘 다 제공하지 못하고 있다. Attain의 시장점유율은 현재 Nasdaq 거래량의 0.6%에 불과하며, 생존을 위한 적정 유동성을 얻기 위해 주요 시장참여자들과의 전략적인 관계를 수립해야 할 필요가 절실한 형편이다.

(2) Hybrid ECN

대부분의 ECN의 경우 “destination-only” 역할만으로는 충분한 유동성을 확보할 수가 없기 때문에 혼합전략을 많이 사용한다. 즉, 내부적인 유동성 부족으로 매칭이 이루어지지 않을 경우, 주문체결을 위해 SORT(Smart Order Routing Technology)를 사용하여 주문을 다른 시장으로 회송하는데 이러한 구조를 지닌 ECN을 Hybrid ECN으로 부른다. (SORT는 뒤에 자세히 설명함.)

Hybrid ECN 중에 Instinet과 Island가 도달한 Destination ECN으로 활동이 가능할 정도의 유동성을 충족할만한 ECN은 아직 없다. 대표적인 Hybrid ECN이며 거래량 기준으로 전체 ECN 중 3위와 4위에 해당되었던 합병전의 Archipelago와 REDIBook의 경우가 Destination ECN으로의 활동할 가능성을 보여 주고 있었다. 그러나, Archipelago는 2001년 10월 거래소로 전환하였으며, 2002년 3월 마침내 두 기업은 합병을 통해 새로운 모습의 전자증권거래소(electronic stock exchange) 변모하게 될 전망이다.

각각의 Hybrid ECN은 제공하는 특성, 주문회송 알고리즘, 희망하는 유동성의 정도에 따라 스스로를 구분하여 틈새시장 확보 경쟁을 하고 있으며 시장가주문, 지정가주문이 모두 가능하다.

(가) Archipelago/ArcaEX

1996년 12월에 거래 시스템 개발사인 Townsend Analytics와 데이 트레이딩 회사인 Gerald Putnam의 합작기업으로 설립된 Archipelago는 1997년 1월에 SEC로부터 승인 받은 4개의 ECN 중의 하나이다. 현재, Goldman Sachs, E*Trade, Instinet, JP Morgan, Gerald Putnam, Townsend, Southwest Securities 등이 Archipelago에 출자하고 있으며, Chicago에 위치하여 (동부시간) 오전 8:00에서 오후 8:00까지 영업을 하고 있다.

Archipelago의 고객은 기관투자자, 시장조성인, 스페셜리스트이며 개인 투자자들은 증권회사의 위탁계좌를 통해 Archipelago에 주문을 전송할 수 있다. 주문은 시장가주문과 지정가주문이 모두 가능하다. Archipelago의 SmartBook은 주문이 전송되면 주문에 가장 알맞은 상대 가격이 내부에 존재하는지를 찾아내고, 내부적으로 체결시킬 수 없는 경우에 최적의 가격과 주문체결 가능성이 있는 시장을 찾아내어 주문을 회송한다. Archipelago 내부에서 미체결된 주문은 Nasdaq에 ARCA란 Ticker로 회송되어 가장 유리한 가격을 제시한 브로커·딜러의 주문과 매매체결될 수 있다.

1999년 8월, SEC에 증권거래소로서의 지위를 인정해 줄 것을 요청하였으며 2000년 3월 Pacific Stock Exchange(PCX)와의 합병을 통해 거래소로의 전환을 시도하였다. 이것은 Nasdaq 뿐만 아니라 NYSE와 AMEX에 상장된 주식을 거래할 수 있는 최초의 ECN으로 발전하려는 의도로 해석할 수 있다. 마침내 SEC는 2001년 10월 Archipelago의 거래소 전환을 허용함으로써, Cincinnati Stock Exchange 이후 20여 년 만에 처음으로 미국 내에서 순수경쟁매매 메커니즘인 전자증권거래소(electronic stock exchange)가 탄생하게 되었다. 이에 따라, Archipelago와 PCX의 합병으로 설립된 ArcaEX를 통해 PCX의 전통적인 입회장(trading floor) 거래는 전자거래 시스템으로 대체되었으며, 감리·감독은 PCX에 의해 수행되고 있다. Archipelago는 ArcaEX를 통해 거래소가 됨으로써 실시간 시장데이터 판매와 상장 수수료 수익을 얻게 되었으며, 기존의 증권거래소와의 본격적인 경쟁에 뛰어들 수 있는 자격을 확보하게 된 것이다. SEC는 새로운 시장에 의해 제공될 경쟁과 혁신이 투자자들에게 이익을 가져다 줄 것이라고 판단함으로써 Archipelago의 신청을 승인한 것으로 보인다. 또한 SEC는 독립적으로 완전한 거래소가 되길 원하는 Nasdaq을 포함한 다른 시스템(예를 들어, Island)에 대한 거래소 승인여부를 신속하게 결정할 것을 약속하였다.

2002년 3월, ArcaEX는 2001년 11월 발표한 REDIBook과의 합병을 완료하였고, 2002년 3/4분기에는 양 사의 주문장과 거래 시스템을 통합할 예정이다.

(나) REDIBook

REDIBook은 Spear, Leeds & Kellogg에 의해 1997년 11월에 설립되었다. REDIBook은 투자자들의 욕구 중 신속성에 중점을 두고 고안되었다. 보통 다른 ECN에서 투자자가 주문을 내면 주문에 대한 정보를 입력·재입력함으로써 상당 시간을 소모할 뿐만 아니라 어느 시장으로 주문을 보내고 어떻게 처리할 것인가에 대한 상세한 지시 또한 내려야 하는데 비하여, REDIBook 시스템은 주문을 입력하기만 하면 최선의 가격을 얻을 수 있도록 그 이후의 과정을 SORT를 이용한 시스템이 처리하도록 고안되어 있다.

REDIBook의 주고객은 기관투자자, 헤지펀드매니저, 데이 트레이더 중심의 일반투자자, 옵션시장 딜러 등 유동성에 관심을 가진 투자자들이다. REDIBook은 신속하고 효율적인 거래서비스를 제공하고 있다. 체결이 시스템 내부에서 이루어지지 않을 경우 주문은 Nasdaq의 SelectNet을 통해 Nasdaq Level II 시스템으로 회송되어 Nasdaq 시장 참여자들의 호가와 상호작용을 하게 된다. 이때 Level II 스크린에는 REDI라는 Ticker로 주문이 올라가기 때문에 고객의 익명성이 보장된다.

REDIBook의 거래가능 시간은 미동부시간으로 오전 8:00부터 오후 10:00까지이고, 거래가능 주식은 NYSE와 AMEX의 상장주식과 Nasdaq의 NNM/SmallCap 주식이다. REDIBook은 Nasdaq 주식에 대해서는 거래가능 시간 동안 계속하여 거래서비스를 제공하지만, NYSE와 AMEX 상장주식에 대해서는 시간외 거래만 제공하고 있다. 오후 4:00 이후에 이루어지는 Nasdaq 주식에 대한 주문은 모두 지정가주문만 가능하다.

REDIBook은 매매체결의 효율성에 의해 급성장하였으며 1999년 온라인 브로커인 Charles Schwab, 투신운용회사인 Fidelity, 투자은행인 DLJ(Donaldson, Lufkin & Jenrette)가 지분참여를 하였으며, 10월에는 PainWebber, CSFB(Credit Suisse First Boston), Lehman Brothers, TD Waterhouse, NDB(National Discount Brokers)가 추가적으로 지분에 참여하였다. 광범위한 개인투자자를 고객으로 하는 이들 회사가 참가함으로써 REDIBook은 보다 높은 유동성을 확보할 수 있게 되었다. 상기한 바와 같이 2002년 3월 REDIBook은 ArcaEX에 의해서 합병되었다.

(다) Brut

2000년 2월, ECN의 합병사례로서는 처음으로 Strike ECN을 흡수 합병한 Brut는 브로커·딜러들이 주요 소유자이기 때문에, 여타 ECN에 비하여 주요 브로커·딜러들 사이에서 매우 인기 있는 Hybrid ECN이다.

Brut은 매수 측(buy-side) 고객을 목표시장으로 정해서 이들 고객이 선택한 브로커에게 수수료를 제외하고 커미션을 되돌려 주고 있는데 (repatriation), 이는 거래가 실제 어느 ECN에서 체결되었는지 여부에 상관없이 지불한다. 왜냐하면 Brut은 Hybrid ECN이기 때문에 Brut 내에서 거래가 체결될 수도 있지만, 다른 ECN에 회송하여 체결될 수도 있기 때문이다. 또한 매수 측 고객들을 유치하기 위한 자신만의 전방업무 시스템(front-end system)을 추진하고 있다.

(라) Bloomberg Tradebook

Bloomberg Tradebook은 세계 16개 거래소에의 접속을 제공하여 글로벌 전자 브로커(global electronic agency broker) 역할을 수행하는 Hybrid ECN이며, 필라델피아증권거래소(PLX)에 직접 연결되어 주문이

PLX의 스페셜리스트에게 직접 전송될 수 있는 서비스도 제공하고 있다.

(마) NextTrade

하루 24시간 주식거래 서비스를 제공하고 있으나, 다른 ECN 참여자들이 가진 정도의 유동성을 확보하고 있지 못하며 유동성 부족을 해결하기 위해서 SEC에 거래소로의 전환을 신청한 상태이다. 이것은 ArcaEX와 마찬가지로 NYSE와 AMEX에 상장된 주식을 거래함으로써 유동성을 증가시키려는 의도로 해석할 수 있다.

(바) MarketXT와 GlobeNet

비교적 최근에 설립된 MarketXT와 GlobeNet은 SORT를 이용하여 최선의 주문체결을 제공하거나 ECN으로 거래를 회송하는 “중립적 거래 출입구(neutral trading portal)” 서비스를 제공한다.

MarketXT의 경우, 자신의 이용자들에게 MarketXT를 배제하고 다른 ECN과 시장센터만을 검색할 수 있는 선택권도 부여하고 있다.

GlobeNet은 2001년 6월에 영업을 시작하였으며, Nasdaq뿐만 아니라 OTCBB(OTC Bulletin Board; 한국의 제3시장과 유사한 역할을 하는 장외시장) 주식도 취급하고 특히 OTCBB에 대해서는 “자동으로” 주문을 체결할 수 있는 서비스를 제공한다.

(사) NYFIX Millennium

Nasdaq 시장에 중점을 두는 다른 ECN과는 달리 NYSE 시장을 공략하는 몇 안 되는 ECN 중의 하나이다. 기능 자체는 여타 Hybrid ECN처

럼 내부적으로 주문을 매칭시키거나 SORT를 통해 (투자자의 선택에 따라) 체결 가능한 곳으로 회송하는 역할을 한다(NYSE, 지역 거래소, Nasdaq, ECN 등을 모두 포괄하여 회송).

NYFIX Millennium은 “NYFIX 네트워크”를 운영하고 있는데, NYSE 시장의 매우 다양하고 수많은 시장 참여자들을 단일 서킷(circuit)을 이용하여 연결시켜 주는 중요한 서비스를 제공함으로써 다른 ECN들과 비교하여 경쟁력이 있는 아주 독특한 틈새시장을 형성하고 있다.

현재 NYSE 회원의 50% 이상이 “NYFIX 네트워크”와 협약을 맺고 참여하여 동 네트워크가 이미 프로세스화 되어 있으며, NYFIX 네트워크를 통해 NYSE의 전체 일별 주식거래량의 절반 이상이 체결이 가능한 곳으로 회송된다. 이는 전체 ECN 일별 거래량의 30배, 지역 거래소 일별 거래량의 8배에 해당한다.

나) 기타 ATS

(1) Batch Execution ATS

연속적으로 주문을 체결하는 ECN과는 다르게 하루 중 특정 시간에 집중경매(call auction)를 시행한다. 이 범주에 속하는 ATS는 가격발견기능이 없는 PTS(ITG의 POSIT, Instinet Crossing)와 가격발견기능이 있는 ATS(Nasdaq의 Primex Auction)로 구분할 수 있다.³⁷⁾

37) Nasdaq의 Primex Auction은 시장조성인제도를 사용하는 Nasdaq이 경쟁매매 매커니즘을 사용하는 것처럼 시뮬레이션을 이용하여 가격발견기능을 제공하는 시스템이다. 여기에서 가격발견기능이 있다는 것은 우리나라의 동시호가처럼 집중경쟁매매시 가격이 결정되는 것을 의미하며, 연속적인 가격정보를 제공할 수 없다는 점에서 ECN으로 구분하지 않고 기타 ATS로 구분한다.

(가) POSIT

고객들간의 거래가 익명으로 처리되는 최대의 전자 크로싱 시스템 (electronic stock crossing system)이며 1987년 도입되었다. 거래는 거래시점에서의 정규 거래소 또는 주시장의 매도·매수 가격의 중간가격으로 형성되고 거래시점은 (동부시간) 오전 9:40, 오전 10:00, 오전 10:30, 오전 11:00~오후 3:00 사이에는 매시 정각이다. 거래시점 이전에 유동성을 축적시킬 수 있기 때문에 ECN 거래규모보다 평균적으로 최소 10배 이상의 거래를 체결시킬 수 있는 특징이 있다.

POSIT 시스템을 이용하는 고객들 중 연기금 등과 같은 기관투자자는 주문체결 시간보다 자신의 거래가 시장에 미치는 영향에 대한 관심이 더 크기 때문에 POSIT을 자주 이용하고 있고, 정기적으로 포지션을 변경해야 하는 헤지펀드나 프로그램 매매자에게도 적합한 서비스로 인식되고 있다.

(나) Instinet Crossing

1986년 설립된 최초의 전자 크로싱 시스템이며 POSIT과 유사한 서비스를 제공하지만 시간외 거래에 중점을 둔다는 차이점이 있다. 상장 종목은 종가로 거래되고 Nasdaq 종목은 정규거래의 bid-ask 종가의 중간가격에서 거래가 형성된다. 거래시점은 (동부시간) 오전 9:00, 오후 6:30~오후 8:30이고 오전 9:00 거래의 경우 거래량으로 가중평균한 가격을 거래가격으로 사용(VWAP: Volume Weighted Average Price)하고 있다. 현재 거래시간 확대를 고려하고 있다.

(2) 동종업종간을 연결하는 ATS(Peer-to-Peer ATS): Liquidnet

브로커·딜러의 개입 없이 “매수 측(buy-side) 고객”들을 직접적으로 상호 연결시켜줌으로써 이들의 거래비용을 절감(주당 \$0.02를 부과)시켜 “기관간 거래의 냅스터(Napster)”라고도 불린다.³⁸⁾ 대표적인 ATS인 Liquidnet은 다른 매수 측과 체결될 수 있는 주문이 발생하면 이를 기존의 매수 측 거래자에게 고지한다. 주문을 “active”하게 하거나 거래 가격과 수량에 대한 옵션을 가진 주문을 유발시킨 거래자는 익명으로 협상할 수 있고, 협상이 완결되면 Liquidnet에서 주문이 체결된다. (IV장에서 설명할 “투자자간의 직접적인 접속 거래(DAT: Direct Access Trading)” 서비스를 제공하는 회사가 매수 측 기관투자자만을 대상으로 특화된 ATS임.)

Liquidnet은 주로 대량거래주문(block order)의 전자적 체결에 초점을 맞추고 있다. 매수 측 기관투자자는 Liquidnet 최대의 장점으로 이용의 편의성과 시장충격비용의 최소화를 꼽고 있다. 평균 주문규모가 71,000주로 5,000주인 POSIT, 1,100주인 NYSE와 비교할 때 Liquidnet이 대량 주문에 특화되어 있음을 알 수 있다. 현재 92개 기관이 사용하고 있고, 테스트 중인 기관은 52개이다.

현재로서는 브로커·딜러, 거래소, Nasdaq 등에 위협이 될 만한 유동성 수준을 확보하지 못했기 때문에 큰 위력을 발휘하고 있지 못하나, 중간매개자를 제거하겠다는 아이디어는 상당한 성공 잠재력을 지니고 있다. 그러나 Liquidnet 상에서의 주문은 정규 거래소에서 발생하는 대부분의 주문에는 노출되지 않기 때문에, 거래소 외부에서 Liquidnet에 참여하는 기관투자자들로 인해 시장분할의 가능성이 있다.

38) 냅스터는 미국의 음악파일 공유서비스 사이트로서 P2P방식(개인 대 개인의 컴퓨터간 직접검색 및 다운로드 방식)으로 소비자들이 음악파일을 공유할 수 있도록 매개역할을 하는 닷컴회사이다. 2000년 법원으로부터 불법 판정을 받았다.

3) 소유구조

ECN의 운영주체는 (온라인)증권사, 국제적인 투자은행, 스페셜리스트, 투자펀드, 언론사(news agency) 등 모든 글로벌 기관들이 망라되어 있다. 이 중에서도 규모가 큰 ECN 운영주체들은 개별 ECN의 실패를 우려하여 대체로 다수의 ECN에 동시 다발적으로 투자하고 있다. ECN에 참여하고 있는 기관은 다음과 같다:

- 국제적인 투자은행: Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, JP Morgan, Morgan Stanley
- (온라인) 증권사: E*Trade, DLJ Direct, TD Waterhouse
- 스페셜리스트/시장조성인: Spear, Leeds & Kellogg, Knight Trading
- 언론사: CNBC, Bloomberg, Reuters

ECN이 이렇게 다양한 투자군으로 이루어진 이유는 첫째, ECN의 미래에 대한 불확실성에서 찾을 수 있다. 새로 시작되는 개별 ECN의 성공 가능성은 상당히 낮은 것으로 평가할 수 있다. 반면에 치열한 경쟁과정에서 생존하게 되는 ECN은 시장에서 독점적인 우위를 확보하고 번영하게 될 가능성이 크다. 따라서, 지분 참여자의 입장에서는 위험을 분산시키면서 동시에 성공의 수확을 놓치지 않기 위하여 다수의 ECN 지분에 참여하게 되는 유인이 있는 것이다.

둘째는, 지분 참여기업과 ECN 사이에 사업적인 연관관계가 존재하기 때문이다. 투자은행은 주식시장에서 기관투자자로서, 증권사는 투자자와 시장을 연결하는 브로커로서 자사의 업무와 시장을 수직적으로 통합할 수 있는 기회를 가지게 된다. 반면에 시장조성인과 스페셜리스트는 대체성을 가지는 사업에 진출함으로써 위험을 분산시키는 효과를 얻을 수 있다. 마지막으로 언론사는 네트워크 기술과 정보라는 측면에서 증권시장과는 밀접한 관계를 가지며 정보통합의 시너지 효과를 얻을 수 있기

때문에 ECN에 진출했다고 생각된다.

<표 III-2> ECN의 소유구조와 장단점³⁹⁾

ECN	지분참여자	장점	단점
Instinet	Reuters	-높은 유동성 -시장 선도자	-시장 방어 입장
Island	Datek, TA Associates, LVMH	-기술적인 우위	-기관투자자 유인 필요
Archipelago	Goldman Sachs, E*Trade, Instinet, JP Morgan, Southwest Securities 등	-기술적인 우위 -지분 참여자를 통한 높은 유동성	-지분 참여자 이외의 투자자 다양화 필요
REDIBook	Spear, Leeds & Kellogg, Charles Swab, Fidelity, DLJ	-최대 스페셜리스트 인 SLK와의 연계	-SLK에 대한 지나친 의존
Brut(Strike)	Goldman Sachs, Knight Trading, Merrill Lynch, Bear Sterns, DLJ, 등	-안정된 투자집단 -높은 유동성	-다양한 접근방법 제공 필요
TradeBook	Bloomberg	-안정된 투자집단 -ITG와의 연계	-유동성 증대를 위한 연계 필요
Attain	Rushmore Financial Services, Inc.	-널리 알려진 데이 트레이딩 회사	-유동성 결여 -후발업체
NexTrade	PIM	-24시간 거래 -전세계적 연계	-유동성 결여 -후발업체
MarketXT	Tradescape	-최초의 야간거래 실시	-다양한 유동성 제공 필요

39) Meridien Research, "ECNs - Who Will the Winners Be?," 1999, pp. 35-36을 수정하였음.

라. 문제점과 향후 전망

증권시장에 일대 변혁을 주도해 온 ECN은 1997년부터 벌써 4년 이상 영업을 지속하고 있다. 이는 스페셜리스트와 시장조성인을 배제한 매매도와 매수자의 주문을 직접 접속시켜서 매매를 체결하는 ECN이 결국에는 “유동성 결여”로 쇠락의 길로 들어설 것이라는 초기의 비관적인 전망을 이겨내고 있는 하나의 반증이기도 하다. 그러나 NYSE와 Nasdaq도 ECN이라는 급속한 경쟁요소의 등장과 제도의 변화에 대응하기 위해 새로운 변화를 시도하고 있는 상황에서 아직 ECN의 미래를 낙관하기는 이르다.⁴⁰⁾ ECN은 지속적인 기술발전과 저렴한 거래비용을 앞세워 기존 거래소들과 경쟁할 수 있다고 주장하고 있다. 하지만, 기존 시장센터들의 경쟁적 대응은 ECN에게 있어서 중요한 위협이 되는 것만은 틀림없는 사실이다. ECN의 운영자들조차도 자신들의 미래에 대해서 확실한 예측을 못하고 있는 상황이지만, ECN이 직면한 유동성과 경쟁의 심화라는 문제점은 여전히 4년 전과 유사하다고 할 것이다.

이에 대한 ECN 업계의 향후 전망은 이러한 문제점에 대응하여 생존하기 위한 ECN간 또는 거래소와의 통합 및 거래소로의 전환, 그리고 새로운 틈새시장으로의 진출 등으로 요약할 수 있다.

1) 유동성 부족과 ECN의 통합 움직임

ECN이 풀어야 할 가장 시급한 과제는 유동성 부족 문제의 해결이다.

40) NYSE가 도입한 “Network NYSE”라는 일련의 새로운 시스템은 NYSE의 장점이라고 할 수 있는 풍부한 유동성과 정보를 투자자들에게 제공할 수 있도록 해주는 주문체결 서비스와 시장정보 상품이라고 할 수 있다. 또한 Nasdaq은 주문공개시설과 주문수집시설을 통합한 새로운 플랫폼인 슈퍼몽타주 시스템을 2002년 10월 14일부터 시행하기로 하였다. 자세한 내용은 김근수·변진호 (2002) 참고.

특히 시간외 거래에 있어서의 유동성 부족 문제는 더욱 시급한 과제이다. 유동성 부족에 따른 시장실패에 대응하기 위하여 다수의 ECN은 2~3개의 대형 ECN으로 통합될 가능성이 있다. 만일 ECN이 다른 시장과 연계를 하지 않는다면 가격발견은 제한적일 수밖에 없다. 시장조성인이 ECN에 제시한 최우선 주문이 OHR에 의해 Nasdaq으로 회송된다는 사실만으로는 모든 시장참가자들이 시장의 깊이를 충분히 접할 수 있다는 것을 의미하지는 않는다.⁴¹⁾ 다시 말해서, 여전히 제한적인 가격발견이라는 문제점과 대량주문의 경우 유동성 부족의 문제가 존재하는 것이다. 시장분할과 유동성 부족으로 ECN에 따라 각기 다른 가격이 형성될 수도 있다.

ECN의 또 다른 문제점은 감리활동의 미비, 특히 시간외 거래에 대한 감리활동이 적시에 이루어지지 않는다는 것이다. 따라서 ECN에서 결정된 가격이 적정한 것인가에 대한 의문이 제기될 수 있다. 결국 일반투자자들이 불공정행위나 사기행위에 대해서 충분한 보호를 받지 못할 수 있다는 우려가 있는 것이다.

온라인 브로커나 데이 트레이더의 증가는 미국주식시장의 호황에서 비롯된 것이었다. 그러나 시장이 위축될 경우에는 주식 거래량(특히 일반투자자의 거래량)이 그대로 유지되지 않을 것이다. 따라서 유동성 부족에 대한 문제는 더욱 크게 부각될 가능성이 있다고 본다. 결국 ECN은 통합이나 연계를 통해 시장분할을 극복하는 방향으로 나갈 것으로 예상된다. 8개 ECN의 주문장 공유를 위한 협정서(memorandum) 작성(1999. 12.)⁴²⁾, Brut과 Strike의 합병(2000. 2.), Archipelago와 REDIBook(2002. 3.)의 합병, Instinet과 Island의 합병(2002. 6.)은 좋은 예가 될 것이다. 향후 이러한 추세는 주식시장의 불황이 오거나 시장간의 경쟁이 치열해질수록

41) SEC Rule 11Ac1-1(ECN Rule)에 의해 시장조성자의 호가가 ECN 이름으로 Nasdaq에 게재될 수 있게 되었다.

42) Archipelago, TradeBook, Brut, Instinet, Island, MarketXT, REDIBook, Strike가 해당 ECN이다.

더욱 가속화될 것으로 보인다.

2) 시장간 경쟁의 심화

ECN의 급격한 성장에 대응하기 위해, 유동성이나 시장운영 측면에 있어서 최고 시장의 위치를 지켜온 NYSE와 Nasdaq은 ECN과 비슷한 시스템으로 그 모습을 바꾸어 가고 있다. 이러한 기존 시장의 대응은 결국 시장간 경쟁의 심화로 나타날 것이며, ECN에게는 생존의 위협으로 다가올 것이다.

NYSE의 경우, 스페셜리스트 제도를 바탕으로 입회장에서 매매가 체결되는 기존의 거래 시스템으로는 기관투자자와 일반투자자들의 변화된 요구를 수용할 수 없다고 판단한 듯하다. 기존의 거래 시스템이 가진 한계를 극복하기 위해 “Network NYSE”라는 새로운 시스템을 도입하였다.⁴³⁾

Nasdaq은 시장참가자들에게 시장의 깊이를 자세히 관찰할 수 있도록 하여 시장의 투명성을 증대시키고 가격발견기능을 개선하기 위하여, 2002년 10월부터 SuperMontage를 시행할 예정이다. 주문공개시설과 주문수집시설을 통합한 새로운 플랫폼인 SuperMontage는 시장조성인에게 익명성과 주문에 대한 다양한 선택의 기회를 제공하며 Nasdaq의 거래체결시스템 기능을 강화시켜 준다. 이로써 Nasdaq은 명실상부한 시장센터로의 역할을 수행해 나가려 하고 있다. 특히 Nasdaq의 변화는 ECN에게 치명적인 위협이며, 결국 거래 시스템과 서비스의 차별화를 찾아내지 못하는 ECN의 경우에는 시장간 경쟁에 의해 도태될 가능성이 크다.⁴⁴⁾ 즉,

43) “Network NYSE”는 ECN의 장점인 익명성, 신속성, 저렴한 비용을 수용한 시스템으로 기관투자자를 위한 Institutional Xpress와 일반투자자를 위한 NYSE Direct+를 의미한다.

44) 그동안의 ECN 성공은 거래 시스템과 서비스의 차별에 기인한다고 볼 수 있다. 예를 들어, 일반투자자의 경우 거래체결의 속도와 비용 면에서 ECN을 선호할 수 있다.

유동성과 비용 측면에 경쟁력이 있는 ECN, 보다 개선된 정보기술로 주식거래의 전체 프로세스 중에서 또 다른 틈새시장을 발견하여 확보할 수 있는 ECN만이 생존해 나갈 것으로 예상된다.

3) ECN의 거래소 전환 시도

지금까지 3개의 ECN(합병 이전의 Island, Archipelago, NexTrade)이 독립적인 증권거래소로의 전환을 위해 SEC에 등록을 신청하였고, 2001년 10월에 Archipelago(ArcaEX)가 퍼시픽증권거래소와의 합병을 통해 거래소로 전환하였다. SEC가 Archipelago의 거래소 전환의 길을 열어준 것은 ECN을 NMS로 통합하여 시장간의 경쟁을 촉진시키기 위해서였다. 그러나 Archipelago의 거래소화는 PCX와의 합병을 통해 이루어진 것이기 때문에, 합병방식이 아니라 ECN이 독자적으로 거래소로 승인을 받는 거래소화는 아직 이루어지지 못하고 있다.

<표 III-3> 거래소로 전환한 (또는 신청 중인) ECN

ECN	상 태	세부 사항
Island	1999년 6월 28일 신청	독자 거래소로 신청 (자체 SRO)
NextTrade	2000년 3월 24일 신청	독자 거래소로 신청 (자체 SRO)
ArcaEx= PCX+ Archipelago	2001년 10월 25일 SEC 승인	PCX의 입회장 거래를 대신 하는 새로운 전자거래 설비임. PCX가 ArcaEX에 대한 SRO임.

Regulation ATS에 따라서 ECN이 거래소로의 전환이 가능하게 되었음에도 불구하고, 이렇듯 SEC가 ECN에게 거래소의 지위를 선뜻 내주지

않는 이유로는 두 가지를 들 수 있다. 첫째, 기존의 증권거래소와 달리 ECN은 출발부터 이익을 목표로 하는(for-profit) 회사이기 때문에, 시장 자체가 갖는 본연의 공공적인 기능보다는 배당가능 이익을 극대화하는 과정에서 공익을 저해할 소지가 있다. 증권거래 업무는 공익적인 성격이 강하기 때문에, 상업성을 앞세운 회사가 직접 시장에 참가하여 이윤을 추구하면서 스스로 그 시장을 규제하는 것에 대해 논란이 있는 것이다.⁴⁵⁾

둘째, 거래소가 되기 위해서는 자율규제기구(SRO)로서의 요건을 갖추어야 한다. 즉, 다른 거래소와 마찬가지로 ECN도 공정하고(fair), 도덕적이며(ethical), 가능하면 효율적인(efficient) 시장을 보장하여야 한다.⁴⁶⁾ SEC가 ECN의 거래소 인가를 주저하고 있는 것은 신뢰성이 확보되지 못한 시장에서는 시장실패에 따른 투자자보호와 관련된 위험이 크기 때문이다. 따라서 ECN의 일상업무와 규제에 대한 대책이 보장된 후에야 거래소 승인이 가능할 것으로 예상된다.

물론 최근 각국 거래소는 시장통합을 계기로 또는 시장통합에 대비하여 영리목적의 주식회사로 전환하는 추세이기 때문에 ECN의 거래소 전환 자체가 문제가 되는 것은 아니다. 그러나 증권시장의 공익성에 비추어볼 때 시장의 신뢰성이 확보되지 못한다면 거래소의 기능을 충분히 수행하고 있다고 볼 수 없는 것이다. 따라서 ECN의 거래소 전환은 신중하게 이루어질 전망이다.

4) 새로운 틈새시장으로의 지속적 분화

ECN 상호간의 경쟁과 ECN의 도전에 대한 Nasdaq의 강력한 대응으

45) 앞서 언급하였듯이 NYSE의 주식회사화도 이러한 이유로 현재 중단된 상태이다.

46) 예를 들어, NYSE에서는 총인원의 약 1/3이 규제업무(regulatory task)에 종사하고 있다.

로 인해 Hybrid ECN으로는 더 이상 생존이 어려울 전망이다. 따라서 기존의 ECN과 그 성격을 달리하는 ECN 또는 ATS가 속속 등장하고 있으며 이는 향후 ECN 업계의 지평을 바꿔놓을 것으로 예상된다.

ECN 업계의 이러한 변화의 흐름에는 두 가지 동인이 작용하고 있다. 첫째, 그 동안 Nasdaq 시장의 공략에만 초점을 맞추었던 ECN이 이제는 NYSE 시장을 개척하기 시작했다는 점이다. 이러한 예의 대표적인 ECN인 NYFIX Millennium의 경우, 하나의 네트워크를 이용하여 NYSE 시장의 다양한 많은 시장참여자들을 연결시켜 주는 서비스를 제공하고 있는데 매우 빠른 성장세를 보이고 있다.

둘째, 주문체결을 위한 장소를 제공하거나 또는 스스로 어떠한 유동성도 창출하지 않으면서 단지 시장 전체의 유동성을 통합할 수 있는 수단을 제공하여, 투자자에게 시장 전체의 깊이를 볼 수 있는 서비스를 제공하는 틈새시장의 개척을 들 수 있다. 이는 결국 주식거래의 전방업무서비스에서의 특화를 의미하는데, 대표적으로 Lava Trading이 있다.

결국 기존의 ECN 업무 영역이었던 “전자적 주문체결 업무”로부터 “특화된 새로운 틈새시장으로의 업무영역 개척”의 성공여부가 향후 ECN의 생존 및 지속적인 성장에 중요한 역할을 할 것으로 전망된다.

2. 일본 및 유럽

일본과 유럽의 ECN은 미국에 비해 그 규모와 발전 정도가 비교가 되지 않을 만큼 초보적인 수준이다. 본 절에서는 우리나라 전자장외증권중개회사와의 차이점을 파악하는데 도움이 되는 정도에서 이들 국가 ECN의 제도 및 규제, 현황, 문제점 등을 간단하게 살펴보고자 한다.

가. 일본

1) 제도 및 규제

일본은 1998년 6월 금융개혁법안에서 증권회사의 매매주문을 거래소에 집중하도록 하는 소위 “거래소 집중의무”를 폐지하여, 투자자가 전자거래시스템을 이용한 사설거래시스템(PTS)을 이용할 수 있도록 하였다(일본은 ECN과 PTS를 구분하지 않고 PTS로 사용하기 때문에 일본의 PTS는 미국의 ATS에 해당됨). 일본의 증권거래법에서 규정하고 있는 PTS는 다음의 V장에서 논의할 한국의 전자장외증권중개회사에 대한 증권거래법의 내용과 많은 면에서 유사한데, 주요 내용은 다음과 같다:⁴⁷⁾

- 거래소 이외의 거래허용 대상을 증권회사로 한정하고, 증권업의 종류에 PTS 운영을 포함함(증권거래법 제2조 8항).
- PTS의 공정성을 확보하기 위하여 거래가격(증권거래법 제2조 8항)과 거래 내역의 공표 등에 관한 기준을 마련하여 운영하고 있음.

일본 금융청은 2000년 10월 26일 상기의 증권거래법에 규정한 바를 실제 시행함에 있어서, 정부의 가이드라인을 설정하여 PTS가 이에 따르도록 하는 “사설거래시스템(PTS) 개설 등에 관한 지침”을 공표하였다. 이 지침은 2000년 11월 16일 “의견수렴 과정(public comment)”을 거쳐 공식적으로 결정되었으며, 2000년 12월 1일부터 시행되고 있다.⁴⁸⁾

가) PTS의 정의 및 관련 제도

일본에서의 PTS란 증권회사가 운영하는 컴퓨터 네트워크상에서 기관

47) 한국증권거래소, “국내 증권시장의 ATS 도입여건과 외국의 현황”, 조사자료 00-04, 2000.

48) 한국증권연구원, “증권시장 구조 연구”, mimeo, 2001.

투자자나 증권회사 등 다수의 거래참가자에 의한 주식, 채권의 매매주문이 체결되도록 하는 시스템으로 정의된다.

미국에서는 PTS가 원칙적으로 증권 브로커·딜러(증권회사)로서 규제를 받았으나, 일본의 경우 증권거래법에 의해 증권거래소를 제외한 어떠한 자도 유가증권을 매매하기 위하여 시장을 개설하는 것이 금지되어 있었기 때문에(1998년 개정 이전의 증권거래법 제87조 2항) 기존의 법체제 하에서는 PTS와 같은 제도의 도입이 불가능하였다.

1996년 11월, “free, fair, global”을 슬로건으로 내세워 실시된 일본의 금융시스템 개혁(금융 빅뱅)에서는 증권시장간 경쟁의 촉진을 통한 시장의 효율화와 질적 향상을 목표로 하였고, 이를 바탕으로 1998년에 증권거래법을 전면적으로 개정하였다. 상기한 바와 같이 개정법에 의하여 거래소 집중의무가 철폐되고 PTS의 운영이 증권회사의 “인가업무”의 하나로 인정되어(허가가 아님), 인가를 받아 영업하는 PTS는 거래소 유사시설에 관한 금지조항에서 제외되었다(증권거래법 제2조 8항 7호).

(1) 매매가격 결정방법 및 인가 조건

(가) 매매가격 결정방법

일본은 1998년에 일본 내 PTS의 운영을 인정하도록 증권거래법을 개정하였지만, PTS의 매매가격 결정은 ① 시장가격 매매방식과 ② 고객간 교섭방식으로 제한하였다. 그러나 2000년 11월에 만들어진 금융청의 “시설거래시스템(PTS) 개설 등에 관한 지침”과 이에 근거한 총리부령을 통해 새로운 가격결정방법인 ③ 고객주문 상대방식과 ④ 매매호가 제시방식이 추가로 인정되었다. 새로운 가격결정방법이 인정되면서 고객이 제시한 값에 의해 가격을 형성하는 주문주도형 방식의 PTS와 증권회사가 호가를 제시하는 것으로 가격을 형성하는 호가주도형 방식의 PTS를 개설할 수 있는 길이 열리게 되었다. 일본의 네 가지 거래방식은 다음과

같다:

- 시장가격 매매방식: 상장주식의 경우 거래소의 매매가격을 이용하여 가격을 결정하며 증권업협회가 개설하는 장외시장의 경우 협회가 공표하는 매매가격을 이용하여 가격을 결정함. 두 방법 모두 가격결정 기능이 없는 크로싱 거래 방법임.
- 고객간 교섭방식: 거래참가자에 의해 상대방에 대한 교섭이 개별적으로 이루어지는 방식임. 가격형성기능이 매우 낮음.
- 고객주문 상대방식: 고객이 제시한 가격이 거래의 상대방이 되는 다른 고객이 제시한 가격과 일치하는 경우 해당 고객이 제시한 가격으로 거래가 이루어지는 방법임. 증권거래소에서 이루어지는 거래방법과 유사하며 지정가주문뿐만 아니라 시장가주문도 인정됨.
- 매매호가 제시방식: 증권회사가 동일 종목에 대해 자기 또는 다른 증권회사에 복수로 매매호가를 제시하고 호가에 근거하여 가격을 결정하는 방법임. 다시 말하면 복수의 증권회사가 PTS 상에서 시장조성인으로서 호가를 제시하여 고객의 매매주문에 응하는 방법임. 그러나 주식 장외시장에서의 시장조성 방식과 같이 확립된 기준에 근거하여, 특정 증권회사가 항상 매매호가를 제시하여 일정량의 매매에 응하는 의무를 갖는 것은 이 경우에서 제외됨.

(나) 인가 조건

2000년 11월 새로운 지침에 의해서 PTS의 가격결정방법이 확충되었으며, 이에 따라 PTS로 인가 받는 기준도 명확하게 제시되었다.

① 가격정보의 외부공표

공정한 거래를 확보한다는 관점에서 일정한 가격정보의 외부공표 의

무가 부여되었다. “사설거래시스템(PTS) 개설 등에 관한 지침”에서는 “최선의 호가와 거래가격 등을 다른 사설거래시스템과 비교 가능한 형태로 실시간에 외부에서 자유로이 접속할 수 있는 방법으로 공표할 것”을 요구한다. 이것은 미국의 NMS를 염두에 둔 규정이라 할 수 있으나 일본에는 호가정보를 통합하기 위한 인프라가 정비되어 있지 않기 때문에, “다른 사설거래시스템과 비교 가능한 형태로 공표형태가 정리될 때까지는 외부로부터 자유로이 접속할 수 있는 방법으로 공표한다”라는 보충규정을 두었다. 따라서 공표형태가 정리될 때까지 인터넷 상의 홈페이지를 통한 공개나 정보 제공자를 통해 단독으로 정보를 제공하는 형식을 취하고 있다.

또한 호가정보나 거래가격정보의 공표의무는 주식이나 전환사채를 거래하는 PTS에 대해서만 부여된 것이며, 국채나 사채를 거래하는 PTS에는 적용되지 않는다. 이는 종목수가 많고 개별 호가나 거래정보의 공표가 기술적으로 쉽지 않으며 금리 수준으로 가격의 타당성을 판단하는 채권거래의 특성을 염두에 둔 조치이다.

② 거래량의 시장점유 정도에 근거한 수량기준

“사설거래시스템(PTS) 개설 등에 관한 지침”에 따르면, 일본의 PTS는 과거 6개월 동안에 도쿄증시, 오사카증시, 나고야증시와 장외등록시장의 매매대금 총액에 대한 일평균 매매대금의 비율이 ① 개별 종목에 대해 10% 이상이고 전체에 대해 5% 이상이 되는 경우에는 매매 관리, 심사체제의 확대, 위약손실준비금제도의 정비를, ② 개별 종목에 대해 20% 이상이고 전체에 대해 10% 이상이 되는 경우에는 유가증권시장 개설의 면허취득을 의무적으로 수행하여야 한다.

PTS는 거래소와 달리 자율규제가 없다는 특징을 가지고 있다. 그러나 PTS 상의 거래가 활발해지고 거래참가자의 수가 증가하거나 거래규모가 상당히 커지면, 거래소시장과 같이 공공성이 높은 존재로 생각하지 않으

면 안 되는 상황이 일어날 수 있다. 미국의 “Regulation ATS”도 이러한 가능성을 염두에 두고 어느 특정 종목에 대해 총 거래액의 20% 이상을 취급하는 ATS에 대해서는 일반 ATS보다 엄격한 규제를 하고 있다.

상기한 바와 같이 일본에서 거래량이 큰 PTS에 대한 특별한 취급은 호가정보, 거래가격정보의 공표의무와 같이 주식이나 전환사채를 거래하는 PTS에 대해서만 부과되며 국채나 사채를 거래하는 PTS에게는 부과되지 않는다.

③ 업무인가 유의사항

PTS를 컴퓨터 시스템을 이용한 증권업무와 구분하기 위하여 다음과 같은 PTS 인가 조건을 명시하였다(“사설거래시스템(PTS) 개설 등에 관한 지침” 제3-1-3(1)).

- 거래소 유가증권시장 또는 장외매매 유가증권시장에서 매매중개를 하거나 다른 단일 증권회사에 유가증권 매매를 중개하는 시스템은 사설거래시스템이나 유가증권시장에 해당되지 않음.⁴⁹⁾
- 고객과의 사이에서 유가증권 매매를 하는 자기대응 매매시스템의 경우 다수의 주문에 의한 유가증권의 수급을 집약시킨 제시호가를 근거로 매매를 성립시키는 시스템에 대해서는 사설거래시스템 또는 유가증권시장에 해당하는 것으로 함.

기타 PTS의 업무와 관련된 사항은 다음과 같다:

- 내부관리

- 증권업무 경험 5년 이상의 사람이 책임자가 되어 업무의 수

49) 다른 단일 증권회사에 유가증권의 매매를 중개하는 시스템이란 거래소 비회원 증권회사가 회원사에 주문을 연결하는 것을 의미한다.

- 행에 필요한 조직 및 인원을 배치할 것
 - 고객의 본인확인 방법을 확립할 것
 - 내부자거래 등 거래의 공정성을 해치는 경우를 배제하는 방법을 확립할 것
- 고객 설명 의무: 해당 업무와 관련되는 사항을 고객에게 설명하는 것으로 아래 사항에 대해서는 사전에 충분한 설명이 가능한 체제가 정비되어 있을 것
 - 매매가격 결정 방법
 - 주문으로부터 약정 및 결제에 이르기까지의 거래 규칙
 - 결제 불이행에 대한 취급
 - 제시된 가격에 의한 매매체결 가능성
- 시스템 용량의 안정성 및 확실성 확보
 - 장래의 발주, 거래량 등을 합리적으로 전망하여 그에 알맞은 시스템 용량을 확보할 것
 - 충분한 사전 테스트 실시
 - 시스템 용량의 초과나 장애발생 방지 및 조기 발견을 위한 감시체제 확립
 - 시스템 이상시의 대처 방법
 - 시스템 이중화(백업)
 - 위의 사항에 대하여 외부 기관의 평가를 받을 것
- 거래정보의 보안을 위한 조치
 - 해당 업무 부문과 그 외의 업무에 종사하는 사람간의 명확한 구분
 - 해당 업무에 관련된 사람이 그 외의 업무에 관한 정보를 이용하여 해당 업무에 해를 입히거나, 해당 업무 이외의 사람이 해

당 업무와 관련된 정보로 그 외의 업무를 하는 것을 금지

- 거래참가자에 대한 정보를 외부에 알리지 않도록 하는 조치가 정확하게 강구될 것
- 위의 사항이 사내 규칙 등에 정해져 있을 것

④ 감독시 유의사항(“증권회사부령” 제33조 2호의 2, 제60조 1항 14호)

해당 업무 인가 후 감독에 있어서 거래량에 관한 월별보고, 거래기록 작성을 의무화 하고 있다.

<표 III-4> 일본 PTS의 매매가격 결정 방법 및 인가 조건

가격결정방법	가격정보 등의 외부공시		거래량에 근거한 수량기준	
	주식	채권	상장, 장외등록 주식	채권
1. 고객주문 상대방식	-최고의 호가와 거래가격 등을 다른 PTS와 비교 가능한 형태로 실시간에 외부에서 자유로이 접속할 수 있는 방법으로 공표할 것	없음	-과거 6개월 동안에 도쿄 증시, 오사카증시, 나고야증시와 장외등록 시장의 매매대금 총액에 대한 일일평균 매매대금의 비율이 ① 개별 종목에 대해 10% 이상이고 전체에 대해 5% 이상이 되는 경우에는 매매관리, 심사체제의 확대, 위약손실준비금제도의 정비, 시스템 용량 등 정기적인 체크 ② 개별 종목에 대해 20% 이상이고 전체에 대해 10% 이상이 되는 경우 증권시장개설의 면허취득	거래량의 증가로 공익과 투자자보호 관점에서 의 새로운 기준 마련 중
2. 매매호가 제시방식				
3. 고객간 교섭방식				
4. 시장가격 매매방식				
	-단, 다른 PTS와 비교 가능한 형태로 공표형태가 정리될 때까지는 외부로부터 자유로이 접속할 수 있는 방법으로 공표할 것			

나) 거래 감리 및 공시

일본의 PTS에 대한 거래 감리 체계는 체결가격과 체결수량은 증권업 협회에 실시간으로 보고하고 자세한 거래내역은 해당 거래일 바로 다음 날에 증권업협회에 보고하는 것으로 되어 있다.

PTS에서의 공시는 정규거래시간, 시간외 거래시간에 상관없이 자율 규제기구인 거래소와 증권업협회를 통해서 이루어진다. 그러나 자율규제 기구의 근무시간이 끝나는 오후 6:00 이후에는 공시담당자가 없으므로 오후 6:00 이후 PTS 영업시간 동안의 공시는 이루어지고 있지 않은 실정이다.

2) 현황

일본은 2000년 6월 30일에 채권으로는 E-Bond, 주식으로는 일본소고우증권 등 총 2개사에 대해 최초로 PTS 업무를 인가하였다. 그 후 2000년 12월 1일에 개정된 증권거래법이 시행된 이후, PTS 개설에 관한 지침에 근거하여 인가신청 접수를 받기 시작하였다. 2002년 7월 현재 재인가 회사를 포함하여 8개 PTS가 인가를 받아 영업 중이다. 인가 받은 PTS를 주식거래를 위한 PTS와 채권 PTS로 구분하여 현황을 소개하면 다음과 같다.

가) 주식 PTS

(1) BB 슈퍼트레이드(주식)

일본소고우증권은 2000년 9월 일본 최초로 PTS 운영업무로서 주식의 매매중개를 시작하였는데, 일본소고우증권의 PTS는 1986년부터 시작된 스크린 트레이딩의 발전형태인 “BB 슈퍼트레이드”이다.

“BB 슈퍼트레이드”는 고객간 교섭방식·고객주문 상대방식에 의해 결

정된 가격으로 상장주식, 장외등록주식을 거래하며 증권회사 또는 기관 투자자를 대상으로 운영된다.

(2) Monex

1999년 4월 5일에 소니, 마쯔모토의 공동 출자로 Monex증권이 탄생하였으며 2001년 1월 26일부터 PTS 업무를 시작하였다.

Monex는 당일 거래소 종가로 거래되는 시장가격 매매방식을 가격결정방법으로 취하고 있으며, TSE와 오사카증권거래소 상장 종목과 나고야 증권거래소 1, 2부 상장 주식, 투자신탁 상품을 취급한다. 개인투자자를 대상으로 운영되며 평일 오후 5:00~오후 11:59에 거래가 이루어진다.

(3) Moon Trade

미국의 Goldman Sachs가 출자하여 만든 PTS로 야간 온라인 증권회사를 통해서 실시간 주식 매매거래를 제공한다.

Goldman Sachs가 시장조성인으로 역할을 수행하는 매매호가 제시방식의 가격결정방법을 따르지만, 일정 크기까지의 주문에 대해서는 고객의 요구에 의해 거래가 이루어진다. 주문가 방식은 지정가주문으로 “킬 오프방식의 지정가주문(kill-off limit order: 가격 조건이 맞지 않고 즉시 거래가 성립되지 않는 경우, 집행 불가능으로 간주하여 즉시 취소되는 지정가주문)형태”를 취한다. 개인투자자를 대상으로 300여 개의 상품을 취급하며(현물거래만 가능) 거래시간은 오후 5:00~오후 11:50이다.

(4) DLJ Direct

미국 투자은행 Credit Suisse First Boston(CSFB)은 1988년 온라인 브로커 사업에 뛰어들면서 CSFB Direct를 설립하였으며, DLJ Direct는 CSFB Direct의 일본내 자회사로 2001년 1월 23일부터 야간거래를 시작하였다.

킬오프방식의 지정가주문을 내는 매매호가 제시방식의 가격결정방법을 취하며, 당 증권회사의 회원만이 거래가 가능하다. 거래가 이루어지는 시간은 오후 5:00~오후 11:50이다.

(5) Instinet

미국의 ECN인 Instinet이 Nikko Salomon Smith Barney(NSSB)와의 합작투자 형식으로 일본에 진출하여 2001년 3월부터 PTS 업무를 시작하였다. 고객주문 상대방식의 가격결정방법을 취하며 증권회사 또는 기관투자자를 대상으로 오전 7:00~오후 9:00에 거래가 이루어진다.

또한 Instinet과 NSSB는 JapanCross Securities라는 합작회사를 만들어서 기관투자자를 위한 일본주식의 크로싱 거래를 2001년 11월부터 시작하였다.

(6) JapanCross

JapanCross는 Instinet과 NSSB의 50:50 지분참여에 의한 합작투자로 설립되었으며 2001년 11월 13일 PTS로 인가를 받았다. 11월 28일부터 장외 크로싱 시스템을 통하여 기관투자자들이 일본주식을 거래할 수 있도록 하는 서비스를 시작하였다. JapanCross의 설립목적은 기준가격(benchmark price)에서 익명으로 이루어지는 거래를 성사시키고 하루 중 특정 시간의 유동성을 창출하는데 있다.

JapanCross에서는 현재 ① pre-open VWAP와 ② Morning Close-Cross라는 2가지 서비스를 제공하고 있다.

2001년 11월 28일에 서비스를 개시한 pre-open VWAP은 TSE 1부시장에 상장된 주식을 대상으로 한다. 고객은 오전 8:10까지 주문을 제출할 수 있고, 체결은 오전 8:15부터 시작된다. 고객은 오전 8:30까지 체결이 완료된 주문량과 주문잔량을 알 수 있다. 거래의 기준이 되는 기준가격은 당일 TSE 장이 마감된 이후에 거래 당시의 가격과 장중 거래량의

가중평균에 의해 결정된다. 이러한 가격결정방법은 JapanCross의 지분참여자인 Instinet의 가격결정방법과 동일하다.

2002년 4월 1일부터 서비스를 시작한 Morning Close-Cross에서는 오전 11:25까지 주문을 받는다. 오전 11:30에 체결이 시작되고, 체결 결과는 오전 11:45분까지 알 수 있다. Morning Close-Cross에서의 거래는 전장의 종가로 이루어진다. JapanCross 계좌를 가지고 있는 고객의 주문은 JapanCross에 직접적으로 전달되며 거래의 익명성이 보장된다. 고객의 주문은 JapanCross에 계좌를 보유한 증권사에 전달되어 체결된다.

향후 거래시간을 달리하는 Morning Intra-Session Cross와 After Intra-Cross 서비스를 제공하려는 계획을 가지고 있다.

나) 채권 PTS

(1) BB 슈퍼트레이드(채권)

주식 BB 슈퍼트레이드와 함께 일본소고우증권에서 제공하는 채권거래 시스템으로 2001년 4월부터 거래를 시작하였다.

고객주문 상대방식으로 가격을 결정하며 증권회사와 기관투자자를 거래참가자로 한다. 오전 9:00~오후 6:00에 거래가 이루어진다.

(2) E-Bond

소프트뱅크 파이낸스가 60%, 미국의 Lehman Brothers가 40%를 공동출자한 740만 달러를 자본금으로 하여 유동성이 낮은 일본의 채권시장에 높은 유동성, 투명성, 효율성 제공을 목표로 설립되었으며 2001년 1월 31일부터 거래를 시작하였다. 고객간 교섭방식에 의해 거래가 이루어지며 J-Net 회원인 기관투자자를 거래대상으로 J-Net에서 취급되는 채권에 대하여 거래하였다. 그러나 2001년 4월 10일, 채권시장 투자자들의 참여 부족으로 청산하였다.

<표 III-5> 일본의 PTS 현황⁵⁰⁾

ECNs	거래참가자	운영시간	주문방법	기 타
주 식				
Monex	개인투자자	5:00pm~11:59pm	거래소의 당일 종가로 주문	-소니, 마쓰모토 등이 주 요 주주임.
Moon Trade	개인투자자	5:00pm~11:50pm (회원사마다 차 이가 있으므로 개별 차이는 각 회원사에서 참 조)	Goldman Sachs 에 의한 매매호가 제시방식(market maker 방식)	-Goldman Sachs가 도입 한 사설거래시스템
DLJdirect	증권회사, 기관투자자	5:00pm~11:50pm	매매호가 제시방식	-CSFB와 합작
Instinet	증권회사, 기관투자자	7:00am~9:00pm	고객주문 상대방식	-Nikko Salomon Smith Barney과 합작
JapanCross	기관투자자	8:15am, 11:30am	특정 가격에 의한 크로싱 거래	-Instinet과 Nikko Salomon Smith Barney의 합작
채 권				
E-Bond	J-net에 계좌 를 가지고 있 어야 하며, 동 시에 기관투 자자일 것	7:00am~6:00pm	고객간 교섭방식	-Softbank(60%)와 Lehman Brothers(40%)가 합작하여 설립함. -2000년 6월 30일 인가 -파산했음
MTSG Japan	증권회사	9:10am~5:00pm	매매호가 제시방식	-국채매매
Yensai.com	기관투자자	9:00am~11:00am 12:30pm~3:00pm	-	-거래 플랫폼만을 제공
주식 및 채권				
BB SuperTrade	증권회사, 기관투자자	주식 7:50am~7:00pm, 채권 8:40am~6:00pm	고객간 교섭방식 고객주문 상대방식	-일본 최초의 PTS(시스템은 증권회사, 기관투자자 등 106개사가 참가하여 개발) -주로 채권을 취급

자료: 吉野維一郎, “我が國における私設取引System(PTS)等の開設に係る現
狀と課題”, 月刊資本市場, 2001.

50) 한국증권연구원, “증권시장 구조 연구”, mimeo, 2001. 주식의 경우, 상기의 운영시간 내에서 정규시장의 개장 전, 전·후장 사이 및 종장 후의 시간외 거래를 통해 거래가 행해지고 있다.

(3) Yensai.com

2001년 1월 24일, 다이와증권SMBC, NSSB, 노무라증권 3사의 공동출자에 의해 설립되었다. 같은 해 4월에는 도쿄미쓰비시, 도이체증권, 미즈호증권, Morgan Stanley의 4사가, 2002년 4월에는 CSFB, UFJ 캐피탈마켓증권, 2002년 7월에는 신코증권, BNP파리바증권이 새로운 주주로 참여하였다. 기관투자자를 대상으로 일본국채에 관한 “일괄거래시스템(가격정보 제공으로부터 약정에 이르는 서비스)” 제공을 목적으로 하며 2002년 3월 PTS 운영 업무인가를 취득하였고, 2002년 4월 5일부터 서비스를 제공하기 시작하였다. Yensai 플랫폼을 이용해서 고객은 일본국채 200종목에 관한 최적가격을 열람할 수 있으나, 거래를 희망하는 증권회사(최대 5개)와만 매매거래를 할 수 있다. Yensai.com은 거래 플랫폼의 제공만을 할 뿐, 실제로 기관투자자의 거래 상대방은 거래 플랫폼에 참가하고 있는 개별 증권회사가 된다. 따라서 기관투자자가 Yensai.com을 이용해서 채권 거래를 하려면 거래를 희망한 증권회사에 계좌가 개설되어 있어야 한다. 오전 9:00~오후 5:00까지 열람 서비스가 제공되며 이 중 오전 9:00~오전 11:00와 오후 12:30~오후 3:00에 거래가 가능하다.

3) 문제점과 향후 개선 필요성

2000년 12월의 개정 증권거래법에 의해 PTS 규제에 관한 새로운 지침들이 만들어졌지만 남아 있는 문제들도 많다. 그러나 남은 문제들은 PTS 규제에만 국한된 것이 아니라, 증권거래법의 규정을 포함한 일본의 시장 규제 전반에 걸쳐 있다고 할 것이다. 현행 제도에 대한 일본학자들의 견해는 다음과 같이 요약할 수 있다.⁵¹⁾

51) 大崎貞和, “株式會社形態の證券取引所を認める證券取引法改正”, 資本市場 Quarterly, 2000년 여름호, pp. 30-31.

가) 가격결정방법에 의해 PTS를 구분하여 행하는 규제의 문제점

특정한 가격결정방법을 가격발견기능이 우수한 방법이라고 미리 정해 놓고, 채택된 가격결정방법에 의해 유가증권시장과 PTS를 구별하는 규제에는 문제가 많다. 투자자보호를 위해 보다 공공성 높은 거래를 엄격하게 규제하려는 관점에서 거래 시스템, 거래량 규모, 거래 참가자의 구성과 구성인 수 등의 요인을 감안하여 규제 수준을 결정해야 하지, 특정 가격결정방법을 채택한 것을 이유로 규제 수준을 달리해서는 안 된다.

나) 시장분할 방지의 필요성

여러 PTS가 동시에 운영되어 시장간 경쟁이 본격화되면 거래정보나 호가정보를 통합함으로써, 시장의 분열을 방지할 필요가 있다. 개정 증권거래법에서 PTS의 정보공표의무에 대해 정보집중이 가능해지기 전까지 PTS 운영자의 홈페이지를 통하여 정보를 공표하도록 하고 있으나, 중장기적으로 봤을 때는 정보 인프라의 정비가 요구된다.

다) 고객 주문에 대한 집행의무 확립의 필요성

복수의 시장과 시스템이 존재하는 미국의 경우 증권회사는 고객에 대해 매매주문의 집행의무를 가진다. 따라서 고객에게 가장 유리한 방법으로 고객의 주문을 집행할 수 있다.

이에 대해 일본은 증권회사가 고객주문에 대해 집행의무를 가져야 한다는 인식은 확립되어 있지 않다. 앞으로는 미국의 주문집행의무를 참고로 고객주문의 취급에 관한 규칙이나 이를 고객에게 설명하는 의무에 관한 규칙을 구축할 필요가 있다.

<표 III-6> 점두시장(JASDAQ) 상장종목의 PTS에서의 매매현황
(매매주식수)

(단위: 천주, %, 2002년 7월 기준)

	정규시간 거래(A)	시간외 거래 (B)	합계 (A+B)	PTS 거래 (C)	전체 거래 중 PTS 거래 비중(C/(A+B))
2000년 9월~12월	931,005	68,722	999,727	11.800	0.001
2001년 1월	245,443	6,518	251,961	22.800	0.009
2월	361,472	35,653	397,125	102.422	0.026
3월	238,484	39,093	277,577	69.410	0.025
4월	218,485	2,912	221,397	90.608	0.041
5월	349,468	23,231	372,699	123.024	0.033
6월	250,199	28,372	278,571	39.604	0.014
7월	283,039	17,038	300,077	29.610	0.010
8월	271,488	12,972	28,4460	28.412	0.010
9월	190,270	29,244	219,514	23.612	0.011
10월	324,983	8,697	333,680	35.422	0.011
11월	276,468	9,775	286,243	141.608	0.049
12월	287,476	59,213	346,689	172.414	0.050
2002년 1월	274,780	16,259	291,039	37.036	0.013
2월	226,852	36,009	262,861	25.820	0.010
3월	342,159	37,747	379,906	35.224	0.009
4월	227,806	10,490	238,296	40.934	0.017
5월	479,806	52,381	532,177	153.298	0.029

자료: <http://www.pts-info.jp/html/stati003.html>

<표 III-7> 점두시장(JASDAQ) 상장종목의 PTS에서의 매매현황
(매매대금)

(단위: 백만엔, %, 2002년 7월 기준)

	정규시간 거래 (A)	시간외 거래 (B)	합계 (A+B)	PTS 거래 (C)	전체 거래 중 PTS 거래 비중(C/(A+B))
2000년 9월 ~ 12월	1,942,267	118,367	2,060,634	72.902	0.004
2001년 1월	466,415	14,156	480,571	85.270	0.018
2월	656,293	71,575	727,868	56.182	0.008
3월	369,917	58,583	428,500	46.094	0.011
4월	378,834	10,786	389,620	72.125	0.019
5월	413,814	52,842	466,656	56.094	0.012
6월	333,629	46,049	379,678	27.430	0.007
7월	383,256	18,493	401,749	49.105	0.012
8월	380,685	18,921	399,606	50.565	0.013
9월	221,405	27,763	249,168	20.142	0.008
10월	475,168	19,101	494,369	40.851	0.008
11월	515,170	20,523	535,693	30.302	0.006
12월	418,037	137,795	555,832	23.376	0.004
2002년 1월	519,466	17,492	536,958	4.676	0.001
2월	313,911	62,522	376,433	26.178	0.007
3월	402,370	125,843	528,213	56.403	0.011
4월	391,554	16,110	407,664	48.082	0.012
5월	140,656	110,119	520,775	52.586	0.010

자료: <http://www.pts-info.jp/html/stati004.html>

나. 유럽

1) 제도

유럽의 대표적인 ECN으로는 virt-x와 스웨덴의 OM그룹이 세운 Jiway가 있다.⁵²⁾ Euronext, DB AG 등 유럽 대부분의 거래소는 주문주도형(order-driven) 거래시스템을 미국의 거래소와는 달리 전자 시스템(ECN과 유사한 거래시스템)으로 운영하고 있다. 따라서 거래 당사자의 익명성이 보장되며 매매체결의 효율성이 크기 때문에, ECN이 그다지 매력적이지는 못한 상황이다. 또한 유럽의 거래소는 시간외 거래를 연장하는 추세에 있기 때문에 ECN이 차별적으로 제공할 수 있는 서비스가 제한되어 있다.

유럽에서도 미국과 마찬가지로 ATS라는 용어가 모든 대체거래시스템을 지칭하는 용어로 사용되고 있다. 범유럽에서 공통적으로 사용되는 ATS에 대한 정의는 없다. 예를 들어, 독일에서는 ATS의 하위개념으로 BB(Bulletin Board), ECN, 그리고 PTS를 구분하여 사용하고 있다. BB는 상장되지 않은 증권을 거래하는 전자 게시판을 의미한다. 독일에서 ECN은 시장참여자간의 호가주도형(quote-driven) 시장을 의미한다. 미국에서 일반적으로 일컫는 ECN은 PTS로 지칭된다.

유럽 국가들은 “증권서비스 제공자(security service provider)”인 ATS와 거래소를 법률적으로 명확하게 구분하지 않는다. 투자나 거래의 브로커 업무를 행하는 회사는 “증권서비스 제공자”로 규제를 받게 된다. 유럽의 PTS(ECN)는 투자자들의 증권에 대한 수요와 공급을 정규적으로 거래소시스템 내부로 가져오기 위한 목적으로 운영되기 때문에, 공식적

52) virt-x는 영국의 Tradepoint라는 ECN을 모체로 출발하였으나 이후 정규 거래소로 변모하였다. 따라서 virt-x는 현재 거래소로 분류되지만 ECN이 관련되어 있기 때문에, 본 보고서에서는 유럽의 ECN을 이해하기 위한 목적으로 포함하였다.

으로 거래소로 승인을 받지 않았다 하더라도 실제로 거래소의 역할을 수행하고 있다.

“증권서비스 제공자”와 거래소를 구분하는 유럽의 제도가 명확하지 않기 때문에 ATS는 오히려 거래소에 비해서 경쟁적인 이점을 가지고 있다. ATS는 하나의 유럽연합(EU: European Union) 국가에 “금융서비스 제공자(financial service provider)”로 등록을 하면, 어느 유럽시장에도 자유롭게 진입할 수 있다. 또한 EU의 “투자서비스법(ISD: Investment Services Directive)”에 의해서 유럽국가의 청산결제기관을 이용할 수 있는 자격이 주어진다. 구체적인 법령이나 규정은 회사가 설립된 국가의 것을 따라야 하며, 회사의 소재는 본점이 위치한 장소가 아니라 주컴퓨터(mainframe)가 위치한 곳으로 정해진다. 개별 국가의 규제법은 EU의 ISD를 따르기 때문에 원칙적으로 국가간 규제의 차이는 많지 않다. 그러나 ATS는 컴퓨터를 규제상 유리한 국가에 위치시킴으로 규제를 임의로 선택할 수 있기 때문에, ATS는 정규 거래소에 비해서 상대적으로 규제상의 이점을 가지고 있다.

유럽의 ATS가 지역 거래소에 비해 갖는 규제상의 또 다른 이점은 정보의 비대칭적 투명성으로부터 발생한다. 지역 거래소의 호가, 가격, 거래량 등의 정보는 수집되어 공시되므로 ATS는 자신의 거래시스템의 운용을 위해 이러한 정보를 이용할 수 있다. 반면에 ATS의 정보는 공개되지 않는다.

2) 현황

현재까지 유럽에서의 ECN 활동은 미미한 편이다. 대표적인 ECN(또는 ECN 범주에 속하는 기관)으로는 virt-x와 Jiway가 있다. virt-x는 영국의 ECN인 Tradepoint에 스위스거래소(SWX: Swiss Exchange)가 출자하여 만들어진 새로운 거래소로, 2001년 6월에 SWX 우량주(blue-chip)를 중심으로 범유럽 우량주 거래소(pan-European blue-chip market)로 재출

범하였다. 한편 Jiway는 Morgan Stanley(40%)와 스웨덴의 OM그룹(60%)의 합작으로 2000년에 설립되었지만, 현재는 OM그룹의 100% 자회사이며 영국에 “공인투자거래소(RIE: Recognised Investment Exchange)”로 등록되어 있다.

가) virt-x

virt-x는 영국의 ECN인 Tradepoint를 모체로 하고 있다. 1992년 증권서비스 회사로 인가를 받아 설립된 Tradepoint는 1995년에 영국의 FSA(Financial Services Authority)로부터 RIE로 인가를 받아, 런던증권거래소(LSE: London Stock Exchange)의 상장주식에 대해 거래소 영업을 개시하였다. Tradepoint는 실제의 입회장이 존재하지 않는 영국 최초의 스크린을 이용한 주문주도형 전자시장(electronic market)이었다. 그러나 LSE에 비해 유동성이 현저하게 떨어지는 Tradepoint는 ECN의 다양한 장점에도 불구하고 고전을 면치 못했다.

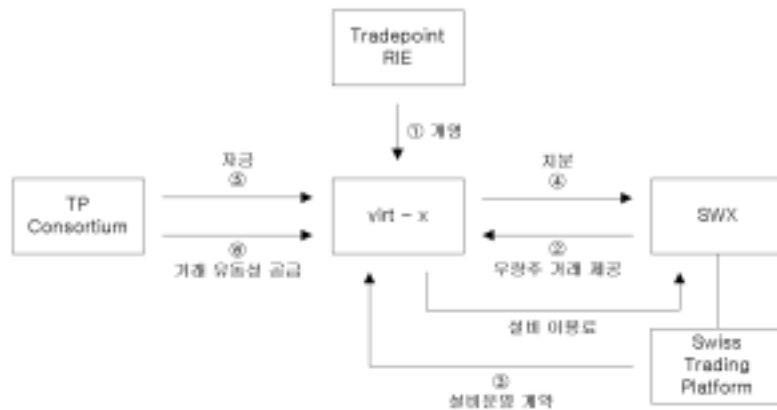
1997년에 Tradepoint의 이용자라 할 수 있는 투자은행과 금융기관은 Tradepoint가 시장에서 안정적인 위치를 확보하도록 하기 위해서, 경영권을 인수하는 컨소시엄(TP Group)을 설립하여 1999년 7월에 54%의 지분을 확보하였다. 이 컨소시엄에는 11개 금융기관이 참여하였다.⁵³⁾ 이와 동시에 Tradepoint는 1997년 11월 미국 SEC에 거래소 등록(자격)을 신청하여, 1999년 SEC로부터 미국 내에서 미국의 시장참가자들에게 거래소 회원권을 부여할 수 있는 권리를 허가받은 최초의 외국 증권거래소가 되었다.

2000년 7월 SWX와 TP Group은 각각 38.9%의 지분을 나누어 가지면서 Tradepoint를 virt-x로 개명하기로 합의하였다. vir-x는 여전히 영

53) 11개 금융기관은 ABN-AMRO, American Century, Archipelago, CSFB, Deutsche Bank, Dresdner Kleinwort Wasserstein, Instinet, JP Morgan, Merrill Lynch, Morgan Stanley, UBS Warburg이다.

국의 RIE 자격을 가지고 SWX의 우량주를 거래하는 시장으로 탈바꿈하게 된 것이다. SWX가 스위스의 우량주를 영국으로 옮겨서 거래하려는 것은 범유럽 거래소로 자신의 위치를 변경함으로써 보다 많은 유동성을 확보하여 스위스의 주식시장을 방어하고자 하는 노력이라고 볼 수 있다. 또한 Tradepoint도 다양한 상품과 유동성을 확보할 수 있는 방안으로 SWX의 참여를 적극 환영하였다. virt-x의 설립과정은 <그림 III-3>을 통해서 볼 수 있다.

<그림 III-3> virt-x의 설립과정⁵⁴⁾



- * ① Tradepoint는 회사명을 바꿈. 여전히 RIE로 FSA의 규제를 받음.
- ② SWX는 우량주 거래를 제공함.
- ③ SWX는 우량주 거래를 위한 설비와 플랫폼을 제공함.
- ④ SWX는 개명된 Tradepoint의 지분을 받음.
- ⑤ TP 컨소시엄은 virt-x의 자금을 마련함.
- ⑥ TP 컨소시엄은 거래와 유동성을 공급함.

54) virt-x의 홈페이지(<http://www.virt-x.com>)에서 발췌함.

virt-x는 RIE이며 동시에 ISD에 의해 규제를 받는 거래소로 2000년 10월에 새로운 시장으로의 전환을 시작하였다. 마침내 2001년 6월에 virt-x는 범유럽 주식시장을 표방하며 본격적인 거래를 시작하였다. 거래 시간을 보면 오전 6:00에서 오전 9:00까지는 개장 전 거래(pre-opening)로 지정가주문을 할 수 있다. 정규거래는 오전 9:00부터 오후 5:30까지이며, 이 중 오후 5:20부터 오후 5:30까지는 자동 연속매매(automated continuous trading)가 아니며 지정가주문만에 의해서 5:30에 집중경매로 거래가 종료된다. 오후 5:30부터 오후 10:00까지는 시간외 거래시간으로 개장 전 거래와 동일한 시스템으로 매매가 체결된다.

나) Jiway

Jiway는 2000년 2월 8일에 Morgan Stanley와 스웨덴의 OM그룹이 약 1억 유로를 출자하여 설립되었다. 영국에 근거를 두고 설립된 Jiway는 2000년 11월 2일에 FSA로부터 RIE의 지위를 획득하여 2000년 11월 17일에 거래를 시작하였다. 영국, 스웨덴, 프랑스 주식으로 구성된 230개의 종목을 거래하기 시작하여 2000년 12월 1일에 400종목으로까지 종목수를 증가시켰고, 12월 8일에는 Nasdaq100과 S&P500종목을, 2001년 1월에는 독일의 DAX100종목과 암스테르담거래소의 AEX지수종목, 5월에는 이탈리아의 MIB30종목의 거래를 추가하는 등, 점차 범유럽 전자증권거래소로 변모하기 시작하였다.

2001년 9월 27일에 스웨덴의 OM그룹은 Jiway의 지분을 단독으로 100% 소유하기로 결정하였다. 이러한 구조조정은 원가절감과 경영의사결정의 신속성을 높이기 위한 것으로 생각된다. Jiway는 7개국(영국, 스웨덴, 프랑스, 독일, 이탈리아, 네덜란드, 미국) 8개 거래소⁵⁵⁾의 주식을 거래하는 시장을 제공할 뿐만 아니라, 통합된 후방업무를 제공하여 일괄

55) 미국의 경우에 Nasdaq과 NYSE임.

거래를 할 수 있도록 서비스하고 있다.

Jiway는 주문주도형 시장과 호가주도형 시장이 혼합된 시장이다. 즉, Jiway는 유동성이 풍부한 우량주의 경우 주문주도형으로, 유동성이 부족한 중소형주의 경우 시장조성인의 중개로 거래를 체결한다. 이는 기존의 ECN이 모두 주문주도형 시장인 것과 비교할 때 매우 특이한 점으로써 아마도 Jiway가 범유럽주식시장을 목표로 거래소의 역할을 하려는 의도에서 비롯된 듯하다. Jiway의 모든 매매과정은 전자적으로 이루어지는데, 들어오는 모든 호가와 주문은 가격·시간 원칙에 따라 Jiway의 주문장에 기재된다. Jiway는 먼저 자체의 주문장을 이용해 모든 주문을 체결하려 시도한 다음 만일 충분한 주문량을 찾을 수 없다면 지역 거래소의 주문을 찾아 거래가 이루어지도록 한다.⁵⁶⁾

3) 문제점과 향후 전망

미국과는 달리, 유럽의 거래소들은 이미 오래 전에 매매시스템이 전자화되어 있었기 때문에 ECN의 영역이 넓지 않다. 예를 들어, 독일은 이미 1997년부터 Xetra라는 주문주도형 전자거래시스템을 운영하고 있다. 따라서 오늘날 ECN이 제공할 수 있는 이점은 미미하다.

유럽에서 기존의 정규 거래소와 비교해서 ECN이 가질 수 있는 장점은 개방적인 기업구조와 복잡한 거래를 체결시킬 수 있는 컴퓨터 거래 시스템일 것으로 예상된다. 설립부터 영리기업(for-profit)으로 출발한 ECN은 의사결정과 경영면에서 거래소에 비해 효율적일 것이며, 이러한 탄력적이고 효율적인 기업구조는 성장 가능성이 큰 온라인 거래의 폭발적인 증가에 대처하는 컴퓨터 시스템의 구축에도 장점으로 작용할 수 있을 것이다. 그러나 시간외 거래나 장외거래에서 ECN의 이점은 크지 않은 것으로 평가받고 있다.

56) 이것은 미국에서처럼 정해진 주문처리규정(OHR)에 따른 매매처리가 아닌 Jiway의 독자적인 주문처리방식이다.

위와 같은 이유에서 미국의 ECN들은 유럽에서 독자적으로 생존하기가 쉽지 않다는 것을 느끼고 있는 듯 하다. 현재 미국의 ECN이 유럽시장에 진출하는 방식은 제휴를 통한 출자 형태로 나타나고 있다. 그 예를 보면 Archipelago와 Instinet은 TP 컨소시엄에 참가하여 virt-x에 출자하고 있고, MarketXT는 여전히 유럽의 거래소나 증권사를 통한 전략적인 제휴를 모색하고 있다. 유럽에서의 이러한 전략적 제휴와 합병 등의 움직임은 앞으로도 계속될 전망이다. Tradepoint와 SWX의 연합으로 재탄생한 virt-x는 유동성 증대와 경쟁에서의 우위 확보라는 측면에서 향후 ECN 업계의 방향성을 보여주는 좋은 예가 될 수 있을 것이다.

IV. ECN 관련 기술의 발전과 ECN의 생존 요 건 및 전략

IV. ECN 관련 기술의 발전과 ECN의 생존 요건 및 전략

1. SORT의 사용⁵⁷⁾

SORT(Smart Order Routing Technology)란 투자자(이용자)들이 가격, 속도, 주문채결률(order-fill rate) 등 자신에게 중요한 투자변수의 우선순위를 정하면, 이들이 선택한 논리에 따라 접속 가능한 모든 시장(정규거래소, Nasdaq, ECN 등) 중에서 투자자들이 선택한 기준에 가장 적합한 주문을 찾아내어 주문을 회송하는 기술을 총칭하는 용어이다.

ECN을 비롯한 다양한 ATS의 등장으로 주식시장에 매우 많은 주문채결 장소가 존재하게 됨으로써 투자자가 시장을 선택할 때 혼란스러운 면이 있었으나, SORT를 이용하여 투자자들의 주문을 투자자에게 적합한 시장으로 회송함으로써 이러한 혼란이 완화되기 시작하였다. SORT의 사용으로 이렇게 주문을 회송하는 것뿐만 아니라, 주문을 대기시키거나 일정량을 숨기는 것(hidden order), 그리고 시장조성인이 호가를 갱신할 수 없을 때 Nasdaq으로의 주문회송을 중지하는 것과 같은 다양한 기능에 대한 프로그래밍의 제공도 가능하게 되었다.

SORT의 개발은 전방업무시스템과 거래 플랫폼을 개발하는 회사인 Tradescape가 선도하였다. SORT의 개발 초기에는 데이 트레이딩 회사가 주고객이었으나, 이후 온라인 증권사와 Hybrid ECN이 점차 광범위하게 SORT를 사용하고 있다. 구체적으로는 온라인 증권사인 Ameritrade의 TradeCast, Datek의 Watcher Technologies LLC, Charles Schwab의

57) IV장의 내용은 다음을 참고하였음. 엄경식·한상범·윤지아·이은정, “ECN, ATS, SORT의 경쟁 및 분화”, *세계증시브리프*, 한국증권연구원, 2002.

CyberTrader 등이 모두 SORT를 채용하였으며, Hybrid ECN 역시 정교한 정도의 차이는 있지만 네트워크 내에서 매칭되지 못한 주문을 전송하기 위해서 SORT를 이용하고 있다.

향후 거래환경이 복잡해지고 이에 따른 투자자들의 복잡한 투자전략에 대한 자동화 수요가 증가할 것으로 예상되기 때문에, SORT의 발전과 확산은 지속될 것으로 전망된다. 이러한 SORT의 발전으로 인해 Nasdaq과 치열한 시장점유율 경쟁을 벌이고 있는 미국의 ECN은 보다 특화된 분야로의 업무영역(또는 틈새시장)을 개척할 수 있게 되어 ECN 업무영역의 분화가 촉진될 것으로 예상된다.

2 틈새시장 공략을 위한 DAT

“투자자간의 직접적인 접속 거래(DAT: Direct Access Trading)”는 시장조성인과 같은 중개인을 없애고 고객이 자신의 주문을 체결하기 위해 직접 주문체결 장소에 접속하는 것으로, “direct access trading”의 성장여부는 향후 주식거래 환경 문제에 대한 지속적인 화두가 될 것으로 예상된다. DAT 서비스 자체는 “매수와 매도측의 증권거래 주문을 연결하는 ATS”의 업무영역에 포함되지는 않는다는 점에서 ATS의 범주에 포함되지는 않는다. 즉, 유동성이나 주문체결의 장소를 제공하는 것은 아니고 주문정보의 전송만이 유일한 책임이다. 그러나 DAT 서비스는 ECN의 매매체결업무와 결합하여 ECN의 중요한 틈새업무가 되어가고 있다.

DAT는 “직접적인 접속 거래 서비스를 제공하는 회사(direct access firm)”에 의해 주식거래의 전방업무시스템을 활용하여 이루어지고 있으며 “direct access firm”은 기관투자자와 일반(또는 소매)투자자 모두를 목표시장으로 설정하고 있다. “direct access firm”과 경쟁하는 “매도측(sell-side) 거래자(고객의 거래를 자신들의 거래로 내부화하는

(internalizing) 증권회사)” 조차도 그들 고객의 보다 나은 주문체결을 돕기 위해 DAT 서비스를 이용한다.

DAT 서비스는 전통적으로 데이 트레이딩 회사만이 제공하였으나 현재는 Ameritrade(Tradecast), Datek(Watcher Technologies LLP), Charles Schwab (Cybertrader) 등 많은 온라인 증권회사들도 이러한 형태의 서비스를 제공하고 있다.

가. DAT의 현황

1) Tradescape

현재 대개의 “direct access firm”은 유동성 풀(liquidity pool)에 직접 접근할 수 있는 포털(portal)을 제공하는데 반하여, Tradescape는 이러한 주문정보의 제공이라는 전방업무 서비스 포털뿐만 아니라 ECN인 MarketXT(Tradescape 소유임)에 의한 거래체결 서비스까지 포함하는 소위 “end-to-end solution”을 제공하며 이 분야를 선도하고 있다.

2) Blackwood Trading

Blackwood Trading의 경우, 자사가 특허권을 소유한 “분류 기술(sorting technology)”을 통해서 주요 유동성 풀로 주문을 회송하면 Blackwood Trading의 전방업무 거래 플랫폼인 Blackwood PRO가 시장 분석, Nasdaq의 Level I⁵⁸⁾과 Level II⁵⁹⁾ 데이터 및 ECN 주문장의 통합 등을 수행하여 DAT 서비스를 제공한다.

58) Nasdaq 종목 중 시장조성인들이 제시하는호가 중 최우선 호가정보를 정보판매업자를 통해 일반투자자에게 제공한다.

59) 기관투자자, 시장조성인, 증권회사들이 주로 이용하는데, 거래 종목에 대해 시장조성인들이 제시하는 호가, 수량, 시장조성인 ID 등을 제공한다.

3) ITG(Investment Technology Group)의 QuantEx

자사가 소유하고 있는 POSIT를 포함한 주요 유동성 풀로의 주문회송, 실시간 분석, 주문운영 등을 통합하여 DAT 서비스를 제공한다.

4) 주문회송 능력이 있는 ECN의 경우

주문회송 능력이 있는 대부분의 ECN은 자체의 전방업무 거래 플랫폼을 이용하여 DAT 서비스를 제공하고 있다.

Instinet은 헤지펀드 거래자들을 목표로 하는 ProTrader를 인수함으로써 이러한 능력을 보유하게 되었으며 실시간 시장정보 서비스, 주문회송, 그리고 Instinet 후방업무를 통한 주문체결 서비스를 제공함으로써, full service 브로커로서의 자신의 역할을 제고시키고 있다. Archipelago와 합병하기 전의 REDIBook의 DAT 서비스인 REDIPlus도 ProTrader와 유사한 서비스를 제공한다.

나. 새로운 유형의 DAT: Lava Trading

Lava Trading은 주문체결을 위한 장소를 제공하거나 또는 스스로 어떤 유동성도 창출하지 않으면서, 단지 시장 전체의 유동성을 통합할 수 있는 수단을 제공하여, 투자자에게 시장 전체의 주문의 깊이(depth)를 볼 수 있는 서비스를 제공한다.

대부분의 DAT는 어떠한 형식이든지 간에 ECN(또는 PTS)과 함께 영업을 영위하는 것과는 달리, Lava Trading은 ECN이 아니기 때문에 유동성을 제공하거나 주문장을 가지지 않는다. 따라서 DAT 서비스를 제

공하는 Hybrid ECN이 주문체결의 성립 자체를 원하는 전형적인 일반 투자자를 목표시장으로 하여 사용자의 특성에 맞게 주문을 회송하는 알고리즘을 주로 사용하는데 반해, Lava Trading은 주문체결을 위한 “정보 획득”만을 원하는 “스스로 형(do-it-yourself)의 전형적인 대량 매매자”를 목표시장으로 한다. 이들은 대부분 장외시장 (Nasdaq과 OTCBB)의 시장조성인과 매도 측(sell-side) 회사들이다.

또한 Lava Trading의 경우 “Lava Trading Floor”로 불리는 전방업무 테크놀로지가 Primex Trading(Nasdaq 주식)이나 SuperDot(NYSE 주식) 등을 통하여 투자자의 주문을 상대주문이 있는 시장으로 회송시킨다. 이 때문에 시장조성인, 프로그램 트레이더들의 호응을 받고 있다.

Lava Trading의 경쟁우위는 Lava Trading이 접속할 수 있는 모든 시장(market center)에 대해 중립성(neutrality)을 가지고 호가정보를 제공하는 것이다. 주문체결이 아닌 주문정보 전송이 유일한 책임이며, 메시지 건수 당 이용자로부터 정보이용 수익을 창출하고 있다.

3. ECN과 기타 ATS의 생존을 위한 전략

가. 향후 ECN의 생존 요건

초기 ECN의 성장 요건이었던 익명성, 주문체결 속도, 투명성 등은 이제 시장 진입의 최소 요건이 되어 버렸으며 Nasdaq과 NYSE도 ECN과 경쟁하기 위해서 자체 기술을 향상시키고 있는 상황이다. 현재 ECN에 대한 새로운 위협은 ECN을 우회하려 하는 “direct access trading 서비스 제공자”와 “동종업종간을 연결하는 ATS(peer-to-peer ATS)”일 것이다.

“유동성이 유동성을 부른다(liquidity attracts liquidity)”라는 금언은

향후 ECN 생존에 필수요소일 것으로 보인다. 합병을 통한 유동성 창출이 불가능한 ECN은 결국 주문회송을 겸하는 Hybrid ECN으로 남을 수밖에 없다. 그러나 Nasdaq과 NYSE가 자체 기술을 현대화하여 ECN에 대응함에 따라 ECN은 가격 경쟁을 시도하게 될 것이며 이로 인해 이윤이 매우 낮아질 것으로 예상되기 때문에, 주문회송의 비중이 높은 Hybrid ECN은 SuperMontage에 압도되어 시장에서의 입지가 좁아질 것으로 전망된다. 또한 이러한 Hybrid ECN은 ECN의 또 다른 틈새시장의 개척자인 “direct access trading 서비스 제공자”와 기타 다른 전방업무 서비스 제공자의 등장으로 생존하기 어려울 것으로 예상된다.

결국 ECN이 주문을 다른 곳으로 회송하는 비율보다 내부적으로 매칭시키는 비율의 제고가 ECN 생존의 결정 요소가 될 것이다.

나. 유동성 창출 방법

유동성을 창출하기 위한 방법으로는 크게 ① 개발되지 않은 유동성의 확보, ② 통합으로 유동성 확충, ③ 기존 시스템 상으로의 유동성 통합이라는 세 가지가 있다.

첫째, 개발되지 않은 유동성을 확보하기 위해 살펴봐야 할 시장은 아직 ECN의 거래가 활발하지 않은 대표적인 시장인 NYSE이다. 현재 NYSE에서 ECN으로 회송되는 주문량은 전체 NYSE 거래량의 5%에 불과하기 때문에 유동성을 증대할 수 있는 여지가 존재한다. 현 상황에서 ECN이 NYSE 상장주식의 거래비중을 높이는 가장 효과적인 방법은 거래소로 승인 받아 NYSE 상장 주식에 대한 거래의 편의성을 제고하는 것이다.⁶⁰⁾ 이를 위해 Archipelago는 PCX와 합작하여 ArcaEX를 설립하

60) 거래소의 지위를 획득한 ECN은 NMS에 의해 직접 NYSE의 주식을 거래할 수 있는 길이 열리게 된다.

였으며 ArcaEX는 이미 SEC로부터 거래소 등록 승인을 받았다. 또한 NexTrade는 독자적으로 신청을 하여 거래소 승인을 기다리는 중이다. 이와 함께 새로운 고객층(헤지펀드, 프로그램 트레이더)을 유인하기 위해서는 그들의 욕구와 거래전략에 적합한 소프트웨어 및 전방업무 시스템을 제공해야 한다. 대량매매 역시 ECN이 시도해 볼 만한 영역일 것이다.

둘째, 통합으로 유동성을 확충하는 방법이다. ECN은 자신이 소유하지 못한 특화된 영업 부문 또는 영업망을 가지고 있는 다른 ECN과 합병하려고 있다. 예를 들면 매수 측 기관과의 업무에 특화된 ECN과 매도 측 기관과의 업무에 특화된 ECN의 합병, 또는 일반(또는 소매)투자자 중심 ECN과 기관투자자 중심 ECN 사이의 합병 등이다. 이미 업계 1, 2위인 Island와 Instinet, 3, 4위인 Archipelago와 REDIBook이 합병하였다. 그러나, 현실적으로는 합병 대상이 거의 남아 있지 않아 나머지 ECN이 이러한 전략을 택하기는 힘든 상태이기 때문에, 그 대신 거래소와 ECN간의 전략적 제휴가 연쇄적으로 발생할 것으로 예상된다.

셋째, 기존의 유동성을 시스템 상으로 재통합하는 방안이 있는데, 이는 Lava Trading과 Nasdaq의 SuperMontage가 주도적으로 시행하고 있으며 서로 상이한 방법으로 유동성을 재구성(통합)하여 자체 유동성을 확충하고 있다. Nasdaq의 SuperMontage 전방업무 테크놀로지는 다른 유동성 풀에서의 주문이 Nasdaq 시스템으로 유입되도록 하여 유동성 이동을 유발하고, Lava Trading은 실제 유동성 풀은 그대로 둔 채 가상 의(virtual) 주문 통합을 제공하는 차이점이 있다.

V. 한국 ATS 제도의 도입과 현황

V. 한국 ATS 제도의 도입과 현황

1. 국내 ATS 제도의 도입

가. ATS 도입 당시의 타당성 논쟁

우리나라에서도 1990년대 후반부터 미국의 증권시장에서 급격한 성장을 보이며 나타난 ECN을 주목하기 시작하였다. 특히 Nasdaq 시장에서 보여준 ECN이 시장에 끼친 긍정적인 역할은 국내의 투자자, 증권회사, 그리고 증권업계 관련자들 사이에 큰 반향을 불러 일으켰다. 그러나 ECN을 비롯한 ATS에 대한 정확한 이해가 부족한 상황에서 시장구조와 관습이 다른 우리나라에 미국식의 제도 도입을 허용하는 것에 대해 시장참여자의 입장과 이해관계에 따라 찬·반 논쟁이 일어났다. 국내에서 ATS의 도입과 관련된 논의의 전개는 “도입을 전제”로 시작된 것이 아니라 도입 타당성에 대한 논의로 시작되었다.

1) ATS 도입의 찬성 논리

ATS의 도입에 찬성하는 측에서는 ATS의 도입은 증권거래법 제76조(유사시설 개설 금지)에 따라 보장된 거래소의 독점적 지위를 제거함으로써 발전적인 경쟁을 유도하고, 새로운 운영방침과 창조적인 매매체결 시스템, 다양한 고객욕구를 충족시킬 수 있는 새로운 기능을 제공하는 시장의 탄생을 의미하는 것이라고 주장하였다.

정보통신기술의 발전으로 투자자들이 가지게 된 “다양한 시간·장소 및 방법으로 주식거래”를 하고 싶어하는 욕구를 충족시키기 위해서는 새로운 매매시스템의 출현이 가능해야 한다. 또한 매매시스템과 관련된 기술의 발전과 창조적인 매매체결 시스템을 장려하기 위해서는 경쟁환

경의 조성이 필요하다는 것이 찬성 측 주장이었다. 시장 전체측면에서 경쟁적 요소의 도입으로 기존 종목에 대한 KSE 및 (주)코스닥증권시장의 독점적 지위가 감소되어 종목간 경쟁이 제한적으로나마 이루어지면, 기존 정규시장의 경영효율성 제고를 촉진할 가능성이 있음이 강조되었다.

이와 함께 ATS의 국내 도입으로 투자자가 기대하였던 긍정적인 효과에 대한 논의도 있었다. 우선 거래시간의 확대로 정규거래시간 이외에 거래가 가능해지면, 투자자는 정보획득과 거래시간의 불일치에서 발생하는 위험으로부터 어느 정도 벗어날 수 있게 된다. 특히, 주식시장에 영향을 미치는 정보가 시간과 지역을 초월하여 발생하는 상황에서 거래시간의 확대는 큰 의미를 가지고 있다. 거래비용 감소 또한 투자자가 기대하였던 ATS 도입의 긍정적인 효과이다. ATS를 통한 거래는 상장 및 자율규제기능을 가지고 있지 않기 때문에 실제로 거래 업무 수행시 비용측면에서 기존 시장센터보다 우위에 있다고 볼 수 있다. 이는 자연스럽게 거래수수료의 감소로 이어질 수 있어 투자자의 거래비용이 감소할 것으로 예상되었다.

2) ATS 도입의 반대 논리

ATS 도입에 반대하는 측에서는 ATS의 도입이 거래소와 코스닥 시장으로 집중되어 있는 주식의 “시장집중 기능”을 약화시킴으로써 시장분할을 초래하고 가격발견기능을 약화시킬 것이라고 주장하였다. 즉, 모든 매도·매수호가 한 곳에서 경쟁함으로써 최선의 가격발견이 가능한 기존 체제에 비하여, ATS 도입에 따른 시장집중기능의 약화는 시장의 유동성을 저하시킴으로써 투자자의 거래비용을 증대시킬 것이라는 주장이다. 미국과 같이 시장이 분할되어 있는 경우에도 호가통합을 위한 여러 방안을 마련하고 있는데, 시장을 분할하는 시스템을 도입하는 것은 세계적인 증권 시장 시스템의 흐름과도 역행하는 조치임이 강조되었다.

국내에서는 이미 시장 전체의 모든 주문이 완전한 통합을 이루고 있는데, 굳이 ATS에 상장(등록) 주식의 거래를 허용함으로써 새로이 시장분할을 초래할 이유가 없다는 것이다.

만일 국내에 미국의 ECN과 유사한 형태의 ATS가 도입된다면 이로 인한 매매체결 시스템의 실질적인 효율성을 제고하는 데에는 한계가 있을 것이라는 주장도 제기되었다. 국내 증권시장은 주문제출, 매매체결 및 체결결과의 통보에 이르는 전과정이 이미 완전 전산화된 경쟁매매시장이기 때문에 미국시장에서 ECN의 성장이 가져온 거래비용의 절감, 익명성의 보장, 신속한 거래 등의 실익이 없다는 주장이다.

또한 ATS의 도입으로 발생할 부작용도 지적되었다. 자칫 국민들을 밤이나 휴일까지 주식투자에 탐닉하게 하지 않을까 하는 것과 세계 최고 수준의 거래회전율을 보일 정도로 초단기 거래가 성행하고 있는 국내 주식시장에서 ATS의 도입이 주식거래의 초단기화를 더욱 부채질하여 투기적 장세를 형성하게 되지 않을까 하는 것이었다. 또한 감리 등의 자율규제기능이 없는 상업성(for-profit)을 목적으로 하는 ATS에 의한 거래는 투자자가 불공정거래에 노출될 위험과 주가 불안정성이 확대될 가능성이 크다는 우려를 자아내었다.

나. PTS의 도입: 전자장외증권중개회사⁶¹⁾

ATS 도입에 대한 찬·반 양론에 부딪친 정부는 2001년 3월 28일 “전자장외증권중개회사”를 도입하였다.⁶²⁾ 그러나 그것은 미국식의 ECN

61) 한국에 도입된 ATS는 가격의 발견기능이 제한되어 있는 PTS이며, 법률적 용어는 “전자장외증권중개회사”이다.

62) “전자장외증권중개회사”는 금융감독위원회 증권업감독규정 1-1조 3항에 의한 법률적인 용어로 현재 활동중인 “(주)한국ECN증권”을 지칭하는 것이 아니라 한국PTS를 의미하는 보통명사이다.

이 아닌 야간에 증가로만 거래소와 코스닥 시장의 특정 주식을 거래할 수 있는 제한적 의미의 PTS인 소위 “야간증가 ATS” 설립을 허용하는 것이었다.⁶³⁾ 이는 “증권거래법 제76조”의 단점을 보완하면서 동시에 ATS 도입으로 인한 증권시장의 충격을 최소화하기 위해서였다.

재정경제부는 당시 야간시장이 정규시장과 경쟁하는 또 하나의 주식 시장이 아니라, 장중 가격변동에 따른 위험부담 때문에 주식거래에 소극적인 투자자들의 수요를 당일 증가 거래라는 수단을 통하여 충족시키기 위한 보완시장의 개념으로 허용했음을 밝혔다. 물론 미국에서의 ECN의 성공과 이에 따른 유럽 및 일본에서의 ECN 도입이라는 세계적인 추세도 국내 PTS 도입에 영향을 주었을 것이다. 특히, 미국에서는 ECN의 성장 및 온라인 증권거래의 활성화로 인하여 거래 수수료가 감소되었는데, 이러한 사실도 온라인 증권거래 비중이 높은 한국증권시장에서 PTS 도입을 통해 얻으려고 했던 외부적 요인중의 하나로 작용하였을 것이다.

다. 현행 제도의 한계점

현행 “야간증가 ATS” 제도는 경쟁도입을 통한 증권시장의 효율성 증진과 다양한 서비스의 제공이라는 본래의 목표와는 거리가 있는 모습이다. ATS를 야간에 증가로 거래하도록 한정지음으로써 오히려 시장의 다양한 욕구를 충족시킬 수 있는 여러 가지 형태의 ATS 출현과 거래소 서비스의 질적 향상이 제한될 가능성까지 내포하게 되었다.

우선 국내 증권시장 시스템의 개선을 위해 시도된 “야간증가 ATS” 자체의 존립이 불투명한 상황이다. 물론 “당일 증가에 의한 야간시장에

63) “전자장외증권중개회사” 업무를 하기 위해서는 금융감독위원회의 “허가”를 받은 주식회사이어야 하며(“증권거래법 제28조”), “유가증권시장 또는 협회중개시장에서 공표된 당해 주식의 최종시세가격(이하 당일 증가)”으로만 주식의 중개 또는 대리 및 당해 중개업무를 수행할 수 있다(“증권거래법 제2조 8항 8호”).

서의 거래체결”은 큰 폭의 가격변동을 미연에 방지하기 위한 조치일 것이다. 그러나 이론적인 측면에서 살펴보면, 종가거래는 주식시장 본연의 기능인 가격발견기능이 제거되는 것이기 때문에 시장에서 거래가 거의 이루어지지 않는 시장실패(market failure)의 가능성이 존재하게 된다. 따라서 종가거래는 ATS 도입의 근본 취지인 투자자의 “다양한 시간·장소 및 방법으로 주식거래”를 하고자 하는 욕구를 충족시키지 못하는 가장 큰 요인으로 작용하고 있다.

증권거래법 제2조 8항: 이 법에서 “증권업”이라 함은 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하는 영업을 말한다.

8호. 정보통신망 및 전자정보처리장치에 의하여 동시에 다수의 자를 각 당사자로 하여 상장주식 또는 제 162조의 규정에 의하여 설립된 한국증권협회(이하 “협회”라 한다)에 등록된 주식을 대상으로 **다음 각목의 1의 매매가격에 의한** 유가증권매매의 중개 또는 대리 및 당해 중개업무를 수행함에 필요한 유가증권의 매매

가. 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 공표된 당해 주식의 최종시세가격

나. 단일의 가격으로서 재정경제부령이 정하는 방법에 따라 정해지는 가격

“야간종가 ATS”에서의 거래는 정규시장의 매매시간 이외에만 가능하도록 되어있다.⁶⁴⁾ PTS의 매매시간을 정규시장과 겹치지 않도록 하는 규정은 시장분할의 문제점을 사전에 방지하려는 의도에서 제정된 것으로 판단된다. 그러나 거래시간을 장중에 허용하지 않는 것은 다양한 형태의 서비스를 제공하는 ATS의 출현을 제한한다는 점에서 바람직하지 않다. 예를 들어, 미국의 PTS의 하나인 POSIT은 정규시장에서 결정된

64) 증권거래법 시행령 제36조의4(전자정보처리장치 등을 이용하는 증권회사의 업무방법·제한 등) 1항 9호.

가격을 거래가격으로 정규시장 거래시간 동안 8회에 걸쳐 크로싱 서비스를 제공한다. 따라서 POSIT의 이용자들은 시장충격을 최소화하면서 대량매매를 행할 수 있다. 크로싱 시스템은 시장조성인이나 딜러가 없는 국내시장에서 대량매매에 의한 시장충격비용을 줄일 수 있는 방법으로 도입을 고려해 볼 수 있는 PTS라고 할 수 있다. 특히 향후 국내시장에서 기관투자자의 비중이 늘어나면 대량매매를 위한 PTS의 필요성은 더욱 증가할 것이므로 ATS 거래시간의 자율화가 미리 고려되어야 할 것이다. 그러나 PTS의 거래시간을 정규시간으로 확대하려면 “시장분할의 문제점”을 최소화할 수 있도록 반드시 적절한 규제와 보완장치가 마련되어야만 할 것이다.⁶⁵⁾

“야간종가 ATS”는 정규시장의 서비스 개선을 제한할 가능성을 가지고 있다. 전세계적으로 투자자는 점차 거래시간의 확대를 요구하고 있으며 이에 따라 각국의 거래소도 거래시간을 연장하는 추세이다. 거래소의 거래시간 연장은 ECN의 거래잠식에 대응하기 위한 것이었지만, 근본적으로는 투자자의 욕구를 충족시키기 위한 서비스 개선 노력에서 나온 것이라고 할 것이다. KSE도 정규 매매시간을 연장하거나 시간외 매매시간을 더욱 확대할 방침을 내부적으로 고려하고 있다.⁶⁶⁾ 그러나, 현행 제도하에서는 정규시장이 거래시간을 연장하면 ATS의 거래시간은 자동적으로 줄어들도록 되어 있다. 따라서 증권거래소와 코스닥 시장의 거래시간 연장은 “야간종가 ATS”와의 갈등 요인이 될 가능성이 크다. 결국 기존 정규시장의 입장에서 “야간종가 ATS”의 존재는 거래시간 연장을 통한 서비스 개선의 제약조건으로 작용하고 있는 셈이다. 국내 시장에도 야간거래를 원하는 투자자들이 존재하고 있을 것이다. 이들의 만족되지 않은 욕구를 충족시켜 주는 것은 거래소이든 또 다른 형태의 ATS든 거

65) 미국의 경우, 시장분할에 대한 대응책으로 다양한 SEC의 대안들이 고려되고 있다. SEC, “Fragmentation Release,” No. 34-42450, Feb. 23, 2000.

66) 증권거래소는 2002년 10월부터 시간외 거래시간을 20분 연장하였다.

래서비스 제공기관으로서 선택할 수 있는 새로운 서비스 영역이다. 하지만 “야간종가 ATS”는 이러한 투자자의 잠재적인 야간거래의 욕구를 충족시키기보다는 오히려 거래서비스 개선 가능성에 부담을 지우고 있는 것이다. 결국 “가격발견기능이 결여되어 있는 야간거래”라는 한계점을 지닌 PTS의 도입으로 증권시장은 큰 충격을 받지 않고 안정성을 유지할 수 있었다. 하지만 “야간종가 ATS”는 ATS 도입으로 인해 발생 가능한 잠재적인 문제점을 해결한 것이 아니라 회피한 것이며, 이로 인해 경쟁의 효율성도 투자자의 욕구충족도 얻을 수 없게 되었다.

라. 시장운영 철학의 필요성

미국의 증권시장을 운영하는 SEC를 비롯한 정부당국의 시장운영에 대한 기본철학은 “투자자 우선”과 “경쟁을 통한 효율성 제고”라고 할 수 있다. ATS에 대한 규제와 제도 또한 이러한 시장운영 철학에서 비롯된 것이다. 즉, NYSE의 Rule 390조를 폐지하고, 주문처리규정(OHR)을 제정한 것은 시장간의 경쟁을 촉진하기 위한 일관된 시장운영에서 나온 정책이라고 할 것이다.⁶⁷⁾ 물론 Rule 390조의 폐지가 초래할 시장분할 문제를 SEC가 성공적으로 해결할 수 있을 지는 아직 미지수이다. 하지만 Rule 390조 폐지가 시장간의 경쟁을 촉진시킬 것이고 시장의 변화를 가져다 줄 것은 분명하다. Rule 390조 폐지 논의가 활발하게 진행되자마자 NYSE가 시장참여자의 만족을 증대시킬 목적으로 Network NYSE를 도입하여 주문체결 및 시장정보서비스에 있어서 개혁을 추진했다는 것이 이를 입증한다. 시장간 경쟁을 강조한 SEC의 철학은 Nasdaq의 제도 변화에서도 나타난다. SEC는 1997년 주문처리규정내의 ECN Rule과 1998

67) Network NYSE와 SuperMontage는 III장에서 설명하였음. 보다 자세한 내용은 김근수·변진호(2002)를 참조할 것.

년 Regulation ATS를 채택함으로써 ECN이 호가공개를 통해 시장조성인과 직접적으로 경쟁할 수 있는 길을 열어주었다. 이를 바탕으로 ECN은 Nasdaq의 시장조성인과 호가경쟁을 통해 꾸준히 성장할 수 있었다. 현재 발생하고 있는 미국시장의 변화는 시장간 경쟁을 유도하는 제도개혁과 병행하여 일어나고 있다. 그리고 그 변화를 이끄는 사고의 핵심은 고객들의 만족도를 높여 더 많은 고객을 자신의 시장으로 유인하려는 것이다. 여기서 주목하여야 할 것은 미국의 SEC는 효율적인 경쟁의 추구라는 철학을 견지해 왔고 제도개혁으로 이를 구체화시켜왔다는 점이다.

반면에 국내의 ATS 시장과 관련된 정부의 정책은 구체적으로 어떠한 방향을 지향하고 있는지 명확하지 않다. 정부는 우선 시장간의 경쟁을 도입하여 거래소의 독점적인 지위를 약화시키고 증권시장의 효율성을 높이려는 의도에서 PTS를 도입하였다고 보여진다. 그러나 현재 도입된 “야간종가 ATS”의 허용은 극심한 유동성 부족과 거래가 일어나지 못하는 시장실패의 결과를 보여주는 변형된 형태의 제도라고 볼 수 있다. 결과적으로 현행 ATS 제도에서는 투자자들의 매매욕구를 만족시키고 고객중심의 사고와 경영촉진이라는 시장센터의 경쟁력 제고를 위한 긍정적인 효과는 찾아볼 수 없게 되었다.

물론 야간거래로 인한 증권시장의 투기적 장세화, 시장분할로 인한 유동성 저하와 가격발견기능의 약화, 불필요한 사회적 비용의 중복적인 투자, 그리고 불안정한 감리기능에 의한 투자자의 피해 등 잠재적인 부작용을 간과할 수는 없다. 그러나 이러한 부작용이 “ATS의 도입으로 인해 발생하는 고유의 ATS 도입비용”인지 효율적인 시장운영을 위해 지불해야하는 “시장운영 비용”인지는 확실하지 않다. 따라서 ATS도입에 따른 긍정적인 효과를 감안하여 ATS도입에 대한 경제적인 효과를 면밀히 검토해야만 할 것이다.

불완전한 형태의 ATS 제도 도입은 잠재적인 시장센터들의 시장진입의 실패라는 사회적 비용을 발생시켰다. 국내에서 ECN의 도입논의가

한창이던 2001년에 ECN영업을 준비중이거나 이미 기본적인 영업준비에 들어갔던 회사들은 <표 V-1>과 같이 요약할 수 있다. 각 증권사들은 낮아진 수수료 수입에 대응할 만한 새로운 수익원 확보차원에서 ECN에 적극적으로 참여의사를 보였으며, 인터넷 업체들도 새로운 수익모델로 ECN을 준비중이었다. 이들 중 “유클릭”은 미국의 Island와 지분참여 및 기술이전에 대한 독점적 계약을 맺고 전략적 제휴를 체결하였으며, “사이백스”는 야간 모의투자를 통해 시장진입을 준비중이었던 대표적인 기업이었다. 그러나 대부분의 ECN 준비업체들은 시장실패가 예상되는 “전자장의증권중개회사” 업무를 포기하는 길을 선택하게 되었다.⁶⁸⁾

<표 V-1> 국내 ATS 도입 이전의 ECN 준비 상황

구분	사이백스	유클릭	ECN Korea	Jstock	OM Korea	증권전산
형태	단독진출 (출자희망)	단독진출 (회원참여)	단독진출 (출자희망)	단독진출 (협의)	솔루션 제공	솔루션 제공 및 운영
자본금	22억	19억	5천만원	17억		
국내외 관련업체	단독	Island(미국) 프루덴셜, 삼양사	ECN Access (스페인)의 국내 agent	홍창, KTB, 한국 SUN, 한국투자신탁 증권, H증권	OM (스웨덴)	
준비기간	3~4개월		5개월	6개월	3~4개월	7개월
예상비용 (추정치)	53억원 (시스템)	100억원	70억원	120억원	50~200만 달러	10억원 미만 (하드웨어 만)

자료: 2001년 5월 현재; 각사의 자료정리

국내 증권시장의 역사와 발전방향은 미국과는 상이하다. 또한 이미 자동화된 시장의 매매체결시스템은 ECN의 활동영역이 축소되어 있는 유럽에 가깝다. 따라서 한국시장에 ECN을 포함한 다양한 형태의 ATS를 도입하는 것이 시장 전체의 효율성과 건전성을 증진시키고 투자자의 권

68) 물론 다양한 형태의 ATS 영입이 가능한 시장이 형성되었다고 하더라도 이들 기업들이 경쟁적인 시장에서 생존하였다고 가정할 수는 없다.

익을 보호하는 데 도움을 주게 될지 혹은 불필요한 투자가 될 것인지에 대한 객관적인 평가는 쉬운 문제가 아니며 더 많은 연구가 필요하다고 생각한다. 그리고 시장운영에 대한 일관된 철학은 정책적인 판단 사항이며 제도의 도입이나 개선은 정립된 정책목표에 따라야 할 것이다. 그러나 현행 국내 ATS 제도는 아무런 정책목표도 달성할 수 없었으며, 이것은 일관된 시장 운영철학이 부족한 상황에서 탄생한 불완전한 모습의 결과였던 것이다.

2. 한국의 PTS 현황: (주)한국ECN증권 사례

가. 개관

2001년 3월 28일 한국에서 정규시장 외에 ATS의 일종인 “전자장외증권중개회사” 개설이 제도적으로 허용된 이후, 2001년 12월 14일 (주)한국ECN증권이 금융감독위원회의 증권업 허가를 받아 2001년 12월 27일부터 영업을 개시하여 현재 전자장외증권중개회사로 활동하고 있다.⁶⁹⁾ 본 절에서는 현재 시장에서 활동중인 (주)한국ECN증권의 사례를 가지고 한국 ATS 제도의 현황을 살펴보고자 한다.

재정경제부는 전자장외증권중개회사를 정규시장의 보완적 시장으로 도입하였고, 이는 KSE에 시간외 종가매매를 허용한 동기와 매우 흡사하다. 그러나, 전자장외증권중개회사의 거래 허용범위는 KSE의 시간외 거래보다 다소 제약적이다. 즉, 바스켓거래 등이 허용되지 않고 주식만 거래할 수 있다. 주식(KOSPI200, KOSDAQ50종목) 중에서도 의결권 없는 주식(우선주),

69) 야간시장 운영법인 설립은 자본금 150억원 이상과 금융감독위원회의 “허가”만 있으면 된다.

관리종목, 투자유의종목, 금융감독위원회가 특별히 정한 종목은 거래대상에서 제외된다.⁷⁰⁾

거래는 KSE 또는 (주)코스닥증권시장에서 공표된 당해 주식의 당일 증가(최종시세가격)에 의해서만 허용된다. 따라서 엄밀하게 말하면, 한국에서의 전자장외증권중개회사는 앞에서 지적하였듯이 소위 미국에서 지칭하는 “PTS(또는 크로싱 시스템)”이지 본래 의미의 ECN이 아니다. 전자장외증권중개회사를 통한 거래는 법적으로 정규 거래소시장의 시간외 거래가 종료된 오후 3:40부터 다음날 정규 거래소시장의 호가 접수시간 시작인 오전 8:00까지 가능하다. 그러나 (주)한국ECN증권은 오후 4:30부터 오후 9:00까지 4시간 30분 동안 호가 접수 및 매매거래를 수행하고 있다.

투자자는 먼저 한국ECN증권(주)의 거래회원인 증권회사에 매매거래 계좌를 개설한 후 동 계좌를 개설한 증권회사를 통해서만 주문할 수 있다.⁷¹⁾ 온라인을 통해서 주문하는 것을 원칙으로 하지만 전화(제약적)로도 가능하다. 수수료는 일반거래인 경우 1만 분의 0.85, 1억원 이상의 대량거래의 경우는 1만 분의 0.35를 부과하고 있다. (KSE와 (주)코스닥증권시장은 일률적으로 1만 분의 0.65를 부과하고 있다.) 청산결제는 (주)한국증권예탁원이 T+2로 하고 있다.

(주)한국ECN증권의 대량매매는 매도 또는 매수 일방의 주문이 (주)한국ECN증권 대량매매 주문수량기준을 충족할 경우 이를 공개한 후, 종목 및 수량이 동일한 매매상대방의 주문이 접수되면 매매체결을 시키는 방식이다. 이는 KSE에서 행하고 있는 매도·매수 쌍방의 주문을 사전에 신고하는 기존의 대량매매와는 다른 방식이다. 주문수량이 대량매매 기준을 충족시키는 경우 투자자는 일반매매와 대량매매 중 선택하여 주문할 수 있다.

70) 감리종목은 거래가 허용된다.

71) 다만, 매매거래계좌(증권저축계좌 포함)를 이미 개설한 투자자는 동 계좌에서 매매할 수 있다.

<표 V-2> (주)한국ECN증권의 매매 방식

구분	주요 내용	
거래종목	- KOSPI200, KOSDAQ50종목 - 주식만 거래(단, 우선주, 관리종목, 투자유의종목, 금융감독위원회가 정한 특별 종목은 거래에서 제외됨)	
거래시간	오후 4:30~오후 9:00 (4시간 30분)	
집행가격	KSE 또는 (주)코스닥증권시장에서 공표된 주식의 당일 종가(최종시세가격)	
주문	온라인, 전화	
	일반매매	대량매매
주문체결 원칙	시간우선원칙을 적용	매도·매수의 수량 일치할 때 매매체결
최소 주문단위	KSE 종목 10주, 코스닥 종목 1주	수량에 가격을 곱한 금액이 1억원에 해당하는 수량 이상
호가취소	매매체결 전까지 취소 가능	매매체결 전까지 취소 가능

<표 V-3> (주)한국ECN증권의 청산·결제 방법

분류	특징
중개수수료	- 일반매매: 1만 분의 0.85 - 대량매매: 1만 분의 0.35
청산·결제	(주)한국증권예탁원에서 T+2로 수행

나. 거래 현황 및 특징

1) 거래 현황(Trading Activity)

가) 일별·종목별 거래체결 현황: 거래체결 건수

2001년 12월 27일부터 2002년 5월 14일까지 (주)한국ECN증권의 일별·종목별 거래체결 현황을 살펴보면, 전체 250개 거래종목 중에서 하

루 평균 164개 종목에서 거래가 일어났으며, 평균 86개 종목(약 34.4%)에서는 거래가 전혀 일어나지 않은 것으로 나타났다. 또한 거래가 발생한 종목의 평균적인 거래체결횟수인 종목당 일평균 거래체결건수(number of trades)는 약 14건, 종목당 체결건수의 중앙값은 5.5건에 불과하여, 거래가 일어난 종목이라 할지라도 체결건수는 미미한 것으로 나타났다. 일별 거래체결 현황을 기간별로 세분해서 살펴보면 <표 V-4>와 같다.

<표 V-4> (주)한국ECN증권의 일평균 거래체결 현황

기 간*	일평균 거래체결 종목수	종목당 일평균 거래체결 건수	일평균 총체결건수
2002년 1월	158.7	15.9	2522.0
2002년 2월	163.1	13.9	2281.4
2002년 3월	178.7	13.7	2465.6
2002년 4월	165.1	13.4	2219.4
2002년 5월	149.6	11.6	1730.6
전체 평균	164.5	14.0	2316.6

* 2002년 1월은 2001년 12월 27일, 28일을 포함, 2002년 5월은 5월 14일까지임.

일평균 거래체결 종목은 2002년 3월까지 증가하다가 4월과 5월에 걸쳐 감소하고 있음을 볼 수 있다. 종목당 일평균 체결건수는 거래가 시작된 이후 꾸준히 감소세를 보여 5월에는 약 11건에 불과한 것으로 나타났다. 미거래 종목의 숫자도 2002년 5월에는 100종목(약 40%)에 이르고 있는 것을 보면, 현재 (주)한국ECN증권의 거래는 부진을 면치 못하고 있는 것으로 보인다.

(주)한국ECN증권 거래 현황에서 특이한 점의 하나는 거래체결 건수가 각 종목에 따라 고르게 분포하는 것이 아니라 소수의 종목에 집중되어 나타나고 있다는 것이다. 특히 91일간의 표본기간 중 16일을 제외한 75일에 있어서 최대거래 종목은 “하이닉스”였으며, 하이닉스 거래가 전

체 거래체결 건수에서 차지하는 비중은 19%가 넘는 것으로 나타났다. 따라서 일별 최대거래 종목이라고 할 수 있는 하이닉스를 제외한다면 (주)한국ECN증권의 평균 거래체결 현황은 더욱 부진한 것으로 나타났다.

하이닉스를 제외한 거래체결 현황을 기간별로 세분해서 살펴보면 아래 <표 V-5>와 같다. 종목당 일평균 체결건수는 약 11건으로 표본기간에 걸쳐 변화 없이 일정한 것으로 나타났다. 또한 일평균 총체결건수는 2002년 3월까지 증가하다가 4월과 5월에 걸쳐 감소하고 있는데, 이는 일평균 거래체결 종목수의 추세와 일치하는 모습을 보여주는 것이다.

<표 V-5> (주)한국ECN증권에서의 하이닉스를 제외한 일평균 거래체결 현황

기 간	하이닉스의 일별 체결건수와 비중	하이닉스 제외한 평균 총체결건수	하이닉스 제외한 종목당 체결건수
2002년 1월	624.58 (24.77%)	1897.42	11.98
2002년 2월	516.29 (22.63%)	1765.12	10.83
2002년 3월	369.35 (14.98%)	2096.25	11.74
2002년 4월	332.71 (14.99%)	1886.67	11.44
2002년 5월	227.78 (13.17%)	1502.78	10.10
전체 평균	441.66 (19.02%)	1874.89	11.40

지금까지 살펴본 (주)한국ECN증권의 일별·종목별 평균 거래체결 현황을 통해 다음과 같은 특징을 요약할 수 있다. 첫째, (주)한국ECN증권의 250개 거래종목 중 거래가 일어나는 거래 종목은 평균 약 65%에 불과하며, 그 수는 계속 감소하는 추세이다. 둘째, (주)한국ECN증권의 거래체결 건수에서 하이닉스 한 종목이 차지하는 비중은 약 19%로 나타났으며, 하이닉스의 거래체결 건수도 감소하는 추세이다. 셋째, 하이닉스를 제외한 종목들의 평균 거래체결 건수가 2002년 3월 이후 지속적으로 감소하는 추세이다. 넷째, 종목당 일평균 거래체결건수는 14건에 불과하며,

하이닉스를 제외하면 이는 더욱 떨어져서 종목당 일평균 거래체결 건수는 약 11건, 중앙값은 약 5.5건에 불과할 정도로 거래가 부진하다.

나) 일별 주문·거래량 현황⁷²⁾

2002년 2월 18일부터 5월 6일까지 (주)한국ECN증권의 일평균 미주문 종목수⁷³⁾, 일평균 매도·매수 상위 종목수, 그리고 일평균 종목당 주문 체결률에 대해 살펴보면 <표 V-6>과 같다.

<표 V-6> (주)한국ECN증권의 일평균 주문 현황

기 간*	미주문 종목수	종목당 주문체결률	매도우위 종목수	매수우위 종목수	매도·매수 균형거래
2002년 2월	31.7 (12.7%)	75.8%	32.9	165.4	20.0
2002년 3월	27.5 (11.0%)	80.3%	32.0	171.4	19.2
2002년 4월	36.2 (14.5%)	77.3%	36.7	151.6	20.5
2002년 5월	53.3 (21.3%)	77.4%	52.7	125.3	18.7
전체 평균	33.1 (13.2%)	78.2%	35.2	161.9	19.8

* 2002년 2월은 2월 18일부터, 2002년 5월은 5월 6일까지임.

250개 종목 중 하루 평균 약 33개 종목(13.2%)에 대해서는 주문이 일어나지 않았으며 그 수는 계속 증가하고 있다. 또한 이 기간에 주문이 있었던 종목은 일평균 약 217개며, 일평균 거래 종목의 수가 평균 170종목으로 주문 종목 중 거래가 체결되는 비율은 약 78%에 불과하다.⁷⁴⁾ 또

72) (주)한국ECN증권에 따르면 현재의 수수료 체제 하에서 (주)한국ECN증권의 손익분기점이 되는 거래량은 KSE의 4% 수준이라고 한다. 그러나 2002년 7월 현재 (주)한국ECN증권의 거래량은 KSE의 0.3%에 머물러 있을 정도로 거래가 부진한 실정이다.

73) “미주문 종목수”는 매도와 매수의 어떠한 주문도 일어나지 않은 종목을 의미한다. 따라서 주문 종목수는 250개 거래 종목에서 미주문 종목수를 제하면 구할 수 있다.

한 이 기간 동안 매도잔량이 남은 매도우위의 주문보다는 매수잔량이 남아 있는 매수우위의 주문이 많았다. 매도와 매수의 주문이 일치하여 잔량이 남지 않은 균형거래 종목은 1일 평균 약 20개로 나타났다. 총 53일의 표본기간 중에 매도잔량 종목이 많은 날은 단 이틀에 불과하였다. 그러나 이러한 현상이 이 기간 동안 주식시장이 전반적으로 상승장이었기 때문인지, 호재성 정보가 지배했기 때문인지, 아니면 (주)한국ECN증권의 거래특성 때문인지 그 원인이 명확하지는 않다.

일평균 총주문량과 종목당 주문량에 대한 자료는 <표 V-7>에 제시되고 있다. 여기에서 주문량은 매도·매수의 주문을 별개의 주문으로 취급하여 합산하였기 때문에 거래량의 2배로 계산된다.⁷⁵⁾

<표 V-7> (주)한국ECN증권의 일평균 총주문량과 종목당 주문량

기 간*	일평균 총주문량	종목당 평균 주문량	하이닉스 제외		하이닉스 비중
			총주문량	종목당 평균 주문량	
2002년 2월	5,126,858	23,523.0	1,746,157	8,037.4	0.63
2002년 3월	4,088,790	18,381.3	1,927,228	8,685.6	0.50
2002년 4월	5,214,156	24,803.4	1,887,757	8,875.3	0.51
2002년 5월	5,356,608	26,832.8	1,479,638	7,547.5	0.70
전체 평균	4,782,729	22,277.4	1,855,505	8,586.3	0.54

* 2002년 2월은 2월 18일부터, 2002년 5월은 5월 6일까지임.

74) 여기서 “주문종목 거래체결률”은 주문종목수와 거래체결종목수의 비율이기 때문에 주문건수와 체결건수의 비율인 실제의 거래체결률에 비해 과대평가되었다. 따라서 실제 거래체결률은 78%를 밑돌 것으로 예상된다.

75) 총주문량은 거래량 뿐만 아니라 거래가 이루어지지 못한 매도(매수)잔량을 합하여 구하였으며, 주문이 취소된 경우에는 주문량에 포함시키지 않았다.
 총주문량 = (총거래량×2) + 매수(혹은 매도)잔량

표본기간 동안의 총주문량은 일평균 약 5백만주이었고 종목당 약 2만주의 매도·매수의 주문이 있었다. 거래체결 건수에서 나타난 하이닉스의 높은 비중을 감안하여 하이닉스의 주문량을 별도로 계산하였다. 하이닉스의 주문량이 (주)한국ECN증권의 하루 주문량에서 차지하는 비중은 예상대로 매우 높은 것으로 나타나 평균 54%였다. 하이닉스의 주문량을 제외한 후 살펴본 (주)한국ECN증권의 일평균 총주문량은 2백만주를 넘지 않았다. 또한 종목당 주문량은 평균 8천주에 머물렀다.

투자자의 매매주문이 모두 체결되는 것은 아니다. 특히 (주)한국ECN증권의 경우에는 가격이 변동되지 않기 때문에 일방의 거래의사가 미체결된 주문이 되어 잔량으로 남는 경우가 많다. 이러한 현상은 주문종목수의 약 22%인 평균 47개 종목에서 아무런 거래가 체결되지 않는 것을 보면 확인할 수 있다.⁷⁶⁾ 따라서 (주)한국ECN증권에서 실제 일어난 거래현황에 대한 보다 정확한 정보를 파악하기 위해서, 일평균 총거래량과 종목당 거래량을 <표 V-8>을 통해서 살펴보았다.

(주)한국ECN증권에서의 일평균 총거래량은 약 1백4십만주이고 종목당 약 8천주의 거래가 있었다. 따라서 이 기간중의 “거래체결률”은 약 57%로 나타났다.⁷⁷⁾ 이것은 약 78%인 종목수 기준의 거래체결률에 비해서도 상당히 낮은 수치이다. 전체 거래량에 있어서도 하이닉스의 비중이 매우 높은 것으로 나타났다.⁷⁸⁾ 하이닉스의 거래량을 제외한 후 살펴본 (주)한국ECN증권의 일평균 총거래량은 5십만주를 넘지 않았으며, 종목

76) 표본기간 동안에 (주)한국ECN증권 거래종목 250개 중에서 주문이 일어난 종목은 일평균 217개이며, 주문이 없었던 종목의 수는 약 33개이다. 주문종목 중에 실제 거래가 체결된 종목은 약 170개(전체 종목수의 68%)에 불과하여 일평균 “미거래 종목수”는 약 80개(전체 종목수의 32%)에 이른다. 그러나 미거래 종목의 비중은 최근 더욱 증가하여 2002년 5월말 현재 약 100종목을 기록했다.

77) 거래체결률=(거래량×2)÷주문량

78) 표본기간 중에 KSE 전체 거래량에서 하이닉스가 차지하는 비중은 이보다 낮지만 역시 큰 비중을 차지하고 있다.

당 거래량은 일평균 2천6백주에 머물렀다.

지금까지 나타난 (주)한국ECN증권의 일별 주문·거래 현황을 요약하면 다음과 같다. 첫째, (주)한국ECN증권의 250개 거래종목 중 “미주문·미거래 종목”의 비중이 크며, 이는 계속 증가하는 추세이다. 둘째, 이에 따라 고객의 주문이 거래로 확정되는 “거래체결률”은 종목수 기준으로 약 78%이고, 주문·거래량 기준으로 약 57%에 불과하다. 셋째, (주)한국ECN증권의 전체 주문량과 거래량에서 하이닉스 한 종목이 차지하는 비중은 50%가 넘는 것으로 나타났다. 넷째, 하이닉스를 제외한 일평균 주문량은 약 2백만주, 거래량은 약 45만주에 불과하다.

<표 V-8> (주)한국ECN증권의 일평균 총거래량과 종목당 거래량

기 간*	일평균 총거래량	종목당 평균 거래량	하이닉스 제외		하이닉스 비중
			총거래량	종목당 평균 거래량	
2002년 2월	1,623,375	9,677.9	413,002	2,494.6	0.65
2002년 3월	1,166,072	6,509.8	490,696	2,746.2	0.51
2002년 4월	1,409,227	8,537.3	437,611	2,660.6	0.48
2002년 5월	1,391,195	8,913.8	376,732	2,442.3	0.72
전체 평균	1,352,814	7,987.2	450,018	2,652.3	0.53

* 2002년 2월은 2월 18일부터, 2002년 5월은 5월 6일까지임.

2) (주)한국ECN증권의 거래시간에 발생한 공시

(주)한국ECN증권에서는 주식가격의 변동이 허용되지 않는다. 모든 거래 종목의 거래가격은 당일 종가로 확정되어 있기 때문에 (주)한국ECN증권의 영업시간대에 거래대상 기업에 대한 새로운 정보가 발생하더라도 주가에 반영될 수 없다. 그러나 주식가격의 변동과는 관계없이 거래대상 기업에 대한 새로운 정보는 시장에 끊임없이 유입된다.

비록 현재의 (주)한국ECN증권 거래 시스템 하에서 새로운 정보가 거래대상 종목의 가격에 아무런 영향을 미칠 수 없다고 할지라도, 주문량과 거래량, 매도 및 매수 잔량, 그리고 다음날의 주가에는 어떤 형태로든 영향을 줄 것이다. 예를 들어, 가격이 고정된 상태에서 새로운 정보가 유입되면 이것은 대상종목에 대한 정보의 불확실성을 줄여주기 때문에 주문이 매수나 매도우위를 보이면서 불균형을 이루게 될 것이다. 따라서 더 이상의 거래가 일어나지 않게 되고 주문은 매도나 매수 잔량으로 남게 될 것이라고 예측할 수 있다. 즉, (주)한국ECN증권 거래시간 내에 발생한 공시는 새로운 가격을 발견하는 거래를 초래하기보다는 거래를 중단시키는 역할을 할 가능성이 높다. 그러나 가격이 고정된 시장에서 정보가 어떻게 다른 시장변수에 영향을 줄 것인가에 대한 보다 상세한 연구는 본 보고서의 범위를 넘어서는 것이라고 생각한다.

짧은 기간이기는 하지만 2002년 3월 4일부터 5월 7일 동안에 (주)한국ECN증권의 거래시간인 오후 4:30에서 오후 9:00 사이에 발생한 (주)한국ECN증권 거래대상 종목에 대한 공시자료를 <표 V-9>에 요약하였다. 표본기간 동안에 하루평균 약 14개 종목에서 공시가 일어났으며, 총공시건수는 약 25건이었다. 250개 거래 종목 중 약 5.8% 종목에서 공시가 있었다. 거래소 공시가 코스닥 공시보다 많았지만 거래종목 수를 고려하면 코스닥 관련 공시가 더 빈번하였다고 할 수 있다.

<표 V-9> (주)한국ECN증권 거래대상 종목의 공시

기 간	공시기업수		총공시건수		거래소 공시		코스닥 공시	
	합계	일평균	합계	일평균	합계	일평균	합계	일평균
2002년 3월	388	19.4	725	36.3	498	24.9	227	11.4
2002년 4월	216	10.3	321	15.3	214	10.2	107	5.1
2002년 5월*	49	12.6	84	21.0	76	19.0	8	2.0
전체 평균	653	14.5	1,130	25.1	788	17.5	342	7.6

* 2002년 5월은 5월 7일까지임.

VI. 세계 ECN 업계의 향후 전개방향과 한국 주식시장에의 교훈

VI. 세계 ECN 업계의 향후 전개방향과 한국주식 시장에의 교훈

1. 세계 ECN 업계의 향후 전개방향

전자정보기술의 발전으로 촉발된 주식거래의 변화에서 중요한 역할을 담당해온 ECN은 미국을 시작으로 유럽과 일본에서 잇달아 등장하였다. 미국에서 ECN은 기존의 거래소가 제공해 주지 못하는 서비스를 바탕으로 틈새시장을 찾아 이제까지는 성공적으로 발전하였지만, 최근 들어 치열한 경쟁으로 인해 새로운 활로를 모색하고 있다. 반면 유럽과 일본에서는 도입부터 현재까지 부진한 상태이다. 그렇다면 세계 ECN 업계의 향후 전개방향은 어떤 모습을 보일 것인가? 상이한 주식시장 구조 아래에서 각기 다른 상황에 처해 있는 ECN의 현황을 볼 때, 미래의 발전모습도 다양하게 전개될 것으로 예측된다.

먼저, 일본과 유럽의 ECN을 살펴보면, 일본과 유럽의 ECN은 미국에 비해 그 규모와 발전 정도가 초보적인 단계에 머물러 있다. 이것은 미국과는 달리 이 지역의 거래소들이 90년대 중반 이후 주식거래 메커니즘으로 전자주문장제도를 채택하였기 때문에, 유사한 거래 메커니즘을 사용하는 ECN의 활동영역이 태생적으로 매우 협소하였던 것에 기인한다 (예를 들어, 독일의 Xetra, Euronext-Paris의 NSC, LSE의 SETS, 일본의 CORES 등). 따라서 일본과 유럽에서 ECN이 투자자에게 제공할 수 있는 이점은 상대적으로 적었다.

일본에서 ECN(또는 PTS)을 통한 주식거래는 야간거래를 중심으로 운영되고 있으나, 거래가 활발하게 이루어지지 않고 있다. 또한 매매가격의 결정도 주문주도형의 고객주문 상대방식이 아니라, 고객간 교섭방식이나 시장가격 매매방식(크로싱 시스템) 등을 사용하고 있기 때문에 가격형성기능이 없거나 매우 낮다고 할 수 있다. 따라서, 야간시장이라

는 틈새시장을 목표로 운영되고 있기는 하지만 다음과 같은 이유로 인해 향후 일본에서 ECN이 성공적으로 자리를 잡기는 어려울 것으로 예상된다.

- ① 일본주식시장에서 TSE의 유동성이 차지하는 비중은 압도적으로 크며, 이를 바탕으로 네트워크 외부효과(network externality)의 영향력을 최대한으로 행사하고 있음.
- ② 거래비용 또한 ECN이 TSE보다 적다고 할 수 없음.
- ③ 기관과 외국인의 주식거래 비중이 85% 정도이며 개인투자자의 비중은 15% 정도 밖에 되지 않음. 따라서 장기투자의 경향이 강하며 ECN을 이용할 유인이 있는 데이 트레이더 등이 매우 적음.

따라서 기존의 거래소와 직접적으로 경쟁하기보다는 새로운 틈새시장을 찾아 생존을 모색할 가능성이 큰데, 거래소에서 이미 결정된 가격으로 기관투자자에게 크로스 거래를 제공하는 JapanCross가 하나의 예라고 할 것이다. 또한 극히 저조한 현재의 유동성을 확충하기 위해서 미국에서 진행되고 있는 ECN간의 합병이나 제휴, “투자자간의 직접적인 접속거래(DAT)”업무로의 진출도 일본의 ECN 사업에서 예상할 수 있다.

일본의 ECN(또는 PTS) 사업의 특이한 점은 채권거래 PTS가 많이 설립되어 운영되고 있다는 것이다. 비록 PTS 설립 초기에 E-Bond가 채권시장 투자자들의 참여 부족으로 청산하였지만, 현재까지의 상황을 살펴보면 주식거래에 비해 채권거래 PTS는 성공 가능성이 높다. 이는 채권거래의 성격상 TSE를 통하지 않는 장외 거래가 많기 때문인데, 최근 일본국채만을 전문으로 체결하는 Yensai.com 등 새로운 채권거래 PTS가 등장하는 것은 이런 맥락이다.

유럽에서 ECN의 활동은 일본보다도 미미한 편이다. 대표적인 ECN으로는 virt-x와 Jiway가 거론된다. virt-x는 2000년 영국 최초의 주문주도

형 전자시장인 Tradepoint가 스위스거래소(SWX)의 출자를 받아들여 설립되었다. 그러나 설립당시의 개념은 ECN이었지만, 영국에 공인투자거래소(RIE)로 등록되어 있기 때문에 현재의 virt-x를 ECN으로 구분하기에는 무리가 있다. 유럽에 활동 중인 또 하나의 ECN으로 Jiway가 있으나, 이 역시 ECN이라기보다는 전자증권거래소라고 할 수 있다. 현재 Jiway도 영국에 RIE로 등록되어 있다. 결과적으로 볼 때 유럽에는 “미국에서의 ECN”과 같은 ATS는 존재하지 않는다고 말할 수 있다.

유럽에서 기존의 거래소와 비교해서 그동안 ECN이 가질 수 있었던 장점은 영리기업의 특성인 경영의 효율성이었다. 시간외 거래나 장외 거래에서 ECN의 이점은 크지 않았던 것으로 평가받고 있다. 따라서 현재 유럽에서 진행 중인 기존 유럽 거래소의 회원제 탈피와 영리기업화는 유럽에서 ECN이 독자적으로 생존하기에 더욱 어려운 환경을 만들어 내고 있다. 결과적으로 유럽에서 새로운 ECN의 등장 가능성은 적을 것이며, 기존의 거래소나 증권사와의 전략적인 제휴와 합병 등의 움직임이 일어날 것으로 예상된다. Tradepoint와 SWX의 연합으로 재탄생한 virt-x는 유동성 증대와 경쟁에서의 우위확보라는 측면에서 향후 전반적인 ECN의 방향성을 보여주는 예가 될 수 있을 것이다.

일본이나 유럽과는 달리 이제까지 미국에서 ECN은 상당히 성공적인 것으로 평가받고 있다. 2002년 4월 현재 ECN이 Nasdaq 거래에서 차지하는 비중이 전체 Nasdaq 거래량의 40%를 넘어섰으며, 일부 ECN의 경우에는 거래소로의 전환을 모색하고 있다. 그러나 미국의 모든 ECN이 앞으로도 현재와 같은 성장을 지속할 것인지에 대해서는 의문이 제기된다. 과연 미국 ECN이 앞으로 직면하게 될 문제점은 무엇이며 이에 따른 ECN 업계의 발전방향에 대한 예상은 다음과 같다.

첫째, Instinet을 제외한 대부분의 ECN이 Destination ECN으로서 기능을 하기 위한 충분한 유동성을 확보하기 어려운 실정이다. 이러한 문제점은 시장이 위축되는 경우 더욱 부각될 것이다. 유동성 부족에 따른

시장실패에 대응하기 위하여 다수의 ECN을 2~3개의 대형 ECN으로 통합하거나 ECN간의 연계를 도모할 가능성이 있다. 그러나 현실적으로 합병대상이 될만한 ECN이 거의 남아 있지 않기 때문에 나머지 ECN이 이러한 전략을 택하기는 힘든 상태라고 할 수 있다. 그 대신 거래소와 ECN간의 전략적 제휴가 발생할 것으로 예상된다.

둘째, ECN은 신뢰성이 확보되지 못한 시장으로 인식되고 있다. ECN의 문제점의 하나로 지목되어온 감리 활동의 미비로 인하여 시장센터로서의 역할에 대한 의문이 제기되고 있으며, 일반투자자들이 불공정행위나 사기행위에 대해서 적시에 충분한 보호를 받지 못하고 있다는 우려를 자아내고 있다. 이에 따라 일부 ECN은 자율규제기구의 요건을 갖춘 거래소로의 전환을 시도하고 있다. 이러한 거래소로의 전환은 ECN이 Nasdaq을 통하지 않고 직접 NYSE시장에 접근할 수 있는 권한을 가지게 된다는 점에서 이점이 된다. 그러나 ECN의 거래소 승인은 일상 업무와 규제에 대한 대책이 보장된 후에 신중하게 진행될 것으로 예상된다.

셋째, ECN의 성장에 대응하기 위한 NYSE와 Nasdaq 등 기존 거래시장의 대응은 시장간 경쟁의 심화를 가져올 것이며, ECN에게는 생존의 위협으로 다가올 것이다. 결국 거래시스템과 서비스의 차별화를 찾아내지 못하는 ECN은 시장간 경쟁에 의해 도태될 가능성이 크다. 유동성과 비용 측면에서 경쟁력을 가지는 것뿐만 아니라 주식거래 시장구조 전체 프로세스 중에서 또 다른 틈새시장을 발견하여 확보할 수 있는 ECN만이 생존해 나갈 것이다. 특히 주문회송의 비중이 높은 Hybrid ECN은 Nasdaq의 SuperMontage에 압도되어 시장에서의 입지가 좁아질 것으로 전망된다. 또한 “투자자간의 직접적인 접속거래(DAT) 서비스 제공자”와 기타 전방업무 서비스 제공자의 등장은 차별화되지 못한 ECN의 생존을 더욱 어렵게 할 것으로 예상된다. 이러한 상황에서 투자자에게 가장 적합한 시장으로 주문을 회송해 주는 SORT의 등장은 Hybrid ECN에게 생존을 위한 중요한 기회를 제공해 주고 있다. Hybrid ECN은

자체 네트워크 내에서 매칭되지 못한 주문을 투자자가 원하는 체결우선 순위를 최적으로 만족시킬 수 있는 시장으로 전송하기 위해서 점차 SORT 이용을 확대하고 있다. 거래환경이 복잡해지고 투자자의 투자전략에 대한 자동화 수요가 증가할수록 SORT의 이용 또한 지속적으로 증가할 것으로 전망된다. SORT의 확산은 Nasdaq과의 치열한 시장점유율 경쟁을 벌이고 있는 ECN에게 투자자의 다양한 욕구가 충족되는 특화된 분야로 진출할 수 있는 기회를 제공하고, ECN의 분화를 가속화할 것으로 예상된다.

2. 한국의 주식시장에 주는 교훈

가. 시장구조 개편 논의와 ATS

틈새시장으로서의 전자장외증권중개회사가 영업을 하고 있는 동안에도 한국주식시장은 급변하는 세계 주식시장간의 경쟁에서 생존하기 위해 현·선물거래소 및 기타 관련기관의 구조개편에 대한 논의를 전개하고 있는 등 새로운 변환기를 맞이하고 있다. 주식시장의 구조개편은 아직까지 증권산업과 시장관련 이해당사자, 정부 및 학계의 가시적인 동의(consensus)를 이룬 것은 아니지만, 홍콩이나 싱가포르 형태의 통합의 모습을 가질 가능성도 제기되고 있다.

이와 같은 시장통합의 시장 구조개편은 ATS가 본격적으로 허용된다면 발생하게 될 시장의 수평적인 분할과는 일견 상충되는 것처럼 보인다. 그러나 거래시장의 역할을 담당하고 있는 KSE, 코스닥시장, 그리고 선물거래소는 거래되고 있는 상품과 증권이 다르기 때문에 동일시장에서 경쟁하는 수평적 경쟁시장이라고 볼 수 없다. 따라서 현재 논의되고 있는 국내시장의 통합을 통한 구조개편은 경쟁시장간의 수평적

인 통합이 아니라 전산시스템, 매매 감리를 포함한 규제업무, 결제기관 등의 수직적 업무의 통합이라고 보아야 타당할 것이며, 이는 ATS 도입에 따른 시장의 수평적 분할에서 야기되는 문제와는 다르다고 할 수 있다. 따라서 ATS에 관한 본 보고서의 논의는 시장구조개편 논의와는 별개의 문제영역이라고 할 수 있을 것이다.

그러나 시장구조 개편과 ATS가 직접적인 연관성이 적다고 하더라도 시장의 전체 환경이 재편될 가능성이 있는 상황에서 본 연구는 해외에서의 ATS 전개방향으로부터 얻은 내용만을 가지고 한국의 주식시장에 주는 시사점을 도출하기보다는 한국주식시장의 전체 구조에 대한 모든 논의를 포괄한 후에 향후에 풀어야 할 과제를 제시하는 것이 바람직할 것이다. 그러나 이는 본 연구에서 다룰 수 있는 주제의 범위를 벗어나는 것이라고 생각한다. 그러므로 본 보고서는 현재의 시장구조와 여건을 주어진 상황으로 전제하고 논의를 전개하고자 한다.

나. 미국 ATS로부터의 시사점

V장에서 지적한 “야간종가 ATS”의 한계점으로 인하여 현재의 ATS 제도하에서는 어떤 기업이라도 영리를 추구하는 계속기업으로서 필요한 수익을 창출하기가 힘들 것으로 예상된다. 따라서 국내 ATS 도입으로 얻으려 했던 “경쟁도입을 통한 효율성 증진”과 “다양한 소비자의 욕구 충족”의 목표는 달성되지 못하고 있는 것이다. 결국 “야간종가 ATS”는 실패한 제도가 될 가능성이 커지고 있으며 이러한 전망은 지속될 것이다.

한국의 “전자장외증권중개회사(PTS)” 제도가 처하고 있는 문제점은 미국의 ECN과 마찬가지로 유동성을 확보하지 못하는 것으로 귀결될 수 있다. 그렇다면, 앞에서 살펴본 ATS 산업의 본거지라 할 수 있는 미국에서의 경험으로부터 얻을 수 있는 시사점은 무엇일까?

1) 가격발견기능이 없는 PTS

“야간종가 ATS”는 가격발견기능이 결여되어 있다는 점에서 미국의 PTS에 해당된다. 대표적인 PTS인 POSIT과 같은 크로싱 시스템은 시장 조성인이나 딜러가 없는 국내시장에서 대량매매에 의한 시장충격비용을 줄일 수 있는 방법으로 국내 도입을 고려해 볼 수 있는 PTS라고 할 수 있다. 특히 앞으로 국내에서 기관투자자의 비중이 늘어나면 대량매매를 위한 PTS의 필요성은 더욱 증가할 것이다. 그러나 POSIT은 정규 거래시장에서 결정된 가격을 매매 가격으로 이용하지만, 거래시간이 야간이 아니라 정규 거래시장의 거래시간 중에 일어난다는 점에서 국내 야간종가 ATS와는 그 성격이 다르다고 할 수 있다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, POSIT의 경우 장중 8회에 걸쳐 거래가 일어나기 때문에 정규시장의 가격결정시간과 POSIT의 거래시간 사이에는 시차가 거의 없다. 그러나 국내의 야간종가 ATS는 정규시장이 마감된 후 당일 종가에 의해서만 거래가 형성되어야 하기 때문에 가격이 결정된 이후에 발생하는 새로운 정보가 가격에 반영되지 못한다. 이러한 상황에서는 투자자가 매매에 참여하기를 꺼리는 것은 당연하다고 할 것이다.

둘째, POSIT의 투자자는 대부분 기관투자자들로서 이들은 시장충격을 최소화하면서 대량매매를 행하려는 목적으로 POSIT에 참여하고 있다. 반면 국내 PTS에서는 대량매매가 거의 행해지지 않고 있다.⁷⁹⁾ 야간종가 ATS에서 대량매매가 미미한 이유는 국내 기관투자자의 참여를 유도할 만한 이점을 야간종가 ATS가 제시할 수 없다는데 있다. 국내의 기관투자자는 오후 4시 이후에는 거의 업무를 수행하지 않는다. 이들이 설

79) 예를 들어, (주)한국ECN증권에서 대량매매(1억원 이상)는 영업개시(2001. 12. 27.) 후 8개월 가까이 경과한 2002년 8월 현재 총 3건으로 유명무실한 실정이다.

령 야간에 투자를 하고 싶다 하여도 거래가격에 대해 협상할 여지가 없는 시스템은 이들에게는 매력이 없는 시장이다. 국내 기관투자자의 야간종가 ATS에의 참여 부재는 현행 ATS 제도가 가지고 있는 “결정된 가격에서 거래”라는 구조적인 문제 때문이라고 할 수 있다.

결과적으로 국내의 야간종가 ATS는 미국의 PTS와는 상이한 형태의 거래시스템이다. 국내에 미국식의 PTS 제도를 새로 도입하거나 기존의 야간종가 ATS를 개선하여 PTS를 지향하여 성장하도록 만드는 가능성은 여전히 남아 있다고 생각한다. 국내 ATS가 가격발견기능이 없는 PTS 역할을 담당하더라도 가격결정시기와 거래시기와의 시간격차를 최소화하는 형태가 되든지 아니면 최소한 거래가격을 협상할 수 있는 시스템이 되어야만 할 것이다. 그러나 PTS의 거래시간을 확대하려면 “시장분할의 문제점”을 최소화할 수 있도록 반드시 적절한 규제와 보완장치가 마련되어야만 할 것이다.

2) 틈새시장을 지향하는 ECN

가격발견기능은 없지만 야간거래라는 틈새시장을 지향해서 성장을 시작했다는 점에서 국내의 야간종가 ATS는 미국의 ECN과 공통점을 가지고 있다. 여기서는 미국의 ECN이 추구하고 있는 유동성 제고전략을 살펴보고 한국의 ATS에게는 어떤 시사점을 주는지 찾아보도록 한다.

1997년 이후 미국에 ECN이 본격적으로 도입된 시기에 ECN은 틈새시장으로서 상당한 성공을 거두었으나, Nasdaq이 SuperMontage를 통하여 대응하기 시작하는 2002년 하반기부터는 주식시장에서 ECN의 영향력이 급격히 감소될 것이라는 것이 일반적인 예상이다.⁸⁰⁾ ECN은 유동성을 제고하기 위해서 III장에서 살펴본 바와 같이 ① Destination ECN으로의 모색(예: NYSE 시장으로의 진입과 같은 개발되지 않은 유동성의

80) 주식시장에서의 ECN의 영향력이란 ECN이 제공하는 유동성을 의미한다.

확보 및 ECN간, 또는 거래소와 ECN간의 통합으로 유동성을 확충)이나
 ② 새로운 기술(예: SORT)을 통한 기존 시스템 상으로의 유동성 통합 등의 전략을 구사하고 있다.

미국 ECN의 유동성 확보를 위한 경쟁전략은 국내의 ATS와는 관련이 적어 보인다. 그러나 ECN이 생존을 위해 추구하고 있는 전략을 보면 미국과 같은 복수시장 시스템에서 ECN이 기존 거래시장과의 경쟁을 통해 살아남는 것이 얼마나 어려운지를 알 수 있다. 이러한 인식은 국내 ATS 제도에 다음과 같은 의문을 제기한다. “과연 국내시장에서 틈새시장을 지향하는 미국식의 ECN이 필요한 것일까?”⁸¹⁾ 아직 틈새시장으로서의 정체성도 제대로 확보하지 못하고 있는 야간종가 ATS의 현실을 보면 ECN 제도의 도입 필요성에 대한 의문은 당연하다고 할 것이다. 그러나 국내의 증권시장에도 야간거래를 원하는 투자자들은 존재하고 있다. 또한 해외시장에 직접 투자하고자 하는 욕구도 있을 것이다. 이들의 새로운 욕구를 만족시켜 주는 것은 거래소이든 ECN이든 거래서비스를 제공하는 기관으로서 관심을 가져야 하는 서비스 영역이다. 만일 정부가 ECN을 비롯한 다른 거래시장의 출현을 막고 있는 현행의 단일 시장 제도를 유지한다면, 결국 투자자의 다양한 틈새시장에 대한 욕구충족은 현재와 마찬가지로 거래소에게만 맡겨 두어야 한다는 것을 뜻한다. 그러나 독점적 지위가 확보된 거래소가 틈새시장의 욕구를 만족시키기 위해 얼마나 노력할 것인가에 대해서는 의문의 여지가 남게된다. 미국시장에서 ECN의 등장이 NYSE와 Nasdaq에게 위기의식과 자체 시스템의 개혁을 가져온 것은 우리에게도 시사하는 바가 크다고 할 것이다.

앞으로 복수 시장시스템이 국내 증권시장을 위해 바람직한 지에 관한 논의는 보다 깊이 있게 다뤄져야 할 연구주제라고 생각한다. 그리고 아무리 복수 시장시스템이 가져오는 경쟁의 이점이 존재한다고 하더라도, ECN 도입이 시장에 가져올 위험이 결코 간과되어서는 안될 것이다.

81) 여기에서 ECN은 가격발견기능을 가진 ATS를 의미한다.

시장센터의 영리추구(for-profit)에 따른 증권시장의 불건전화, 시장분할로 인한 유동성 저하와 가격발견 기능의 약화, 불필요한 사회적 비용의 중복적인 투자, 그리고 불안정한 감리기능에 의한 투자자의 피해 등 부작용에 대한 철저한 대책이 반드시 선행되어야만 할 것이다.

다. 국내 ATS를 위한 고려사항

1) 경쟁과 시장분할

현재와 같은 “야간종가 ATS”는 시장의 기능을 담당하는 시장센터라고 할 수 없다. 따라서 아직까지 국내에서 본격적인 의미의 ATS 도입은 이루어지지 않았으며, 도입의 타당성에 관한 논쟁은 진행형이라고 할 수 있다. V장에서 요약하였듯이, ATS의 도입에 따른 대표적인 찬·반의 쟁점은 “경쟁을 통한 시장효율성 증진”과 “시장분할에 따른 유동성 저하와 가격발견기능의 약화”라고 할 수 있다.

ATS가 도입되면 국내 시장에 경쟁의 이점이 나타날 수 있을 것인가 하는 것은 대답하기 쉬운 문제가 아니다. 그러나 경쟁의 이점이 의문시된다는 이유로 경쟁의 가능성마저 원천적으로 봉쇄하는 현재의 제도를 계속 유지하는 것은 합리적인 결정이 아니다. 과연 국내 시장환경과 규모를 고려할 때 거래소와 경쟁할 만한 경쟁력이 있는 ATS의 출현이 가능할 것인가와 ATS 도입이 사회적으로 불필요한 중복비용을 지불하는 것은 아닐까 하는 것은 사전에 정부가 쉽게 판단할 수 있는 문제는 아니다. 또한 ATS 도입이 시장분할의 문제를 얼마나 심각하게 발생시킬 것인지 현재 시점에서 판단하기는 어렵다. 그렇다 하더라도 ATS의 생존과 성장에 관련된 의사결정 사항은 당연히 ATS 업무를 수행할 개별 기업의 경영판단에 맡겨야 하며, 정부의 역할은 “시장원리에 따른 공정한 경쟁 도입”과 “시장분할에 따른 부작용 방지책 마련”에 집중되어야 할

것이다.

2) 현행 ATS 제도의 개선 가능성

국내에서의 ATS제도는 “야간종가 ATS”제도이다. 국내 ATS 제도가 향후 PTS를 지향하든 ECN을 지향하든 개선될 사항으로 우선 고려될 수 있는 것은 현재 당일 종가로 정해지고 있는 거래가격을 시장에서 변동될 수 있도록 ATS에 가격발견기능을 부여할 것인가 하는 것이다. 먼저 국내에도 가격발견이 가능한 미국식 ECN의 도입을 고려하여 볼 수 있다. 이 경우 거래시간을 야간으로 국한시킬 것인가(야간 ECN), 아니면 거래소의 장중 거래시간까지 허용할 것인가(장중 ECN)에 대하여 고려해야 할 것이다. 만일 “장중 ECN”을 허용한다면, 그것은 바로 국내시장에 복수 시장시스템을 도입한다는 의미가 된다. 시장분할의 문제에 대한 대책이 마련되지 않은 현 시점에서는 장중 ECN까지 허용하는 것은 성급한 결론일 수 있다. 만일 장중 ECN이 허용된다면, 이에 대한 문제점은 별도로 깊이 있게 다루어져야 할 연구 주제라고 생각한다.

보다 현실적으로 “야간 ECN”을 허용하는 경우를 생각할 수 있다. 현행 ATS 제도의 당일 종가에 의한 거래를 통해서만 다양한 투자자의 욕구 충족은 제한될 수밖에 없으며 투자자 중심의 시장경영 철학의 등장도 지연될 수밖에 없다.⁸²⁾ 투자자의 효익(benefit)을 위해서는 가격발견 기능이 확보된 야간거래를 “거래시간 확대를 통해 KSE가 할 수 있게 하

82) 엄경식·성윤중 (2001). 세계 각국의 거래소들은 주식거래의 네트워크 외 부효과의 속성과 주식거래의 전자화, 규제완화, 기관화, 국제화라는 세계적 추세에 맞추어, 기존의 공급자 중심에서 투자자, 발행회사 등의 수요자 중심으로 사고를 전환해야 생존할 수 있다는 현실에 직면하고 있다. 이러한 인식에 기반을 두고 각국의 거래소들은 규모의 경제를 통한 저렴한 서비스의 제공, 범위의 경제를 통한 시장접근의 용이성 확보, 투자자 욕구를 충족하는 시스템 개발 등을 추구하고 있으며 국경을 넘나드는 시장간 통합(또는 제휴)을 시도하고 있다.

든지 아니면 야간 ECN을 통하여 가능하게 하도록 해야 한다”고 생각한다.⁸³⁾ 즉, 틈새시장 거래를 위해서 시장센터(KSE나 ATS)가 야간에 활동할 수 있는 환경을 조성해 주어야 할 것이다.

시장센터(KSE나 ATS)의 야간 거래시간의 선택과 관련지어 고려해야 할 또 하나의 사항은 해외시장과의 연계이다. 현재와 같이 해외주식시장(특히 미국시장)의 한국주식시장에 대한 영향력이 매우 큰 상황에서 국내의 시장센터(KSE나 ATS)에게 미국 증권시장의 시간대와 연결될 수 있는 시간에 거래할 수 있도록 한다면, 해외주식시장에서 발생하는 야간 시간대의 정보 충격이 다음날 한국의 증권시장에 그대로 전달되는 것이 아니라 야간시장에서 완충된 후에 전달될 것이다. 이를 위해서 국내의 시장센터(KSE나 ATS)를 미국의 시장센터와 연결하여 NYSE 및 Nasdaq의 주요 주식을 미국 시장이 개장한 시간대에 거래할 수 있게 하거나, 역으로 미국의 ECN이나 거래소들이 한국의 시장센터와 연결하여 한국의 주요 주식을 거래할 수 있도록 틈새시장 제공자의 역할을 하도록 만드는 것을 고려해 볼 수 있다.

국내 ATS를 미국식 ECN이 아니라 크로싱 기능만을 가지는 PTS로 발전시킬 경우에도 종가 거래가 아니라 어느 정도의 가격변동이 가능하도록 해야 할 것으로 판단된다. 즉, 앞에서 논의한 바와 같이 미국의 POSIT과 같은 PTS를 지향한다면 가격결정시기와 거래시기와의 시간격차를 최소화하는 형태가 되어야 할 것이다. 물론 국내의 ATS가 앞으로 PTS를 지향해야 할 것인지 아니면 미국식의 ECN을 목표로 할 것인지는 비즈니스 측면에서 개별 회사 스스로가 판단하여 선택하는 것이 바람직하다.

마지막으로 기관투자자들이 증권회사를 거치지 않고 ATS에 직접 접근할 수 있도록 하는 것도 고려해 볼 수 있다. 이는 미국에서 한창 벌어

83) 거래소가 거래시간을 확대하여 본격적이 야간시장에서의 경쟁이 일어난다면, 야간 ECN은 심각한 유동성 부족에 의해서 소멸할 가능성이 크다.

지고 있는 “투자자간의 직접적인 접속 거래(DAT) 서비스”와 어느 정도 그 맥락을 같이 한다고 생각한다. 기관투자자들이 ATS에 직접 접근하게 되면 거래비용을 감소시키고, 거래의 신속성과 편의성도 제고될 수 있을 것이다.

참고 문헌

참고문헌

<국내문헌>

- 김근수·변진호, “시장간 경쟁과 그 대응: Nasdaq과 NYSE를 중심으로”, 한국증권연구원, 2002.
- 엄경식, “한국주식시장에서의 전자장외증권중개회사(ECN)의 출범과 전망”, *비교사법*, 제8권 2호, 2001.
- 엄경식·성윤중, “세계의 주식시장, 그 변화의 물결”, 한국증권연구원, 2001.
- 엄경식·윤지아, “시간외 주식거래: 주요국의 거래 메커니즘별 역할 및 교훈”, 한국증권연구원, 2001.
- 엄경식·한상범·윤지아·이은정, “ECN, ATS, SORT의 경쟁 및 분화”, *세계증시브리프*, 한국증권연구원, 2002.
- 이정범, “대체거래시스템 허용을 위한 제도정비 기초 안”, 한국증권연구원 정책보고서, mimeo, 2000.
- 이정범·편영숙, “‘패러다임 2000’과 증권거래시장의 변화: 한국증권시장의 비약적 발전을 기대하며”, 한국증권연구원, 연구보고서, 2000.
- 한국증권거래소, “국내 증권시장의 ATS 도입여건과 외국의 현황”, 조사 00-04, 2000.
- , “일본증권거래법·시행령”, 조사 01-02, 2001.
- 한국증권연구원, “증권시장 구조 연구”, mimeo, 2001.
- 한국증권연구원, “증권사의 경영전략”, mimeo, 2002.

<외국문헌>

- 三好秀和, “証券市場の電子化のすべて”, 東京書籍, 2000.
- 大崎貞和, “株式會社形態の証券取引所を認める証券取引法改正”, 資本市場 Quarterly, 2000년 여름호, pp. 30-31.
- 吉野維一郎, “我が國における私設取引System(PTS)等の開設に係る現狀と課題”, 月刊資本市場, 2001.
- Barber, B. M. and T. Odean, “Online investors: Do the slow die first?,” *Review of Financial Studies*, 2002, pp. 489-526.
- Barclay, M. J., T. Hendershot and D. T. McCormick, “Electronic communications networks and market quality,” working paper, University of Rochester, 2001.
- Christie, W. and P. Schultz, “Why do Nasdaq market makers avoid odd-eighth quotes?,” *Journal of Finance* 49, 1994, pp. 1813-1840.
- Christie, W., J. Harris and P. Schultz, “Why did Nasdaq market makers stop avoiding odd-eighth quotes?,” *Journal of Finance* 49, 1994, pp. 1841-1860.
- Deutsche Börse AG, “Alternative trading systems in the USA and in Europe: Development, regulation and market potential,” 1999.
- Hasbrouck, J. and G. Saar, “Limit orders and volatility in a hybrid market: The Island ECN,” working paper, New York University, 2002.
- Huang, R. M., “The quality of ECN and Nasdaq market maker quotes,” *Journal of Finance* 57, 2002, pp. 1285-1319.
- Meridien Research, “ECNs - Who Will the Winners Be?,” 1999
- Murphy M. and L. Krayterman, “Trading places: The future of the U. S. equity market structure,” Lehman Brothers, 2002.

Stoll, H. R., "Market fragmentation," working paper, Vanderbilt University, 2000.

U. S. Securities and Exchange Commission, "Release No. 34-40760: Regulation of exchanges and alternative trading systems," 1998.

-----, "Special study: ECNs and after-hours trading," 2000.

<Website>

<http://www.bb.jbts.co.jp>

<http://www.blackwoodtrading.com>

<http://www.dljdirect-sfg.co.jp>

<http://www.dom-sec.com/> ⇒ Attain

<http://www.ebrut.com/> ⇒ Brut

<http://www.globenet.com>

<http://www.gs.com/japan/moontrade>

<http://www.instinet.com>

<http://www.island.com>

<http://www.itginc.com/> ⇒ POSIT

<http://www.japancross.com>

<http://www.jiway.com>

<http://www.lavatrading.com>

<http://www.liquidnet.com>

<http://www.marketxt.com>

<http://www.monex.co.jp>

<http://www.nasdaq.com>

140 주식거래 ATS의 의미와 전망

http://www.nasdaqnews.com/news/pr2001/ne_section01_256.html

<http://www.nextrade.org>

<http://www.nyfix.com>

<http://www.nyse.com>

<http://www.om.com>

<http://www.pts-info.jp/html/stati003.html>

<http://www.protrader.com>

<http://www.redi.com/> ⇒ REDIBook, REDIPlus

<http://www.tradearca.com/> ⇒ Archipelago

<http://www.tradescape.com>

<http://www.virt-x.com>

<http://www.yensai.com>

부록

한국주식시장에서 ATS 관련 법규

<부록>

한국주식시장에서 ATS 관련 법규

1. 증권거래법

○ 증권업의 정의(2조 8항 8호)

⑧ 이 법에서 “증권업”이라 함은 다음 각호의 1에 해당하는 행위를 하는 영업을 말한다.

8. 정보통신망 및 전자정보처리장치에 의하여 동시에 다수의 자를 각 당사자로 하여 상장주식 또는 제162조의 규정에 의하여 설립된 한국증권업협회(이하 “협회”라 한다)에 등록된 주식을 대상으로 다음 각목의 1의 매매가격에 의한 유가증권매매의 중개 또는 대리 및 당해 중개업무를 수행함에 필요한 유가증권의 매매

가. 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 공표된 당해 주식의 최종시세가격

나. 단일의 가격으로서 제정경제부령이 정하는 방법에 따라 정해지는 가격

○ ATS의 허가요건(28조 2항 4호)

제28조(허가)

① 증권업을 영위할 수 있는 자는 영업의 종류별로 금융감독위원회의 허가를 받은 주식회사이어야 한다.

② 제1항의 영업의 종류는 다음 각호와 같다

4. 제2조제8항제8호의 영업

⑤ 금융감독위원회는 제1항의 규정에 의한 허가에 조건을 붙일 수 있다.

○ ATS의 업무방법 및 제한(52조의 2)

제52조의 2(전자정보처리장치 등을 이용하는 증권회사의 업무방법·제한 등)

- ① 제2조제8항제8호의 증권업을 영위하는 증권회사는 그 업무를 영위함에 있어서 다음 각호의 사항에 대하여 대통령령이 정하는 기준에 적합하여야 한다.
 1. 매매의 중개대상인 유가증권에 관한 사항
 2. 매매의 중개대상인 유가증권의 매매정지 및 그 해제에 관한 사항
 3. 매매거래계약의 체결에 관한 사항 및 결제방법, 결제책임 등 결제에 관한 사항
 4. 매매거래에 참여하는 증권회사의 위탁증거금 등 매매거래 수탁에 관한 사항
 5. 매매의 중개대상인 유가증권 발행인의 공시에 관한 사항
 6. 매매거래결과의 공표 및 보고에 관한 사항
 7. 매매의 중개의 개폐·정지 및 중단에 관한 사항
 8. 그 밖의 매매의 중개와 관련하여 필요한 사항
- ② 제2조제8항제8호의 증권업만을 영위하는 증권회사는 제49조(신용공여)·제50조(증권저축업무) 및 제51조제1항 각호에서 규정하는 업무(금융업, 금감위인가업무, 부수업무)를 영위하지 못한다.
- ③ 제2조제8항제8호의 증권업을 영위하는 증권회사는 매매의 중개대상이 되는 유가증권이 상장주식 또는 협회에 등록된 주식인 경우 각각 증권거래소 또는 협회의 회원이어야 한다.
- ④ 제117조의 규정(긴급사태에 대한 재경부장관의 처분)은 제2조제8항제8호의 증권업을 영위하는 증권회사에 관하여 이를 준용한다.
- ⑤ 제40조(증권거래준비금 적립)·제43조(고객주문시 거래형태의 명시)·제44조(자기계약금지) 및 제46조(매매거래의 고객에의 통지)의 규정은 제2조제8항제8호의 증권업을 영위하는 증권회사가 당해 업무를 영위

함에 있어서 이를 적용하지 아니한다.

2. 증권거래법 시행령

○ ATS의 최저자본금(14조 2호의 2)

— 150억원

○ ATS의 영위업무(36조의4)

제36조의4(전자정보처리장치 등을 이용하는 증권회사의 업무기준 등)

① 법 제2조제8항제8호의 증권업을 영위하는 증권회사는 법 제52조의2 제1항의 규정에 의하여 다음 각호의 기준(이하 이 조에서 “업무기준”이라 한다)에 적합하게 그 업무를 영위하여야 한다.

1. 매매의 중개대상인 유가증권은 유가증권시장에 상장된 주식 또는 협회에 등록된 법인의 주식으로서 다음 각목의 주식을 제외한 주식으로 할 것

가. 증권거래소 또는 협회가 법 제88조의 규정에 의한 유가증권상장규정(이하 “상장규정”이라 한다) 또는 법 제172조의3제1항제2호의 규정에 의한 유가증권 협회등록규정(이하 “협회등록규정”이라 한다)에 의하여 관리종목 또는 투자유의종목으로 지정한 주식

나. 의결권 없는 주식

다. 매매거래계약의 체결실적이 저조한 주식 등 투자자 보호 및 거래질서유지 등을 고려하여 금융감독위원회가 정하는 주식

2. 매매의 중개대상인 유가증권에 대하여 증권거래소 또는 협회가 매매를 정지하거나 그 정지를 해제한 경우에는 당해 유가

증권의 매매를 정지하거나 그 정지를 해제할 것

3. 매매의 중개는 동시에 다수의 자를 각 당사자로 하여야 하며, 매수 또는 매도하고자 하는 수량의 공개기준 및 매매의 중개를 위한 매매체결의 원칙과 방법을 정할 것
4. 위탁원을 결제기관으로 하고, 매매거래의 위약으로 인하여 발생하는 손해를 배상하기 위한 공동기금의 적립 등 결제이행을 보장할 수 있는 방법을 정할 것
5. 매매의 중개에 참여하는 증권회사의 위탁증거금 최소징수비율과 증권거래소 또는 협회의 업무규정에서 정하는 바에 따라 수탁을 거부하여야 하는 사항을 정할 것
6. 증권거래소 또는 협회가 공시한 유가증권시장에 상장된 주식 또는 협회에 등록된 법인의 주식의 발행인에 대한 기업내용을 공시할 것
7. 종목별 매일의 가격 및 거래량을 공표하고 이를 증권거래소 또는 협회에 1일 이내에 보고할 것. 이 경우 증권거래소 또는 협회에 보고하는 내용에는 매매의 중개에 참여하는 증권회사의 종목별 거래내역을 포함할 것
8. 유가증권시장 또는 협회중개시장의 매매거래시간(호가접수시간을 포함한다) 중에는 매매의 중개를 하지 아니할 것
9. 매매의 중개를 정지하는 사유와 중단하는 날을 정할 것. 이 경우 유가증권시장 또는 협회중개시장이 휴장 외의 사유로 정지된 후 재개하기 전까지는 매매의 중개를 정지하도록 할 것

② 법 제2조제8항제8호의 증권업을 영위하는 증권회사가 제1항의 규정에 의하여 업무기준을 정하거나 그 내용을 변경한 때에는 이를 금융감독위원회와 증권거래소 또는 협회에 통보하고, 일반인이 알 수 있도록 공표 하여야 한다.