

## 제2주제

### 대체거래시스템(ATS) 도입에 따른 과제

발표자 : 엄경식 교수(서울시립대)

토론자 : 이화택 연구위원(예탁결제원), 이상복 교수(서강대),  
성희활 교수(인하대)

사회자 : 김재형 교수(조선대)



## 대체거래시스템(ATS) 도입에 따른 과제\*

엄 경 식\*

### 초 록

본 논문은 한국증권거래시장에 ATS가 도입됨에 따라 제기될 수 있는 다양한 과제를 주로 시장구조 측면에서, 그리고 정책담당자의 역할 측면에서 고찰한다. 그 결과, 우려되거나 또는 바람직한 육성을 위해 필요하다고 판단되는 과제는 다음과 같다. 첫째, ATS에 대한 국내 정의가 보편적으로 사용하고 있는 정의와 다소 달라, 시장거시구조 논의, 특히 조직화된 장외주식시장의 확립 및 비상장주식 거래에 대한 증권산업의 업무영역 범위 관련 논의에 혼란을 야기할 수 있다. 둘째, 시장거시구조 관련 선결과제로 “Best Execution”을 유럽의 MiFID 식으로 수용하고 있어, 규모가 작은 국내시장의 경우 그 효과가 긍정적으로만 나타날지는 미지수이다. ATS 도입으로 국내시장에 복수의 거래시장이 등장하기 때문에 투자자에게 “최선의 체결”이 이뤄지도록(즉 경쟁에 따른 시장효율성을 극대화하기 위해) 시장간 실질적 통합장치와 그 운영주체가 사전에 필수적으로 확립되어야 한다. 이를 구비하여 시장간 연계가 이루어진 후에도 개별 거래시장에서 채택하는 수수료 체계가 경쟁의 공정성을 훼손하지 않도록 항상 모니터링해야 한다. 또한 ATS에 대한 KRX(또는 정규거래소)의 청산기능 및 시장감시기능 수행과 이해상충 가능성을 신중히 고려해야 하며, 국내시장의 거시구조 및 국제적 위상확립 목표와도 조화롭게 도입·전개되어야 한다. 셋째, 시장미시구조 관련 선결과제로 세련된 형태의 시장안정화장치(예 : VI)를 도입하고 시장전체 차원에서 개별시장간 시장안정화장치의 조화를 확보해야 한다. 또한 다양한 주문유형을 허용하고 이와 관련한 부작용 방지를 위해 사전적으로 제도를 정비해야 하며, dark pool과 관련한 사전적·사후적 투명성을 일정 수준 강화해야 한다. 넷째, 온전한 형태의 ATS 도입의 시급성이다. 그렇지 않을 경우 역내 거래시장간 경쟁에서 뒤쳐질 수밖에 없으며 국내 거래 관련 IT 산업의 발전도 지체될 것이다. 다섯째, 정책담당자의 역할 중요성이다. 정책담당자는 최신 IT에 대한 정확한 이해와 자신의 모니터링시스템을 지속적으로 업그레이드해야 한다. 그러나 ATS 도입에 따른 상기 모든 과제를 일관성 있게 추진하려면 정책담당자의 확고한 정책적 비전과 철학의 확립이 무엇보다 시급하고 중요하다. ATS 국내 도입의 범위 관련 청사진이 없이는 한국증권거래시장의 거시구조에 대한 어떠한 논의도 일시적일 수밖에 없다.

\* 서울시립대학교 경영학과 교수. Tel. # : (02) 6490-2247. E-mail : kseom@uos.ac.kr.

《 目 次 》

I. 서 언	IV. Reg NMS, MiFID 이후 세계증권 거래시장에 나타나고 있는 주요 변화
II. ATS의 정의, 미국과 유럽의 차이점, 유형 및 국내 현황	V. ATS의 도입 관련 자본시장법 개정안의 주요 사항 및 의의
III. ATS 도입의 근원적 정책목표, 미국과 유럽의 차별성 및 시장의 질적 수준에 미친 영향	VI. ATS 도입에 따른 과제 VII. 결어

## I. 서 언

2013년 4월 30일 “자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정법률안(이하 자본시장법 개정안 또는 개정안)”이 국회 본회를 통과하여 시행령 등 후속 작업을 거친 후 3개월 내로 시행될 예정이다. 이로써 한국자본시장에<sup>1)</sup> 다자간매매체결회사(ATS : alternative trading system, 또는 대체거래시스템)라는 다소 생소한 금융기관이 등장하고 또 거래소에 대한 허가제가 도입되어, 지금까지 줄곧 유지해온 거래소 산업의 독점구도가 사라지게 되었다. 한국증권거래시장의 매매체결기능이 경쟁체제로 변모되어 유통시장에서 경쟁이 촉진됨으로써 한국자본시장의 효율성을 증대할 수 있는 계기를 맞고 있다 할 수 있다.

본 논문은 한국증권거래시장에 ATS가 도입됨에 따라 제기될 수 있는 다양한 과제를 주로 시장구조 측면에서, 그리고 정책담당자의 역할 측면에서 고찰하고자 한다. 이를 위해 먼저, ATS의 보편적 정의 및 도입의 정책적 목표를 미국과 유럽의 경우를 통해 파악하고, Reg NMS(Regulation National Market System)와 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive) 시행 이후 세계증권거래시장에 나타나고 있는 주요 변화를 살펴본다. 다음, 이를 바탕으로 국내시장에 도입될 ATS 관련 자본시장법 개정안을 비교 정리한 후, ATS 도입에 따른 과제를 논의한다. 본 논문에서는 자본시장법 개정안을 “정부안(원안)”과 “통과안”으로 구별하고 이를 함께 검토한다. 정부안(원안)은 2012년 6월 25일 제출된 개정안이고, 통과안은 정부안(원안)을 수정한 후 2013년 4월 30일 국회 본회를 통과한 개정안을 의미한다.<sup>2)</sup>

1) 본 논문에서는 “자본시장”, “주식시장”, “증권거래시장”을 혼용한다. 이 중 자본시장이 가장 포괄적인 개념이며, 다음이 주식시장, 그리고 증권거래시장이 가장 협의의 시장이다. 증권거래시장이라는 용어는 시장구조 논의에 중점을 둘 경우 특히 강조되어 사용한다.

2) ATS와 관련하여 정부안(원안)과 통과안의 가장 큰 차이는 통과안에는 정부안(원안)의 내부주문집행업무가 포함되어 있지 않다. 이에 대해서는 5장에서 상술한다.

## II. ATS의 정의, 미국과 유럽의 차이점, 유형 및 국내 현황<sup>3)</sup>

### 1. 보편적 정의

ATS란 ① 매매체결에 대한 시장참여자의 다양한 수요에 부응하면서, ② 제한적 시장감시기능을 지닌 채 상장기능 없이, ③ 정규거래소의 매매체결에 해당하는 기능만을 제공하는 모든 형태의 증권거래시스템을 '통칭'하는 용어이다. 따라서 미국과 유럽에서 사용하고 있는 다양한 용어는 그 기능이 무엇이든 간에 모두 ATS에 포함된다.

### 2. 미국, ATS의 원류

미국의 ATS는 "ECN(electronic communications network, 또는 lit pool)", 대량매매(block trading) "dark pool", 소형거래에 대해 "조직적으로 내부화(internalization)를 수행하는 투자은행(investment bank, IB)"으로 구성된다. Dark pool과 조직적으로 내부화를 수행하는 IB가 등장하기 이전에는 ECN이 곧 ATS였다. 일명 lit pool이라고 불리는 것처럼 ECN은 사전적(pre-trade)이든 사후적(post-trade)이든 '거래 관련 정보가 공개되는(lit)', 즉 투명성(transparency) 있는 '거래시장(pool)'을 의미한다.

Dark pool과 조직적으로 내부화를 수행하는 IB는 원래(광의의) dark pool로 함께 분류되었으나,<sup>4)</sup> 2009년 11월 SEC(Securities and Exchange Commission)가 후자에 대해 정규거래소 또는 ECN 상의 거래처럼 사전적·사후적 투명성을 요구하는 안을 제시한 상태여서, 이후부터는 양자를 구분한다.<sup>5)</sup> Dark pool은 문자 그대로 '거래 관련 정보가 공개되지 않는(dark)', 즉 투명성이 없는 '거래시장(pool)'을 의미한다. 따라서 주문, 호가, 체결정보가 공개되지 않아 거래 당사자끼리도 거래가 체결되기 전에는 서로에 대한 정보를 얻을 수가 없다. 한편, 내부화란 IB가 투자자를 상대로 직접 거래상대방이 되거나 다른 투자자를 중개 또는 주선하는 방식으로 매매를 체결하는 기능을 의미한다.

미국의 ATS 시장은 1990년대 후반에서 2000년대 초반까지는 ECN이 대부분이었으나, 2000년대 중반 이후에는 dark pool이 주류를 이루고 있다. 보다 구체적으로 살펴보면, ECN은 1990년대 후반 우후죽순처럼 흥성하였으나,<sup>6)</sup> 이후 정규거래소에 흡수합병되어 IT 전담부서가 되거나 정규거래소로 전환하였다. 예를 들어 한 때 수십여 개에 달하던 ECN이 Archipelago(정규거래소로 진화, 현재 NYSE Arca)와 Inet(현재 Nasdaq의 trading technology)으로 흡수합병되어 1차 재편되었고, 이들도 Reg NMS의 도입에<sup>7)</sup> 따른 준비(즉 자동주문만 보호하는 "Order Protection Rule(일명 Trade-through Rule)"에 대비

3) 엄경식·장병훈(2007), 엄경식(2011a), 정순섭·엄경식(2011)을 참조한 후 최근 진행사항을 추가하여 논의를 전개한다.

4) 미국 IB의 경우, dark pool은 별도로 설립하여 운영해야 하며(유형에 대해서는 후술), 내부화는 별도의 기관을 설립하지 않고도 수행할 수 있다.

5) 논문 작성 현재, 실행 여부를 확인할 수 없어 아직까지 실행되고 있지는 않은 듯하다.

6) 미국과 일본의 ECN에 대한 초기 현황 및 관련 제도에 대한 자세한 논의는 엄경식(2001)을 참조하기 바란다.

7) Reg NMS와 MiFID의 상세 설명에 대해서는 엄경식·장병훈(2007)을 참조하기 바란다.

하기 위한 자동주문체결장치)가 부족했던 NYSE와 Nasdaq에 각각 재흡수합병되어, 2005년까지 독립적으로 활동하는 ECN은 그 수가 급격히 감소하였다. 오히려 Reg NMS 이후 정규거래소를 염두에 둔 새로운 형태의 ECN(예 : BATS Global Markets, Direct Edge)이 등장하게 되었고, 현재 이들은 정규거래소가 되어 활동하고 있다.

따라서 현재 미국의 ATS는 dark pool이 거의 대부분이라 할 수 있다. Dark pool은 익명성 보장, 주문노출 위험 제거, 저렴한 수수료(낮은 시장충격 포함)로 최근 급성장하였다. 2000년 들어, IB의 대형화, 헤지펀드의 성장 및 대형화, 연기금의 주식투자 확대 등으로 대량매매의 필요성은 더욱 증대되었으나, 수수료 문제와 낙후된 거래소의 대량매매 서비스에 대한 시장참여자의 불만은 거꾸로 높아졌다. 이같은 기회를 타고, 이미 IT 발달과 함께 혁신과 경쟁을 통해 성장해오던 ATS가 dark pool이라는 새로운 대량매매 체결시스템으로 등장하게 된 것이다. 즉 dark pool은 “upstairs market과 장내브로커(floor broker)에게 의존하던 과거의 대량매매방식이 최신 IT와 합쳐져 나타난 자연스러운 현상”이었다(Angel, Harris, and Spatt, 2010).<sup>8)</sup> 참고로, 최근 dark pool의 사전적·사후적 투명성을 강화하려는 논의는 dark pool의 원래 설립목적인 대량매매의 효율성 증대와 연관된 것이 아니라, 소형거래에 대한 조직화된 내부화가 알고리즘매매(algorithm trading : algo) 및 고빈도매매(high frequency trading : HFT)와 맞물려서 발생하는 부작용 때문에 발생한 것이다.

미국의 ATS와 관련하여 특이 사항으로, 2009년 SecondMarket이 등장하면서 기존의 OTCBB, OTC Markets Group과 더불어 ‘비상장주식 거래 전용 ATS’가 장외주식 거래의 또 다른 대세를 형성하게 된 점이다(엄경식·정순섭·강형철, 2013). 이들 비상장주식 거래 전용 ATS(예 : SecondMarket, SharesPost)는 주로 IPO(initial public offering) 직전의 기술주 거래에 초점을 맞추고 있는데,<sup>9)</sup> 이 중에서 특히 SecondMarket은 2012년 들어 AngelList(엔젤투자), CircleUp(클라우드펀딩)과의 교차상장(cross-listing)을 통해 신생기업(start-up)에 대한 micro-venture financing 계를 주도하고 하고 있다.<sup>10)</sup> 현재 국내에서 논의되고 있는 KONEX(Korea New Exchange), “SI(system internalizer, 후술)” 등과 여타 ATS의 관계에 대해 중요 시사점을 제공하는 현상이라 할 수 있다.

### 3. 유럽, ATS의 또 다른 차원

유럽의 ATS는 크게 “MTF(multilateral trading facility)”와 SI로 구분된다. MTF는 미국의 ECN(즉 lit pool)과 dark pool을 아우르는 용어로, ECN에 해당하는 소위 “lit MTF”가 “dark MTF”를 압도하고 있는 형국이다. 따라서 특별히 dark를 수반하지 않고 MTF라 하면 이는 lit MTF를 의미한다. BATS Chi-X Europe,<sup>11)</sup> Turquoise 등이 대

8) Upstairs market이란 대량매매를 시장충격을 줄이면서 효율적으로 수행하기 위해 과거 NYSE가 입회장 위층에 별도로 구비한 장외시장을 의미하며, 장내브로커는 NYSE 입회장에서 대량매매 또는 기밀을 요하는 매매를 고객과 스페셜리스트(specialist) 간에 중개해주는 브로커를 의미한다.

9) 예를 들어, 2012년 5월 18일 IPO를 한 Facebook의 경우 SecondMarket의 직전 1사분기 거래량은 약 1,350만주였으며, 가격은 3월 평균 \$36.05, 4월 평균 \$42.72였다. IPO 당일 실제 개장가격이 \$42.05인 것을 보면 SecondMarket의 효율성을 짐작할 수 있다.

10) Sandlund, J., 2013. SecondMarket: The face of equity crowdfunding? Research, (January, 16).

11) 2011년 2월 BATS Europe은 Chi-X Europe과 합병을 공식 선언한 후, 2011년 11월 영국 공정

표적인 MTF이다.<sup>12)</sup>

MiFID II(예정)에서는 주식이 아닌 다른 금융상품 특히 장외파생상품에 투명성을 제공하기 위해 기존의 MTF를 “OTF(organized trading facility)”와 “non-lit BCN(broker-crossing network)”으로 세분하여 규제를 강화할 예정이다. OTF는 브로커/딜러의 고객간 crossing network이고 non-lit BCN은 투명성이 없는 브로커/딜러의 대고객 crossing networking이다. 아래에서 설명하는 기존의 SI는 주식을 취급하고 반드시 확정호가(firm quote)를 제시해야 한다는 점에서 OTF와 구분된다.

현재 SI는 조직적으로 내부화를 수행하는 IB에 해당한다. 사전적 호가를 게시하므로, 기본적으로 미국의 dark pool이 아니다. 단지 좀 혼란스러운 것은, 출범 초기 미국에서는 조직적으로 내부화를 수행하는 IB도 dark pool로서 활동했기 때문에, 그 당시에는 SI가 조직적으로 내부화를 수행하는 IB와 역할은 비슷했지만 동일하지는 않았다는 사실이다. 하지만 앞서 언급한 바와 같이 2009년 11월 미국에서 개정안이 통과되면서 조직적으로 내부화를 수행하는 IB는 더 이상 dark pool이 아니고 SI와 완전 동일하게 되었다.

#### 4. 유형

미국에서 ATS의 압도적 비중을 차지하고 있는 dark pool을 운영주체를 기준으로 유형별로 살펴보면 “Broker/Dealer 유형”, “Consortium 유형”, “Exchange-owned 유형”, “Independent 유형”으로 구분할 수 있다(〈그림 1〉 참조). 유형별 검토가 특히 의미있는 것은 ATS 소유형태와 관련하여 정부안(원안)과 통과안을 비교하는 데 있어 중요 시사점 제공하기 때문이다.

먼저, dark pool 초기에는 Independent 유형인 Liquidnet과 Consortium 유형인 POSIT 등이 시장을 선도하였다. 즉 역사상 처음으로 새로운 형태의 거래 관련 IT 기업이 등장한 것이다. 다음, Reg NMS(유럽에서는 MiFID)가 시행되면서, 대형 IB의 dark pool로서 Broker/Dealer 유형의 Cross Finder, Sigma-X 등이 본격적으로 시장에 진입하였고, 이들은 현재에도 시장을 주도해가고 있다. 이후, IB들의 Consortium 유형인 BIDS, Level ATS 등의 시스템도 등장했으며, dark pool이 대량매매시장을 상당 부분 잠식해가면서 위기를 느낀 거래소(Exchange-owned)도 스스로 dark pool을 구축하여 대응하기 시작하였다. 미국과 유럽에서는 거래소가 가장 늦게 dark pool 시장에 참여한 것이다. 반면, 국내에서는 법제도적 한계로 말미암아 현재 한국거래소(KRX)의 A-Blox(즉 Exchange-owned)가 초보단계이기는 하나 유일한 dark pool이다.

2008년 12월 dark pool 운영주체별 시장점유율을 살펴보면 Broker/Dealer 유형 64%, Exchange-owned 유형 15%, Independent 유형 14%, Consortium 유형 7%로, Broker/Dealer 유형이 압도적이며, Exchange-owned 유형과 Independent 유형이 나머지를 차지하고 있다.

---

거래위원회(U.K. Office of Fair Trading)의 심의를 통과하여 최종적으로 합병을 성사하였다.

12) Chi-Delta, SmartPool 등이 대표적인 dark MTF이다.

〈그림 1〉 운영주체별 Dark Pool 유형

<p style="text-align: center;"><b>Broker/Dealer 유형</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Cross Finder (Credit Suisse)</li> <li>• BLOCKalert (ITG Merrill Lynch)</li> <li>• CrossStream (NYFIX)</li> <li>• ConvergEx (BNY)</li> <li>• Sigma-X (Goldman Sachs)</li> <li>• LIQUIFI (Citi)</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Independent 유형</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Instinet Crossing (Instinet)</li> <li>• Liquidnet (Liquidnet)</li> <li>• Millennium (NYFIX)</li> <li>• POSIT (ITG)</li> <li>• Pipeline (Pipeline)</li> <li>• BlockCross (Pulse Trading)</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Exchange-owned 유형</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• NYBX (NYSE Euronext)</li> <li>• SmartPool (NYSE Euronext)</li> <li>• MatchPoint (NYSE Euronext)</li> <li>• MidPoint Match (ISE)</li> <li>• Crossing Network (Nasdaq)</li> <li>• Neuro Dark (Nasdaq)</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>Consortium 유형</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• BIDS</li> <li>• Level ATS</li> </ul>

출처 : 엄경식·빈기범·정순섭(2010).

\* NYFIX Millennium은 NYSE Euronext에 흡수합병되어 현재 NYSE Euronext의 IT부문이 됨.

## 5. 국내 현황

국내에서는 2001년 한국 최초의 ATS라 할 수 있는 한국ECN증권(주)이 정규거래시간 이후(시간외 거래) 추가적 거래 수요를 수용하기 위해 2001년 설립되었으나 유동성 부족으로 2005년 청산되었다(엄경식, 2001). 거래시간은 오후 4시 30분부터 9시까지였으며, 매매방식이 당일종가 또는 30분간 임의종료 단일가매매(random-end call auction)로 한정되어 가격발견에 어려움을 이 겪었던 것이 유동성 부족의 주원인이었다. 이후, 자생적 형태의 ATS(point-in-time crossing network)로서 삼성증권이 대량매매에 특화된 dark pool인 KoreaCross를 구축하였다. 그러나 한국ECN증권(주)과 KoreaCross 모두 정부안(원안)과 같은 법제적 환경의 뒷받침을 받지 못했기 때문에 그 기능이 크게 제한돼 성공하지 못하였다.

현재 실질적으로 유일한 ATS라 할 수 있는 KRX의 A-Blox는 가격발견기능이 없는(매우 초보적 형태의) 대량매매만을 위한 dark pool(경쟁대량매매시스템)로 2010년 11월 29일 KRX에 설치·운영되기 시작하였다. 그러나 2012년 현재 이를 통해 거래가 형성된 적이 없을 정도로 비성공적이다.



### Ⅲ. ATS 도입의 근원적 정책목표, 미국과 유럽의 차별성 및 시장의 질적 수준에 미친 영향

#### 1. 정책 철학 및 목표

미국과 유럽에서 ATS를 도입한 정책철학적 핵심은 거래소 산업이 지닌 자연독점(natural monopoly)의 특성과 시장간 경쟁(competition)이 가져다주는 효율성을 장점만 점목하는 것이었다. ‘독점’과 ‘경쟁’은 서로 이율배반적인 단어이다. 이러한 상황을 그것도 장점만 점목하기 위해서는 이를 구현할 수 있는 법제적 환경이 필수적으로 구비되어야 한다. 미국과 유럽은 장기간의 준비 끝에<sup>13)</sup> 2007년 Reg NMS와<sup>14)</sup> MiFID를 각기 시행하였는데, 이들 법제적 환경에 공통적으로 구체화된 기본원칙은 다음 두 가지로 요약될 수 있다. 하나는 경쟁을 통한 효율성 확보이다. 이를 위해 Reg NMS와 MiFID에서는 기존에 정규거래소에 국한했던 시장의 개념을 정규거래소에다 앞서 논의한 모든 형태의 ATS를 포함하는 “거래시장(미국 : trading center, 유럽 : trading venue)”으로 새롭게 확대 정의한 후, 이들 간에 자유로운 경쟁을 보장하였다. 다른 하나는 거래 및 정보 측면에서 경쟁적인 시장 간에 “실질적 통합장치(virtual integration system)”를 미리 마련해놓고, 이를 통해 증권거래 시장 전체로는 실질적 독점효과를 달성하는 것이다.

비록 법제적 환경 및 그 기본원칙은 동일하더라도, 이를 달성하기 위한 미국과 유럽의 접근방식은 상당히 다르다. 미국의 경우 1975년 상기 정책목표를 확정된 후 오랫동안 미루어 오다 2007년에 들어서야 Reg NMS를 시행한 것은 이를 구현할 수 있을 정도로 거래 관련 IT가 성숙되었다는 SEC의 판단에서 비롯하였다. 즉 최선의 체결(Best Execution)이 아닐 경우 주문을 밀리초(1/1,000초, millisecond) 정도로 확실하게 회송할 수 있을 만큼 IT가 발전했다고 판단한 것이다. 이는 “자연독점”의 긍정적 효과인 “유동성 외부효과(liquidity externality)”와 경쟁추구라는 상충적 요소를 조화롭게 추구하기가 얼마나 지난한 작업인지를 반영한다. 또한 시장간 연계 정보시스템(intermarket linkage information system)<sup>15)</sup>을 구축하여 시장의 투명성을 ‘우선적으로’ 확보하는 것이 무엇보다 중요하다고 판단한 SEC의 철학을 반영한다. 이에 비해 유럽의 경우는 미국의 일정에 맞추

13) 특히, 미국은 “1975년 증권거래법 개정(1975 Amendments to Securities Exchange Act)”을 통해 NMS(National Market System) 확립을 위한 결정적 조치를 취하면서 Reg NMS를 준비하기 시작하여, 이후 30여 년간 Reg NMS 시행을 지향점으로 하는 수많은 미시구조 관련 중요 법제도를 가꿔나갔다(중요 법제도의 세부적인 내용은 엄경식·장병훈(2007)을 참조하기 바란다). Pirrong(2005)은 이를 두고 “1975년 증권거래법 개정 이후 미국주식시장의 구조를 놓고 전개되어 온 30년 전쟁(the Thirty Years War)”이라고까지 표현하였다(엄경식·빈기범·정순섭, 2010).

14) 미국에서는 1998년 Regulation ATS(Reg ATS)를 도입하였다. Reg ATS의 제정으로 ATS는 기존의 경우처럼 브로커·딜러로서 Reg ATS를 준수하거나, 아니면 정규거래소(시장)로 등록하여 정규거래소에 요구되는 자율규제기능을 수행하는 것 중 양자간 선택을 할 수 있게 되었다. 이는 실제로 거래가 형성되는 시장임에도 불구하고 브로커·딜러로서만 규제를 받아오던 ATS에게 선택권을 부여하여, ATS가 증권거래시스템의 혁신을 지속적으로 수행할 수 있도록 규제의 유연성을 제공하기 위한 것이었다. Reg ATS의 도입은 시장으로서 ATS의 입지를 더욱 강화시켜 주는 결과를 가져왔으며, 궁극적으로는 Reg NMS 도입 및 시행을 위한 준비단계였다(엄경식·장병훈, 2007).

15) 거래 관련 사전적·사후적 정보 및 체결의 질적 수준을 나타내는 표준화된 통계치를 CTA (Consolidated Tape Association)에서 CTS(Consolidated Tape System), CQS (Consolidated Quote System) 등을 통해 통합하여 제시하고 있다.

는 그래서 어떻게 해서라도 미국을 따라잡으려는 전략을 사용하였다. 미국에 비해 정치적 통합이 느슨하기 때문에 구성 국가간 의견을 일치하기가 어려운 현실을 반영한 조치라 할 수 있다. 때문에 유럽은 시장간 연계 정보시스템 뿐만 아니라 시장간 거래체결시스템도 사전에 구비하지 않고 MiFID를 시행할 수밖에 없었고, MiFID는 이같이 주어진 환경 하에서 가장 효율적으로 정책목표를 구현하려한 법제적 결과물인 것이다.

이상의 요약하면, 미국은 자신의 정책 철학을 확고히 한 후, 거래 관련 IT의 성숙도를 고려하면서 제도 변화를 꾀하였다. 이에 비해 유럽은 미국의 상황을 지켜보면서 구성 국가간 의견 마찰을 최소화하되, 경제적 효과는 미국과 동일하게 확보하고자 하였다.

## 2. 핵심 규정—Best Execution

그러면 ATS 도입 철학을 실제 구현하여 얻고자 하는 구체적인 정책목표는 무엇일까? 증권 거래시장 정책담당자의 금과옥조인 투자자보호(investor protection) 및 시장건전성(market integrity) 확보는 물론이고, 경쟁을 통한 시장효율성 제고로 정책 패러다임을 전환하여 궁극적으로는 세계 주식시장 및 거래소 비즈니스에 대한 미국 또는 유럽의 주도를 공고히 하려는 것을 들 수 있다.<sup>16)</sup> 미국과 유럽이 각자의 정책목표를 달성하기 위해 핵심적으로 사용한 규정은 Reg NMS와 MiFID 공히 거래시장에 “Best Execution(또는 Best Ex)”을 강제하는 것이었다. 미국을 예로 하여 이를 구체적으로 살펴보면 “Order Protection Rule(OPR, Rule 611, 일명 Trade-through Rule로 통용)”이 바로 그 규정이다.

Trade-through Rule은 NMS 증권 거래시 투자자의 Best Execution을 보장하기 위해 거래소 회원의 trade-through를 효과적으로 방지하려는 규제조항으로 ITS (Intermarket Trading System) 하인 1981년부터 시행되었다. “Trade-through”란 주문이 ITS를 통해 전국최우선호가(National Best Bid and Offer : NBBO)가 게시된 시장에 회송되어 체결되지 않고, 그 보다 열위의 가격이 게시된 시장에서 체결되는 것을 의미한다. 동 규정은 기존 ITS 하의 Trade-through Rule을 혁신적으로 발전한 IT 환경에 맞게 개선하고 이를 오직 자동호가(automated quotation)에만 한정해 적용함으로써, Best Execution을 더욱 확실히 보장하고자 한 거래원칙이다.

Reg NMS 하의 Trade-through Rule에는 예외조항(Exceptions)이 몇 개 포함되어 있는데, 이들 예외조항은 Trade-Through Rule의 본래 의도를 최대한 손상시키지 않으면서, 시장간 가격보호원칙을 현실에 맞게 효과적으로 달성하고, 대량거래자(block trader)를 보호하기 위한 조항이 주를 이루고 있다. 예외조항에 해당할 경우 Trade-through Rule을 적용하지 않으므로 주문을 회송할 필요가 없다. 대부분의 예외조항이 Flash Crash(2010년 5월 6일) 발생의 주요 원인으로 거론되었기 때문에 이후 SEC가 Reg NMS의 정책목표를 보다 더 효과적으로 구현하기 위해 지속적으로 조정해나가고 있는 규정도 여기에 해당한다.<sup>17)</sup> 주요 예외조항은 다음과 같다.<sup>18)</sup>

① “Trading Center Failure, Material Delay, or Malfunction Exception” : 시스

16) 유럽의 경우 단일규제체계 확립이라는 또 다른 목표도 있었다.

17) 이에 대해서는 Angel, Harris, and Spatt(2011), CFTC and SEC(2010), Chakravarty, Jain, Upson, and Wood(2012), Chakravarty, Upson, and Wood(2012), Kirilenko, Kyle, Samadi, and Tuzun(2010) 등을 참고하기 바란다.

18) 각 조항에 대한 상세한 설명은 엄경식·장병훈(2007)을 참고하기 바란다.

템상의 비효율이나 기능상의 결함으로 정보전송이 지연될 경우 trade-through의 예외조항으로 인정

② “Intermarket Sweep Orders (ISO) Exception” : NMS 증권을 대량으로 거래하고자 할 경우, Trade-through Rule의 정의상 주어진 시점의 어떤 한 시장에서 제시된 NBBO만이 체결대상이 되기 때문에 매매체결이 지연될 수 있음. 이러한 매매체결의 지연을 방지할 수 있도록 예외조항을 허용하여, 동시간대에 여러 시장으로부터 전송된 해당 시장의 각 BBO를 대량거래가 가능한 수량까지 이용할 수 있도록 한 것임. 즉 대량매매를 효과적으로 수행하기 위한 예외조항임

③ “Flickering Quotations (Flash Order 또는 Step-up Order) Exception” : 짧은 시간 내에 빈번하게 변하는 NBBO에 대해서는 1초 이내에 발생했던 다른 NBBO로 체결되는 것을 용인

④ “Stopped Order Exception” : “고객이 요구한 체결가격(stop price)”으로 거래가 성립될 수 있도록 딜러에게 부여된 예외조항임. 반드시 고객계좌에 의한 주문일 때 적용되며 주문별로 고객의 동의를 얻어야 함

### 3. 미국과 유럽의 차별성

동일한 정책 철학 및 목표를 가지고 Best Execution이라는 동일한 핵심규정을 구비하기는 했지만, 미국과 유럽에서 실제 시행된 Best Execution은 시행전 법제도 및 거래환경의 차이로 인해 미묘하지만 서로 다른 중요한 특징을 보이며 전개되었다(〈표 1〉 참조).

무엇보다도 가장 중요한 “Best”의 기준이 미국의 경우 가격으로 한정되어 있는 반면, 유럽의 경우에는 가격 외에, 체결속도, 체결 가능성, 결제 편의성 등 다양한 거래 관련 특성이 허용되고 있다. 이같은 차이는 Best Execution의 책임 소재에 대한 Reg NMS와 MiFID의 차이와 불가피하게 연결되어 있다. 미국에서 Best Execution의 최종책임기관은 거래시장이다. 거래시장은 최우선가격(best price)으로 주문을 체결하지 못하면 반드시 최우선가격이 게시된 거래시장으로 해당 주문을 회송(order routing)해야 한다. 그러나 주문이라는 것이 먼저 브로커/딜러에 제출되고 주문접수 후 이들도 1차적으로는 최우선가격이 게시된 거래시장으로 전송해야 하므로, 광의로 볼 때 브로커/딜러도 책임기관에 속한다 할 수 있다. 반면, 유럽에서는 SI가 투자자의 주문이 최선으로 체결될 수 있도록 모든 필요 조치를 취해야 한다. MiFID의 이러한 규정은 Best Execution의 달성 여부보다는 ‘그 과정을 중요시’ 한다는 측면에서 유연하면서도 혁신적인 내용을 담고 있는 것처럼 보인다. 그러나 이는 MiFID를 시행하기 앞서 각국의 증권거래시장간 연계 정보시스템 및 거래체결시스템을 구비하지 못한 교육책이라고 판단된다.

〈표 1〉 Reg NMS vs. MiFID : 핵심 규정 차이점

비교	Reg NMS	MiFID
“Best”에 대한 정의	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가격(only price)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가격 외에, 체결속도, 체결 가능성, 결제 편의성 등 여러 거래 관련 특성을 고려할 수 있음</li> </ul>
Best Execution에 대한 책임	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Trading center/ broker-dealer. Trading center(또는 broker-dealer)가 최우선가격(best price)으로 주문을 체결하지 못하면, 해당 trading center로 회송해야 함</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 투자회사(SI). 반드시 주문을 trading venue간 연계하여 회송할 필요는 없음</li> </ul>
Consolidated data system 존재 여부	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 거래 관련 사전적·사후적 정보 및 체결의 질적 수준을 나타내는 표준화된 통계치를 CTS, CQS 등에서 통합하여 제시</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 미국과는 달리 통합하여 제시하지 않고 시장참여자에게 맡김. (현재 MiFID II에서 미국과 같이 통합시스템을 설립하려는 논의를 진행 중임)</li> </ul>
법 시행 이전 시장미시-거시구조 환경	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 미국시장은 이미 시장분할이 심하게 진행된 상태였음</li> <li>• 입회장 브로커(floor broker)가 매매 체결에서 차지하는 역할이 컸음</li> <li>• 후선업무(post-trading) 관련 기구가 이미 통합되었음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 미국시장보다는 시장분화가 덜 된 상태였음</li> <li>• 이미 전자주문장(electronic limit order book) 거래가 일반화되었음</li> <li>• 후선업무가 난립, 매우 비효율적 (이 요인이 “Best”에 대한 정의에서 가격 이외의 요인이 중요하게 된 직접적 계기가 됨. 또한 vertical silo vs. horizontal integration 논쟁의 계기가 됨)</li> </ul>

#### 4. 시장의 질적 수준에 미친 영향

앞서 설명한 바와 같이, 미국증권거래시장 정책에 대한 SEC의 기본방향은 다양한 거래 시장을 허용하고 이들 시장간 연계를 통해 정보 및 거래체결 측면에서 사실상 단일시장(virtual central market)을 만들어 경쟁을 촉진하여, 투자자보호 및 시장건전성을 확보하는 것이다(엄경식, 2011a, 엄경식·강형철, 2012). 따라서 매우 많은 시장으로 증권거래 시장이 구성되어 ‘겉으로는’ 유동성이 분할 또는 파편화(fragmentation)된 것처럼 보이지만, ‘실질적으로는’ 혁신적으로 발전한 거래 관련 IT로 이들 시장을 연계하여 유동성이 통합(virtually consolidation)된 효과를 누리하고자 하였다. 유동성 창출이야말로 거래소에 남은 최후의 기능이라 할 수 있는 만큼 핵심기능이기 때문이다.<sup>19)</sup> ATS(HFT도 포함)<sup>20)</sup>의

19) “주식시장에서 유동성이란 ‘투자자가 일정액(또는 일정 주식수)의 거래를 공정가격에 낮은 비용으로 신속히 수행할 수 있는 정도를 의미한다. 따라서 정의상 거래의 즉시성(immediacy), 시장의 폭(market width, 스프레드), 깊이(market depth) 및 탄력성(market resiliency)과 같은 여러 특성을 통해 투자자에게 인식된다”(박재성·엄경식, 2008). 결국 시장의 질적 수준의 많은 부분은 이같이 다양한 유동성 측정치에 의해 파악될 수 있다. Macey and O’Hara (1999)는 거래소의 전통적인 기능으로 ① 유동성 제공, ② 주가조작 및 내부자거래에 대한 모니터링 제공, ③ 투자자들의 거래 비용을 감소시킬 수 있는 정형화된 규칙 제공, ④ 거래소에 상장되어 있다는 사실이 좋은 기업이라는 신호 제공, ⑤ 유통시장에서 증권과 대금의 대차를 보장하는 청산기능 제공 등을 들고 있다. 그러나 주식거래 관련 IT의 급속한 발전으로 인해, 풍부한 유동성을 제공하여 가격발견을 효율적으로 하는 기능이 거래소가 수행하는 다양한 기능 중에서 압도적으로 중요한 위치를 차지하게 되었다.

20) 논의에 HFT를 포함하는 이유는 ATS가 HFT와 발전의 궤를 같이 해왔으며 정규거래소 보다는 ATS

등장이 미시구조든 거시구조든 증권거래시장의 질적 수준(market quality)에 미치는 긍정적·부정적 영향에 대해 신중한 정책적 판단의 중요성이 강조되는 대목이다.

ATS(HFT 포함)의등장이 시장의 질적 수준에 미친 영향에 대한 학계의 연구는 매우 드물다. 미국을 대상으로 증권거래 시장분할(market fragmentation) 현상이 시장의 질적 수준에 어떤 영향을 미쳤는지를 분석한 O'Hara and Ye(2011)가 현재까지 거의 유일하다 할 수 있다. 이들의 연구결과에 따르면, 예상과는 달리, 증권거래시장이 분할되면 될수록 스프레드(spread, 유동성의 한 측면)는 낮아지고 체결은 더 신속하게 이루어진다. 특히, O'Hara and Ye(2011)는 기존의 증권거래시장보다는 ATS 또는 ATS에서 성장한 정규거래소(예 : BATS, Direct Edge, BATS Chi-X Europe)에서 HFT가 더 성행하므로, 자신들의 결과는 HFT의 성행에 따른 긍정적 측면이 함께 반영되어 나타난 것일 수도 있다고 주장한다.

하지만 2012년 들어 미국에서는 HFT가 더 이상 비용절감(cost-saving)에 공헌하지 않거나,<sup>21)</sup> 또는 전통적인 투자자로부터 (암묵적으로) 이익을 취한다는 업계 및 학계의 논거가 등장하기 시작하였다(Baron, Brogaard, and Kirilenko, 2012). 바로 위의 논리에 의하면 HFT의 성행은 ATS의 성장과 궤를 같이 하는 것이므로, ATS에 따른 시장의 질적 수준의 향상은 ATS가 어느 정도 성장하면 하락할 수도 있음을 시사한다.

## IV. Reg NMS, MiFID 이후 세계증권거래시장에 나타나고 있는 주요 변화

### 1. 시장속설(Market Wisdom)의 변모

과거 증권시장에서는 소위 “유동성은 유동성을 부른다(Liquidity begets liquidity)”라는 “유동성 외부효과(liquidity externality)와 “한번 형성된 유동성은 다른 곳으로 이동하지 않는다”라는 속설이 지배적이었다. 그러나 현재 전자는 유지되고 있는 반면, 후자는 “유동성은 쉽게 이동할 수 있다”로 변모하였다.

### 2. 거래 관련 IT의 혁신적 발전—저지연 현상 강화

Algo, HFT, DMA(direct market access), co-lo(co-location) 등이 일반화 되어, [초]저지연([ultra-] low latency) 현상이 점점 강화되고 있다. 이제는 밀리초, 마이크로초(1/1,000,000초, microsecond) 단위로 주문회송 및 후선업무를 처리할 수 있게 된 것이다. 이로써, algo에 의한 “거래방식 결정(how-to-trade)”과 SOR(smart order routing)에 의한 “거래장소 결정(when-to-trade)”이 결합되어 주문에서 주문회송 및 후선업무까지 한 번에 알고리즘화도 가능해졌다. 따라서 flash order, ISO 등 시장간 연계에 수반되는 주문 및 체결의 공정성(fairness)이 더욱 중요해졌다. 최근에는 초보적 형태이기는 하지만 문자

---

에서 HFT가 많이 이루어지므로 인해(아래에서 후술) 둘의 영향을 분리하여 실증분석을 수행할 수 없기 때문이다.

21) 브로커인 Abel/Noser에 따르면 미국주식시장에서 2000년부터 2010년까지 1주당 매수·매도를 하는데 드는 비용은 3.5센트였으나, 이후 3.8센트로 상승하였다. 이에 대해 HFT 연구를 선도하고 있는 Hendershott도 동의하고 있다(Popper, N., 2012, On Wall Street, the rising cost of faster trades. The New York Times, August 13).

화된 뉴스를 정량적·정성적으로 측정·분석하는 NA(news analytics)까지 등장하였다.

한편, 거래 관련 IT의 혁신적 발전은 전통적으로 딜러메커니즘(dealer mechanism)을 채택해온 미국과 영국 주요 거래소의 거래메커니즘도 순수전자주문장제도(pure electronic limit-order book mechanism)로 변모시켰다.<sup>22)</sup>

### 3. 빈번하게 발생하는 갑작스런 유동성 증발

최근 들어 갑자기 유동성이 증발되는 현상이 간헐적이지만 예전에 비해서는 자주 발생하고 있다(periodic illiquidity 또는 non-linearity in liquidity provision). 이에 대한 주요 원인으로 전문가들은 소위 “자기강화 환류(self-reinforcing feedback loops)” 현상을 주목하며 우려하고 있다(The Government Office of Science, 2012). 자기강화 환류란 “작은 변화가 자가발전하여 큰 변화를 촉발하고 계속 환류(feedback)함으로써 이를 증폭하는 효과(the effect of a small change looping back on itself and triggering a bigger change, which again loops back and so on)”로, 비록 HFT 또는 algo를 그 배후로 명확히 지칭하지는 않지만 HFT 또는 algo 없이는 가능하지 않는 현상이다.

자기강화 환류가 일반화되면서 증권거래시장에 소위 “예외적 현상의 빈번화(normalization of deviance)”가 나타나기 시작하였다. 예외적 현상의 빈번화란 “예측하지 못한 위험한 사건이 발생했는데 어느덧 일상화되어 재앙처럼 커질 때까지 이를 인식하지 못하는 사회현상(unexpected and risky events come to be seen as ever more normal, until a disaster occurs)”을 의미한다. 예를 들면, Flash Crash(2010, 5. 6)와 같은 자본시장 시스템 차원의 안정성 및 변동성 위기가 갑작스럽게 그러나 빈번하게 발생하는 것을 의미한다.

## V. ATS의 도입 관련 자본시장법 개정안의 주요 사항 및 의의

### 1. 매매체결기능의 개편<sup>23)</sup>

정부안(원안) 중 한국증권거래시장의 거시구조에 중대한 영향을 미치는 사안은 다자간매매체결회사(ATS) 및 거래소 허가제 도입으로 이어지는 매매체결기능의 개편이다. 개편의 기본원칙은 매매체결기능을 경쟁체제화 하여 유통시장의 경쟁촉진을 통한 자본시장의 효율성을 증대함에 있다. 이를 위해 기존의 거래소 법정설립주의를 허가제로 전환하고, ATS와 SI, 즉 내부주문집행업무를 수행하는 “종합금융투자사업자(이하 투자은행, IB)” 등을 도입하여 증권거래 유통시장의 경쟁을 촉진하고 있다.

정부안(원안)에 따르면, 국내에 도입되는 ATS는 상장주식 또는 대통령령이 정하는 증권(“매매체결대상상품, 제8조의2 제5항”)을 거래하는 대체거래시스템으로 정의된다.<sup>24)</sup> 따라서 대통

22) 반면, 미국과 영국을 제외한 주요 선진국(예 : 독일, 프랑스, 일본 등)은 일찍부터 한국과 비슷하게 (일반적으로) 시장조성인(market maker)이 존재하지 않는 전자주문장제도를 사용하고 있다.

23) 본 항의 내용은 정순섭·엄경식(2011)에 최근의 진전 사항을 추가하여 기술되어 있다.

24) 통과안에서 정의된 다자간매매체결회사(ATS)란 “정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 각 호에 의해 정의된 매매가격의 결정방법으로 증권시장에 상장된 증권, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리업무를

령령으로 비상장주식을 거래할 수 있도록 하면 ATS에서도 비상장주식을 거래할 수 있다. 즉 모든 대체거래시스템을 총칭하는 용어로서 재무학(finance)에서 논의하는 보편적 정의를 적용할 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이, 내부주문집행업무란 IB가 투자자를 상대로 직접 매매 상대방이 되거나 다른 투자자를 중개 또는 주선하는 방식으로 매매체결기능을 수행하는 것을 의미한다. 보편적 정의에 의하면 SI도 ATS의 일부일 뿐이다. 그럼에도 불구하고 정부안(원안)의 경우 SI를 비상장주식 거래 담당자로 한정하여 굳이 다시 정의한 것은 시장참여자를 다소 혼란스럽게 하는 정의라 할 수 있다. 반면, 통과안에서는 내부주문집행업무 규정 자체를 삭제하였다. 그러나 <표 2>에서 볼 수 있듯이, 향후 KONEX 개설과 연계하여 자본시장 거시구조 정비 차원에서 “중장기적으로 검토”할 예정이어서, ATS/(SI)의 보편적 정의에서 다소 어긋나는 사항에 대한 혼란은 여전하다 할 수 있다. 또한 정부안(원안)에서 거래소가 ATS 주식의 100%를 보유하는 경우 자회사 형태로 ATS를 허용할 수 있도록 한 조항을 통과안에서는 국내증권거래시장의 유효경쟁 여건 조성 등 ATS 도입의 추이를 보아가면서 추후 다시 검토하기로 하였다.

거래소 허가제의 경우 정부안(원안)은 “누구든지 이 법에 따른 거래소 허가를 받지 아니 하고는 금융투자상품시장을 개설하거나 운영하여서는 안된다(무허가 시장개설 행위 금지 조항, 373조)”라고 규정하고 있다.

<표 2> 자본시장법 개정안 중 정부안(원안)과 통과안의 비교

구분	정부안(원안)	통과안 및 논의 사항
투자은행 (종합금융투자 사업자, IB) 활성화	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (내부주문집행업무) IB에 대해 비상장주식의 매매체결 업무를 허용</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 향후 KONEX 개설과 연계하여 자본시장 거시구조 정비 차원에서 <b>중장기 검토(삭제)</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- (논의) 도입 추진 중인 중소기업 전용 주식시장(KONEX)과 기능 및 역할 구분 등에 대한 검토 필요</li> </ul> </li> </ul>
다자간매매체 결회사(ATS) 도입	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (거래소 전환) 거래량이 일정 기준을 넘는 ATS(경쟁매매방식에 한함)에 대해 거래소 전환의무를 부과</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 경쟁매매방식 이외의 ATS도 거래량이 일정 기준 초과시 투자자보호, 매매체결의 안정성 확보를 위한 조치의무 부과                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 예 : 매매체결시스템의 안정성 추가 확보, 매매체결 관리조직 확충 등</li> </ul> </li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• (주식 초과보유) 일정한 경우(예 : 금융회사가 보유하는 경우, 외국 ATS와 제휴를 위해 필요한 경우 등) 금융위 승인을 받아 ATS 주식을 15% 초과하여 보유 가능                     <ul style="list-style-type: none"> <li>- 특히 거래소가 <b>자회사로 ATS 주식 100% 보유를 허용</b></li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• ATS 초과보유를 법률에 일일이 열거하지 않고 <b>금융위의 승인을 받는 경우로 포괄하여 규정</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>- (논의) 2013년 4월 5일 공포된 자본시장법 개정안(정무위안)의 장외거래 중앙청산소(CCP) 초과보유 관련 내용과 동일하게 규정하는 취지</li> </ul> </li> <li>• <b>거래소의 자회사 ATS 보유 관련 조항 삭제.</b> 유효경쟁 여건 조성 등 ATS의 도입 추이를 보아가며 <b>추후 검토</b></li> </ul>

하는 투자매매업자 또는 투자중개업자를 말한다”. ATS의 준수 업무기준은 78조에 기술되어 있다.

## 2. 의의 및 전제로서 최선집행의무

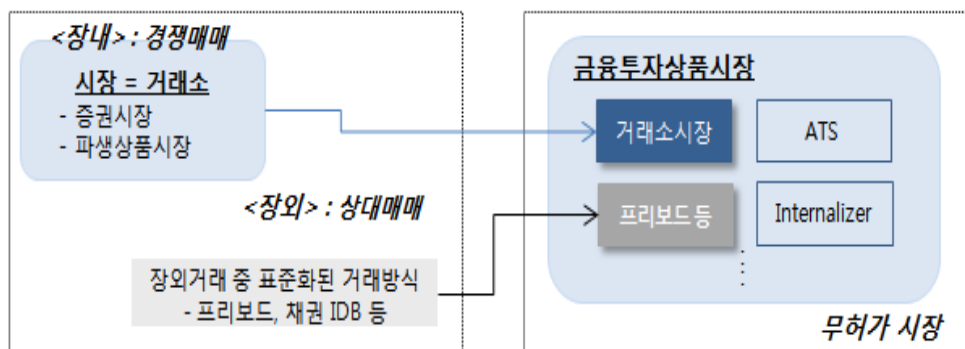
ATS/(SI)를 도입하여 매매체결기능을 개편하는 것은 현재 KRX에 한정되었던 시장의 개념을 재정의하는 것이다(〈그림 2〉 참조).<sup>25)</sup> 이는 KRX만이 수행할 수 있었던 그 간의 매매체결기능을 ATS/(SI)로서 IB도 할 수 있음을 의미한다. 또한 ATS의 거래방식을 KRX와 마찬가지로 경쟁매매까지 할 수 있도록 하고, 거래량이 일정 규모 이상일 경우에는 거래소로 전환할 것을 명시하여 복수 거래소도 허용함을 의미한다. 덧붙여, 그동안 미약하기는 하지만 비상장주식 거래를 위한 조직화된 장외주식시장 역할을 수행해온 FreeBoard의 근간에도 영향을 미치는 중대 사안이므로, FreeBoard에 부여된 거시구조 기능에 대해서도 신중하게 숙고할 시점임을 함의한다.

특히, 국내시장에 복수의 거래시장 내지는 복수의 거래소가 설립될 가능성이 있으므로 이들 거래시장간 연계가 사전에 필수적으로 확립되어야 한다. 이에, 정부안(원안)에서는 다양한 매매체결기능에 따른 거래조건에 다양화에 대응하여 IB에게 “시장매매의무” 대신 “최선집행의무”를 부과(68조)하고 있으며, “최선”의 조건은 대통령령으로 정하도록 하고 있다.

〈그림 2〉 정부안(원안)에서 “시장” 개념의 변화

[현행]

[개정]



주 : 금융투자상품시장 : 증권 또는 장내파생상품을 매매하는 시장

거래소시장 : 정규거래소가 개설하는 금융투자상품시장

그림(개정)에서는 FreeBoard, ATS, Internalizer(즉 SI)간 업무 구분이 고려되지 않음. 단지, 정부안(원안)에서는 ATS는 상장주식 및 매매체결대상상품을, Internalizer는 비상장주식을 거래할 수 있도록 지정했으나, 통과안에서는 Internalizer 자체를 삭제함.

출처 : 한국증권학회(정순섭·엄경식, 2011).

25) 보다 구체적으로, 정부안(원안)은 매매체결기능의 수행주체인 금융투자상품시장의 개설주체를 정규거래소와 ATS로 확대하고 있기 때문에, 종래의 증권시장이나 파생상품시장의 개념을 대체하는 금융투자상품시장의 개념을 도입하고 있다(8조의2 1항).



## VI. ATS 도입에 따른 과제

### 1. ATS/(SI) 정의의 보편성 부족

2장의 정의에서 살펴본 바와 같이, ATS는 정규거래소를 제외하고 매매체결기능을 제공하는 모든 형태의 증권거래시스템을 통칭하는 용어이다. 정부안(원안)의 경우,<sup>26)</sup> 통칭인 ATS(즉 당연히 SI를 포함)와 구분하여 SI를 '비상장주식 거래 전용'의 내부주문집행업무 담당자로 별도 정의함으로써, 세계증권거래시장에서 보편적으로 사용하고 있는 정의와는 다소 다르게 ATS를 정의하고 있다. 물론 ATS 대상종목에 “증권시장에 상장된 주권, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권, 즉 매매체결대상상품”을 지정하고 있어 비상장주식도 거래할 수 있는 여지는 남겨두고 있다.

그러나 이는 중복 정의의 가능성이 있을 뿐만 아니라, ATS를 기능적으로 정의한 후 취급상품에 따라 재차 정의함으로써 시장거시구조 논의, 특히 조직화된 장외주식시장<sup>27)</sup>의 확립 및 비상장주식 거래에 대한 증권산업의 업무영역 범위 관련 논의에 혼란을 야기한다. 왜냐하면 SI가 비상장주식만을 내부주문집행하는 담당자라면, 기존의 비상장주식 거래를 담당하는 협회의 조직화된 장외주식시장(현 FreeBoard)과 그 업무영역이 중복되는데 SI는 협회의 회원이다. 즉 회원의 이익을 대변하는 협회와 구성회원인 SI 간에 이해상충이 발생할 수 있다.<sup>28)</sup> 증권산업의 경우에도, 만일 비상장주식의 거래가 수익성이 있다고 생각하면 당연히 다양한 형태의 ATS가 독자적으로 등장하게 되는 데, 정부안(원안)은 법에서 이를 너무 구체적으로 정리해주려 하고 있다. 미국의 경우 최근 SecondMarket, SharesPost 등이 IPO가 예상되는 우량 tech 종목(즉 비상장주식)을 거래하는 ATS로 특화되어 자생적으로 등장한 것은 이같은 시장기능을 굳이 KONEX와 SI로 지정하여 수행하려는 한국에 많은 시사점을 제공한다.

### 2. 선결과제: 시장거시·미시구조 이슈 및 정책담당자의 역할

#### (1) 시장거시구조(Market Macrostructure) 이슈

##### (가) Best Execution

정부안(원안)에는 최선집행의무(68조)로 기술되어 있으며, “최선”의 조건은 대통령령으로

26) 통과안에는 다자간매매체결회사(ATS)에 대한 내용은 포함되어 있으나, SI의 내부주문집행 업무는 포함되어 있지 않다. 현재 포함되어 있지 않다는 것이 SI의 국내 정의 자체를 없앴다는 증거는 아니다.

27) 조직화된 장외주식시장에서 중개 또는 매매가 가능한 주식은 비상장주식이되 설립 예정인 KONEX의 상장대상종목은 제외한 그 밖의 주식이다.

28) 이 때문에 한국의 조직화된 장외주식시장은 미국의 OTCBB(또는 OTC Markets Group)처럼 매매체결기능이 없는 소위 “딜러간 호가중개시스템(inter-dealer quotation system)”으로 확립해나가는 것이 바람직하다. 딜러간 호가 중개시스템은 장외주식 거래에 대한 인터넷 포털 시스템이므로 시장관리에 대한 부담이 없다. 또한 ATS 도입시 상장주식의 최선집행의무를 원활히 수행하는 데 필요한 “통합 호가/거래 시스템”에 대한 역할도 함께 수행할 수 있다는 장점도 있다. 물론 통과안에는 SI의 내부주문집행업무 자체가 포함되어 있지 않다. 하지만 조직화된 장외주식시장의 설계는 ATS/(SI)의 전면 도입을 전제로 하는 것이 바람직하다(엄경식·정순섭·강형철, 2013).

정하게 되어 있다. Best Execution을 어떻게 번역하는지는 매우 중요하다. 이 용어를 제일 먼저 사용한 미국 Reg NMS의 경우 “execution”이란 거래소 기능 중 체결에 해당하여 따라서 “best”의 기준은 자연스레 가격(price)임을 시사한다. 가격은 단일국가에서 Best Execution을 달성하는 데 있어 운영상 가장 효율적인 조건이라 할 수 있다.

반면, 정부안(원안)의 경우 아직 최선의 조건을 구체적으로 확정하지는 않았지만 유럽 MiFID의 정의를 따른 것으로 짐작된다. 왜냐하면 정부안(원안)의 “집행”이라는 표현은 체결에 비해 훨씬 포괄적인 의미를 지니는 것으로서, 가격 이외에도 체결에 소요되는 시간, 체결하고자 하는 수량, 또는 시장서비스 수준(예 : 최소의 가격충격)<sup>29)</sup> 등을 최선의 기준으로 고려함을 시사한다. 이는 유럽의 Best Execution에 해당하는 것으로서, 시장간 연계 시스템(예 : 미국의 CTA 또는 다양한 시장간 SOR 시스템)을 사전에 구비하지 못한(앞으로도 구비하기 어려운) 유럽의 현실적 문제를 우회하면서 어떻게든 Best Execution을 달성해보려고 한 방안에서 비롯하였다. 투자자 입장에서 보면 유럽의 정의가 일견 보다 다양한 체결서비스를 제공하는 것 같지만, 오히려 반대일 가능성이 높다. 왜냐하면 체결서비스 자체가 다양할 뿐만 아니라 추상적이어서 투자자가 자신에게 해당하는 Best가 무엇인지 쉽게 파악하기 어렵기 때문이다. 이는 감독당국에도 부담으로 작용할 수 있다. 또한 Best Execution에 대한 규명 책임이 증권회사에 있어 증권회사의 부담도 상당하다. 물론 시장 규모가 작은 국내시장의 경우 시장간 연계 시스템을 구축하고 가격 이외의 최선의 조건도 허용하여 미국과 유럽의 장점을 모두 추구할 수도 있지만,<sup>30)</sup> 그 효과가 긍정적으로만 나타날지는 미지수이다.

증권거래와 관련하여 미국 증권법 정신을 따르고, 또 Reg NMS의 기본 취지에 맞춰 ATS를 도입하여 시장규모상 시장간 연계 시스템도 손쉽게 구축할 수 있는 한국증권거래시장의 경우, 최선의 조건을 가격 외에 굳이 수량화하기 어려운 기준도 법제적으로 허용할 수 있도록 한 것은 납득하기 어렵다. 이 경우 증권회사 및 감독당국의 부담뿐만 아니라, 시장분할 및 가격효율성 측면에서 부정적일 수 있으며, 시장참여자의 혼란을 가중시킬 수도 있다.

#### (나) 시장간 실질적 통합장치의 사전 구축 및 운영주체

ATS 도입으로 국내시장에 복수의 거래시장 내지는 복수의 거래소가 설립될 가능성이 있기 때문에 투자자에게 “최선의 체결”<sup>31)</sup>이 이뤄지도록(즉 경쟁에 따른 시장효율성을 극대화하기 위해) 시장간 “실질적 통합장치(virtual consolidation system, 연계 시스템)”가 사전에 필수적으로 확립되어야 한다. 이에 대한 논리적 근거는 다음과 같다. 먼저, 국내에 온전한 형태의 ATS가 도입되면 ATS는 그 속성상 최선의 효율적 시스템을 바탕으로 투자자에게 저렴하고 신속하게 다양한 매매서비스를 제공하면서 기존의 정규거래소와 치열한 유동성 경쟁을 펼칠 것이다. 정규거래소 역시 이에 경쟁적으로 대응하면서, 시장전체의 효율성

29) 이외, 적은 수수료로 빠른 체결을 원하거나, 전략을 노출하지 않고 많은 물량을 적당한 가격대에 매매하고자 하는 수요 등이 투자자가 실제 상황에서 요구하는 보다 복잡한 서비스 수요의 예라 할 수 있다.

30) 소매투자자에게는 미국식의 최선을, 도매투자자에게는 유럽식의 최선을 따르는 호주의 방식이 여기에 해당한다(ASIC Market Integrity Rules (Competition in Exchange Markets) 2011).

31) 앞서 언급한 바와 같이, 정부안(원안)에서는 체결서비스 조건의 다양화에 대응하여 투자은행에 “시장매매의무” 대신 “최선집행의무”를 부과하고 있다(68조).

은 제고되고 투자자는 그 혜택을 향유하게 될 것이다. 그러나 ATS의 도입으로 인해 유동성이 분산되므로, 시장간 연계를 통해 시장전체의 유동성은 마치 하나의 시장인 양 실질적으로 계속해서 통합·확대될 수 있어야 한다. 뿐만 아니라, 주문도 투자자가 원하는 조건에 최선의 체결 서비스를 제공하는 정규거래소 또는 ATS로 즉시 회송될 수 있어야 한다. 왜냐하면 증권거래시장은 여전히 자연독점의 특성을 지니고 있어, 효율적 가격발견을 위해서는 무엇보다 유동성이 풍부해야 하기 때문이다.

특히, 이 중 미국의 CTA와 같은 주문 및 체결 관련 통합장치(즉 시장간 사전적·사후적 정보 연계 시스템)를 누가 운영해야 하는지도 선결해야 할 과제이다. 미국의 CTA는 “NYSE와 AMEX(American Stock Exchange, 현재 NYSE MKT)의 자회사인 SIAC(Securities Industry Automation Corporation)에 의해 운영되고 있어, [Reg NMS 시행 이전에] 그 운영상 객관적 독립성을 확보하지 못하고 있다는 비판을 받[았었다](엄경식·장병훈, 2007)”. 이제 국내에 ATS(또는 또 다른 정규거래소)가 등장할 수 있게 되었으므로, 무엇보다도 중요한 것은 KRX가 여러 거래시장 중 하나일 뿐이라는 사실이다(물론 그 중요성이 다른 거래시장보다 크지만). 때문에 그동안 자연스럽게 KRX가 수행해야 했던 업무 중 많은 것이 더 이상 그렇게 간주되어서 안된다. 국내에 구비되어야 할 주문 및 체결 관련 통합장치 운영주체 이슈도 바로 이같은 이슈 중 하나이다. 즉 (궁극적으로 민간기업인) KRX가 서로 유동성 경쟁을 하는 ATS 내지는 다른 정규거래소의 주문 및 체결자료를 통합하는 업무의 운영주체가 되기에는 이해상충이 상당하기 때문이다. 비록 천문학적 비용 때문에 실행에 옮기고 있지는 못하고 있으나 미국이 Flash Crash 이후 감사추적시스템(audit trail system)을 새로운 주체로 추진하고 있는 것과 유럽이 미국의 CTA와 같은 기구를 정규거래소 관련 기관이 아닌 Thomson Reuters에 부여하는 것을 고려하고 있는 것은 국내에 시사하는 바가 크다.<sup>32)</sup>

실질적 통합장치를 구비하여 시장간 연계가 이루어진 후에는 개별 거래시장에서 채택하는 수수료 체계가 경쟁의 공정성을 훼손하지 않도록 이를 항상 모니터링해야 한다. 유동성 확보를 위한 경쟁 심화로 다양하고 복잡한 수수료 체계(예 : make-or-take pricing)가 등장하고,<sup>33)</sup> 이러한 체계가 시장간 연계 시스템과 관련된 다양한 주문과 결합해 더욱 복잡해질 경우<sup>34)</sup> 공정성에 대한 판단은 무척이나 어려운 작업이 될 것이다. 구미에서 법제도적

32) “일본도 복수의 정규거래소, ‘금융다각적 거래설비(proprietary trading system : PTS, 일본의 ATS. 미국 ATS의 일종인 PTS와는 구분됨)’가 서로 경쟁하고 있어, ‘최량집행의무(Best Execution)’를 수행하려면 ‘최량’이 아닌 주문은 최량호가를 게시하는 시장으로 회송되는 것 같기는 하다. 왜냐하면 이를 위해 ‘1998년 금융시스템개혁법’의 2004년 개정에서 ‘보고·집중·공표’를 법적으로 의무화했기 때문이다. 현재 일본에서는 PTS의 공표의무를 일본증권업협회에서 수행하고 있다. 그러나 이의 실시간 수행 여부 및 PTS와 정규거래소 간의 실시간 연계시스템 유무에 대해서는 자료의 한계로 확인하지 못하였다”(엄경식·빈기범·정순섭, 2010).

33) “Make-or-take pricing”은 해당 거래시장에 게시되어 있는 주문을 취하는 시장가주문에는 접속료(access fee)를 부과하는 대신, 주문을 게시하여 유동성을 제공하는 주문에는 리베이트(rebate)를 부과하는 수수료 체계를 의미한다.

34) Flash order가 좋은 예이다. 앞서 잠시 언급한 바와 같이, Reg NMS에 의해 미국의 거래시장은 미 체결주문을 NBBO를 제공하는 다른 거래시장에 회송하기 전에 특정 시장참여자에게 1초 이내로 공개하여 체결을 도모할 수 있는 데, 이렇게 짧은 시간동안 공개되는 주문을 flash order라 한다. Flash order의 체결에 대해서는 일반적으로 리베이트가 부과되는데, 이는 거래시장에 추가적인 유동성을 공급하는 대가이기도 하지만, make-or-take pricing의 부작용에 따른 의도하지 않은 결과를 방지하는 flash order의 순기능 역할에 대한 이익분배 측면도 강하다(정순섭·엄경식, 2011, Angel, Harris, Spatt, 2011).

환경변화와 더불어 높은 거래비용을 정규거래소에 꼬박꼬박 지불해야만 했던 것도 IB가 ATS 신설에 적극 참여한 주요 동인임을 고려해볼 때, 거래시장에 다양하고도 복잡한 수수료 체계가 등장한 것은 너무나도 당연한 현상이다. 단지, 이 과정에서 불공정 수수료 체계가 발생하여 시장효율성 및 투자자보호에 해가 되지 않도록 사전적으로나 사후적으로 감시·감독체제를 확고히 해야 할 것이다.

(다) ATS 거래에 대한 KRX의 청산기능 수행과 이해상충 가능성<sup>35)</sup>

개정안이 시행될 경우 KRX는 별도의 인가나 지정 조치 없이 ATS에 대한 청산업무를 수행할 수 있다(제377조, 제378조, 부칙 제5조). 앞서 언급한 바와 같이, 개정안상 매매체결기능 개편의 기본원칙은 유통시장의 경쟁을 통해 시장 효율성을 제고하는 것이다. 따라서 KRX(또는 다른 정규거래소)가 자기 자신 및 자신이 소유·운영하는 ATS와 경쟁관계에 있는 다른 ATS에 대해 청산업무를 수행할 경우, 청산서비스에 대한 접근성과 비용, 회원관리 등 다양한 상황에서 경쟁 ATS를 부당하게 취급할 가능성이 존재한다.<sup>36)</sup> 특히 KRX는 영리를 추구하는 주식회사 형태(for-profit enterprise)를 취하고 있으므로 이같은 이해상충에 대한 우려는 매우 현실적인 것으로 판단된다. 실제로 브라질의 BM&F Bovespa는 2011년 2월 미국의 BATS가 브라질에 거래소를 창설할 것이라 선언한 후, 동년 11월 BM&F Bovespa에 청산서비스 제공을 요청하자 거절한 바 있다.<sup>37)</sup> 이는 청산서비스를 독점 제공하고 있는 매매체결기능기관이 경쟁기관에 서비스 제공을 거절한 첫 사례로 국내 제도 설계시 반드시 고려되어야 할 사항이다.

ATS에 대한 KRX(또는 정규거래소)의 청산업무 수행과 관련하여 발생할 수 있는 이해상충에 대비하여 개정안은 “금융투자상품거래청산기관”의 인가요건으로 이해상충방지장치를 둘 것(323조의3 제2항 제7호)과 부당한 차별적 취급의 금지(323조의13) 등 두 가지 요건을 두고 있다. 그러나 이러한 이해상충 상황을 효과적으로 방지하기 위해서는 보다 세분화된 감독상의 장치가 필요하다.<sup>38)</sup> 만일 향후 복수의 거래소가 등장한다면 이 이슈에 대한

35) 정순섭·엄경식(2011)을 참조하여 기술되어 있다.

36) 미국, 영국, 일본의 경우에는 정규거래소가 ATS에 대해 청산업무를 수행하지 않으므로 개정안에서 발생할 수 있는 이같은 문제점은 일어나지 않는다. 미국의 증권청산업무는 DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation)의 자회사인 NSCC(National Securities Clearing Corporation)가 수행한다. 영국의 증권청산업무는 인가청산소(recognised clearing house)가 수행하고, 원칙적으로 정규거래소도 인가청산소가 될 수 있지만, 실제로는 LCH, Clearnet과 같은 별도 청산소가 청산업무를 담당해오고 있다. 현재 LSE에 의한 합병이 거의 완성단계에 놓여 있어 경쟁 ATS에 대한 청산서비스 관련 이해상충 문제에서 더 이상 완전히 자유롭지는 않다. 그러나 LCH, Clearnet이 상호운용성(interoperability)을 시행하고 있기 때문에 경쟁 ATS가 다른 청산기관을 이용할 수 있어, 국내와는 그 상황이 다르다. 일본의 증권청산업무는 법률상 거래소도 별도 진입규제를 통하여 수행할 수 있지만, 독립청산기관인 JSCC (Japan Securities Clearing Corporation)가 담당하고 있다.

37) <http://www.johnlothiannewsletter.com/2011/11/november-14-2011-brazil-delivers-clearing-blow-to-bats-trading-reform-still-years-from-completion-italy-imposes-ban-on-naked-short-selling/>

38) 이에 대한 예로 정순섭·엄경식(2011)은 다음 세 가지 방안을 제시하고 있다. 첫째, 청산기관으로 지정된 거래소의 이해상충방지체계에 ATS와의 이해상충 방지를 위한 세부적인 기준을 두도록 의무화하는 방법. 둘째, 청산대상업자에 대한 부당한 차별적 취급의 사례를 유형화하여 규정하고 공적 감독당국이 적극적으로 감독하는 방법. 셋째, ATS가 거래소의 청산업무수행과 관련하여 부당한 취급을 받았거나 받을 우려가 있는 경우에는 금융감독당국에 개입을 요청할 수 있는 제도적 장치를 갖추는 방법.

논란은 더욱 증폭될 것이다. 지금부터라도 청산기능의 자연독점 특성, 국내 자본시장의 규모, KRX의 이상적 소유·지배구조 등을 포괄적으로 고려하면서 금융투자상품거래청산기관의 모습을 그려나가야 할 것이다.

(라) ATS 거래에 대한 KRX의 시장감시기능 수행과 이해상충 가능성<sup>39)</sup>

개정안(제78조, 제404조)은 ATS에 대한 시장감시업무를 금융위가 지정하는 정규거래소가 담당하도록 하고 있다. 현재 정규거래소로는 KRX만 존재하는 상황을 고려하면 ATS에 대한 시장감시업무는 일정 기간 KRX가 담당하게 될 것이다. KRX가 경쟁관계에 있는 ATS 거래에 대해 시장감시기능을 수행하는 것은 상기 청산기능의 수행에서와 마찬가지로 이해상충의 우려를 야기할 수밖에 없다. 물론 자본시장법은 KRX의 자율규제기능 수행과 관련한 이해상충 우려를 불식하기 위해 시장감시위원회의 독립성을 확보하기 위한 다양한 제도적 장치를 마련하고 있다. 그러나 현행법상 시장감시위원회의 독립성 확보 장치는 KRX가 스스로 개설한 시장에 대한 시감감시와 심리 및 감리를 전제로 구축된 것이다. 따라서 KRX 개설 시장이 아니라 ATS 개설 시장을 대상으로 시장감시기능을 수행할 경우 이러한 독립성 확보 장치가 기능할 수 있는지 여부에 대해서는 재검토가 필요하다. 또한 개정안은 거래소 허가제를 전제로 하고 있으므로 향후 KRX 이외의 정규거래소가 등장할 경우 KRX 시장감시위원회가 경쟁 거래소가 개설한 시장에 대한 시장감시기능도 수행하게 되어 발생할 수 있는 문제점도 함께 고민해야 한다.<sup>40)</sup>

(마) 시장거시구조 및 국제적 위상확립 목표와 조화롭게 전개

ATS의 도입은 한국증권거래시장의 거시구조(KOSPI(유가증권시장), KOSDAQ(코스닥 시장), KONEX(설립 예정), FeeBoard(변모 예상)) 및 국제적 위상확립 목표(예 : 동북아 금융허브)와 적절히 조화돼 전개해나가야 한다. ATS의 다양한 스펙트럼 중 어느 정도의 범위와 수준으로 이를 도입해야 하는지는 향후 한국증권거래시장 거시구조의 틀을 형성하는 데 가장 큰 영향을 미치는 사안이다. 이를 위해서는 사전적으로 정책담당자의 비전 정립이 매우 중요하다(후술). ATS는 기존의 정규거래소에서 유동성이 풍부한 종목부터 경쟁을 시작할 가능성이 매우 높다. 이 경우 현재 정규거래소를 바탕으로 확립돼 있는 한국자본시장의 거시구조 및 국제적 위상에 대한 비전을 ATS가 지닌 장단점을 충분히 고려한 뒤 재정립하면서 정책을 진행해야 한다.

앞서 논의한 바처럼, 그동안 증권거래시장에는 “한번 형성된 유동성은 다른 곳으로 이동하지 않는다”라는 속설이 있었으나, ATS의 등장으로 이제 유동성은 쉽게 이동할 수 있게 되었다. 예를 들어, 국외 ATS가 국내 상장기업을 거래할 수 있도록 허용하는 것은 KOSPI, KOSDAQ 상장 우량종목의 유동성을 상당 부분 국외거래시장에 잠식당하는 결과를 초래할 것이다(예 : BATS Chi-X Europe vs. LSE, 미국 정규거래소 vs. BATS Global Markets). 그렇다고 해서 이들 국외 ATS를 언제까지나 억지로 불허할 수는 없는 노릇이다. 이는 ATS의 등장이 지닌 양날의 칼과 같은 경제적 측면이다. 따라서 ATS의 국

39) 정순섭·엄경식(2011)을 참조하여 기술되어 있다.

40) 미국, 영국, 일본의 경우에는 정규거래소가 ATS에 대한 시장감시업무를 수행하지 않으므로 개정안에서 발생할 수 있는 이러한 문제점은 일어나지 않는다.

내 도입은 한국증권거래시장이 유기적이고 동태적으로 원활히 작동하고 한국기업의 자본조달시 2부시장(second tier market)으로 전락하지 않도록 설계해나가야 한다.

ATS의 도입 목적은 한국증권거래시장에 경쟁원리를 도입하는 데 있다. 따라서 이를 충분히 담보할 수 있도록 신생 ATS에 대한 정책적 고려가 필요하다. ATS 도입과정에서 또는 도입이 지연되는 과정에서 기득권을 보유한 기관에 유리하게 전개될 수 있는 경향성을 보이는 현재의 상황은 재고할 필요가 있다. 예를 들어, “KRX는 100% 소유에 한해 ATS 보유를 허용”했던 기존 정부안(원안)이 통과안에서는 삭제되었다. ATS를 왜 도입해야 하는지에 대한 본래의 정책적 목적에 충실해야 한다.

## (2) 시장미시구조(Market Microstructure/Protocol) 이슈

### (가) 세련된 형태의 시장안정화장치 도입 및 개별시장간 조화 추구

개별종목 차원에서 유럽형 변동성완화장치인 VI(volatility interruption system)<sup>41)</sup>를 현행 가격제한폭제도(price limit system)를 대체하여 전면 도입하는 것이 바람직하다. 시장의 과민 반응에 의해 주가가 일시적으로 급등락할 경우 투자자보호 및 시장안정화를 담보하는 데 있어, VI는 가격제한폭제도보다 훨씬 우수하다(엄경식·강형철·이윤재, 2008). 개별종목에 대해 기본적으로 가격을 제한하지 않는 미국조차도 Flash Crash 이후 유럽형 VI를 상당 부분 수용한 것은 ATS의 도입과 더불어 관련 미시구조의 정비 중요성을 시사하는 대목이다.

제각각일 수 있는 개별시장간 다양한 시장안정화장치(market stabilization mechanism)를 시장전체(market-wide) 차원에서 조화롭게 확보하는 것도 필수적이다. 개별시장간 공통의 규제를 마련하면 시장에 예기치 못한 급변동이 발생하더라도 개별시장간 공통의 대처방식을 통해 적어도 규정 차이로부터 발생하는 시장전체의 혼란은 방지할 수 있기 때문이다.

### (나) 다양한 주문유형 허용 및 이의 부작용 방지를 위한 사전적인 제도 정비

투자자 편의(또는 보호) 및 시장효율성 제고를 위해 다양한 주문유형(order type)을 허용해야 한다. ATS의 도입으로 인해 시장간 연계 시스템을 확립하는 것이 무엇보다 중요해졌는데, 이를 효율적으로 활용하려면 “stop order”, “iceberg(hidden) order”, “peg order”, “ISO”, “flash order” 등 국내시장에는 생소한 새로운 형태의 주문을 도입해야 한다.<sup>42)</sup> 다만, 미국의 Flash Crash의 예에서 볼 수 있듯, 이와 관련해서는 시장 공정

41) “VI는 가격제한폭제도의 일종으로, 가격제한폭이 전일종가를 기준으로 하루 동안 고정되어 있는 KRX의 (명시적) 가격제한폭제도와는 달리, 동태적으로 계속해서 가격제한폭이 변화하는 (암묵적) 가격제한폭제도가 될 수 있다. 유럽에서 일반화되어 있는 VI는 기본적으로 다음 두 단계로 구성되어 있다. 먼저, 개별종목에 대해 가격제한폭을 고정시켜 적용하지 않는 대신, ‘정적 가격변동범위(static price range)’와 ‘동적 가격변동범위(dynamic price range)’로 VI의 발동 근거를 이원화하여 가격제한폭을 동적으로 유연하게 설정한다. 정적 가격변동범위는 기존 가격제한폭제도에서 사용되는 고정 가격제한폭과 유사한 개념이다. 그러나 시장상황에 따라 유연하게 바뀔 수 있다는 점에서 가격제한폭제도보다는 더 포괄적이라 할 수 있다. 동적 가격변동범위는 주문 1건당 변할 수 있는 가격제한폭으로 기존의 가격제한폭제도에서는 없는 개념이다(엄경식·강형철·이윤재, 2008). 2010년 5월 6일 Flash Crash 이후 미국에서도 유사한 제도가 도입되었다”(이상 박종호·엄경식, 2013).

성 및 효율성 이슈가 대두될 가능성이 매우 크므로 사전적으로 이를 적절히 고려하면서 허용해야 한다.

(다) Dark Pool 관련 사전적·사후적 투명성 강화

미국의 Flash Crash 예를 보면, 한국증권거래시장에 dark pool을 도입할 때 투명성 규정의 범위 및 방법을 어느 정도 설정해야하는 지가 얼마나 중요한지를 짐작할 수 있다. SEC의 규정개정 및 IOSCO(2011)의 사례를 참조하여,<sup>43)</sup> 국내에 dark pool 도입시 투명성과 관련하여 강조되어야 할 사항은 다음과 같다. 첫째, “dark”라 해도 일정 거래에 대해 일정 수준의 사전적·사후적 투명성을 요구해야 한다. 둘째, 실질적인 주문이라 할 수 있는 “즉시 거래 가능한(actionable) IOI”를 규정상 호가로 정의하고 호가와 동일한 방법으로 시장에 공개해야 한다. 셋째, dark pool도 정규거래소와 같이 거래 후 실시간으로 자사명의가 표시된 거래정보를 집계·배포해야 한다. 이는 규제담당자에게 어떠한 방식으로라도 dark pool 거래에 대한 정보가 (실시간으로) 접근될 수 있어야 함을 의미한다. 넷째, 동일 조건 하에서는 통상적인 주문이 dark pool 주문보다 우선적으로 처리되고 체결되어야 한다.

(3) ‘온전한’ 형태의 ATS 도입의 시급성

(가) 역내 거래시장간 경쟁에서 뒤쳐질 가능성

Reg NMS와 MiFID의 시행으로, 현재 세계거래소 비즈니스의 패러다임은 “시장간 경쟁”을 통해 투자자에게 “최선의 체결”을 보장하는 것으로 이미 그 틀이 거의 확립되었다. 그동안 법률, 언어, 문화, 시장의 성숙도, 지리적 요소 등의 다양성으로 인해 이러한 가능성이 낮았던 아시아에서도 시장간 경쟁은 이미 상당히 구체화되고 있다. 싱가포르, 일본, 호주, 홍콩 등지에서 다양한 형태의 ATS가 설립되었고, 특히 Chi-X Global의 아시아 진출 전략과 이들 국가의 주요 거래소간 이해가 일치하면서 역내 거래시장 간의 경쟁이 점진적이기는 하나 발생하기 시작하였다. ASX와 SGX의 합병 선언 및 철회, Chi-East의 등장 및 폐쇄 등과 같은 부침도 있었으나, Chi-X Australia, Chi-X Japan 등의 성공적 데뷔로 이제 역내에서도 pan-Asian ATS(또는 dark pool)이라는 용어가 곧잘 등장하고 있다.

상당한 속도로 역내 거래시장간 경쟁에 대비하고 또 이를 선도하는 싱가포르, 일본, 호주 및 홍콩에 비해, 한국은 논의만 거듭되었지 실질적으로 이루어놓은 것이 없는 실정이다. 개정안의 통과로 ATS 도입을 위한 여건이 마련되었다 하더라도 온전한 형태의 ATS 등장이 늦춰진다면 점차 피부로 느낄 수 있는 역내 경쟁에서 뒤쳐질 수밖에 없다. 이를 준비하기 위해 우리에게 주어진 시간적 여유가 매우 제한적이라는 사실을 직시해야만 한다.

(나) 국내 거래 관련 IT 산업의 발전 지체

42) 각각의 주문유형에 대한 자세한 설명은 엄경식(2011b)을 참조하기 바란다.

43) 미국의 dark pool에서 제기된 문제는 근본적으로 거래시장(정규거래소 vs. dark pool)간 규제 격차(특히 사후적 투명성 관련 규제), dark pool 난립에 따른 투자자간 시장접근성의 차등, 시장분할 등에서 제기되었다(STANY, 2010, Angel, Harris, and Spatt, 2011).

투자자의 다양한 수요에 부응하여 다양한 형태의 ATS가 도입되면, 이는 연쇄적으로 주식거래 관련 IT가 혁신적으로 발전할 토양이 마련되는 것이다. 예를 들면, 개별 거래시장에서 다양한 주문유형이 허용되고 이들 주문이 실시간으로 복수의 거래시장에 회송될 수 있도록 시장간 연계가 이루어져야 하며, 이 과정에서 사전적·사후적 투명성을 담보하는 기구 및 시스템도 등장해야 한다. 이미 이러한 과정을 경험하며 혁신적으로 변모·진화한 구미 선진 기업의 개입 없이 이 모든 과정이 국내시장에서 발생할 수 있다면 관련 IT 산업은 혁신적으로 발전할 수 있으며, 그 과실도 국내의 기존 또는 신생 IT 기업에게 돌아갈 수 있을 것이다. 하지만 지금과 같이 도입이 지체되거나 또는 도입이 되더라도 제한된 형태로 도입된다면 ATS 도입으로 국내 거래 관련 IT 산업의 혁신적 발전은 기대하기 어렵다.

#### (4) 정책담당자의 역할<sup>44)</sup>

먼저, 정책담당자는 최신 IT에 대한 정확한 이해와 자신의 모니터링시스템을 지속적으로 업그레이드해야 한다. 즉 시장참여자가 사용하는 거래 관련 IT와 시장개설자 및 정책담당자가 활용하는 모니터링시스템 간의 갭(gap)을 지속적으로 최소화해야 한다. 거래에 사용되는 다양한 IT의 수준 자체를 정책담당자가 규제한다는 것은 객관적으로 납득하기 어려운 조치이다. 예를 들어, '거래를 16 마이크로초 정도에 체결하는 것이 바람직하다'라고 어느 누구도 강하게 말하기 어렵다. 하지만 최근 들어서는 고속도로 속도제한처럼 증권거래에서도 속도제한을 해야 한다는 입장이 대두되고 있다. 이 모든 것이 정책담당자의 현실에 대한 철저한 이해가 얼마나 중요한지를 강조하는 예이다. 또한 거래 관련 IT와 연관된 위험관리 시스템을 향상시키기 위한 노력도 필요하다. '적절한' 위험관리시스템 없이 순수(pure) DMA를 불허하는 것이 하나의 예이다.

다음, 정책담당자는 주문에서부터 거래체결 각 단계를 (실시간으로) 자동추적할 수 있는 감사추적시스템을 구축해야 한다. 이로써 IT로 실현할 수 있는 특정 거래행위를 정책적 판단에 의거하여 실질적으로 제한할 수 있다. 참고로 미국에서는 현재 논의는 활발히 되고 있지만 천문학적 비용 때문에 아직 의견 정리가 이루어지지 않고 있다.

마지막으로 그러나 가장 중요한 사항으로, ATS 도입에 따른 상기 모든 과제를 일관성 있게 추진하기 위해서는 정책담당자가 자신의 정책적 비전 및 철학을 시급히 확립해야 한다. 역사적으로 거래소 비즈니스의 흐름은 "시장집중(centralization)"과 "시장분할(fragmentation)"의 반복이었다. 최초 자연독점에서 출발하여 ECN의 등장으로 시장이 분할되고, ECN간 또는 ECN과 정규거래소간 합병으로 시장집중 현상이 발생하다가, dark pool에 의해 재차 시장 분할이 촉발된 후, 최근 수차례 메가 합병이 시도되고 있다. 이러한 반복에는 거래 관련 IT의 혁신적 발전과 단계별 비전을 가지고 시장을 가꿔나가는 정책담당자의 철학이 결정적 요인으로 작용하였다. 앞에서 논의한 미시구조적 규제목표도 한국자본시장의 국제적 위상에 대한 정책담당자의 거시구조 관련 비전이 사전적으로 일관성 있게 확립될 때, 비로소 그 효과를 최대로 발휘할 수 있다. 따라서 동북아 최고의 자본시장 확립이라는 보다 상위 차원의 관점에서 투자자보호 및 시장건전성이라는 두 가지 정책목표를 일관성 있게 추진할 수 있는 구체적 전략을 도출해야 한다.

한국증권거래시장에 ATS 도입의 범위 및 그 시기에 대한 청사진이 없이는 한국증권거래시장의 거시구조에 대한 어떠한 논의도 '일시적'일 수밖에 없다. 이는 한국증권거래시장의

44) 본항의 내용은 엄경식(2011a, 2011c)을 참조하여 기술되어 있다.



구조에 대한 정책담당자의 청사진에 달려있으며, 이를 바탕으로 정책적 비전을 지닌 ATS의 도입 범위에 대한 결정은 매우 시급한 이슈이다. 왜냐하면 한국증권거래시장의 경쟁력과 효율성을 확보하기 위해 주어진 시간은 그다지 많아 보이지 않는다. 또한 현재 한국증권거래시장에는 여러 가지 시장거시구조 관련 개선 논의가 진행되고 있는 데 일국의 거시구조에 대한 '구조적' 개선을 실행하려면 '일시적'인 처방은 한국증권거래시장의 경쟁력을 확보하는데 필요한 시간만 낭비할 뿐이기 때문이다.

## VII. 결어<sup>45)</sup>

이제 바야흐로 한국자본시장에 ATS가 등장한다. 이는 거래소 산업에 획기적 변화를 몰고 올 매우 중요한 사안으로, 오랫동안 유지돼 온 KRX의 독점적 매매체결기능이 IB로까지 확대될 수 있게 되었다. 미국, 유럽, 심지어 아시아의 ATS 진행상황을 놓고 볼 때 우리나라의 행보는 너무 늦은 감이 있지만 지금이라도 방향을 제대로 잡은 것은 다행스러운 일이다.

재차 강조하지만, 온전한 형태의 ATS가 국내에 도입되면 ATS는 그 속성상 최신의 효율적 시스템을 바탕으로 투자자에게 저렴하고 신속하게 다양한 매매서비스를 제공하면서 기존의 정규거래소와 치열한 유동성 경쟁을 펼칠 것이다. 정규거래소 역시 이에 경쟁적으로 대응하면서 시장의 효율성은 제고되고 투자자는 그 혜택을 향유하게 될 것이다.

이러한 효과를 극대화하기 위해 정책담당자는 한국증권거래시장의 거시구조 및 국제적 위상에 대한 비전을 ATS가 지닌 장단점을 충분히 고려한 뒤 재정립하면서 정책을 진행해야 한다. 거래 관련 IT의 혁신적 발전 없이 ATS는 등장할 수 없었으며, 최근 회자되고 있는 algo, HFT 등도 이뤄질 수 없었다. 정책담당자가 시장에서 급속하게 전개되고 있는 거래 관련 IT의 변화를 정확히 이해하고 자신의 모니터링 시스템을 지속적으로 업그레이드하는 것 또한 언제나 중시돼야 하는 사항이다.

투자자, 상장기업, 시장개설자, 정책담당자 등 모든 시장참여자가 적극 합심해 늦게나마 이뤄진 경쟁적 증권거래시장의 긍정적 효과를 최대한 이루어내기를 기대해본다.

45) 엄경식(2011c)의 내용을 참조하여 재구성하였다.

## ♣ 참고문헌

### 〈국내 문헌〉

- 박재성, 엄경식, 2008, “스프레드율을 통해 관찰된 비유동성 프리미엄 특성”, 『재무연구』 제21권 제2호, 77-114.
- 박중호, 엄경식, 2013, “KRX 단일가매매 임의종료방식(Random-End) 메커니즘의 가격안정화 및 가격발견 효과”, 재무관련 5개 공동학회 발표논문.
- 엄경식, 2001, “한국 주식시장에서의 ECN의 출범과 전망”, 『비교사법』 제8권 제2호, 175-210.
- 엄경식, 2011a, “ATS의 도입과 영향 및 과제”, 증권사랑방 발표 자료, 한국증권학회, (10. 27).
- 엄경식, 2011b, “해외 자본시장 하부구조 제도 조사 : 주식시장 I”, “〈Part I〉 시장운영, 시장구조 및 시장관리”, Volume I-1, Koscom 학술용역보고서.
- 엄경식, 2011c, “증권거래 경쟁체제로 증시 도약을”, 한국경제신문, (시론), (10. 1).
- 엄경식, 강형철, 이운재, 2008, “KRX 가격제한폭제도의 유효성에 관한 연구”, 한국증권연구원 연구보고서.
- 엄경식, 빈기범, 정순섭, 2010, “증권거래시장의 환경변화와 대응방안”, 한국거래소 학술용역보고서.
- 엄경식, 장병훈, 2007, “미국주식시장의 재개편 : Regulation NMS의 도입 및 시사점”, 한국증권연구원 연구보고서.
- 엄경식, 정순섭, 강형철, 2013, “OTC시장의 개설 및 발전방안 : 금융투자협회의 역할을 중심으로”, 금융투자협회 학술용역보고서.
- 정순섭, 엄경식, 2011, “대체거래시스템(ATS) 제도 도입에 따른 감독방안”, 한국증권학회 학술연구용역보고서.

### 〈국의 문헌〉

- Angel, J.J., Harris, L.E., Spatt, C.S., 2011. Equity trading in the 21st century. *Quarterly Journal of Finance* 1, 1-53.
- Baron, M., Brogaard, J., Kirilenko, A., 2012. The trading profits of high frequency traders. Working paper, Princeton University.
- CFTC, SEC, 2010. Findings regarding the market events of May 6, 2010. Report of The Staffs of The CFTC and SEC The Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues. (September 30).
- Chakravarty, S., Jain, P., Upson, J., Wood, R., 2012. Clean sweep: Informed trading through Intermarket Sweep Orders. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 47, 415-435.
- Chakravarty, S., Upson, J., Wood, R., 2012. The Flash Crash: Trading aggressiveness, liquidity supply, and the impact of Intermarket Sweep Orders. Working paper, Purdue University. Available at <http://ssrn.com/abstract=1629402>.
- IOSCO, 2011. Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes

- on Market Integrity and Efficiency. Consultation Report. (July).
- Kirilenko, A., Kyle, A., Samadi, M., Tuzun, T., 2010. The Flash Crash: The impact of high frequency trading on an electronic market. Working paper, University of Maryland.
- Macey, J.R., O'Hara, M., 1999. Globalization, exchange governance, and the future of exchanges. Brookings-Wharton Papers on Financial Services, University of Pennsylvania.
- O'Hara, M., Ye, M., 2011. Is market fragmentation harming market quality? *Journal of Financial Economics* 100, 459-474.
- Pirrong, C., 2005. The thirty years war. *Regulation* (Summer), 54-61.
- The Government Office of Science, 2012. Foresight: The Future of Computer Trading in Financial Markets. Final Project Report.