

다자간매매체결회사 규제의 개선 방향*

연구위원 김준석

2013년 자본시장법 개정으로 다자간매매체결회사의 설립근거가 마련되었으나 아직까지 설립 움직임은 나타나지 않고 있다. 다자간매매체결회사의 도입을 통해 증권 유통 시장의 변화를 가시적으로 이끌어내기 위해서는 관련 규제의 정비가 선행되어야 한다. 설립과 운영의 자율성은 보장하되 시장분할에 따른 부작용을 최소화할 수 있도록, 다자간매매체결회사가 갖춰야 할 투명성, 접근성, 안정성 요건을 명확히 정의하고 시장의 규모와 운영방식에 따라 그 수준을 합리적으로 설정해야 한다. 아울러 상장주식으로 한정되어 있는 거래대상 상품의 범위를 확대하는 것을 검토할 필요가 있다.

지난 2013년 5월 자본시장과 금융투자업에 관한 법률이 개정되면서 한국시장에서도 대체거래 시스템의 설립근거가 마련되었다. 그러나 증권 유통시장의 경쟁을 촉진하고 자본시장 인프라를 혁신한다는 법률개정 취지에 걸맞지 않게 아직까지 설립 움직임은 없는 상황이다. 이것이 지나친 규제 때문이라는 지적은 계속 있어왔는데, 최근 자본시장 전반에 대한 규제개선 논의가 활발해지면서 대체거래시스템 관련 규제에 대한 논의도 새롭게 부각되고 있다. 본고에서는 대체거래시스템 관련 현행 규제의 쟁점을 정리하고 개선 방향을 제시하고자 한다.

먼저 관련 규제를 간략히 정리해 보자. 대체거래시스템은 법상 '다자간매매체결회사'로 정의

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

되며, 정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 상장주식 등의 매매 또는 중개·주선이나 대리업무를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자를 말한다. 다자간매매체결회사의 설립을 위해서는 최소 200억원의 자기자본이 필요하고 시장 운영자의 자기매매가 이루어지는 경우에는 300억원의 자기자본이 추가로 요구된다. 주주는 원칙적으로 지분을 15%이상 보유할 수 없으나 외국 대체거래시스템과 제휴하는 경우 또는 금융회사의 경우에는 예외적으로 15%를 초과하여 보유할 수 있다. 거래대상은 상장주식 및 DR로 한정되며, 매매방식으로는 경쟁매매, 다자간 상대매매, 거래소에서 형성된 가격을 이용한 매매가 허용된다. 단 경쟁매매의 경우 과거 6개월간 평균 거래량이 주식시장 전체 평균거래량의 5%를 넘



거나 개별종목 평균거래량의 10%를 초과할 수 없다. 이를 초과할 경우 무허가 시장개설행위에 해당한다. 다자간매매체결회사의 거래상품 및 거래 상황에 대한 감시와 거래참가자에 대한 감리는 거래소가 담당하도록 되어 있다.

현행 규제의 쟁점을 차례로 짚어보자. 첫 번째 쟁점은 거래량 점유율을 이용한 규제방식이 대체 거래시스템 규제 원칙에 부합하느냐 하는 것이다. 현재 거래량 점유율 규제는 경쟁매매에 대해서 더 강하게 적용되어 있다. 경쟁매매 거래량이 한도를 넘을 경우 최소 1,000억원의 자기자본이 필요하고 각종 설립·운영규제가 적용되는 거래소로 전환해야 하지만, 거래소에서 형성된 가격을 이용한 매매 또는 다자간 상대매매에 의한 거래량이 한도를 넘을 경우에는 투자자 보호, 거래공정성 확보, 물적설비 확보 등의 조치를 취하면 된다. 각국 대체거래시스템 규제의 기본원칙은, 설립과 운영은 자유롭게 하되, 시장분할로 인한 문제점을 줄이기 위해 시장규모가 커질수록 시장의 투명성, 접근성, 안정성을 강화하는 것이다. 거래소에서 형성된 가격을 이용한 매매방식을 활용하는 대체거래시스템은 주로 다크풀(darkpool)이고 경쟁매매를 활용하는 대체거래시스템은 주로 ECN(Electronic Communication Network)이다. 운영원리의 특성상 ECN의 투명성과 접근성이 다크풀에 비해 높으므로, 점유율 규제가 더 필요한 쪽은 규제원칙에 부합하는 ECN이 아니라 오히려 다크풀이다. 또한, 다자간 상대매매 방식은 연속적인 가격발견이 일어난다는 점에서 경쟁매매와 큰 차이가 없다. 지정가만 제출할 수 있고 지정가로만

체결되는 데 따르는 불편은 기술적으로 최소화할 수 있을 것으로 보인다. 현재의 규제대로라면 유사한 매매방식에 대해 다른 잣대가 적용되는 셈이다. 결과적으로 현행 규제방식은 시장분할에 따른 부작용이 발생할 가능성을 적절히 통제하고 있다고 보기 어렵고 매매방식에 대한 규제의 일관성이 부족하다고 판단된다. 다자간매매체결회사의 투명성, 접근성, 안정성 요건을 명확히 정의하고, 운영방식이 시장분할로 인한 부작용에 미치는 실질적 영향에 따라 그 수준을 합리적으로 설정해야 한다.

두 번째 쟁점은 다자간매매체결회사의 거래상품을 상장주식으로 한정해야 하느냐 하는 것이다. 대체거래시스템이 운영되고 있는 국가 중에서 거래대상을 상장주식으로 국한하는 곳은 없다. 비상장주식, 채권, 실물상품, 외환, 파생상품 거래는 물론 증권대차를 위한 대체거래시스템도 존재한다. 미국 대체거래시스템에서 거래된 상품의 2012년 2분기 거래대금(명목기준) 비중을 보면, 채권이 45%, 파생상품이 51%를 차지한다. 상장주식이 거래되던 대형 대체거래시스템이 정규거래소로 전환한 영향이 크지만, 상장주식의 비중은 4%에 불과하다. 시장간 경쟁, 유통시장의 혁신을 통해 얻는 경제적 효용은 상품에 따라 차이가 있을 리 없다. 국내 장외 채권시장의 폐쇄적인 거래구조, 비상장주식 유통시장의 부재로 인한 문제점들은 꾸준히 지적되어 왔다. 현행 법령에 거래대상상품을 확대할 여지를 남겨놓은 만큼, 적극적으로 검토할 필요가 있다.

세 번째 쟁점은 다자간매매체결회사에 대한

감시와 감리의 공정성을 어떻게 확보할 것인가 하는 것이다. 법에 따르면 거래소가 다자간매매 체결회사의 주문·호가상황, 상품에 대한 품문·제보·보도, 발행인의 신고·공시 등을 감시할 수 있다. 또한 이상거래나 업무기준 준수와 관련하여 거래참가자에게 자료를 요청하거나 거래참가자의 업무·재산·장부·서류 등을 감리할 수 있다. 상호 경쟁관계에 놓인 거래소의 감시 및 감리가능 수행은 거래소의 이해상충행위 논란을 야기하기 마련이다. 이 때문에 복수시장 체제가 정착된 국가에서는 거래소 규제기능의 공정성과 독립성을 높이려는 노력을 기울여 왔다. 이 사안은 다자간매매체결회사의 등장뿐만 아니라 한국거래소의 본격적인 영리화와도 관련되므로 보다 큰 틀의 논의가 필요할 것으로 보인다. 다만, 실시간 시장상황에 대한 감시와 거래참가자의 거래행위에 국한한 감독 기능은 다자간매매체결회사 스스로가 갖는 것이 일반적이며 합리적이다.

네 번째 쟁점은 공개매수규정이 적용되는가 여부이다. 자본시장법에 따르면 주식을 6개월 동안 '증권시장 밖'에서 10인 이상의 자로부터 매수하고자 할 때, 매수 후 본인 및 특별관계자의 지분율이 5% 이상이 되는 경우에는 공개매수를 해야 한다. 공개매수란 불특정 다수에게 의결권 있는 주식의 매수청약을 하거나 매도청약을 권유하고 '증권시장 및 다자간매매체결회사 밖'에서 주식을 매수하는 것으로 정의된다. 있는 그대로 해석하면 다자간매매체결회사에서 주식을 매수한 후 지분율이 5% 이상이 되면 공개매수 요건에 해당되므로, 다자간매매체결회사에서 주식을 매수

할 수 없다. 대형 기관투자자는 다자간매매체결 회사를 이용하기 어렵다는 의미이다. 일본에서 이러한 공개매수규정 때문에 대형 기관투자자들이 대체거래시스템을 이용하지 못하였다가, 최근 이 규정이 완화되면서 대체거래시스템의 거래대금이 급증한 바 있다. 입법상의 단순 실수로, 실제 공개매수규정이 적용될 가능성은 낮다는 의견이 다수이다. 그러나 기관투자자의 입장에서 입법상 실수를 감안하여 다자간매매체결회사를 이용할 이유는 없다. 문제의 소지를 제거하기 위해서는 조문이 수정되어야 할 것이다.

관련 규제가 합리적으로 정비된다면 한국시장에서 대체거래시스템이 등장할 수 있을까. 몇 가지 간단한 통계를 보자. 국내 연기금은 주식시장에서 지난 5년간 일증으로 다른 투자자유형에 비해 15bp 비싸게 매수하고 14bp 싸게 매도한 것으로 나타난다. 반면, 같은 기간 동안 외국인은 일증으로 2bp 싸게 매수하고 5bp 싸게 매도한 것으로 나타난다. 일본에서, 주식을 대체거래시스템인 SBI Japannext에서 거래할 경우 동경거래소에 비해 평균 7bp 싸게 매수할 수 있고, 7bp 비싸게 매도할 수 있다. 다자간매매체결회사가 국내 연기금에게 외국인 수준의 체결결과를 제공한다면, 혹은 모든 투자자에게 SBI Japannext와 같은 거래기회를 제공한다면 어떠한 선택을 내리겠는가. 참고로, 현재 SBI Japannext의 일본 주식시장 점유율은 4~5%이며, 2014년 예상 세전이익은 약 11억엔, 현재 추정 기업가치는 약 348억엔이다. 이 회사의 2006년 설립당시 자본금은 3억엔, 현재 자본금은 14억엔이다.