

다자간매매체결회사 설립에 대한 연구 : 미국 대체거래소(ATS)제도와 비교하여*

이 기 환**

인하대학교 금융투자학과 조교수

—〈Abstract〉—

본 연구는 우리나라의 대체거래소 개념인 다자간매매체결회사제도의 현황과 미국의 대체거래소 (Alternative Trading System: ATS) 관련 제도 및 사례를 조사하고 글로벌 금융위기 이후 파생상품 대체거래소의 설립 및 대체거래소 규제의 변화에 대하여 살펴보았다. 미국의 Dodd-Frank법 제정에 의해 금융상품의 거래시설 규정을 비롯하여 금융시장 전반에 대한 규제의 강화와 규제의 정비작업이 어떻게 변화했는지를 검토하여 향후 우리나라 다자간매매체결회사제도와 관련한 제반 제도의 개선방안을 제시해 보았다. 2013년 자본시장법의 개정으로 도입된 다자간매매체결회사제도가 우리나라 증권시장에 제대로 설립되어 거래소시장의 경쟁을 촉진하고 이를 통하여 거래수수료 인하 및 제반 증권거래 서비스가 고도화 투명화 되고 시장비용을 절감하여 증권시장의 효율성을 제고시키기를 희망한다.

핵심 단어: 대체거래소, 다자간매매체결회사, ATS(Alternative Trading System), 다크 폴장외전자거래소(ECN)

* 이 논문은 인하대학교의 지원에 의하여 연구되었습니다. 또한 논문의 완성도를 높이기 위해 서 유익한 조언을 해주신 신용카드리뷰 편집위원장님을 비롯 세 분의 심사자님들께도 감사드립니다.

** 인천광역시 미추홀구 인하로 100, Tel: 032)860-8147, E-mail: leekhwan@inha.ac.kr

I. 서론

오늘날 세계 자본시장 및 파생상품시장의 거래시스템은 정보통신기술의 발달에 힘입어 많은 변화를 보이고 있다. 1990년대 중반 이후 정보통신기술의 혁신으로 미국과 EU 등 주요국을 중심으로 자본시장 거래시스템의 판도가 변화하기 시작하였다. 자본시장 및 파생상품시장에서 최첨단 전산설비를 갖춘 거래시스템들이 등장하였으며, 인간의 개입 없이 인공지능 프로그램에 의해 자동적으로 주문이 이루어지는 알고리즘 거래도 크게 증가하였다. 이에 따라 정규거래소와 별도로 다양한 서비스와 빠른 거래 속도를 제공하는 대체거래소가 등장하기 시작하였고, 최근 10여 년간 인공지능, 빅데이터 등 정보통신기술의 혁신과 함께 대체거래시스템도 비약적으로 성장하였다.

대체거래소라 함은 통상적으로 ‘상장 및 자율규제 기능은 없이 증권 매매체결 업무를 수행하는 다양한 형태의 자동화 시스템’을 통칭하는 용어이다. 우리나라에서도 대체거래소와 유사한 전자장의증권중개회사와 채권중개전문회사 제도를 도입하였으나 모두 실패로 돌아갔다. 2013년 자본시장법 개정으로 다자간매매체결회사라는 명칭으로 대체거래소의 설립이 법적으로 허용되었으나, 대체거래소가 출범하기에는 여러 가지 제약요소가 많아서 아직까지 실제 설립되지 못하고 있는 상황이다. 대체거래소가 가장 먼저 생겨나고 활성화 된 미국의 경우 대체거래소가 성장하면서 기존의 정규거래소와 경쟁하게 되고 이에 따라 각종 금융투자상품 거래에 있어서 경쟁이 심화되면서 자본시장의 효율성이 제고되고 시장참여자의 거래비용이 절감되었으며 다양한 니즈의 충족이 가능해진 것으로 평가되고 있다.

미국에서 대체거래시스템은 대체거래소(Alternative Trading System, ATS)라는 명칭으로 주식시장을 중심으로 성장하여왔다. 미국의 대체거래소는 2000년부터 정보통신기술의 혁신에 힘입어 비약적으로 성장하게 되었고, 이들 중 일부는 정규거래소로 승격되는 등 미국 자본시장 거래시스템의 판도변화에 중요한 역할을 하게 되었다. 한편 2008년 글로벌 금융위기로 리먼 브라더스가 파산하고 AIG에 대한 구제금융이 이루어지면서 주식시장과 파생상품시장의 거래를 규제하는 입법이 필요하다는 요구가 거세지면서 2010년 7월 Dodd-Frank법이 제정되고 2013년 10월부터 본격적으로 시행되었는데, 이로 인해 그 동안 감독당국의 관리 감독 밖에 있었던 장외파생상품에 대한 규제가 강화되었으며 파생상품시장에 대한 대체거래소 제도가 시행되게 되었다. 최근에는 다크 풀(Dark Pool)이라고 불리는 비공개시장의 거래비용이 높아지면서 고빈도 거래를 전문적으로 수행하는 회사(High Frequency Trader, HFT)와의 밀착이 논란을 일으키게 되었으며 이에 따라 다크 풀과 알고리즘 거래에 대한 규제강화 요구가 거세지고 있는 상황이다.

우리나라의 자본시장 거래시스템은 한국거래소에 의해 현재까지 사실상 독점형태로 유지되어 오고 있다. 미국 등 주요 선진국에서 대체거래소의 성장으로 자본시장과 파생상품시장의 효율성이 제고되는 세계적 추세와 부합하고 증권 유통시장의 경쟁을 촉진하고 자본시장의 인프라를 혁신한다는 취지로 2013년 5월 자본시장법을 개정하여 대체거래소의 설립 근거를 마련하였으나 2019년 현재까지 대체거래소의 설립이 가시화되지는 못하고 있다.

우민철·김지현(2013)은 2012년 1월부터 2013년 6월까지 한국거래소에 상장된 주식의 실시간 호가장과 체결장을 이용하여 시장충격비용을 분석하였는데 거래세, 매매수수료 등의 명목적 비용보다 암목적 비용인 시장충격비용이 투자수익률에 미치는 영향이 더 크다는 결과보고와 함께 대체거래소(ATS)의 성공적인 도입이 명목적 비용만이 아니라 시장충격비용과 같은 암목적 비용도 줄일 수 있다고 제시하였다. 또한 고재중(2018)은 글로벌하게 증가하고 있는 대체거래소를 통한 고빈도거래(HFT)가 조만간 우리나라에도 확산될 것이므로 고빈도거래(HFT)의 투자자보호를 위한 대처방안을 제시하였다. 기존의 선행연구들과 본 논문의 차이점은 기존 연구들이 대체거래소가 생길 경우에 그로 인한 영향에 대한 분석이라면, 본 연구는 아직 설립이 가시화되지도 않고 있는 대체거래소제도에 대한 우리나라의 현 상황을 파악해보고, 대체거래소제도가 가장 활발히 운영되고 있는 미국에서 대체거래소가 어떠한 과정을 통하여 도입되고 발전하게 되었는지를 살펴보고 아울러 2008년 글로벌 금융위기 이후 대체거래소에 대한 규제환경이 바뀌어 가고 있는지도 분석하여 우리나라의 대체거래소 설립방안을 제시하였다는 점이다. 이와 같은 연구가 우리나라 자본시장과 파생상품시장의 효율성을 제고시키고 금융 시스템의 선진화를 위하여 향후 조속히 도입되어야 하는 대체거래소의 설립 및 운영에 미약하나마 작은 보탬이 되기를 희망한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제1장 서론은 대체거래소제도 연구목적과 범위에 대하여 기술하고, 제2장에서는 우리나라 대체거래소 관련 제도의 변천과 규제현황을 살펴보고, 제3장에서는 미국의 대체거래소 관련 제도 내용 및 규제 동향에 대하여 조사해보고자 한다. 제4장에서는 미국의 대체거래소제도의 내용 및 동향을 바탕으로 우리나라 대체거래소 설립을 촉진하기 위한 현행제도의 개선방안을 제시하고 제5장 결론으로 마무리하고자 한다.

II. 한국의 다자간매매체결회사 제도

2.1. 대체거래소제도의 도입

대체거래소는 나라별로 그 명칭이나 정의에 다소 차이는 있으나, 그 본질적 요소는 크게 차이가 없다. 즉 대체거래소란 실질적으로 정규거래소와 거의 동일한 기능을 수행하지만 정규거래소가 가지고 있는 자율규제기능(self-regulatory function)인 상장 및 등록과 회원감리기능을 배제한 것이라 할 수 있으며, 따라서 대체거래소는 정규거래소 이외의 매우 다양한 형태의 대안적인 증권거래 플랫폼을 총괄적으로 이르는 일반적인 용어로 이해되고 있다(강성길, 2003). 우리나라는 2009년 2월 제정된 자본시장법 이전에도 국내 자본시장에서 제한적인 형태의 대체거래소가 일시적으로 도입되어 운영되었다. 전자거래시스템 등을 이용하여 동시에 다수의 거래자를 당사자로 하여 거래할 수 있게 하는 제도로 주식시장에서는 “전자장외증권중개회사”라는 명칭으로, 채권시장에서는 “채권자기매매업자간중개회사”라는 명칭으로 각각 도입되어 운영되었다.

전자장외증권중개회사는 미국의 Electronic Communications Network(ECN) 제도를 일부 반영하여 2001년 3월 증권거래법 개정을 통해서 도입되었다. 증권거래법상 전자장외증권중개회사는 정보통신망이나 전자정보처리장치에 의해 동시에 다수의 자를 각 당사자로 하여 상장주식 등을 대상으로 거래소시장에서 공표된 당해 주식의 최종시세가격 등에 의해 유가증권매매의 중개 등의 업무를 하는 증권회사로 정의되었다. 2001년 12월에 28개 증권사사 공동 출자한 (주)한국ECN증권이 증권업 허가를 받음으로써 마침내 한국형 전자장외증권중개시장이 개설되었다. 주식 투자자들은 주식시장 마감 이후 거래소 상장종목들을 거래할 수 있게 되어, 주식 투자자들은 주식시장 마감 이후 발표되는 각종 경제지표, 기업공시, 기업뉴스 등의 재료들을 활용하여 주식을 거래할 수 있게 되었고 증권사들은 시간외 거래를 통해 수수료 수입의 증가를 기대할 수 있게 되었다. 그러나 한국형 ECN으로 불리며 많은 기대 속에 출범했던 전자장외증권중개시장은 결국 크게 실패하였다. 전자장외증권중개시장을 통한 주식거래량은 정규시장의 0.1% 정도에 지나지 않았고 결국 (주)한국ECN증권은 출범 3년 6개월 만에 누적적자 130억원을 기록한 채 2005년 5월말 영업을 중단하고 청산절차에 들어갔다. 전자장외증권중개시장의 실패원인으로는 첫째 개인투자자나 기관투자자의 다양한 욕구를 충족시키지 못한 점, 둘째 제도 도입 초반에 적용한 고정가격제의 모순과 변동가격제 도입 후 30분 단위로만 한정되었던 거래주기가 가장 큰 문제로 지적되었다. 전자장외증권중개시장의 가장 큰 존재 이유인 주식시장 마감 이후 발표되는 각종 정보를 활용하여 주식을 거래하고자 하는 투자자의 욕구를 제도가 제대로 반영하지 못한 것이다.

채권유통시장을 활성화하기 위해서 정부는 1999년 3월 한국거래소 내에 증권회사 및 일부 은행들만 참가하여 지표종목 국채만 전문적으로 거래하는 국채전문유통회사(KSE Trading System for government securities, KTS)을 개설하였고, 2000년에 『채권시장 구조의 선진화 추진계획』을 수립하고 채권중개전문회사(Inter-Dealer Broker, IDB)를 도입하였다. 채권중개전문회사란 자신은 채권포지션을 보유하지 않은 채 딜러가 제공하는 최우

량의 호가를 수집하여 거래를 성사시키는 대가로 일정한 수수료를 받는 딜러 간 중개회사를 말한다. 『채권시장 구조의 선진화 추진계획』에 따라 기존의 자금중개회사였던 한국자금중개(주)와 신설된 KIDB채권중개(주)가 2000년 채권중개전문회사로서 증권업허가를 취득하여 영업을 개시함으로써 한국의 채권시장에도 마침내 전자거래시스템을 이용하여 스크린매매가 가능한 채권 장외시장이 개설되었다. 채권중개회사는 증권회사들이 접수한 주문을 집중하여 거래를 체결시키고 스크린을 통해 시장호가와 시장체결정보를 실시간으로 시장참가자들에게 제공하는 일종의 거래소 기능을 담당하도록 설계되었다. 이로서 한국의 채권시장은 한국거래소가 운영하는 국채전문유통시장(KTS)인 장내시장과 채권중개전문회사가 중개하는 딜러 간 시장과 증권회사가 중개하는 일반 투자가 시장의 장외시장으로 재편되었다. 그러나 채권중개회사의 도입은 오래가지 못하고 유명무실화되었는데, 이는 채권중개회사가 중개하는 딜러 간 시장은 매수 매도 호가를 동시에 다수의 시장참가자에게 공표할 수 있게 하는 스크린매매 시스템으로 도입되었지만 비슷한 시기에 널리 사용되기 시작한 인터넷 메신저에 밀려 시장으로부터 외면을 당하였기 때문이다. 당시 인가를 받았던 두 개의 채권중개전문회사의 거래실적을 분석해 보면 전체 장외거래에서 2.2%~2.4% 정도만 차지하였다(오승현·유윤주, 2003). 채권중개전문회사가 실패한 근본적인 문제는 증권거래법상 고객의 범위와 실제 중개업무에 따른 고객의 불일치라고 할 수 있다. 증권거래법상 채권중개전문회사의 업무범위는 자기매매업자(딜러) 간 중개업무로 제한되어 있으나 실제로 채권중개전문회사는 우회적인 방법으로 딜러가 아닌 기관 간 중개업무를 주로 영위하였다. 즉, 채권중개전문회사는 실질적으로는 은행 및 운용사 등 일반 기관투자자와 직접 접촉하여 채권매매를 중개하면서 형식적으로는 증권회사를 경유하여 주문을 접수한 것으로 기록하는 등 장외 딜러 간 전문중개기관이라는 본래의 취지를 살리지 못하였다. 이에 따라 증권회사들은 채권중개전문회사를 일종의 경쟁회사로 인식하여 접촉을 기피하였으며, 채권중개전문회사 제도가 시행된 지 3년 만인 2003년 2월 정부는 증권거래법 시행령 및 시행규칙을 개정하였다. 이 개정으로 채권중개전문회사에게만 허용되었던 호가집중을 통한 채권거래 중개를 일반 증권회사에게도 허용하고 딜러 간 중개만 하도록 한 중개대상도 일반 기관투자자까지 확대되었으며 결과적으로 채권중개전문회사를 통한 다수의 자를 각 당사자로 하는 전자거래방식의 장외거래는 실패로 끝나게 되었다.

2.2. 다자간매매체결회사제도로의 변경

2009년 2월부터 시행된 자본시장법은 기존의 자본시장 관련 6개 법령을 통합하여 제정되었다. 자본시장법에도 전자증권중개회사의 개념이 도입되었는데, 구 증권거래법의 전자장외증권중개회사와 사실상 동일하였다. 자본시장법에서 대체거래소 제도의 정의로 이미 2004년에 실패로 끝난 구 증권거래법상의 전자장외증권중개회사 개념을 그대로 승

계하였다는 것은 자본시장법을 제정할 당시까지도 아직 우리나라 자본시장에 진정한 의미의 대체거래소를 도입하려는 정책적 의지가 없었던 것으로 사료된다. 실질적으로 우리나라 자본시장에서 대체거래소의 설립이 가능하게 된 것은 2013년 5월 자본시장법이 개정되고 시행령 등 후속 작업을 거쳐 동년 8월부터 관련 제도가 시행되면서부터이다. 개정된 자본시장법에서는 종래 거래소 법정주의를 허가제로 전환함으로써 향후 복수의 거래소가 설립될 수 있는 근거를 마련하는 동시에 전자증권중개회사 개념을 삭제하고 “다자간매매체결회사”라는 개념을 새로이 도입하였다.

자본시장법상 다자간매매체결회사는 “정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 매매가격의 결정방법으로 증권회사에 상장된 주권, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리 업무를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자”로 정의되어 있다(자본시장법 제8조의2 제5항). 다자간매매체결회사는 매매가격의 결정방법을 경쟁매매를 포함하여 대통령령으로 정할 수 있게 하여 다양화 했으며 업무범위도 전자증권중개회사가 투자중개업으로 한정되었던 반면에 다자간매매체결회사는 투자매매업도 영위할 수 있도록 하였다. 매매체결대상상품도 상장 주권과 그밖에 대통령령으로 정하는 증권으로 규정함으로써 향후 매매체결대상상품을 용이하게 추가할 수 있도록 하고 있다. 인가취득 요건에 있어서도 최소자기자본금을 전자증권중개회사의 경우 150억원이었으나 다자간매매체결회사는 200억원으로 증액하였는데, 이것은 일반적인 주권 투자중개업자의 최소자기자본 요건인 10억원보다 월등히 높은 것으로 다자간매매체결회사가 형식적으로는 투자중개업자이지만 실질적으로는 거래소와 유사한 기능을 수행하는 점을 감안한 것이라 볼 수 있다. <표 1>에서 거래소와 다자간매매체결회사의 주요 특성을 비교하여 정리하였다.

<표 1> 거래소와 다자간매매체결회사 비교

구 분	거래소	다자간매매체결회사
시장개설 기능	있음	없음
자기계정 매매	허용 안됨	허용
매매가격 결정방법	경쟁매매	경쟁매매 거래소시장 매매가격 이용 매수 매도자간 협의 가격
거래량 제한	없음	시장전체의 15% 종목별 30%
지분보유 한도	5%	15%
매매체결 대상상품	증권, 파생상품	증권시장에 상장된 주권 주권관련 증권예탁증권
거래참가자	증권회사에 한정되지 않음	증권회사만 가능

2013년 자본시장법의 개정으로 대체거래소 설립을 위한 논의는 있었으나, 높은 최소 자기자본 요건과 낮은 거래량 한도 규제 등으로 인해 구체적인 사업추진은 이루어지지 않았다. 2015년 7월 금융위원회는 대체거래소 설립을 촉진하기 위하여 ‘거래소시장 경쟁력 강화방안’을 마련하였다. 이 방안에는 대체거래소의 거래량 한도를 시장전체 평균거래량의 5%에서 10%로, 개별종목 평균거래량의 10%에서 20%로 확대하고, 상장주식과 상장된 증권에탁증권에 한정된 매매체결대상상품을 비상장주식, 채권, 파생결합증권, 상장펀드, 수익증권 등으로 확대하는 내용이 포함되었다. 하지만 대체거래소 설립을 실현하기 위해서는 여전히 부족하다는 의견을 반영하여, 2016년 6월 금융위원회는 대체거래소의 경쟁매매 거래량 한도를 시장전체 평균거래량의 15%, 개별종목 평균거래량의 30%까지로 상향하는 조치를 발표하고 2017년 6월말부터 시행하였다.

이에 다자간매매체결회사를 설립하여 대체거래소 업무를 수행하려는 본격적인 논의가 시작되었다. 7개 증권회사가 컨소시엄을 구성하여 공동출자 형태로 다자간매매체결회사를 설립하는 방안이 논의되었는데, 7개 증권회사가 컨소시엄을 구성한 이유는 자본시장법상 다자간매매체결회사의 지분보유한도는 원칙적으로 15%로 제한되어 있어서 한 증권회사가 독자적으로 설립하는 것은 불가능하기 때문이었다. 다자간매매체결회사 설립을 위한 컨소시엄에는 NH투자증권, 대우증권, 삼성증권, 한국투자증권, 현대증권, 미래에셋증권, 키움증권 7개사가 각각 29억원씩을 출자해서 총 200억원을 조성하기로 합의하였다. 증권회사들이 다자간매매체결회사 설립에 참여하기로 한 것은 당연히 지분출자에 따른 수익도 고려했겠지만 주식거래 고객을 유치하기 위한 간접 마케팅 수단으로 활용하고자 하는 측면도 있었을 것으로 판단된다. 그러나 7개 증권회사 컨소시엄에 의한 다자간매매체결회사 설립추진은 끝내 중단되었다. 대체거래소의 거래량을 시장전체 평균거래량의 15%로 제한하고 매매체결대상상품이 주권 및 상장된 증권에탁증권으로 한정되어 있어서 초기 투자비용을 감안할 경우 순손실 발생이 불가피하여 사업성이 부족하다고 판단되어졌다는 것이 중론이다. 2020년 2월 현재 대체거래소 설립의 필요성을 주장하는 의견은 지속적으로 제기되고 있으나 구체적인 움직임은 없는 상황이다.

III. 미국의 대체거래소(ATS) 제도

3.1. 미국 대체거래소 유형 및 규제

미국의 대체거래시스템은 장외에서 장내거래소의 주문체결시스템과 접속되어 있는 장외전자거래소(Electronic Communications Network, ECN 또는 Light Pools)와 장내거래소에

가격정보 등을 제공하지 않고 운영주체도 실시간 상으로 거래규모만을 알 수 있는 다자간거래시스템(Crossing Network 또는 Multilateral Trading Facility)의 형태로 운영되는 사실상 전자거래시스템(Dark Pools)의 두 가지 형태로 구분되어 있다.

거래소가 아니면서 다수 당사자의 매수 매도 주문을 전자적으로 처리 체결하여 일종의 대체거래소로서의 역할을 최초로 시작한 것은 가상증권거래시장인 장외전자거래서(ECN)이다. 최초의 ECN은 1969년 설립된 Instinet으로 알려져 있으나 현재와 같은 전자거래시스템으로서의 형태를 갖추게 된 것은 1997년 1월 나스닥의 주문처리규정 및 2005년 전미증권시장규정이 시행된 이후부터라고 볼 수 있다. ECN은 거래소와 달리 거래소 개장 중에는 물론 개장시간이 종료된 후에도 상장증권들을 거래할 수 있는 장점이 있었다. 미국의 SEC 감독규정에서는 ECN을 ‘거래소시장 및 장외시장의 시장조성자들이 입력한 주문을 제3자에게 공시하고 그 주문이 집행되도록 하는 전자시스템’으로 정의하면서, 사전에 정해진 일정한 시간에만 단일가로 거래를 체결시키는 크로싱 네트워크나 개별 시장조성자들이 거래당사자가 되어 운영하는 전자거래시스템은 ECN의 범위에서 제외하고 있다. ECN은 거래소와 유사한 형태의 시스템을 갖추고 있지만 법적으로는 우리나라의 투자중개업자와 투자매매업자에 해당하는 브로커나 딜러의 일종이다. ECM의 매매체결 방식은 기본적으로 정규거래소의 거래방식인 경쟁매매방식과 비슷하게 운영되나, 대부분 ECN에서는 유동성 공급 기능을 수행하는 시장조성자들이 주도적인 역할을 수행한다. ECN과 거래소시장의 공통점은 거래소 또는 시장조성자에게 입력된 주문의 호가정보와 주문량이 모든 거래참가자에게 모두 보여 지는 공개주문시스템이라는 것이다. 이는 비공개주문시스템인 다크 풀과 가장 큰 차이점이다.

비공개주문시스템인 다크 풀에서 사용되는 거래시스템을 일반적으로 크로싱 네트워크(Crossing Network, CN)라고 한다. CN이란 다수의 시장참가자들이 매수 매도 주문을 입력한 후 하루 수차례 사전에 정해진 일정한 시간에 매매체결이 이루어지는 거래체제이다. CN은 비공개주문시스템인 만큼 매매체결가격은 정규거래소의 거래량가중평균가격이나 중가 등 투명하고 객관적인 가격이 주로 사용된다. CN에서 사용되는 매매체결가격은 정규거래소에서 빌려오지만 단순히 가격정보만 사용하는 것이므로 거래체결은 반드시 정규거래소 개장시간 중에 하지 않아도 된다. CN과 같은 다크 풀 시장이 급격히 성장하게 된 이유는 첫째, 비공개주문시스템으로 익명성이 보장되면서 대량거래에 따르는 시장충격을 회피할 수 있기 때문이다. 다크 풀 시장을 통한 대규모 주식거래는 거래주문의 비공개로 인해 선취매나 선매도가 방지됨으로써 지나친 가격변동을 억제할 수 있는 효과를 얻을 수 있다. 둘째, 낮은 거래비용 때문이다. CN을 통해 매매체결을 할 때 거래비용이 낮아지는 이유는 대량주문이 대부분이므로 거래건수가 많지 않고, 정규거래소의 가격을 가져다 사용하므로 가격발견기능(price discovery process)이 생략되기 때문이다. 가격발견기능이란 수요와 공급에 따라 상품의 가격과 수량이 조정되면서 시장균형점을

찾아가는 것을 말하는데, 가격발견기능이 없는 CN은 복잡한 가격조정 계산을 위한 소프트웨어 프로그램이 필요하지 않게 된다. 미국 대체거래소의 분류 및 주요특징을 <표 2>에서 정리하였다.

<표 2> 미국 대체거래소(ATS)의 분류 및 특징

구 분	공개주문시스템	비공개주문시스템
주문정보	bid / offer (매수 매도 의향, 종목, 가격, 수량)	Indications of Interest (IOI) (부분적 정보)
공개여부	제3자에게 널리 공개	제한적으로 전달
별칭	lit trading venues quoting exchanges displayed markets	dark trading venues non-quoting exchanges undisplayed markets
유형	정규거래소 ECN	Dark Pool Crossing Network

최근 다크 풀의 거래정보와 관련하여 다크 풀 운영자와 고빈도거래회사(High Frequency Traders, HFT) 사이의 유착관계로 많은 논란을 일으켰다. HFT들이 다크 풀에서 타 시장참가자들을 대상으로 최소단위로 거래를 하면서 대량거래 주문정보를 탐색하여 활용하였다. 일반 기관투자자들은 다크 풀에 주문을 낼 경우 주문호가 공개되지 않기 때문에 오히려 정규거래소보다 HFT의 공격으로부터 안전하다고 생각하고 대량주문일수록 의도적으로 다크 풀에 주문을 해왔는데, HFT가 이를 역으로 이용한 것이다. 심지어 다크 풀 운영자가 HFT에게 시장정보를 유출하기도 하였다. HFT들이 다크 풀에서의 시장정보를 이용하여 정규거래소 또는 ECN에서 거래를 체결한 것이 알려지면서 논란이 일게 된 것이다.

미국에서 대체거래소는 ECN이 본격화되기 시작한 1990년대 후반부터 발전하기 시작하였지만, 그것이 가능하였던 것은 1975년 증권거래소법의 개정을 통하여 정보통신기술의 발전을 적극적으로 활용하여 미국의 여러 거래소를 연결하려는 정부의 노력이 있었기 때문이다. 1975년 증권거래법 개정 이후 주문처리규정(1997년), 대체거래소규정(1998년), 전미증권시장규정(2005년) 등 대체거래소와 관련된 일련의 규정들이 제정, 정비되면서 대체거래소 산업이 발전하게 되었다. SEC는 대체거래소와 등장과 같은 정보통신기술의 발전에 따른 시장 생태계의 변화를 억제하기보다는 가능한 제도권 내로 수용함으로써 정부의 감독 하에 상호 치열하게 경쟁하도록 하여 시장의 효율성과 자본형성 기능을 제고하는 정책을 추구한 것이다.

미국에서 ECN이 성장할 수 있었던 요인으로는 기관투자자들의 성장, 정보통신기술의 발달 그리고 정부당국의 유연한 대응 등을 들 수 있다. 시장조성자가 ECN에 입력하는 호가도 모든 고객들에게 공개되도록 하는 SEC의 주문처리규정 시행으로 대표적인 대체거래소 중 하나인 ECN이 법적으로 인정받게 됨과 동시에, 1990년대 후반 닷컴 호황기를 맞아 인터넷 관련 산업이 발전하면서 거래소와 유사한 기능을 하는 전자적 증권거래시설들이 전국적으로 등장하게 되었고 이러한 시설에 대한 종합적인 규정장치의 마련이 시급히 필요하게 되었으며 SEC는 대체거래소규정을 신설하여 효과적으로 대응하였다.

SEC는 주문처리규정이 시행된 바로 다음해인 1998년 대체거래소에 관한 규정을 신설하였는데, 개인과 시스템도 대체거래소가 될 수 있다는 부분을 제외하고는 미국의 증권거래법에 따른 거래소(Exchange)의 정의와 거의 일치하는 것이었다. 이 규정에 의하면 시설과 기능 측면에서 거래소에 준하는 수준에 해당하는 경우에는 거래소로 등록하여 법적으로 거래소로서 규제를 받도록 하고, 그 수준에 해당하지 않으면 증권회사로서의 지위를 유지하면서 대체거래소로 규제받도록 한 것이다. 대체거래소를 거래소로 등록할 경우 상장기능이나 데이터 판매와 같은 사업영역이 확대되지만 그에 따른 많은 의무도 지게 된다. ECN이 거래소가 아닌 브로커나 딜러로서 등록하면 증권거래법의 규제를 받지 않을 뿐만 아니라 회원이 아닌 자도 자유로운 거래가 가능하게 되는 등 거래소에 비해 법적 규제를 적게 받는 장점이 있다. 미국의 법규상 정규거래소와 대체거래소 간 구분의 유연함은 정규거래소를 법적으로 엄격히 구분하고 있는 우리나라 자본시장법 체계와는 현격한 차이를 보이고 있다.

미국에서 대체거래소 영업을 하려면 증권거래법에 따라 등록된 증권회사이어야 한다. SEC 감독규정상에 대체거래소의 등록 또는 인가 절차가 별도로 규정되어 있지 않으나 대체거래소 영업을 시작하기 20일 전까지 SEC에 영업개시신고서를 제출해야 한다. 즉, 사전신고만으로 대체거래소 영업을 가능하다. 이러한 입법취지는 미국의 대체거래소 관련 규제와 감독의 목적이 일반 증권회사들이 대체거래소를 영업하는 것을 제한하려고 하는 것이 아니라, 사전신고를 통해 대체거래소를 영업하는 업체의 숫자와 기타 현황을 파악하는 동시에 궁극적으로 투자자 보호와 시스템 운영의 효율화를 담보하고자 하는 데 있다는 것을 알 수 있다.

SEC 규정상 대체거래소에서 거래할 수 있는 매매체결대상상품의 범위에 대하여는 별도로 정하는 규정은 없으나, 정규거래소와 매매체결대상상품의 범위 상 차이는 없으며 정규거래소가 거래하는 모든 증권을 거래할 수 있는 것으로 해석된다.

대체거래소의 매매가격체결방법에 대하여도 별도의 규정은 없으며 공개주문형시스템인 ECM과 비공개주문형시스템인 CN 또는 다크 풀이 모두 허용된다. ECN을 통한 거래에서는 시장참여자들이 가격을 자유로이 결정할 수 있는 반면에 CN의 경우에 참여자들은 다른 거래소에서 이미 결정된 가격을 가지고 거래해야 한다. 서로 경쟁하는 ECN들은

각기 다른 수수료 체계와 서비스를 제공하고 서로 다른 고객의 요구에 부응해야 하지만 모든 ECN은 동일한 기본적 거래서비스를 제공하여야 한다.

SEC 규정에서는 대체거래소의 시장점유율이 5%를 초과하는 경우 전미증권시장 상장 증권에 대한 대체거래소의 가격정보 공시를 의무화하고 있다. 여기서 시장점유율이 5%를 초과한다는 것은 직전 6개월 동안 최소 4개월의 일평균 시장점유율이 5%를 초과한다는 것을 의미한다. 대체거래소의 호가정보 공시는 정규거래소와의 연계를 통해서 이루어지게 되는데, 대체거래소의 가장 높은 매수호가와 가장 낮은 매도호가 및 주문량에 대한 정보를 정규거래소 또는 협회에 제공하여 공시되도록 하여야 한다.

또한 시장점유율이 5%를 초과하는 경우 모든 증권회사들이 정규거래소에 공시된 다른 가격들과 동일하게 대체거래소의 최우선호가를 거래할 수 있도록 접근성 부여를 의무화하고 있다. 대체거래소에 대한 거래 접근을 허용하는 문서화된 기준을 마련해야 하고 대체거래소가 제공하는 서비스에 대한 접근을 차별화된 방법으로 제공하거나 거절할 수 없다. 대체거래소의 모든 거래참가자 및 거래신청자들과 관련하여 접근을 허용, 제한 또는 거절한 근거에 대한 기록을 작성 유지하여야 하며 시스템 접근에 대한 허용, 제한 및 거절과 관련된 정보를 SEC에 대한 정기 보고 시에 포함해야 한다.

SEC 감독규정에서는 지방채 또는 회사채 시장에서의 시장점유율이 20% 이상인 대체거래소에 대해서는 주문입력, 주문전송, 주문집행, 거래보고, 거래비교와 관련하여 시스템의 건전성(integrity), 수용능력(capacity), 안전성(security) 확보를 위한 노력을 추가적으로 요구하고 있다. 현재 시스템의 수용가능 규모와 향후 수용 가능한 합리적인 추정치를 설정해야 하며 정확성, 신속성, 효율성이 보장되는 거래프로세스의 실행가능성에 대한 판단을 할 수 있도록 중요 시스템의 수용가능 규모에 대한 스트레스 테스트를 실시해야 하는데, 시스템 개발과 테스트 방법론을 점검하고 유지하기 위한 합리적인 절차를 마련하고 시행해야 한다. 외부침입, 물리적 위해요소 및 자연재해 등에 대한 시스템 및 데이터센터 컴퓨터 운영상의 취약점을 점검하고 적절한 비상대책 및 재해복구계획을 마련해야 한다. 내부감사 절차와 기준에 따라 대체거래소 운영에 관한 자체점검을 연간 1회 이상 수행해야 한다.

대체거래소의 거래수수료 기준에 관해서는 SEC 감독규정상에 특별히 정해진 바는 없으며, 대체거래소의 매매체결 서비스에 따른 거래수수료는 각 대체거래소가 자유롭게 결정할 수 있다. 이는 증권 유통시장의 경쟁을 촉진하고자 하는 대체거래소 제도의 도입 취지에 비춰볼 때 당연한 것이다. 거래수수료와 관련하여 미국의 특이한 점은 대체거래소가 매매체결과 관련하여 SEC 규정상의 의무를 위반한 경우 과징금을 부과하는 것이 아니라 관련된 거래수수료를 청구하지 못하게 하는 방식으로 제재한다는 점이다.

SEC 감독규정은 대체거래소의 거래기록 보존의무와 SEC에 대한 보고의무를 규정하고 있다. 보존의무가 있는 거래기록은 기본적으로 3년 이상 보존하여야 하며, 최초 2년

동안은 접근성이 용이한 장소에 보관하여야 한다. 대체거래소는 매 분기별로 사업내용을 SEC 감독규정에 정해진 양식에 따라 SEC에 보고할 의무가 있다. 그 밖에도 SEC의 요청이 있을 경우 요청자료의 사본을 즉시 SEC에 제공하여야 하며, SEC가 수행하는 검사 또는 조사에 적극 협조할 의무가 있다.

오랜 기간 동안 뉴욕증권거래소가 상장주권의 거래를 독점할 수 있었던 것은 뉴욕증권거래소 상장주권을 장외에서 회원사들 간에 매매하는 것을 금지한 뉴욕증권거래소 규정 제390조에 근거한 것이었다. 그러나 인터넷의 발달과 정보통신망을 이용한 ECN의 등장 등으로 증권유통시장에서는 새로운 경쟁축진 움직임이 일어나면서 뉴욕증권거래소의 독점적 지위를 보장하는 내부규정의 폐지에 대한 시장의 요구가 대두되었으며, SEC는 2000년에 뉴욕증권거래소의 독점적 지위를 보장하는 규정으로 인식되었던 뉴욕증권거래소 규정 제390조의 폐지를 관철시켰다. 이러한 조치는 증권유통시장의 다원화를 통한 경쟁축진 정책의 일환으로 평가되었으며 결과적으로 시장의 효율성을 향상시켰다.

3.2. 미국의 최선집행의무

2005년 4월 SEC는 전미증권시장규정을 제정하여 정규거래소 뿐만 아니라 대체거래소, 투자은행, 심지어 장외시장 보조게시시설(Auxiliary Display Facility, ADF)까지도 하나의 시장으로 수용하여 최선집행의무를 제도화하고 높은 투명성을 바탕으로 효율적 경쟁체제를 구축하여 시장 전체의 유동성을 제고하고 거래비용의 절감을 유도하려는 의도를 포함한 것으로 기존과는 다른 거래시장 간 경쟁이 유발되면서 미국 주식시장의 근본적인 변혁을 불러일으켰다. 거래소와 대체거래소의 최선집행의무와 관련된 핵심적인 사항은 주문보호규정(Order Protection Rules)과 접근성규정(Access Rules)이라고 할 수 있다.

주문보호규정은 거래소와 대체거래소에 부여된 최선집행의무의 핵심적인 부분인 주문회송 의무에 대하여 규정한 것이다. 주문회송 의무란 거래소와 대체거래소는 특정 주문이 최선 주문이 아닐 경우 이를 다른 거래소와 대체거래소로 재전송하여야 하며 각 거래소와 대체거래소는 최선이 아닌 호가가 자기 거래소로 전송되어 오는 경우 이를 최선 호가를 가진 거래소나 대체거래소에 회송시켜야 한다는 것이다. 이를 통하여 거래소와 대체거래소 간에 경쟁체제를 유지하고 가격우선원칙을 엄격히 적용하고자 하는 것이다. SEC는 호가정보집중시스템(Consolidated Quotation System, CQS), 매매정보집중시스템(Consolidated Tape System, CTS), 주문회송시스템(Inter-market Trading System, ITS)을 구축하고 거래소와 대체거래소에 최선집행의무를 부과함으로써 미국 전역의 거래소와 대체거래소 간 CQS, CTS, ITS의 세 가지 시스템을 축으로 하는 최선주문집행 시스템이 완성되었다. 또한 부가적으로 매월 다양한 종류의 거래정보를 전자적 방법으로 공시하도록 하는 의무를 거래소에 부과하고 있다. 수수료 정보, 개별종목별 매매체결현황, 공개호가보다 나은 가격으로 체결된 거래정보 등을 제공하도록 하여 해당 거래소의 매매체결 업

무에 관한 질적 평가가 가능하도록 하고 있다.

접근성규정은 시장에 제시된 전미증권시장 상장증권의 전미최우선평가에 시장참가자가 최신의 IT를 통해 제한 없이 비차별적으로 공정하고 효율적으로 접근할 수 있도록 하는 규정이다. 전미증권시장 참여시장들로 하여금 시장의 다양한 요구를 유연하게 수용할 수 있는 전용선으로 접속하는 사적 링크도 사용할 수 있게 하였고 접속료도 주당 0.3센트를 초과할 수 없도록 하였다. 또한 자신의 최선호가가 전미증권시장 참여시장의 다른 최선호와 교차하거나 일치하는 것을 효과적으로 방지할 수 있는 자율규제규정을 확립하여 시행하도록 하였다.

전미증권시장규정의 제정으로 촉발된 미국주식시장의 변화는 첫째, 각 거래소는 기존의 자신의 거래 메카니즘에 전자거래시스템을 사용한 다른 메카니즘을 혼합하여 사용하게 되었으며, 둘째, 투자은행의 주문체결 내부화와 같은 다양한 형태의 기능이 모두 시장으로 인정되면서 투자은행들은 내부화에서 더 나아가 새로운 형태의 대체거래소를 설립하고 궁극적으로 정규거래소로 확장하려는 시도를 추진하였으며, 셋째, 거래소간 경쟁 심화로 수익성이 악화되자 이를 개선하기 위해 옵션 등 상품다각화를 추구하는 과정에서 기존의 현물거래소간 또는 현·선물거래소간 경쟁이 심화되었다.

3.3. 미국 다크 풀(Dark Pool) 시장

다크 풀(Dark Pool)이란 일반적인 전통적인 거래소와는 달리 주문량과 호가정보를 공개하지 않는 비공개주문시장을 의미한다. 증권회사가 투자자로부터 위탁받은 주식매매 주문을 다른 거래소 또는 대체거래소에 전송하지 않고 자기계정 주문 또는 고객 주문 간에 매매를 체결시키도록 설계된 폐쇄된 시스템이다. 주문정보를 공개하지 않도록 설계된 이유는 대량거래 등에 따른 시장충격과 정보유출 등을 최소화하기 위함이다. 일반적으로 투자자가 정규거래소 등을 통하여 특정기업의 주식을 대량으로 매수하고자 하는 경우 대량의 매수주문을 많은 시장참가자들이 인지하게 되면서 시장호가가 급격히 상승하게 된다. 단시간 내에 거래체결이 이루어지지 못할 경우 높아진 시장가격으로 목시적인 거래비용이 발생하게 된다. 또한 급격한 가격변동으로 투자자의 의도가 시장에 노출될 가능성이 높다. 따라서 대량의 주식을 매매하고자 하는 투자자의 경우 정규거래소 대신 거래익명성이 보장되는 다크 풀 시장을 선호하게 된다. 다크 풀 시장이 생겨나기 이전부터 장외 대량거래(block trading) 주문관행은 있었으나 정보통신기술의 발전과 전산장비의 혁신으로 대량의 유동성이 한 곳에 모일 수 있도록 하는 대체거래소로 발전하였다. 다크 풀의 상당수는 대형 투자은행들에 의하여 운영되고 있으나, 대부분은 시장참가자들이 매매할 수 있는 전산상의 거래시설만 제공할 뿐이고 다크 풀 운영자가 직접 시장조성 기능을 수행하거나 호가를 제시하지는 않는다.

다크 풀의 가장 큰 문제점 중의 하나는 호가정보의 비공개로 시장분할을 초래할 수

있다는 것이다. 거래소와 달리 거래의사 표시가 일부투자자에게만 공개되기 때문에 투자자들 사이에 정보의 격차가 생기게 된다. 원칙적으로 다크 풀 거래에 대한 정보도 협회에 보고하도록 되어 있으나 다크 풀 거래의 대부분이 장외거래로 일괄 취합되어 보고되므로 구체적으로는 어떤 거래가 어느 다크 풀에서 집행되었는지 여부는 물론 어느 다크 풀에서 유동성이 나오는지도 파악하기 어렵다. 다크 풀을 통한 주식거래의 증가가 주가나 유동성 등에 관한 정보의 공시기능을 저해하여 시장구조의 이중성을 고착화시킬 수 있을 뿐만 아니라 이해상충이나 시장왜곡 등과 같은 부작용도 초래할 수 있다. 2014년 6월말 뉴욕주정부는 당시 미국 증시 거래점유율 7.8%를 차지하는 세계 2위 규모의 다크 풀이었던 바클레이즈사의 LX를 사기혐의로 제소했는데, 바클레이즈는 기관투자자들에게 자사의 다크 풀 LX가 고빈도매매업자의 접근을 제한하고 있어서 약탈적 거래행위로부터 안전하다고 광고하였지만 실상은 고빈도매매업자와 밀착하고 있었다는 것이다.

다크 풀의 정보의 비대칭과 이해상충 등 여러 문제점들로 인하여 규제강화에 대한 요구가 높아지게 되었다. SEC는 2015년 11월 다크 풀의 거래투명성을 제고하고 다크 풀에 대한 관리감독의 시행을 통해 투자자 보호를 강화하는 내용의 SEC 대체거래소규정 개정안을 제안하고 3년간의 의견수렴을 거쳐 2018년 10월부터 시행하였다. 주요 개정 내용은 상장증권 대체거래소 등록양식을 신설하고 등록양식상 등록내용의 일부를 공개하도록 하였다. 상장증권 대체거래소 등록양식에는 상장증권 대체거래소 운영방식, 대체거래소를 운영하는 증권회사, 대체거래소를 운영하는 증권회사 및 그 계열회사의 대체거래소와 관련된 행위 등이 포함되어 있다. SEC는 등록양식을 검토하고 등록의 무효를 선언할 수 있도록 하였다. 또한 모든 상장증권 대체거래소는 거래참여자의 거래관련 정보의 기밀을 보호하는 절차와 안전보호규정 등을 문서로 갖추게 하였다. 2019년 9월말 현재 SEC에 55개의 대체거래소가 등록되어 운영 중이다.

3.4. 미국 알고리즘 거래

1997년 주문처리규정과 1998년 대체거래소규정의 도입으로 전자통신망을 이용한 ECN 등의 대체거래소를 통한 거래비중이 높아지자 거래체결을 위하여 주문의 속도가 매우 중요한 요소가 되었다. 이에 컴퓨터 프로그램에 의하여 자동적으로 정보를 처리하는 프로그램(알고리즘)을 이용한 자동주문시스템이 더욱 발전하게 되었다. 시장조성자의 호가변경이 상당 부분 미리 정해진 규칙에 따라 기계적으로 이루어진다는 것을 이용하여 약삭빠른 투자자들은 특정 증권의 가격상승 요인이 확인되는 즉시 시장조성자가 기존의 매도호가를 취소하고 매도호가를 상향조정하기 전에 기존 매도호가로 해당 증권을 매수한 다음 상승한 매수호가에 그 증권을 자동으로 매도하는 알고리즘을 개발하여 이를 통해 차익을 올리는 투자방법이 성행하였다. 하지만 이러한 거래가 가능한 시간적 기회는 매우 짧고 거기서 얻는 수익은 너무 소액이어서 어느 정도의 수익을 올리기 위해서는

초당 수천 번의 거래를 체결해야 한다. 따라서 알고리즘 거래는 고빈도 거래를 수반할 수밖에 없다.

미국 증시에서 고빈도 거래가 꾸준히 증가하면서 이에 대한 우려와 비난도 높아졌다. 고빈도 거래가 비난을 받는 가장 큰 이유는 거래 알고리즘과 관련된 극도의 비밀주의 때문이다. 감독당국인 SEC조차도 고빈도 거래회사의 알고리즘을 직접 확인할 수 없는 데, 그건 거래관련 알고리즘이 회사의 주요 자산(property)이고 그 내용이 영업비밀에 속하기 때문이다. 이러한 알고리즘의 비밀성으로 인해 종종 고빈도 거래회사가 선행매매와 같은 불공정행위를 일삼고 있을 것이라는 의심을 받는다. 하지만 고빈도 거래의 장점도 존재하는데, 고빈도 거래로 인해 유동성이 증가하고 거래체결의 속도가 빨라지면 호가 스프레드가 축소되어 거래비용의 감소를 통한 시장의 효율성을 증가시키게 된다.

3.5. 미국 파생상품 대체거래소

파생상품시장에 대한 규제의 공백이 2008년 글로벌 금융위기의 주된 원인이었다는 비판이 거세지면서 2009년 9월 G20 정상회의에서 장외파생상품시장의 거래전 투명성 제고와 중앙청산소를 통한 청산 의무화가 합의되었고, 미국에서는 2010년 7월 금융산업 규제를 위한 Dodd-Frank법이 제정되어 2012년 7월 발효되었다. Dodd-Frank법에서는 장외파생상품 거래에 따른 등록 및 보고의무와 거래에 관한 규제사항을 규정하고 있다. Dodd-Frank법에서는 금리, 통화, 상품, 증권, 지수 등을 기초로 한 여러 종류의 옵션 및 선도계약, 금리스왑 및 통화스왑, 통상 스왑으로 알려진 계약, 증권지수연계스왑, 기타 이들 열거된 스왑을 조합한 상품 등의 장외파생상품을 포괄적으로 스왑이라는 이름으로 새롭게 정의하였다. 스왑은 기초가 되는 상품이나 지수 등의 유형에 따라 증권을 기초로 하는 스왑과 나머지 일반 스왑으로 구분할 수 있는데, 증권기초스왑은 SEC의 규제를 받고 나머지 일반 스왑은 상품선물거래위원회(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)의 규제를 받는다. Dodd-Frank법은 미국 투자자와 CFTC에 등록된 스왑딜러로 하여금 스왑거래의 내역을 보고할 것과 CFTC에 등록된 스왑집행시설(Swap Execution Facilities, SEF)을 통하여 거래를 집행할 것을 의무화하였다.

스왑집행시설(SEF)은 다수의 참여자들이 그 시설이나 시스템 안의 복수의 참가자에게 공개된 다른 참가자의 매수주문이나 매도주문을 승낙함으로써 스왑을 집행하거나 거래할 수 있는 거래체결 시스템 또는 플랫폼으로서 지정계약시설이 아니면서 당사자 간 스왑의 집행을 촉진하는 시설로 정의된다. 지정계약시설은 CFTC에 등록된 기존의 전통적인 선물거래소를 의미한다. 따라서 스왑집행시설이란 전자적 기반의 파생상품 대체거래소인 것이다. 스왑집행시설의 등록자격 요건은 CFTC 규정으로 규정하고 있으며, 등록된 스왑집행시설은 장외파생상품의 매수 및 매도가격을 다수의 참가자로부터 제공을 받고 거래 주문을 차별 없이 이행함으로써 장외파생상품의 거래를 가능하게 할 수 있어야 하

며, 양당사자 간의 거래체결이 확정된 정보를 청산소에 통보하고 장외파생상품거래정보 저장소 등에 보고하는 프로세스를 지원할 수 있어야 한다.

IV. 한국의 다자간매매체결회사제도 개선방안

우리나라 자본시장법에서는 대체거래소 개념인 다자간매매체결회사를 ‘동시에 다수의 거래당사자와 거래하는 투자중개업자 등’으로 정의하고 있어서 자본시장법상 무허가 시장개설행위 금지의 예외사항 중 하나로 대체거래소에 의한 다자간매매체결업무를 허용하고 있다. 시장개설행위란 금융투자상품시장을 개설하거나 운영하는 것을 의미하므로 대체거래소의 업무가 일종의 시장개설행위에 해당함을 의미한다. 미국의 대체거래소 관련 법규상에서는 거래소시장과 대체거래소에 대한 정의가 매우 유사하고 이러한 유사한 정의를 기초로 하여 두 거래시설에 대한 감독규제 체계의 통일성을 기하고 있다. 즉, 미국은 거래소시장과 대체거래소를 포괄하는 ‘거래센터’이라는 개념을 사용하고 있는데, 미국 SEC 규정에서는 거래소시장과 대체거래소를 포함하여 ‘거래센터’로 분류하고 거래센터에 대하여 SEC 감독규정 등을 동일하게 적용하고 있다. 따라서 우리나라도 매매체결이 이루어지는 시스템에 공통적으로 적용되는 규제체계의 통일성과 일원화를 위하여 거래소시장 및 대체거래소를 포괄적으로 아우르는 ‘거래센터’ 또는 ‘거래시설’의 개념의 도입을 검토할 필요가 있어 보인다.

우리나라 자본시장법에서는 거래소시장과 대체거래소가 취급하는 상품을 엄격히 구분하고 있다. 대체거래소 개념인 다자간매매체결회사에 허용된 취급상품은 상장주권과 이에 준하는 증권예탁증권증서(DR)에 국한되어 있다. 그러나 미국 SEC 규정에서는 거래소시장과 대체거래소가 취급하는 상품을 별도로 구분하고 있지 않고 ‘증권’이라고만 정하고 있다. 우리나라 자본시장법에서도 장기적으로 거래소시장과 유사하게 다자간매매체결회사에서 취급하는 금융상품에 대한 포괄적인 규정을 두는 것이 제도적으로 필요해 보인다. 이미 자본시장법에서는 금융투자업자가 취급하는 금융투자상품별로 인가를 위한 최저자기자본과 유지자기자본이 잘 정립되어 있기 때문에 다수의 대체거래소가 설립되더라도 서로 상이한 취급상품 범위를 가질 수 있게 될 것으로 사료된다.

현행 자본시장법에서는 매월 말일 기준으로 과거 6개월 동안 대체거래소에서 증권의 구분별로 경쟁매매 방법에 의한 매매체결대상상품의 평균거래량이 동일한 기간 동안 증권시장에서 매매체결대상상품의 평균거래량의 15% 이하일 것과 경쟁매매 방법에 의한 종목별 매매체결대상상품의 평균거래량이 동일한 기간 동안 증권시장에서 종목별 매매체결대상상품의 평균거래량의 30% 이하일 것으로 제한하고 있다. 우리나라 자본시장법의 특이한 점은 거래총액규제는 오직 경쟁매매 방법에 의한 거래에만 적용되고 비경쟁

매매 방법으로 매매가격을 결정하는 대체거래소에 대해서는 적용되지 않는다는 것이다. 그러나 미국에서는 대체거래소의 거래총액규제는 없으며 대체거래소의 시장점유율이 직전 6개월 동안 최소 4개월의 일평균 시장점유율이 5%를 초과하는 경우 전미증권시장 상장증권에 대한 대체거래소의 가격정보 공시를 의무화하고 있다. 이러한 거래총액규제가 우리나라의 대체거래소 설립을 저해하는 가장 큰 장애물로 보여 진다. 거래총액규제의 중점을 경쟁매매에서 비경쟁매매로 전환할 필요가 있으며 이에 앞서 우선적으로 경쟁매매에 대한 거래투명성을 확보할 수 있도록 경쟁매매에 대한 정의와 절차의 확립이 필요하다.

2013년 자본시장법의 개정으로 금융투자업자에게 최선집행의무가 부과되고 있다. 금융투자업자는 원칙적으로 투자자를 위해 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 최선집행 기준을 마련해서 시행해야 한다. 미국 SEC는 호가정보집중시스템(Consolidated Quotation System, CQS), 매매정보집중시스템(Consolidated Tape System, CTS), 주문회송시스템(Inter-market Trading System, ITS)을 구축하고 거래소와 대체거래소 최선집행의무를 부과함으로써 미국 전역의 거래소와 대체거래소 간 CQS, CTS, ITS의 세 가지 시스템을 축으로 하는 최선주문집행 시스템이 완성되었다. 자본시장법이 최선집행의무를 도입한 가장 큰 이유는 국내에서는 아직 미국과 같은 최선주문집행 시스템이 없어서 최선집행의무를 금융투자업자에게 부여한 것이다. 이와 같이 책임전가식의 정책수립이 아니라 우리나라 정책 당국도 미국처럼 적극적으로 투자자 권익보호와 증권시장의 효율성 제고를 위하여 최선주문집행 시스템을 구축하여야 할 것이다.

우리나라 대체거래소의 법적인 형태인 다자간매매체결회사에서 이루어진 거래의 청산 및 시장감시업무를 거래소에서 담당하도록 되어 있어 잠재적 이해상충의 문제가 있으며, 다자간매매체결회사에 대한 감독과 감리를 경쟁대상이 될 수 있는 거래소에서 담당하게 되어 있는 것은 대체거래소 설립의 정당성에 대한 커다란 모순이라고 할 수 있다. 거래소와 다자간매매체결회사의 시장감시업무를 독립성을 제고할 수 있는 정책적 해결책을 제시하여야 할 것이다.

현행 자본시장법상 다자간매매체결회사를 통한 증권매매의 청산업무를 한국거래소가 수행하도록 하고 있다. 이는 한국거래소가 국내 유일의 청산기관이기 때문이다. 거래소가 경쟁대상인 다자간매매체결회사의 청산업무를 수행할 경우 불공정한 청산수수료 부과나 업무 비협조 등 공정하지 않은 행태가 발생할 여지가 충분하다. 따라서 장기적으로는 미국처럼 거래소나 대체거래소와 독립된 별도의 청산소를 도입하는 것도 검토할 필요가 있다.

2008년 글로벌 금융위기 이후 2009년부터 도입되기 시작한 전자거래시스템을 활용한 파생상품 대체거래소 설립으로 파생상품거래를 적시에 확인하고 모니터링 함으로써 금융사고를 사전에 예방하고자 하는 움직임은 우리나라에도 조만간 반영될 것으로 예상된다.

다. 이러한 파생상품 대체거래소의 도입이 시작되기 이전에 파생상품 대체거래소의 취급 상품의 범위와 거래소의 파생상품시장과 파생상품 대체거래소의 관계 및 두 시장을 포괄하는 규제체계의 정비가 이루어져야 할 것이다.

V. 결과

본 연구는 우리나라의 대체거래소 개념인 다자간매매체결회사제도의 현황과 미국의 대체거래소(Alternative Trading System, ATS) 관련 제도 및 사례를 조사하고 글로벌 금융 위기 이후 파생상품 대체거래소의 설립 및 대체거래소 규제의 변화에 대하여 살펴보았다. 미국의 Dodd-Frank법 제정에 의해 금융상품의 거래시설 규정을 비롯하여 금융시장 전반에 대한 규제의 강화와 규제의 정비작업이 어떻게 변화했는지를 검토하여 향후 우리나라 다자간매매체결회사제도와 관련한 제반 제도의 개선방안을 제시해 보았다. 2013년 자본시장법의 개정으로 도입된 다자간매매체결회사제도가 우리나라 증권시장에 제대로 도입되어 거래소시장의 경쟁을 촉진하고 이를 통하여 거래수수료 인하 및 제반 증권 거래 서비스가 고도화 투명화 되고 시장비용을 절감하여 증권시장의 효율성을 제고시키기를 희망한다. 대체거래소 설립으로 제고되는 증권시장의 효율성은 거래수수료 등과 같은 명목적 비용만이 아니라 명목적 비용보다 더 큰 시장충격비용과 같은 암목적 비용을 절감시킬 수 있다고 우민철·김지현(2013)은 2012년 1월부터 2013년 6월까지 한국거래소에 상장된 주식의 실시간 호가장과 체결장을 이용한 시장충격비용의 실증분석 결과를 보고하였다. 특히 우리나라의 채권시장은 주식시장보다 비효율적이고 상대적으로 투명성이 떨어지는 현실을 감안할 때 채권대체거래소의 설립과 경쟁적 거래시스템의 확립은 채권으로 자금을 조달하는 기업체뿐만 아니라 신용카드회사 등과 같은 여신전문금융회사들의 자금조달비용과 채권가격의 시장충격비용을 절감시켜 경쟁력 제고에 더 큰 도움이 될 것으로 예상된다.

본 논문에서 제시한 다자간매매체결회사제도의 정책적 개선방안은 첫째, 거래소시장과 다자간매매체결회사인 대체거래소에 공통적으로 적용할 수 있는 일원화된 규제체계의 정비가 선행되어야 한다. 다자간매매체결회사의 취급상품에 대해서도 거래소시장과 유사하게 포괄적인 규정으로 개편해서 구 거래시설 간 경쟁을 촉진할 필요가 있다. 둘째, 정보통신기술의 급속한 발전으로 컴퓨터를 활용한 거래수단은 날로 첨단화 되어가고 있기 때문에 컴퓨터 프로그램(알고리즘)에 의한 거래에 대하여 체계적인 규제의 신설이 요구된다. 셋째, 다자간매매체결회사의 거래총액규제와 관련해서는, 경쟁매매방법과 비경쟁매매방법으로 구분하여 경쟁매매 부분에서는 거래총액규제를 거래투명성 제고 규제로 변경하여 거래소와 다자간매매체결회사의 경쟁을 촉진하여야 한다. 넷째, 다자간매매

체결회사의 설립으로 인한 다수의 거래시설이 존재할 경우 시장분할에 대비하여 최선집행의무를 수행할 수 있는 제도 및 시스템의 구축이 절실하다. 미국 SEC가 미국 전역의 거래소와 대체거래소 간 CQS, CTS, ITS의 세 가지 시스템을 축으로 하는 최선주문집행시스템이 완성한 사례를 타산지석으로 삼아야 할 것이다. 다섯째, 거래소와 다자간매매체결회사의 청산기능 및 시장감시기능이 독립성을 유지할 수 있도록 제도를 정비하여 공정한 경쟁이 이루어 질 수 있도록 하여야 할 것이다. 여섯째, 파생상품 대체거래소의 설립에 대비하여 제반 규제의 정비가 필요하다.

본 논문의 한계점으로는 전 세계적으로 증가하고 있는 대체거래소의 설립과 이에 대한 운영 및 관리 감독의 문제에 대하여 오직 미국의 제도의 자료만을 바탕으로 연구하였다는 것이다. 증권시장이 가장 발달한 미국 제도를 기준으로 우리나라의 다자간매매체결회사의 개선방안을 제시하였는데, 이는 금융환경과 발전정도가 상이한 상황에서 적절한 대응방안인지에 대한 의문을 야기할 소지가 충분하다. 따라서 미국 이외에 유럽이나 우리나라와 금융환경이 유사한 일본의 대체거래소제도의 변천과정과 주요이슈에 대한 연구를 반영하여야 좀 더 구체적이고 현실적인 시사점이 도출될 것이다. 유럽 및 일본의 대체거래소제도에 대한 연구는 아직 대체거래소인 다자간매매체결회사가 하나도 설립되어 있지 않고 한국거래소의 독점적인 시장을 유지하고 있는 한국의 상황에 비추어 볼 때 더욱 흥미로운 결과를 얻을 것으로 기대되며 이는 다음 연구과제로 남겨두고자 한다.

참 고 문 헌

- 강성길(2003), 「ECN(Electronic Communication Network)의 발전방향에 관한연구」, 광주대학교 산업대학원, 석사학위논문.
- 곽관훈(2001), “증권시장의 경쟁력강화와 ENC의 활성화”, 「비교사법」, 8(1), 831-865.
- 고재중(2018), “고빈도 거래의 투자자 보호를 위한 규제 방안”, 「외법논집」, 42(1), 247-272.
- 김근수(2002), 「시장간 경쟁과 그 대응 : NYSE와 NASDAQ을 중심으로」, 한국증권연구원.
- 김영도 · 송민규 · 연태훈 · 이지연 · 임형준(2011), “자본시장법 개정관련 제논점: 투자은행 활성화와 ATS 도입을 중심으로”, 「금융학회 2011 정책심포지엄 자료」.
- 남길남(2010), 「미국의 장외파생상품 규제: 도드-프랭크법을 중심으로」, 자본시장연구원.
- 백인석 · 김준석 · 이효섭 · 황세운 · 손범진 · 채준(2016), 「해외거래소간 경쟁체제에 대한 Case Study」, 자본시장연구원.
- 서지용(2015), “신용카드 회사의 수익구조 연구: 가맹점 수수료 수익, ROE, 자산규모간 장기 균형관계를 중심으로”, 「신용카드리뷰」, 9(2), 29-41.
- 서지용(2019), “국내 카드사 수익성에 미치는 비용 요인의 영향력에 관한 연구”, 「신용카드리뷰」, 13(3), 1-13.
- 송민규 · 연태훈(2011), “ATS 도입에 따른 관련 제도 정비방향”, 「KIF VIP 리포트」, 1-43.
- 연태훈(2011), “대체거래시스템 도입과 정책 과제”, 「주간금융브리프」, 20(40), 10-11.
- 우민철 · 김지현(2013), “국내 주식시장의 시장충격비용 및 결정요인 분석”, 「재무관리연구」, 30(3), 195-230.
- 오승현 · 유윤주(2003), 「채권의 전자거래에 관한 연구」, 한국증권연구원.
- 원종현(2015), 「대체거래소(ATS) 설립의 쟁점과 개선방향」, 국회입법조사처.
- 이건범(2001), “금융권 동향 : 증권권 - 국내 최초 순수 장래매출채권 유동화, 전자장외거래시장(ECN) 설립 본격화 전망”, 「주간금융동향(중간)」, 10(27), 12-13.
- 이건희 · 이기환 · 서지용(2018), “전자어음 이용이 중소기업의 유동성에 미치는 영향”, 「신용카드리뷰」, 12(2), 20-33.
- 이영철(2014). “개정 자본시장법상 금융투자업자의 최선집행의무에 관한 고찰: 다자간매매체결회사의 도입을 계기로”, 「증권법연구」, 15(2), 49-95.
- 이효섭 · 강현주 · 안유미 · 장효미(2017), 「전자거래플랫폼 도입 필요성에 관한 연구」, 자본시장연구원.
- 정순섭(2008), “금융위기와 금융법제 : 미국의 장외파생상품규제를 중심으로”, 「국제거래법연구」, 17(2), 89-106.
- 정용조(2008), “ATS(Dark Pool) 현황과 도입 여건 검토”, 「증권선물」, 2008(4).
- 주강원(2012), “장외파생상품거래의 규제에 대한 연구-미국의 도드-프랭크법(“Dodd-Frank Act”)의 규제를 중심으로”, 「홍익법학」, 13(1), 709-733.
- Aldridge, I.(2013), *High-frequency trading: a practical guide to algorithmic strategies and trading systems*, John Wiley & Sons.
- Kam, T. K., Panchapagesan, V., and Weaver, D. G.(2003), Competition among markets: the repeal of rule 390, *Journal of banking & finance*, 27(9), 1711-1736.

- Lindsey, R., Byrne, J. A., and Schwartz, R. A.(2016). The SEC's order handling rules of 1997 and beyond: perspective and outcomes of the landmark regulation, *Journal of portfolio management*, 42(3), 56-64.
- Nimalendran, M., and Ray, S.(2014), Informational linkages between dark and Lit trading venues, *Journal of financial markets*, 17, 230-261.

A Study on the Establishment Korean Alternative Trading System(ATS): Compared to the U.S. ATS

Ki Hwan Lee*

Assistant Professor, Inha University, Incheon, Korea

〈Abstract〉

This study investigated the current status of multilateral trading system, which is the concept of alternative trading system in Korea, and the system and cases related to the Alternative Trading System(ATS) in the United States, and examined the establishment of derivatives ATS and changes in the regulation of ATS after the global financial crisis. The study examined how the regulation of financial products, including the regulation of transaction facilities, and the improvement of regulation on the overall financial market have changed under the Dodd-Frank Act of the United States, and suggested improvements of various systems related to the multilateral trading system in Korea in the future. The multilateral trading system introduced by the revision of the Capital Markets Act in 2013 is established properly in the Korean stock market, which promotes competition in the exchange market, and through this, it is hoped that the transaction commission reduction and all kinds of securities transaction services will be upgraded and transparent and market cost will be reduced to improve the efficiency of the securities market.

Keywords: ATS(Alternative Trading System), multilateral trading system, Dark Pools, ECN(Electronic Communications Network)

<최초 투고일: 2020년 2월 20일>, <수정일: 2020년 3월 20일>

<게재 확정일: 2020년 3월 22일>

* Address: 100 Inha-ro, Michuhol-gu, Incheon, 22212, S. Korea, E-mail: leekhwan@inha.ac.kr; Tel: +82-32-860-8147