

알고리즘 賣買 및 DMA에 관한 研究

朴 善 鍾¹⁾

〈目 次〉

I. 序 言

II. 알고리즘 賣買 및 DMA去來의 理解

1. 賣買環境의 變化
2. 알고리즘 賣買의 理解
3. DMA의 理解

III. DMA制限의 妥當性에 關한 檢討

1. 時間優先의 原則
2. NYSE 規程 第390條 廢止의 示唆點
3. 先物去來法 觀點의 檢討
4. 公正去來法 觀點의 檢討
5. 去來所 設立目的 觀點의 檢討
6. 規制改革 觀點의 檢討

IV. 結 語

I. 序 言

금융감독원은 2006년 12월 6일 수신처를 전체 증권회사 및 선물회사로 하는, 「코스피200 선물·옵션 주문회선 운용 시 유의사항 통보²⁾」 제하의 공문을 발송하여 DMA³⁾에 대한 규제를 시도하고 있다. 이와는 대조적으로 EUREX⁴⁾는 2007년 1월 10일 DMA 고객에 대한 인센티브제도 도입을 발표하고 있는데, 그 골자는 거래수수료 감면, 무상의 교육프로그램 제공 및 DMA 고객에 적합한 신규 통신허브의 구축 등이며, 그 결과 Eurex가 파생상품의 DMA 방식의 거래에 있어서 비용 측면에서 최고로 효율적인 시장이 되는 것을 지향하고 있다.⁵⁾ 한편, 말레이시아증권거래소(Bursa Malaysia)는 2007년 3월 27일 DMA 방식 거래의 도입을 발표하고 있는데, 그 내용은 1단계로 파생상품에 DMA 시스템을 구축하고, 2단계로는 주식과

1) (株)釜銀先物 서울본부장, 고려대학교 대학원 박사과정 수료(민법전공)

2) 금융감독원, 문서번호 중검일육 - 00098

3) Direct Market Access의 略語. 상세한 意義는 후술한다.

4) European Exchange, 유럽단일통화 출범 후 유럽파생상품시장의 통합에 대비하여 파생상품시장을 단일화 하고 표준화된 상품의 거래를 추진하는 과정에서 독일선물거래소(DTB)와 스위스선물옵션거래소(SOFFEX)가 합병하여 1998년 5월 출범하였다. 지분은 양 거래소가 50%씩 소유하고, 1998년 9월 단일시스템에 의한 매매 거래를 시작하였으며, 양 거래소의 회원에게는 교차회원권을 부여하고 있다.;최홍식·임준환·권영준, “신금융환경하에서 국내 거래소 시장의 경쟁력 제고방안”, 「선물연구」 제7호, 2000.1., 제127면.

5) http://www.eurexchange.com/about/press/press_500_en.html

파생상품을 단일 DMA 플랫폼에서 거래할 수 있는 시스템을 구축하는 것이다.

이와는 달리 KRX⁶⁾는 2007년 10월 2일 회원사에게 「회원의 현물시장 업무규정 등 준수업무 관련 유의사항 통보」 제하의 공문⁷⁾을 발송하여 해외 거래소들과는 다른 행보를 보이고 있다.

DMA 방식의 거래는 2001년 이후 급증하여 현재는 세계 유수의 증권거래소 및 선물거래소에서 인센티브 제도까지 도입하여, DMA 고객 유치를 통한, 거래량 증대를 꾀하고 있다. 이러한 사정을 감안하면 금융감독원과 KRX의 규제시도는 재고의 여지가 있어 보인다. 한편, DMA 방식의 거래는 상당 부분 알고리즘 매매의 실효성을 높이는 도구로서 활용되고 있다.

알고리즘 매매 및 DMA의 효용 및 위험에 관하여 전반적으로 연구한 문헌은 발견할 수 없다. 다만, Kim⁸⁾(2007) 프로그램매매와 알고리즘매매의 관계, 알고리즘 매매의 주문흐름, 거래소 입장에서 알고리즘 매매의 허용배경, DMA의 도입 배경, 알고리즘 매매의 효용과 한계 및 알고리즘 매매의 기술적인 부분 등 알고리즘 매매에 관련된 전반적인 사항과 DMA를 중립적인 입장에서 설명하고 있으며, Hansen⁹⁾(2007)은, 최신의 알고리즘 매매 기법들을 개관하고 있는 바, 알고리즘 매매의 최근 시장동향, 알고리즘 매매의 의의 및 필요성, 매매 알고리즘의 종류, 알고리즘 매매 시스템의 종류 등 알고리즘 매매 전반에 걸쳐 그 효용을 중심으로 설명하고 있다. Nathanson¹⁰⁾(2004)과 Maguire¹¹⁾(2006)는 최신의 주문체결(fast & best execution)에 있어서 DMA는 필수적이라 한다.

본 연구에서는 알고리즘 매매 및 DMA 방식의 거래에 대한 올바른 이해를 구하고, 근래 금융감독원 및 KRX가 규제를 시도하고 있는 DMA 방식의 거래를 중심으로 각국 거래소의 입장을 살펴며, KRX규정과 법률의 상충 여부를 검토한 후, 그 결과를 토대로 제도의 개선을 제안하고자 한다.

II 알고리즘 賣買 및 DMA의 理解

1. 賣買環境의 變化

선물거래에 있어서 국제적인 전자매매(electronic trading)플랫폼의 효시는 1992년 출시된 CME¹²⁾의 Globex이다.¹³⁾ Globex 출시 이후 각국의 여러 거래소에서 전

6) Korea Exchange, 한국증권선물거래소.

7) 문서번호 : 감시감리일-HD0401-264

8) Kim, Kendall, Electronic and Algorithmic Trading Technology, Elsevier, 2007.

9) Hansen, Lawrence, "Program/Algorithmic Trading", CME세미나(중국과 글로벌주식인덱스 상품) 주제발표 자료, CME, 2007.5.

10) Nathanson, Simon, "What are the benefits of direct market access and how can investors most effectively leverage them? ", STP Journal Online, Issue 82, November 2004

11) Maguire, Frances, Direct market access for exchange-traded derivatives, Derivatives, Use Trading & Regulation, London : Feb 2006. Vol. 11, Iss. 4, p.375-380(6 pp.)

12) Chicago Mercantile Exchange

자매매 플랫폼을 개발하여, 오늘날에는 전자매매를 배제한 거래소 운영이란 생각하기 어려울 정도로 비약적인 발전을 하였다.

거래방식이 공개호가(open outcry)에서 전자매매로 변화함에 따라, 전자매매환경에 특화된 새로운 매매기법들이 탄생하였다. 자동화된 매매(automated trading), 프로그램 매매(program trading), 알고리즘 매매(algorithmic trading) 등이 바로 이러한 매매환경 변화의 산물이다.

2. 알고리즘 賣買의 理解

(1) 알고리즘 賣買의 意義

알고리즘 매매(algorithmic trading)란 매매 알고리즘을 사용하여 자동화된 매매를 수행하는 것을 의미한다. 여기서 알고리즘이란 과업을 수반하는 일련의 지시¹⁴⁾이고, 매매 알고리즘이란 매매를 결정하는 일련의 지시¹⁵⁾이며, 알고리즘 매매시스템이란 매매 알고리즘을 사용하여 트레이딩을 하는 자동화된 시스템을 말하는 것이다.¹⁶⁾ 알고리즘 매매는 경우에 따라서는 1초에 여러 차례 주문의 입력과 취소가 반복되는 경우도 있다. 이는 공개호가 방식으로는 성립 불가능한 거래방식이다. 그러므로 알고리즘 매매는 전자매매를 기본요건으로 한다.

자동화된 매매란 예컨대 HTS(Home Trading System)의 경우 지정가 주문(limit order)을 컴퓨터에 입력한 후, 시장가격이 지정가에 도달하였을 때 매매계약이 자동으로 체결되는 것과 같은 시스템계약의 경우를 들 수 있다.

일반적으로 프로그램 매매란 시장상황별로 실행할 투자전략을 사전에 수립해두고 시세정보분석에서 다수 종목의 주식들을 주문하기까지의 일련의 과정을 컴퓨터로 처리하는 거래기법을 말한다¹⁷⁾ 프로그램 매매는 전산망을 통하여 미리 정해진 규칙에 따라 다수의 종목을 동시에 거래하는 매매를 이른다. KRX는 프로그램 매매를 차익거래와 비차익거래로 구분한다.¹⁸⁾ 차익거래는 이론가격과 시장가격의 괴리를 이용하여 수익을 추구하는 거래이다. 비차익거래는 동일투자자가 15종목 이상을 동시에 거래하되 차익거래가 아닌 프로그램 매매를 말한다.¹⁹⁾

프로그램 매매와 알고리즘 매매는 모두 자동화된 매매라는 점에서는 동일하다. 프로그램매매와 알고리즘매매의 차이는, 프로그램매매의 경우 대량거래가 특징이며 시세조정의 개연성 있는 반면, 알고리즘매매의 경우 소량으로 분산시키는 것이 주

13) http://en.wikipedia.org/wiki/Chicago_Mercantile_Exchange

14) a list of instruction for accomplishing a task

15) a list of instruction that will determine when or how to a trade is placed

16) Hansen, Lawrence, "Program/Algorithmic Trading", CME세미나(중국과 글로벌 주식 인덱스 상품) 주제발표 자료, CME, 2007.5., 제4면.

17) 옥기율, "현물 및 선물연계에 의한 불공정거래행위 대응방안", 「증권학회지」, 2001, 제428-429면.

18) 유가증권시장업무규정 제16조 제4항.

19) 최혁·윤선흠, "프로그램매매가 주시가격에 미치는 영향", 증권학회지 제36권 제2호, 2007, 제284면.

된 특징이며, 시세조정의 의도 및 개연성이 없다는 점이다.

알고리즘 매매에 있어서 전략알고리즘(strategy algorithm)은 매매신호를 발생시키는 역할을 하고 주문집행알고리즘(execution algorithm)은 전략알고리즘에서 발생된 매매신호를 선택하여 주문을 체결 집행시키는 역할을 한다. 전략알고리즘의 구성요소로는 가격의 움직임, 거래량, 일중 시간대뿐만 아니라 기후 또는 트레이더의 느낌 등도 포함될 수 있다. 주문집행알고리즘의 예로는 통상 시간분할(Time Slice), 거래량가중평균가격(Volume Weighted Average Price : VWAP), 시간가중평균가격(Time Weighted Average Price : TWAP) 등의 방식이 사용된다.

한편, 시간분할알고리즘은 주문을 일정 시간에 걸쳐 잘게 나누어 집행하는 방법이다. VWAP 알고리즘은 대다수 거래가 발생한 가격대에 근접하도록 하는 방법이다. TWAP 알고리즘은 특정한 기간 내에 발생한 거래의 진정한 평균가격(true average price)에 근접하도록 체결시키는 것이다.²⁰⁾ 그러므로 알고리즘 매매는 시세조정의 의도가 없는 것으로 보아야 할 것이다.

김상용(1992)은 인간의 구두의 언어, 서면에 의하지 않고, 컴퓨터 등과 같은 자동화된 시설에 의하여 이루어지는 의사표시를 자동화된 의사표시라고 하고, 컴퓨터와 통신망의 연결에 의하여 이루어진 계약을 시스템계약이라 한다. 자동화된 의사표시와 시스템계약의 법적 문제의 범위가 동일한 것은 아니다. 시스템계약은 컴퓨터와 통신망을 이용한 계약을 일반적으로 의미하는데 반하여, 자동화된 의사표시의 문제는 컴퓨터 이외에도 자동판매기, 자동금전지급기, 자동동전교환기, 팩시밀리 등에 의한 의사표시도 포함된 영역이다.²¹⁾ 자동화의 개념은 그것이 사용되는 영역에 따라 그 의미가 동일하지 않다. 법적측면에서의 자동화는 인간의 활동(행위)이 스스로 활동하는 자동화된 시설에 의해서 대체되는 것이 본질적이다. 그래서 자동화된 의사표시는 인간 대신에 자동화 기계시설에 의해서 의사표시가 이루어지는 것이다. 예컨대 컴퓨터를 통해서 상품을 주문하거나, 금전자동지급기에 의해서 금전을 지급하거나, 은행간 on-line에 의해 금전을 송금하거나, 자동판매기에 의해서 기차표 또는 지하철표를 구입하는 경우 등을 그 예로 들 수 있다.²²⁾ 알고리즘 매매는 자동화된 의사표시로 매매계약을 체결하는 시스템계약으로 볼 수 있다.

오병철(1996)은 전자적 의사표시²³⁾는 자동화된 의사표시 중 전자적 자동화 설비

20) <알고리즘 매매의 활용사례>

① 원주문 : E-Mini S&P 10,000계약 매수

10,000 계약의 매수 주문을 동시에 집행하면 시장에 충격을 주게 되고 체결가격이 당일 고가 근처가 될 가능성이 있다. 즉, Strategy Sniffer에게 좋은 공격대상이 될 수 있다.

② 변경된 주문 : E-Mini S&P 250계약 매수 X 40회

주문은 장 전체를 통하여 분할 집행된다. 평균체결가격은 대략 당일 평균가와 유사하게 되며, Sniffer Strategy로부터 보호받게 된다. Hansen, 전제자료, 제14면.

21) 김상용, "자동화된 의사표시와 시스템계약", 「사법연구」 제1집, 청헌법률문화재단, 1992, 제47면.

22) 김상용, 전제논문, 제48면.

23) 전자적의사표시의 특질은 지원립, "자동화된 의사표시", 「저스티스」 제31권 제3호, 한국법학원, 1998, 제47면에 오병철, 박사논문, 제52-62면 요약 설명분 참조; 지원립 교수는 동 논문 제50-52면에서 전자적 의사표시를 자동화된 의사표시에서 구분할 필요가 없다고 주장한다. 전자적 의사표시가 자동화된 의사표시에 포함되는 개념임은 필자도 동의한다. 그러나 매매알고리즘 및 주문집행알고리즘의 설명에 있어서는 전자적 의사표시라는

(컴퓨터)가 인간의 행위와 의사를 전자적 code로 轉化하여 그 설비에 고유한 부호로 정형화한 후, 컴퓨터의 일정한 평가·판단기능에 의해서 사전에 입력된 인간의 의사를 구체화하여 외부로 표출하는 것이다. 즉 기계적 자동화와의 구별, 컴퓨터의 의사구체화, 행위지배가능성의 불완전성 등을 고려하여 자동화된 의사표시와 구별하여 전자적의사표시라 한다.²⁴⁾ 전략알고리즘과 주문집행알고리즘은 전자적 의사표시로 볼 수 있다. 그러므로 알고리즘 매매는 오병철이 주장하는 전자적 의사표시에 기한 자동화된 매매로 본다.

지원림(1998)은 ‘격지자간의 계약성립에 관해서는 법은 도달주의의 예외를 인정하여 승낙의 의사를 발한 때에 성립한다고 한다(민법 제531조). 그러나 대화자간의 계약성립에 관해서는 이러한 특별규정을 두지 않음으로서 민법 제111조 제1항의 원칙에 따라 도달주의에 의하여야 할 것이다. 컴퓨터망을 이용한 자동화된 의사표시는 원칙적으로 격지자 간의 의사표시로 보아야 할 것이다.’²⁵⁾라 한다. 알고리즘에 의한 매매계약의 의사표시는 격지자간 의사표시로 보아야 할 것이다.

(2) 알고리즘 매매의 생성 배경

알고리즘 매매의 생성에는 decimalization정책과 FIX의 범용화가 그 배경이 된다.²⁶⁾

1) 십진법 호가제도의 도입(Decimalization)

2001년 미국 SEC²⁷⁾는 십진법 호가제도(decimalization)를 도입하였다.²⁸⁾ 이에 따라 호가단위는 전통적인 \$1/16(\$0.0625)에서 \$0.01로 변경되었다. 이는 매매단위계약 1/6로 축소되는 결과를 야기하고, 결국 매매마진(trading margin)을 동률로 감소시켰다. 이는 시장참여자 각각에게 원가절감의 필요성을 증대시켰다.

십진법 호가제도의 당초목표는 개인 등 소규모 투자자의 거래비용을 줄이려는 것이었다. 그러나 그 결과는 대형 딜러들의 거래마진에 84% 격감을 초래하였다. 따라서 대형투자은행을 중심으로 원가절감을 통한 수익성 제고 노력의 일환으로 알고

용어를 통한 이해가 용이한 것으로 생각된다.

24) 오병철, “전자적 의사표시에 관한 연구”, 박사학위청구논문, 연세대학교, 1996, 제42-44면 참조.

25) 지원림, 전제논문, 제53면.

26) Kim, Kendall, Electronic and Algorithmic Trading Technology : The Complete Guide, Academic Press, 2007, 제2-3면.

27) Securities and Exchange Commission

28) NASDAQ 주식시장은 2001년 십진법 호가제도를 도입하였는데, 이는 거래비용의 절감과 주가가격의 이해도 제고를 주 목적으로 시행되었다. 이는 1997년 Common Cents Pricing Act에서 최초로 제안되었고, 2000년 1월 SEC Order 34-42360로 권한위양되었다. 1997년 이래로 미국 주식시장은 주요 주식시장 중 호가단위를 분수로 사용하는 유일한 시장이었다. 십진법 호가제도는 아래의 3단계로 이행되었다.

단계 1. 2001년 3월 12일 : NASDAQ100에 포함되지 않는 종목 중 14개 십진법 호가제도로 변경.

단계 2. 2001년 3월 26일 : 추가 197종목 십진법 호가제도로 변경.

단계 3. 2001년 4월 9일 : NASDAQ 주식 전종목 십진법 호가제도로 변경.

; Kim, 전제서 제2-6면 참조.

리즘 매매가 시작된 것이다. 즉, 알고리즘매매는 투자은행의 자기거래 데스크에서부터 시작되었다. 그러나 현재는 대형중개사가 경쟁사 대비 가격경쟁력을 가지도록²⁹⁾ 하는 반면, 소형중개사가 대형중개사에 대한 경쟁력을 갖추는 환경도 제공³⁰⁾한다.³¹⁾

알고리즘매매는 기관투자자의 세 가지 needs 즉, 대량주문에 따른 비용절감, 시장충격 배제, 정보유출 배제의 유용한 수단으로서 세계시장에서 점차 주류로 자리매김하고 있다.

2) FIX³²⁾ 통신규약의 보급 확산

한편 알고리즘 매매의 배경에는 FIX(Financial Information Exchange Protocol)의 범용화가 있다. FIX란 국제적으로 주식 등 금융상품의 전자적 매매를 실시간환경에서 이행하기 위한 표준화된 메시지 체원이다. FIX는 1992년 Salomon Brothers와 Fidelity간의 주식거래를 위하여 개발된 것이 효시이다. 이후 FIX는 시장의 선도적 통신규약(protocol)으로 자리 잡게 되고, FIX의 범용화가 성숙됨에 따라 알고리즘매매 시스템의 구축비용은 획기적으로 감소하게 되었다. 따라서 알고리즘 매매는 더욱 확산되어 소규모의 트레이더까지도 사용하게 되었다.³³⁾

알고리즘 매매와 같은 실시간 전자거래에 있어서 FIX의 위치는 우리의 일상생활에서 인터넷이 접하는 위치에 비교할 수 있다.

(3) 알고리즘 매매의 필요성과 문제점

알고리즘 매매의 필요성은 크게 세 가지로 볼 수 있다.³⁴⁾ 첫째는 대량주문에 의한 시장충격의 배제이다. 둘째는 알고리즘 스니핑(algorithm sniffing)³⁵⁾에 따른 피해 방지이다. 셋째는 주문체결의 최적화수단 확보이다.

알고리즘 매매가 야기하는 문제점은 거래소의 전산용량에 상대적으로 과도한 부하를 준다는 점이다. NASDAQ 자료에 따르면 전산부하(message traffic)은 2006년 전년대비 2배로 증가하였고, 2005년은 2004년 대비 3배 이상으로 증가하였다 한다. 이 중 상당부분은 알고리즘 매매의 증가에 따른 것으로 판단하고 있다.³⁶⁾

2007년 10월 26일 KRX는 “2007년 하반기 파생상품 담당임원 간담회”에서 알고리즘 거래자들의 낮은 체결율이 KRX매매시스템에 부하를 많이 준다고 밝혔다. 일

29) 국내시장에서는 삼성증권, 굿모닝신한증권 등을 예로 들 수 있다.

30) 국내시장에서는 부은선물을 비롯한 선물사들의 KOSPI 옵션시장에서의 약진을 예로 들 수 있다.

31) Kendall Kim, 전계서, 제2면.

32) Financial Information Exchange

33) Kim, Kendall, Electronic and Algorithmic Trading Technology (Elsevier, 2007), 제3면.

34) Hansen, Hansen, Lawrence, “Program/Algorithmic Trading”, CME세미나(중국과 글로벌주식인덱스 상품) 주체발표 자료, CME, 2007.5., 제7면.

35) 알고리즘 스니핑이란 대량주문의 동향을 주시하고 대량주문자들의 이익에 반하여 이익을 찾으려는 것을 이른다.

36) Kim, 전계서, 제6면.

반 거래자의 경우 호가 대비 체결률이 30% 정도인데 반하여 알고리즘 거래자들은 체결율이 5% 정도에 불과하여 거래소 입장에서는 수익대비 전산비용이 과다한 것으로 평가하고 있으며, 따라서 수수료 체계의 개선을 통하여 이러한 문제점을 시정할 계획임을 밝혔다.

사용자 부담의 원칙에 충실하자면 호가입력단계에서 수수료를 부과하는 것이 합리적일 것이다. 그러나 이에선 사실상 시장조성자의 역할을 하고 있는 대량거래 고객의 이탈 가능성이 있으므로, 부담이 따른다. 한편 체결율을 기준으로 예컨대 10% 또는 20% 이하의 체결율을 기록하는 고객에 대하여 차등수수료를 부과하는 방안이 가능하다. 그러나 수수료에 매우 민감한 알고리즘 거래자들의 속성에 비추어 보면 이 또한 대량거래자의 이탈 우려뿐만 아니라, 알고리즘 거래자들이 체결율을 기준 체결율 근처로 조정할 경우 실효성이 떨어질 수 있다.

(4) 알고리즘 매매 시스템의 종류

알고리즘 매매 시스템은 크게 Black Box, Gray Box, White Box 3가지로 분류된다. 블랙박스(Black Box)는 트레이더의 주관이 완전히 배제된 채 스스로 거래를 하는 시스템이다. 한편, 그레이박스(Gray Box)는 상당부분의 알고리즘은 공개되지 않으나, 특정 파라미터들을 조정할 수 있도록 허용한 시스템이다. 화이트박스(White Box)는 트레이더가 스스로의 알고리즘을 적용하여 거래할 수 있도록 기본적인 프로그램만 장착된 시스템이다.

(5) 알고리즘 매매의 효과와 성공 요건

알고리즘 매매 자체가 트레이더를 대체하지는 않을 것이다. 이는 알고리즘 매매 디자인하고 실행하는 주체가 트레이더이기 때문이다. 그러나, 알고리즘 매매를 더욱 효율적으로 실행할 능력을 갖춘 소수의 트레이더는 그렇지 못한 다수의 트레이더를 대체할 것으로 전망된다.³⁷⁾

알고리즘 매매의 성공적 수행 요건은 데이터, 거래소 접속 및 거래소 청산회원 관계 부분으로 대별된다.³⁸⁾

데이터는 가격 및 가용한 모든 시장 정보를 의미하는데, 신뢰할 수 있는 시장 정보에의 접근, 정보전달 시기의 적절성이 요구된다. 거래소 접속에 있어서는 속도, 안정성, 복수의 거래소 접속이 필요하다. 거래소 청산회원과 관계는 가격, 지원 서비스의 정도가 상당한 비교우위에 있을 것이 요구된다.

이러한 조건들을 충족시키기 위하여 Direct Market Access가 요구되는 것이다.

3. DMA의 理解

37) Kendall Kim, 전계서, 제4면 참조.

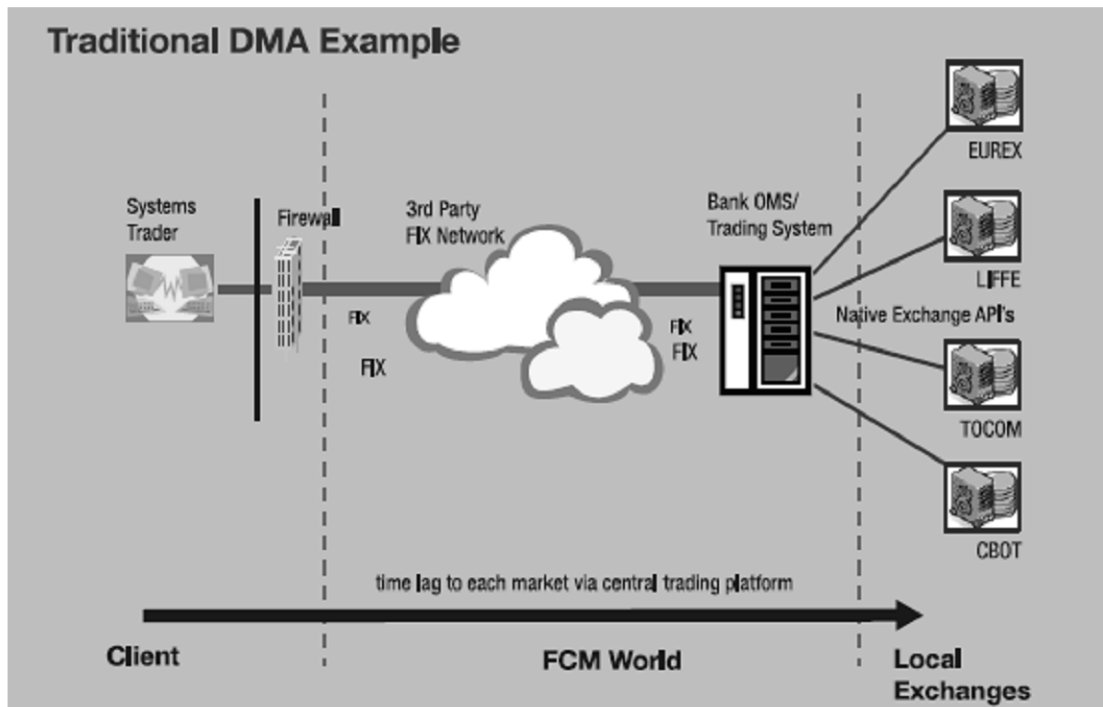
38) Hansen, 전계자료, 제17-18면.

(1) DMA의 의의

거래소시장(exchange-traded markets)의 거래에 있어서, 고도로 전문화된 고객(sophisticated clients)은 통상 청산회원(clearing firms)의 중앙집중식 주문 전달시스템을 배제하고 거래소시스템에 직접 연결하고 있다. 이것이 바로 DMA(Direct Market Access) 방식의 거래이다.

DiTullio³⁹⁾(2005)는 DMA를 「전통적 DMA」⁴⁰⁾와 「순수 DMA」⁴¹⁾로 분류하고, 순수 DMA는 아직 초기단계이지만 대량거래자 사이에서는 빠른 속도로 증가하고 있다고 한다. 순수 DMA는 사실상 과거 공개호가 시절의 pit trading⁴²⁾의 효과가 있으며, 전통적 DMA에 비하여 속도로는 불과 몇 ms⁴³⁾ 정도 빠르지만 알고리즘 트레이더와 같은 특정 고객에게는 매우 중요하다고 한다.

<그림> 1 전통적 DMA의 예



자료 : Barclays Capital

39) DiTullio, Stephane, Pure Direct Market Access On the Rise, Futures Industry, Futures Industry Association, Nov. - Dec. 2005, 38-40.

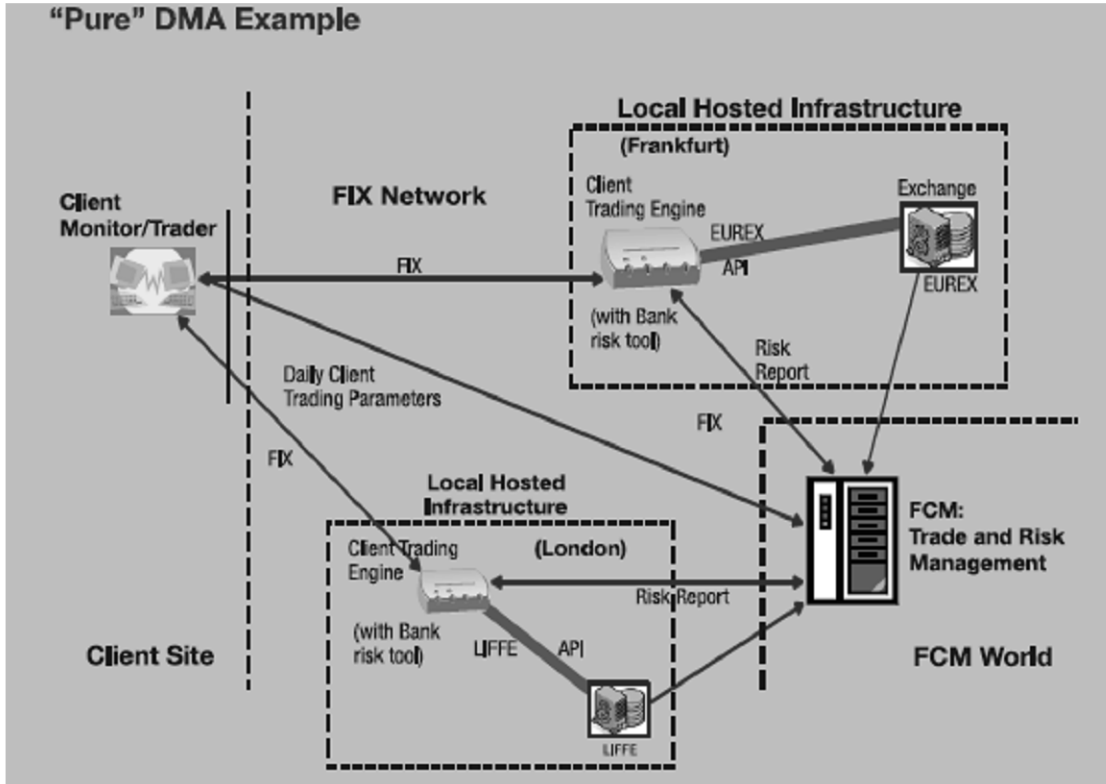
40) traditional DMA : 고객의 매매시스템이 거래소회원의 OMS(Order Management System: 주문체결시스템)을 경유하여 거래소에 연결되는 DMA 방식. <그림> 1 참조.

41) pure DMA : 고객의 매매시스템이 거래소회원의 위험관리 모듈만을 탑재한 채, 거래소시스템에 직접 연결되는 DMA 방식. <그림> 2 참조.

42) 거래소의 경매장소에서 거래소의 회원인 경매인의 자격으로 거래에 참여하는 방식의 거래.

43) milli-second, 1천분의 1초.

<그림> 2 순수 DMA의 예



자료 : Barclays Capital

(2) DMA의 생성 배경

전통적 공개호가매매시장에서는 거래에 있어서 유리한 고지를 차지하기 위하여 당해거래소의 회원권을 취득하는 것이 필수적이였다. 그러나 오늘날의 전자매매시장에서는 전산기술에 대한 투자가 과거의 회원권 취득에 해당하는 것으로 인식되고 있다.⁴⁴⁾

Maguire⁴⁵⁾(2006)는 DMA의 전제조건으로 전자거래환경(electronic trading), 충분한 유동성(liquidity)을 들고 있으며, DMA의 주 목적으로 익명성, 과다거래의 통제, 비용절감, 오류배제 등을 들고 있으며, 최선의 주문체결(fast & best execution)에 있어서 DMA는 필수적이라 한다.

헤지펀드 등 대량의 거래물량을 체결시켜야 하는 기관투자자 입장에서는 수익률 제고를 위하여 best execution(최선의 주문체결)이 매우 중요하다. 기관투자자가 best execution을 평가하는 기준은 통상 체결속도(speed), 거래비용(cost), 유동성(depth of liquidity) 및 익명성을 통한 시장충격의 최소화(minimization of market

44) 시장에 직접 접속하는 전산시스템 구축이 경우에 따라서는 회원권 취득에 비하여 더 많은 비용이 수반되기도 한다. 그러나 대량거래자(high-frequency trader)에게는 이는 비용이상의 가치가 있는 것이다. ; DiTullio, 앞의 글, 제39면.

45) Maguire, Frances, Direct market access for exchange-traded derivatives, Derivatives, Use Trading & Regulation, London : Feb 2006. Vol. 11, Iss. 4, p.375-380(6 pp.)

impact through anonymity)등 이다. DMA는 이러한 기관투자자의 요구에 부응한 산물이다. 더욱이 고객의 입장에서는 DMA를 통하여 브로커의 자기매매⁴⁶⁾ 또는 주문체결 지연에 관련된 이해상충(conflict of interest)에서 벗어날 수 있다.⁴⁷⁾

전자매매의 특징 중 첫째가 동일한 시간 내에 공개호가에 비하여 현저히 많은 양의 주문을 처리 할 수 있다는 점이고, 둘째는 직접비용이 염가라는 점이다. 이러한 전자매매 환경이 DMA 방식 거래의 생성 배경으로 볼 수 있다.

(3) DMA에 대한 각국 거래소의 입장

1) CME

2007년 5월 21일 CME서울세미나 시 CME의 소속의 주제발표자 Tina Lemieux에 따르면, CME의 경우 2000년까지는 DMA를 회원사에게만 허용했다한다. 그러나 DMA방식의 거래가 확산되어 보편화된 2000년 이후는 회원사의 승인을 득한 고객에게도 허용하였는데, 그 결과 E-Mini등 품목의 거래량 상당 폭 증가하였다 한다. 따라서 근래에는 CME의 경우 DMA를 장려 내지 촉진하기 위하여 관련 통신회선의 확장 등 속도개선을 위하여 거래소 차원에서 노력 중이라 한다. 이는 타 거래소에 대한 비교우위 확보를 통하여 CME거래 유치를 목표로 한 조치로 이해된다.

2) EUREX

EUREX 기술설비에 관한 시행세칙⁴⁸⁾(Implementation Regulations of Eurex Deutschland and Eurex Zurich Concerning Technical Equipment) 1.3 Connection Alternatives에서 시장참여자(Exchange Participants)의 시스템과 EUREX시스템의 접속에 있어서, 전용회선(a dedicated line) 또는 인터넷회선을 사용할 것인가에 관한 선택권은 시장참여자에게 있음을 명시하고 있다.⁴⁹⁾

이는 공급자 중심이 아닌 사용자 중심의 접근방법으로 이해된다. 즉, 열차에도 특급, 우등, 보통의 구분이 있는 것과 마찬가지로 회선에도 사용자의 요구에 따른 차등을 두고 있다.

3) SGX

SGX(Singapore Exchange)는 선물거래규칙(futures trading rules) 제2장에서

46) proprietary trading activities

47) Nathanson, Simon, "What are the benefits of direct market access and how can investors most effectively leverage them? ", STP Journal Online, Issue 82, November 2004

48) http://www.eurexchange.com/download/documents/regulations/technical/technical_en.pdf

49) http://www.eurexchange.com/download/documents/regulations/technical/technical_en.pdf

“DMA는 회원 여부와 관계없이 모든 고객에게 가용하다. DMA의 정의는 QUES T50)에 직접 접속하는 모든 FEP⁵¹⁾(Front-end trading system)를 의미한다.⁵²⁾”고 명기하고 있다.

SGX는 DMA를 사용하는 알고리즘 매매자 등 대량거래고객(High frequency trader)을 확보하기 위하여 회원사 또는 고객에게 거래수수료 감면 및 설비투자비 지원 등의 직접적인 인센티브 제공을 제시하고 있다.

4) ASX

ASX(Australian Securities Exchange) 홈페이지에 2007년 10월 1일 게재된 자료⁵³⁾에 따르면, latency⁵⁴⁾ 및 스프레드⁵⁵⁾ 측면에서 ASX가 아시아 지역 최고의 경쟁력이 있음을 강조하며 DMA 및 알고리즘 매매의 유치 노력을 기울이고 있다. 동 자료의 의미는 ASX가 타 거래소와의 비교우위에 큰 관심을 보이고 있는 것으로 파악된다.

5) KRX

KRX는 2007년 10월 1일 발송한 “회원의 현물시장 업무규정 등 준수 의무 관련 유의사항 통보” 공문(문서번호:감시감리일-HD0401-264)에서 회원이 위탁자의 주문

50) SGX Quotation and Execution System for Trading의 약어.

51) FEP는 메인프레임의 통신제어를 위해 설계된 전용 컴퓨터이다. 대개 FEP의 한쪽은 통신회선에 그리고 다른 한쪽은 메인프레임에 연결되어, 메시지의 전송이나 수신, 패킷의 조립 및 해체, 에러의 감지 및 교정 등의 역무를 수행한다.

52) Direct Market Access is available to all Customers and is not conditioned on Membership. "Direct Market Access" refers to any front-end trading system connecting and logging onto QUEST.; http://info.sgx.com/SGXRuleb.nsf/VwCPForm_FUTURES_TRADING_RULES?OpenView

53) http://www.asx.com.au/professionals/institutional/direct_market_access.htm

54) 네트워크에서의 latency는 delay와 비슷한 말로서, 하나의 데이터 패킷을 한 지점에서 다른 지점으로 보내는데 소요되는 시간을 표현한 것이다. 그러나 일부에서는 (예를 들면 AT&T 등에서는), 패킷 하나를 보내고 그것이 송신자에게 되돌아올 때까지의 왕복에 걸리는 시간을 latency라고 부르기도 한다. latency는 한 지점에서 다른 지점 사이에 (지연시간이 전혀 없이) 데이터가 즉시 전송되어야만 하는 것으로 가정한다. ; <http://www.terms.co.kr> 참조.

55) ASX가 Credit Suisse의 2007년 7월 자료를 인용하여 밝힌 아시아 지역 각 거래소의 유효 스프레드는 다음과 같다.

< Effective Spreads in Asian Markets >

Country	Benchmark	Index Weighed(BP)	Median(BP)
Australia	ASX200	12	25
Hong Kong	HSI	20	30
	HSCEI	52	82
Japan	TOPIX	28	33
Korea	KOSPI200	20	27
Singapore	STI	62	61
Taiwan	MSCI TW	20	22
Thailand	SET 50	69	68

을 처리함에 있어 선량한 관리자의 주의로서 성실하고 공정하게 처리하도록 요구하고 있다.⁵⁶⁾ 이는 일용 거래소로서 회원에게 요구할 수 있는 당연한 처사로 볼 수 있다.

동 공문은, 회원사에게 유가증권시장업무규정 제83조 제1항 및 동 세칙 제123조 제1항, 선물시장업무규정 제208조, 수탁준칙 제9조 및 제15조에 근거하여 ‘거래소 업무규정은 회원이 위탁자의 주문을 처리함에 있어 선량한 관리자의 주의로서 성실하고 공정하게 처리하도록 요구하고 있습니다. 이에 따라 회원은 고객의 주문을 수탁한 경우 시간순서에 따라 회원시스템을 경유하여 거래소시스템에 호가를 입력해야 합니다.’라고 기술하고 있다.

거래소가 회원사에게 주문한 내용은 요컨대, 선량한 관리자의 주의의무로 공정한 업무처리를 하라는 것이다. 여기서 거래소가 의미하는 공정한 업무처리란 고객의 주문을 접수시간 순서에 따라, 회원사의 시스템을 경유하여 거래소시스템에 호가를 입력하라는 것이다. 환언하면 회원사의 시스템을 경유하지 않고 거래소시스템에 호가를 입력하면 공정한 업무처리로 볼 수 없다는 주장이다. 즉, 순수 DMA는 허용할 수 없다는 입장으로 이해된다.

III DMA 制限의 妥當性에 關한 檢討

56) 이하는 거래소가 동 공문에서 지적하는 내용이다 ;

5. 주문회선 배정부문

<운영실태>

□ 최근 회원의 KOSPI 200 선물·옵션 주문회선에 대한 배정현황을 점검한 결과 일부 회원에게서 회선별 주문건수 차이가 과다(*최대50배)한 경우가 발견되어 이에 대해 회원조치를 하였습니다.

<특정회원의 '07.5.2 회선별 주문건수 현황>

구 분	회선1	회선2	회선3	회선4	회선5	회선6	회선7	회선8	회선9	회선10
주문건수	12743	9882	282	279	276	272	267	261	267	276

<관련규정>

□ 거래소 시장업무규정은 회원이 위탁자의 주문을 처리함에 있어 선량한 관리자의 주의로서 성실하고 공정하게 처리하도록 요구하고 있습니다. 이에 따라 회원은 고객의 주문을 수탁한 경우 시간순서에 따라 회원시스템을 경유하여 거래소시스템에 호가를 입력해야 합니다.

【유가증권(코스닥)시장업무규정 제83조 제1항(제41조제4항, 제91조(제41조제1항) 및 세칙 제123조제1항(제42조제2항), 선물시장업무규정 제208조, 수탁준칙 제9조 및 제15조】

<준수사항>

□ 회원께서는 앞으로 위탁자의 주문을 처리함에 있어 다음 사항을 준수하여 주시기 바랍니다.

- 주문접수
 - HTS와 영업용주문단말기, 차익거래 등 기관주문 전용선 운용 등 투자자별 차등처리 가능
- 주문처리
 - 회원시스템(Base21포함) 접수시간 순서대로 처리. 특정투자자를 위한 별도 주문서버 운용 등 투자자별 차등처리 금지
- 호가제출 (FEP → 거래소매매체결시스템)
 - 회원A : 실시간으로 주문건수를 회선별로 공평배분
 - 회원B : 계좌수 등 기준으로 배정. 주문건수 차이 확대시 수시 조정

1. 時間優先의 原則

선물시장업무규정 제208조 제2항은 ‘호가는 회원선물·옵션단말기(거래의 호가의 입력 등을 위하여 회원이 당해 회원의 본점·지점 그 밖에 영업소에 설치하는 단말기 중 거래소의 승인을 얻어 거래소선물·옵션시스템으로 연결하는 단말기를 말한다) 또는 회원선물·옵션시스템으로 거래소선물·옵션시스템에 입력한다.’로 규정하고 있다. 한편, 선물시장수탁계약준칙 제15조 제2항은 ‘회원은 주문을 접수한 시간의 순서에 따라 즉시 주문내용을 회원선물·옵션시스템 또는 회원선물·옵션단말기를 통하여 거래소선물·옵션시스템을 입력하여야한다.’고 규정하고 있다. KRX는 상기 규정들을 통하여 DMA를 규제하고 있다. DMA의 규제는 앞서 살핀 각국 거래소의 정책 및 국제적인 추세와 다르다는 점에서 세밀한 검토를 통하여 그 타당성 여부를 살필 필요가 있다.

DMA를 허용하는 경우, 거래소의 주문접수시간을 기준으로 하면, 시간우선의 원칙에 위배되지 않는다. 그러나 주문이 회원사에 접수된 시간을 기준으로 하면 다음과 같은 상황의 전개가 가능하다. 예컨대, 고객의 입장에서 거래소시스템에 주문을 전달하는데 소요되는 시간이 , 순수 DMA를 통하면 10ms(A고객), 전통적DMA를 통하면 15ms(B고객), 회원사 HTS를 통하면 100ms(C고객), 전화주문에는 1,000ms(D고객)이라 하자. 이 경우 구조적으로 주문입력과 거래소 접수의 관점에서 $D > C > B > A$ 순서로 소요시간이 짧다. 시간의 우선의 원칙을 강하게 지키자면 모든 고객의 속도는 D고객이 기준이 되어야 할 것이라는 문제가 있다.

금융감독원이나 KRX측에서 C와 D의 관계에 관하여 불공정성을 지적한 사례는 찾을 수 없다. 이러한 가운데 A와 B의 불공정성을 지적하고자 하는 시도는 이해하기 어렵다. 시간우선의 원칙이 공정한 거래질서를 확립하는 유용한 도구임에는 틀림없다. 그러나 시간우선의 원칙이 유일한 도구라고 볼 수는 없다.

2. NYSE 規程 第390條 廢止의 示唆點

NYSE(New York Stock Exchange)는 2000년 5월 5일부로 동 거래소 규정 제 390조(Exchange Rule 390)를 폐지하였다.⁵⁷⁾ 제390조의 제정 기원은 18세기로 거슬러 올라가는데, 그 내용은 1979년 4월 26일 이전에 NYSE에 상장된 종목(stocks)⁵⁸⁾에 대하여는 NYSE 회원을 통하여 반드시 거래소 내에서만 거래를 허용하는 것이다.⁵⁹⁾

동 규정의 당초 제정 취지는 동 거래소의 주문흐름(order flow)을 강화하기 위한 것이었다. 그러나 시장 환경 변화에 따라 동 규정은 거래소 안팎의 이익제기에 직

57) SEC(Release No. 34-42758; File No. SR-NYSE-99-48)

58) 당해 종목에는 IBM, GE, EXXON 등 NYSE의 대표 종목이 주로 포함되었다.

59) 이하 제390조 폐지 관련 상세한 내용은 Kam, Tai-Kong, Panchapagesan, Venkatesh and Wever, Daniel G., "The Revocation of Rule 390 - A First Look", Decemver 7, 2000; <http://ssrn.com/abstract=253112> 참조.

면하게 되었다. SEC 회장, Arthur Levitt은 동 규정이 "반경쟁적(anti-competitive)"이라 지적하였고, NYSE 주요회원사들도 동 규정의 폐지를 주장하였다. 뿐만 아니라, NASDAQ 및 동 회원사들도 동 규정의 폐지 로비를 시도하였다.

이러한 광범위한 반대의 이유를 살펴보면, 첫째, 동 규정이 적용되는 종목의 거래량이 NYSE거래량의 50% 가량에 달하며, 세계시장에서 가장 활발히 거래되는 종목들을 포함하고 있다는 점이다. Merrill Lynch 나 Goldman Sachs 같은 NYSE의 대형회원사들은 동 거래량의 상당한 부분을 거래한다. 동 회원사들은 증개업무(broker operation)와 동시에 자기거래(proprietary trading)를 수행하고 있다. 이러한 상황 하에서 NASDAQ 시장조성자(market makers) 및 ECNs⁶⁰⁾측에서 NYSE회원사에게 주문흐름의 통로(access)를 증가하도록 요구하게 되었다. 둘째, 동 규정은 대형회원사의 주문흐름의 내부화(internalization)를 불허한다는 점이다. 거래소를 통하지 않고 회원사들 간에 거래를 하면 스프레드 상의 이익과 자기거래 포지션의 유리한 처분이 가능할 수 있다. 내부화는 회원사가 엄선된 주문을 자체적으로 체결시키고 나머지를 거래소에 보낼 수 있는 선택권을 갖게 되므로 고수익이 가능할 수 있다. 셋째, 회원사들은 NYSE가 거래의 익명성 보장에 미흡한 점을 비난해왔다. NYSE 플로어의 환경은 대량거래자들의 포지션 노출이 불가피하였다. 제390조를 폐지하면, 이들은 익명성이 보장되는 통로로 거래가 가능하게 된다. 넷째, SEC를 포함하는 많은 시장관계자들이 제390조는 NYSE에게 경쟁자에 비하여 불공정한 특혜를 주는 것으로 인식되어 왔다. 그들은 경쟁을 제한하는 것이 장기적으로는 결국 투자자의 비용증가로 귀결될 수 있다는 주장을 펴왔다. 사실 거래의 통로를 거래소 내부로만 제한하면 시장 전체(장외 및 ECNs을 포함하여)의 최우선호가(the best quotes)가 최우선적으로 체결되지 않을 수 있다. 이는 NYSE같은 경매시장의 특징인 가격경쟁을 저하시키는 것이다.

이러한 다양한 이유에 의하여, 제390조는 결국 폐지되었는데, 동조의 폐지는 NYSE의 유동성(liquidity) 증대로 귀결되었다. 동조의 폐지 이후 호가 스프레드(quote spreads)는 16% 축소되었고, 유효 스프레드(effective spreads)는 6% 축소되었다.⁶¹⁾

결국 NYSE 규정 제390조의 폐지는 DMA를 허용하는 계기가 되었다. 공정한 경쟁은 모든 증권선물거래소가 추구하여야 할 중요한 가치이다. 공정성을 위하여 제390조를 폐지한 NYSE의 결정은 우리에게 시사하는 바가 크다. NYSE의 사례에 비추어 우리 규정의 내용을 생각건대, 단순히 '신의칙에 의한 업무처리'라는 것은 상당히 추상적인 규정으로, 도덕률이 거래소의 규정에 너무 깊숙이 들어온 것으로 보인다.⁶²⁾ 한편, '시간우선의 원칙' 하나에 근거한 공정성 주장은 근거가 매우 빈약한

60) Electronic Communication Networks

61) Kam 외 2인 공저, 전제논문, Table 1, Table 2에서 제390조 폐지 전후의 호가 스프레드와 유효 스프레드의 변화에 관한 실증분석 자료 참조.

62) 우리의 판례(대법원 1995년 12월 12일, 94다42693 판결)는 민법 제2조의 신의칙에 관하여 다음과 같이 설치하고 있다. "민법상의 신의성실의 원칙은 법률관계의 당사자는 상대방의 이익을 배려하여 형평에 어긋나거나 신의를 저버리는 내용 또는 방법으로 그 권리를 행사하거나 의무를 이행하여서는 안된다는 추상적 규범을 말

것으로 볼 여지가 많다. 또한 반드시 ‘회원사의 시스템을 통하여 거래소시스템에 연결’하도록 하는 것이 KRX의 발전에 혹시 저해요소는 아닐지 되짚어볼 필요가 있다.

3. 先物去來法 觀點의 檢討

선물거래법 제31조 제1항은 시세조종 등 불공정행위를 금지하고 있다. 알고리즘 매매는 그 특징이 시장의 충격을 배제하는 것이므로, 옥기울(2001)의 연구한 시세조종의 가능성은 없는 것으로 보아야 할 것이다.

선물거래법 제33조는 직무상 알게된 정보의 누설을 금지하고 있다. Chakravarty⁶³⁾(1994) 유동성이 충분한 선물시장에서는, 선행매매(front running)의 가능성이 매우 적으므로, 브로커와 딜러 역할을 겸하는DUAL-TRADING에 대하여 제재할 필요가 없다고 주장한다. KOSPI 200 주가지수 옵션의 경우 유동성 측면에서는 세계시장에서 수위를 자랑하고 있다. 알고리즘 매매를 위한 DMA의 경우, 유동성이 충분한 KOSPI200 선물·옵션 시장에서는 직무상 알게된 정보를 악용한 선행매매의 우려도 사실상 없다고 본다.

4. 公正去來法 觀點의 檢討

독점규제 및 공정거래에 관한 법률<법률 제8666호> 제4조에 따르면, 국내의 KRX는 증권선물거래분야에서 시장점유율이 100분의 50 이상인 사업자이므로 시장 지배적사업자이다. 동법 제3조의 2는 ‘시장지배적지위의 남용’을 금지하고 있다. 동조 제1항 제3호는 ‘다른사업자의 사업활동을 부당하게 방해하는 행위’를 ‘시장지배적지위의 남용’으로 규정하고 있다.

공정거래위원회는 2007년 5월 18일 전원회의(사건번호 : 2006독감0746)로서 현대자동차가 판매대리점의 판매거점이전의 자유를 제한한 사안에 대하여,

“일반적으로 사업자는 영업장소를 어디에 둘 것인지에 관해 경영정책적인 판단권(경영권) 즉, 거점이전의 자유를 가지며, 독립된 사업자의 사업활동에 있어 거점이전의 자유는 중요한 요소에 해당하기 때문에 합리적인 이유 없이 영업장소를 특정지역으로 제한하거나 그 이전을 제한하는 행위는 거래상대방에게 부당하게 불이익이 되는 행위로서 사업활동을 방해하는 행위라 할 수 있다.”라고 의결하여, 동법 제3조의 2 제1항 제3호의 위반으로 보았다.

NYSE의 규정개정에 찬성하는 시각에서 본다면, 선물시장업무규정 제208조 제2

하는 것으로서, 신의성실의 원칙에 위배된다는 이유로 그 권리행사를 부정하기 위하여는 상대방에게 신의를 공여하였다거나 객관적으로 보아 상대방이 신의를 가짐이 상당한 상태에 이르러야하고, 이와 같은 상대방의 신의에 반하여 권리를 행사하는 것이 정의관념에 비추어 용인될 수 없는 정도의 상태에 이르러야한다.” 동 판례의 실시에 따르면, 유가증권시장업무규정 제83조 제1항 및 선물시장수탁계약준칙 제9조 제1항에서 규정하고 있는 선관의무를 근거로 회원사에게 “고객의 주문을 수탁한 경우 시간순서에 따라 회원시스템을 경유하여 거래소시스템에 입력”하도록 요구하는 것은 그 실효성이 약하다는 지적이 가능하다.

63) Chakravarty, Sugato, Should actively traded futures contracts come under the DUAL-TRADING BAN?, The Journal of Futures Markets, Sep 1994, Vol 14, No. 6, 661-684.

항 및 선물시장수탁계약준칙 제15조 제2항에서 호가를 ‘회원사의 시스템을 경유하여 거래소시스템에 입력’하도록 규정한 것은 DMA를 필요로 하는 다른 사업자의 사업활동을 부당하게 방해하는 행위로 볼 여지가 있다.

이를 DMA 사안에 적용하면, 일반적으로 사업자가 KRX를 통하여 거래를 함에 있어서 주문의 입력을 유선상으로 하거나, HTS로 하거나, 전통적 DMA를 통하거나, 순수 DMA를 방식을 채택하거나 하는 것은 경영정책적인 판단권(경영권)을 가지며, 즉 선택의 자유를 가지며, 사업자의 사업활동에 있어 주문방식 선택의 자유는 중요한 요소에 해당하기 때문에, 합리적인 이유없이 이를 제한하는 행위는 거래상 상대방에게 부당하게 불이익이 되는 행위로서 사업활동을 방해하는 행위로 볼 수도 있을 것이다.

5. 去來所 設立目的 觀點의 檢討

한국증권선물거래소법<법률 제7428호> 제4조 제1항은, KRX의 설립 목적을 ‘유가증권의 매매거래 및 선물거래에 있어서 공정한 가격의 형성 및 안정과 원활한 유통을 위하여’로 규정하고 있다.

NYSE가 규정 제390조를 폐지한 주된 이유가 SEC 및 많은 시장관계자들이 동규정이 NYSE에게 비경쟁적 환경이라는 불공정한 특혜를 부여하고 있다는 지적이었다. 당시의 SEC 및 많은 시장관계자의 시각에서 본다면, 우리의 선물시장업무규정 제208조 제2항 및 선물시장수탁계약준칙 제15조 제2항은, KRX 설립목적에 반하여 불공정한 가격 형성을 조장하고 있다는 비난이 제기될 수 있다.

6. 規制改革 觀點의 檢討

세계은행이 최근에 발표한 ‘2008 기업환경 보고서’에 따르면 한국의 기업환경은 178개국 중 30위로 2006년과 2007년의 23위에서 7단계 하락하였다. 정부기관들의 발표자료에 의거하더라도 기업규제는 늘어난 것으로 파악된다. 지난 2003년 3월부터 2007년 2월 현재까지 955개의 예전 규제가 줄었으나 같은 기간에 1244개의 새로운 규제가 또 다시 늘어나 총 규제 수는 7794건에서 8083건으로 289건이 많아졌다. OECD분석에 의하면 한국의 경제규제 비용은 약 48조6000억원이라고 한다. 우리나라 국내총생산(GDP)의 5.7% 그리고 총 국세의 35.1%가 규제에 사라지는 셈이다.⁶⁴⁾

선물시장업무규정 제208조 제2항 및 선물시장수탁계약준칙 제15조 제2항을 통한 DMA 규제는, NYSE 규정 제390조 폐지를 찬성하는 입장에서 본다면, 폐지되어야 할 규제라는 주장이 가능하다.

64) 유병규, “규제완화가 경쟁력이다”, 「HRI칼럼」, 현대경제연구원, 2007년 10월 23일.

IV. 結 語

알고리즘 매매와 DMA는 전산과부하 유발 등 일부 문제점이 있음에도 불구하고, 풍부한 유동성 공급을 통한 가격의 공정성 확보에 기여하는 순기능이 큰 것으로 판단된다. 현재 각국의 60여개 거래소가 DMA를 허용하고 있으며, 상당수의 거래소가 DMA거래자와 알고리즘 트레이더를 확보하기 위하여 대대적인 전산 개발 및 인센티브제도 도입 등의 노력을 기울이고 있는 것은 이를 증명하고 있다.

선물시장업무규정 제208조 제2항 및 선물시장수탁계약준칙 제15조 제2항에서 호가를 '회원사의 시스템을 경유하여 거래소시스템에 입력'하도록 규정한 것을 '회원사의 시스템을 경유 또는 회원사가 승인한 시스템을 경유하여 거래소 시스템에 입력'하도록 완화하여 DMA 거래를 허용하고 국제적인 추세에 동참하는 행보가 필요할 것으로 본다.

< 참 고 문 헌 >

- 김상용, “자동화된 의사표시와 시스템계약”, 「사법연구」 제1집, 청헌법률문화재단, 1992
- 오병철, “전자적 의사표시에 관한 연구”, 박사학위청구논문, 연세대학교, 1996
- _____, “네트워크 제공자의 민사책임”, 「법학연구」 제11집, 경상대학교, 2002
- 옥기율, “현물 및 선물 연계에 의한 불공정 거래행위 대응방안”, 「증권학회지」 28, 2001, 419-448.
- 지원림, “자동화된 의사표시”, 「저스티스」 제31권 제3호, 한국법학원, 1998,
- 최 혁·윤선흠, “프로그램매매가 주식가격에 미치는 영향”, 증권학회지 제36권 제2호, 2007
- 최홍식·임준환·권영준, “신금융환경하에서 국내 거래소 시장의 경쟁력 제고방안”, 「선물연구」 제7호, 2000.1.
- Chakravarty, Sugato. "Should Actively Traded Futures Contracts Come Under The Dual-Trading Ban?," Journal of Futures Markets, 1994, v14(6), 661-684.

DiTullio, Stephane, "Pure Direct Market Access On the Rise", Futures Industry, November-December 2005

Hansen, Lawrence, "Program/Algorithmic Trading", CME세미나(중국과 글로벌 주식 인덱스 상품) 주제발표 자료, CME, 2007.5.

Kam, Tai-Kong, Panchapagesan, Venkatesh and Wever, Daniel G., "The Revocation of Rule 390 - A First Look", December 7, 2000.

Kim, Kendall, Electronic and Algorithmic Trading Technology : The Complete Guide, Academic Press, 2007.

Maguire, Frances, Direct market access for exchange-traded derivatives, Derivatives, Use Trading & Regulation, London : Feb 2006. Vol. 11, Iss. 4.

Nathanson, Simon, "What are the benefits of direct market access and how can investors most effectively leverage them? ", STP Journal Online, Issue82, November 2004