

자본시장법 개정관련 제논점:  
투자은행 활성화 및 ATS 도입을 중심으로

2011. 11.

김영도\*, 송민규\*\*, 연태훈\*\*\*, 이지언\*\*\*\*, 임형준\*\*\*\*\*

---

\* 한국금융연구원 연구위원, [ydkim@kif.re.kr](mailto:ydkim@kif.re.kr), 3705-6331

\*\* 한국금융연구원 연구위원, [mksong@kif.re.kr](mailto:mksong@kif.re.kr), 3705-6371

\*\*\* 한국금융연구원 연구위원, [tyoun@kif.re.kr](mailto:tyoun@kif.re.kr), 3705-6377

\*\*\*\* 한국금융연구원 선임연구위원, [jieunlee@kif.re.kr](mailto:jieunlee@kif.re.kr), 3705-6352

\*\*\*\*\* 한국금융연구원 연구위원, [hjlim@kif.re.kr](mailto:hjlim@kif.re.kr), 3705-6389

## I. 서론

국민경제적 차원에서 볼 때 자본의 효율적 배분을 위해서는 원활한 자본시장의 활동을 지원할 다양한 절차와 수단이 반드시 필요하다. 따라서 자본시장을 구성하고 있는 다양한 인프라가 효율적이고 효과적으로 기능을 수행하고 있는가는 한 국가의 자본시장 발전정도를 가늠해 볼 수 있는 하나의 방법이 된다. 자본시장의 인프라가 제 역할을 다하지 못할 때 자본시장의 기능은 위축되고 효율성이 떨어진다. 예컨대 회계감사를 수행하는 회계법인이나 정보제공자의 역할을 수행하는 증권회사가 의뢰인인 기업과 투자자 사이에서 발생하는 이해상충(conflict of interests)으로 인해 그 역할을 제대로 수행하지 못하면 자본시장의 기능이 크게 위축되게 된다.

국내에서는 자본시장의 자율과 혁신을 통한 자본시장의 선진화를 위해 2007년 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’(이하, ‘자본시장법’)을 제정하고 2009년 2월 본격적으로 시행한 바 있다. 포괄주의·겸영주의·투자자 보호를 통해 경쟁을 촉진함으로써 혁신을 유도한다는 것이 당초의 취지였던 자본시장법이 시행된 지 2년여가 지났지만, 선진 투자은행(Investment Bank: IB)의 출현을 포함하여 아직까지 국내 자본시장에서 혁신을 통한 근본적 구조변화는 목격되지 않고 있다. 물론 2008년 9월 리먼 사태 이후 글로벌 금융위기가 확산되면서 국내 증권산업도 위기관리 강조 추세에 따라 위험을 기피하였고, 이로 인해 신규진입이나 신규업무가 활성화되지 못한 측면이 있음을 부인하기는 어렵다.

그럼에도 불구하고 시장에서 혁신을 통한 구조변화가 일어나지 않고 있는 핵심적 원인은 아직까지 증권업계의 경쟁기반이 조성되지 못했기 때문으로 판단된다. 혁신을 위한 필요조건은 규제완화와 경쟁심화이며, 이 조건들이 충족되지 않으면 혁신이 일어날 수 없다. 현행법은 규제완화 조건은 충족하였으나, 경쟁심화 조건은 충족하지 못하고 있다. 따라서 단순업무(위탁매매, 지급결제, 신탁), 기간미스매치를 이용한 채권거래 등에서 꾸준한 수익을 얻고 있는 증권사들이 투자은행 업무와 같은 위험업무를 수행할 유인은 그다지 크지 않다. 특히 재벌계열 증권사의 경우 계열사와의 거래 의존도가 높고 지배구조 차원에서도 증자 유인이 부족하며, 비계열기업 관련 투자은행 업무의 수탁 확대 역시 제한적일 가능성이 많다.

위탁매매 등 소매업무 영역에서 일부 경쟁 강화가 이루어진 것처럼 보이나, 실제로는 여전히 제한적 시장진입으로 인해 위탁매매수수료 수입이 증가 추세이며, 여타 안전 수익원도 다변화되고 있는 상황이다. 수수료 마진 축소

에도 불구하고 시가총액·거래량 등 시장 성장에 따라 일정 수준 이상의 수익성이 유지되고 있다. 예컨대 2000년에 21.2%였던 전체증권사의 영업수익대비 수탁수수료 비중은 2010년 9.1%로 감소하였지만 증권사당 평균 수탁수수료는 2000년 463억원에서 2010년 865억원 규모로 오히려 증가하였다. 또한 투자자의 편의를 제고하고 투자은행의 업무를 활성화 하기 위해 전통적 안전업무에 속하는 지급결제·신탁·지급보증 등이 허용되었는데, 이로 인해 거의 모든 증권사가 다양한 업무를 백화점식으로 영위하는 가운데 단순 서비스를 제공하게 되었다. 편위 제고 및 투자은행 업무 활성화라는 취지에도 불구하고 이것이 구조개선의 지연에 영향을 미친 것은 부인할 수 없다.

증권사들이 위험부담을 높일 유인이 없는 상황에서 핵심 투자은행 업무에 있어서도 단순 중개업무만을 수행하여 고부가가치 비즈니스 창출에 실패하였다. 투자은행업무(인수, IPO, M&A중개, PI 등)는 위험부담에 대한 의지·능력을 필요로 하는데 안정적 수익이 보장되는 안전업무가 있는 회사로서는 위험업무를 수행할 유인이 크지 않다. 현재 증권사들의 업무는 회사채인수나 IPO 등의 영역에서 단순히 발행업무를 대행하는 수준에 그치고 있어 추가적 가치창출을 이루어지지 못하고 있다. 또한, M&A 자문 등의 분야에서는 전문성의 부족으로 일부 보조적 역할을 제외하고는 핵심역할을 담당하지 못하고 있다. 따라서 부가가치가 높은 M&A 자문, 해외투자자 대상 대형 IPO 주관 업무에 있어서는 외국계 대형 IB가 시장을 독식하고 있다. 또한 산업자본 계열 증권사의 경우 계열사들의 증권발행 및 채권인수 업무를 내부·연계거래를 통해 수주할 수 있어 사업모형 전환의 유인이 낮고, 투자자의 폭도 제한적일 수밖에 없다. 실제로, 글로벌 리딩 투자은행 중 산업자본 계열로 분리되는 경우는 찾아보기 어렵다. 그 결과 대형사와 소형사들이 업무기반, 영업형태, 경영전략 상 거의 유사한 형태로 진화하고 있어 대형화 혹은 인수합병에 따른 기대효과 수준이 상대적으로 낮을 수밖에 없다.

최근 정부는 글로벌 금융위기 이후의 금융환경 변화에 대응하고, 우리 자본시장과 산업이 자율의 기반 위에서 혁신적인 에너지를 발휘할 수 있도록 준비하기 위해 금융산업, 금융시장(인프라), 기업, 투자자 등 자본시장을 이루는 각 분야별로 제도 선진화를 위한 핵심과제를 발굴하여 자본시장법을 개정하고자 하고 있다. 본고는 국내 자본시장에서 최근 정책당국이 추진 중인 자본시장법 개정과 관련된 제이슈에 대한 논의를 시도한다. 특히 가장 핵심분야인 투자은행 활성화와 자본시장 인프라 구축과 관련한 ATS(Alternative Trading System) 도입과 관련하여 정책적으로 고려해야 될 사항에 대한 논의를 진행하고자 한다.

## II. 투자은행 활성화 방안과 이슈

### 1. 투자은행 활성화와 관련한 자본시장법 개정 내용과 평가

최근 정부에서 제시한 자본시장법의 개정안의 주요내용은 ①국내 투자은행의 활성화, ②자산운용산업 규제체계의 선진화, ③자본시장 인프라의 개혁, ④직접금융 및 주주총회의 내실화, 그리고 ⑤불공정거래 등에 대한 규제의 실효성 확보 등으로 나눌 수 있다. 이 중에서 자본시장이 원활히 운영되도록 하는 조정자(facilitator)의 역할과 시장을 규제·감독하고 정보의 불균형이 해소되도록 하는 견제 및 균형 제공자(checks and balances provider)의 역할을 수행한다고 할 수 있는 국내 투자은행의 활성화는 자본시장법 개정과 관련된 주된 내용이다. 자본시장의 조정자의 역할을 수행하는 기관으로는 거래소, 은행, 증권회사, 각종 펀드 및 정보제공자 등을 들 수 있고, 견제 및 균형 제공자로서는 감독기관, 회계법인, 신용평가회사, 법률회사 등을 들 수 있는데, 투자은행은 이러한 역할을 총체적으로 수행할 수 있는 기능을 수행한다.

정책당국은 미래 산업과 대규모 해외 프로젝트를 지원할 수 있는 선진 투자은행의 발전을 촉진하기 위해 다음과 같이 개정안을 마련하였다. 우선 자기자본 3조원 이상, 위험관리 능력 등 법상 일정한 기준을 충족하는 증권회사를 투자은행(가칭, '종합금융투자사업자')으로 지정하여 프라임브로커 업무 등을 수행할 수 있는 근거를 마련한다. 또한 종합금융투자사업자가 투자은행으로서 신생기업 발굴 및 이에 대한 투·융자, IPO, 인수, M&A 자본 등 종합적인 기업금융 관련 업무를 원활히 수행할 수 있도록 기업여신과 내부주문집행 등 관련 규제를 정비한다. 종합금융투자사업자가 프라임브로커 업무 수행시 헤지펀드의 일반상품·파생상품 등에 대한 투자와 같은 '증권이외의 투자와 관련하여 해당 헤지펀드에 신용공여를 할 수 있도록 한다. 마지막으로 투자은행의 리스크 특성 등을 반영하여 자기자본 규제시 현행 NCR 규제 외에 Basel 기준을 적용할 수 있도록 한다. 하지만 기업 신용공여의 범위, 내부주문집행 업무기준 등에 대해서는 시행령에서 규정하고, 감독상·자율규제상 보완장치 등도 마련하여 보완하도록 한다.

국내 자본시장의 발전과 관련해서 투자은행 서비스가 원활히 제공되는 것이 바람직하며, 이를 뒷받침하기 위해서는 필요한 제도를 도입하고 기존 제도와 관행을 개선하는 접근이 필요하다. 자본시장을 통한 효율적 자금 조달

및 분배 기능이 이루어지기 위해서는 원활한 투자은행 서비스를 제공하는 것이 요구되는데, 투자은행 비즈니스는 금융업 중에서도 특히 고부가가치를 창출하는 영역인 것으로 알려져 있다. 투자은행의 경쟁력 확보를 위해서는 자금조달 노하우, 위험부담능력 및 글로벌 네트워크 등 다양한 분야에서 부문별 경쟁력을 확보하는 것이 필수적이다. 투자은행 업무에서는 자본력이 핵심 역량인데, 단기간에 구축이 불가능한 지식과 역량, 그리고 글로벌 네트워크의 효과적 확보를 위해 외국 전문인력 집단이나 회사 자체를 매수하기 위해서라도 대규모 자기자본은 필수이다. 다만, 투자은행의 성장은 매우 장기간이 소요되는 영역이며, 후발주자가 글로벌 투자은행으로 성장한 전례가 없는 매우 폐쇄적 시장이라는 점은 염두에 둘 필요가 있다. 그러나 관련 제도 개선은 국내 글로벌 투자은행 육성과는 무관하게 추진될 수 있고, 또한 추진하는 것이 바람직한 작업인 것으로 판단된다.

전체적으로 투자은행 활성화 등을 통한 국내 자본시장 발전을 추구하는 전반적인 방향설정은 공감하는 바이다. 하지만 목표로 하는 투자은행의 구체적인 모습이 미비하고, 제시된 자본시장법 개정안에서는 국내 실정에 맞는 투자은행 활성화와 관련된 전략적인 측면이 다소 미흡한 것으로 평가할 수 있다. 특히 전략적 목표와 이를 달성하기 위한 단계설정이 부족한 가운데 기존 증권사의 업무에 새로운 업무를 허용하는 방식으로 투자은행 활성화의 방안이 제시됨으로써 국내 자본시장의 규모 등을 감안할 때 단기적 실현가능성에 대해서는 다소 의문의 여지가 남는다고 하겠다.

## 2. 투자은행 활성화를 위한 정책방향

### 가. 전략적 목표와 단계적 추진

국내 투자은행 활성화의 필요성에 대한 공감대는 어느 누구도 부인하지 못할 것이다. 하지만 달성방식과 가능성에 대한 의구심으로 인해 이에 대한 부정적인 의견이 팽배한 것도 사실이다. 따라서 법 개정과 같은 정책적인 지원도 필요하지만 목표의 달성을 위한 전략적인 접근이 필요할 것으로 판단된다. 법적으로 완결성을 추구하는 것은 일차적인 목표로 삼을 수 있으나 현실적으로 궁극적인 목표달성을 위한 전략도 함께 필요하다고 생각된다.

우선 투자은행 활성화를 위해서는 단기적으로 제도개편과 시장충격을 통한 시장구조 변화의 인센티브를 제공하고, 장기적으로 시장구조에 변화가 감지될 경우 시장차별화를 유도하는 단계적 접근이 바람직하다. 현재 고착화

된 증권사의 영업구조가 변화되기 힘든 상황이기 때문에 시장충격 등을 통해 변화의 인센티브를 제공하고, 필요시에는 인위적인 M&A 등을 통해서 시장구조의 변화를 불러일으키는 방식도 적극 검토해야 할 것이다. 또한 콜 시장 등을 통해서 자금을 조달한 후 장기증권에 투자하여 수익을 얻는 등 기간 mismatch를 활용한 증권사의 수익원천에 대한 근본적인 재검토 역시 필요하다. 안정적인 영업활동을 영위할 수 있는 현재의 시장구조는 증권사의 혁신을 불러일으킬 수 있는 유인을 제공하지 못하기 때문에 현재 추진 중인 콜 시장 개편과 같은 자금시장구조도 함께 검토할 필요가 있다. 장기적으로는 규모에 따른 업무영역의 차별화를 정책적으로 실시하여 자발적인 구조변화가 일어날 수 있도록 지원해야 한다.

또한 금융지주 및 독립 증권사들을 위주로 경쟁을 통한 투자은행 성장유인 고취, 제도적 장애요인 해소를 중점 전략으로 설정해야 한다. 산업자본계 증권사는 본격적 글로벌 투자은행으로 거듭나기에는 태생적 한계를 지니고 있어, 이들을 염두에 둔 정책 설정은 오히려 대형 투자은행 육성을 왜곡할 가능성이 있다. 또한, 단순업무를 추가적으로 허용하는 방향으로의 자본시장법 개편은 오히려 투자은행 활성화 및 증권산업 구조개선을 지연시킬 수 있으므로 조심스러운 접근이 필요하다. 시장 구조조정을 유도하기 위해서는 진입장벽을 낮추고 인가를 확대하여 수수료 경쟁을 촉발하는 동시에 인가·등록 유지요건 등의 퇴출제도를 강화할 필요가 있다. 이를 통해 금융투자산업 구조를 다수의 전문회사들과 소수의 리딩 대형회사 체제로 개편해 나갈 필요가 있다고 판단된다.

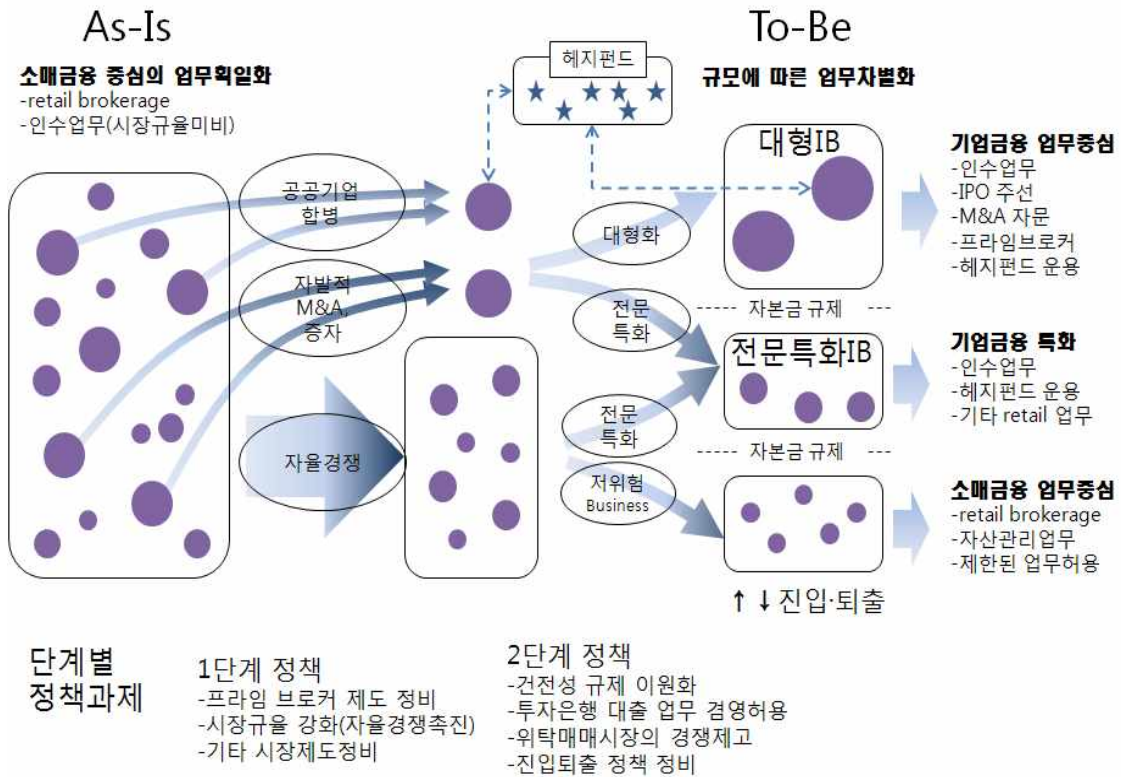
구체적으로 투자은행 활성화 1단계로 시장규율 강화를 통한 구조개선을 목표로 공공기업 합병 추진이나 자발적 M&A, 증자 등에 대한 인센티브를 제공하고, 시장규율 강화 등을 통해 자율경쟁을 촉진해야 한다. 또한, 일부 신규업무에 대한 제도도 합리적으로 마련하여, 신규업무의 쏠림현상을 방지해야 한다. 1단계 정책의 추진 결과로 가시적인 성과가 나타날 경우, 건전성 규제 이원화 등 시장 차별화를 위한 2단계 정책을 추진한다. 이를 통해 자본금 규제나 인력요건 등을 강화하여 백화점식 영업구조를 갖는 것을 방지해야 할 필요가 있다.

2단계 정책추진에 의해 탄생한 대형 투자은행의 경우 기업금융(인수, IPO, M&A 등)과 프라임브로커, 헤지펀드 운용과 같은 신규업무를 허용할 수 있을 것이다. 또한, 대형 투자은행에 대해서는 업무에 따른 자본금 규제를 차별화시킬 필요가 있다. 현재 add-on 방식의 자본금 규제보다는 progressive 형태의 자본금 규제를 도입함으로써 국제적인 SIFI 규제 정책

등에 부합되고 국내 금융시장의 시스템 위험을 제거할 수 있다.

전문 특화 증권사의 경우 기업금융 업무 중 강점이 있는 일부 업무를 중심으로 발전시켜 백화점식 영업구조를 지양해야 한다. 이를 위해 채권인수, M&A 자문 등 기업금융의 일부나 헤지펀드 운용과 같은 신규업무 일부에 집중하는 영업구조를 갖추어 나갈 수 있도록 정책적으로 지원할 필요가 있다. 중소형 증권사의 경우, 현재 리테일 시장 중심의 영업구조를 영위하도록 하되 진입·퇴출이 가능하도록 인가제도 등을 탄력적으로 운용하는 것이 바람직하다.

<그림 1> 투자은행 활성화 전략



## 나. 투자은행 활성화 전략 관련 이슈 점검

비록 전략적 목표를 가지고 단계적인 접근 방식을 취한다고 할지라도 실질적으로 단계별·방안별 성공가능성을 장담하기는 어렵다. 따라서 각 단계별 정책으로 제시한 방안에서 구체적으로 검토가 필요한 사항에 대한 논의를 진행하고자 한다.

### (1) 발행시장규율 강화를 통한 자율경쟁촉진

투자은행업 활성화 정책은 기업금융 업무 활성화에 중점을 두는 방안과 비기업금융 업무 확대를 우선시하는 방안을 분리하여 검토 할 수 있다. 기업금융 업무는 전통적으로 유가증권 인수 및 발행, M&A 등 기업의 직접금융을 매개하는 업무 등을 의미하며, 비기업금융 업무는 위탁매매, 자산관리, 자기자본 투자, 프라임브로커, PF 등 기업금융과 직접 관련이 없는 업무로 분류된다.

먼저, 증권사에게 기업대출, 프라임브로커 등 신규 업무를 허용하여 대형화와 궁극적으로 기업금융 업무 활성화를 유도하는 방안을 고려할 수 있을 것이다. 증권사에게 기업대출, NCR, Chinese Wall, 프라임브로커 관련 규제를 완화하여 사업영역 다각화를 유도하고, 이와 같은 업무를 영위하기 위해 필요한 최소자본을 높여 증권사의 대형화를 유도할 수 있다. 궁극적으로 일부 증권사가 대형화됨에 따라 이들 증권사를 중심으로 기업금융 업무도 활성화 될 것이 기대된다.

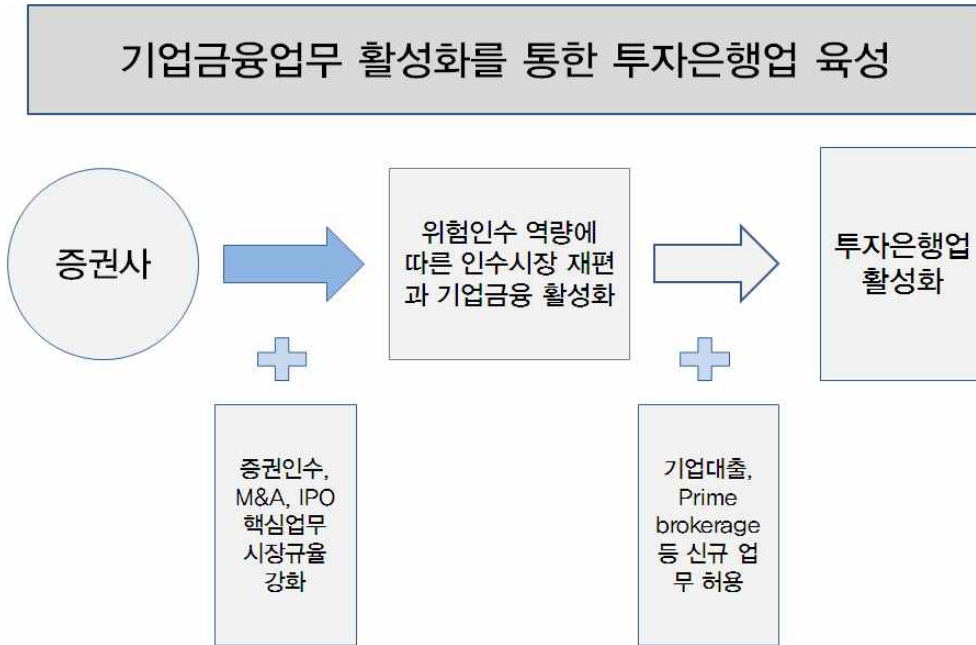
그러나 신규업무 허용을 통한 증권사의 대형화 유도는 증권사의 취약한 자금조달구조로 인해 그 효과가 제한적일 것으로 우려된다. 증권사는 자기신용으로 안정적인 CP발행이 어렵고 repo 대상 채권도 다량 보유하고 있지 않은 상황에서 사실상 익명의 콜자금에 전적으로 의존하고 있기 때문이다. 현재의 콜시장은 자금중개회사를 중심으로 자금이 중개되면서 증권사의 신용에 따라 금리가 차별화되지 않고 있는 상황이다. 콜시장이 재편되어 증권사의 무분별한 콜자금조달이 어려워질 경우 PF, 기업대출 등 업무확대를 위해서는 회사채를 발행해야 하는데 이에 따라 자본비용이 크게 상승할 것으로 우려된다. 증권사의 콜자금조달 규모는 자기자본의 30%선으로 대폭 축소될 것으로 전망된다. 이와 같은 높은 자본 비용으로 인해 증권사는 NCR 규제, Chinese wall 규제 등이 완화된다고 해도 기업대출, PF, 프라임브로커 영업을 확대하기는 어려울 것으로 우려된다. 그러므로 규제 완화를 통한 신규업무 허용만을 통해 기대할 수 있는 증권사의 대형화 효과는 제한적일 가능성이 높다.

실제로 실물경제의 활성화를 위해서는 검토되고 있는 신규 업무보다 증권 발행·인수 등 기업금융 업무 역량을 제고하는 것이 더욱 중요하다. 금융의 가장 중요한 역할은 자금공급자의 자금을 자금수요자에게 적절히 매개하는 기능인데, 현재 우리 자본시장에서는 증권사의 역량 부재 등으로 인해 자금이 필요한 기업에 위험자본이 적절히 공급되지 못하고 있는 상황이다. 기업대출, PF, 헤지펀드 프라임브로커리지, 파생상품 매매



업무보다는 증권인수, IPO, M&A 등 기업금융 업무가 실물경제 성장을 뒷받침할 수 있는 기반이므로, 신규업무 허용에 앞서 발행시장 규율 강화를 통해 기업금융 시장을 정상화하는 것이 우선되어야 할 것으로 판단된다.

<그림 2> 투자은행업 활성화 전략



구체적인 방안으로 기업금융 관련 시장 규율을 강화함으로써 경쟁력이 약한 증권사를 구축하여 기업금융 업무를 활성화하고 대형화를 유도해야 한다. 이를 위해 증권인수, IPO 등 기업금융 시장에 대한 규율을 강화하여 위험인수 역량이 부족한 증권사의 시장 구축(crowd-out)을 유도해 나가는 것이 필요하다. 이에 따라 기업금융 시장에서 경쟁력 있는 증권사의 시장지배력이 높아지는 한편 인수·발행 시장에 건전한 문화가 정착되어야 한다. 나아가 기업금융 업무를 중심으로 대형화된 증권사는 시점점유율과 자본력을 바탕으로 프라임브로커, 자기자본투자 등 비기업금융 업무로 업무영역을 확대할 수 있을 것으로 기대된다. 실제로 증권사는 유가증권 인수에 있어 단순 중개 기능만을 수행하기 때문에 부가가치를 창출하지 못하고 있다. 현재 증권사는 유가증권 발행계획을 갖고 있는 기업의 요청 하에 발행업무를 대행하는 수준에 그치고 있으며 주식, 채권 등 정형화된 표준 상품을 그대로 투자자에게 공급함에 따라 부가가치가 미미한 상황이다. 투자자 수요가 조사된 후 일시적으로 증권을 인수하기 때문에 자본력을 필요로 하지 않는데다 선진화된 금융공학 및 설계 또한 요구되지 않기

때문에 중소 증권사들도 수수료 경쟁이 가능하다. 이에 따라 인수 시장이 평판(reputation) 경쟁이 아닌 수수료 경쟁에 의해 좌우되고 있으며 이로 인해 투자은행 업무의 선진화가 정체되고 있다.

반면 선진형 유가증권 인수는 상품운용·설계 및 리스크관리 능력을 바탕으로 높은 부가가치를 창출한다. 선진형 유가증권 인수에는 자산시장에 대한 리서치, 고도의 상품설계, 자산 총액인수를 위한 자본력, 인수위험을 분산·중개할 수 있는 상품운용 및 리스크관리 능력 등이 요구되기 때문에 경쟁력 있는 대형 IB를 중심으로 높은 진입장벽이 형성되는 한편 부가가치도 크게 증가하게 된다.

이를 위해 회사채 인수를 위한 신고서 제출 전 증권사·투자자 간의 구두계약 관행을 근절하여야 한다. 우리나라 증권사는 증권신고서 제출 이전 회사채 인수 전 발행기업과 투자자와 가격과 물량을 사전에 협의함에 따라 증권사가 담당하여야 할 실사, 투자설명회, 공시, 시장조성 등의 역할이 간과되고 있다. 신고의 효력이 발생하지 아니한 증권에 대해 사전 청약의 승인을 금지하는 자본시장법 121조에 대한 감독을 강화하여 인수 증권사가 증권신고서의 효력이 발생하기 이전에 투자자와 물량과 가격 등에 대해 미리 협의하는 구두계약 관행이 근절되도록 유도해야 할 것이다. 아울러 증권사가 회사채 인수 후 일정 기간 동안 인수 가격보다 낮은 가격에 이를 매도할 수 없도록 규제하는 방안도 검토되어야 한다.

또한 회사채 발행 시 증권사의 실사를 의무화하여 신용물(credit) 발행시장의 투명성을 제고해야 한다. 유상증자 또는 IPO 시 증권사의 실사가 한 달 이상 이루어지는 반면 회사채 발행 시 증권사의 실사는 관행상 생략되고 있다. 이처럼 증권사의 실사가 이루어지지 않아 투자자는 투자설명서와 신용등급만으로 신용물에 투자해야 하므로 유의미한 신용위험이 존재하는 회사채 발행시장이 침체되게 된다. 따라서 회사채 발행에 관한 실사 모범기준을 마련하고 이에 대한 감독을 강화할 필요가 있다.

증권사가 회사채 수탁사의 의무를 이행하도록 규율함으로써 회사채 발행시장의 정상화를 유도할 수 있다. 증권사가 수탁사로서의 의무를 수행하지 못하면서 발행기업의 계약위반에 대한 감독이 어려워지고, 이에 따라 투자자들은 신용위험이 높은 회사채 투자를 기피하게 된다. 따라서 규율을 통해 증권사들이 회사채 발행 시 수탁사로서 채권 계약조건의 설계와 이행에 대한 감독, 필요 시 사채권자 모집 등의 의무를 이행하도록 해야 한다.

상장과 관련한 시장조성 및 채권인수 업무 등과 관련해서는 진입요건을

오히려 강화하는 것이 바람직하다. 대형 투자은행을 설립·운영하기 위한 유인이 발생하기 위해서는 핵심 투자은행업무에 대한 진입요건이 강화되어야 하기 때문이다. 이를 위해 채권의 인수와 상장주식의 시장조성 기능 등 투자은행의 핵심업무와 관련한 최저자기자본금 요건을 오히려 대폭 상향조정하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. 이는 투자은행 업무의 건전성을 확보하기 위한 것이 아니라, 투입자본 대비 일정 수익률을 유지하기 위해 자기자본 기반의 고위험-고수익 활동을 모색할 수밖에 없는 여건을 강제하기 위한 것이다.

## (2) 프라임브로커 관련 제도의 정비

프라임브로커란 헤지펀드 등 전문투자자에게 투자매매, 자문 등 종합서비스를 제공하는 투자은행의 업무를 의미한다.<sup>1)</sup> 프라임브로커 관련 제도는 투자은행의 발전, 헤지펀드(hedge fund)의 활성화 및 위험성 제어의 관점에서 설정되어야 한다. 헤지펀드의 활성화와 투자은행의 발전은 선순환 관계에 있으며, 헤지펀드가 활성화되기 위해서는 헤지펀드의 설립, 차입, 투자자금의 모집 등을 도와주는 증권회사의 프라임브로커 서비스가 이루어져야 한다. 이는 프라임브로커 서비스가 활성화되지 않으면, 개별 헤지펀드가 설립을 포함한 모든 관리업무를 스스로 해결해야 하며, 폭 넓은 자금모집도 하기 어려워 실질적인 헤지펀드 활성화를 기대하기 어렵기 때문이다. 또한 프라임브로커는 헤지펀드의 위험성 등 부작용을 제어하는데 주요한 역할을 담당한다. 프라임브로커는 자신에게 미칠 수 있는 위험성을 감안하여 헤지펀드와 거래의 위험성을 평가하고 지속적인 모니터링을 하는 유인이 있고, 특히 전통적인 헤지펀드는 증권회사의 고유 트레이딩 업무와 유사한 점이 많기 때문에 발전된 프라임브로커가 헤지펀드를 감시할 수 있는 역량이 여타 규제기관보다 우월할 것이기 때문이다. 프라임브로커 관련 제도를 정비할 경우 다음과 같은 사항을 고려하여 구체적인 시행에 들어가야 할 것이다.

### 프라임브로커 자금 조달의 안정화·장기화 유도

프라임브로커는 헤지펀드에 대해 대출을 실시하고 이들의 단기 운용자금

- 1) 프라임브로커 서비스는 투자매매(주문수행, 증권대여, 금전대출, 청산·결제 등), 투자자문(리서치 제공, 위험분석 자문 등), 후선업무(자산수탁, 기록보관, 보고 등), 창업지원 및 투자자 소개(사무실, 전산설비, 법률, 회계에 대한 자문뿐만 아니라 투자자 소개, 직원 소개 등)을 포괄하는 종합 서비스를 의미한다.

의 변화 및 위험성에 대응해야 하기 때문에 자금조달이 안정화·장기화되어야 한다. 이를 위해 증권회사의 콜 차입 의존도 축소를 유도하며 회사채 발행 및 자본금 확충을 권고하는 것이 바람직하다. 증권회사 프라임브로커 업무의 자기자본금 요건을 높게 설정하는 것도 하나의 방안이 될 수 있을 것이다.

## 차입 개념의 정립 및 총위험노출 개념 도입

먼저, 규제대상이 되는 헤지펀드의 차입(즉, 프라임브로커의 대출)의 개념을 명확히 해야 할 필요가 있다. 프라임브로커의 헤지펀드에 대한 금전대출은 통상 마진거래 대출, 합성프라임브로커리지(synthetic prime brokerage), 긴급대출 등으로 분류된다. 마진거래 대출, 긴급대출 등은 일반 대출의 형식을 갖지만, 합성 프라임브로커리지의 경우 대출을 수행하는 것임에도 불구하고 헤지펀드에 대한 지분투자의 형식을 갖게 된다.<sup>2)</sup> 프라임브로커가 단순 대출이 아닌 합성 프라임브로커리지를 사용하는 이유는 헤지펀드에 대한 대출에 담보를 설정하기 위해서이다.<sup>3)</sup> 실질적 기능을 감안할 때 프라임브로커의 헤지펀드에 대한 지분투자 중 규제의 대상에 포함되어야 하는 부분이 있음을 주목해야 한다.

헤지펀드 차입에 대한 규제 대신, 프라임브로커의 헤지펀드에 대한 “총위험노출”을 규제하는 방식도 고려될 수 있다. 규제대상인 차입의 의미를 확대하여 규제하는 방법도 있으나 선진국의 사례들을 감안할 때 총위험노출을 규제하는 방식으로 선택하는 것이 더 바람직하다. 이 때 차입과 유사한 경제적 기능을 수행하는 거래들을 총위험노출 산정에 반영하도록 해야 한다.

## 대형 프라임브로커 및 대형 헤지펀드의 관리 및 감독 기준 마련

대형 프라임브로커와 대형 헤지펀드와 연계된 중소형 프라임브로커는 시스템위험의 관리 상 중요한 요소이므로, 이들에 대한 관리 및 감독 방안 마

- 
- 2) 합성 프라임브로커리지의 경우 프라임브로커가 자신의 자금이 투자된 펀드를 구성하고, 총수익스왑(total return swap)을 이용해 대출하는 효과를 창출하는데 이 경우 형식적으로는 대출이 아닌 투자의 모습을 띄게 된다.
  - 3) 프라임브로커가 헤지펀드에 대한 대출의 위험관리를 위해서 헤지펀드의 투자 포트폴리오에 대해 담보를 설정해야 하는데 투자 포트폴리오는 시간에 따라 지속적으로 변화하는 특성이 있어 담보 설정이 어려움. 이러한 문제점을 극복하기 위해 합성 프라임브로커리지를 활용할 수 있다.

련이 필요하다. 특히 대형 프라임브로커는 빠른 시일 내에 나타날 가능성이 있으므로 조속한 준비가 필요하다. 현재 정부의 자본시장법 개정안에 따르면 증권사는 프라임브로커와 헤지펀드업 중 하나를 선택할 수 있도록 하고 있다. 프라임브로커 업무가 명성을 기반으로 한 네트워크, 자본력, 다양한 업무처리 능력을 요구하기 때문에 소형 증권사는 헤지펀드업을 선택하고 소수의 금융지주 계열 증권사는 프라임브로커를 선택할 가능성이 높다.

금융당국은 프라임브로커가 스스로 헤지펀드의 위험을 평가하고 제어하도록 자율성을 최대한 보장하되, 헤지펀드에 대한 종합적 위험노출정도, 위험의 연계구조 등을 지속적으로 파악해야 한다. 프라임브로커의 자율적 역량을 제고하고 도덕적 해이를 방지하기 위한 방안으로, 프라임브로커의 헤지펀드로 인한 손실은 정부가 직간접적 지원을 하지 않을 것임을 사전에 명확히 해야 한다. 또한 헤지펀드에 대한 총위험노출 외의 잠재적 문제점들은 사전적으로 규제하기 어려운 측면이 있으므로 지속적인 모니터링을 강화하고 사안별로 대처해야 한다.

### **프라임브로커의 모범규준 정립**

헤지펀드 도입초기에 자율규제로서 프라임브로커의 모범규준을 정립하도록 유도해야 한다. 헤지펀드 산업이 기본적으로 규제가 적은 영역임을 감안할 때 금융당국의 규제는 최소화하는 것이 헤지펀드 활성화에 도움이 될 것으로 판단된다.

프라임브로커의 모범규준으로 다음과 같은 사항들이 포함되어야 할 것이다. 첫째, 대형 헤지펀드의 위험을 측정해야 한다. 둘째, 헤지펀드 대출에 대한 담보관리를 해야 한다. 셋째, 마진콜(margin call)과 관련된 정보의 공유 및 긴급자금대출이 필요하다. 넷째, 헤지펀드의 포트폴리오에 대한 유동성 심사를 해야 한다.

### **(3) 건전성 규제 차별화**

시스템 위기로의 전이 가능성이 낮은 중소형 증권사에 대한 건전성 규제는 대폭 완화하거나 제거해야 한다. 현재 증권사에 대한 건전성 규제는 NCR 규제를 통해 이루어지고 있는데, 일반적으로 증권사를 대상으로 하는 자기자본규제 제도의 주된 목적은 증권업자의 파산으로 인한 금전적 손실이나 지급 지연으로부터 고객과 채권자를 보호하기 위한 것이다.<sup>4)</sup> 따라서 고객

과 채권자 보호장치<sup>5)</sup>가 마련되어 있고, 시스템 위기로 전이될 가능성<sup>6)</sup>이 낮다는 전제하에 중소형 증권사에 대한 건전성 규제는 대폭 완화시킬 필요가 있다.

NCR 규제를 엄격히 적용하는 것은 정책당국이 증권회사에 대한 위험업무를 실질적으로 불허하는 것이기 때문에 투자은행 활성화라는 기본 원칙과는 실질적으로 배치된다. 그러므로 NCR 규제를 최소화하고 NCR 비율에 따라 각종 업무를 허가하는 방식을 재검토해야 한다. 하지만 현재 자본시장법 개정안에서 제시된 것과 같이 은행권(바젤 기준)으로 전환하는 방안의 경우 자산의 위험가중치를 고려해서 따지기 때문에 투자은행의 영업활동에 오히려 제약요인으로 작용할 가능성이 있다는 점도 충분히 감안될 필요가 있다.

다만, 국제적으로 논의 중인 시스템적으로 중요한 금융기관(SIFIs)으로 지정되는 증권사의 경우에는 시스템 위기로의 전이 가능성을 고려하여 건전성 규제의 수준을 조정해야 한다. 일반적인 금융투자회사의 건전성 악화는 시스템리스크로 전이될 가능성은 높지 않은 것으로 판단된다. 미국의 경우, 대형 투자은행 지주회사에 대해 NCR 규제와 유사한 레버리지 규제를 완화하면서 금융위기를 촉발시켰다는 비판이 있다. 레버리지 규제는 자본대비 부채, NCR 규제는 자본대비 총위험자산의 비율을 규제하는 것이기 때문에 양 규제는 시스템적 위험전이와 연관이 있다. 그러므로 시스템적 위험전이 가능성

- 
- 4) 증권사의 자기자본규제 제도는 각 국가별로 자본시장이나 금융투자산업의 수준, 역사적 발전 규제정책 등에 따라 다양한 모습을 가진다. 국내에서는 증권사의 자기자본규제 제도로써 NCR 규제를 도입하였다. 증권사들이 적기시정조치를 받지 않기 위한 NCR 규제선은 150% 이상이다. 단, 장외파생상품을 취급하려면 200%, ELW 등을 발행하려면 300%, 국고채 전문딜러가 되기 위해서는 350% 이상이 요구된다.
  - 5) 국내에서 증권사가 보호해야할 고객의 재산으로 분류할 수 있는 것은 현재 CMA 정도로 판단되는데 투자한 RP 등에서 문제가 발생하는 것이 아니라 증권사에서 문제가 발생할 경우 보호 여부에 대한 판단이 필요하다. 증권사의 예수부채로 구분되는 CMA 자산(현재 약 1,100만계좌, 42조원 잔액)은 RP 등에 투자되기 때문에 투자의 안정성 측면에서는 문제가 낮은 것으로 인식된다. 하지만 증권사의 파산시 예금으로 인식하여 자금을 투자한 고객에게 문제가 발생할 가능성이 있기 때문에 이를 어떻게 보호해야 되는지 문제가 발생(예금보호장치 부재)한다. 현재 고객예탁금과 같은 다른 증권사의 예수부채의 경우 보호장치로 증권금융 강제장치가 마련되어 있다.
  - 6) 증권사의 주요한 자금 조달 수단인 콜머니 규모는 9.7조원으로 증권사 전체부채 162.6조원의 6.0%를 차지(2010년 12월말 기준)한다. 이러한 콜거래는 대부분 무담보로 이루어지기 때문에 개별 증권사의 파산이 시스템 위협으로 전이될 가능성이 가장 높은 것으로 판단된다. 또한 콜금리도 개별 증권사의 신용을 제대로 반영하고 있지 못한 상황으로 신용경색시 시스템 위협으로 전이가 쉽게 이루어 질 수 있다. 따라서 이러한 요인을 사전에 방지하기 위해 국내 콜시장의 관행을 정상화시키기 위해 2010년부터 증권사의 콜머니 규모를 자기자본의 100% 이내로 제한하였고, 추가적인 비율규제를 검토하는 등 점진적인 콜시장 개편이 추진 중에 있다.

이 있는 일정 규모 이상의 투자은행에 대해서만 건전성 관리를 동원할 수 있도록 규제체계를 정비해야 한다. 이와 관련해서는 국제적 SIFI 논의를 참조해야 한다. 또한, 상업은행에 대한 건전성 규제의 일환으로 상업은행의 투자은행 관련 익스포져(대출 및 투자)는 적정수준에서 관리되어야 한다. 단, 증권사의 경우 국내 SIFIs로 지정하는 기준을 국내 실정에 맞게 설정할 필요가 있다.

이러한 틀을 바탕으로 기본적으로는 대형 투자은행 육성을 통해 현재 금융투자업 시장을 규모에 따른 다원화로 재편하는 전략을 추구해야 한다. 차별화된 업무영역 및 서비스를 제공하는 다양한 형태의 대·중·소형 투자은행들이 혼재하면서 치열하게 경쟁하는 모습을 추구하여, 기존의 단순중개업 시장 등은 완전경쟁 혹은 독점적 경쟁 시장으로 변화해야 한다. 또한, 고위험-고수익의 고부가가치 투자은행 업무는 소수의 대형 투자은행에 의하여 주도되는 형태로 발전되어야 한다.

차별화 과정에서 건전성 규제의 완화와 동시에 업무별 최소자본금 규제를 누진적(progressive)으로 적용함으로써 업무의 특화를 유도하고 백화점식 업무 나열을 제어하는 역할을 수행하도록 장치를 마련해야 한다. 건전성 규제와 최소 자본금 규제를 혼합적으로 운용하여 위험업무에 대한 접근을 차별화시키되 업무상 제약은 완화하는 방향으로 정책방향을 설정하는 것이 바람직하다.

건전성 규제의 주요 원인인 증권사 CMA 계좌 고객 보호 등과 관련해서는 고객보호장치가 마련되어 있고 일반적 증권사가 규제금융의 대상이 아니라는 전제 하에 증권사의 자본금 및 자산운용 규제에 있어서 다음과 같은 접근이 가능하다. 첫째로, 과거 금융투자회사들의 건전성 확보 차원에서 과도한 경쟁을 자제시키는 것이 관행이었다면, 향후에는 해당 분야에서 치열한 경쟁을 유발할 수 있도록 감독의 관점 자체를 변화시킬 필요가 있다. 은행 등 시스템적으로 중요한 기관과의 위험전이가 차단되었고 금융소비자보호가 충분히 유지되고 있다면 굳이 경쟁을 관리할 필요가 없기 때문이다. 또한, SIFI가 아닌 증권사의 자본금과 회사채를 통해 모집한 부채를 기업에 대한 신용공여를 포함하여 어떠한 방식으로 운용하더라도 원칙적으로 문제의 소지는 적을 것으로 보인다. 바젤은 예금 취급기관을 고려한 자본금 규제이기 때문에 일반적인 증권사에 대한 자본규제 설정에 있어서 기본틀이 되기에는 부적절하며, NCR 규제도 가급적 자율규제 형태로 가져가는 것이 보다 바람직할 것으로 판단된다.

#### (4) 투자은행의 대출업무 허용 관련 이슈

증권사가 IB업무를 수행하는 과정에서 단기대출을 하는 것은 IB 역량 강화를 위해 허용 가능하다. 증권사가 PF금융, 구조화금융 등을 수행할 때 기업 고객에 대한 토탈 솔루션을 제공한다는 차원에서 대출업무를 취급하는 것은 바람직하나 이 경우도 단기대출(bridge loan)에 국한해야 할 것이다.

증권사가 시설·운영자금 등 일반 기업대출까지 취급하면 집중위험과 시스템위험이 높아질 우려가 있다. 기업대출과 회사채 인수는 기업신용을 평가하는 능력을 필요로 한다는 점에서 유사하지만 회사채는 BS에 남지 않고 종국적으로 최종투자자들에게 분산되는 반면 대출은 BS에 남기 때문에 지속적인 위험관리를 필요로 한다. 그런데 대출 사후관리시스템이 취약한 증권사가 일반 대출업무를 한다면 다양한 포트폴리오를 구성하는 대신 거액집중여신으로 운용할 가능성이 높다(concentration risk). 대기업계열 증권사가 계열사에 거액여신을 제공할 경우 계열사 부도시 금융시장 경색을 통해 시스템리스크(systemic risk)를 높이게 된다.

또한 증권사가 대출을 취급하면 shadow banking에 따른 부작용 우려가 있다. 증권사가 콜머니, CMA 등 단기로 조달한 자금을 장기로 대출할 경우 미스매치에 의한 유동성리스크(liquidity risk)가 증대하게 된다. 이 경우 증권사는 은행처럼 만기변환(maturity transformation)을 통한 신용창출(shadow banking)을 하는데, 경제내에서 이 부문이 비대해질 경우 거시건전성 감독이 어려워진다. 또한 신용이 특정부문으로 쏠릴 경우(예: 글로벌 위기 전 미국 모기기부문) 충격이 발생할 때 금융시장 전체에 급격하게 신용이 경색될 가능성이 있다. 현재 글로벌 IB의 자산·수익 구조에서 대출이 차지하는 비중은 미미하다. Goldman Sachs, Morgan Stanley 등의 총자산 대비 대출자산의 비중은 5%에 불과하며, 또한 대출이자수입도 총수익의 4% 미만이다.

대출 등 CB업무 겸영을 통해 IB 역량이 강화되는 시너지는 거의 없다. 글로벌 IB 성장사를 보더라도 IB 역량 강화를 위해 CB업무를 겸영해야 한다는 논리는 설득력이 약하다. 1957년 지방은행들의 합병으로 탄생한 Deutsche Bank는 유니버설 뱅크로서 CB 및 IB 업무를 병행하다가 1995년부터 대출업무의 수익성 한계를 극복하고자 IB 부문을 강화하였다.



<표 1> 글로벌 IB의 자산 및 수익 구조(2010년말 기준)

(단위 : mil USD, %)

|          |                           | Goldman Sachs |         | Morgan Stanley |         |
|----------|---------------------------|---------------|---------|----------------|---------|
| 자산<br>구조 | gross loans               | 47,083        | (5.2)   | 40,216         | (5.0)   |
|          | loans & advances to banks | 49,686        | (5.5)   | 41,946         | (5.2)   |
|          | derivatives               | 19,405        | (2.1)   | 23,131         | (2.9)   |
|          | other securities          | 330,933       | (36.3)  | 296,473        | (36.7)  |
|          | remaining earning assets  | 17,944        | (2.0)   | 46             | (0.0)   |
|          | fixed assets              | 7,153         | (0.8)   | 5,814          | (0.7)   |
|          | non-earning assets        | 439,131       | (48.2)  | 400,154        | (49.5)  |
|          | total assets              | 911,330       | (100.0) | 807,698        | (100.0) |
| 수익<br>구조 | interest income on loans  | 1,009         | (2.2)   | 1,454          | (3.8)   |
|          | other interest income     | 11,096        | (24.1)  | 5,910          | (15.6)  |
|          | dividend income           | 233           | (0.5)   | 184            | (0.5)   |
|          | net gains on trading      | 17,208        | (37.4)  | 10,494         | (27.6)  |
|          | net insurance income      | 502           | (1.1)   | 629            | (1.7)   |
|          | net fees & commissions    | 12,908        | (28.0)  | 17,092         | (45.0)  |
|          | other operating income    | 3,105         | (6.7)   | 2,218          | (5.8)   |
|          | gross income              | 46,061        | (100.0) | 37,981         | (100.0) |

주 : 1) 개별재무제표 기준, 2) ( )내는 비중  
자료 : Bankscope

### (5) 위탁매매시장의 경쟁 제고

국내 증권사들은 생존경쟁이 없기 때문에 시장참가자들은 불확실한 혁신(차별화된 서비스)의 필요성을 느끼지 못하고 여전히 위탁매매업에 의존하는 영업방식을 지속하고 있다. 위탁매매업은 일견 경쟁상태인 것처럼 보이나 한 회사당 평균 수수료수입이 991억원(FY2009)에 달하며 이는 진입장벽 때문에 발생하는 일종의 렌트라 할 수 있다. 경제가 성장하면서 시가총액과 거래량이 증가하면 위탁매매수수료도 증가하는 특성이 있다. 증권사들은 단순업무인 위탁매매업에서 안정적인 수익을 누리고 있기 때문에 투자은행업무(IPO, 인수, M&A중개, PI) 등 위험업무를 수행할 유인이 크지 않다. 따라서 위탁매매업 등 단순업무에서의 렌트가 축소되어야만 증권사들이 투자은행 업무 등 위험업무에서 rent-seeking activity를 늘려나갈 것이다.

한·미 증권사 수익구조를 비교해 보면 국내 증권사의 경우 위탁매매업

비중이 여전히 높다. 미국의 경우 SEC에 등록된 브로커-딜러가 5,000여개사에 달하여 매우 경쟁적이며 이는 수수료를 인하로 이어진다. 미국 증권사의 수탁수수료수입은 시가총액 대비 0.50%, 거래대금 대비 0.08%에 불과한데 비해 한국 증권사의 비중은 각각 0.85%, 0.33%에 달한다. 한국 증권사의 수익구조를 살펴보면, 위탁매매 50%, 자기매매 30%, 펀드판매 8% 등 여전히 위탁매매에 치중된 모습을 보이고 있다. 미국의 경우 위탁매매 35%, 자산관리 20%, 펀드판매 14%, 인수·주선 11% 등 각 부문별로 고른 분포를 보인다. 특히, 인수·주선 및 펀드판매·자산관리 부문의 수익은 미국이 45%로 높은 비중을 나타내는데 비해 한국은 16%에 불과하다.

**<표 2> 한미 증권사 수익구조**

|       | 한국(FY09) | 미국(FY07) |
|-------|----------|----------|
| 위탁매매  | 50.3     | 26.7     |
| 자기매매  | 30.2     | -1.0     |
| 인수주선  | 4.8      | 13.0     |
| 펀드판매  | 7.7      | 12.6     |
| 자산관리  | 0.7      | 16.2     |
| 기타    | 6.3      | 32.4     |
| 순영업수익 | 100.0    | 100.0    |

주 : 미국 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)의 데이터베이스 개편작업에 따라 실적집계 연기

자료 : SIFMA, 금융투자협회

**<표 3> 한미 증권사 위탁매매수입 비중(%)**

|         | 한국   | 미국   |
|---------|------|------|
| 거래대금 대비 | 0.33 | 0.08 |
| 시가총액 대비 | 0.85 | 0.50 |
| GDP 대비  | 0.51 | 0.40 |

주 : 2008년 기준

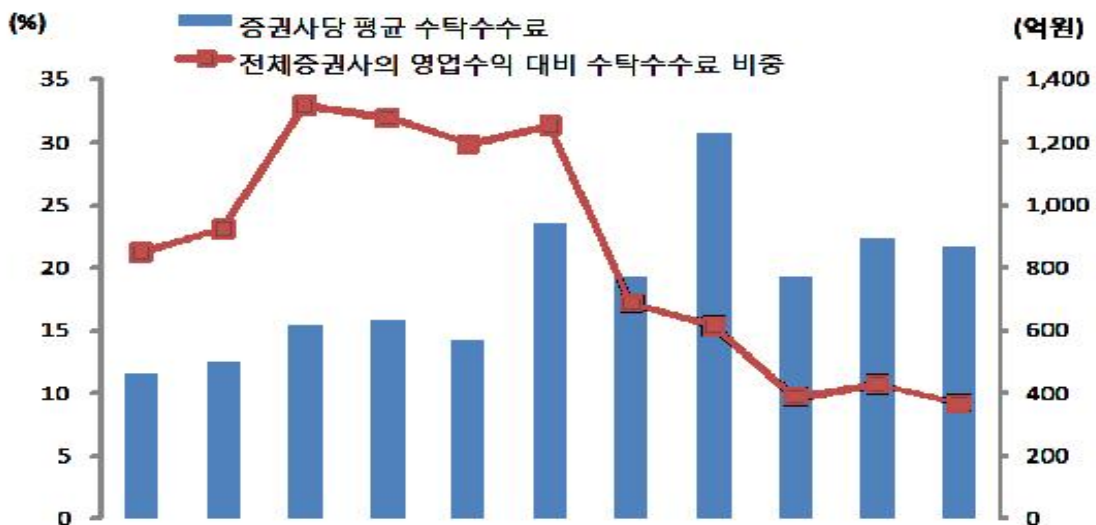
자료 : 세계거래소연맹, 한국거래소, 블룸버그

증권산업 구조조정 등을 통한 자본시장 혁신을 유도하기 위해서는 인가를 확대하는 등 위탁매매업 진입장벽을 낮춤으로써 수탁수수료를 경쟁을 촉발시킬 필요가 있다. 구조조정을 간접적으로 유도하기 위해서는 위탁매매업 진입장벽을 완화하고 인가를 확대하는 등 위탁매매업에서 완전경쟁체제를

통해 수수료경쟁을 촉발시켜야 한다. 여기서 진입장벽이란 증권·파생상품을 모두 중개하는 투자중개업자의 최저자기자본 요건(150억원), 거래소 결제회원 가입요건 (자기자본 100억원, 손해배상공동기금 납부, 결제이행보증금 납부가 포함), 금융투자업자의 협회 가입비 납부의무 등을 말한다.

시장참가자들이 혁신의 필요성을 느끼도록 경쟁 유인을 제공해야 하며, 경쟁심화를 위해 진입규제를 완화하는 한편 퇴출제도를 강화해 시장 구조조정이 원활하게 이루어지도록 해야 한다. 차별화된 서비스에 대한 충분한 payoff를 보장하고 (상품 बे끼기 강력 제재, 신금융기법에 대한 특허권 인정), 경쟁에서 도태되는 회사는 시장에서 자연스럽게 구조조정될 수 있도록 인가·등록 유지요건 등 퇴출기준을 강화하는 동시에 모니터링을 철저히 할 필요가 있다.

<그림 3> 국내 증권회사의 수탁수수료 수입



자료 : 금융감독원

### Ⅲ. ATS 도입과 관련된 이슈

자본시장법 개정안에서는 다자간매매체결회사라는 이름으로 대체거래시스템(ATS; alternative trading system)을 도입함으로써 증권 유통시장의 경쟁을 촉진하고자 시도하고 있다. 대체거래시스템은 정규거래소 이외의 다양한 형태의 증권거래 시장을 통칭하는데, 전자거래시스템을 통해 매도자와 매수자를 집중시켜 매매를 체결한다는 점에서 기존 거래소와 유사성을 가지나

상장이나 자율규제 기능을 보유하지 않는다는 점 등에서 차이를 보인다. 개정안은 대체거래시스템을 인가가 필요한 금융투자업자의 한 형태로 정의하고 있으며, 우선적으로 대체거래시스템의 매매체결대상상품을 상장주권으로 국한하되, 향후 시행령 개정을 통해 채권 등으로 대상상품을 확대하는 것도 검토할 예정에 있다. 또한 ATS 회사의 1인당 주식보유한도를 15%로 하고 금융기관은 금융위원회의 승인을 얻을 경우 30%까지의 주식보유가 허용될 것으로 예상되고 있지만, 거래소의 경우에는 완전자회사(100%) 형태의 ATS 설립을 허용할 계획에 있다.

해외 주요국에서는 그 동안 ATS가 지속적으로 성장해왔으며, 이를 통해 증권 유통시장의 경쟁이 촉진되고 시장 효율성이 제고되는 효과가 발생한 것으로 평가되고 있다. 실제로 ATS의 주식시장 거래점유율은 미국과 유럽에서 이미 각각 40%, 30%를 넘어서는 것으로 파악되고 있는데, 정규거래소와 ATS 간 경쟁 그리고 ATS들 간의 경쟁이 심화됨으로써 자본시장의 효율성이 제고되고, 시장참여자의 거래비용이 절감되며, 다양한 니즈(needs)의 충족이 가능해진 것으로 알려져 있다. 다양한 ATS들이 고객 중심의 수수료체계를 도입하고, 빠른 체결 속도를 달성하는 등 기존 거래소와의 차별성을 통해 시장에서 경쟁압력으로 작용한 결과로 평가된다. 또한 이번 개정안에는 포함되어 있지 않으나, 해외의 경우 거래의 투명성(transparency)을 중요시하는 전통적인 거래소와 달리 주문량과 가격정보를 공개하지 않는 비공개주문시장(dark pool)도 발전하고 있다는 점도 참고할 필요가 있다.

해외의 경우 일부 ATS(예: BATS, Direct Edge 등)는 정규 거래소로 전환함으로써 거래소 간 경쟁을 직접적으로 심화시키는 기폭제가 되고 있는데, 이번 자본시장법 개정안에서도 이러한 추세를 감안하여 기존의 거래소 법정 설립주의를 금융위원회의 허가로 거래소 설립이 가능한 거래소 허가제로 대체하고 있는데, 이는 향후 국내 ATS가 성장하여 정규 거래소로 전환할 경우에는 우리 나라에도 복수 거래소가 등장할 수 있는 근거가 마련된다는 의미를 가진다.

## 1. ATS 도입에 따른 예상 파급효과

본격적인 ATS 도입이 가져오는 대표적 장점은 거래시스템 간 경쟁을 심화시켜 자본시장의 효율성이 제고되고, 시장참여자의 거래비용 절감 및 다양한 니즈의 충족에 있다. 이 과정에서 기존 거래소 역시 IT 인프라 개선이나 비용절감 노력 등 다각적인 투자자 서비스 노력을 경주하게 될 것이다. 한

단계 더 나아가 ATS가 정규 거래소로 전환함으로써 거래소 간 경쟁을 직접적으로 강화하는 기재로 작용하기도 하는데, 실제로 해외의 ATS들은 상장업무 등 수익창출을 위한 사업확대를 위해 정규거래소로 전환을 모색하고 있다. 따라서 ATS의 발전은 향후 거래소 독점력의 약화 거래시스템 간 경쟁적 구도를 유도하는데 촉매가 될 것으로 판단된다.

그러나 ATS의 도입은 시장분할(market segmentation), 정보의 투명성(transparency), 투자자 보호 등의 측면에서 부작용을 유발할 가능성이 있다는 점도 간과되어서는 안된다. 우선 시장분할은 개별 시장의 거래규모가 복수의 시장으로 분할될 때 나타날 수 있는 비효율성을 지칭하며, 이러한 비효율성은 개별 시장의 유동성 축소로 인한 비효율적 가격발견, 시장간 복수 가격 형성과 같은 형태로 구현될 수 있다. 또한 익명시장의 예에서처럼 대량매매의 경우 시장충격을 줄이기 위해 매매 정보의 투명성이 낮은 시장을 이용하기도 하는데, 이로 인해 투명성이 유지되는 거래 경로를 선택하는 투자자들이 상대적으로 불이익을 보는 경우가 발생할 가능성도 제기된다.

통상적으로 위탁매매업자가 ATS의 회원이 되는 형태가 일반적일 것으로 예상되지만, 미국에서와 같이 ATS가 broker-dealer로 등록되는 경우에는 일부 투자자들이 별도의 위탁매매업자를 통하지 않고 ATS를 통해 직접적으로 시장에 접근하는 방식도 배제할 수 없을 것으로 판단된다. 또한 익명거래시장의 경우에는 거래의 규모를 이유로 개인 투자자들의 이용이 배제될 가능성이 높다. 이 경우 개인 투자자들이 기관투자자들과 달리 ATS에 접근하는 것이 용이하지 않음에 따라 정보의 투명성 저하로 인해 상대적으로 더 큰 피해를 가능성이 있어 투자자 보호의 이슈가 제기될 수 있을 것이다. 따라서 특정 ATS로부터 사업 모델을 이유로 일부 투자자의 접근이 배제될 경우 발생할 수 있는 형평성의 문제, 대량 주문 고객 등 일부 고객이 보다 저렴한 수수료를 부과 받는 가격 책정 정책의 문제를 경쟁저하적인 가격차별의 문제로 볼 것인가, 아니면 시장효율성 진작의 기회로 볼 것인가의 문제 등에 대해서 면밀한 검토가 필요할 것이다.

고빈도거래의 경우 ATS와 함께 발전하였으므로, ATS의 도입으로 시장 안정성 등 고빈도거래의 부작용이 확산될 우려도 존재한다. 예컨대 일반 대중에게 호가를 공개하기 전 고빈도거래기관 등 특정 트레이더들에게 호가를 공개하는 서비스인 플래쉬주문(flash order) 등으로 인하여 투자자간 형평성 문제가 제기될 수 있을 것이다. 이 역시 개인을 포함한 소액 투자자들의 손실로 연계될 가능성을 배제할 수 없다.

따라서 미국이나 유럽과 같은 선진국의 경우 최선집행의무의 부과, IT 기

술의 발달, 거래규모가 클수록 정보공개 의무 강화 등으로 이러한 부작용을 축소하고자 노력하고 있다. 최선집행의무는 거래소, ATS 간에 존재하는 주문에 차이가 존재할 경우, 호가를 포함한 다양한 측면에서 투자자에게 가장 유리한 조건으로 거래되도록 주문을 이전하도록 한 것으로, 시장분할에 의해 발생할 수 있는 가격오차를 축소시키며, 특정 ATS에 직접 접속할 수 없는 개인 투자자를 보호하는 가장 중요한 제도적 장치라고 할 수 있다. 최선집행의무를 이행하기 위해 위탁매매업자, 거래소 및 ATS는 Smart Order Routing 등 최선 호가를 검색하고 주문을 이전 시킬 수 있는 전산기술을 지속적으로 개선하고 있으며, 이는 시장분할 문제 등을 해결하는 실질적인 기반이 된다. MiFID의 경우 ATS도 정보공개를 강화할 것을 요구하고 있으며, Regulation ATS의 경우 거래규모가 클수록 더 많은 거래정보를 대중들에게 공개하도록 하고 있다. 특히 Regulation ATS는 유가증권 중 국가 전체 거래규모의 5% 이상인 것이 있을 경우에는 정규거래소에 연계하여 호가를 공개하도록 하고, 20% 이상인 것이 있을 경우에는 거래소 수준의 정보를 공개하도록 하고 있다.

## 2. 정책적 시사점

개정안이 포함하고 있는 ATS 도입이 성공적으로 이루어지기 위해서는 우선적으로 거래소와 ATS가 공존하는 주식 유통시장의 질서를 유지하기 위해 공정성과 거래의 투명성을 보장하고, 시장조작 및 여타 불공정거래 관행을 방지하기 위한 규제 및 감독 원칙의 수립 작업이 필요한 시점이다.

### 가. 최선집행의무의 구체성 확보

무엇보다, 단일 종목이 복수의 거래시스템에서 거래될 경우 적용될 최선 집행(best execution) 원칙의 구체적 내용과 함께 이행여부의 판단기준이 제시될 필요가 있다. 자본시장법 개정안은 금융투자업자에게 최선집행의무를 부과하여 거래소와 ATS 등 다양한 시장의 호가를 비교하여 투자자에게 가장 유리한 조건으로 거래를 체결하도록 규정하고 있으나, 최선집행은 단순히 최선의 거래가격만을 의미하는 것이 아니라, 시기(timing), 확실성(certainty), 명시적·암묵적 집행비용(execution cost) 등 다양한 관점에서 고객에게 최선의 거래결과가 보장되어야 함을 의미한다. 해외의 경우 최선집행의무의 수행하는 기술적 방법으로 Smart Order Routing이 활용되고 있음을 감안할 때, 전

산 시스템 관점에서도 최선집행의무의 기준을 마련할 필요가 있다.

또한 최선집행의무를 누구에게, 어떻게 부과시킬 것인가에 대해서는 추가적 논의가 필요할 것으로 판단된다. 현재 자본시장법 개정안이 최선집행의무를 부과하고 있는 금융투자업자가 일반적 위탁매매업자를 의미하는 것인지, 아니면 다자간매매체결회사(ATS)로 국한하고 있는 것인지는 불분명하다. 그러나 최선집행의무를 부과하는 대상을 분명히 하는 것이 바람직한 이유는 주문이전 시스템의 구축, 관리 등의 책임을 분명히 하기 위한 것이다. ATS에 참여하는 브로커와 거래소에 참여하는 브로커가 상이할 수 있다는 측면을 감안한다면 일단은 ATS와 거래소에 이러한 의미를 부여하는 방식이 사회적 비용 측면에서는 보다 유리할 것으로 판단된다.

다양한 이유로 ATS와 거래소간 가격 오차 발생 시 이를 처리하는 방안에 대해서도 사전적으로 규정을 마련하여야 할 것이다. 실제로 가격제한폭, 호가단위, 상이한 거래시간 등 다양한 요인에 의해 ATS와 거래소 간 가격 오차가 발생할 수 있다. 물론 ATS와 KRX의 가격 오차가 발생할 때 차익거래를 통하여 이러한 오차는 해소될 것으로 예상되지만, 이러한 오차의 해소에 허용되는 시간이나 가격 범위에 대해서도 구체적 고민이 필요할 것으로 판단된다. 또한 각종 펀드의 순자산가치(NAV; net asset value) 산정방식도 이에 맞추어 조정될 필요가 있을 것임은 자명하다.

#### **나. 장기적으로 청산 및 시장감시업무에 대한 독립성 제고**

자본시장법 개정안은 효율성의 관점에서 ATS에서 이루어진 거래의 청산 및 시장감시업무를 거래소가 담당하도록 규정하고 있다. 그러나 거래소와 ATS 간의 경쟁관계를 고려할 때, 거래소가 수행하는 청산서비스에 대해 ATS에 부과하는 수수료 책정에 있어서 기회주의적 행위가 발생할 수 있는 여지가 존재한다. 이는 시장감시업무의 수행에 있어서도 유사하게 적용될 수 있다. 따라서 ATS에서 이루어진 거래의 청산 및 시장감시업무를 거래소가 담당하는 것은 잠재적 이해상충 문제가 있으므로 장기적인 관점에서 독립적 청산 및 시장감시 기구의 도입도 검토할 필요가 있다. 단기적으로는 청산 서비스 수수료에 대한 원가 기준의 규제 도입이 불가피하며, 궁극적으로 거래소와 독립된 청산소의 도입이 필요할 것으로 판단된다.

#### **다. 시장정보의 투명성 및 투자자 간 공평성 제고**

규제 및 감독 기구가 효과적 그리고 효율적으로 시장에 대한 감시를 수행하기 위해서는 복수 거래시장에서 발생하는 다양한 사전적 정보(pre-trade information)와 사후적 정보(post-trade information)의 확보가 최우선 과제로 제기된다. 시세조작을 포함한 불공정거래의 방지를 위해서는 복수의 거래소 및 ATS에 연계된 동일인의 복수 계정 거래정보를 실시간 및 사후적으로 통합 모니터링할 수 있는 체계의 구축이 필요하다. 이러한 정보에는 대상 주식, 호가, 체결가격, 주문량, 거래량, 거래당사자, 거래가 이루어지는 시장 등에 대한 내용이 모두 포함될 것이다. 일례로 미국 SEC는 2010년 자율규제기구들이 주식시장 전반에 걸쳐 접수되고 실행된 거래주문과 관련한 내용파악이 가능하도록 감사추적시스템(audit trail system) 구축하도록 요구하고 있다.

복수의 차별화된 거래 시스템의 존재가 유발할 수 있는 형평성 문제 및 이와 관련된 부작용을 최소화하는 규제방안에 대해서도 사전적 검토가 필요하며, 유관기관 간에도 이와 관련하여 사전적 공감대를 형성하는 것이 바람직할 것으로 판단된다. ATS 도입으로 경쟁이 촉진될 경우 투자자 전체의 후생이 증가할 것이지만, 투자자군별 후생증가의 정도는 상이할 가능성이 높으므로 상대적 형평성의 이슈가 제기될 가능성이 있기 때문이다. 일례로 대량주문 고객 등이 여타 투자자보다 저렴한 수수료를 적용받는 가격체계를 경쟁저하적 가격차별로 볼 것인지, 시장효율성의 진작으로 볼 것인지에 대한 개념 정리가 필요할 것이다. 또한 특정 ATS가 일부 증권업자나 거래 형태에 대해서만 접근을 허용할 경우, 접근 제한의 합법성 여부를 판단하는 기준에 대한 사전적 검토가 필요하다.

## 라. 과도한 호가단위 경쟁 규제 및 시장안정화 장치의 마련

해외 사례를 보면, ATS는 거래소에 대한 경쟁 우위를 가지기 위하여 호가가격단위를 낮출 유인이 높은 것으로 알려져 있으며, 거래소도 경쟁력 유지를 위하여 호가가격단위 축소 경쟁에 동참하게 된다. 이처럼 복수 거래시장 체계의 도입은 호가가격단위의 축소 경쟁으로 이어질 가능성이 있으나, 비용과 편익을 면밀히 검토하여 호가가격단위에 대한 적절한 규제체계를 수립하는 것이 필요하다. 호가가격단위(tick size)가 축소되면 경쟁이 제고되고, 스프레드가 축소되며, 거래비용이 하락할 가능성이 있지만, 호가가격단위의 지나친 축소는 과도한 고빈도거래를 유발할 수 있을 뿐 아니라, 궁극적으로 과도한 호가 분산을 초래하여 오히려 가격형성에 부작용을 유발할 수도 있



다. 이 경우, 남보다 앞서 주문을 낼 필요성이 떨어지고, 결과적으로 지정가 주문 유인이 하락하게 된다. 유럽의 경우, 호가가격단위의 치열한 축소 경쟁이 이루어지다, 2009년 대부분의 유동 증권에 대해 호가가격단위를 합치시키는데 대한 자발적 합의가 이루어진 바 있다.

또한 복수의 거래시장에 있어 서킷브레이커(circuit breaker)와 같은 거래통제장치를 도입·운영하는 방안에 대해서도 사전적 검토가 필요하다. 해외의 경우 거래통제장치의 일괄 적용에 대한 입장은 상이한 것으로 나타나고 있는데, 미국의 경우에는 거래소의 거래중지 시스템을 ATS를 포함한 모든 시장에서도 동일하게 도입·운영하도록 규정하고 있지만, 유럽의 경우, 시장 전체에 동일한 거래통제장치가 도입되어 있는 국가도 일부 존재하지만, 거래시장별로 상이한 거래통제장치를 적용하여 특정 시장에서 거래가 중지되더라도 다른 시장에서는 거래가 계속되는 것이 허용되는 것이 보다 보편적사례인 것으로 파악된다. 따라서 우리나라 거래시장의 특성을 감안하여 일관된 거래통제장치를 적용시킬 것인지의 여부에 대한 판단과 구체적 실행방안의 수립이 필요할 것이다.

#### 마. 수수료 수준 및 부과 체계에 대한 검토 필요

단일 거래소 체제 하에서와는 달리, 복수 거래소 혹은 거래소와 ATS가 병존하는 상황에서는 개별 시장의 거래 수수료 수준 및 부과 체계에 대하여 보다 면밀한 검토가 필요할 것으로 예상된다. 거래소와 ATS가 상이한 서비스와 상이한 수수료 수준 및 체계를 운영함에 따라 거래행위에 영향을 주거나 혹은 가격 형성을 왜곡할 가능성이 제기될 수 있기 때문이다. 일례로 유동성 공급에 대한 대가로 제공되는 수수료 할인과 유동성 소진에 대해 지불하는 추가 수수료 간의 최적화를 목적으로 하는 maker/taker 방식의 가격책정은 시장참가자가 주문 시점을 변화하도록 만들 수 있다. 또한 거래소 내, ATS 내에서 이루어지는 다양한 가격차별 전략이 가져올 수 있는 파급효과에 대한 검토도 포함되어야 할 것이다. 예를 들어 거래량이 많을수록 낮은 수수료를 부과하는 거래량 할인(graduated pricing) 체계나, 주문의 성격에 따라 차별적 가격을 부과(예: proprietary vs. client account)하는 방식 등이 가져올 수 있는 파급효과에 대해서도 사전적 검토가 필요하다. 해외의 경우 ATS 도입 이후 다양한 수수료 부과 체계가 병존하는 상황이 도래한 바 있는데, 통상 수수료 체계가 과거에 비하여 매우 복잡해졌을 뿐 아니라 자주 변경되고 있다는 점도 염두에 두어야 할 것이다.

## 바. 익명시장 발전에 대한 준비

당장은 도입이 검토되고 있지 않지만, 해외의 사례를 참고하더라도 중장기적으로는 익명시장의 허용에 대한 입장 정립이 필요할 것으로 보인다. 익명시장 혹은 익명거래(dark liquidity)가 여타 ATS와는 상이한 공정성 이슈를 야기하는데, 각국의 규제당국은 이러한 문제를 해결하기 위하여 다양한 규제체계를 모색하고 있다. 대표적인 예로 익명거래 혹은 익명시장과 관련하여 정보의 누출 없이 거래상대방을 찾을 기회를 최대화하기 위한 목적으로 매수의향서(indication of interest; IOI)가 사용되기도 하는데, 이는 공정성과 관련한 규제 이슈를 야기하는 대표적 요인의 하나로 알려져 있다. 예를 들어 비공개주문시장에서 시장의 일부 참가자들에게만 송부되는 즉각적으로 실행 가능한 매수의향서(actionable IOIs))는 반드시 모든 참가자들에게 전달되는 것은 아니기 때문에 해당 정보를 전달받지 못하는 일부 시장 참여자들에게는 불이익으로 작용할 가능성이 존재한다. 따라서 EC, 미국의 SEC, 캐나다 증권감독당국 등은 실행 가능한 매수의향서에 대해 모든 시장 참여자들에게 공개됨으로써 사전적 투명성 요건을 만족해야 한다는 견해를 지지하는 것으로 알려져 있다.

익명시장 혹은 익명거래와 관련하여 거래데이터 통합서비스의 제공을 통한 해법이 모색되기도 하지만, 일부 시장 참여자들은 이러한 정보 및 서비스에 대한 접근이 불가능하여 이들의 가격발견 절차에 영향을 미칠 수 있다는 점도 간과되어서는 안된다. 또한 비공개주문시장의 발달로 공개주문시장에서 거래 규모가 전체 매수 및 매도 의향을 정확히 반영하기에 충분하지 않은 상황이 발생한다면 가격형성 절차에 비효율성이 발생할 가능성이 존재한다는 점도 염두에 두어야 할 것이다.

추후 익명주문이나 익명시장이 도입될 경우, 이에 선행하여 투명성 및 거래체결 등과 관련한 규제방식에 대해 충분한 검토와 준비가 이루어져야 할 것이다. 가격형성절차의 효율성과 공정성을 달성하고 시장에 대한 신뢰 유지를 통해 필요 유동성을 확보하기 위해서는 거래시장에서 가격과 수량에 대한 적정 수준의 거래 투명성을 보장하는 것이 반드시 필요하기 때문이다. 이 경우 거래 투명성은 일반적으로 사전적 정보와 사후적 정보의 투명성을 모두 지칭한다. 다만, 투명성은 대량매매(block trade) 거래 유인을 감소시키는 측면이 있다는 점도 참고될 필요가 있다. 따라서 적정 수준의 투명성이 시장별로 어떻게 정의되고 강제될 것인가에 대한 규제방침 마련이 필요할 것이

며, 차별적인 투명성 요구조건이 부여될 경우에도 이에 대한 근거와 조건이 사전적으로 명확히 규정되어야 할 것이다.

이와 관련하여 각국의 감독기구에서도 거래소 등 공개주문시장과 비공개주문시장에 대한 투명성 요구조건을 차별적으로 가져가면서도, 전체 시장의 효율성과 공정성을 확보할 수 있는 방안에 대해 지속적인 논의가 이루어지고 있다. 일례로 IOSCO(2011)는 비공개주문이나 비공개주문시장에 있어서 투명한 주문에 체결 우선순위를 부여하는 원칙을 제시하고 있다.

결국 가장 중요한 것은 시장별 투명성의 차이와 이러한 차이가 유발할 수 있는 이익과 불이익, 그리고 주문접수와 체결의 구체적인 방식이 모든 시장 참가자들에게 충분히 공지되어야 한다는 점이라 하겠다.

#### 사. ATS 산업의 중장기 비전 마련

ATS 설립, 거래소화 요건 및 시기, 거래소의 ATS 참여, 외국인에 대한 시장개방 등에 대한 우선순위와 일정을 제시할 수 있도록 중장기 시장발전 전략을 마련할 필요가 있는 것으로 판단된다. ATS 도입의 일차적 목적이 유통시장에서의 경쟁촉진에 있음을 감안할 때, 실질적인 경쟁이 발생하고 유지될 수 있도록 구체적인 계획과 세부 일정을 수립해야 할 것이다. 일례로 초기에는 거래소가 단독으로 ATS를 설립하는 것을 지양하고, ATS 시장의 경쟁구도가 어느 정도 정착된 연후에 거래소의 ATS 설립을 허용하는 식의 안정적인 경쟁체계 구축방안을 검토해 볼 필요가 있다. 예를 들어 NYSE Euronext는 dark strategy를 채택한 ATS(MatchPoint)를 설립하되 기존 ATS들과는 상이하게 규모와 거래 형태와는 무관하게 모든 회원사에 개방하는 전략을 채택하는 등 시장구조의 다양화에 기여한 바 있다.

끝으로 해외 선진 ATS의 국내시장 진입에 대해 일각에서는 우려의 목소리를 제기하고 있다는 점에 대해서도 고려되어야 할 것이다. 그러나 ATS 경쟁력의 핵심이 IT 시스템과 운용 노하우에 달려있다는 점을 감안할 때, 선진 기술의 도입이라는 측면에서 해외 선진 ATS와의 합작투자 내지는 이들의 단독 진입에 대한 허용 여부에 대해서도 향후 보다 신중한 검토가 필요할 것으로 판단된다.

### IV. 결론

금융위원회는 자본시장법 도입 이후 변화된 금융환경을 반영하고 우리나라

라 자본시장과 금융투자업의 제도약을 위한 기반을 마련하겠다는 취지에서 2011년 7월 21일 자본시장법 개정안을 입법예고 하였다. 실제로 우리 자본시장에 있어서 투자은행 서비스의 원활한 공급을 뒷받침하기 위한 신규 제도의 도입이나 기존 제도 및 관행의 개선 작업은 충분히 그 정당성을 부여받을 수 있다. 자본시장을 통한 효율적 자금 조달과 분배가 이루어지기 위해서는 증권사의 인수 및 상장, M&A 자문, 자기자본투자, 나아가 프라임브로커까지 통상적으로 투자은행의 영역으로 분류되고 있는 업무들의 고도화가 필수적이기 때문이다. 또한 대체거래시스템 도입을 통하여 이러한 자본시장의 근간을 이루는 인프라를 선진화하겠다는 의도 역시 유사한 맥락에서 그 필요성에 대하여 충분한 공감대 형성이 가능한 작업이다.

그럼에도 불구하고 이번 개정안을 둘러싸고 많은 논란이 벌어지고 있는 것은, 자본시장법 개정의 필요성을 제기하는 과정에서 우리나라 자본시장의 “비전”이 필요 이상으로 부각됨으로써 불필요한 오해가 촉발된 것에도 일부 기인한다고 판단된다. 게다가 아무리 선진적 제도가 도입되고 국내 시장구조가 혁신된다고 하더라도 가까운 미래에 우리나라에서 세계적 선도 투자은행이 나타날 것으로 기대하기는 어렵다. 기본적으로 국제 투자은행 시장은 매우 폐쇄적이고, 투자은행의 성장에는 상당히 장기간이 소요되기 때문에 후발주자가 선도적 글로벌 투자은행으로 성장한 전례는 극히 드물다.

그러나 비전의 실현 가능성에 대한 논란과는 별개로 제도 및 시장구조의 고도화를 통해 투자은행 서비스의 선진화를 도모하는 작업의 중요성 자체가 폄하되는 것은 바람직하지 않다. 투자은행 서비스의 선진화는 그 자체로서 충분한 의미와 경제적 성과를 기대할 수 있는 작업이기 때문이다. 자본시장 인프라의 선진화 작업 역시 마찬가지로 평가가 가능하다. 따라서 향후의 논의는 환경개선의 필요성 보다는 제시된 개선안의 현실 적합성을 높이기 위한 방안에 초점을 두는 것이 바람직할 것이다.

투자은행업 경쟁 촉진을 통한 산업 활성화를 위해서는 단기적으로 제도 개편과 시장충격을 통한 시장구조변화에 대한 인센티브를 제공하고, 장기적으로 시장구조에 변화가 감지될 경우 시장차별화를 유도하는 단계적 접근이 바람직하다.

투자은행 활성화 1단계로 공공기업 합병 추진이나 자발적 M&A, 증자 등에 대한 인센티브를 제공하고, 시장규율 강화 등을 통해 자율경쟁을 촉진해야 한다. 1단계 정책의 추진 결과로 가시적인 성과가 나타날 경우 건전성 규제 이원화 등 시장 차별화를 위한 2단계 정책을 추진하되, 자본금 규제나 인력요건 등을 강화하여 백화점식 영업구조는 사전에 방지해야 한다. 2단계

정책추진에 의해 탄생한 대형 투자은행의 경우 기업금융(인수, IPO, M&A 등)과 프라임브로커, 헤지펀드 운용과 같은 신규업무를 허용해야 한다. 현재의 add-on 방식의 자본금 규제보다는 progressive 형태의 자본금 규제를 도입하는 것이 국제적인 SIFIs 규제 정책 등에 부합되고 국내 시장의 시스템 위험을 제거할 수 있다.

ATS가 도입되고, 이들과 거래소 간의 경쟁을 통해 시장효율성이 촉진되는 한편, 궁극적으로 이들이 정규 거래소로 전환할 가능성이 열려있다는 점은 향후 거래소간 경쟁 체계 구축에 있어서 핵심적 토대로 활용될 수 있을 것으로 예상된다. 그러나, ATS의 도입이 가지는 변화의 크기를 감안할 때, 향후 세부적 규제체계의 수립에 있어 치밀한 사전적 검토가 필요할 것으로 판단된다. 무엇보다, 최선집행의무의 부과주체, 청산 및 시장감시업무의 담당 기관 등과 관련하여 보다 면밀한 검토와 논의가 필요할 것으로 판단된다. 실제로 자본시장법 개정안은 금융투자업자에게 최선집행의무(best execution)를 부과하여 거래소·ATS 등의 호가를 비교하여 투자자에 가장 유리한 조건으로 거래를 체결하도록 규정하고 있으나, 해당 의무를 누구에게, 어떻게 부과시킬 것인가에 대해서는 추가적 논의가 필요할 것이다. 특히 자본시장법 개정안은 효율성의 관점에서 ATS에서 이루어진 거래의 청산 및 시장감시업무를 거래소가 담당하는 내용을 담고 있으나, 해당 구도는 이해상충의 가능성을 내포하고 있어 보다 장기적 관점에서 청산 및 시장감시 구조에 대한 방향성도 제시될 필요가 있다.

복수의 차별화된 거래 시스템의 존재가 유발할 수 있는 형평성 문제 및 이와 관련된 부작용을 최소화하는 규제방안에 대해서 사전적이고 구체적인 검토가 필요하며, 유관기관 간에도 이와 관련하여 사전적 공감대를 형성하는 것이 바람직할 것으로 사료된다. 또한 ATS 설립, 거래소화 요건 및 시기, 거래소의 ATS 참여, 외국인에 대한 시장개방 등에 대한 우선순위와 일정을 제시할 수 있도록 중장기 시장발전 전략이 마련되고, 이러한 청사진이 시장에서 공유될 필요성이 있다.

## <참고문헌>

- 강종만, 『증권회사의 투자은행업무 활성화를 위한 과제』, 금융포커스, 주간금융브리프, 20-34, 한국금융연구원, 2011.9
- 권세훈·한상범·김현숙·박희선, 『증권회사의 자기자본 규제 개선에 관한 연구』, 연구보고서, 06-08, 한국증권연구원, 2006.12.
- 금융위원회, 『‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’ 개정안 입법예고』, 보도자료, 2011.7.
- 금융위원회, 『우리나라 금융의 미래를 위한 자본시장법 개정 추진방안』, 보도자료 별첨, 2011.7.
- 금융위원회, 『금융투자업자 영업용순자본지율(NCR)규제 개선방안』, 보도자료, 2011.9.
- 송민규, 『프라임브로커 관련 제도 정비 방향』, 금주의 논단, 주간금융브리프, 20-32, 한국금융연구원, 2011.8
- 이지언·연태훈·김영도·송민규·임형준, 『투자은행 활성화를 위한 정책방향』, 금융 VIP 시리즈 2011-17, 한국금융연구원, 2011.8
- 연태훈, 『투자은행 활성화를 위한 전략적 접근 방안』, 금주의 논단, 주간금융브리프, 20-36, 한국금융연구원, 2011.9
- 연태훈, 『대체거래시스템 도입과 정책 과제』, 금융포커스, 주간금융브리프, 20-40, 한국금융연구원, 2011.10