



# 국채 유통시장의 네트워크 외부성과 정책적 시사점

姜 京 勳 (研究委員, 3705-6331)

국채거래의 장내집중 의무화 문제를 다루기 위해서 네트워크 외부성을 감안할 필요가 있음. 국채거래 요소별 네트워크 외부성 분석에 따르면 호가집중 및 체결정보 공시는 모든 거래를 단일시장으로 통합하는 것과 마찬가지로 외부효과를 얻는 한편 브로커 기능의 존치 및 상대매매 가능 등의 장점이 있음. 그러나 이 경우 가격정보의 정확성이 확보되어야 함.

- 최근 국채 장내거래 의무화를 둘러싸고 논쟁이 지속되고 있는데 장내거래 의무화제도를 확대하여야 한다는 측은 인터넷 메신저를 이용한 브로커간 장외거래 관행은 시장 투명성 제고 및 딜러기능 육성을 어렵게 한다고 주장하고 있음.
  - 현재 채권 장외거래는 학연·지연 등을 매개로 한 40~50개의 메신저 그룹에 의해 이루어짐.
  - 메신저 거래의 호가 및 체결정보가 시장에 실시간으로 공표되지 않음으로써 정보 비대칭성, 거래 불투명성을 초래한다는 주장임.
  - 이에 따라 국채거래의 장내집중을 강화할 경우 거래비용이 낮고 투명성이 높은 장내 채권시장의 유동성 증가 및 이에 따른 매수/매도 스프레드 축소를 기대할 수 있다는 것임.
- 반면 국채 장내거래 의무화를 반대하는 측은 경쟁매매 기반의 전자거래시스템에 의한 장내거래는 거래의 투명성을 제고하는 효과가 있으나 브로커의 호가탐색 및 조정기능이 없으며 대량 주문 체결, 시간외 거래 등 채권거래의 특성을 충족시키기 어렵다고 반박하고 있음.
  - 현재 대부분의 국채전문딜러는 의무 이행을 위한 호가제출 외에 적극적인 시장조성 역할 수행이 미흡하다는 주장임.
  - 장내거래 의무화제도를 확대할 경우 브로커 기능이 위축되고 채권거래 특성을 살리지 못함에 따라 장외에서 거래를 성사시키고 장내에서 체결만 하는 ‘통정거래’가 주로 이루어질 것이라고 주장하고 있음.
  - 또한 제도적인 독점권 부여에 따라 거래시스템 간의 경쟁을 봉쇄하는 효과가 있다는 지적도 있음.
- 장내거래가 좋으나 장외거래가 좋으냐의 논쟁이나 이에 따른 ‘집중 의무화’의 문제를 다루기 위



해서는 채권거래시스템 선택의 네트워크 외부성을 감안하여야 함.

- 어느 거래참가자가 A와 B 두 가지 거래시스템 가운데 A를 선택하면 거래시스템 A의 유동성이 상승하여 A의 기존 참가자들에게 긍정적인 외부효과가 발생함.
- 또한 네트워크 외부성은 이미 자리를 잡은 거래시스템의 협상력을 높여주게 되며 새로운 거래시스템의 도입을 지연시키게 됨.

■ 이와 같은 국채거래의 네트워크 외부성을 국채거래의 요소별로 검토해보면 가격제시 및 체결 정보의 외부성이 가장 중요함.

- 어느 거래참가자가 주문을 내거나 호가를 제시하면 이는 다른 시장참가자에게 긍정적인 외부효과를 유발함.
- 거래 당사자들 간의 협상이나 거래체결 행위 자체는 다른 시장참가자에게 영향을 주지 않으나 체결정보는 다른 참가자들에게 귀중한 자료가 됨(information externality).
- 대금결제는 강력한 네트워크 외부성을 가지고 있으나 현재 지급결제·증권결제시스템이 완비되어 있어 국채거래 집중 의무화와는 별개의 문제임.

〈표〉 국채거래의 요소별 네트워크 외부성 유무

국채거래의 요소	네트워크 외부성의 유무
1. 가격 탐색 및 제시	○
2. 협상	×
3. 거래체결	×
4. 체결정보	○
5. 대금결제	×

■ 국채거래 요소별 네트워크 외부성 분석에 따르면 최대의 외부효과를 얻는 데는 두 가지 방법이 있음.

- 모든 거래를 하나의 시장에 집중시킬 경우 최대의 네트워크 외부효과를 누릴 수 있으나 외부성이 없는 협상, 거래체결 등과 관련하여 거래 불편이 초래될 수 있음.
- 다른 방법은 호가집중 및 체결정보 공시를 통한 것인데 이 경우 상대매매가 가능하고 브로커 기능이 존치되어 거래 불편을 유발하지 않으나 가격정보의 정확성 확보가 전제되어야 함.
- 가격정보의 정확성을 확보하는 데는 시장규율에 의한 방법, 법적 강제, ETS 등 시스템에 의한 방법 등이 있음.

■ 한편 단일 시장 및 호가집중은 모두 독점적 지위를 부여받으므로 현재 또는 미래의 독점력 행사에 대한 규제장치가 필요함.