

## 새로운 시장 체제의 시작



증권 거래의 다양화를 가져올 ATS 설립이 2023년부터 본격 추진된다. 금융당국이 제시한 예비 인가를 거쳐 2024년부터는 복수 거래시장이 탄생할 것으로 보인다. 실제 ATS가 출범하기까지 넘어야 할 산이 많이 남았다. 앞서 시행하고 있는 해외 주요국의 사례를 살펴보며 반면교사로 삼아야 한다.

# 대체거래소 준비법인, 대체거래소 인가 신청 준비 중

금융당국은 대체거래소 인가 설명회를 열고 가이드라인을 발표.  
대체거래소 준비법인들은 내년 3월까지 예비인가 신청서를 내고 준비기간을 가질 예정.  
금융투자협회를 중심으로 한 증권사들은 대체거래소 준비법인 '넥스트레이드'를 출범,  
비상장 주식중개 플랫폼을 운영 중인 피에스 엑스도 부산대체거래소 준비법인 설립 진행.

## 대체거래소 설립에 따른 기대효과



### 체결·매칭 고도화

(미드포인트 매치)중간 가격 체결 지정가-시장가 가격모델, 틱사이즈 효율화



### 거래 유형 다변화

증권 거래시간 확대, 새로운 주문 방식 기초지수 및 상장지수증권 다변화



### 거래 인프라 선진화

외부 초고속망 이용 위험평가, 저지연성 환경



### 부가 수익사업 추진

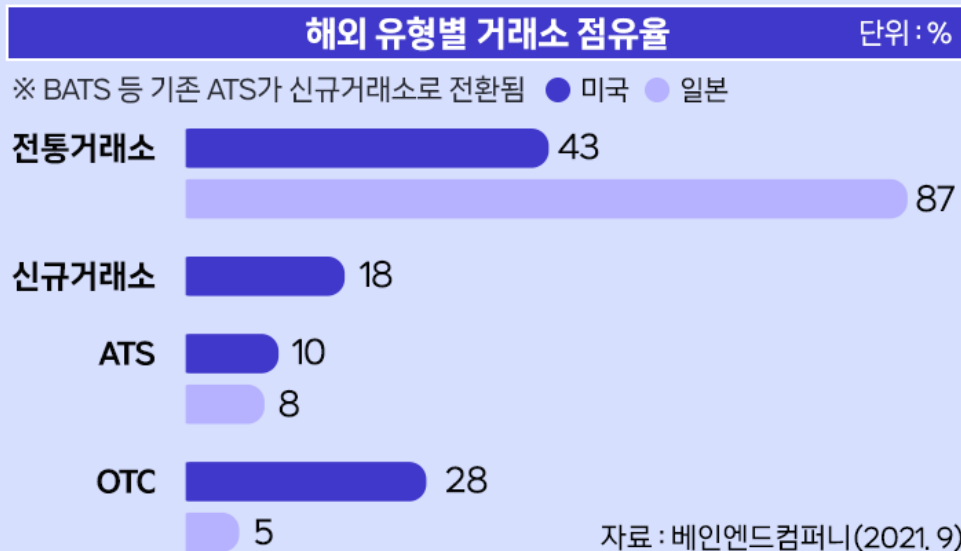
시장정보 기반 사업, 최적거래소주문연결(SOR) 실시간최적호가제시(NBBO)

자료 : 베인앤드컴퍼니(2021. 9)

# ATS 안착 위한 최선집행의무 가이드라인 필요

ATS 설립으로 거래 시스템 간 경쟁의한 서비스 향상 기대되나  
한편으론 시장 분할, 정보 투명성, 투자자 보호 등 측면에서 부작용 유발 가능성 존재.  
세계 주요국들은 **최선집행의무 원칙\***을 수립해 시기(timing), 확실성(certainty),  
명시적·암묵적 집행비용(execution cost) 등 최선의 거래 결과를 보장.

\* 주문을 받은 증권사들이 여러 거래소 중 가장 유리한 조건을 선택해 거래를 체결해야 한다는 원칙



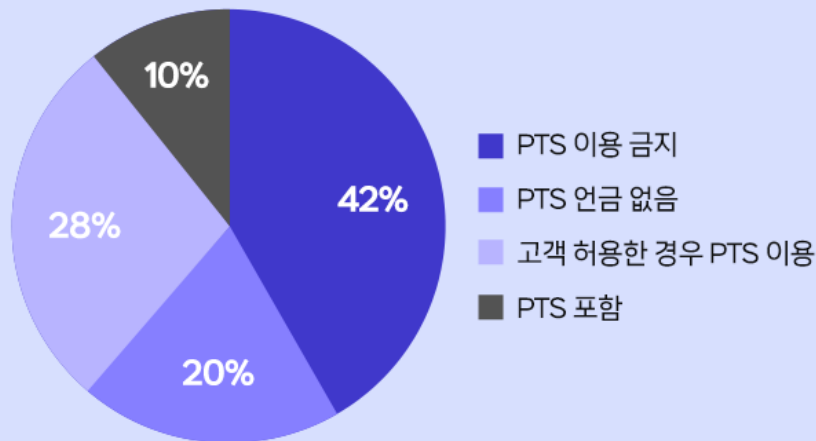
# 일본, 최선집행의무 원칙 개정 추진

일본 FSA는 2020년 투자자 보호와 시장의 투명성 강화 위해 **최선집행의무 원칙 재검토**

▲증권사가 **최선집행원칙 수립 시 개인투자자 주문은 가격을 중시하는 방향으로 규정**

▲SOR에 의한 주문집행의 투명성을 높이고자 **최선집행원칙의 기재사항에 SOR 사용 시 그 취지 및 SOR에 의한 주문집행 원칙을 설명하도록 의무화.**

## 일본 증권사의 PTS(대체거래소) 활용 비중



자료 : 자본시장연구원 '일본의 최선집행원칙 개정과 시사점' (2022. 11)

# 미국, 최선집행의무 원칙에 강제성 부여

증권사 최선집행의무의 명확한 기준이 있는 미국은 브로커-딜러에게 최선집행의무를 포괄적으로 부여, 트레이딩센터에는 **NMS 주식\***에 대해 최선의 가격을 제시하는 곳으로 거래를 회송하도록 의무화(Order Protection Rule: OPR)함으로써 최선집행을 지원.

\*복수 시장을 효율적으로 관리하기 위한 전국시장시스템(National Market System: NMS)에 포함되는 주식

## 미국 ATS의 최선집행의무 프로세스

- 브로커-딜러는 고객의 주문이 최선의 상황에서 체결될 수 있도록 주문 시점과 트레이딩센터를 선택하여 제출, 만일 접수된 주문이 최선의 주문이 아닐 경우 트레이딩센터는 OPR에 따라 다른 트레이딩센터로 주문을 재전송
- 이에 따라 미국 ATS는 통합시세분배시스템을 기반으로 주문회송장치를 반드시 갖추어야 하므로 최선집행의무의 인프라 구축 시 높은 초기비용 발생

자료 : 자본시장연구원 '미국과 유럽의 ATS 현황과 규제 논의'(2022. 8)

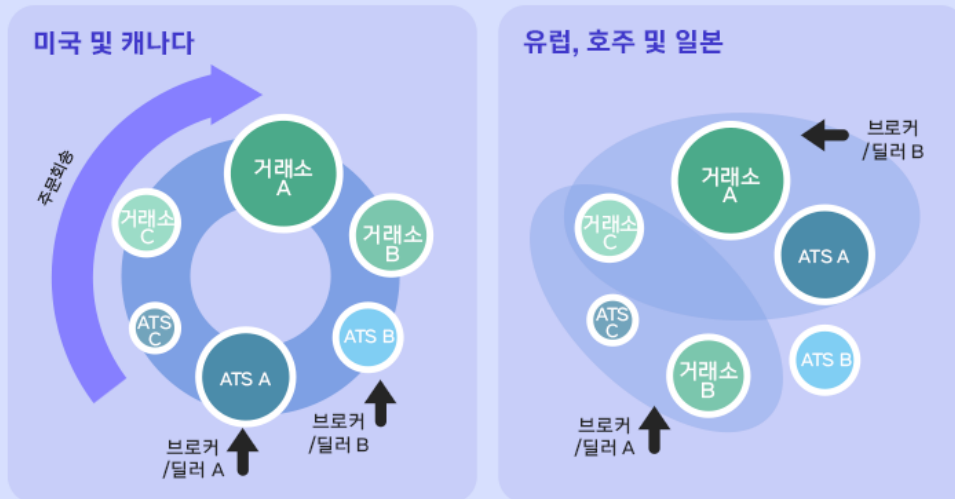
# 유럽, 최선집행의무 원칙 위한 복합적 기준 도입

일본 사례에서 볼 수 있듯이 최선집행의무는 ATS 시장 안착에 결정적 영향을 미침.

금융당국도 최선집행의무 가이드라인에 대한 검토를 진행할 예정.

우리 자본시장법 개정에 따르면 최선집행의무를 지키기 위한 기준이나 우선순위는 주문을 받는 증권사에게 달려 있는 상황으로 유럽의 내용과 비슷한 상황.

## 주요국 최선집행원칙 원리 비교



자료 : 자본시장연구원

‘주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점’(2014)

# 통합시세시스템, 최선집행의무 원칙의 필수 요건

시장을 유기적으로 연결하려면 각 거래 시장에 분산된 정보를 통합하는 과정 필요.

▲통합시세시스템을 지정 후 의무적으로 정보를 통합·분배하거나

▲시장 자율에 따라 시세서비스 업체가 공개하는 두 가지 방법 있음.

## 국가별 통합시세시스템 명칭

국가	통합시세시스템 명칭	제공사
미국	Nasdaq TotalView	나스닥증권거래소(Nasdaq)
	Daily TAQ	뉴욕증권거래소(NYSE)
	Cboe Global Cloud	Cboe
	CTS(Consolidated Tape System), CQS(Consolidated Quotation)	Consolidated Tape Association(CTA)
유럽	Optiq	Euronext
	Turquoise Market Data	런던증권거래소
	Deutsche Börse MDS (Market Data + Services)	Deutsche Börse Group
캐나다	CSE Real-Time Data	캐나다증권거래소(CSE)
	TSX InfoSuite	TMX Group
호주	ASX MarketSource	호주증권거래소(ASX)
	Chi-X Market Data Feed	Cboe(Chi-X) 호주
일본	JPX Real Time Market Data	JPX(Japan Exchange Group)

# 최선집행의무 원칙을 수행하는 기술적 방법, SOR

브로커-딜러들은 최선집행의무를 수행하기 위해 최적의 주문을 전송.

주문 접수 이전 단계에서 기관투자자들이 **DMA\*** 서비스를 통해 **SOR시스템\*\***을 이용해 시장에 주문을 직접 전송해서 이루어짐.

- \* **직접시장접속(DMA)** 증권 거래 시 거래소 회원사의 주문 대행 없이, 투자자가 직접 주문관리시스템을 이용, 주문을 거래소에 전송하는 매매 방식
- \* **스마트 오더 라우팅 (SOR) 시스템** 투자자에게 가장 유리한 거래 조건을 가지고 있는 거래소에 주문을 자동 전송하는 시스템

## SOR 프로세스





# ATS 설립 이후 시장간 경쟁 촉진

한국거래소는 12월 6일 ATS 관련 서비스 경쟁력 강화 등 자본시장 현안에 대해 논의. 특히 2023년 1월부터 **증권 및 파생상품의 호가단위를 가격대별로 세분화하여 축소 예정.** ATS 설립 이후에는 **공개주문시장(Lit pools), 비공개주문시장(Dark pools)** 등 다양한 형태의 시장 설립 논의가 진행될 전망.

## 공개주문시스템과 비공개주문시스템 특징

구분	공개주문시스템	비공개주문시스템
유형	정규거래소, ECN	Dark Pool, Crossing Network
주문정보	매수·매도 호가, 종목, 가격, 수량	일부 정보
공개여부	제3자에게 널리 공개	제한적으로 공개
유의어 (별칭)	lit trading venues, quoting exchanges, displayed markets	dark trading venues, non-quoting exchanges, undisplayed markets

자료 : 금융투자협회 'ATS 규제 현황 및 개선 방안'(2022. 9. 17)

- \* 저작권법에 의하여 해당 콘텐츠는 코스콤에 저작권이 있습니다.
- \* 따라서, 해당 콘텐츠는 사전 동의없이 2차 가공 및 영리적인 이용을 금합니다.