

대체거래소 도입에 따른 시장의 변화 및 향후 과제

연구자:

성균관대학교 김대진

단국대학교 양철원

What is a Market?



넥스트레이드 (다자간매매체결회사)

자본시장법 제 78조 '다자간매매체결회사에 관한 특례'에 근거하여 2022년 11월 설립되어 2025년 3월 4일부터 업무개시

"다자간매매체결회사"란 정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시의 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 매매가격의 결정방법으로 증권시장에 상장된 주권, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리업무를 하는 **투자매매업자 또는 투자증개업자**를 말한다.

"거래소"란 증권 및 장내파생상품의 공정한 가격 형성과 그 매매, 그 밖의 거래의 안정성 및 효율성을 도모하기 위하여 제373조의2에 따른 금융위원회의 허가를 받아 **금융투자상품시장**을 개설하는 자를 말한다.

KRX vs. NXT

| | | KRX | NXT |
|----------|--------|---------------------------|--------------------------|
| 설립 | 절차/지위 | 허가제/거래소 (법 373의 2) | 인가제/금융투자업자 (법 12) |
| | 자기자본 | 1,000~5,000억원 (령 별표 17의2) | 200~500억원 (령 별표1) |
| | 주식보유한도 | 원칙적으로 5% (법 406) | 원칙적으로 15% (법 78 ⑤) |
| 기능 | 매매체결 | ○ | ○ |
| | 상장공시 | ○ | X |
| | 시장감시 | | |
| | 청산 | | |
| 거래대상 | | 증권 및 파생 (법 8의 2 ④) | 주식,DR,ETF,ETN (법 8의 2 ⑤) |
| 시장운영 자율성 | | 업무규정 제•개정시 금융위 승인(법 412) | 업무규정 사후보고(법 78 ③) |

- 정기변경
 - 코스피200 및 코스닥150 구성 종목
 - 그 외 시가총액, 거래대금 등을 고려하여 선정
- 제외기준
 - 외국주권, 투자회사주권, 부동산투자회사주권, 선박투자회사주권, 사회간접자본투융자회사주권 및 기업인수목적회사주권
 - 의결권이 없는 상장주권
 - 상장주식수가 5만주 미만인 증권
 - 상장폐지, 관리종목, 주위환기종목 또는 단일가매매대상 저유동성종목 지정증권
 - 발행인과 금융투자업자 간의 계약에 따라 해당 증권을 상장한 증권시장에서 그 증권에 대한 유동성공급 및 시장조성을 하기로 한 경우 해당 증권

- 지정가주문 (Limit Order)
- 시장가주문 (Market Order): IOC 또는 FOK 조건 **의무**
- 최유리지정가호가: 상대방 최우선호가의 가격으로 지정
 - 시장가와 유사하지만, 최우선호가의 가격만 접수
- 최우선지정가호가: 자기 방향의 최우선호가의 가격으로 호가
 - 매수 시에는 가장 높은 매수호가, 매도 시에는 가장 낮은 매도호가
- 스톱지정가호가 (Stop Order)
- 중간가호가: NXT의 최우선매도호가와 최우선매수호가의 산술평균한 가격
 - **KRX**중간가호가는 **KRX**의 최우선매수호가 기준으로 산정

NXT와 KRX 거래시간

NEXTRADE

KRX

08:00

대량/バスケット
08:00~18:00

프리마켓
08:00~08:50

메인마켓
09:00:30~15:20

증가매매호가접수
15:00 ~ 16:00

증가매매
15:30 ~ 16:00

애프터마켓
15:30~20:00
(15:30~15:40
단일가매매)

20:00

시가단일가
08:30 ~ 09:00

접속매매
09:00~15:20

증가단일가
15:20 ~ 15:30

장중대량/バスケット
09:00~15:30

시간외단일가
16:00 ~ 18:00

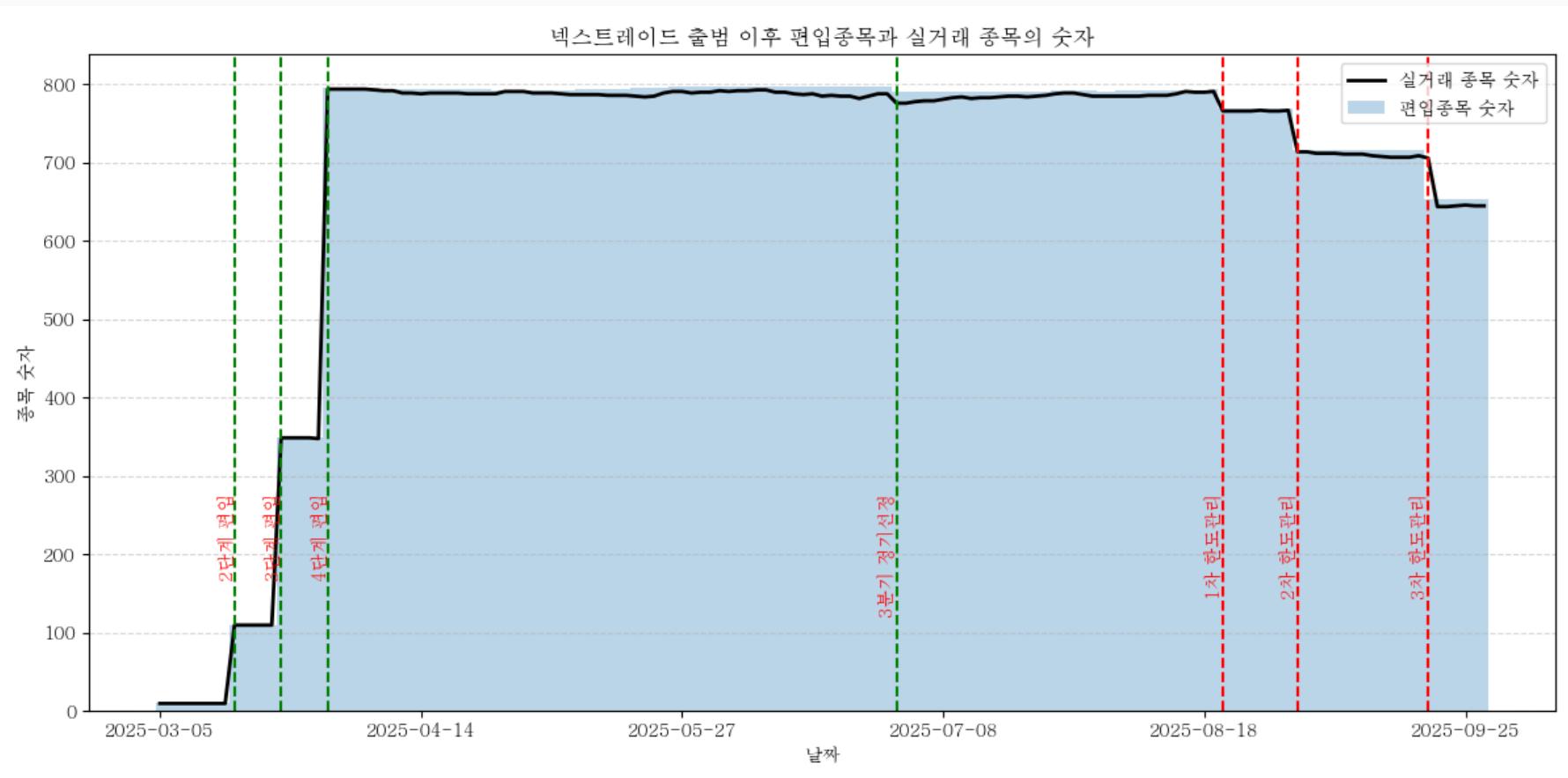
시간외대량/バスケット
08:00 ~ 09:00

시간외대량/バスケット
15:40 ~ 18:00

NXT 대상종목 편출입 현황

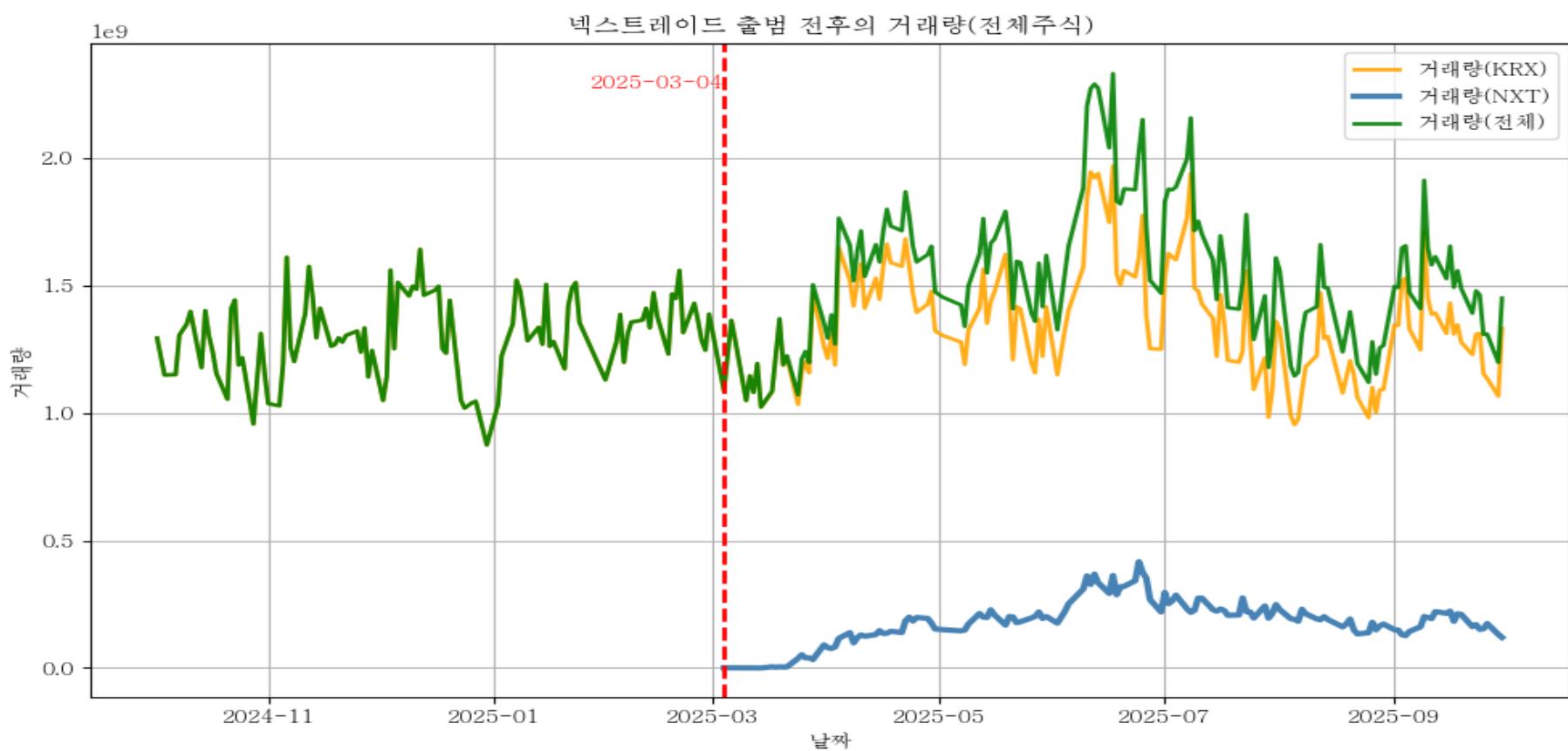
| 날짜 | 편입 | 편출 | 종목 수 | 이벤트 |
|------------|-----|-----|------|------------------------------------|
| 2025-03-04 | 10 | | 10 | 매매체결대상종목 1단계 |
| 2025-03-17 | 100 | | 110 | 매매체결대상종목 2단계 |
| 2025-03-24 | 240 | | 350 | 매매체결대상종목 3단계 |
| 2025-03-31 | 446 | | 796 | 매매체결대상종목 4단계 |
| 2025-07-01 | 105 | 112 | 791 | 매매체결대상종목 3분기 정기선정 |
| 2025-08-20 | | 26 | 769 | 거래량 한도관리 1차 |
| 2025-09-01 | | 53 | 716 | 거래량 한도관리 2차 |
| 2025-09-19 | | 66 | 650 | 거래량 한도관리 3차 |
| 기타 | 12 | 6 | | 편입: 신규상장, 지수편입 편출: 관리, 환기, 상장폐지 |
| 총계 | 913 | 263 | 650 | 9월 19일 현재 650개 종목 거래대상 |

넥스트레이드 출범 이후 편입 종목 및 실거래 종목 숫자 추이

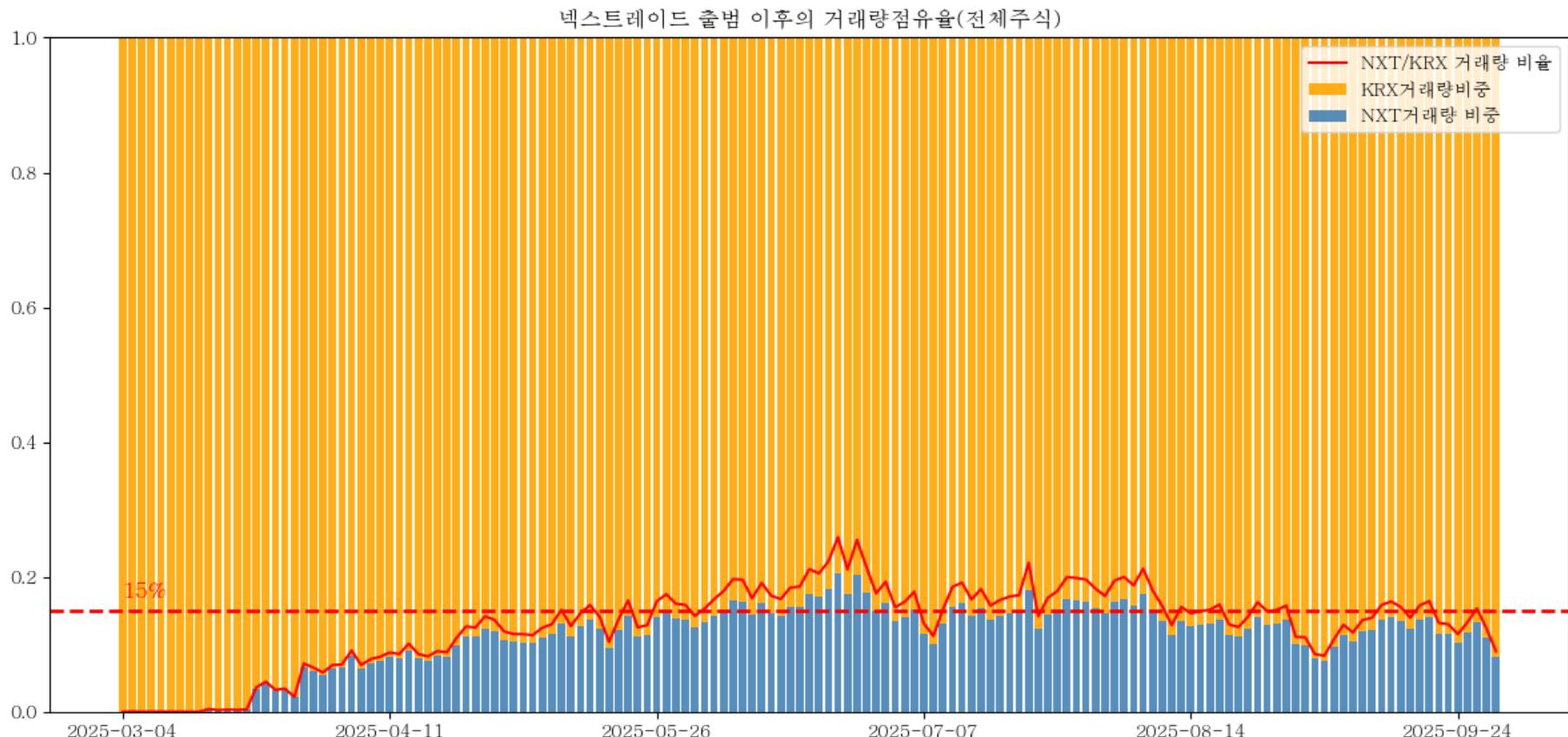


- 자본시장법 8조의 2 제5항제1호 및 시행령
 - 경쟁매매의 방법에 대하여 대통령령으로 한도를 정함
- 시장전체 한도 **15%** 이하
 - 매월말 기준 과거 6개월 간의 경쟁매매방식으로 체결된 거래량 비교
 - NXT 전종목 거래량 / KRX 전종목 거래량
 - 25/3/4기준: KOSDAQ 1,791개 종목, KSE 961개 종목 (KRX 2,752개 종목)
- 종목별 한도 **30%**이하
 - 매월말 기준 과거 6개월 간의 경쟁매매방식으로 체결된 NXT 메인마켓과 KRX정규시장 거래량 비교
 - NXT 거래량 / KRX 거래량

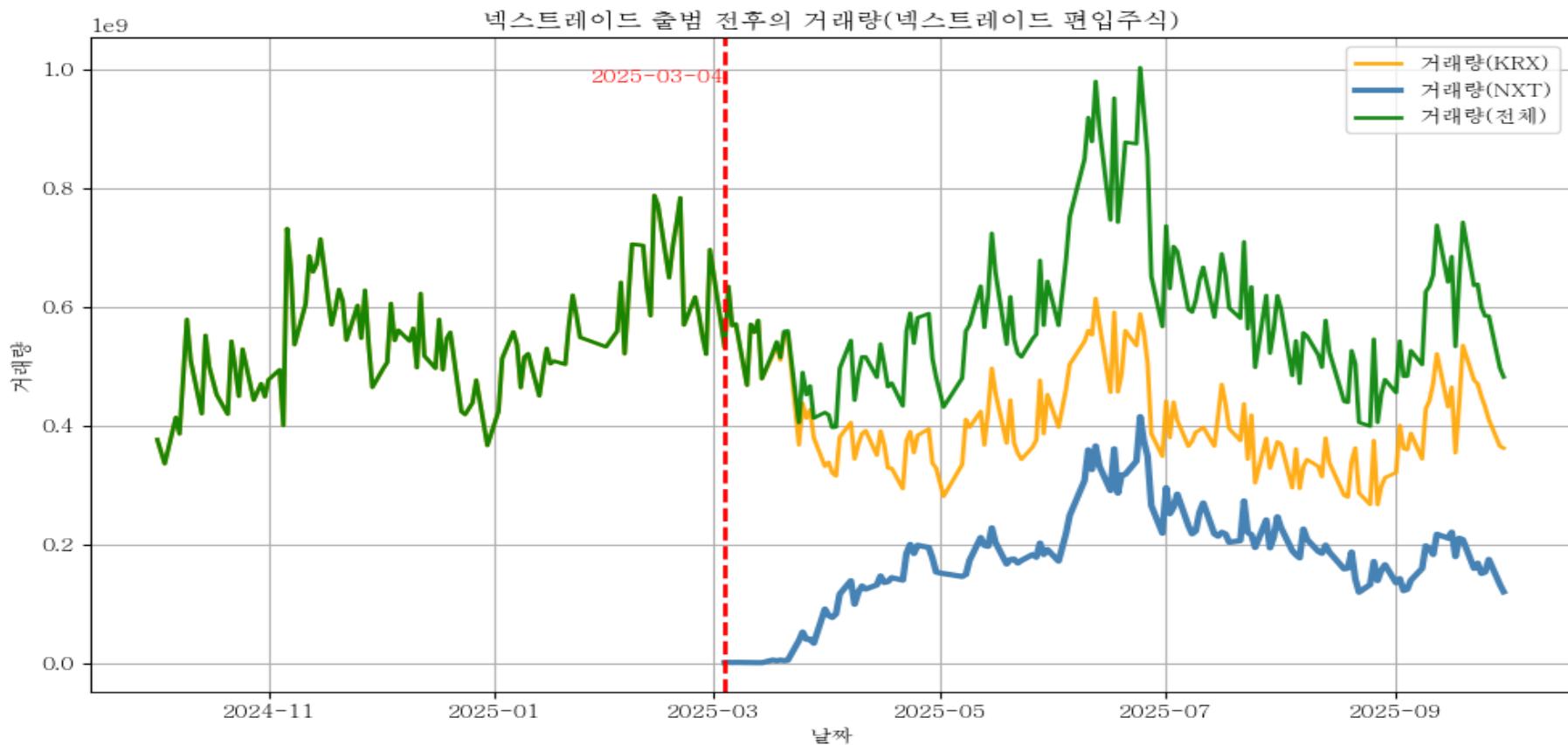
넥스트레이드 출범 전후의 전체주식 거래량 (Dataguide Daily Data)



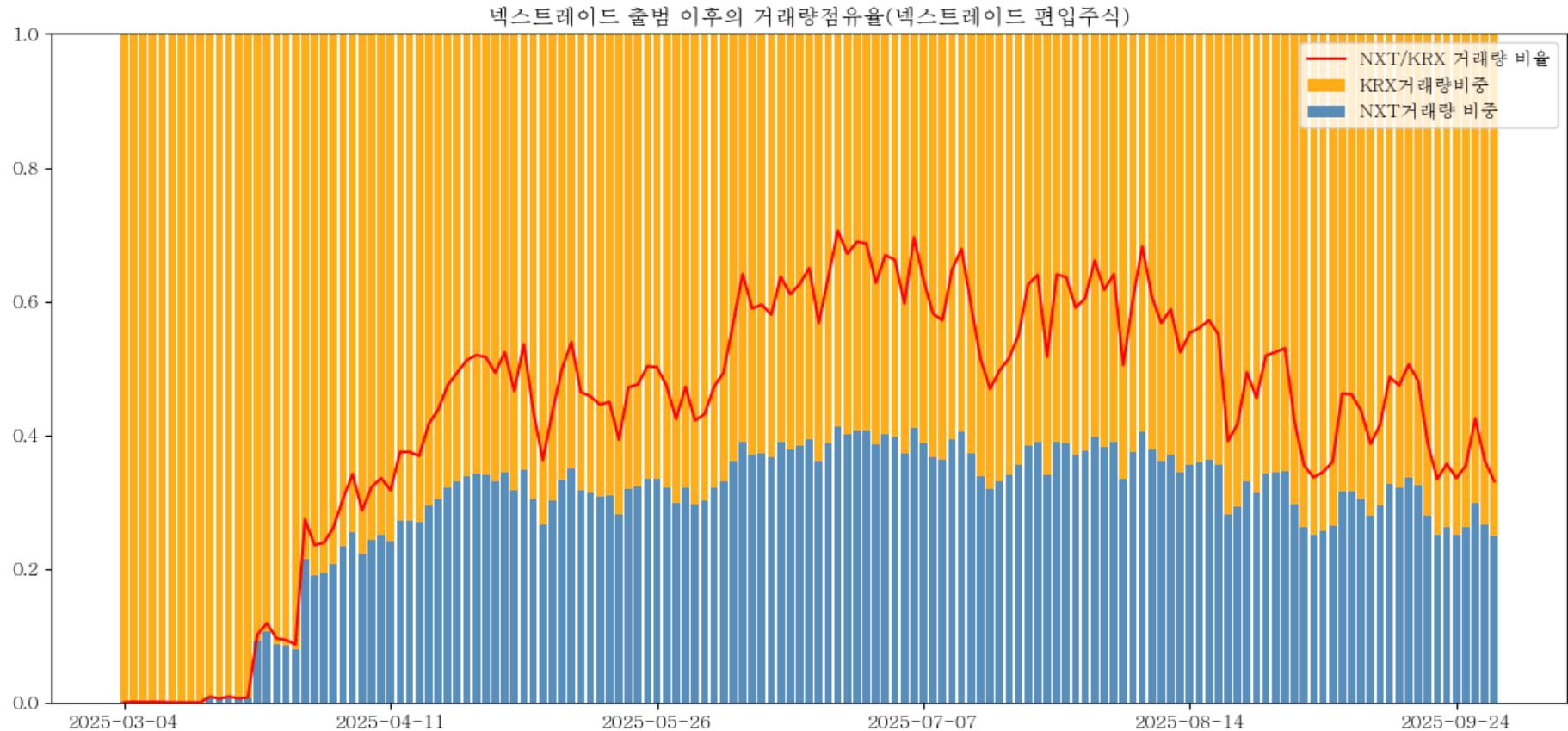
넥스트레이드 출범 이후의 거래량 시장점유율 (전체주식)



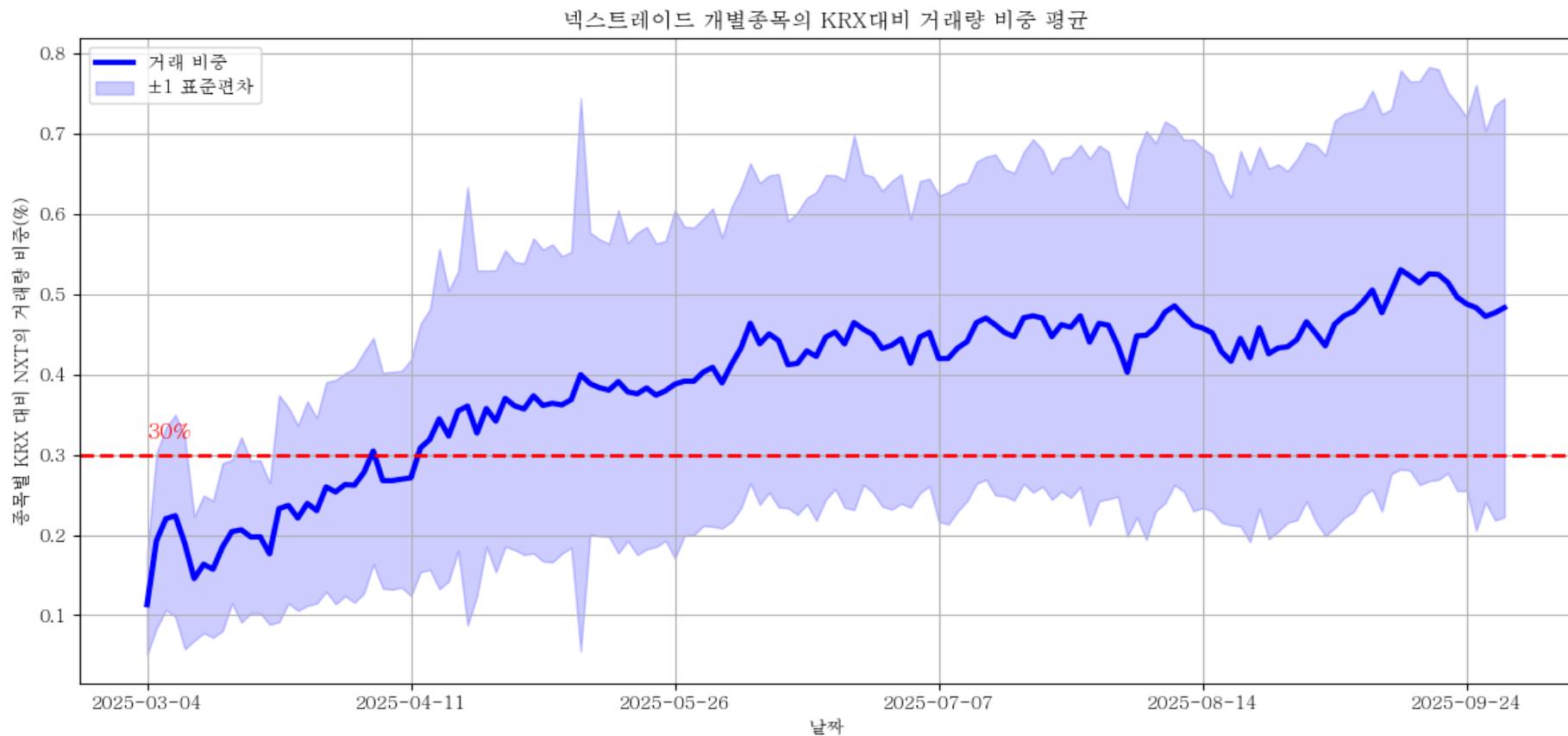
넥스트레이드 출범 전후의 넥스트레이드 편입주식 거래량 (Dataguide Daily Data)



넥스트레이드 출범 이후의 거래량 시장점유율 (넥스트레이드 편입주식)



개별종목의 거래량 비중 (NXT 거래량/KRX 거래량)



TAQ데이터를 통한 주요 지표의 변화

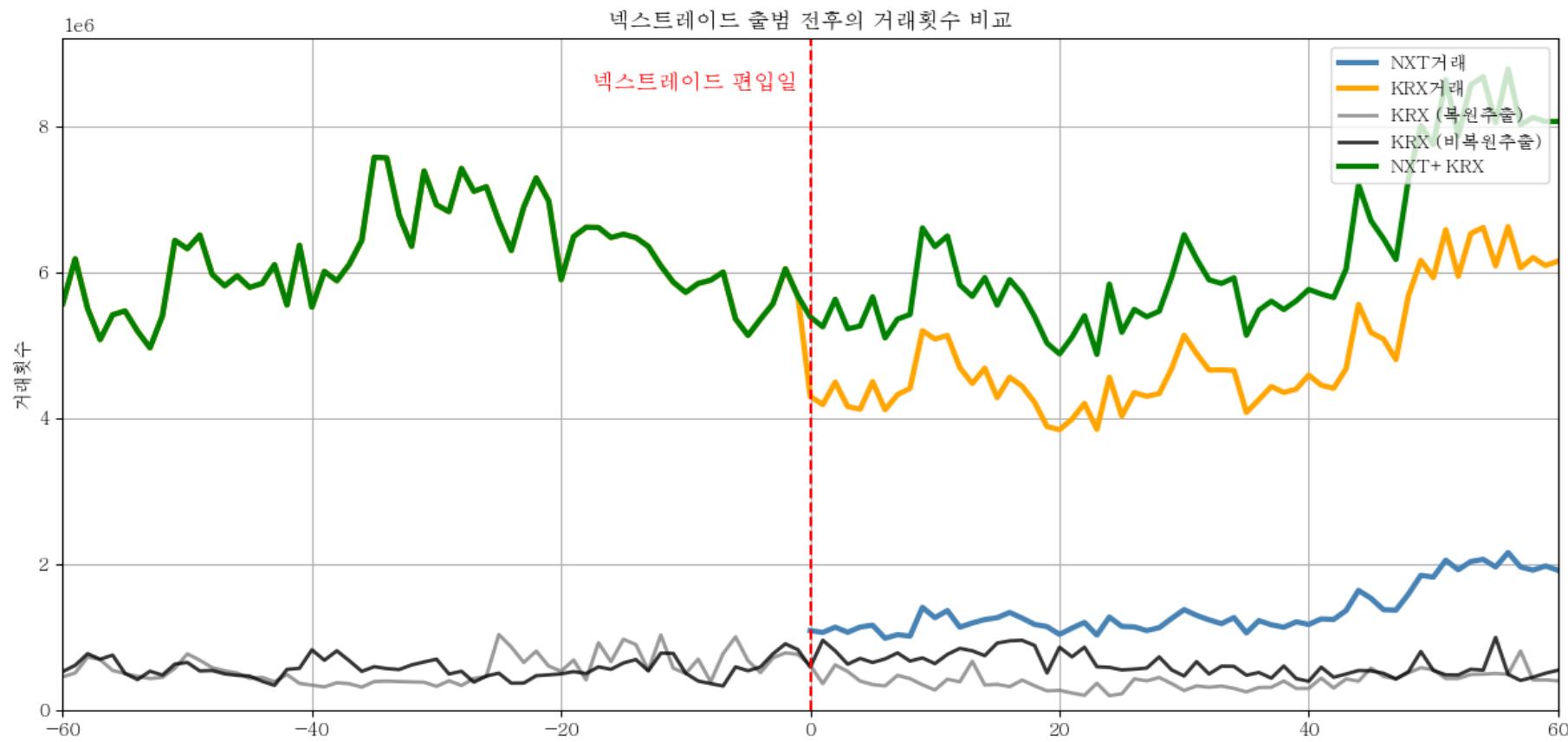
- 거래횟수(Ntrade)
- 거래량(Volume)
- 거래금액(Amount)
- 거래당 거래량/거래금액 (Trade Size)
- 호가스프레드(QS: Quoted Spread) = (Ask - Bid)
- 비율스프레드(RQS: Relative Quoted Spread) = $2(Ask-Bid)/(Ask+Bid)$
- 유효스프레드(ES: Effective Spread) = $2|Price - (Ask + Bid)/2|$
- 비율유효스프레드(RES: Relative Effective Spread) = $ES/(Ask + Bid)$
- 주문수량 깊이 (Depth) = $(Ask Volume + Bid Volume)/2$
- 주문장 회복성 (Resilience_Up/Down)
- Hasbrouck Information Share

- NXT 편입종목의 NXT에서의 지표
- NXT 편입종목의 KRX에서의 지표
- NXT 편입종목에 대응하는 샘플을 NXT에 비편입된 종목을 대상으로 선정
 - NXT 편입 종목이 상장되어 있는 시장(KSE 또는 KOSDAQ)에 속한 종목을 선정
 - NXT에 편입된 종목의 편입일(t) 전 영업일($t-1$)자의 가격과 시가총액을 기준으로 거리를 계산
- 계산된 거리를 기준으로
 - 가장 적은 거리값을 가지는 KRX 종목 선정 : KRX (복원추출)
 - 전체 거리값의 합이 최소화되도록 유일한 KRX 종목 선정 : KRX (비복원추출)

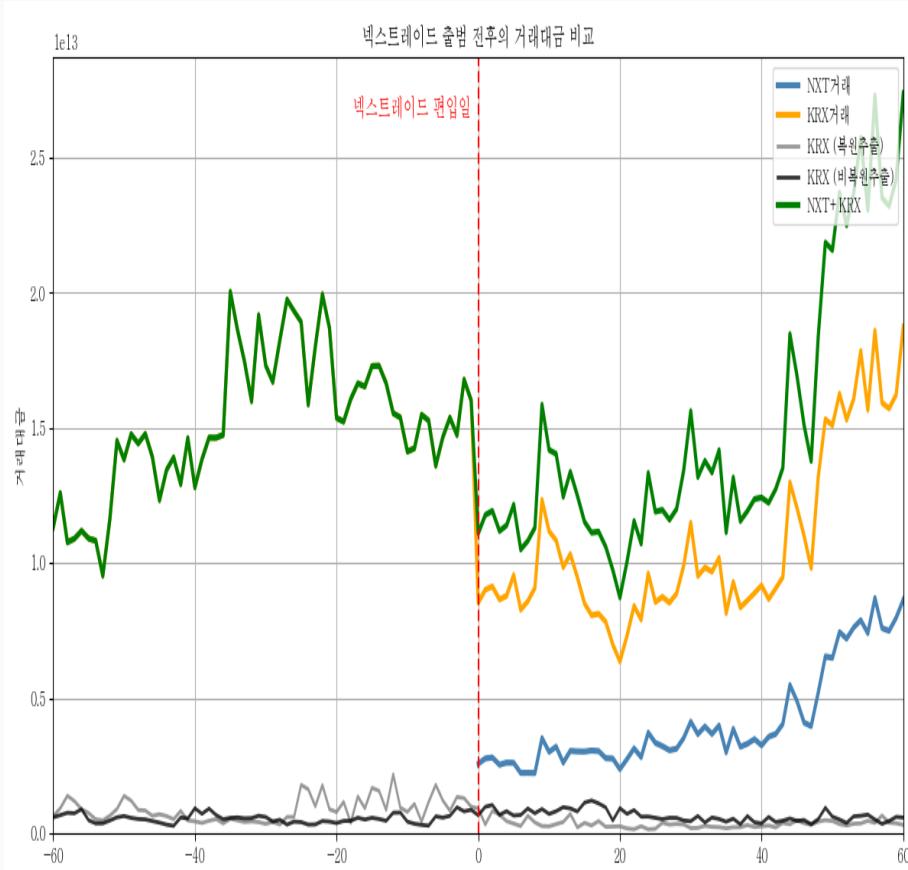
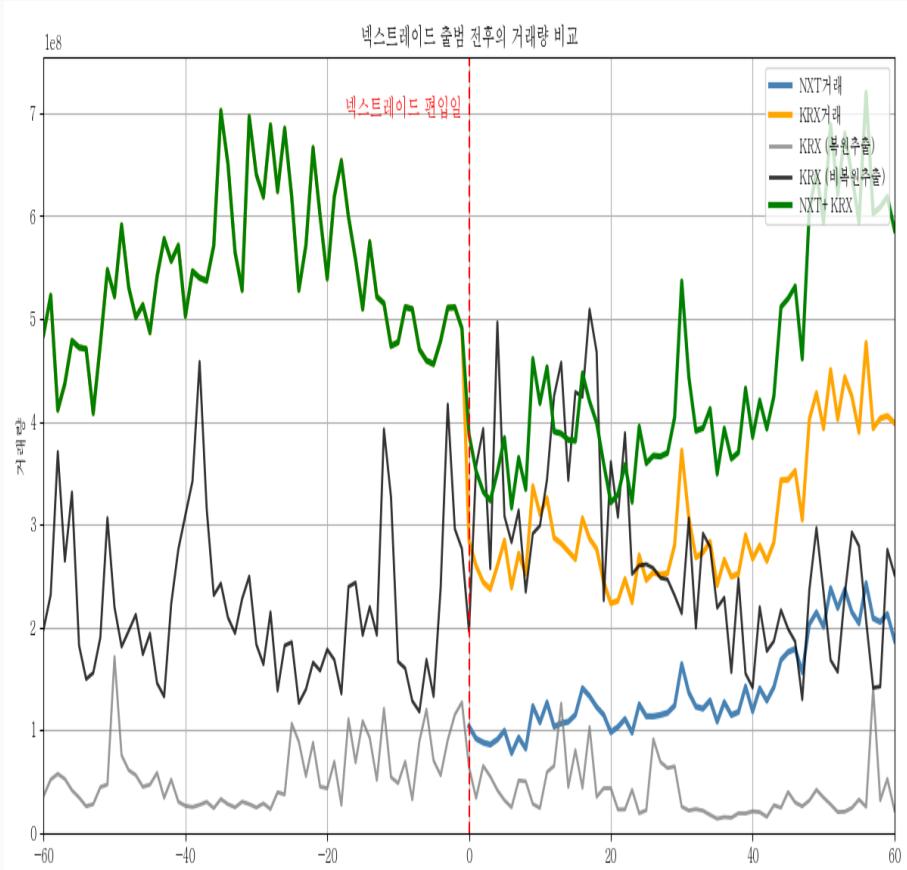
NEXTRADE 메인마켓

KRX 정규시장

거래횟수

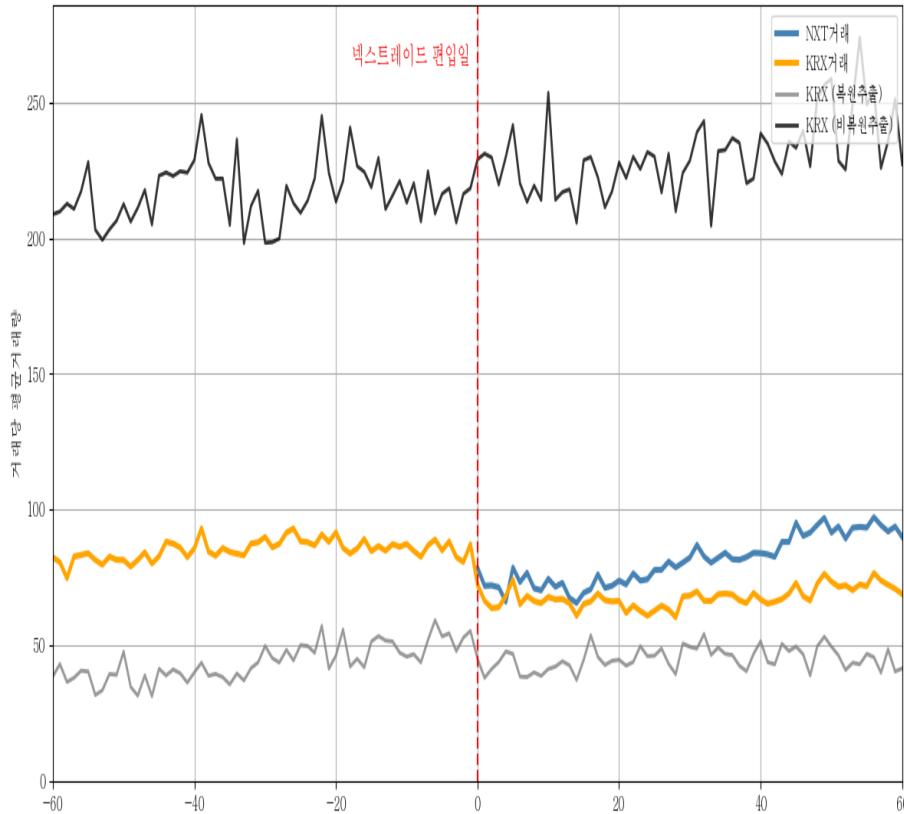


거래량과 거래대금

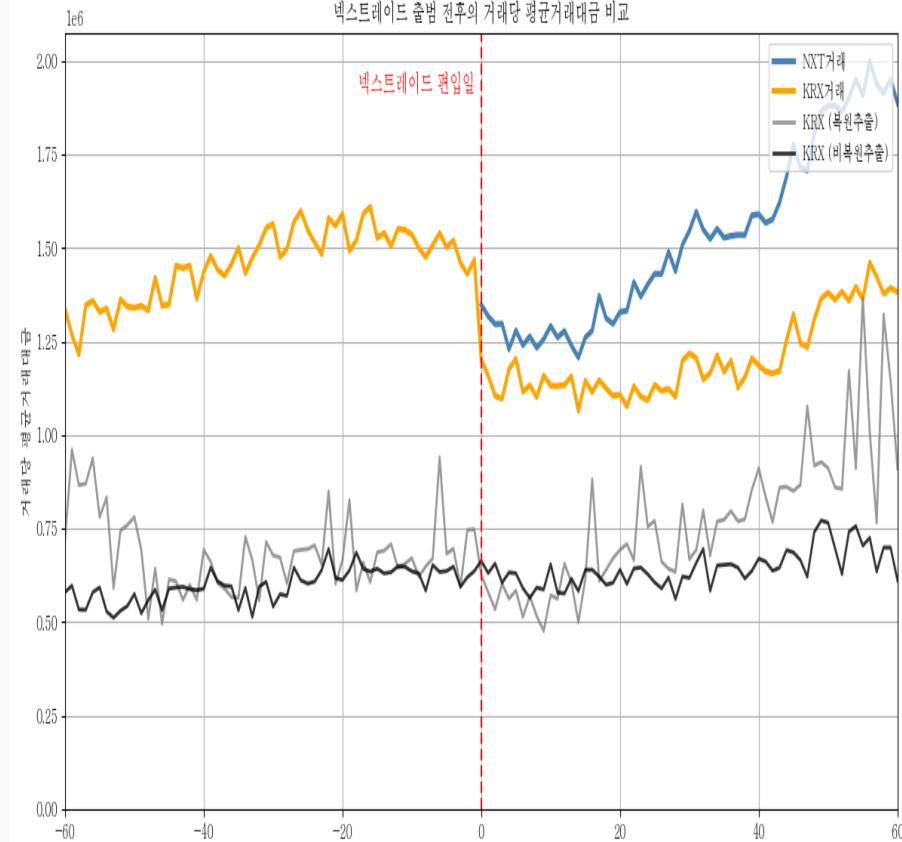


거래당 평균 거래량 및 거래대금

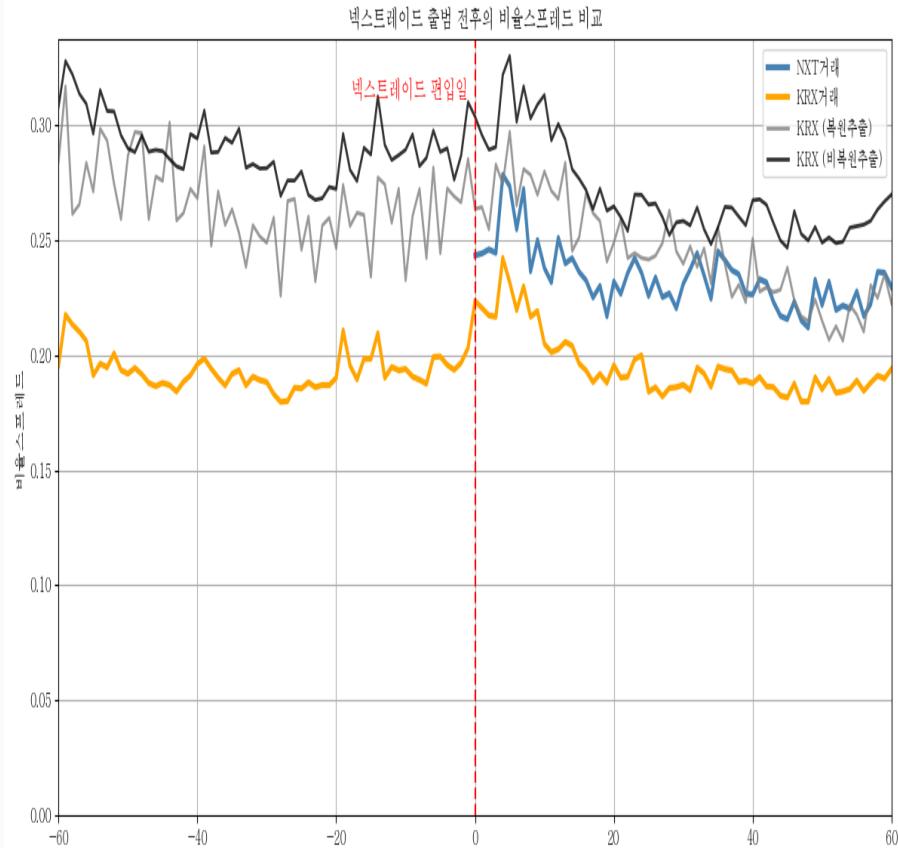
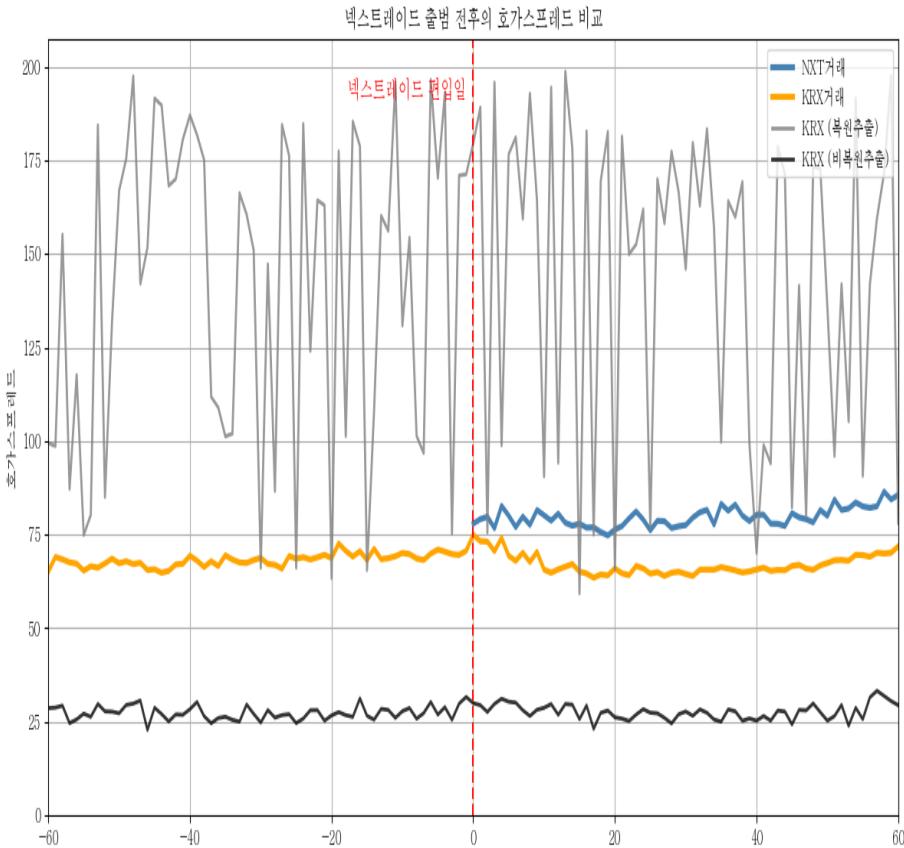
넥스트레이드 출범 전후의 거래당 평균거래량 비교



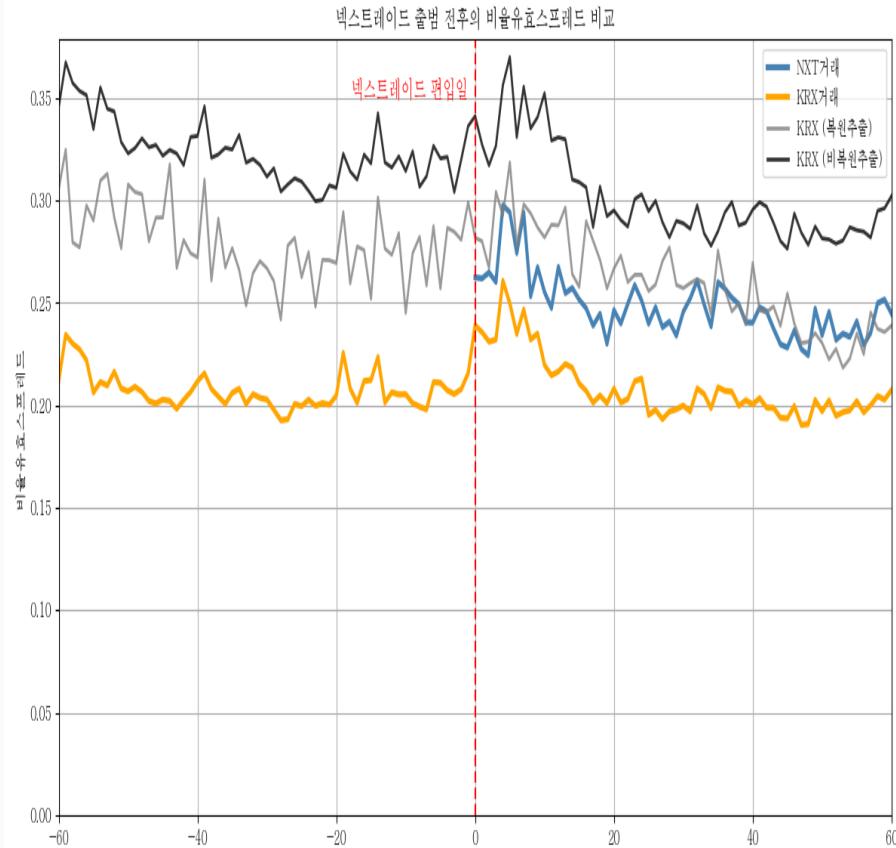
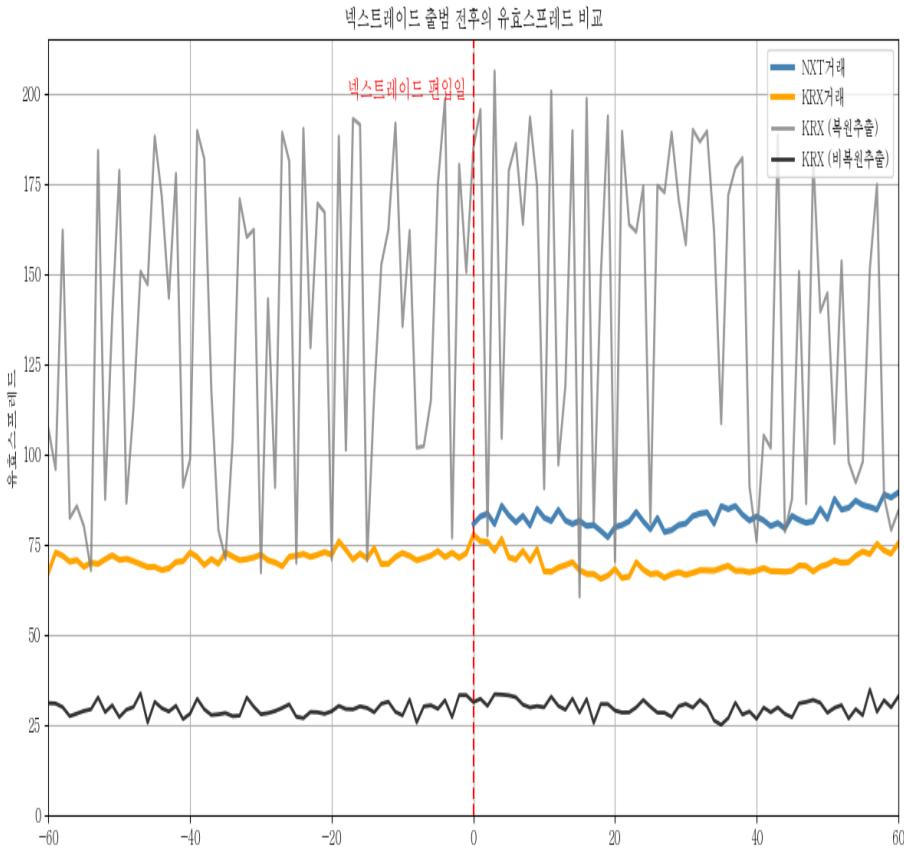
넥스트레이드 출범 전후의 거래당 평균거래대금 비교



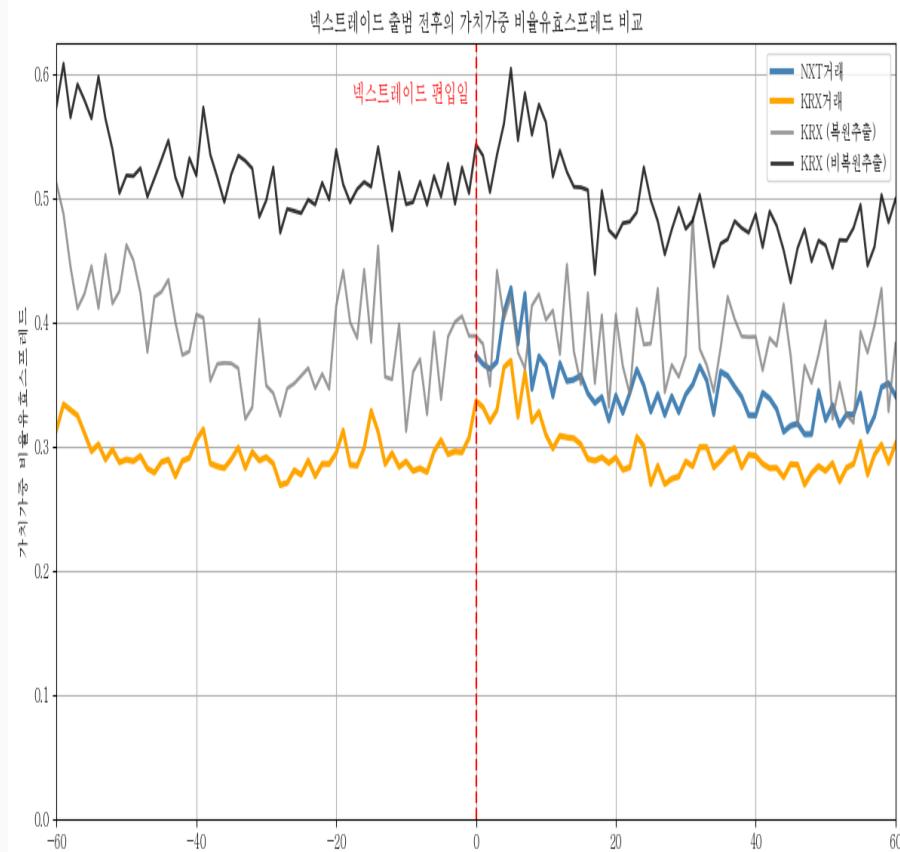
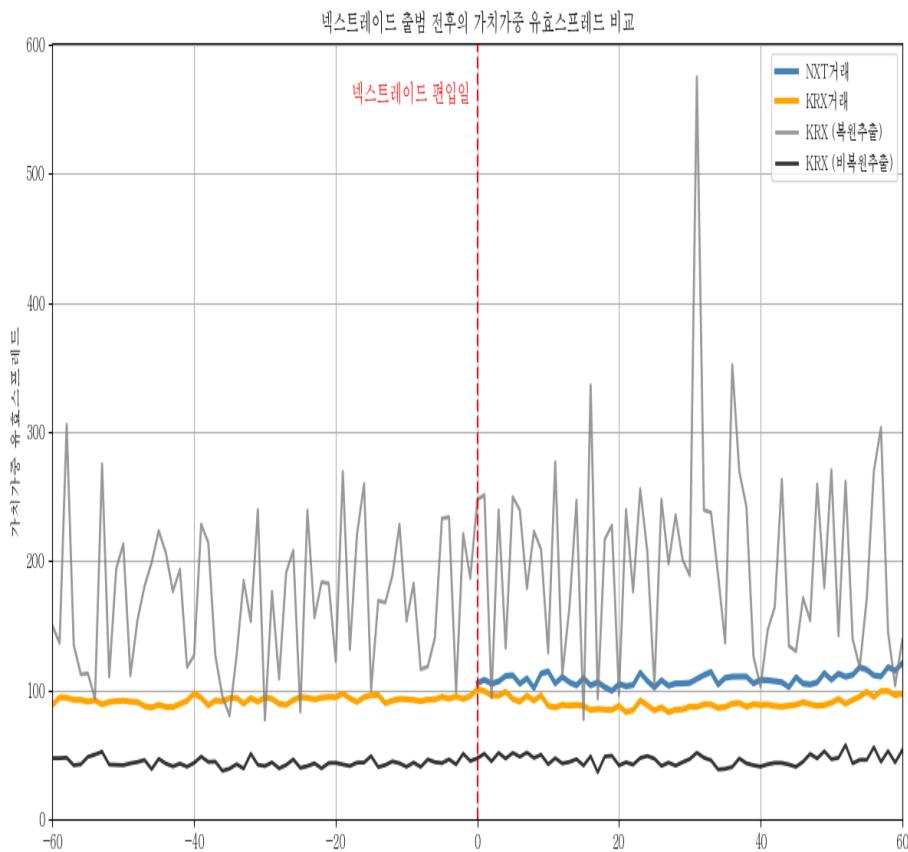
Quoted Spread / Relative Quoted Spread



Effective Spread / Relative Effective Spread

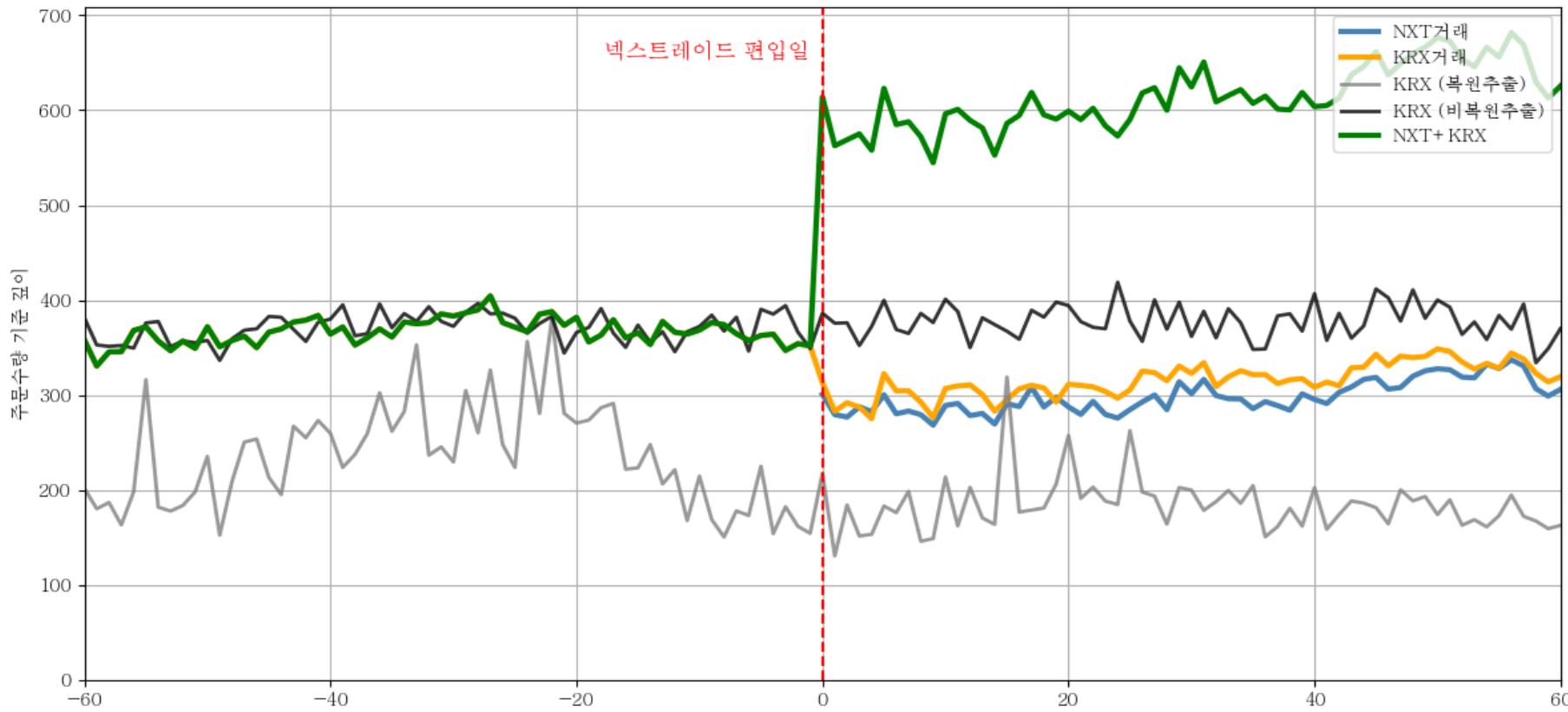


Effective Spread / Relative Effective Spread (Value-Weighted)



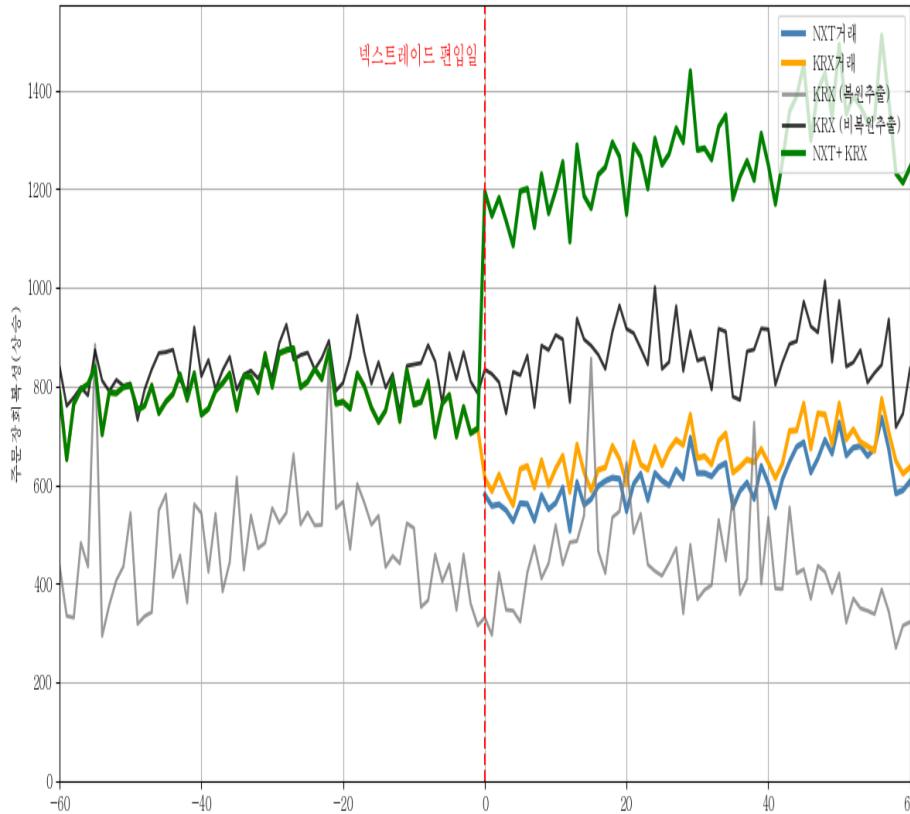
Depth

넥스트레이드 출범 전후의 주문수량 기준 깊이 비교

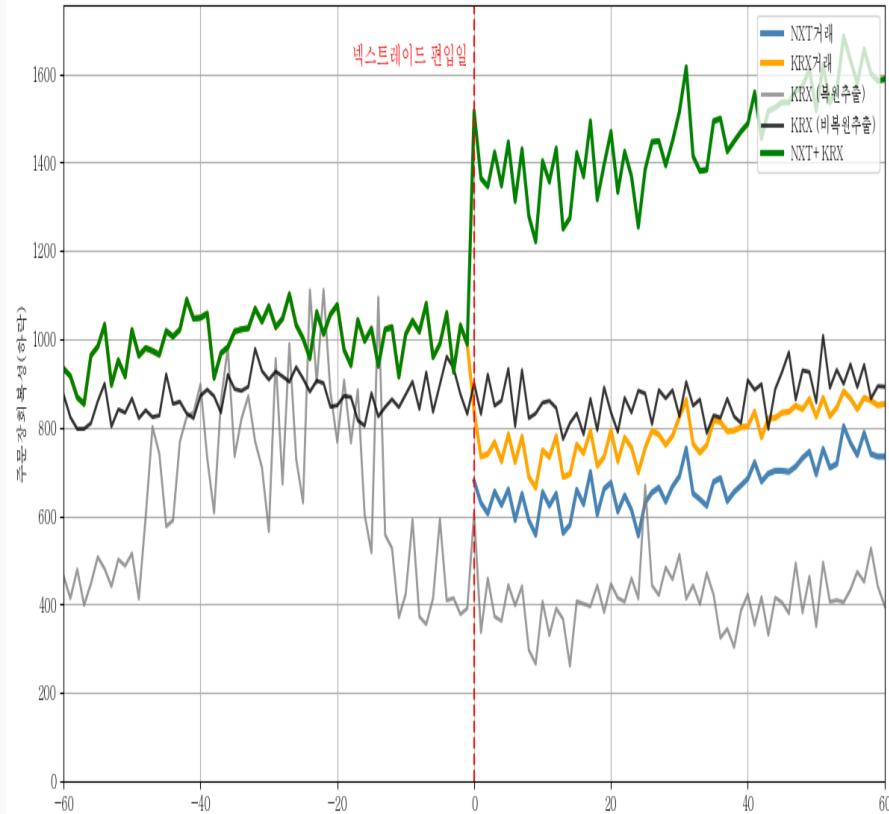


Resilience (Depth의 2단계 호가까지의 합) : Up (Ask Side) /Down (Bid Side)

넥스트레이드 출범 전후의 주문장회복성(상승) 비교



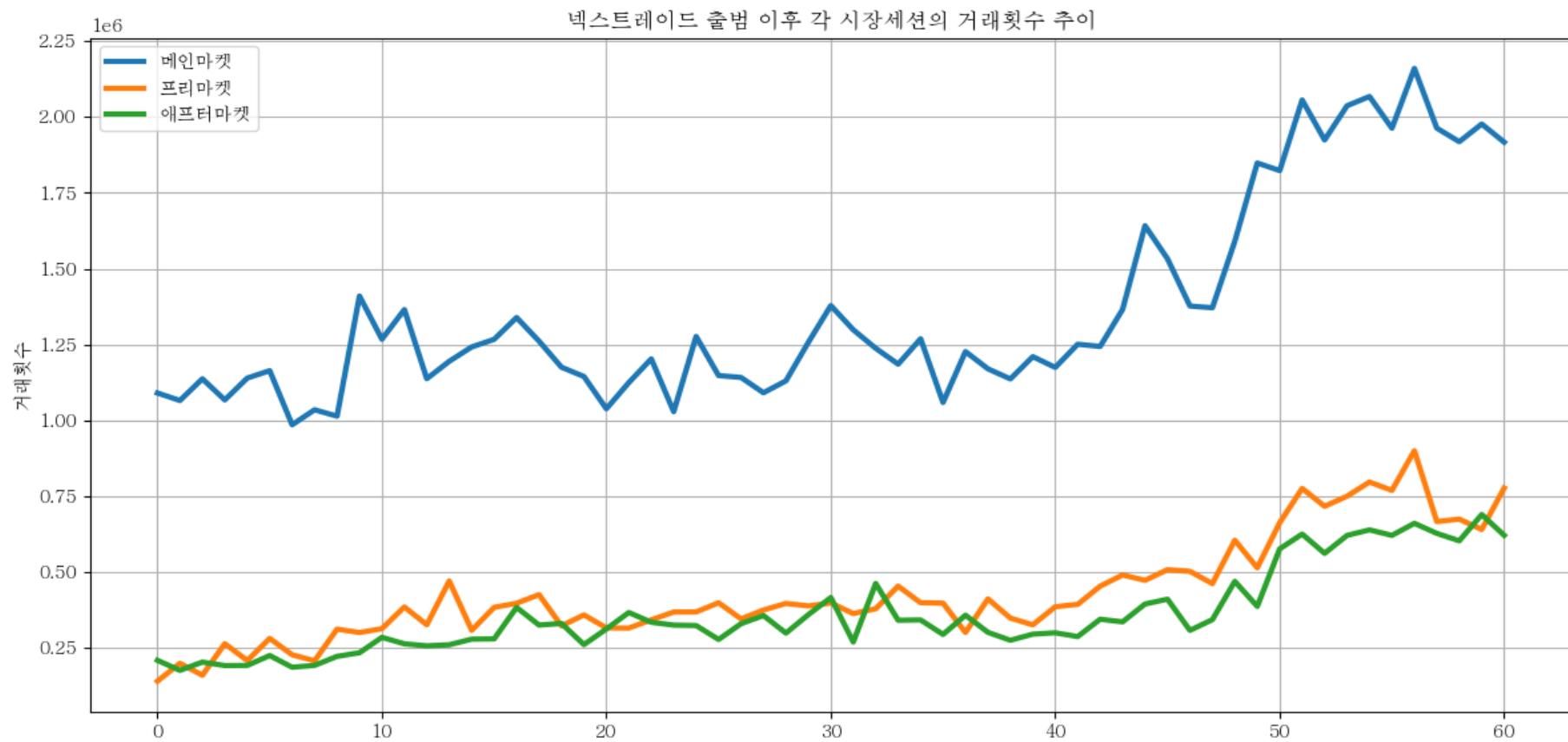
넥스트레이드 출범 전후의 주문장회복성(하락) 비교



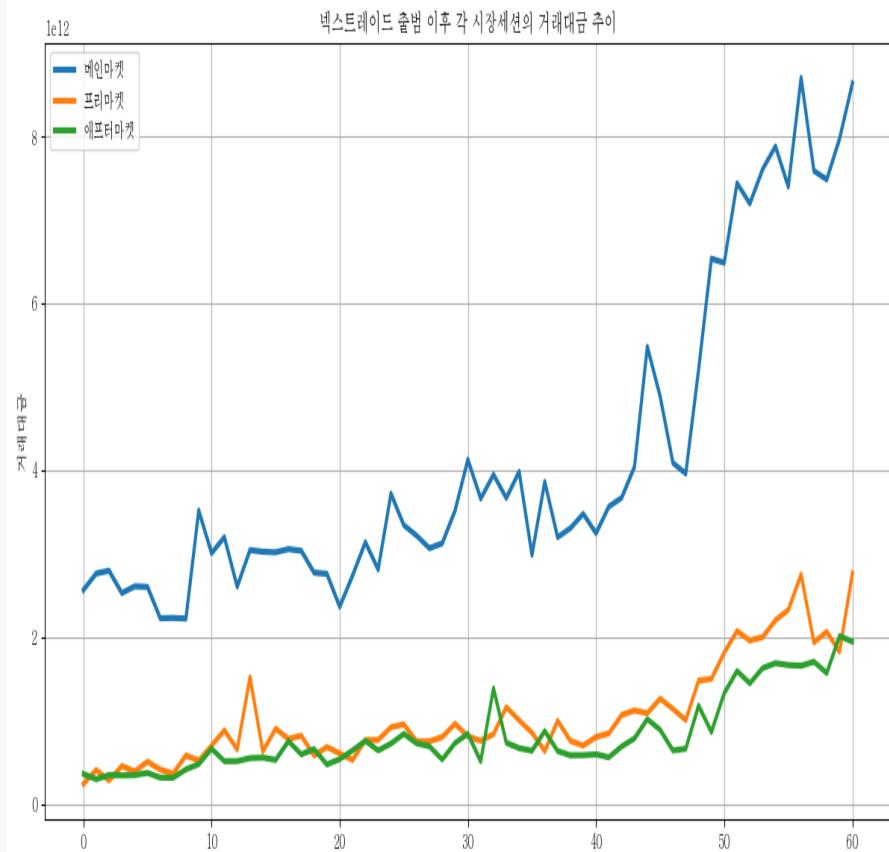
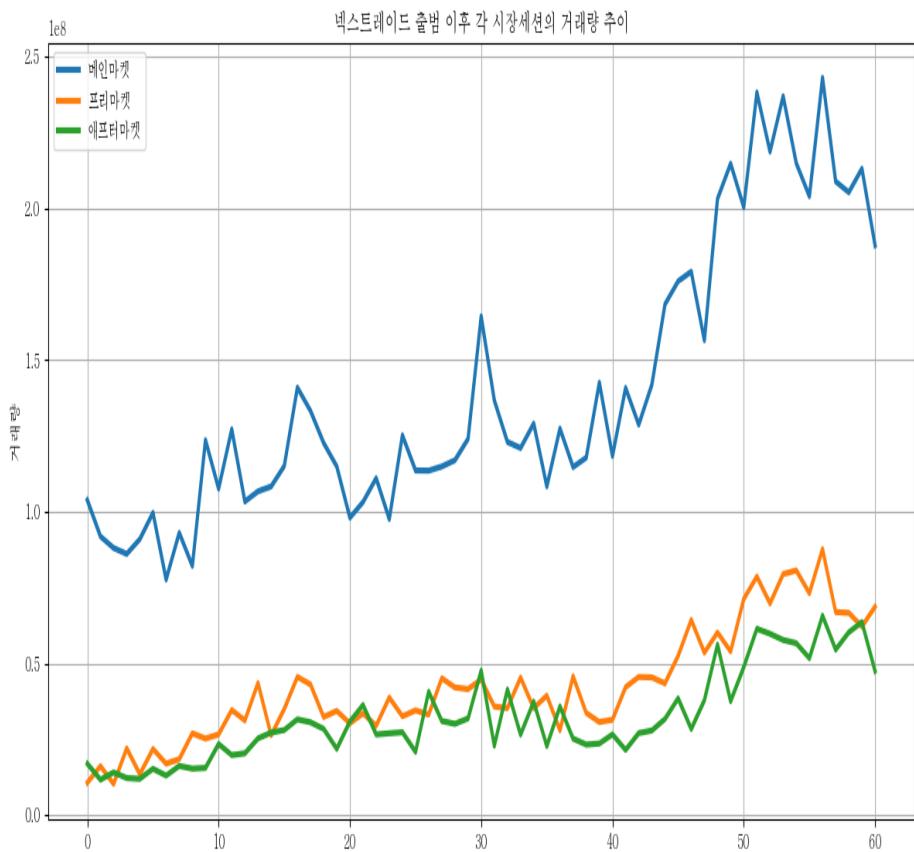
NEXTRADE

- 프리마켓
- 메인마켓
- 애프터마켓

거래횟수

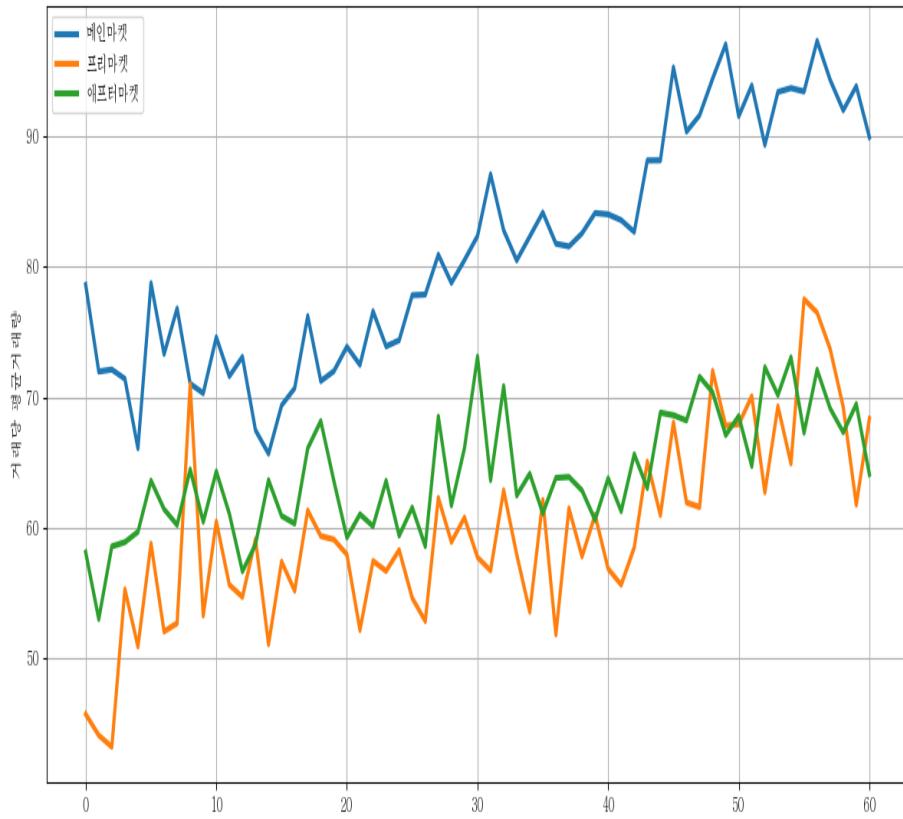


거래량과 거래대금

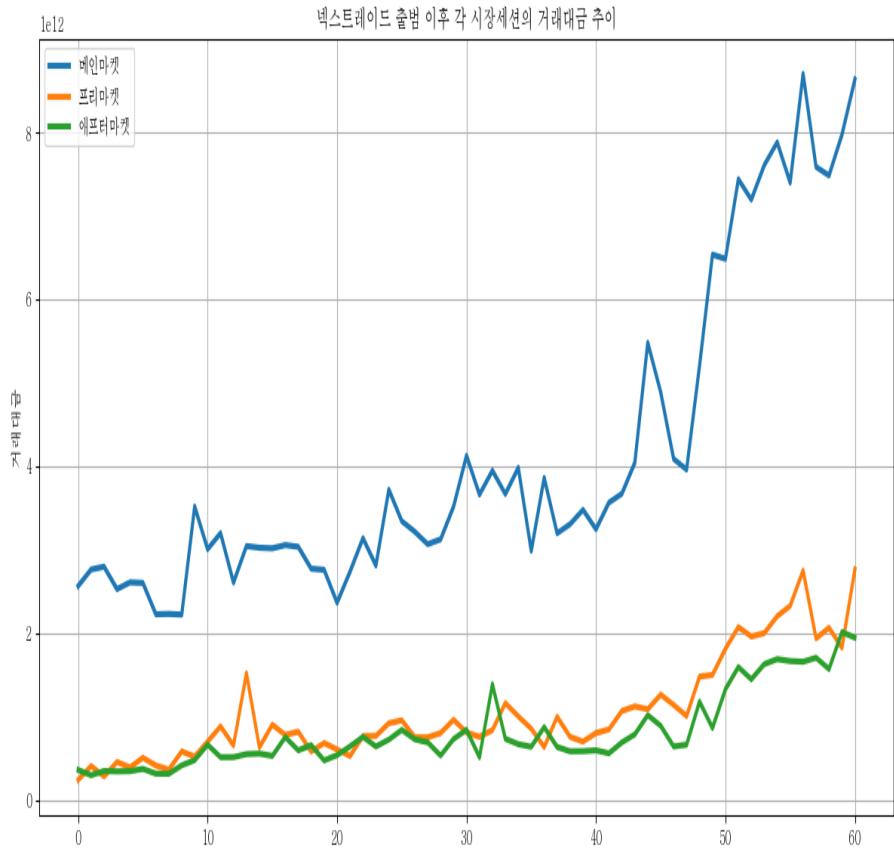


거래당 평균 거래량 및 거래대금

넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션의 거래당 평균거래량 추이

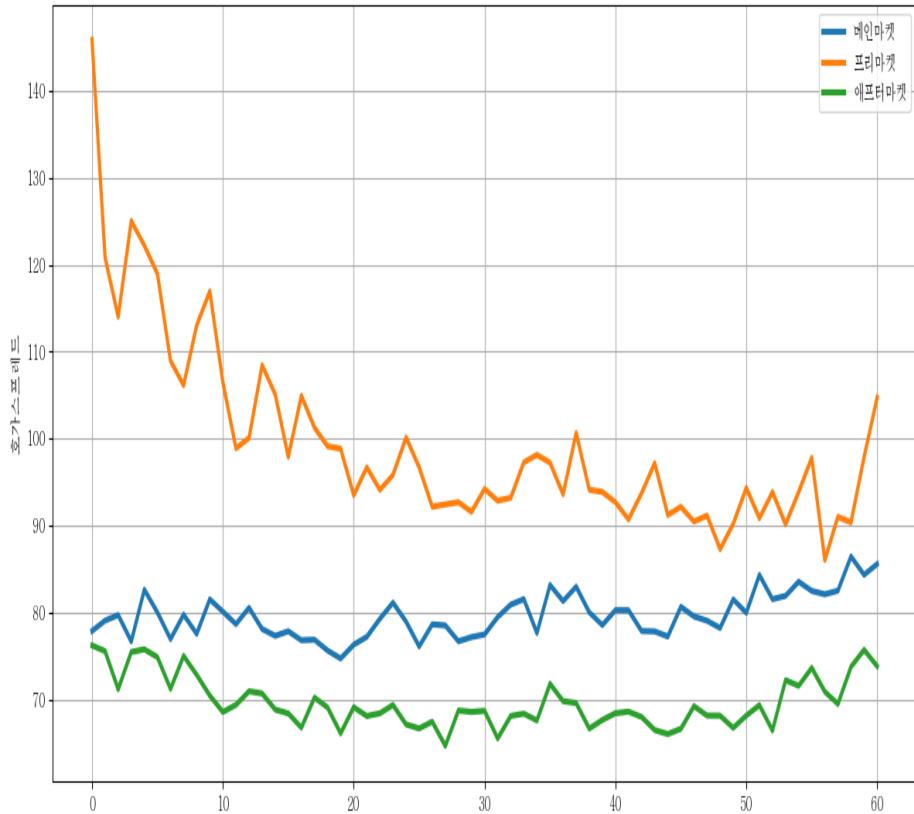


넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션의 거래대금 추이

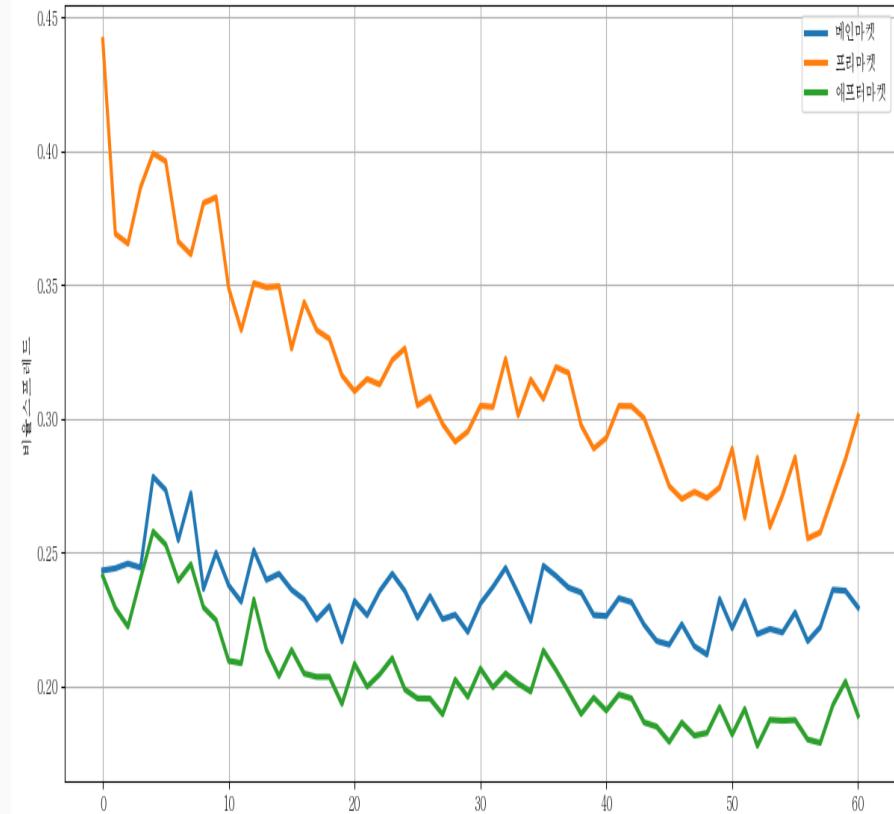


Quoted Spread / Relative Quoted Spread

넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션의 호가스프레드 추이

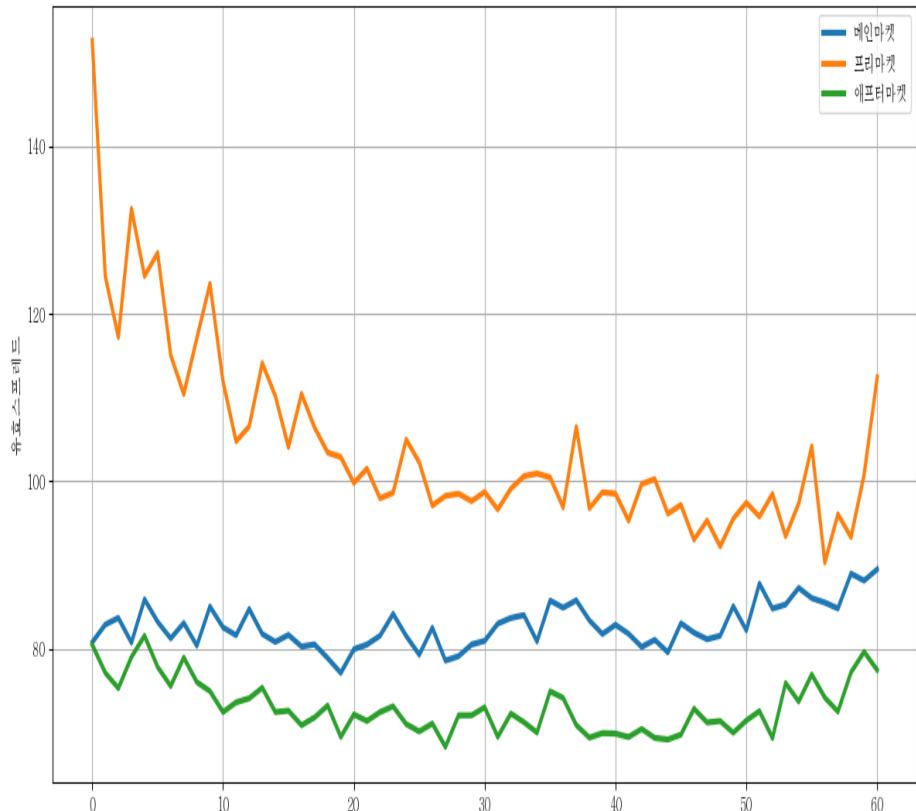


넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션의 비율스프레드 추이

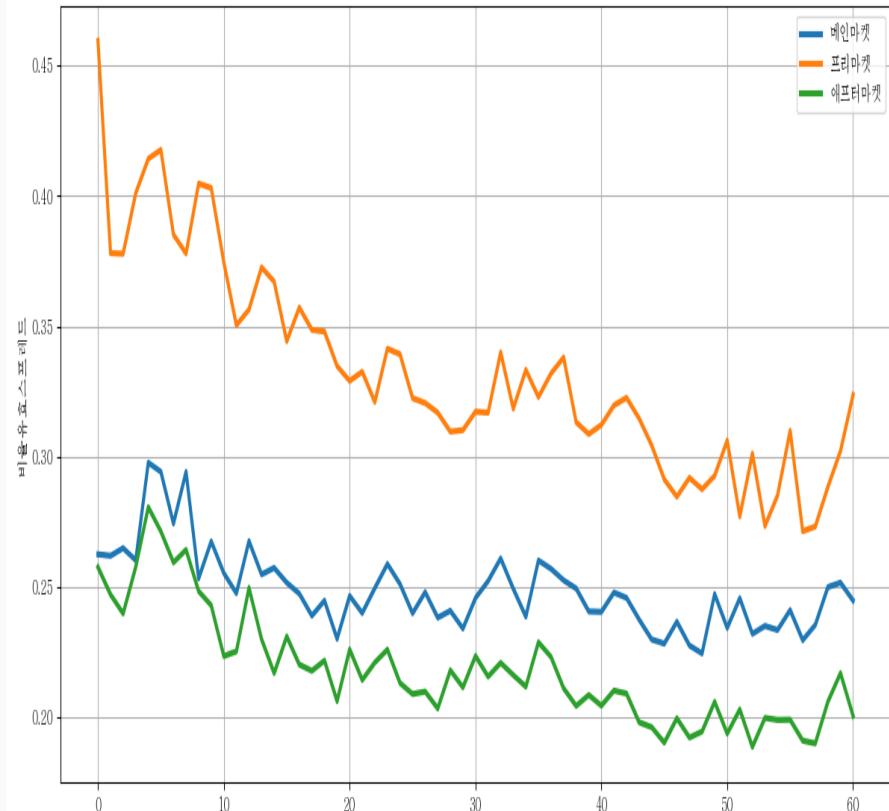


Effective Spread / Relative Effective Spread

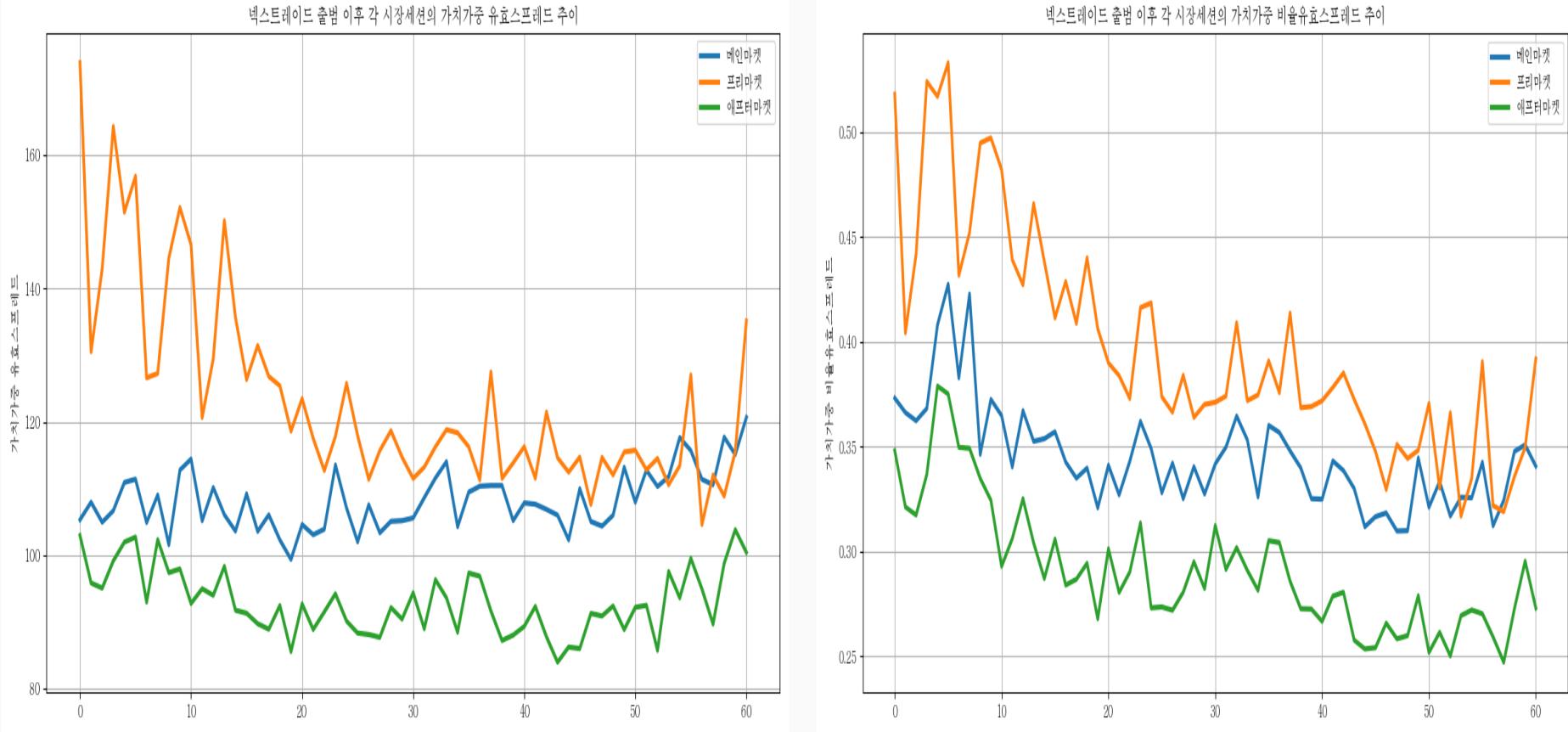
넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션의 유효스프레드 추이



넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션의 비율유효스프레드 추이

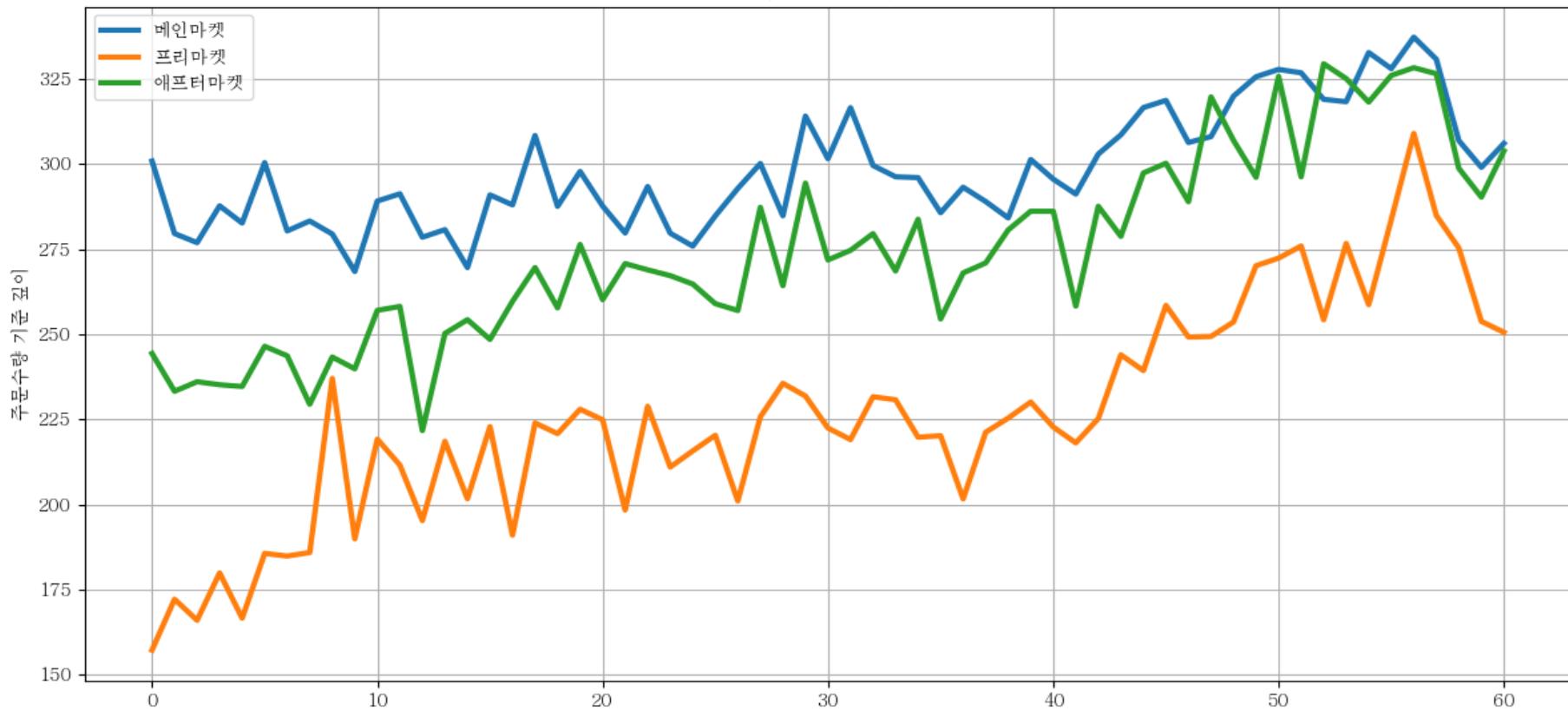


Effective Spread / Relative Effective Spread (Value-Weighted)

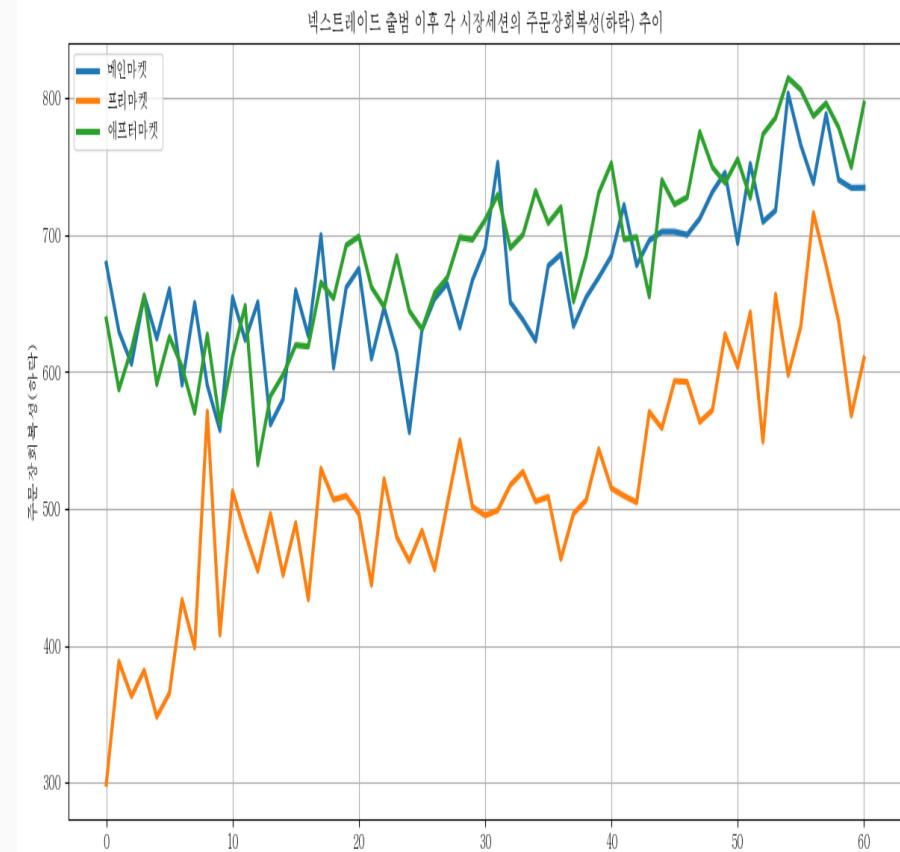
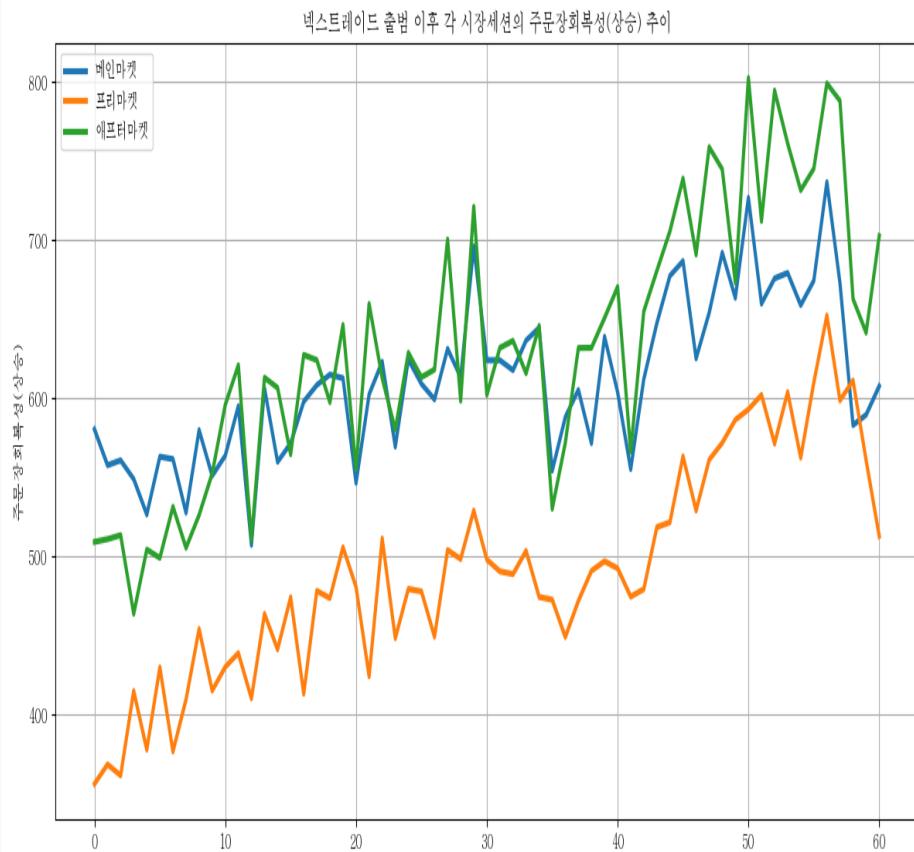


Depth

넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션의 주문수량 기준 깊이 추이



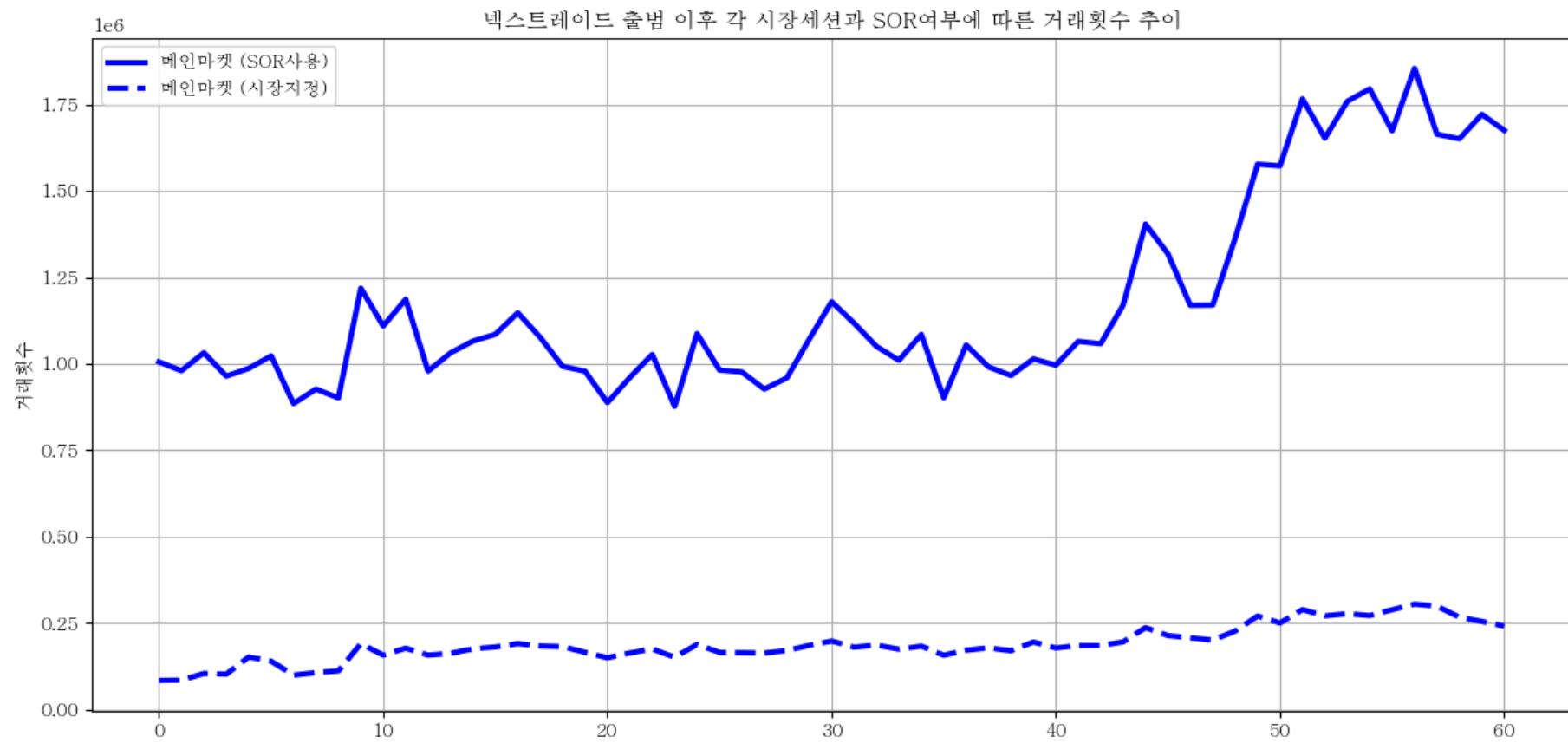
Resilience (Depth의 2단계 호가까지의 합) : Up (Ask Side) /Down (Bid Side)



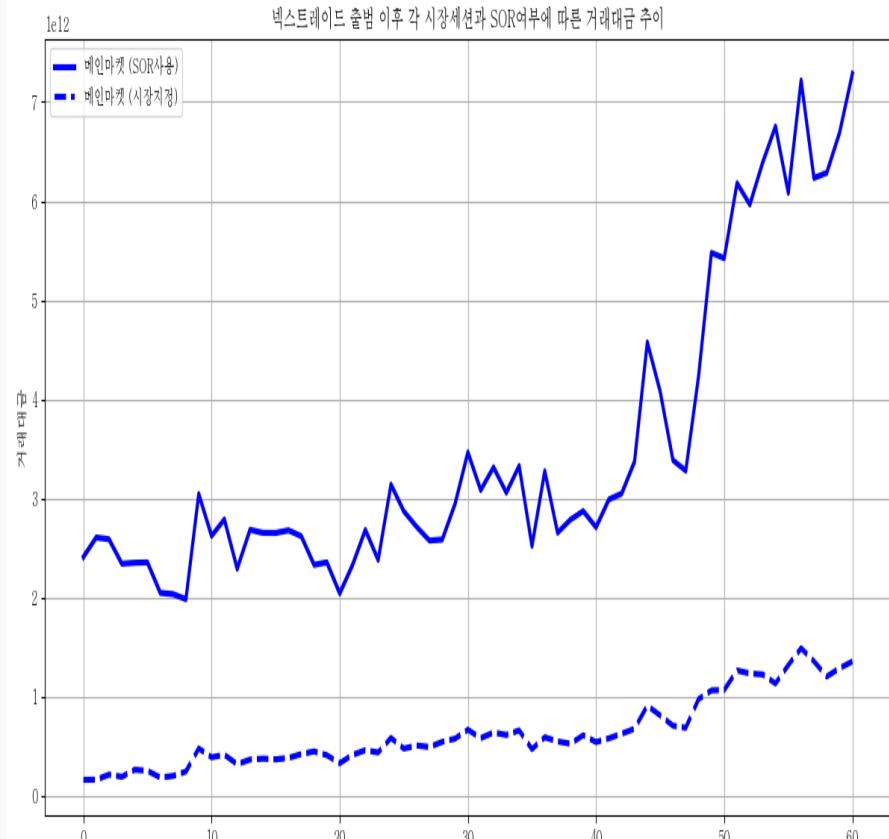
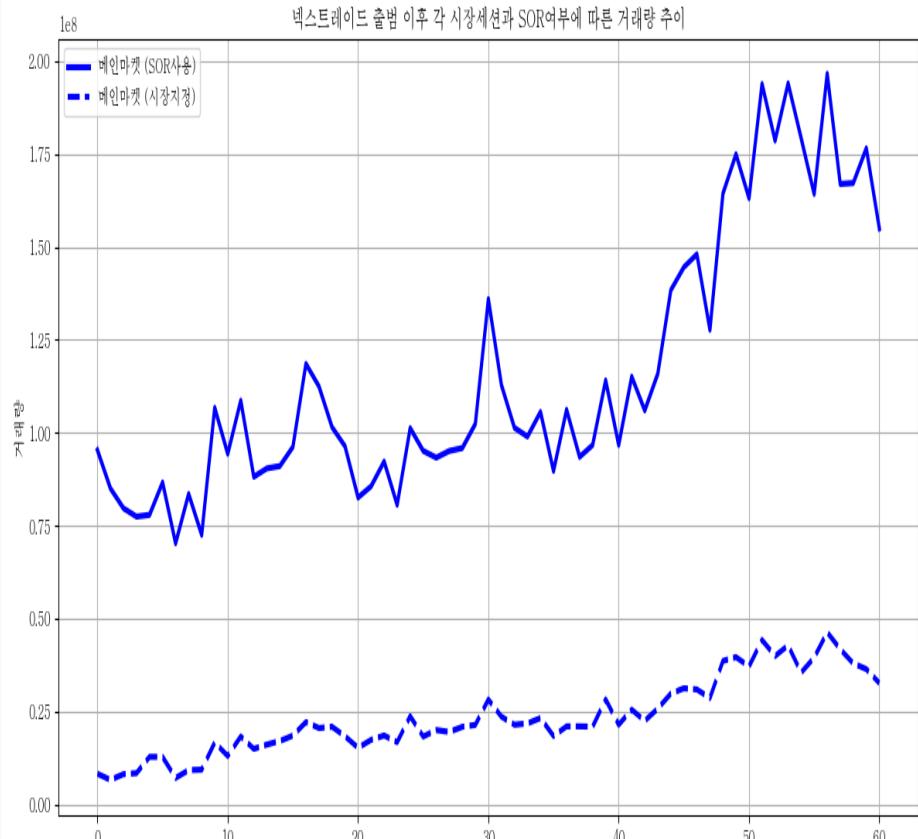
NEXTRADE

- SOR

거래횟수

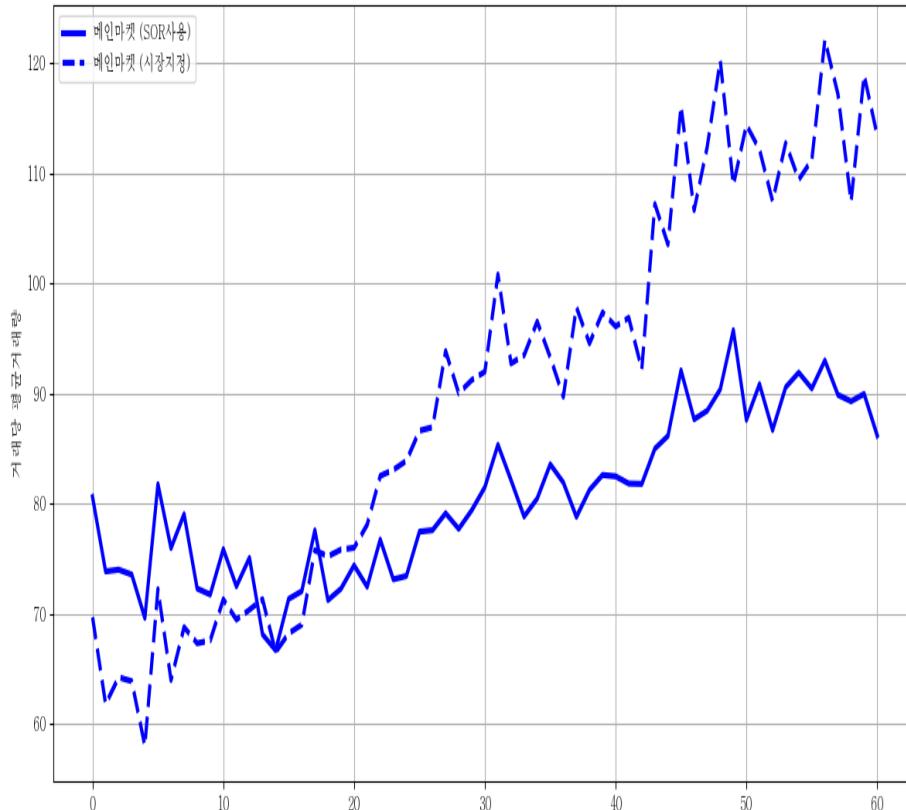


거래량과 거래대금

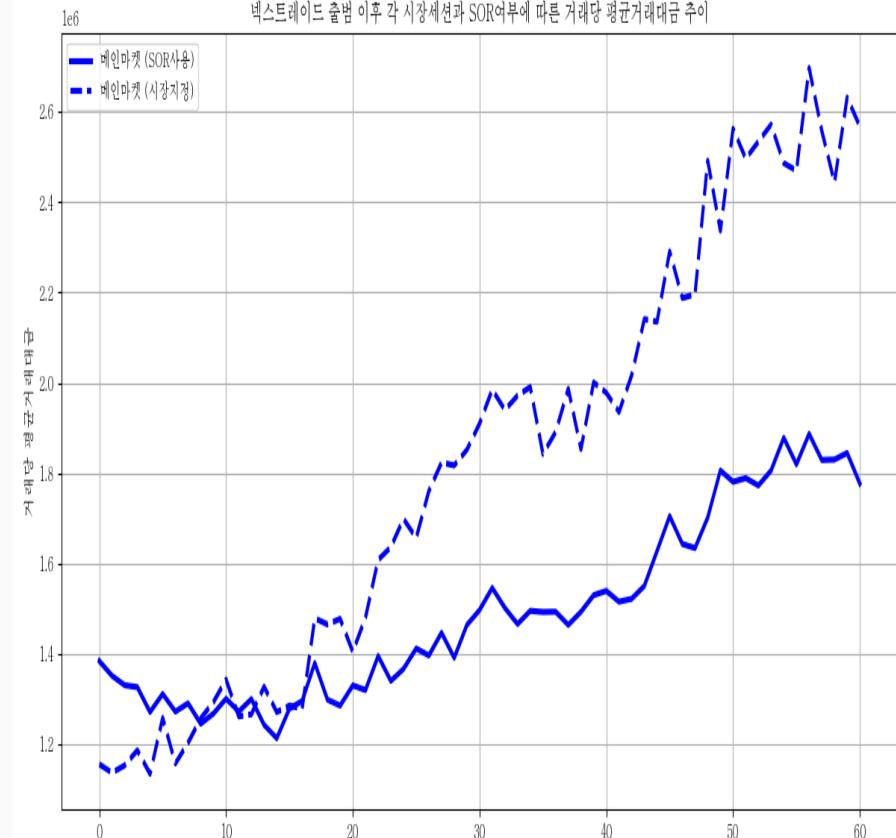


거래당 평균 거래량 및 거래대금

넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션과 SOR여부에 따른 거래당 평균거래량 추이

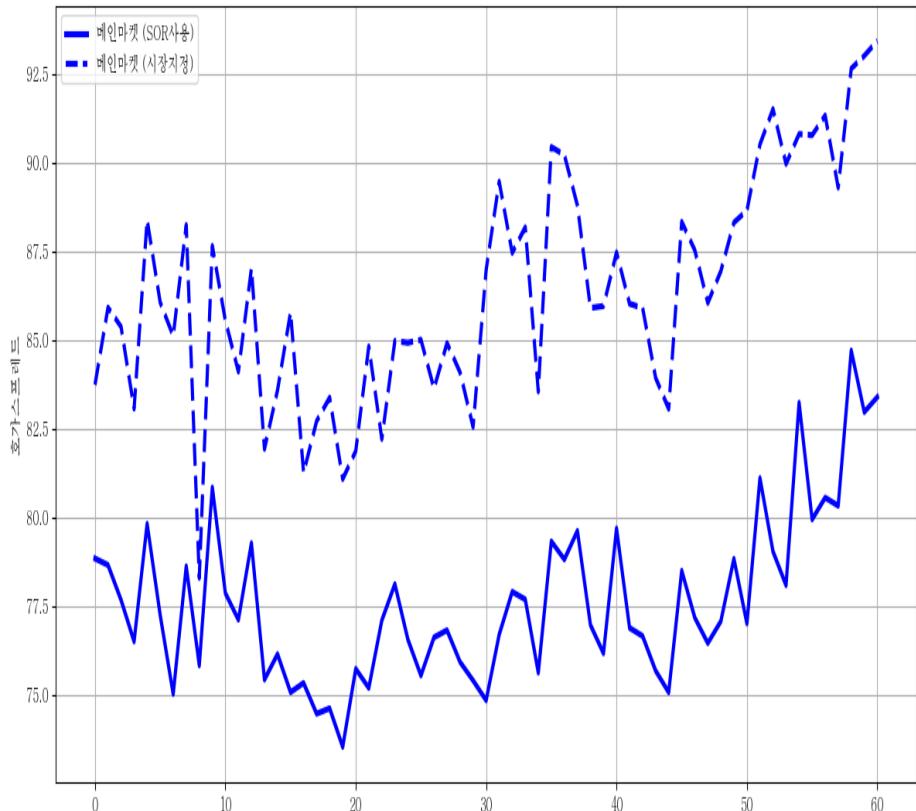


넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션과 SOR여부에 따른 거래당 평균거래대금 추이

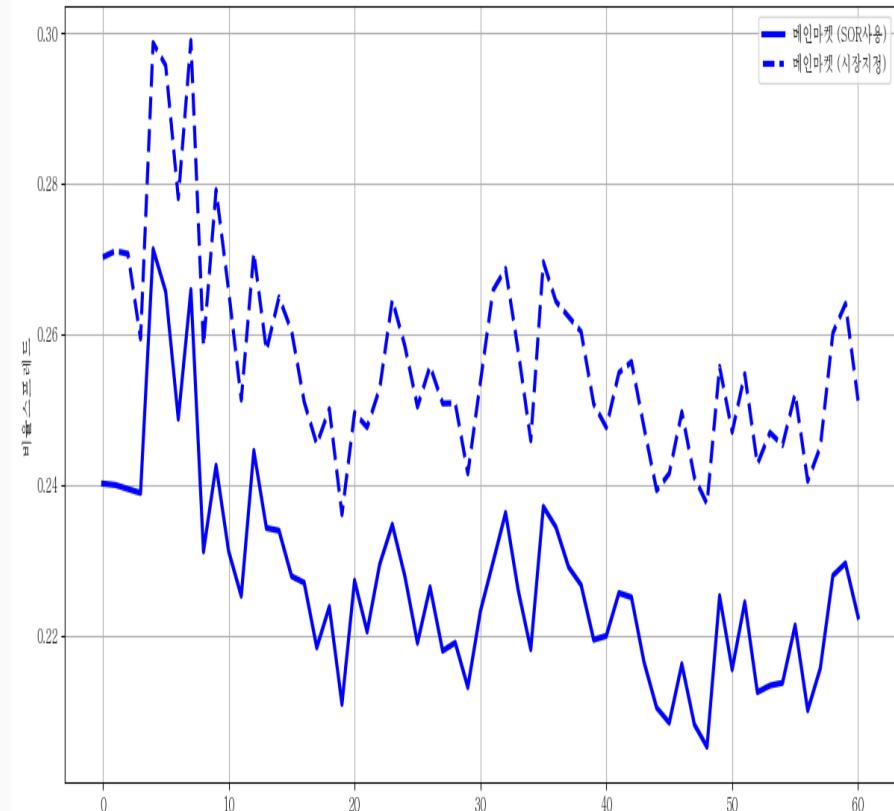


Quoted Spread / Relative Quoted Spread

넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션과 SOR여부에 따른 호가스프레드 추이

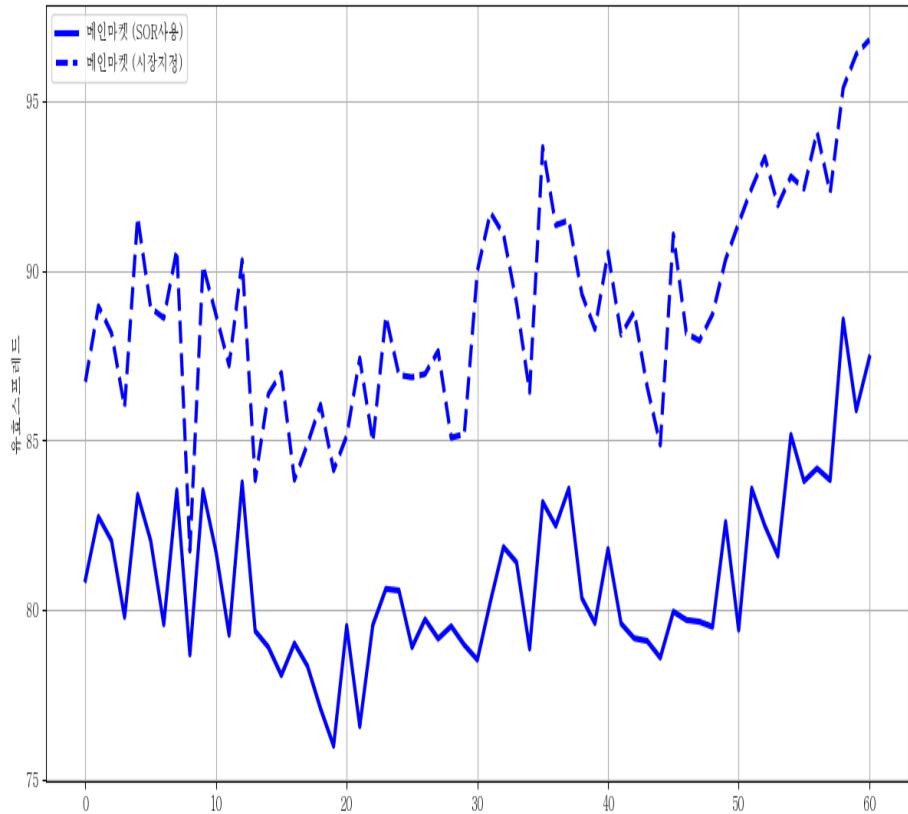


넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션과 SOR여부에 따른 비율스프레드 추이

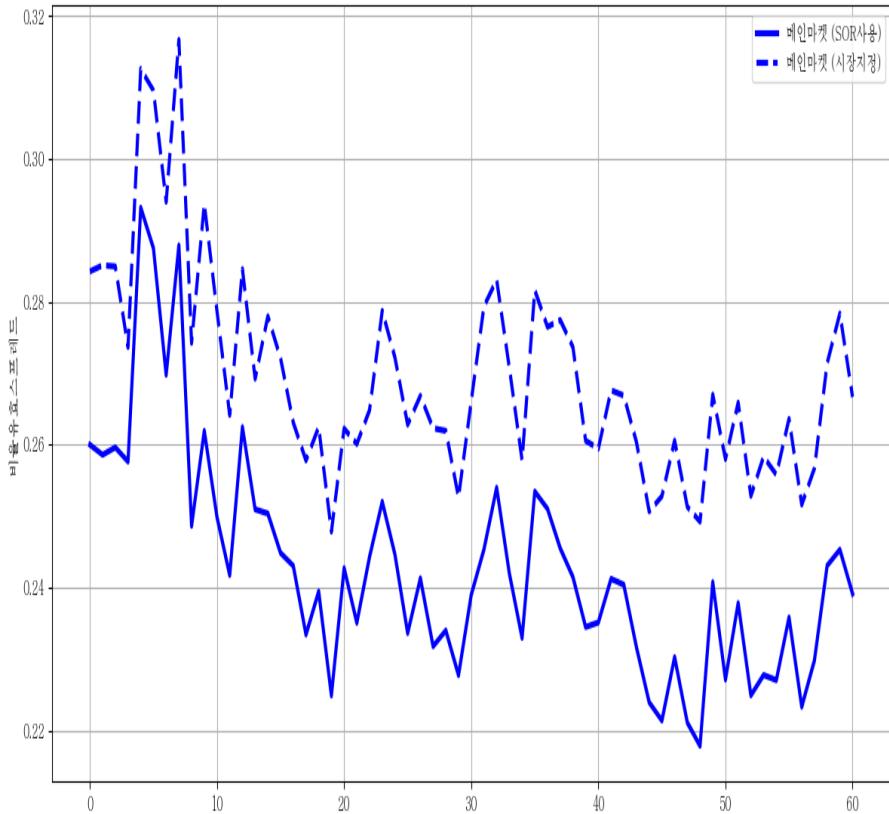


Effective Spread / Relative Effective Spread

넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션과 SOR여부에 따른 유효스프레드 추이

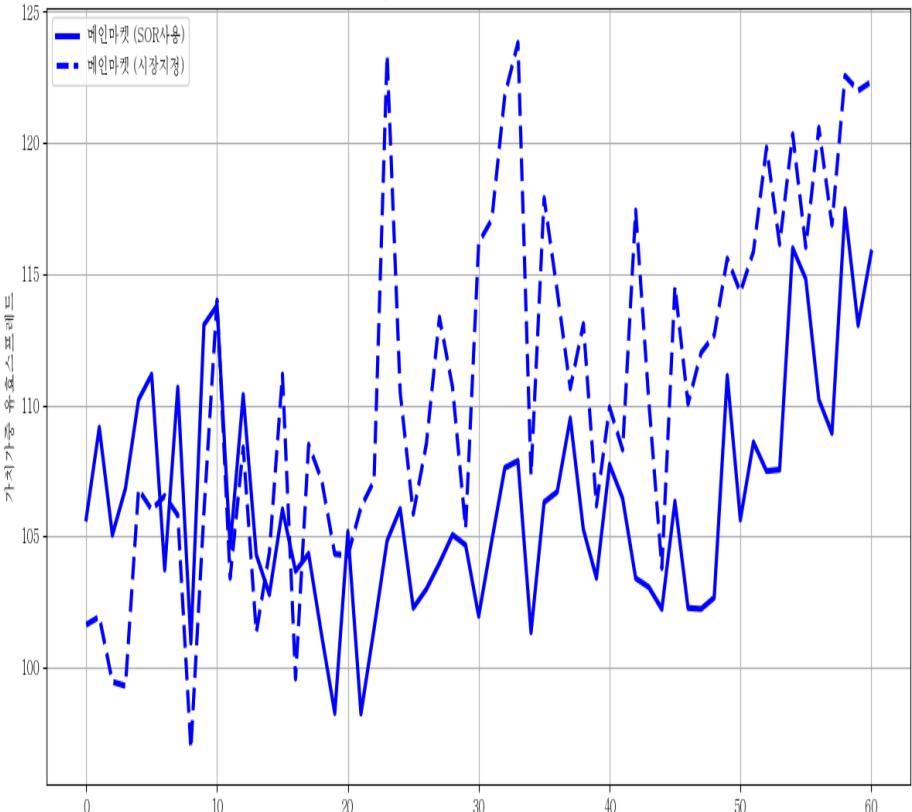


넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션과 SOR여부에 따른 비율유효스프레드 추이

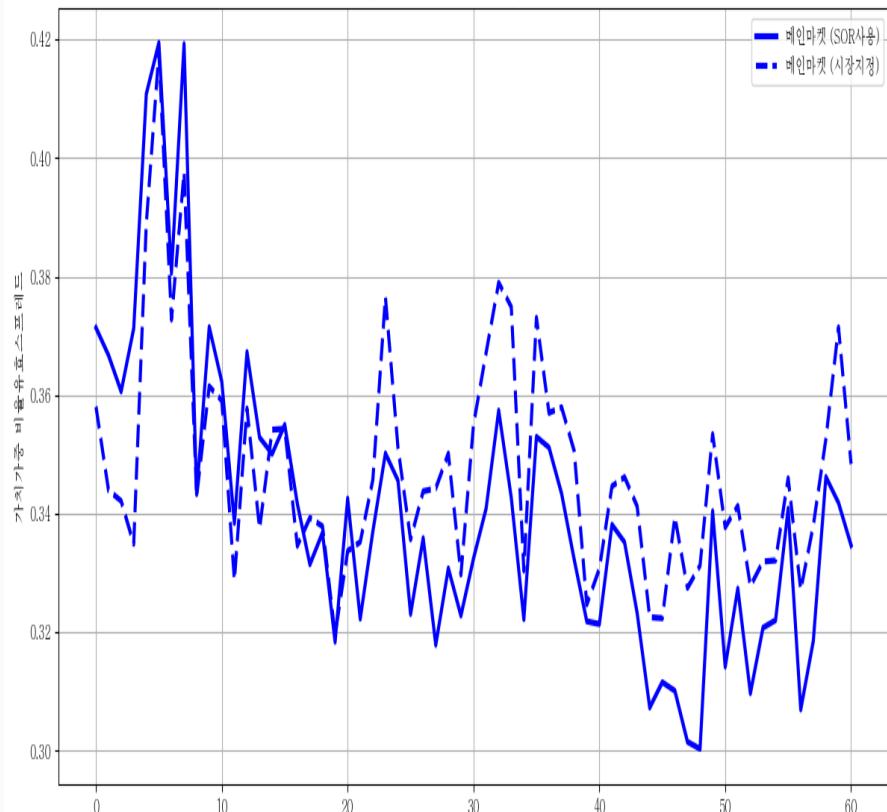


Effective Spread / Relative Effective Spread (Value-Weighted)

넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션과 SOR여부에 따른 가치가중 유효스프레드 추이

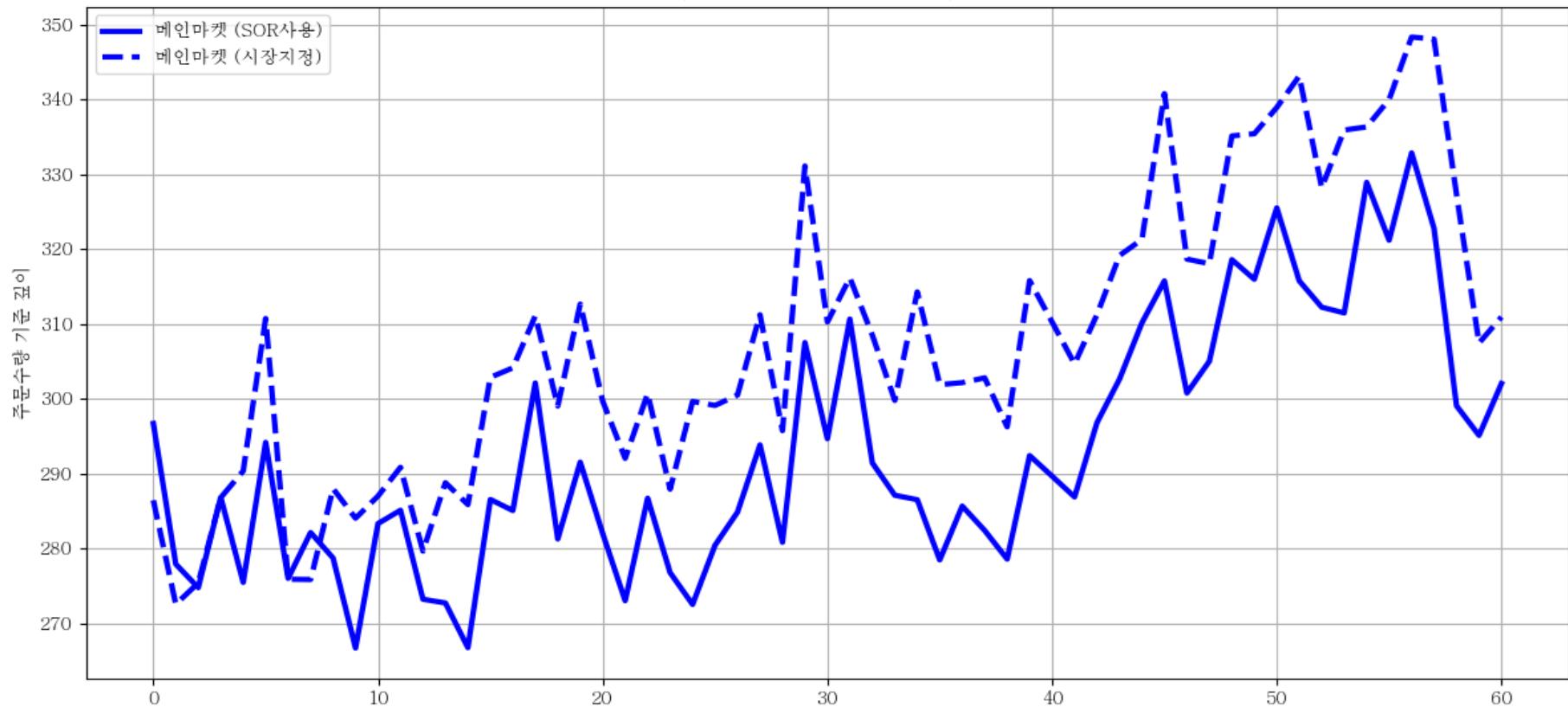


넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션과 SOR여부에 따른 가치가중 비율유효스프레드 추이

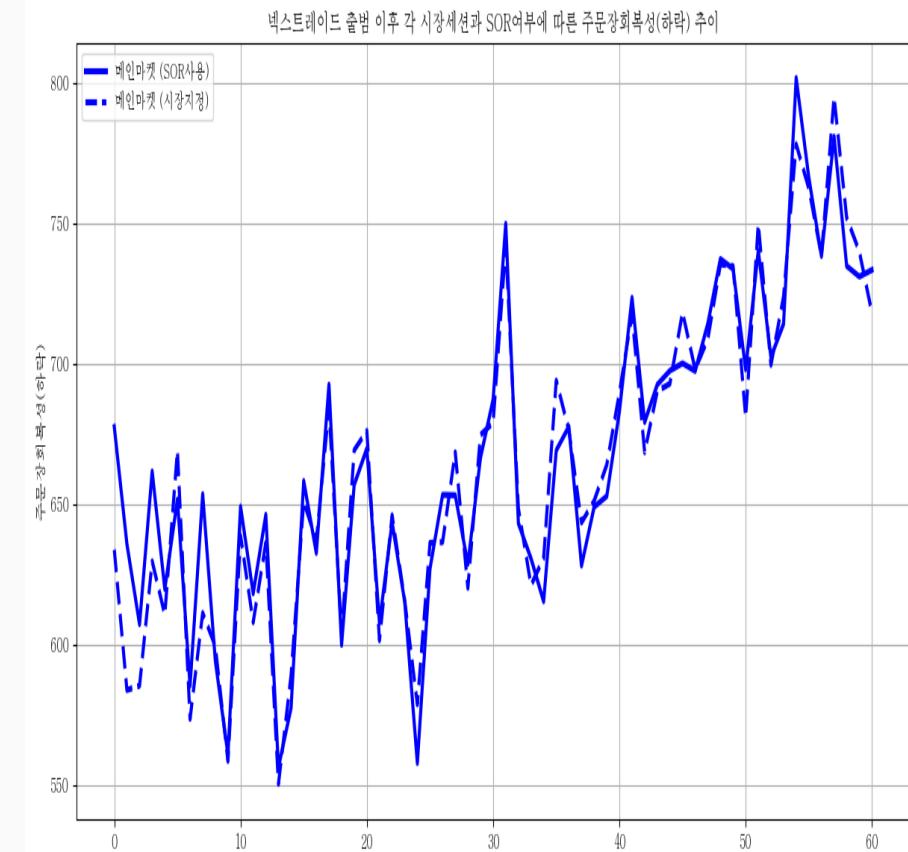
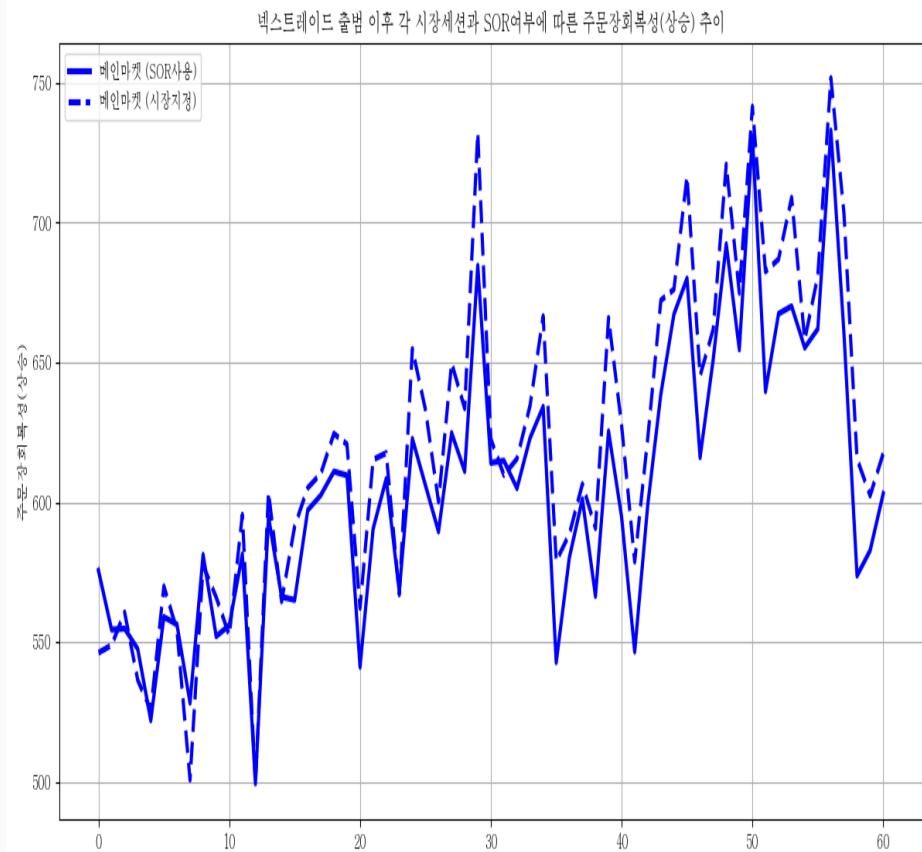


Depth

넥스트레이드 출범 이후 각 시장세션과 SOR여부에 따른 주문수량 기준 깊이 추이



Resilience (Depth의 2단계 호가까지의 합) : Up (Ask Side) /Down (Bid Side)



NEXTRADE

- 주문유형

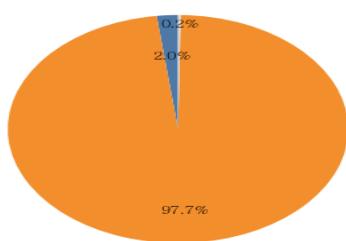
넥스트레이드 편입 후 매수/매도 주문의 주문유형

넥스트레이드 편입 후 60일 동안의 매수(도) 주문에 따른 주문유형의 평균비율

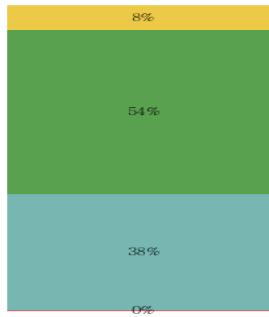
주문유형 : ■ 시장가 ■ 지정가 ■ 기다

기타주문 : ■ Stop Limit ■ 중간가 ■ 최유리지정가 ■ 최우선지정가

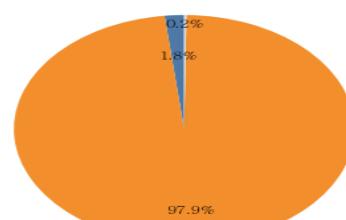
매도 / 주문건수 (평균)



기타 주문



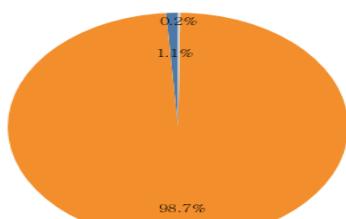
매도 / 주문수량 (평균)



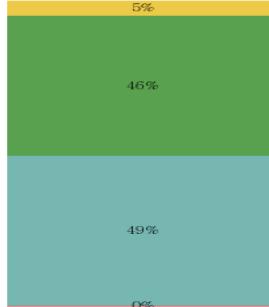
기타 주문



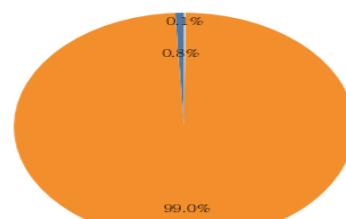
매수 / 주문건수 (평균)



기타 주문



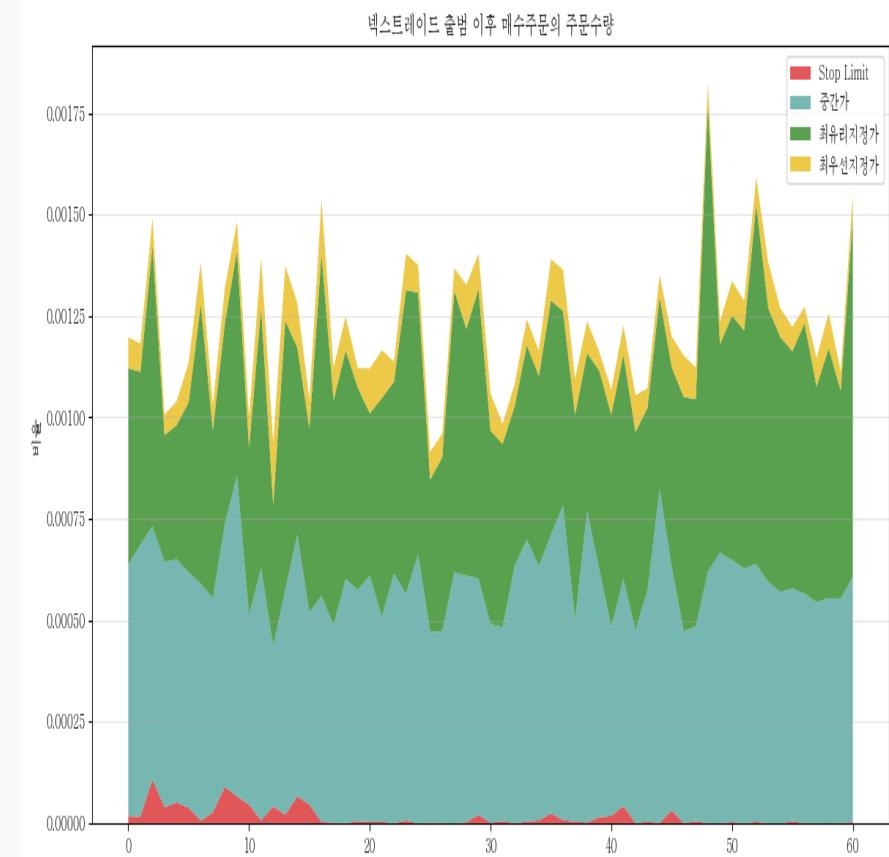
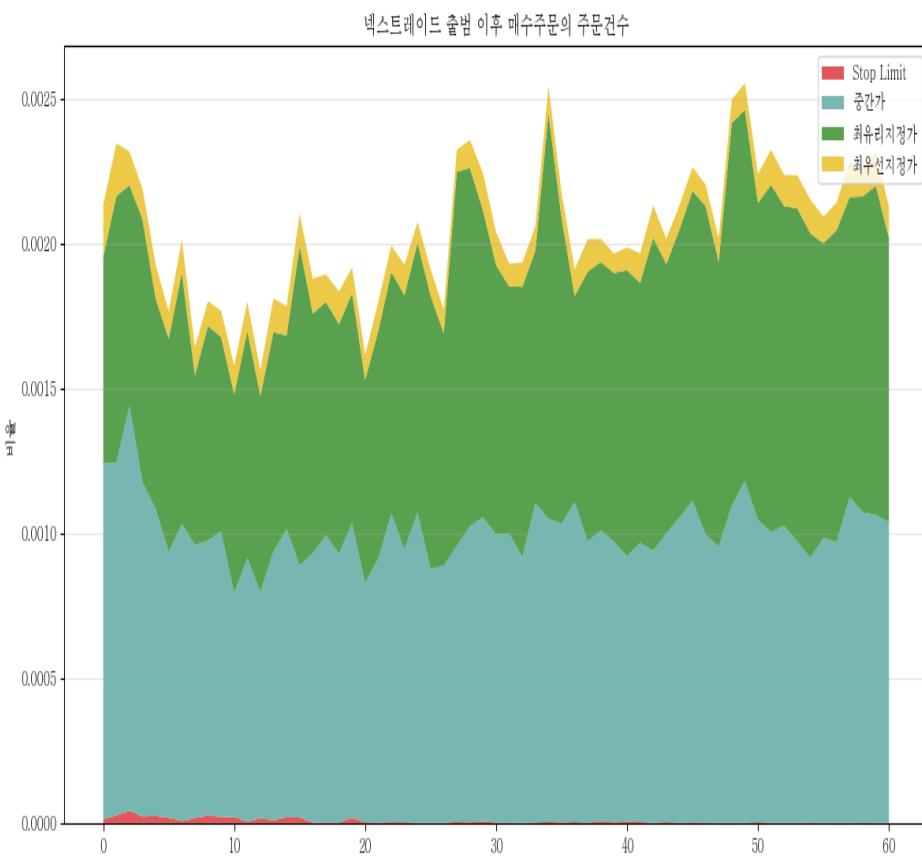
매수 / 주문수량 (평균)



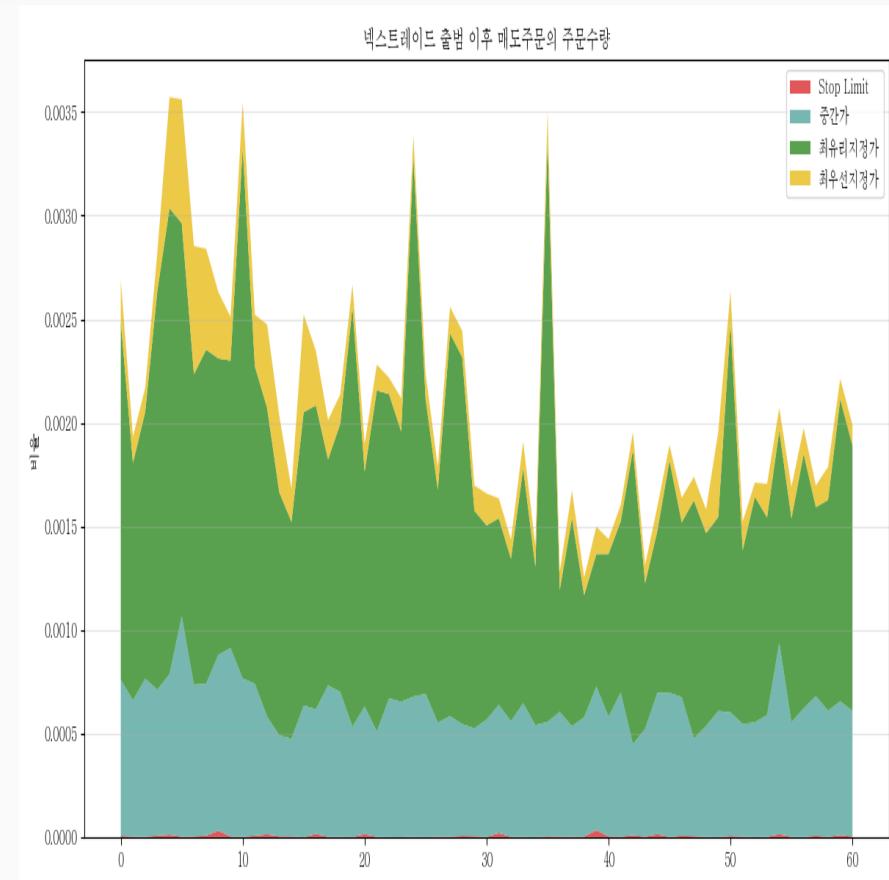
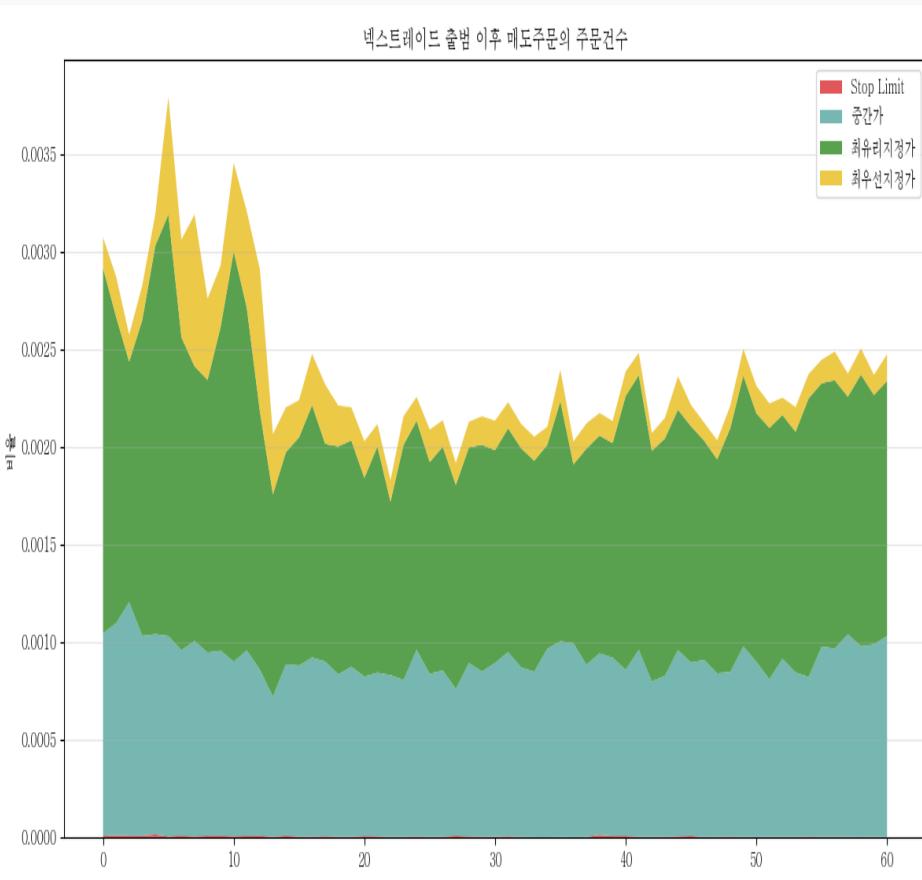
기타 주문



시장가/지정가를 제외한 매수 주문 중 나머지 주문유형의 주문건수 및 주문수량 시계열



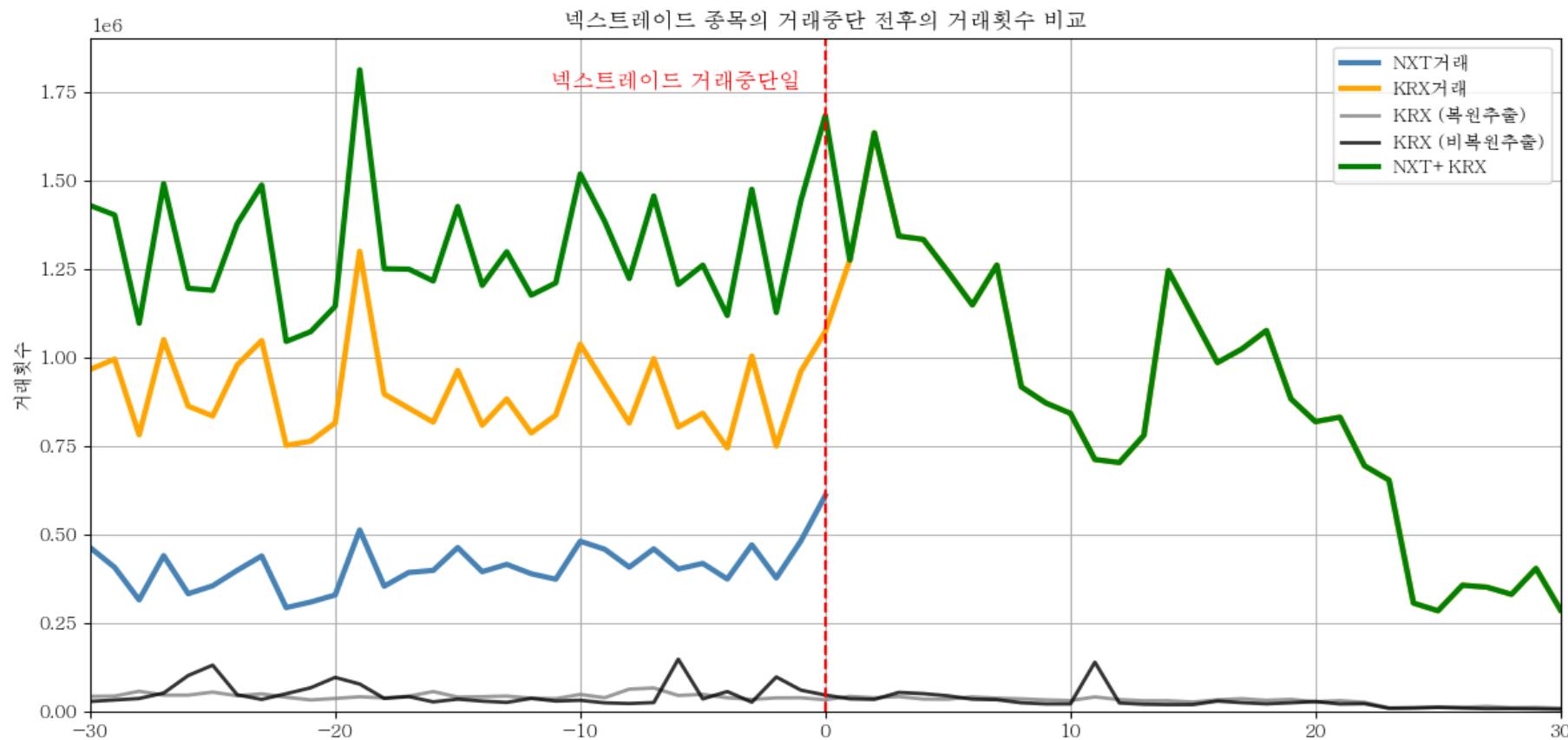
시장가/지정가를 제외한 매도 주문 중 나머지 주문유형의 주문건수 및 주문수량 시계열



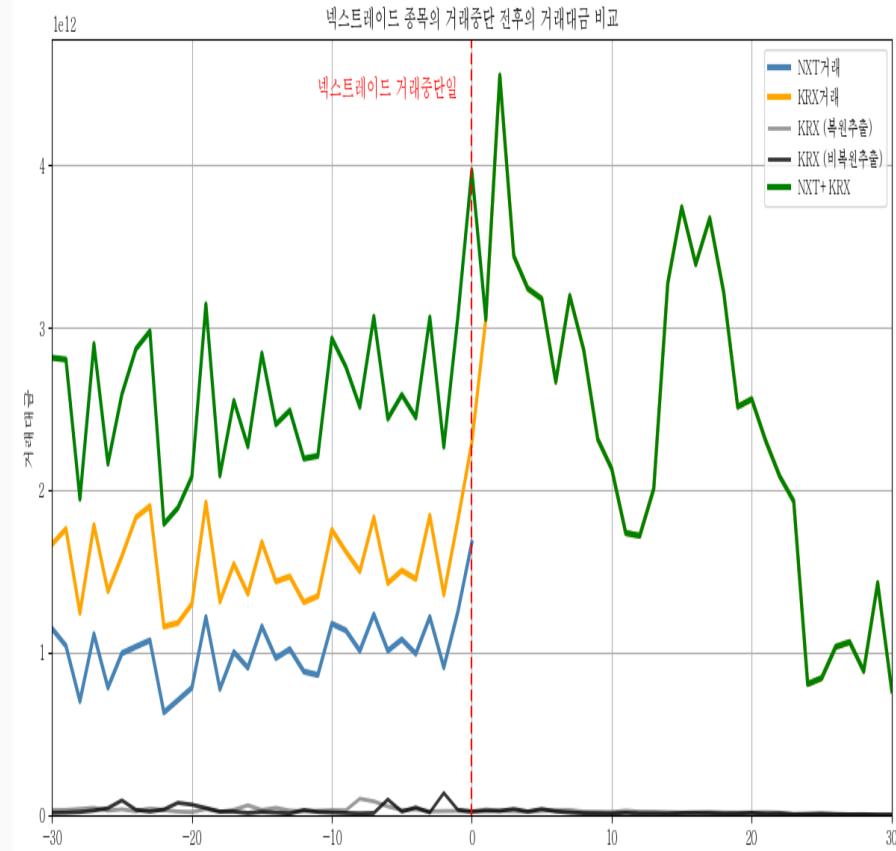
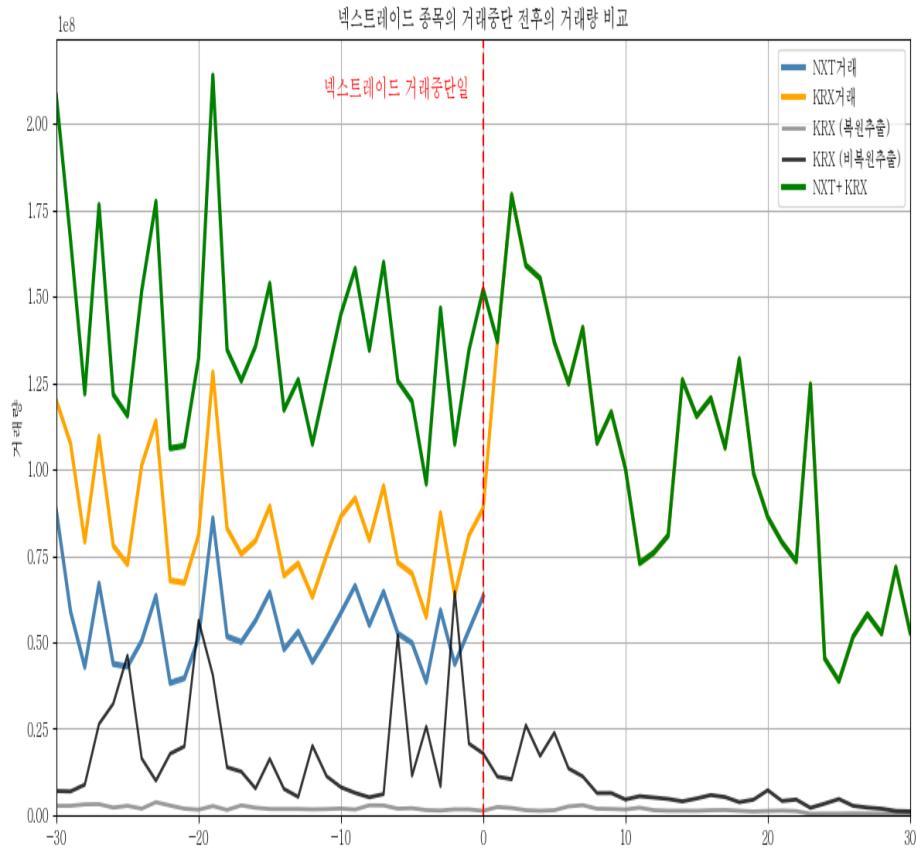
NEXTRADE

- 한도관리 중지효과

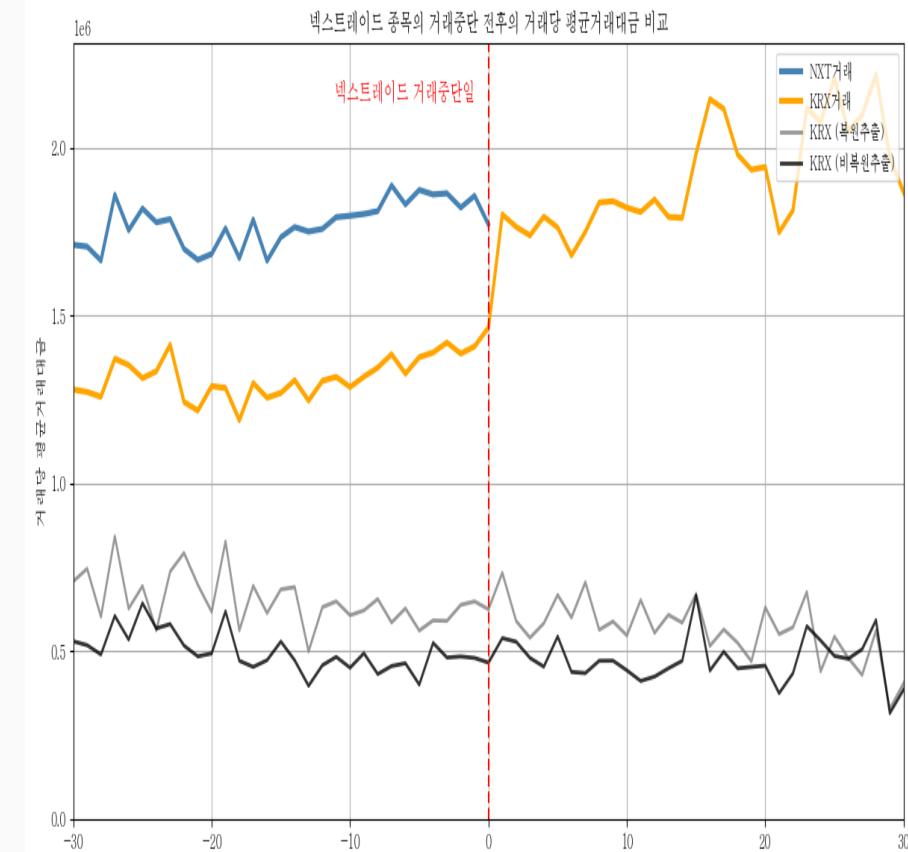
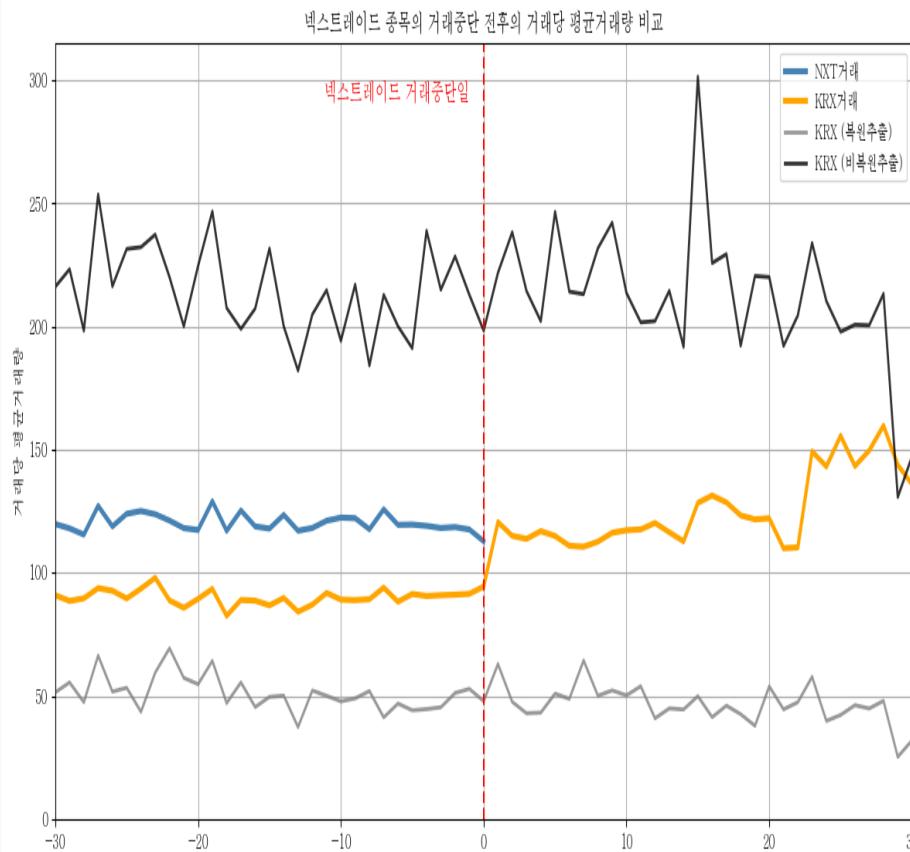
거래횟수



거래량과 거래대금

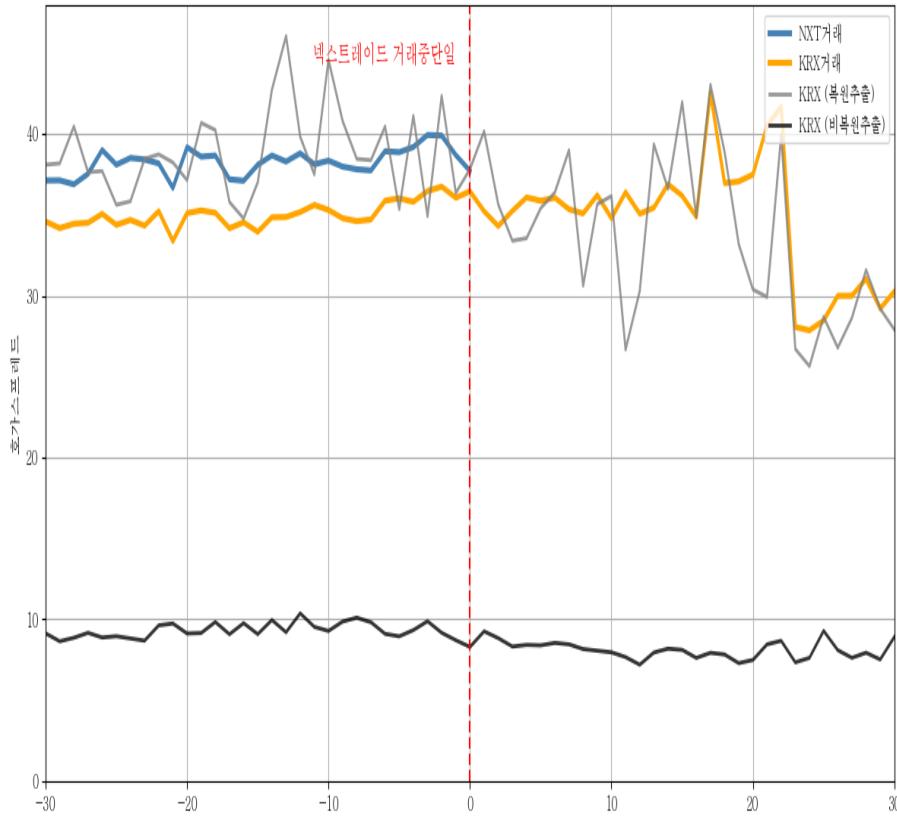


거래당 평균 거래량 및 거래대금(Trade Size)

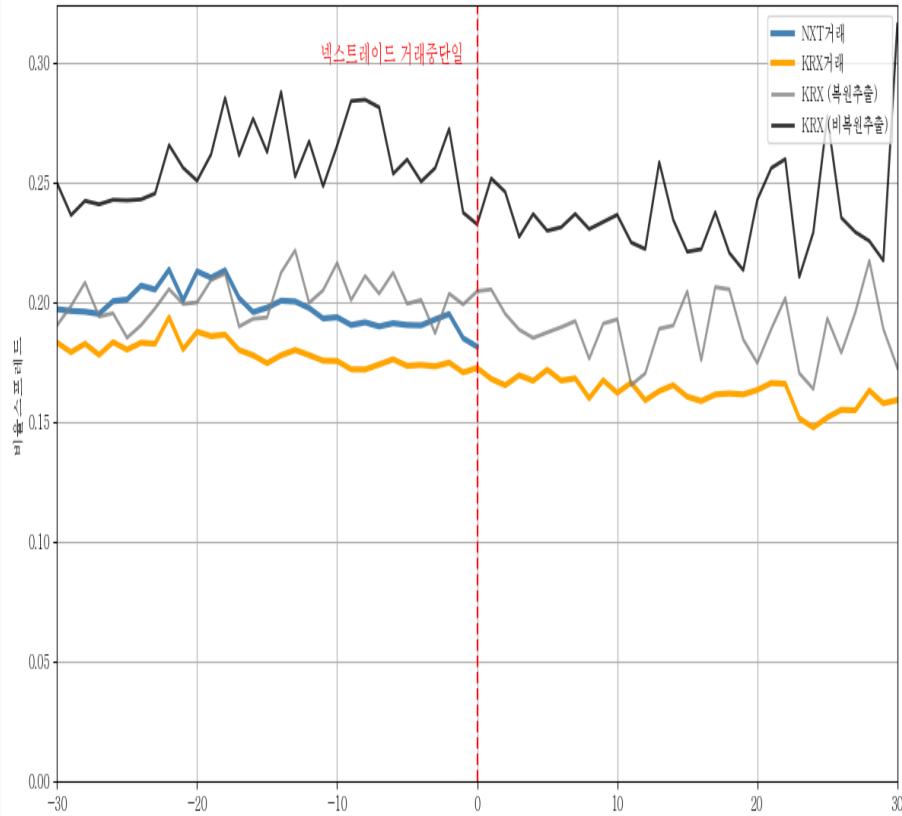


Quoted Spread / Relative Quoted Spread

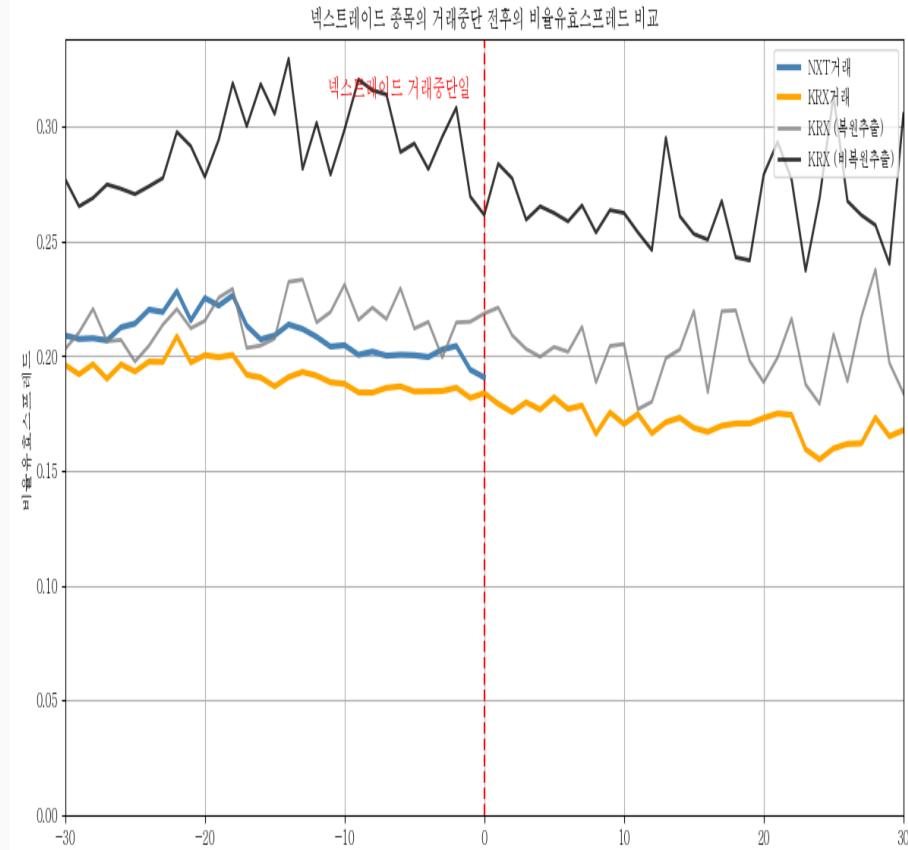
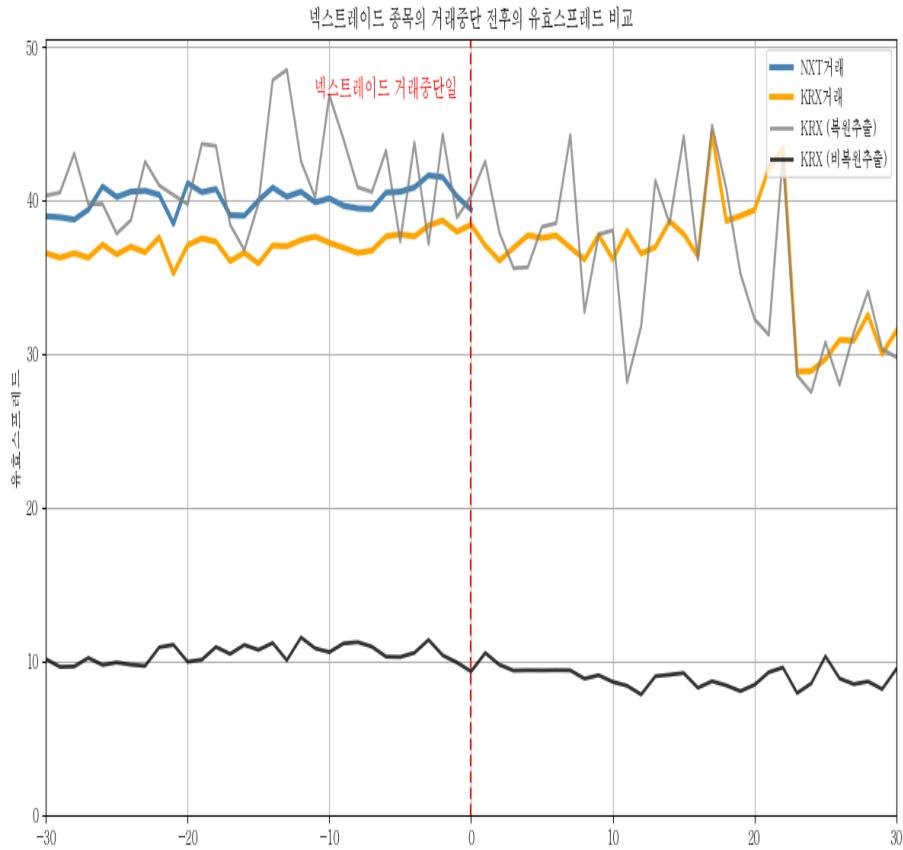
넥스트레이드 종목의 거래증단 전후의 호가스프레드 비교



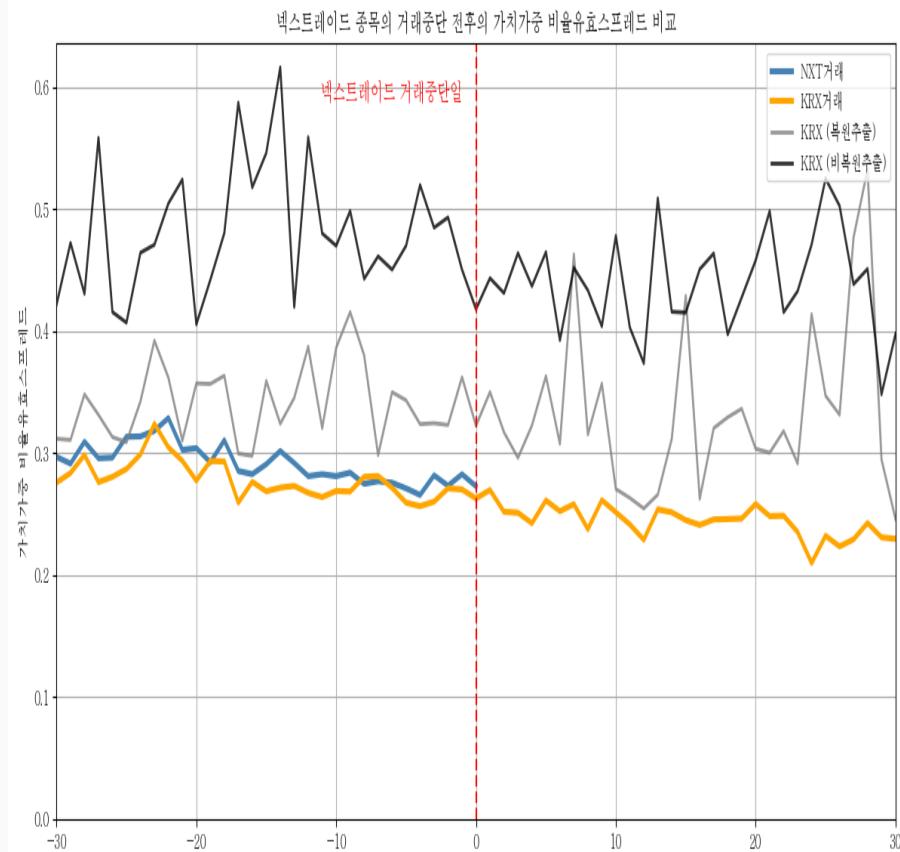
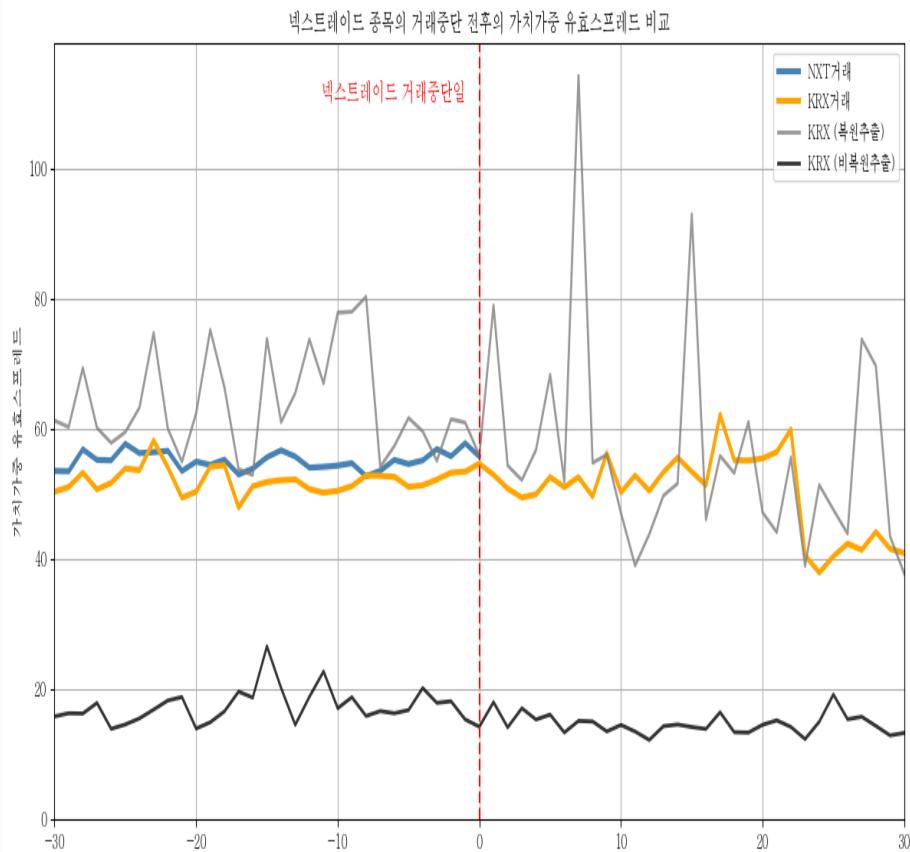
넥스트레이드 종목의 거래증단 전후의 비율스프레드 비교



Effective Spread / Relative Effective Spread

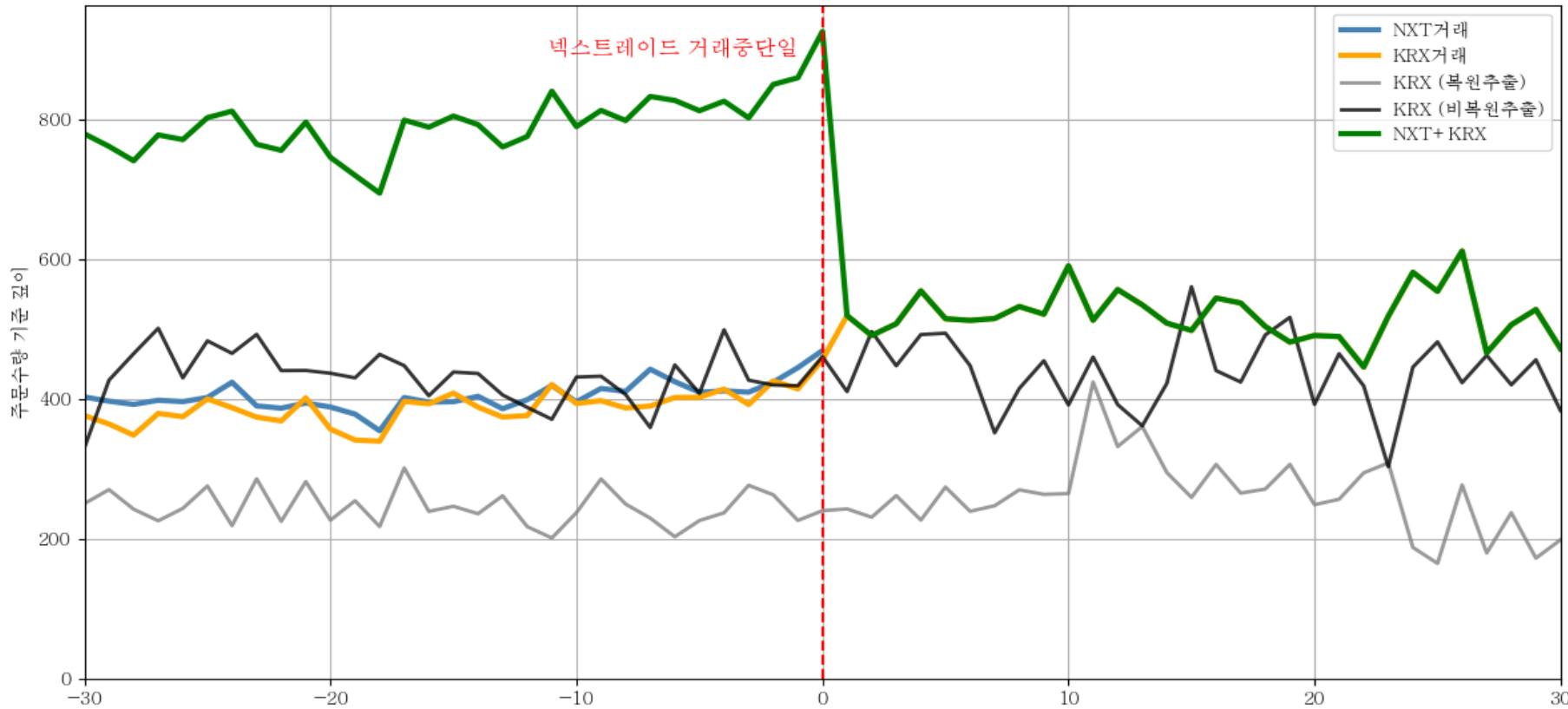


Effective Spread / Relative Effective Spread (Value-Weighted)

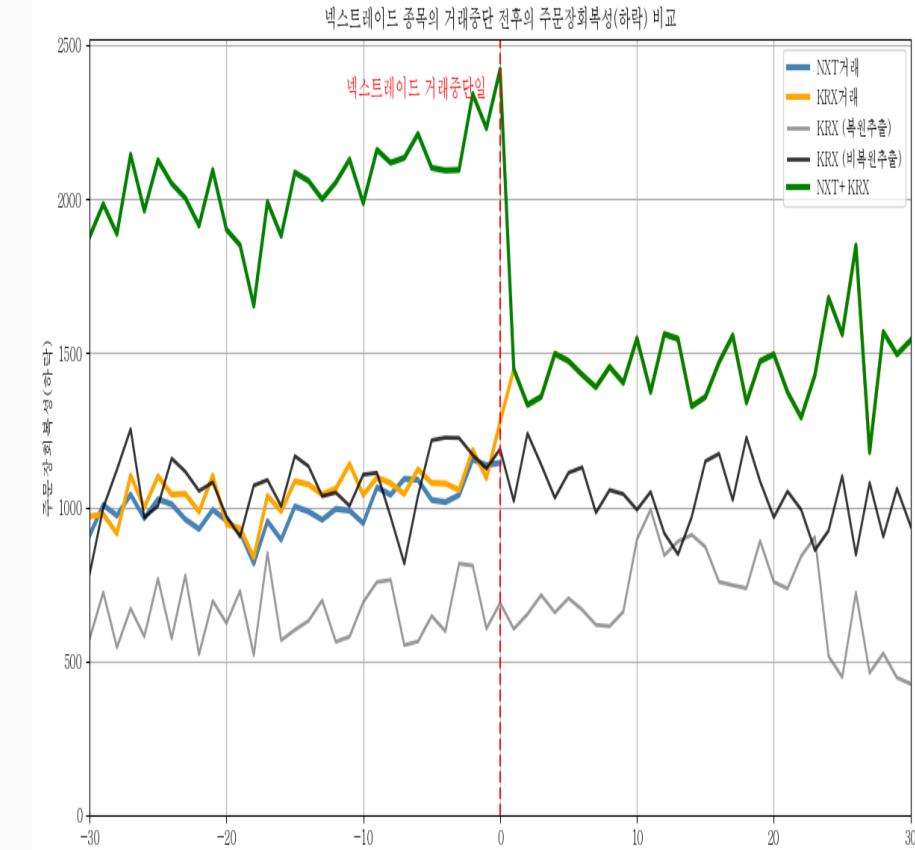
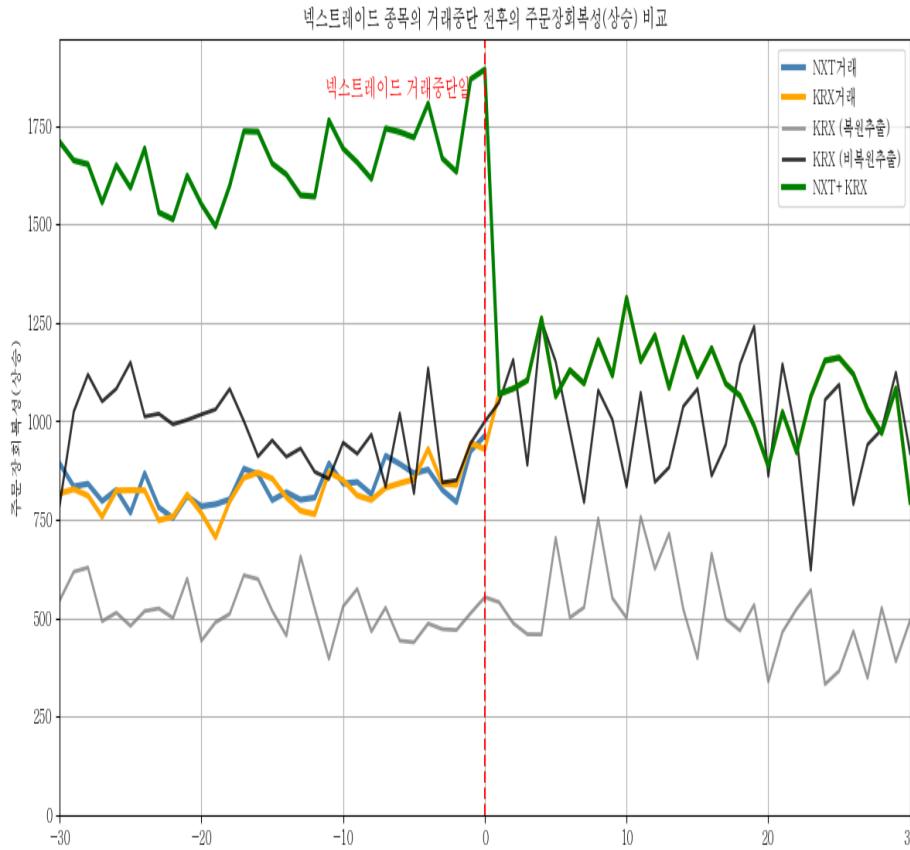


Depth

넥스트레이드 종목의 거래중단 전후의 주문수량 기준 깊이 비교



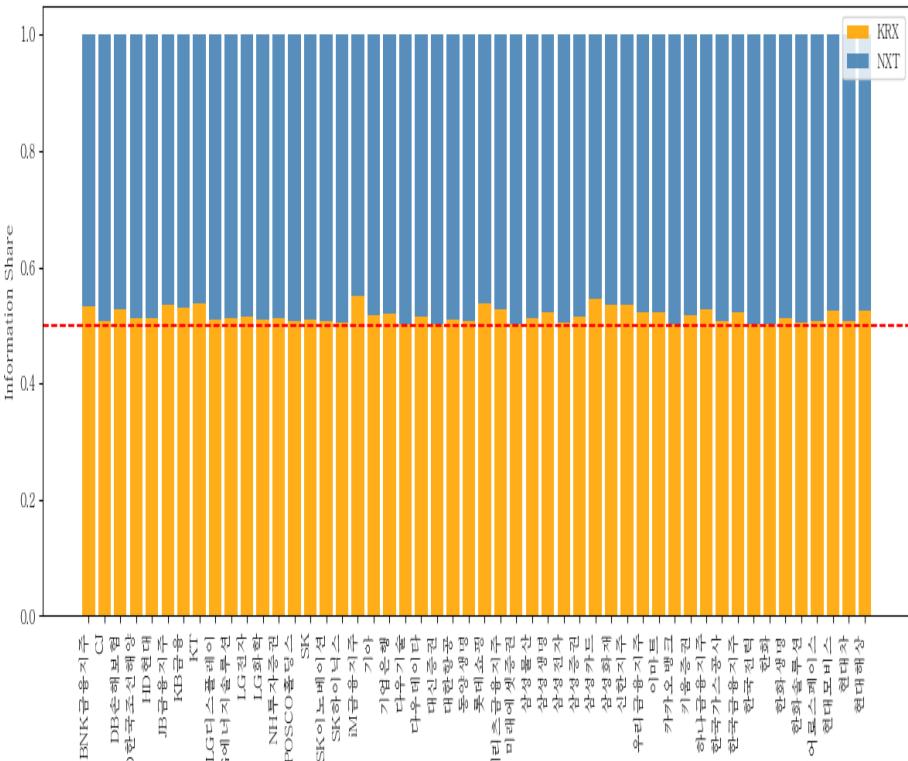
Resilience (Depth의 2단계 호가까지의 합) : Up (Ask Side) /Down (Bid Side)



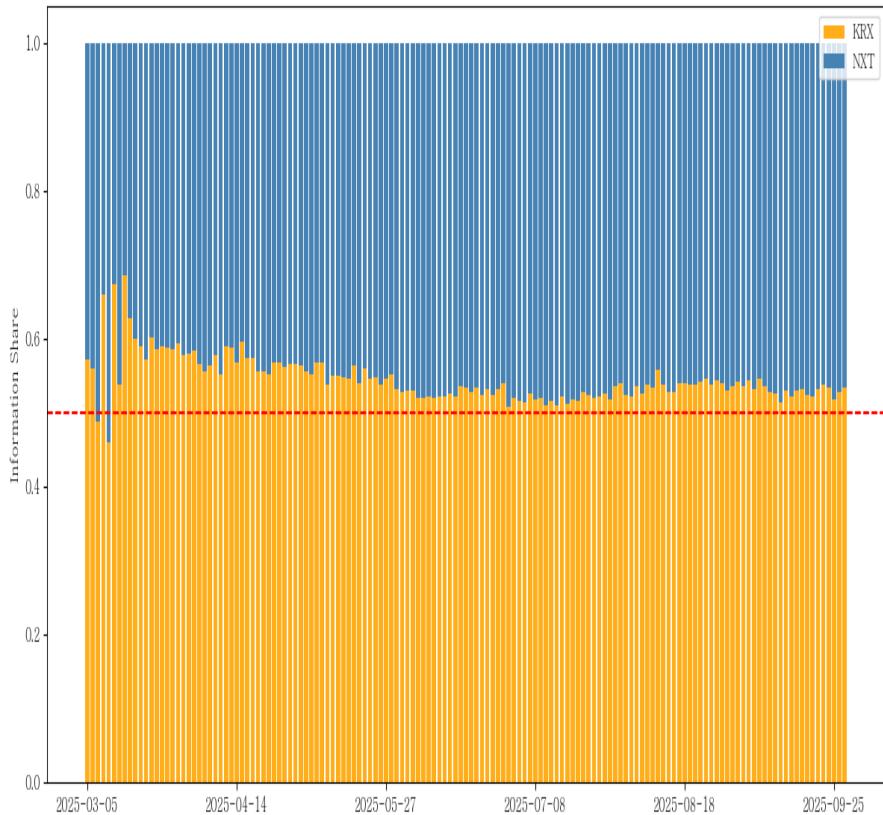
Hasbrouck Information Share

상위 50개 종목의 Information Share

넥스트레이드 편입종목 중 Top 50 종목의 정보비율

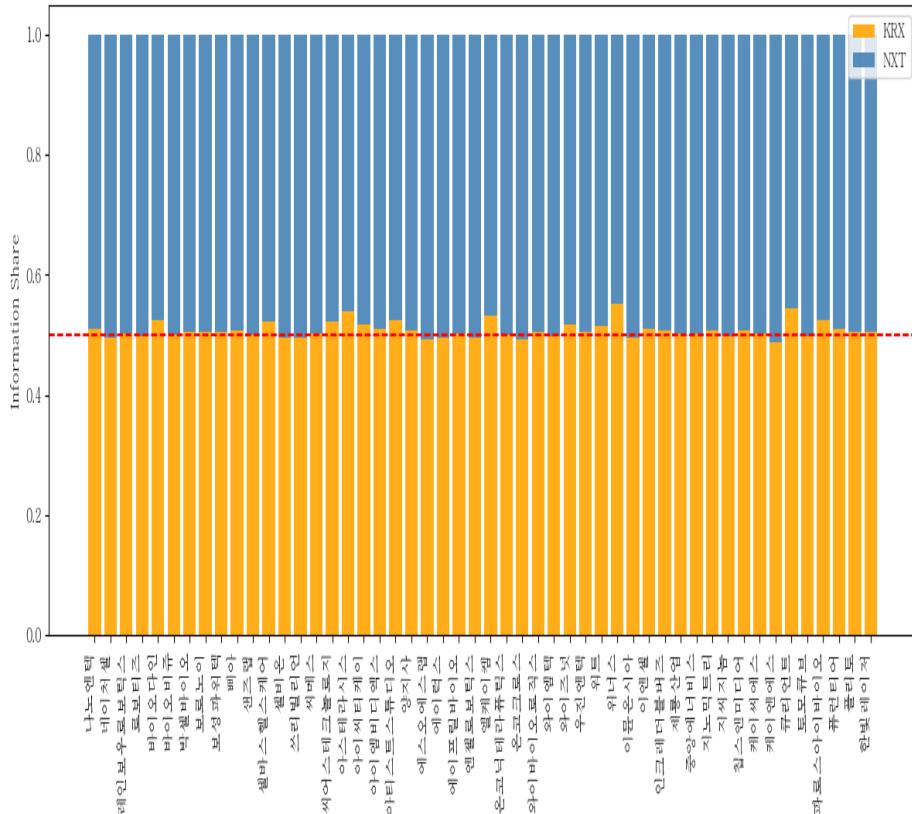


넥스트레이드 편입종목 중 Top 50 종목의 정보비율 시계열

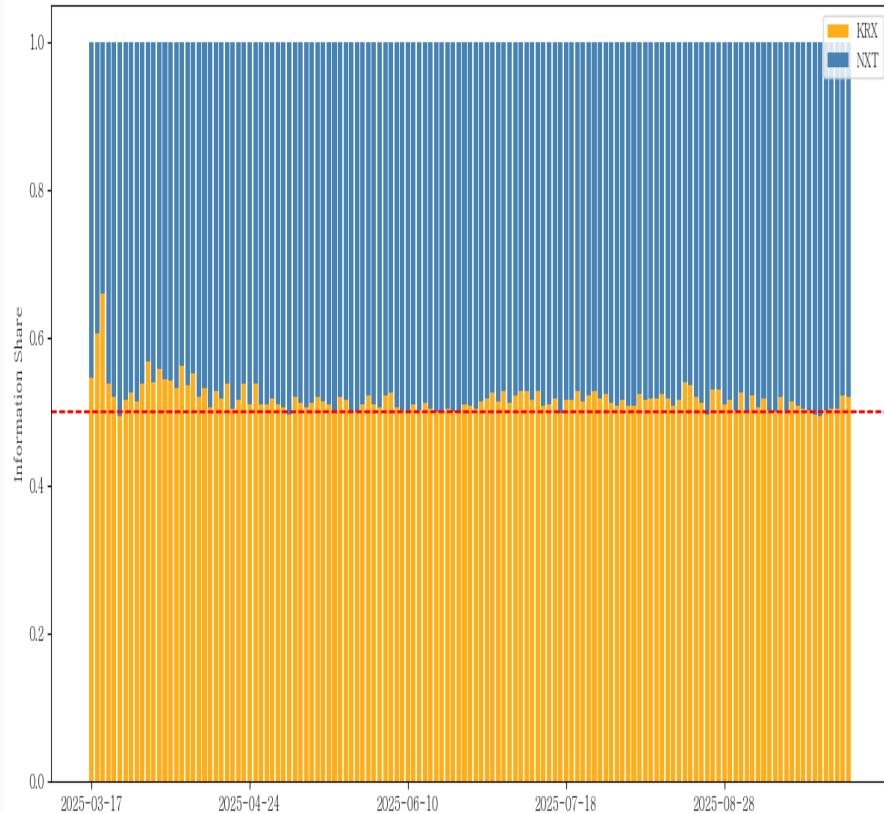


하위 50개 종목의 Information Share

넥스트레이드 편입종목 중 Bottom 50 종목의 정보비율

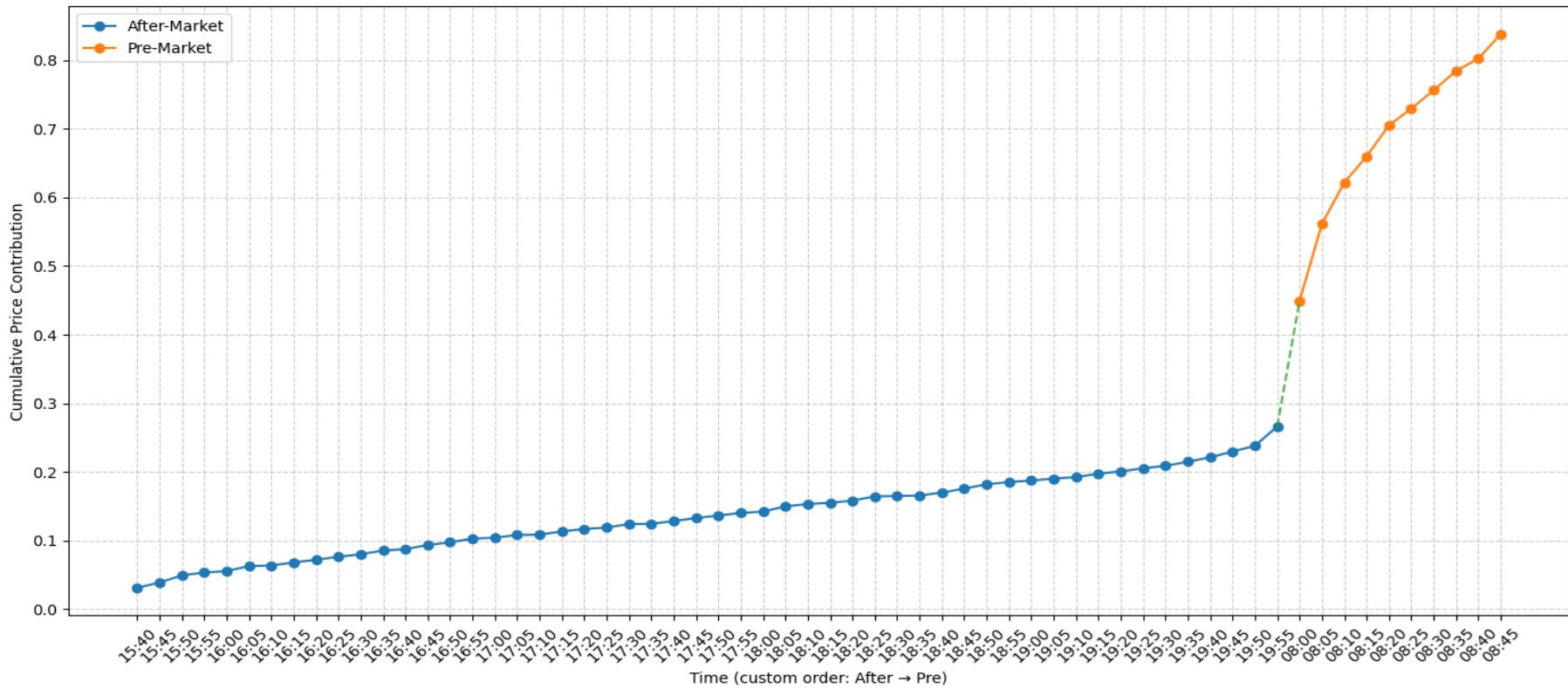


넥스트레이드 편입종목 중 Bottom 50 종목의 정보비율 시계열



전일 종가부터 당일 시가까지의 가격발견

NXT After → Pre Market Cumulative Price Contribution



결과해석

- NXT 편입 이후 유동성이 분산되는 효과는 적음
 - NXT편입에 따라 일시적으로 KRX의 거래량/거래대금/거래횟수가 감소
 - 유동성은 NXT편입 직후 일시적으로 양쪽 모두 감소하지만 점차 개선됨
 - 일정시간 후 이전 수준으로 빠르게 회복 (NXT, KRX 모두 상승)
 - 시장의 Combined Depth는 NXT 편입 이후 증가(지정가주문을 중심으로 Order Flow증가)
 - NXT에 비해 KRX의 거래량/거래대금이 크고 스프레드도 작어 KRX의 유동성이 다소 좋은 편임
 - 1거래당 거래량/거래대금은 NXT가 큼: 거래규모가 큰 고객은 NXT를 이용하는 경향
- NXT에서 편출이 발생하면 일시적으로 KRX의 거래규모는 회복되나 이후 줄어듬
 - NXT편출에 따라 일시적으로 KRX의 거래횟수/거래량/거래대금이 증가
 - 일정시간 후 이전 수준으로 회귀하여, 시장전체 거래횟수/거래량/거래대금이 편출 이후 감소
 - NXT거래중단으로 NXT Depth가 상당부분이 사라짐
 - NXT의 거래물량이 KRX로 이전함에 따라 KRX의 스프레드 감소로 유동성이 다소 개선되지만 시장전체적으로는 유동성이 악화되는 측면이 있음

- Hasbrouck Information Share
 - KRX의 IS가 NXT에 비해 다소 높지만 큰 차이는 없음 (거의 50:50)
 - NXT의 거래량이 상대적으로 적은 것에 비해 상당한 수준의 가격발견 기능이 존재함
 - NXT가 출범 이후 일정시간 지난 후, IS가 다소 증가함: NXT의 가격발견기능이 작동함
 - Top 50 종목은 KRX의 IS가 크지만, Bottom 50 종목은 그 차이가 적어 저유동성 종목들에 대한 NXT의 기여가 있다고 보임
- NXT의 마켓세션별 특징
 - 거래횟수/거래량/거래대금: 메인 > 프리 > 애프터
 - Spread: 프리 > 메인 > 애프터 (애프터마켓의 유동성이 가장 좋음)
 - Depth: 메인 > 애프터 > 프리이지만, 최근접 2단계 호가는 애프터랑 메인이 비슷한 수준
- NXT의 SOR 및 주문유형별 특징
 - 전반적으로 SOR을 사용하여 대부분의 주문이 들어오고 지정가 주문의 비중이 압도적으로 큼
 - SOR을 사용하는 경우 상대적으로 적은 거래비용 (낮은 스프레드)이 적용됨
 - SOR을 사용하지 않고 NXT를 지정하여 들어오는 주문의 경우 Depth가 큰 경향을 보임
 - 지정가주문은 Maker 수수료가 적용되어 상대적으로 저렴한 거래비용을 부담함 (98%가량이 지정가주문)

향후 과제

- Consolidated Tape
 - 미국 CTA/UTP처럼 가상통합(Virtually Consolidation)을 통해 시장간 연계와 경쟁을 촉진하고 NBBO를 제공
 - 각 시장의 호가 기반 중간가는 인위적 가격 조작의 가능성이 있음
 - SOR을 기본값으로 제공하여 좀 더 좋은 가격을 투자자에게 제공할 수 있도록 해야함
 - Trade-through 방지
 - 시장(KRX <-> NXT)간 라우팅을 통해 좀 더 좋은 가격에 체결될 수 있는 여건 필요
 - 미국의 605/606과 같은 증권사 집행기준 결과를 공개
 - 투자자가 시장선정과 주문방식 선정 모두를 복잡하게 결정할 필요가 있는가?
- 종목중단에 대한 고려
 - 종목중단은 시장전체 품질(유동성 등)을 저하시킴
 - 특히, 15%규정은 어느 종목이 중단될지 예상할 수 없어 투자자 혼동을 야기할 수 있음
- 차별화된 호가 또는 거래방식 개발을 통해 건전한 경쟁이 필요
 - NYSE : 50개, NASDAQ: 28개 (CBOE BATS는 2,000개의 주문유형을 만들 수 있다고 함)
 - Interactive Brokers: 80개 가량의 주문을 낼 수 있음