

OPINION

선임연구위원
강소현복수거래시장 도입의 초기 성과와 개선
과제*

넥스트레이드는 출범 이후 거래가 급속히 증가하여, 2025년 6월 초 기준 일평균 거래대금은 약 10조원, 거래량은 약 3억주에 달하는 수준으로 성장하였다. 특히 프리마켓과 애프터마켓 등 정규시장 외 거래시간을 제공함으로써 투자자의 거래 선택권을 확대하고 시장 접근성을 제고하는 등 긍정적인 제도적 변화로 평가된다. 이러한 성장은 단순한 거래시장간 유동성 분산을 넘어, 시장 전체 규모의 확대와 유동성 제고에도 실질적으로 기여한 것으로 나타났다. 그러나 현행 시장점유율 상한 규제에 따라, 2025년 9월경부터 다수 종목의 거래가 제한될 가능성이 커지고 있다. 이는 경쟁 유도를 통한 거래시장 구조 개선을 유도하는 복수거래시장 도입의 본래 취지를 저해할 우려가 있다. 이에 따라, 시장점유율 제한 규제의 적정성과 운용상의 유연성에 대한 재검토가 필요하다. KRX의 규모에 대비하여 산정되는 시장점유율 기준의 타당성을 점검하고, 시장점유율 상한 수준(시장 전체 15%, 개별 종목 30%)의 적절성에 대해서도 재평가할 필요가 있다. 이때 유동성 확대, 가격 개선, 거래비용 절감, 기술혁신 등 복수거래시장 도입에 따른 질적 성과에 대한 실질적 평가가 이루어져야 하며, 궁극적으로는 복수거래시장 제도가 자본시장 발전에 기여하고 있는지 여부를 기준으로 정책적 판단과 제도적 보완이 병행되어야 한다.

2025년 3월, 넥스트레이드(Nextrade: NXT)의 출범을 계기로 국내 자본시장에 복수거래시장 체계가 도입되었다. NXT는 출범 직후 네 단계에 걸친 거래종목 확대 및 시스템 안정화 절차를 거치며, 한국거래소(KRX) 및 금융당국과의 유기적 협력체제 하에 비교적 안정적인 복수거래시장 거래 환경을 조성한 것으로 평가된다. 출범 당시 10개 종목에 한정되었던 거래 대상은 3월 말 기준 796개 종목으로 빠르게 확대되었고, 일평균 거래대금도 수백억원에서 수조원을 초과하는 수준으로 급증하는 등 복수거래시장 체계가 일정 수준의 정착 단계에 진입했다.

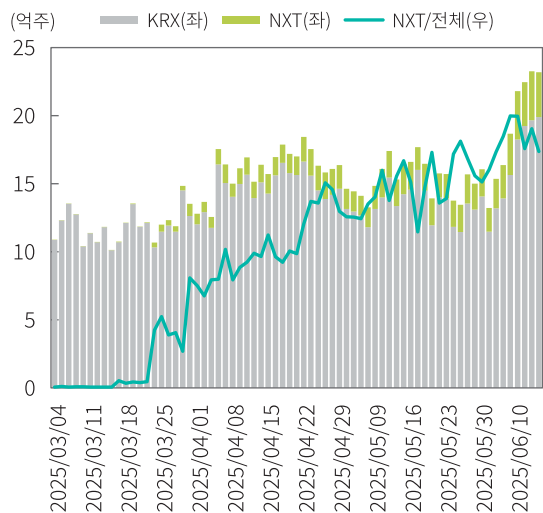
그런데, 현행 자본시장법상 다자간매매체결회사에 관한 규제로 인해, 이 같은 성장세가 지속되기 어렵게 될 가능성이 제기되고 있다. 특히, 개별 종목 및 전체 거래량에 대해 설정된 시장점유율 상한 규정에 따라, 빠르면 시장개설 6개월 만에 다수의 종목이 거래가 제한될 우려가 있다. 이에 본고에서는 NXT를 중심으로 복수거래시장 제도의 초기 성과를 점검하고, 거래시장 전반의 개선을 도모하기 위한 주요 개선 과제를 검토하고자 한다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

NXT 도입에 따른 시장 반응 및 거래규모 확대

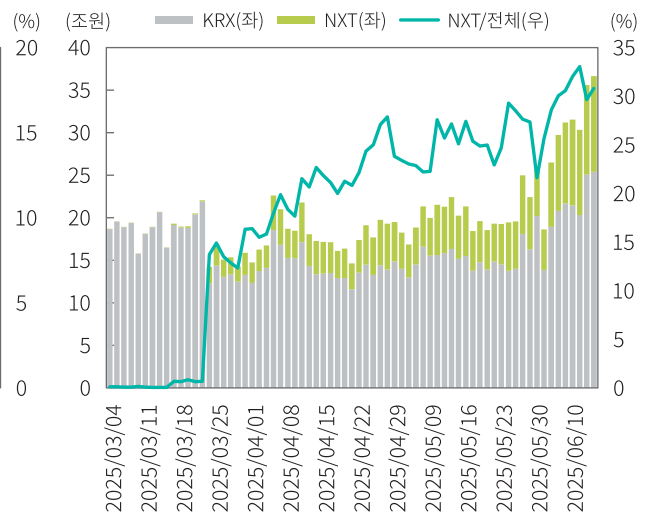
NXT는 출범 이후 거래량과 거래대금이 모두 빠르게 증가하며 단기간 내 시장에서 유의미한 입지를 확보하였다. 2025년 3월 초에는 거래 종목 수가 제한적이어서 전체 시장에서 차지하는 비중이 미미했으나, 3월 말부터 거래 가능 종목이 본격적으로 확대되면서 거래 규모가 급격히 증가하였다. 이에 따라 6월 초 기준 일평균 거래량은 약 3억주에 달하며, 이는 시장 전체 거래량의 약 15%에 해당하는 수준이다. 특히 NXT에서 거래되는 종목들이 대부분 유동성이 풍부하고 거래회전율이 높은 종목들로 구성되어, 거래대금은 더욱 높은 비중을 차지하고 있다. 같은 기간 NXT의 일평균 거래대금은 약 10조에 육박하며, 전체 거래대금 대비 점유율은 30%에 달한다.

〈그림 1〉 거래시장별 거래량 추이



주 : KRX는 유가증권시장 및 코스닥시장 포함
자료: FnGuide, KRX

〈그림 2〉 거래시장별 거래대금 추이

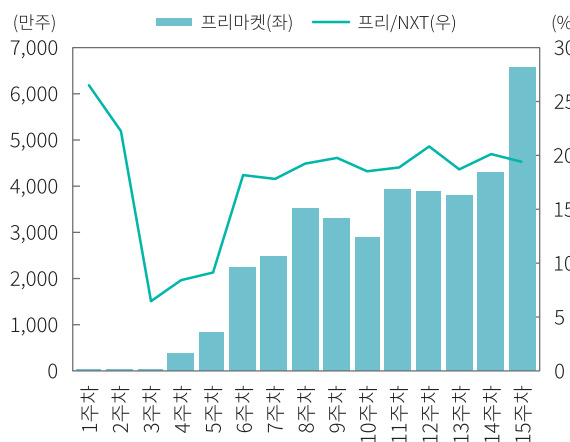


주 : KRX는 유가증권시장 및 코스닥시장 포함
자료: FnGuide, KRX

복수거래시장 체제가 도입된 지 불과 3개월 만에 이와 같은 가파른 성장세를 기록한 것은 이례적이라 할 수 있다. 일본의 경우, 정규거래소와 일부 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS)으로 구성되어 국내시장과 유사한 시장구조로 되어 있는데, ATS가 2000년대 초 설립된 이후 10년 이상 정체기를 겪었다. 최근에는 Japannext, Cboe Japan, Osaka Digital Exchange 등 3개 ATS가 합산하여 2025년 4월 기준 9.8%의 시장점유율을 확보한 상황이다. 호주 또한 Cboe Australia 설립으로 경쟁체제로 진입한 이후, 점유율이 서서히 확대되어 2025년 3월 기준 9.5%를 달성하였다.¹⁾ 이러한 해외 주요 사례와 비교해 볼 때, NXT가 도입 3개월 만에 두 자릿수 시장점유율을 기록하며 빠르게 시장을 확대한 것은 상당히 이례적인 초기 성과로 평가된다.

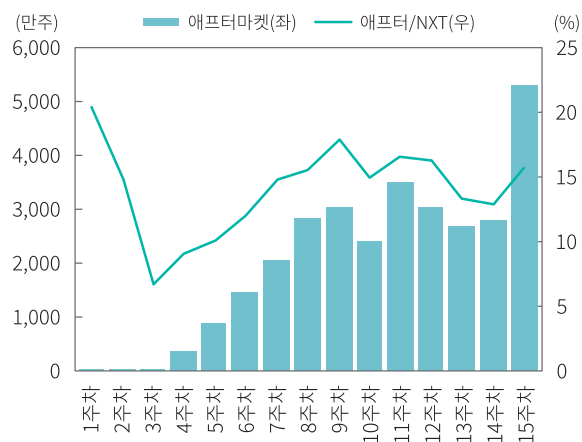
1) 본 수치는 공개주문장(order book)을 통한 거래 기준이며, Cboe Australia를 통해 보고된 사전 협의를 기반으로 한 장외거래(Cboe trading report)까지 포함할 경우 시장점유율은 18.8%까지 증가한다.

〈그림 3〉 프리마켓 주차별 거래량



자료: NXT

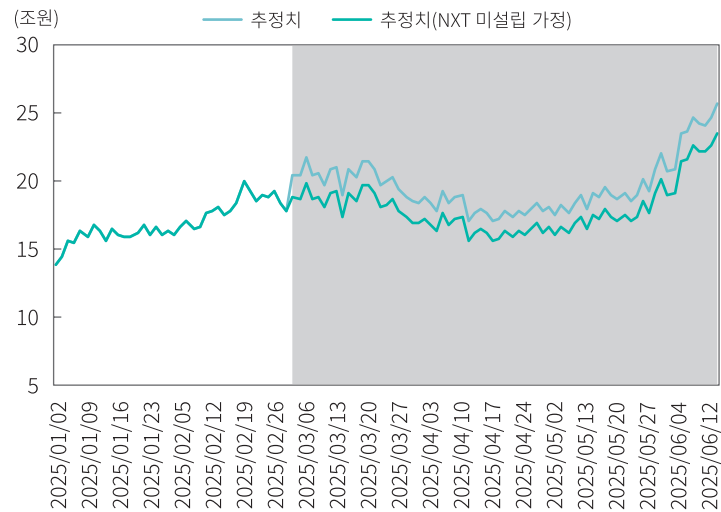
〈그림 4〉 애프터마켓 주차별 거래량



자료: NXT

NXT는 정규시장 외 시간대에 거래가 가능하도록 프리마켓(08:00~08:50)과 애프터마켓(15:40~20:00)을 운영하고 있는데, 이는 기존 KRX에서는 제공되지 않았던 거래시간 선택권을 투자자에게 부여함으로써 시장 접근성을 크게 확장시키는 긍정적 효과를 보인다. 시장 전반적으로 거래량이 큰 폭으로 증가한 6월 둘째 주 기준, 프리마켓과 애프터마켓의 일평균 거래량은 각각 6,600만주와 5,300만주에 달하며, 전체 NXT 거래량의 19%와 16%에 해당하는 수준이다. 이는 정규시간 외 거래가 시장 내에서 안정적인 유동성 공급원으로 기능하고 있음을 보여준다. 거래시장 확대로 장 개시 전·후 시간대에 발표되는 미국 증시 변동, 글로벌 경제지표 등 신규 정보에 대한 시장의 선제적 반영이 가능해졌으며, 출퇴근 시간대를 활용한 개인투자자의 매매 편의성 또한 제고된 것으로 평가된다.

〈그림 5〉 NXT 도입에 따른 시장 규모 확대 효과



주 : 1) 분석에 사용된 일간 자료는 2024년 3월 4일부터 2025년 6월 13일까지의 기간을 포함함

2) 거래대금 규모는 다음 변수들을 활용하여 추정: 상장 주식 수, 시가총액, 코스피 및 코스닥 지수 수익률, 코스피 변동성지수(VKOSPI), 코스피 및 코스닥 지수 수익률의 20일 이동 표준편차

자료: FnGuide, NXT, KRX, 저자 추정

더 나아가, NXT의 도입은 단순히 기존 KRX에서 이뤄지던 거래를 양 시장으로 분산시킨 것에 그치지 않고, 국내 주식시장의 전체 거래 규모 확대에 유의미한 기여를 한 것으로 분석된다. NXT가 도입되지 않았을 경우를 가정하여 추정한 결과, 시장 전체 거래대금은 NXT 도입으로 유의하게 증가한 것으로 추정되었다.²⁾ 이러한 분석 결과는 다자간매매체결회사 도입이 시장 유동성 제고 및 거래 활성화에 실질적인 영향을 미쳤음을 시사하며, 복수거래시장 체제가 단순한 경쟁구조 도입을 넘어 시장 전체의 효율성과 거래기반 확대에 긍정적 효과를 미쳤을 가능성을 보여준다.

현행 규제 체계에 따른 제약과 제도적 불확실성

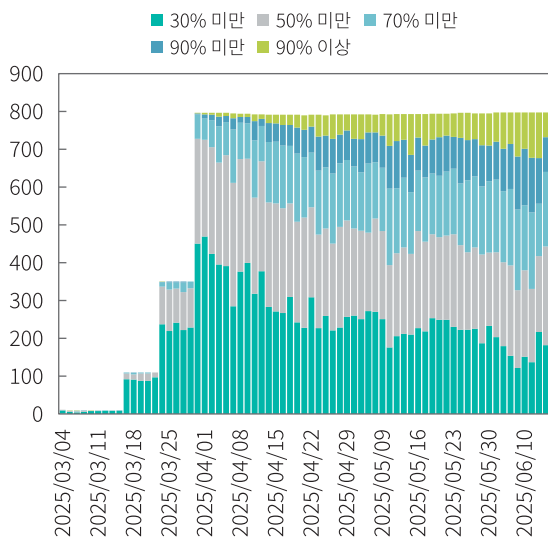
NXT의 거래량이 빠르게 증가하고 있다는 점은 복수거래시장 체제가 시장 내에서 기능하고 있음을 보여주는 긍정적 신호이나, 시장점유율의 지속적 확대를 긍정적으로만 평가하기는 어렵다. 이는 현행 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법) 및 시행령에서 다자간매매체결회사에 대해 일정 수준 이상의 시장점유율을 엄격하게 제한하고 있기 때문이다.

2) NXT 도입 1년 전인 2024년 3월부터 2025년 6월 13일까지의 기간을 바탕으로, 주식 수, 시가총액, 지수 수익률, 변동성(VKOSPI), 수익률의 이동표준편차 등 주요 시장 변수들을 통제하여 분석한 결과, NXT 도입으로 거래대금이 약 9.1% 증가하는 효과가 있는 것으로 나타났다. 단, 아직 시장개설 초기로 거래규모에 변동이 있어, 시장 전반의 규모 증가에 대한 실제 기여 수준은 다소 차이가 있을 수 있다.

시장점유율 규정을 명확하게 파악하기 위해서는 먼저 법령이 허용하는 다자간매매체결회사의 매매 체결 방식을 살펴볼 필요가 있다. 자본시장법은 다자간매매체결회사의 매매 방식으로 ① 경쟁매매의 방법, ② KRX에서 형성된 매매가격을 사용하는 방법, ③ 매도자와 매수자의 호가가 일치하는 경우 그 가격으로 체결하는 방법의 세 가지를 허용하고 있다(법 제8조의2 제5항, 시행령 제7조의3 제3항).

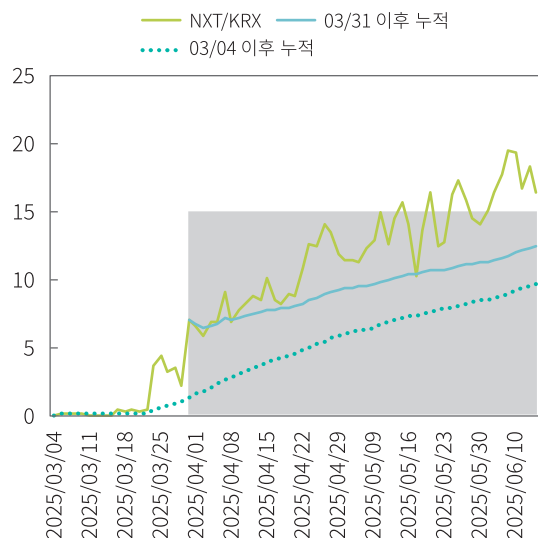
이 중, ‘경쟁매매의 방법’은 특정 조건을 충족하는 한도까지만 다자간매매체결회사에서 거래가 허용된다. 구체적으로는 해당 다자간매매체결회사의 최근 6개월간 일평균 거래량이 KRX 거래량의 15% 이하이고, 개별 종목의 경우 해당 종목의 KRX 거래량 대비 일평균 점유율이 30% 이하여야 한다(법 제8조의2 제5항 제1호, 시행령 제7조의3 제2항).³⁾

〈그림 6〉 개별 종목 점유율 한도 소진 현황



자료: DataGuide

〈그림 7〉 시장 전체 점유율 한도 추이



자료: DataGuide, KRX

현행 규제상 개별 종목의 시장점유율인 30% 기준을 충족하는 종목 수는 빠르게 감소하고 있다. 2025년 3월 말, 800여 개 종목이 NXT를 통해 거래되기 시작한 시점에 이미 350여 개 종목이 해당 기준을 초과한 것으로 나타났다. 이후 거래 규모가 급격히 증가하면서 5월 말에는 점유율 한도를 초과한 종목 수가 약 570개로 늘어났고, 6월 초에는 증시 회복에 따른 전반적 거래 활성화와 함께 다시 630여 개 종목으로 증가하였다. 이러한 추세가 지속될 경우, 시장개설 6개월이 경과하여 규제 적용이 시작되는 9월경에는 다수의 종목이 현행 규제상 거래가 제한되는 상황에 직면할 가능성이 크다.

3) 자본시장법상 다자간매매체결회사의 시장점유율 산정 기준은 ‘증권시장’의 거래량을 기준으로 판단하도록 규정되어 있다. 이때 ‘증권시장’은 ‘증권의 매매를 위하여 거래소가 개설하는 시장’을 의미하므로(법 제8조의2 제4항 제1호), 다자간매매체결회사의 거래는 포함되지 않으며, 거래소를 통한 거래만을 기준으로 시장점유율을 산정하도록 규정한다.

한편, 일별 기준 전체 시장 점유율 역시 6월 이후부터는 자본시장법상 허용된 15% 상한을 본격적으로 초과하고 있는 상황이다. NXT에서 800여 개 종목의 거래가 전면적으로 시작된 이후 누적하여 산출한 일평균 시장 점유율(〈그림 7〉 '03-31 이후 누적' 참조)은 아직 15%에는 미치지 않고 있으나, 현재의 거래 증가 추세가 이어질 경우 조만간 해당 상한선에 도달할 것으로 예상된다.

복수거래시장 경쟁력 강화를 위한 정책적 개선 방향

이처럼 현 단계에서 NXT의 빠른 성장세는 복수거래시장 체제의 가능성을 보여주는 고무적인 성과이지만, 현행 제도하에서는 일정 수준 이상의 거래점유율 도달이 오히려 시장 존립과 발전에 제약 요인으로 작용할 수 있다.

특히, KRX의 시장점유율이 감소하는 상황에서, 서비스 개선이나 수수료 인하와 같은 자발적 개선 유인이 작동하기 위해서는 경쟁 상대인 다자간매매체결회사의 시장 확대 가능성이 전제되어야 한다. 그러나 현행 법적 시장점유율 규제가 유지되는 한, NXT는 일정 비율 이상의 거래를 초과할 경우 법적 상한에 따라 거래를 인위적으로 제한해야 하는 구조에 놓이게 된다. 이에 따라, KRX가 적극적으로 구조적 변화를 추구할 동기 역시 약화될 수 있으며, 결과적으로 시장경쟁을 통한 자율적 혁신을 유도하려는 정책적 취지와도 괴리되는 결과를 초래할 수 있다.

현재의 시장점유율 제한을 단기간에 준수하기 위해서는 거래를 중단하는 수밖에 없는데, 규제 회피를 위한 거래 중단은 투자자의 거래 편익 단절, 증권사의 시스템 투자 회수 제한, 제도적 불확실성 확대 등 시장 전반에 부정적 영향을 미칠 수 있다. 이는 복수거래시장 체제를 통해 기대되는 경쟁 효과를 훼손할 뿐 아니라, 장기적으로 시장에 대한 국내외 시장참여자의 신뢰에도 부정적 영향을 줄 수 있다.

따라서 현행 시장점유율 제한 규제의 적절성과 운용상의 유연성에 대한 정책적 재검토가 필요하다. 현재는 KRX 거래량 대비 비율을 기준으로 다자간매매체결회사의 시장점유율을 산정하고 있으나, 이러한 방식은 전체 시장 규모의 성장이나 구조적 변화를 충분히 반영하지 못한다. 다자간매매체결회사의 점유율이 상승할수록 KRX의 비중은 자연스럽게 감소하게 되므로, 시장 경쟁구조의 동태적 변화와 거래 환경의 다원화를 반영한 기준 개선이 요구된다.

아울러 시장점유율 한도의 적정성을 평가하기 위하여 거래규모 등 정량적 평가와 함께, 복수거래 시장 체제가 시장에 미친 질적 성과에 대한 면밀한 분석이 필요하다. ATS 도입 이후 스프레드 축소와 거래규모 증가 등 유동성 개선 효과가 확인된다는 연구가 있는 반면,⁴⁾ 유동성 분산으로 인해 대량 거래 시 시장충격이 커질 수 있다는 부정적 영향도 존재한다. 가격발견 기능 측면에서도 정보 반영 속도와

4) O'Hara, M., Ye, M., 2011, Is market fragmentation harming market quality? *Journal of Financial Economics* 100(3), 459-474.

거래시장 간 가격 연계성이 향상될 수 있다는 긍정적 평가와 함께,⁵⁾ 개별 시장에서 상이한 가격이 형성되어 오히려 가격 집중을 저해할 수 있다는 우려도 병존한다. 이와 더불어 ATS 도입은 암묵적 및 명시적 거래비용 절감,⁶⁾ 투자자의 접근성 및 거래 선택권 확대, 기존 거래소의 서비스 개선 유도 등 긍정적 효과를 유발할 수 있는 한편, 다수 플랫폼에 의한 시장감시 복잡성, 규제 사각지대 확대, 거래시스템 운영비용 증가 등의 문제도 수반할 수 있다. 또한, 복수거래시장 간 경쟁이 스프레드와 수수료를 낮추는 한편, 다중 플랫폼 간 차익거래 증가로 인해 오히려 정보비대칭과 역선택이 심화될 수 있다는 분석도 존재한다.⁷⁾ 국내 복수거래시장 도입에 대한 질적 평가는 아직 이루어지지 않은 상황이므로, 단순한 거래규모 중심의 정량적 평가를 넘어, 유동성 제고 효과, 가격개선 효과, 비용절감 효과, 기술혁신 효과 등 질적 측면에 대한 종합적 분석이 병행되어야 한다. 12년 만에 국내 시장에 등장한 다자간매매체결회사가 자본시장 발전에 실질적으로 기여할 수 있도록, 관련 제도의 합리적 재검토와 지속적인 개선 노력이 병행될 필요가 있다.

-
- 5) Hendershott, T., Jones, C. M., 2005, Island goes dark: Transparency, Ffragmentation, and regulation, *Review of Financial Studies* 18(3), 743-793.
 - 6) Degryse, H., de Jong, F., Kervel, V., 2015, The impact of dark trading and visible fragmentation on market quality, *Review of Finance* 19(4), 1587-1622.
 - 7) Baldauf, M., Mollner, J., 2021, Trading in fragmented markets, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 56(1), 93-121.