

# KB 지식 비타민

: 대체거래시스템(ATS) 국내 도입 논의와 시사점

- ATS의 개념과 국내 제도 도입 경과
- 해외 주요국의 ATS 현황과 평가
- ATS 도입에 따른 영향과 시사점



[Summary]

- 대체거래시스템(ATS)은 상장기능 없이 매매체결 기능만을 제공하는 정규거래소 외의 다양한 형태의 증권거래시장으로 자체적인 호가·수량 공개기준 및 매매 체결원칙 설정가능
  - 최선체결원칙(Best-execution rule)에 따라 상장주식의 주문을 받은 증권사는 모든 주문을 정규거래소로 보내지 않고 더 유리한 ATS로 주문을 제출해 거래 체결
- 국내에서 ATS(다자간매매체결회사, MTF) 도입은 2013년 자본시장법 개정으로 가능해졌으며, 최근 거래량 제한요건의 완화로 협소한 시장규모 적용의 문제가 어느 정도 해소
  - 그러나 한국거래소의 지주사 전환과 IPO 추진을 위한 자본시장법 개정에 실패하면서 ATS 설립을 준비하던 증권사들간의 논의가 중단된 상태
- 미국과 유럽 등에서는 Reg NMS와 MiFID 등 새로운 규제체계가 도입되면서 ATS가 시장의 유동성을 상당부분 흡수, 그로 인해 유통시장의 경쟁이 촉진되고 시장효율성이 제고
  - ATS들은 고객중심 수수료체계 적용 및 신속한 주문 체결 보장 등을 통해 기존 전통적 거래소와의 차별화를 꾀하는 한편, DMA 및 Co-location 등 HFT를 위한 서비스 확대
- 국내에서도 ATS의 도입으로 기존거래소와의 경쟁구도가 조성될 경우 매매체결 환경의 개선 및 시장구조 선진화가 기대되며, 이를 위해서는 최선집행의무 등의 합리적 설계 필요

■ ATS의 개념과 국내 제도 도입 경과

- 대체거래시스템(Alternative Trading System, 이하 ATS)은 정규 거래소 이외의 다양한 형태의 증권거래 시장을 통칭, 제한적인 시장감시 기능만을 수행하며 상장 기능 없이 매매 체결에 해당하는 기능만을 제공<sup>1</sup>
  - 표준화된 소수의 유형으로만 주문호가를 제출할 수 있는 전통적인 거래소와 달리 자체적으로 호가와 수량의 공개기준 및 매매체결의 원칙과 방법 설정 가능
  - 거래정보의 공개여부에 따라 크게 공개매매체결시스템(Lit Pool)과 익명(대량)매매체결시스템(Dark Pool)으로 구분 가능
    - 투명성 수준과 매매체결 방식에 따라 미국에서는 ECN(Electronic Communication Networks), Dark pools, IB들의 주문내부화(Internalization)등으로, 유럽에서는 MTF(Lit/Dark), SI(Systematic Internalizer), Crossing Network 등으로 구분<sup>2</sup>

<sup>1</sup> 미국 SEC는 “주문의 집중, 표시, 체결 등을 수행하는 자동시스템으로 SEC에 거래소 및 증권업협회로 등록되지 않은 것”으로 정의. 유럽증권감독위원회(CESR)는 “거래소에 적용되는 규제를 받지 않으며 증권매매를 자동화된 시스템으로 체결해주는 자”로 정의

<sup>2</sup> 미국에는 약 85개의 ATS들이 있으며, 유럽 ESMA(European Securities and Markets Authority)에는 104개의 정규시장, 149개의 MTF, 11의 SI가 등록되어 있음(2016.5.24일 현재)



[표 1] 미국과 유럽의 주식거래시장의 구조

	공개주문시장(Lit Pool)		비공개주문시장(Dark Pool)	
	정규거래소	ATS(정보공개)	ATS(정보비공개), Crossing Network, Internalization, OTC	
미국	Registered Exchange	ATS(ECN)	ATS(Dark pool)	Internalization 외 OTC
유럽	Regulated Market	MTF(Lit MTF)	MTF(Dark MTF)	Broker Crossing System <sup>2)</sup> 외 OTC
		SI(Systematic Internalizer) <sup>1)</sup>		

주: 1)다자간 체결이 아닌 양자간 체결을 일으킨다는 점에서 MTF와 다르며, 접근이 허용된 고객에게 거래 가능한 가격과 수량을 알려주고, 주문 미체결시에는 정규시장이나 MTF로 회송

2)고객의 주문을 다른 고객이나 자신의 주문과 체결시키며, 협상에 의해 가격이 결정되고 제한된 고객들만 접근 가능. 정해진 매매규칙이 아닌 재량적(discretionary) 방식으로 운영

자료: 이인형 외(2013), KCMI

- 최선집행의무에 따라 상장주식의 주문을 접수 받은 증권사는 모든 주문을 정규 거래소로 보내는 것이 아니라 조건이 더 유리한 ATS에 주문을 제출해 거래 체결
  - 미국의 경우 최선집행의무의 기준을 최우선 호가로 규정하고 1차적 책임을 브로커-딜러에게 부여, 주문을 받은 거래시장은 주문보호규정(Order Protection Rule, OPR)에 따라 투자자에게 유리한 조건의 거래플랫폼으로 주문을 회송해야 함<sup>3</sup>
  - 유럽은 구체적 단일기준의 강제 없이 증권사의 자율적 판단에 의거하되, 투자자에게 최선의 결과가 도출되어야 하는 선관의무를 부여
- 국내에서 ATS(또는 다자간매매체결회사<sup>4)</sup>)의 도입은 '13년 자본시장법 개정안 시행으로 가능해졌으나 법안에서 규정하고 있는 협소한 시장규모 적용 등에 따른 사업자의 수익성 한계로 실제 회사설립은 이루어지지 못했음
  - 2013년 자본시장법 개정안에서 기존 거래소 법정설립주의를 금융위 허가로 설립이 가능한 거래소 허가제로 대체함으로써 복수 거래소 등장의 근거 마련
    - ATS가 다양하고 차별화된 시장의 매매체결 수요를 흡수할 수 있도록 매매수량단위, 최소 호가단위, 거래시간, 익명대량매매체결 등과 관련된 운용의 자율성과 탄력성 부여, 다만 시장감시, 시장안정화 조치 등 규제는 거래소와 동일수준 적용
  - 그러나 경쟁매매 방식 ATS의 경우 시장점유율이 일정수준 이상일 경우 정규거래소로 강제 전환해야 하므로 수익성에 대한 우려 존재, 또한 주주분산 요건이나 기본 자본금 요건 등도 부담으로 작용

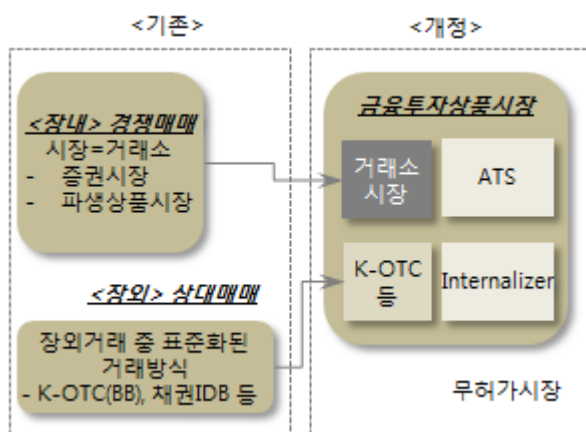
<sup>3</sup> 미국의 경우는 각각의 거래플랫폼에서 발생하는 호가 및 체결데이터를 NYSE의 자회사인 NYSE Technologies가 중앙집중식으로 관리하는 CQS (Consolidated Quotation System)/CTS(consolidates Tape System)를 운영하고 있어 가격기준의 최선집행의무 적용 가능

<sup>4</sup> 우리나라의 경우 자본시장법 제8조의2에서 ATS를 다자간매매체결회사(Multilateral Trading Facility, MTF)로 정의. 다자간매매체결회사란 “정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 매매체결상품의 매매 또는 중개·주선이나 대리업무를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자”를 의미



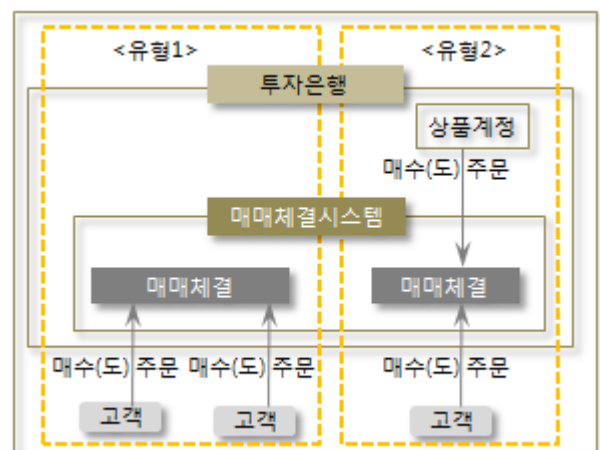
- 이로 인해 해외 대체거래시스템 사업자와 국내 일부 대형증권사 등이 사업에 관심을 표명해오기는 했으나 실제 사업화 단계까지는 진행되지 못함<sup>5</sup>
- 한편 올해 초 금융위원회가 발표한 「자본시장법 시행령과 금융투자업 규정 개정안」에서 거래량 제한이 완화됨에 따라 ATS 설립 여건이 실질적으로 마련됨
  - ATS의 경쟁매매 거래량 한도(과거 6개월)를 시장전체 기준 5%, 개별종목 기준 10%에서 각각 15%, 30%까지 상향조정
    - 아울러 ATS 설립이 가시화되는 경우 매매체결대상상품에 ETF를 추가하는 등 취급 상품의 확대도 추진한다는 계획 발표
  - 또한 종합금융투자사업자에게 거래소에서 형성된 가격을 이용한 상장주식의 장외 대량 주문 매칭서비스를 신규업무로 추가
  - 그러나 한국거래소의 지주사 전환과 IPO 등을 포함한 자본시장법 개정이 19대 국회에서 무산됨에 따라 증권사들의 대체거래소 설립 논의가 진전되지 못하고 있음
    - 7개 증권사가 협의체를 구성하고 자본금 200억원씩을 납입해 대체거래소를 설립하는 방안까지 검토했으나 현재는 진행이 중단된 상태
    - 대체거래소의 설립 주체이자 한국거래소의 주요주주들인 증권사들은 거래소의 자체 경쟁력 강화가 전제되지 않은 상태에서의 대체거래소 설립은 결국 거래소 지분가치의 하락을 불러올 수 있다는 우려 표명

[그림 1] 자본시장법상 '시장'의 개념변화



자료: 금융위원회 자료 재작성

[그림 2] 내부주문집행 업무 흐름도



자료: 금융위원회

<sup>5</sup> 다자간매매체결업무 수행을 위해서는 금융위로부터 관련업무에 대한 금융투자업 인가가 필요하며 200억원의 최저자기자본요건(자기매매 포함시 500억원)을 충족해야 함. 또한 업무대상도 주권 및 증권예탁증권(DR)로 한정. 집합투자기구가 소유하거나 외국 ATS와의 제휴, 주주가 금융회사인 경우 등 일부 예외적인 경우를 제외하고는 다자간매매체결회사에 대한 주식소유를 발행주식 총 수의 15%를 초과할 수 없도록 제한

- 금융위는 지난해 10월 「금융투자업 경쟁력 강화방안」에서 종합금융투자사업자에 대해 비상장주식 내부주문집행업무를 허용할 계획임을 밝힘(자본시장법 개정사항)
  - 내부주문집행(Internalization)은 투자은행이 거래소나 ATS를 통해 고객주문을 집행하지 않고 투자은행 내에서 직접 투자자를 상대로 거래상대방이 되거나 다수 투자자를 중개 또는 주선하는 방식으로 매매체결기능 수행

■ 해외 주요국의 ATS 현황과 평가

- 미국과 유럽 등에서는 새로운 규제체계를 도입해 ATS를 독립된 거래시장으로 인정함으로써 시장간 경쟁을 촉발하고 그에 따른 시장 분할 효과를 적절히 관리
  - 美 SEC는 2005년 주식 체결가격의 공정성 개선 및 거래소(trading venue)간 경쟁 촉진을 위해 Reg NMS(National Market System)<sup>6</sup>를 도입
  - 유럽에서는 2007년 유럽 시장 내 거래소 집중의무를 폐지하고 시장투명성을 증대시켜 최선의 집행(best-execution)을 달성하기 위한 단일 규제체계로서 MiFID (Markets in Financial Investment Directive) 시행

[그림 3] 지역별 주식거래시장 분할 현황



주: FFI(Fidessa Fragmentation Index)는 시장 집중도를 나타내는 Herfindahl Index의 역수로 각 종목이 거래되고 있는 거래시장의 수를 나타내며, 각 종목에 대해 최선집행의무를 수행하기 위해 접속해야 하는 거래플랫폼의 수로 해석됨. 위의 그림에서 진한색으로 표시된 지역은 시장분할 정도가 높음을 의미. FFI 수치는 5월 셋째 주 기준

자료: Fidessa

- 해외 주요국에서는 정규거래소와 경쟁하는 ATS의 역할이 지속적으로 확대되면서 유통시장 경쟁 촉진 및 시장효율성 제고 등의 긍정적 효과를 거둔 것으로 평가됨

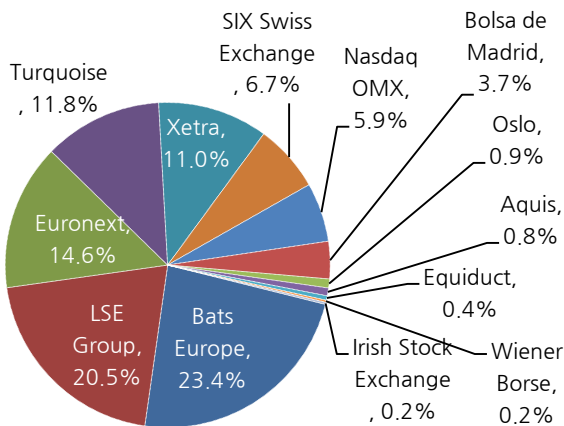
<sup>6</sup> SEC가 1998년 급성장하는 ATS를 효과적으로 규제하기 위해 Reg ATS를 도입함으로써 약 40개가 넘는 거래플랫폼이 ATS로 등록되었고 이에 따라 시장간 경쟁 더욱 가열. 이어 2000년 NYSE 회원이 NYSE 상장 증권을 장외에서 거래하는 것을 금지하는 Rule 390를 폐지하여 NYSE 주식은 다른 거래플랫폼을 통해 거래되거나 브로커딜러에 의해 내부화가 가능해짐



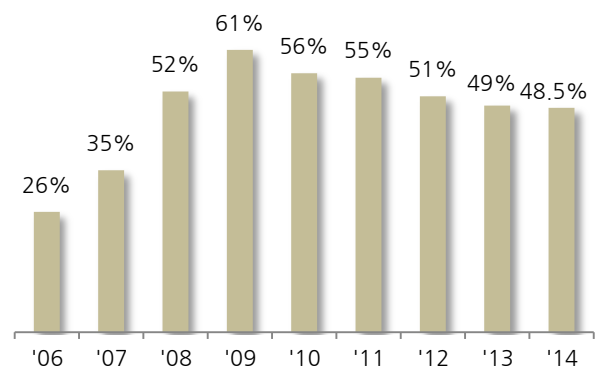


- IT기술 발전으로 진입장벽이 약화되고 투자자 접근성 및 비교 가능성 향상, 또한 기관투자자의 비중 확대로 거래비용이나 매매서비스, 유동성 등에 대한 중요도 증가
- 이러한 가운데 이들 ATS들은 전통적인 거래소 대비 낮은 거래비용, 새롭고 다양한 기술 및 매매방식 등을 기반으로 기존 시장의 유동성을 상당부분 흡수
  - 고객중심 수수료 체계 적용<sup>7</sup> 및 주문의 신속한 체결(low latency) 보장 등을 통해 기존 전통적 거래소와 차별화를 꾀하는가 하면, 시장직접접속(DMA)<sup>8</sup> 및 동역서비스(co-location)<sup>9</sup> 등 고빈도알고리즘매매(HFT)<sup>10</sup>를 위한 서비스 확대

[그림 4] 유럽 주식매매 시장의 점유율



[그림 5] 미국 주식거래에서 HFT 비중



주: 공개주문체결시스템(Lit order book) 기준 ('16.5.23 현재 MTD)

자료: TABB Group, FT, 국제금융센터

자료: Bats

- 가장 성공적인 ATS로 꼽히던 BATS<sup>11</sup>는 '08년 정규거래소로 전환한 데 이어 경쟁업체였던 Direct Edge와의 합병을 통해 미국 내 2위 거래소에 올라섬
  - 미국에서의 성공을 발판으로 유럽 '08.10.31일 출범한 Bats Europe은 '13.5월 영국 금융감독청(FCA)로부터 RIE(Recognized Investment Exchange) 지위를 획득, 현재 거래금액 면에서 유럽 내 최대거래소의 지위에 오름

<sup>7</sup> 거래자의 유동성 공급 여부에 따라 수수료를 차등 부과하고 보상금을 지급하는 시스템을 적용해 점유율을 높일 수 있었음. 예를 들어 BATS는 유동성 공급자(지정가주문을 제출해 즉시 체결을 원하는 투자자의 거래상대방이 되는 투자자)에게 수수료를 환급해주는 'Market-taker' 수수료 체계를 도입해 점유율 확대

<sup>8</sup> DMA(Direct Market Access)는 증권매매 시 회원사 주문대행을 거치지 않고 투자자가 직접 주문관리시스템에 접속해 주문을 제출함으로써 주문의 제출과, 취소, 정정에 소요되는 시간을 단축하는 매매방식

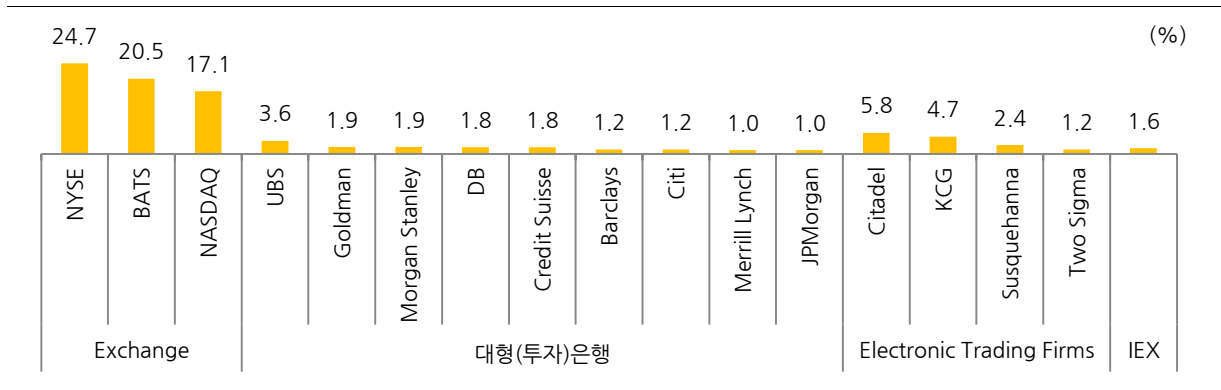
<sup>9</sup> 투자자의 주문 서버를 매매체결시스템이 위치하는 데이터센터 등에 설치해 시장 접근성 극대화

<sup>10</sup> 고빈도 시장데이터에 대한 분석을 바탕으로 사전에 정한 규칙에 따라 투자의 판단, 호가의 생성 및 제출 등을 사람의 개입 없이 자동화된 시스템으로 하는 알고리즘거래의 한 형태

<sup>11</sup> 2005.6월 초고속 거래시스템 운영회사인 Tradebot Systems 사장을 지낸 Dave Cummings가 설립. ATS는 보통 은행 또는 브로커, 금융기관들의 컨소시엄으로 구성되는데 현재 Bats Global Market의 주요 주주는 BoA 메릴린치, Citadel, Citigroup, 크레디트스위스, Deutsche Bank Securities, 골드만삭스, Instinet, J.P모간, KCG, Lime, 모건스탠리, Tradebot Ventures, WEDBUSH 등으로 구성



[그림 6] 운영주체 별 미국 주식거래시장 점유율

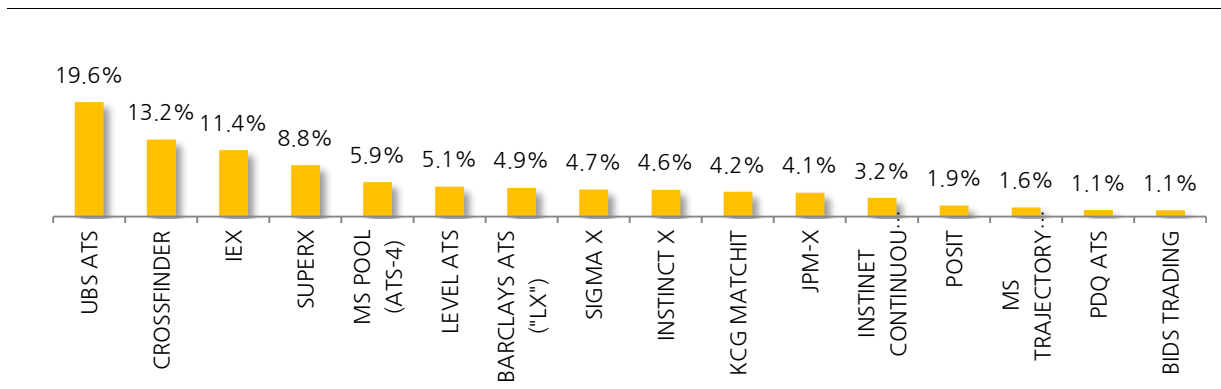


주: 점유율은 2016년 4월 둘째 주 데이터를 기준으로 산출

자료: Tabb Group, BATS Historical Market Volume Data

- 충분한 고객 풀을 보유한 대형 IB들은 내부주문집행을 통해 매매체결 시장의 점유율을 확대하면서 기존 거래소와 경쟁<sup>12</sup>
  - 고객의 매매관련 주문을 거래소를 통해 체결하기보다는 은행 고유계정의 유동성과 매칭시켜 자체적으로 체결시키는 주문 내부화를 통해 거래비용과 익명성 측면에서 고객들에게 유리한 서비스 제공
    - 기관투자자들 역시 대량주문을 정규거래소에서 체결할 경우 나타날 수 있는 시장 충격이나 선행매매 가능성을 우려해 장외체결을 선호<sup>13</sup>

[그림 7] 미국 장외주식시장 ATS 점유율



주: 2016년 1분기 NMS(National Market Share) 주식의 거래건수 기준

자료: FINRA

- 미국에서는 NYSE와 NASDAQ이 ECN이었던 Archipelago와 Instinet을 각각 인수한 데 이어 BATS, Direct Edge 등 주요 ATS들이 상장업무 등으로의 사업확대를 위해 정규거래소로 전환하면서 다시 정규거래소로 통합되는 추세가 나타남

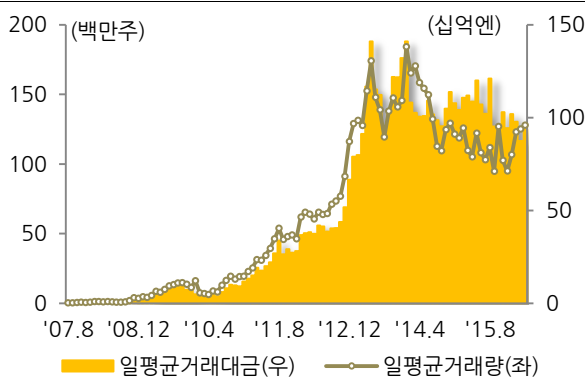
<sup>12</sup> 유럽의 Turquoise는 주요 주주로 참여한 9개 투자은행들이 동 플랫폼을 통해 주식을 독점거래하는 협정을 체결함으로써 개장 3주만에 유럽 내 M/S 8위에 올라선 바 있음

<sup>13</sup> EU의 MiFID에서는 SI에게 제한된 범위 내에서만 거래정보를 보고하도록 하였으나 유럽증권감독위원회(CESR)은 이들의 거래비중 증가에 따라 시장투명성 제고를 위한 공시 강화방안 추진



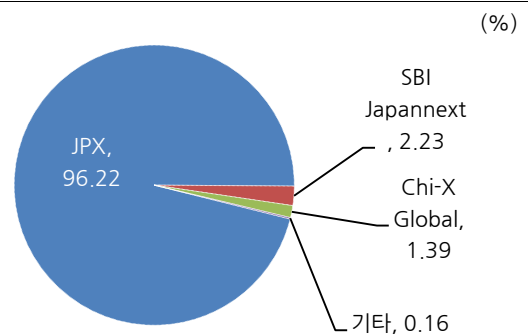
- 기존 정규거래소 입장에서 이러한 ATS의 정규거래소화는 주식매매 뿐 아니라 상장 등 에 있어서도 경쟁이 심화됨을 의미
  - 시장 점유율이 하락한 기존 정규거래소들이 거래시스템 및 수수료 체계 보완 등에 나서며 거래투명성 수준이 유사한 ECN의 기존 경쟁력은 약화<sup>14</sup>되었고, 대신 새로운 형태의 서비스 제공이 가능한 다크풀과 Internalization의 점유율이 확대
    - 고빈도 알고리즘매매(HFT) 증가와 SOR(Smart Order Routing)<sup>15</sup>과 같은 IT 기술의 도입은 시장의 경쟁 강도를 더욱 증가시키고 다크풀<sup>16</sup>의 성장을 견인
    - 기존 정규거래소도 직접 다크풀 플랫폼을 개설하며 이러한 경쟁에 대응<sup>17</sup>
- 일본에서는 1998년 대체거래시스템인 PTS(Proprietary Trading System)가 도입되어 점유율이 점차 확대되고는 있으나 여전히 정규거래소의 시장점유율이 90%를 넘어서는 등 북미나 유럽에 비해서는 아직까지 정규거래소의 비중이 절대적
- SBI Japannext는 일본 토픽스 중형주 400지수(TPXM400) 거래의 5.65% 차지하며 Chi-X Japan은 4.11% 점유(2016.3월 기준)

[그림 8] SBI Japannext의 거래규모 추이



자료: SBI Japannext

[그림 9] 일본 주식거래시장 M/S



주: 2016.1.1~5.20일까지 거래실적 기준, 장외시장 (off-book), 익명거래시장 거래 포함  
자료: Fidessa

- 한편 시장의 유동성이 다수의 거래플랫폼으로 분산되어 효과적으로 연계되지 못할 경우, 거래상대방 탐색비용 증가에 따른 투자자 효용 감소와 시장안정성 및 감독효율성 저하가 나타날 수 있다는 우려 또한 지속 제기

<sup>14</sup> 2014.6월 SEC는 씨티그룹이 운영하던 ECN인 'LavaFlow'의 고객정보보호 실패를 이유로 씨티에 5백만 달러의 벌금 부과한 바 있으며, 씨티그룹은 자본과 인력활용의 효율성을 고려해 'Lavaflow'의 운영을 중단

<sup>15</sup> 가장 유리한 조건으로 주문을 집행해야 하는 최선집행의무의 효과적 수행을 위한 시스템

<sup>16</sup> 투자주체, 종목과 수량 등의 매매정보가 사전적으로 공개되지 않는(SEC가 요구하는 거래량 기준 이상인 경우에는 호가정보 공시의무 부담) 익명거래시장으로 미국의 경우 전체 거래량의 약 36%를 차지하며, 크레디트스 위스의 'Crossfinder', 골드만삭스의 'Sigma X' 등 대형IB 운영 다크풀의 점유율이 높음

<sup>17</sup> NYSE Euronext는 2009년 몇몇 투자은행과 SmartPool 설립, Deutsche Borse는 2008년 Xetra Midpoint를 NASDAQ OMX는 2010년 Nordic@Mid를 각각 개설(글로벌 거래소변화양상과 시사점, 2012, KCMF)





- 시장 분할로 인해 유동성 외부효과(liquidity externality)<sup>18</sup> 감소, 투자자 차별, 탐색비용 증가, 투명성 및 시장 효율성 하락 등의 문제 발생 가능
- 금융당국이 투명성 제고 등 ATS에 대한 규제를 보다 강화하게 되면서 일부 대형 투자는 행들은 ATS 사업에 대해 재검토
- 호가정보를 공개하지 않는 다크풀 규모의 증가로 시장 비효율성에 대한 우려가 높아짐에 따라 거래한도를 제한하거나 정보공개를 확대하는 등 규제 강화
  - 지난 2014년 바클레이즈는 다크풀 트레이딩 플랫폼(Barclays LX) 운영과정에서 불공정하게 고빈도매매자들을 우대했다는 이유로 제소<sup>19</sup>되었으며, 이를 이용하던 금융회사들은 다크풀 거래 중단
  - 웰스파고 역시 고객들의 수요감소로 2014.10월 다크풀의 운영 중단을 발표했으며, BNP파리바는 지난해 홍콩 증권당국이 리테일 투자자의 다크풀 거래를 금지하자 홍콩에서의 다크풀 사업(BIX)을 철수
- HFT에 대해서도 시장에 유동성을 공급하고 수수료를 낮춰 시장의 효율성을 제고하는 긍정적 측면이 혼재함에도 불구하고 시장 참여자들 간의 공정성을 저해하고 시장의 불안정을 초래할 수 있다는 판단 하에 규제를 강화하는 추세
  - 미국에서는 2010.5.6일 ‘Flash Crash’<sup>20</sup> 이후 HFT의 위법성 여부에 대해 집중조사를 벌였으며, SEC와 CFTC는 자문위원회를 구성해 권고안을 발표<sup>21</sup>
  - 유럽에서도 2012.9.25일 EU집행위원회 경제위원회가 과도한 투기를 막기 위해 HTF 등 투기성 거래에 대한 강력한 규제가 포함된 MiFID 개정안을 통과시킴
  - ATS의 하나인 IEX는 일반 거래자들의 주문을 미리 감지하여 먼저 거래하는 HFT의 개입을 방지하고 공정성을 담보하기 위해 주문속도를 최대 350마이크로초 지연시키거나 주문형태의 수 등을 제한, 2015.9월 정규거래소 등록 신청

## ■ ATS 도입에 따른 영향과 시사점

- 국내에서도 ATS 설립이 이루어질 경우 시장간 경쟁을 통한 매매체결 환경의 개선 및 시장구조 선진화를 기대할 수 있으며, 결국 이는 투자자의 편익 제고로 귀결

<sup>18</sup> 거래자들이 특정 시간이나 공간에 군집하여 참여함에 따라, 탐색 및 거래비용이 절감됨을 뜻하는 것으로, 유동성이 높은 시장일수록 거래자가 매매에 활발히 참여함으로써 매매성과의 질(암묵적 거래비용, 매매체결의 효율성, 가격발견의 효율성 등)을 향상시키고, 시장의 질적 수준이 제고됨으로써 거래자들이 다시 매매에 참여하게 된다는 순환적 순기능을 의미(이우백·최혁(2007))

<sup>19</sup> 국내에서는 2014년 대법원이 ELW 스캘퍼(초단타매매자)들에게 속도가 빠른 전용회선을 제공해 주문을 처리하도록 혜택을 제공한 혐의로 기소된 증권사 관계자들에게 무죄를 선고한 원심 확정. 당시 재판부는 증권사에 ‘주문처리 과정에서 속도 차이를 두면 안된다’는 법적 의무가 없고 빠른 주문시스템은 현행법상 ‘부정한 수단·계획·기교를 사용한 행위’한 행위에 해당되지 않는다고 봄

<sup>20</sup> 다우지수가 일시적으로 전일대비 9.2% 급락했다 급반등하여 종가는 결국 3.2% 하락한 수치로 마감

<sup>21</sup> 민주당의 힐러리 클린턴 의원도 HFT에 대한 세금부과를 대선공약으로 제시한 바 있음

- 해외 시장에서처럼 증권사가 ATS를 통한 매매체결뿐 아니라 자체적으로 내부주문집행을 수행할 수 있게 될 경우 매매체결 시장의 경쟁은 더욱 치열해질 수 있음
  - 기존 거래소와 ATS의 경쟁으로 촉발될 명시적 수수료 인하효과보다는 매수-매도 스프레드의 축소, 거래체결시간 단축, 시장 충격비용의 감소 등 암묵적 거래비용 하락과 유동성 증대효과에 주목할 필요
- 금융투자업자 입장에서는 새로운 사업기회 확보를 통한 수익성 제고의 수단으로 활용할 수 있으며, 이를 위해서는 주문체결시스템 고도화 등의 체계적 준비가 필요
- 국내 주식시장에서도 개인투자자의 거래 감소, 보험, 연금 등 확대에 따른 기관화 추이가 불가피한 만큼 기관투자자의 투자 및 거래서비스 수요에 부응 필요
    - 운용사 진입 요건 완화 및 개인투자자의 재간접펀드 허용 등으로 헤지펀드 시장의 성장세가 예상되는 가운데 이들의 다양한 전략적 거래 니즈 증가 예상
  - IT기술 발전에 따라 금융투자회사들이 ATS 설립에 참여하기 위해 필요한 시스템 구축 비용 등 초기 투자 비용 수준은 크게 부담스럽지 않을 수 있으나 현재로서 상업적인 성공 여부가 불투명하다는 평가
    - ATS의 경쟁력이 낮은 거래비용과 빠른 주문체결 속도임을 감안할 때 이미 한국거래소의 거래수수료율은 낮은 수준이며 체결 속도 측면에서도 경쟁력을 내세우기는 쉽지 않을 것이란 전망
  - 결국 투자자들의 편의 제고를 위해 호가단위 세분화 및 주문호가 제출방식 다양화 등 투자자 중심의 차별적인 시장접근 방식 필요
- 기존 거래소와 ATS 간의 경쟁이 가시화될 경우 최선집행의무(best-execution)의 적용이 불가피한만큼 사전적으로 그에 대한 구체적 원칙 정립이 선결되어야 함
- 가격 외에도 주문의 유형과 투자자의 특성에 따른 매매체결 가능성과 체결속도, 명시적·암묵적 비용 등을 복합적으로 고려
  - 주문시점 최선의 거래플랫폼을 판단하는 미국식 최선집행의무 도입에는 막대한 인프라 구축비용이 소요되고 현실적인 거래환경 조성에 한계가 있다는 점에서 도입 초기에는 금융투자회사 재량에 의한 최선집행의무 가이드라인 수립 가능성이 큼
    - 그러나 유럽식 최선집행의무 준수는 일본의 사례에서 보듯 오랜 기간 독점적 거래 시장이 존속되어온 국내 환경을 고려 시 ‘경쟁도입’이라는 정책적 제도도입 취지가 반감될 우려가 존재
  - 최선집행의무의 부과 주체와 이행여부 판단 기준, 청산 및 시장감시업무 구조와 관련한 구체적인 방향성에 대해서는 추가적인 논의가 필요한 상황

〈선임연구위원 이윤재(yunjae.lee@kbf.com) ☎02)2073-5729〉