

다자간매매체결회사(ATS) 규제 현황 및 개선 방안

일 자	작성부서	작성자	전화번호
2022. 6. 7.	조사국제부	이연임 박사	288

※ 본 조사자료의 견해와 주장은 작성자 개인의 의견이며 금융투자협회의 공식적인 의견이 아님을 밝힙니다.

목 차

I. 검토 배경	11
II. 다자간매매체결회사(ATS) 개요	12
1. 개념	12
2. 유형 및 특징	13
3. 주문제도	19
4. ATS 제도 도입관련 추진 경과	22
III. 다자간매매체결회사(ATS) 제도 현황	25
1. 개요	25
2. 진입규제	26
3. 거래상품 및 시장제도	26
4. 최선집행의무	29
5. 시장감시 및 심리·감리	31

6. 청산업무	32
7. 규정의 준용과 적용배제 등	33
IV. 주요국의 ATS관련 제도 및 시장 현황	34
1. 미국	34
2. 유럽	49
3. 일본	59
V. 국내 ATS제도 관련 문제점 및 개선 방안	69
1. 진입규제	69
2. 거래상품 허용 범위 완화 등	71
3. 자율적 시장제도	72
4. 합리적 최선집행의무 제시	75
5. 시장감시 업무관련 이해상충 방지	78
6. 독립적 청산업무 제고	79
7. 비공개주문시장(Dark Pool) 허용	80
8. 균형적인 시장간 제도 마련	82
VI. 결론	85
[참고문헌]	86

I. 검토 배경

- 2013년 8월 자본시장의 인프라를 개혁하고 유통시장의 경쟁과 효율성을 도모하기 위하여 ATS 도입에 필요한 자본시장법 개정이 이루어졌음에도 불구하고, 현재까지 ATS 설립이 실현되지 않고 있는 것은 높은 진입규제 및 시장간 형평성 등 문제에 기인한다고 사료됨
- 이에 원활한 ATS 설립 추진 및 향후 ATS의 활성화를 위하여 주요국의 관련 제도를 살펴보면서 국내 제도의 문제점 등에 대한 제도 개선을 모색해 보고자 함

II. 다자간매매체결회사(ATS) 개요

- (개념) 법상 다자간매매체결회사(ATS)는 “정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 경쟁매매의 방법 등의 방식으로 증권시장에 상장된 주권, 증권예탁증권의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리 업무를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자”라고 정의하고 있음
- (유형 및 특징) ATS는 정규거래소 이외의 다양한 형태의 증권거래 시장을 말하며, 설립 주체 및 거래증권, 상장기능, 시장감시기능 등에 있어 정규거래소와 차이가 있으며,
 - ATS의 유형은 투자자의 정보 공개 수준에 따라 공개주문시장(Lit Pool)과 비공개주문시장(Dark Pool)으로 구분하고, Lit Pool은 정규거래소 수준의 투명성이 보장되는 ATS로서 미국의 ECN, 유럽의 (Lit) MTF, 일본의 PTS가 해당되며, Dark Pool은 투명성이 낮은 ATS로서 상기 이외의 유형을 말함

- 한편, ATS의 특징은 낮은 거래비용 및 새로운 기술, 다양한 주문제도, 고객 중심의 수수료 체계 등이며, 정규거래소와의 경쟁을 통하여 유통시장 경쟁 촉진 및 시장 효율성을 제고시킬 수 있음
- (주문제도) 투자자가 매매하려는 증권종목의 종목·수량·가격·매매 시기를 지정하여 매매 방식을 다양하게 구현하고자 하는 것이 주문제도의 목적이며, 주문제도가 다양한 미국과 유럽에 비하여 ATS 활동이 저조한 일본은 단순함
- (ATS 제도 도입관련 추진 경과) 2001년 증권거래법 개정을 통하여 미국의 ECN 제도를 일부 수용한 (주)한국ECN증권은 거래소 마감 이후 상장종목을 대상으로 영업하였으나 2005년 5월 누적적자로 청산하였고,
 - 이후 2013년 8월 자본시장법 및 시행령 개정을 통하여 '다자간매매체결회사(ATS)' 및 거래소 허가제가 도입되었으며, 2016년 6월 법시행령 개정을 통하여 ATS의 유동성 규제 완화를 시행한 바 있음

III. 다자간매매체결회사(ATS) 제도 현황

- (개요) 법은 자본시장의 인프라 및 매매체결시장의 혁신을 도모하고 투자자 편익을 제고시키고자 ATS관련 제도를 마련함
- (진입규제) 무분별한 ATS 설립을 사전에 방지하고자 금융위원회 인가 및 최저 자기자본금 200억원(자기매매 포함 시 300억원)을 충족하여야 하며,
 - ATS 주주는 법상 예외 조항을 제외하고는 발행주식 총수의 15%를 초과하여 소유할 수 없음

- (거래상품 및 시장제도) ATS의 매매체결대상상품은 상장주권 및 주권관련 증권예탁증권이며, 매매가격의 결정방법은 경쟁매매, 거래소 가격을 이용하는 방법, 다자간 상대매매 방법으로 하며,
 - 경쟁매매 시에는 과거 6개월간 평균 거래량이 증권시장 전체 평균거래량의 15% 이내 및 특정 개별종목 평균거래량이 30% 이내이어야 하고,
 - 비경쟁매매 방법에 의한 거래가 일정 기준을 넘는 경우에는 추가 조치 의무사항이 있으며, 매매수량단위, 최소 호가단위, 거래시간 등은 자율적으로 운영이 가능하고, 업무기준 마련 및 보고 등의 의무사항에 대한 준수 의무가 있음
- (최선집행의무) 증권회사에게 투자자의 청약 또는 주문이 최선의 거래조건으로 집행될 수 있도록 최선집행의무(Best Execution)를 부여하고 있고, 적용대상은 상장증권 및 증권예탁증권임
 - '최선집행기준'을 마련할 시에는 '금융투자상품의 가격, 투자자가 부담하는 수수료, 주문 규모, 매매체결 가능성 등'을 고려하여 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 방법 및 그 이유 등이 포함되어야 함
- (시장감시 및 심리·감리) 거래소는 ATS에 대한 시장감시, 이상거래에 대한 심리 또는 거래참가자에 대한 감리업무를 수행하여야 함
- (청산업무) 법상 유일한 청산기관인 거래소가 담당함

IV. 주요국의 ATS관련 제도 및 시장 현황

- (개요) 미국 및 유럽의 ATS관련 제도는 기존의 주식시장에 존재하고 있는 거래형태 등을 제도화하는 과정인 반면, 국내는 ATS 시장을 도입하기 위하여 제도를 구현함
- (미국) 1975년 이전에는 '지역별 거래소' 체제이었으나, SEC는 미국 주식시장의 구조 개선을 위하여 1975년 증권거래소법 (Securities Exchange Act of 1934) 개정 및 1998년 Reg ATS 및 2015년 4월 Reg NMS을 제정하였고, Reg NMS의 주요 규정으로는 ① Order Protection Rule, ② Access Rule, ③ Sub-Penny Rule ④ Market Data Rule이 있음
 - ATS의 유형으로는 ECN과 Dark Pool(Crossing Network)이 있으며, Reg ATS에 따라 ATS는 SEC에 거래소 또는 브로커-딜러로 등록하여야 하고 FINRA의 회원이어야 하며, 브로커-딜러관련 규정을 준수하여야 하나, 매매체결대상상품 및 매매가격 체결방법, 수수료에 대한 별도 규정은 없음
 - 최선집행의무는 NMS 주식에 대한 최선의 가격을 제시하는 곳으로 거래를 회송할 의무를 말하며, 최선집행기준인 '가격' 우선 원칙이 운영될 수 있도록 '호가정보집중시스템(CQS)과 매매정보집중시스템(CTS), 주문회송시스템(ITS)'을 구축·운영하고 있고, 최선집행(Best Execution) 원칙 준수관련 핵심 규정으로는 Order Protection Rule과 Access Rule 등이 있음
- (유럽) 1989년 LSE는 지배적 시장 점유로 인하여 대륙내 거래소들과 경쟁이 촉발되었으며, 1993년 유럽시장 통합 최초 법안인 ISD를 제정하고, 2007년 MiFID를 시행하여 '거래소집중의무' 폐지, 최선집행의무 등을 실시함

- 이후 2018년 MiFIDⅡ를 시행하여 투자자 보호 및 HFT 규제 강화, 금융상품거래시장(정규시장, MTF)에 OTF(Organized Trading Facilities)를 도입함
- (일본) 1998년 금융상품거래법상 상장주식에 대한 거래소 집중의무를 폐지하고 증권업 정의를 확대하여 PTS를 시행함
- 또한 2005년 최선집행의무를 실시하여 가격, 거래비용, 속도, 실행가능성 등에서 일부 기준을 선택하여 주문 체결이 가능하도록 하였으나, 실제 최선집행의무의 운영방식에서는 PTS를 배제한 거래소 중심으로 운영되어 PTS 성장의 장애요인으로 작용됨

V. 국내 ATS제도 관련 향후 개선 방안

- (진입규제) 법상 최저 자기자본금 200억원(자기매매 시 300억원)에 대하여 ATS 설립자금 규모 및 시장에 미칠 위험도 등을 고려하여 하향 조정이 필요하며, 주식소유제한(15%)의 경우 입법례 및 업의 특성을 고려한 규제 완화가 필요함
- (거래상품 허용 범위 완화 등) 거래상품 허용 범위가 상장주권 및 주권관련 증권예탁증권으로 한정하고 있는데, 주요국에서는 '증권'으로 포괄 명시하는 등 유연하게 거래상품을 허용하고 있는 바, 이에 국내도 이를 참조하여 'ETF 및 채권' 등으로 거래상품 허용 범위 완화를 검토하면서,
- ATS 시장의 안정적인 운영을 위하여 ATS의 정규거래소 전환 시, 기존 거래상품에 대한 계속 거래 권리를 법상 명확히 명시하여야 함

- **(자율적 시장제도)** 거래시간의 탄력적 운영 및 거래량 한도 관련 규제방식 및 비율 상향 조정, 거래량 한도 초과 시 ATS의 거래소 전환관련 절차 명시 등 시장의 투명성 제고 방안이 필요하며,
 - 특히, ATS의 거래량 총량 규제 시 거래소의 불가피한 사유 (거래소 전산장애 등) 및 거래소 운영시간 이외의 ATS 야간 거래 등에 대하여는 거래량 한도에서 제외시킬 필요가 있음

- **(주문제도의 다양화)** 다양한 주문제도는 시장참여자의 적극적 시장 참여를 통한 유동성 확대 및 가격발견기능 등의 순기능이 있는 바, 이에 입법례 등을 참조하여 단순한 국내 주문제도의 다양성을 모색할 필요성이 있음^[표5] 및 ^[표7] 참조

- **(합리적 최선집행의무 제시)** 최선집행의무 적용 상품과 의무부담자 범위를 확대하여 시장간 경쟁 촉진 및 투자자 보호를 강화하고,
 - 최선집행기준 마련 시 가격 이외에 거래비용, 체결속도 등을 고려하는 유럽 제도를 준용하고 있는데, 향후 ATS가 설립되고 시장이 성숙된 이후에는 미국의 사례를 참고하여 구체적인 최선집행기준관련 가이드라인 마련을 모색해야 함

- **(시장감시 업무관련 이해상충 방지)** 유통시장의 경쟁관계인 거래소와 ATS의 관계를 고려하면, 시장감시기능이 정규거래소의 권한인 것은 정보비대칭으로 인한 공정한 경쟁 훼손 및 시장감시 기능에 대한 권한 남용 등의 우려가 있어,
 - 향후 ATS가 설립되어 ATS의 운영과정 등을 살펴보면서 공정성·중립성을 확보할 수 있는 독립적인 시장감시기구 설립 또는 자율규제기관이 담당하는 방안 등에 대한 개선이 필요함

- (독립적 청산업무 제고) 법상 유일한 청산기관인 거래소가 ATS의 청산업무를 수행할 시 청산수수료의 공정성 및 업무 협조 등의 불공정한 상황이 발생될 우려가 있으므로 입법례 등을 참조하여,
 - 단기적으로는 청산수수료에 대한 원가기준 규제 도입을 검토하고, 장기적으로는 독립된 별도 청산기관 설립 방안 등에 대한 논의를 모색하여야 함

- (비공개주문시장[Dark Pool] 허용) 국내 ATS 설립·운영 시 다크풀에 대한 수요는 증가할 것이며, 이에 다크풀의 순기능 및 역기능에 대한 균형적인 규제 정립을 통하여 고도의 ATS 성장을 도모하고자,
 - 다크풀 허용에 대한 거래정보 투명성 및 매매체결관련 규제 원칙 논의가 필요하며, 이에 정보공개 범주 및 기준 등을 명확히 설정하여 다크풀의 확장으로 인한 시장왜곡 현상 등의 방지가 필요함

- (균형적인 시장간 제도 마련) 거래소와의 공정한 경쟁 촉진 및 원활한 ATS의 안착 등을 위하여 균형적인 제도설계가 중요한데,
 - 공개매수의무 대상이 '증권시장 밖'으로 명시되어 있어 ATS에서의 주식 매수가 공개매수의무 대상이 되는 점과 '시장조성 거래관련 증권거래세 면제' 조항에 ATS 거래는 적용되지 않는 점과 관련하여,
 - ATS의 활성화 및 균형적인 시장간 제도 마련을 위하여 미비조항 등에 대한 제도 개선을 모색하여야 함

VI. 결론

- 국내의 ATS 제도는 주요국의 입법과정과 달리, 글로벌 금융 거래시스템의 혁신에 부합하고 ATS 시장을 도입하기 위하여 제도화 하였는데,
 - 이에 높은 진입장벽 등과 관련하여, 최저자기자본 요건 및 주식소유제한 등 설립요건 완화, 거래상품 허용 확대 및 거래량 규제 완화, 자율적인 시장제도 운영을 통한 서비스의 다양화를 모색하고,
 - 한편으로는 경쟁적 관계에 위치하고 있는 거래소와 ATS 간의 시장간 공정성·형평성 제고를 위하여 시장감시업무의 이해상충방지 방안 및 독립적 청산업무, 공개매수 제도 및 증권거래세 면제 등에 대한 제도 개선을 제안함

I. 검토배경

- 2013년 8월 자본시장의 인프라를 혁신하고 유통시장의 경쟁과 효율성을 도모하기 위하여 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」을 개정하여 도입된 다자간매매체결회사(대체거래소 또는 ATS: Alternative Trading System, 이하 ‘ATS’라 한다) 제도와 관련하여,
- 동 제도가 도입된 지 약 8여년이 지난 시점에 금융투자업계는 2023년 11월 서비스 개시를 목표로 ATS 설립 준비를 하고 있다는 언론보도가 있었으나,¹⁾
 - 2016년 ATS 유동성 제한관련 규제 완화를 위한 법시행령 개정을 하였음에도 불구하고, 여전히 진입규제 및 시장간 형평성 관련 제도 등 규제가 높다는 의견이 있는 바,
- 이에 원활한 ATS 설립 추진 및 ATS 활성화를 도모하고자 국내 제도 및 주요국의 관련 제도와 시장현황을 고찰하여 그 시사점을 바탕으로 ATS관련 규제에 대한 문제점을 논의하고 그 개선사항에 대하여 검토함

1) 서울경제신문, ‘주식계좌 5,000만 시대…대체거래소<ATS>, 연내 설립 신청’, 2021년 9월 8일 언론기사 참고.

II. 다자간매매체결회사(ATS) 개요

1 개념

- 2013년 8월 29일 자본시장법 및 시행령 개정을 통하여 도입된 ‘다자간매매체결회사(ATS)’는 증권의 상장 기능 없이 매매체결 기능만을 제공하는 전통적인 정규거래소 이외의 다양한 형태의 증권거래 시장을 의미하며,
 - 법상 다자간매매체결회사(ATS)는 “정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 경쟁매매 방법 등의 방식으로 증권시장에 상장된 주권, 증권예탁증권의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리 업무를 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자”라고 정의하고 있으며(법 제8조의2⑤),
 - 주요국의 ATS에 대한 정의를 살펴보면, 미국의 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission, 이하 ‘SEC’라 한다)는 “주문의 집중, 표시, 체결 등을 수행하는 자동시스템으로 SEC에 거래소 및 증권업협회로 등록되지 않은 것”으로 정의하고 있으며, 유럽증권감독위원회(Commission of European Securities Regulators)는 “거래소에 적용되는 규제를 받지 않으며 증권매매를 자동화된 시스템으로 체결해 주는 자”라고 정의하고 있음²⁾

2) 국회입법조사처, 「대체거래소(ATS) 설립의 쟁점과 개선방향」, 2014년도 국정감사 시정 및 처리결과 평가보고서 2015-8, 2015. 9. 10, 1면; 자본시장연구원 동향분석실, “글로벌 ATS 시장 현황”, 자본시장포커스 2019-09호, 2019. 4, 1면; 이윤재, “대체거래시스템(ATS) 국내 도입 논의와 시사점”, 2016. 6. 1, KB금융지주 경영연구소, 1면 주석 1 참조.

1 개요

□ **ATS(Alternative Trading System)**는 정규거래소 이외의 다양한 형태의 증권거래 시장을 말하며,³⁾ 미국 및 유럽 등에서는 거래소의 독점권을 배제하고 시장의 다양성을 인정⁴⁾하는 등 지속적인 제도 개선 및 기술혁신 등을 통하여 다양한 형태의 ATS⁵⁾가 성장하고 있는 바,⁶⁾

○ 미국의 경우 넓은 국토로 인한 거래시간의 시차 문제와 복수거래소로 인한 시장분할 문제를 해결하기 위하여 ATS가 대안으로 발전하기 시작하였고, 2005년 4월 제정된 Reg NMS(Regulation National Market System)에서 정규거래소 뿐만 아니라 ATS, IB, OTC, ADF(Auxiliary Display Facility) 등을 시장으로 수용하였음⁷⁾

○ 유럽은 단일거래소 중심의 시장집중의무로 시장분할 가능성이

3) ATS는 거래소로 등록하지 않고 증권의 매도자와 매수자를 집중시켜 일정한 거래원칙에 따라 매매체결 기능을 수행하는 정규거래소 이외의 대안적 성격을 가진 다양한 형태의 증권거래시스템을 말한다(김병덕, “대체거래시스템의 세계적 조류 및 국내시장에의 시사점”, 「주간 금융브리프」 제18권 제16호, 한국금융연구원, 2009. 4. 10-11면).

4) 미국의 ATS는 주식시장, 유럽의 ATS는 채권시장을 중심으로 발전하여 외환, 파생상품 등 다양한 상품을 취급하는 형태로 발전하였으며, 거래방식도 해당시장의 특성에 따라 다양한 방법이 사용되었다(김병덕, 전계논문, 10면).

5) ATS는 매매규칙(매매체결 및 가격발견 방식 등) 및 거래증권의 종류(주식 및 채권, 외환 등), 거래정보의 공개 정도(공개주문시장(Lit Pool)과 비공개주문시장(Dark Pool))에 따라 다양한 형태가 존재한다(송민규/연태훈, “ATS 도입에 따른 관련 제도 정비방향”, 2011.12. 13-15면).

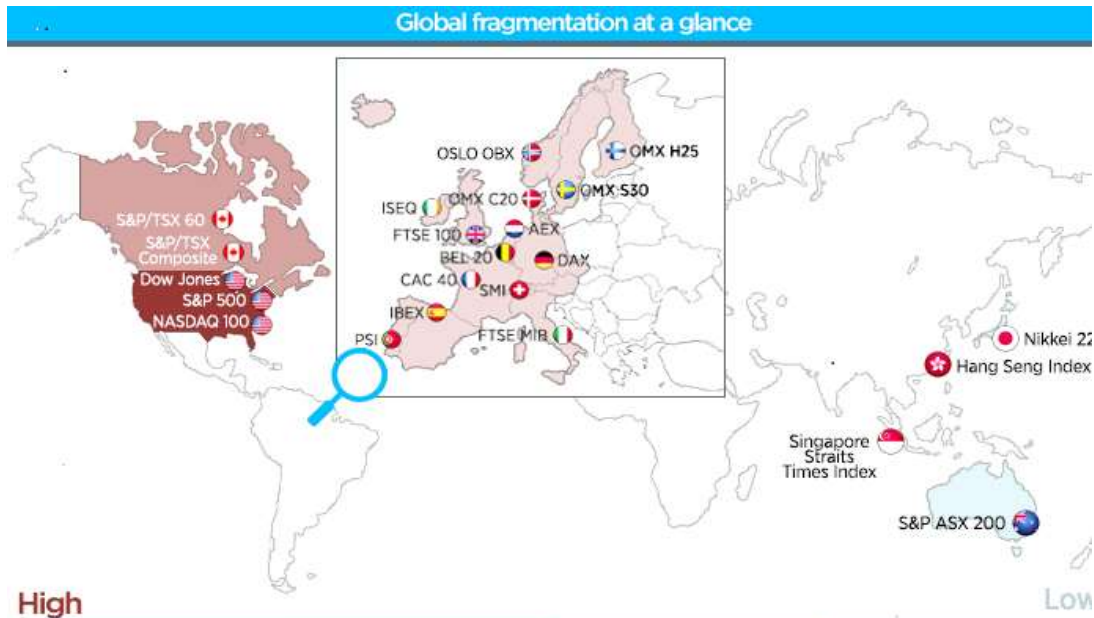
6) 미국 및 유럽 등의 ATS는 1990년대 후반부터 급성장하기 시작하는데, 이와 같은 급성장의 배경에는 인터넷을 통한 주식투자증가(Home Trading System) 및 주문처리규정(Order Handling Rule) 시행(주석 65 참조), Regulation NMS 및 MiFID 시행, 알고리즘매매와 고빈도매매의 확산 등이 있다(장근영, “자본시장법상 다자간매매체결회사의 도입 및 관련 제도의 변화”, 「증권법연구」 제14권 제2호, 2013. 8. 506면; 송민규/연태훈, 전계논문, 20-21면).

7) 백인석 외 5인, 「해외 거래소간 경쟁체제에 대한 Case Study」, 자본시장연구원 용역보고서, 2016. 2. 10면.

낮아 장외시장 성격이 강한 채권시장 중심으로 ATS가 발전하였는데, 2007년 11월 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive) 제정을 통해 거래소 집중의무제도(Concentration Rule)를 폐지하고, 시장을 정규거래소(Regulated Market)⁸⁾와 더불어 IB의 거래소 신설 및 합병을 허용한 대체거래소 MTF(Multilateral Trading Facility)⁹⁾, SI(Systematic Internalizer)¹⁰⁾로 확장하였음

- 일본은 1998년 금융시스템 개혁법 도입으로 금융상품거래법상 상장주식에 대한 거래소 집중의무를 폐지하고, 증권업의 정의를 확대하여 사설거래시스템인 PTS(Proprietary Trading System)¹¹⁾를 인가업무로 명시함¹²⁾

<그림 1> 지역별 주식거래시장 분할 현황¹³⁾



※ FFI(Fidessa Fragmentation INDEX)의 2021년 11월 기준으로 주요국의 시장분할 현황이며, 위 그림에서 진한색으로 표시된 지역일수록 시장분할 정도가 높은 것임

8) 정규거래소는 각 EU 회원국의 허가과 감독을 받는 거래소를 말한다.
 9) MTF(Multilateral Trading Facility)는 미국의 ATS와 같은 다자간 매매체결시스템이다.
 10) SI는 유입된 주문을 내부에서 자신의 포지션이나 다른 고객의 주문과 매칭시켜 매매를 체결하는 시장을 말하며, 미국의 내부화를 수행하는 IB와 동일하다.
 11) 일본의 PTS는 미국의 ATS, 유럽의 MTF와 같은 매매체결시스템이다.
 12) 백인석 외 5인, 전개보고서, 17-31면.
 13) <https://fragmentation.fidessa.com>(2021. 11. 19. 방문); 이윤재, 전개논문, 4면 <그림 3> 참조.

- <그림 1> 및 <그림 2>에서 주요국의 주식거래 시장분할 관련 현황을 살펴보면, 미국의 시장분할 현상이 상당히 고도화되어 있는 반면, 일본은 정규거래소 중심의 주식거래시장으로서 ATS의 역할이 미비함

<그림 2> 주요국의 거래소 유형별 거래비중현황



출처 : FINRA, CBOE, JSDA, 2020년 기준

<표 1> 주요국의 시장별 점유율현황¹⁴⁾

국 가	주가지수	Market share(top 3 venues)	비 고
미 국	Dow Jones	NYSE	32%
		NASDAQ	22%
		BZX	10%
	S&P 500	NYSE	29%
		NASDAQ	25%
		BZX	10%
NASDAQ 100	NASDAQ	40%	
	NYSE Arca	13%	
	BZX	13%	
영 국	FTSE 100 지수	LSE	68%
		Cboe CXE	16%
		Turquoise ¹⁵⁾	5%
일 본	Nikkei 225	Tokyo	97%
		SBI Japannext	2%
		Chi-X Japan	1%

14) <https://fragmentation.fidessa.com/> (2021. 11. 19. 방문).

② 유형

- ATS는 설립주체 및 거래증권, 상장기능, 시장감시기능, 자율규제기능, 규제당국의 규제 강도 등에 있어 정규거래소와 차이가 있음

<표 2> 정규거래소와 ATS의 비교 현황¹⁶⁾

구 분	정규거래소	ATS
거래증권	상장증권	상장증권, 비상장증권, 외환 등 제한 없음
상장기능	있 음	없음(단, 거래소 전환시 상장기능 취득)
시장감시기능	필수적으로 수행	다소 약함
자율규제기능	강 함	약 함
감독당국의 규제강도	강 함	약 함

- ATS의 유형은 투자자의 정보 공개 수준에 따라 공개주문 시장(Lit Pool)과 비공개주문시장(Dark Pool)으로 구분하는데, 공개주문시장은 전통적 거래소와 같이 주문가격 및 주문수량, 브로커 등의 정보를 공개하는 시장이며, 비공개주문시장은 동 정보 중의 일부를 공개하지 않는 시장임
- Lit Pool은 정규거래소 수준의 사전적 투명성(호가정보) 및 사후적 투명성(체결정보)이 보장되는 ATS로서 미국의 ECN(Electronic Communication Network)¹⁷⁾, 유럽의 (Lit) MTF, 일본의 PTS가 해당되며, Dark Pool은 사전적·사후적 투명성이 낮은 ATS로서 상기 이외의 유형을 제외한 대체거래시스템이 해당됨

15) Turquoise는 2008년 9개의 IB가 영국에서 설립하였고, 이후 2010년 2월 LSE가 인수하였다.

16) 송민규/연태훈, 전계논문, 18면 <표 2> 참조.

17) 미국의 SEC는 ECN(Electronic Communication Network)을 가격에 대한 지속적인 정보를 공개하는 전자매매시스템 기반의 주문주도형 ATS라고 말한다(송민규/연태훈, 전계논문, 20면).

3] 특징

- ATS는 정규거래소와 경쟁하면서 유통시장 경쟁 촉진 및 시장의 효율성 제고에 긍정적 역할을 수행하였으며,
- 전통 거래소와 비교하여 낮은 거래비용 및 새로운 기술, 다양한 주문제도, 고객중심의 수수료 체계, 신속한 체결 보장 등을 통하여 시장의 유동성을 흡수하면서, 알고리즘 거래(Algorithmic trading)¹⁸⁾의 한 유형인 HFT(High Frequency Trade)¹⁹⁾를 위한 DMA²⁰⁾ 및 co-location²¹⁾ 등의 차별화된 서비스도 확대함

<표 3> HFT(High Frequency Trade, 고빈도 거래)의 주요 특징²²⁾

구 분	주 요 내 용
장 점	주식시장에 대한 지속적인 유동성 공급, 거래활성화 도모, 거래비용 절감
단 점	개인투자자와 고빈도 거래자간의 정보비대칭성, 약탈적방식의 매매, flash crush(순간적인 주가폭락) 발생 등 주식시장 불안정성 초래
HFT와 알고리즘간의 비교	(공통)미리 프로그래밍 된 거래전략 이용, 전문투자자의 이용기법, 시장 상황에 대한 실시간 판단 가능, 자동화된 거래주문·거래관리, 컴퓨터 판단에 의한 거래, 시장에서 직접 거래 (차이점)HFT가 1/1000초 등의 단위로 주문 전송·취소·계약 체결이 빠름

- 18) 알고리즘 거래(algorithm trading)란 특정한 매매전략을 수행하기 위한 조건을 전산시스템에 설정하고 해당 요건에 부합하는 시장상황이 발생하였을 때에 사람이 제한적으로 개입하거나 전혀 개입하지 않고 자동적으로 수행되는 시스템매매방식을 말한다. 또한 알고리즘 거래는 매매거래의 시장충격비용을 최소화하고 시세변화에 신속히 대응하기 위한 수단으로서 대량의 주문을 소규모로 분할하여 짧은 시간에 동시다발적으로 제출하는 특징을 가지고 있음(고재중, “고빈도 거래의 투자자 보호를 위한 규제 방안”, 「외법논집」 제42권 제1호, 2018. 2. 254면; 장근영, 전계논문, 506면, 주석 16 재인용).
- 19) HFT(High Frequency Trading), 알고리즘 거래의 한 유형인 고빈도매매는 짧은 시간안에 주문·정정·취소·체결 등이 이루어지는 매매기법을 통칭하는 용어로서 일정한 알고리즘에 따라 컴퓨터에 의해 수행되는 알고리즘 거래가 일반적인 방법으로 상용된다. 고빈도매매는 보다 빠른 속도로 극히 짧은 시간(1초 미만) 동안에 수백 또는 수천 건의 주문을 제출하여 미세한 시세차익을 추구하는 매매전략이다(임병화, “대체거래소의 도입, 선택이 아닌 필수”, 한국경제연구원, 2011. 10. 14, 2면 주석 3 참조; 장근영, 전계논문, 507면, 주석 17 재인용).
- 20) DMA(Direct Market Access)는 증권회사의 주문대행을 거치지 않고 투자자가 직접 주문관리시스템에 접속해서 주문을 제출하여 주문의 제출·취소·정정 등에 소요되는 시간을 단축하는 매매방식으로 DMA 거래는 자동매매 방식으로 이루어진다. 특정 주문처리를 컴퓨터 알고리즘으로 내재화해 주문이 자동으로 생성되는 방식이다(한국경제용어사전).
- 21) co-location은 투자자의 주문 서버를 매매체결시스템이 위치하는 데이터센터 등에 설치하여 시장의 접근성을 극대화함(이윤재, 전계논문, 5면 주석 9 참조).

- ATS 유형의 특징을 살펴보면, 우선 Lit Pool은 Dark Pool 과 달리 사전적·사후적 투명성이 보장되는 ATS로서 정규 거래소에서 활용되는 전자매매시스템과 동일하고,
- Dark Pool은 일반적으로 수수료가 낮고, 정규거래소의 최우선매수매도호가의 중간값 또는 특정기간 동안의 평균체결가격으로 체결되어 가격과 비용측면에서 유리하며, 특히 거래정보의 노출을 꺼리고 거래비용²³⁾과 시장충격비용²⁴⁾ 등을 회피하고자 하는 대량매매자 및 기관투자자 등이 주로 이용하는 유형임

<표 4> 대체거래시스템의 유형 및 특징²⁶⁾

구 분		특 징	
미국	ATS	ECN	·사전적·사후적 투명성이 보장되는 다자간매매체결시스템 ·가격발견기능이 있음
		Dark Pool	·사전적·사후적 투명성이 낮은 다자간매매체결시스템 ·거래정보의 노출 및 시장충격비용을 회피하고자 하는 투자자들이 주로 이용하며, 정규거래소의 최우선매수매도호가의 중간값 또는 특정기간의 평균체결가격으로 체결됨
유럽	MTF	(Lit) MTF	·사전적·사후적 투명성이 보장되는 다자간매매체결시스템
		Dark MTF	·정규거래소의 최우선매수매도호가의 중간값 또는 특정기간의 평균체결가격으로 체결되어 가격발견 기능이 없음 ·비공개주문장을 이용하여 사전적·사후적 투명성이 낮음
	SI	·정규거래소 및 MTF 이외에 고객의 주문을 자신의 계정으로 조직화되고 빈번하고 체계적인 방식으로 매매를 체결하는 투자회사(IB의 내부화(internalization)) ·다자간 체결인 MTF와 다르게 양자간 체결이며, 접근이 허용된 고객에게 거래가능 가격과 수량을 알려주고, 주문 미체결 시 정규거래소 또는 MTF로 회송함 ²⁵⁾	
일본	PTS	·사전적·사후적 투명성이 보장되는 다자간매매체결시스템	

22) 고재중, 전계논문(“고빈도 거래의…”), 248-249면.

23) 거래비용은 주문에 대한 의사를 결정하는 시점부터 최종 체결이 이루어질 때까지의 총비용을 말한다(강소현, “ATS시대의 도래와 거래비용 절감효과”, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2012-11호, 2012. 3, 3면).

24) 시장충격비용이란 대량 주문 시 시장의 가격이 변화하여 투자자가 추가로 부담해야 하는 비용, 즉, 주문시점의 평균가격과 실제 거래가격 간의 차이를 의미한다(강소현, 전계논문(“ATS시대의 도래와…”), 4면)

25) 이윤재, 전계논문, 2면.

3

주문제도

① 개요

- 주문제도는 투자자가 매매하려는 증권의 종목·수량·가격·매매 시기를 지정하여 투자자의 매매 방식 등을 다양하게 구현함에 그 의의가 있으며,
 - 시장참여자의 매매의사를 구현시킬 수 있는 다양한 주문 제도는 투자자의 활발한 시장참여를 선도하여 시장의 유동성 확대 및 가격발견기능(price discovery) 제고 등의 선순환 역할을 수행함

② 현황

- (주문제도) 국내 주문제도는 지정가주문, 시장가주문, 조건부 지정가주문, 최유리지정가주문, 최우선지정자주문, 목표가주문, 경쟁대량매매주문 등 총 7가지의 주문유형과 2가지의 주문제도[표 5 참조]를 운영하고 있으나 주요국의 거래시장 주문제도는 다양하며,
 - 다만, 주식거래시장에서 ATS 활동이 미비한 일본의 경우에는 주문제도를 2가지만 운영하고 있음

26) 백인석 외 5인, 전계보고서, 32면.

<표 5> 주요 거래시장의 주문제도 현황²⁷⁾

구분	Market	Limit	Stop	Stop-limit	Hidden	Iceberg	ISO	Peg
KRX	○	○	×	×	×	×	×	×
NYSE	○	○	○	○	○	○	○	○
LSE	○	○	○	○	○	○	×	○
TSX	○	○	×	○	○	○	×	×
TSE	○	○	×	×	×	×	×	×
DIRECT EDGE	○	○	○	○	○	○	○	○
BATS	○	○	×	×	○	○	○	○

<표 6> 주문제도의 체결방법 및 특징²⁸⁾

종 류	체결방법	특 징
Market	매수(매도)주문 시 가격 지정 없이 수량만을 지정하여 주문시점의 상대호가로 체결	체결수량은 보장되지만 시장 깊이가 크지않다면 체결가격이 상당히 불리해질 수 있음
Limit	가격과 수량을 지정하여 주문을 제출하면 지정가격과 같거나 유리한 가격으로 체결	Market order와 비교하여 체결가능가격을 관리하는 장점이 있으나 체결가능성은 낮음
Stop	원하는 주식종목에 stop price를 설정하고 시장가격이 설정가격에 도달할 시 그 가격으로 Market order로 자동주문 제출·체결	시장가격 변화를 직접 추적할 필요없이 시장감시 비용은 줄지만, limit 기능 부재로 체결가격이 불리해질 가능성 있음
Stop-limit	Stop order와 유사하나 stop price에 시장가격이 도달하면 Limit Order의 형태로 매매 체결됨	Limit 기능을 구비하여 체결가능가격을 관리할 수 있으나, 체결가능성은 일반적인 Stop order보다 떨어짐
Hidden	Limit order이지만 거래소 호가창에 표시되지 않고 우선순위는 같은 가격의 표시되는 주문보다 항상 낮음	거래시장에 자신의 주문을 노출시키지 않는 장점이 있으나, 우선 순위에서 밀림
Iceberg	전체 주문량 중 소량만을 우선호가에 제출하고 나머지를 동시에 균등한 수량으로 비공개로 하여 우선호가 물량이 체결된 이후 순차적으로 나머지 물량이 제출됨	대량의 주문을 시장에 동시에 노출시키지 않을 수 있어 시장충격비용을 낮추는 효과 있음
ISO (Intermarket Sweep Order)	미국의 최선의 체결 예외조항으로 등록된 항목이며, 주문수량을 각 거래시장의 유동성에 맞게 나누어 주문을 제출하는 지정가 주문임	최선의 체결요건이 가격뿐인 미국에서 체결수량을 충족시키지 못하거나 회송에 따른 수수료 부과 및 체결 속도 지연 방지를 위해 이용하는 체결방법임
Peg	Best bid, best ask 또는 mid-price 중 하나를 지정하고 이를 자동으로 추적하여 변동된 가격으로 Limit order가 제출됨	사람이 직접 이를 시행하는 것에 비하여 빠른 체결속도를 제공하고 시장감시비용 및 spread cost를 줄이는 효과가 있음

□ (주문조건) 국내 주식시장의 주문조건은 주문제도와 더불어

27) 서울시립대학교 The ATtractiveS 팀, “ATS, Inter-market consolidation, and the role of orders”, 『KRX Market』 2014년 7월호, 2014. 7, 52면 <표 III-1> 참조.

28) 서울시립대학교 The ATtractiveS 팀, 전개논문, 57-58면 <표 III-2> 참조.

어 투자자 행위를 한정시키는 방법으로서 주문 체결의 한정 및 주문 유효기간 제한이 있으며,

- 다양한 주문조건을 운영하고 있는 주요국과 비교하여 국내는 2가지의 주문조건만을 운영하고 있는데, 특히 일본 TSE도 5가지의 주문조건을 운영하고 있음

<표 7> 주요국 거래시장의 주문조건 현황²⁹⁾

구 분	체결조건			유효기간조건		
	IOC	FOK	AON	DAY	GTD	GTC
KRX	○	○	×	×	×	×
NYSE	○	○	×	○	○	○
LSE	○	○	×	○	○	○
TSX	○	○	×	○	×	×
TSE	○	○	○	×	○	○
DIRECT EDGE	○	○	×	○	○	○
BATS	○	×	×	○	○	○

<표 8> 주요국 거래시장의 주문조건 유형 및 주요내용³⁰⁾

유 형	주 요 내 용
IOC (Immediate Or Cancel)	주문 제출과 동시에 체결가능 수량을 체결하고 미체결 잔량은 취소시킴
FOK (Fill or Kill)	주문 제출 시점에 주문수량 모두 체결 가능하면 모든 수량을 체결시키고, 그렇지 아니하면 주문자체를 취소시킴
AON (All Or None)	전체 주문수량이 모두 체결될 경우에만 주문이 체결되도록 하는 조건이며, FOK와 달리 주문 제출 후 즉시 체결 가능할 때 주문을 취소하지 않고 지정한 주문유효시간까지 주문이 지속됨
DAY (Good For The Day)	당일 장이 마감시까지 주문이 유효함
GTD (Good Till Date)	투자자가 지정한 날까지 유효하게 주문이 지속되고 지정한 날이 지나면 자동으로 주문이 취소됨
GTC (Good Till Canceled)	투자자가 주문을 직접 취소할때까지 주문의 유효성이 지속되며, 투자자가 주문을 취소하지 않는 경우 최대유효기간이 지나면 자동 취소됨

29) 서울시립대학교 The ATtractiveS 팀, 전개논문, 58면 <표 III-3> 참조.

30) 서울시립대학교 The ATtractiveS 팀, 전개논문, 59면.

4 ATS 제도 도입관련 추진 경과

① 개요

- 주요국의 ATS 도입은 정규거래소와의 유통시장 경쟁을 촉진시켜 자본시장의 효율성 제고 및 유연한 거래시간·주문제도 운영, 다양한 투자기법 활용 등을 통한 투자자 편의 등이 제고되면서,
 - 국내 자본시장에서도 유통시장의 인프라 혁신 논의가 본격화되어 ATS관련 법제 도입의 근거를 마련함

② 국내 ATS 제도 도입 이전

- (2001년 (주)한국ECN증권) 2001년 증권거래법 개정을 통하여 미국의 ECN 제도를 일부 수용한 (주)한국ECN증권은 28개 증권사가 출자하여 증권업 허가를 받았으며, 정규거래소 마감 이후 상장 종목만을 대상으로 오후 4시 30분에서 9시까지 종가로 매매 체결³¹⁾을 할 수 있었는데,
 - 이러한 매매체결 방식은 투자자들의 시장 마감 이후 각종 공시 및 자료 등을 활용한 주식거래 수요 및 증권사들의 시간외 거래를 통한 수수료 수입 등 개인투자자와 기관투자자의 다양한 기대를 충족시켜 주지 못하였고,

31) 2003년 6월부터 종가 대비 상하 5%의 가격변동으로 매매가 가능했으나 30분 단위로만 거래를 실시함. 한편 거래대상 종목도 거래소 상장종목 중 KOSPI200과 KOSDAQ50 편입 종목 250개로 한정하였고 매매단위는 거래소 종목은 10주, 코스닥 종목은 1주로 정규거래소 시장과 동일하였으나 정규거래소 시장에서 허용하는 신용거래는 금지하였다.

- 결국 (주)한국ECN증권은 출범 3년 6개월만에 누적적자 130억 원을 기록하고, 2005년 5월 영업중단 및 청산절차를 밟음³²⁾
- (KRX 경쟁대량매매제도) 2010년 10월 Dark Pool과 유사한 KRX 경쟁대량매매제도를 도입하였으나, 호가정보의 일부 공개로 인한 시장충격 비용 절감의 어려움 및 증권사에 불리한 수수료 체계 등으로 인하여 거의 거래가 없었음

③ 국내 ATS 제도 도입 이후

- (2013년 자본시장법 및 시행령 개정) 2013년 8월 자본시장법 개정에서는 다자간매매체결회사(ATS) 도입 및 거래소 법정주의를 거래소 허가제로 전환하였으며,
 - 당시 ATS제도 관련 주요 내용으로 최저 자기자본금 등 진입요건, 매매체결대상상품 및 거래량 제한, 업무기준, 최선 집행의무 등이 있음³³⁾
- (2015년 거래소시장 경쟁력 강화 방안 추진) 2015년 7월 금융위원회는 다자간매매체결회사(ATS)의 출현으로 거래소와 ATS간 경쟁체제 구축을 유도하기 위하여,³⁴⁾
 - 거래량 한도 확대(시장전체 10%, 개별종목 20%) 및 매매체결대상상품

32) 이기환, “다자간매매체결회사 설립에 관한 연구 : 미국 대체거래소(ATS)제도와 비교하여”, 2020. 3. 39면.

33) 금융위원회 보도자료, “「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 개정 추진”, 2013. 6. 13. 10-12면.

34) 금융위원회 보도자료, “거래소시장 경쟁력 강화 방안 추진”, 2015. 7. 1, 8면.

확대(비상장 주식, 채권, 파생결합증권, 상장펀드 수익증권 등) 추진을 발표함

- (2016년 자본시장법 시행령 개정) 2016년 6월 자본시장법 시행령 개정을 통한 ATS의 유동성 규제 완화*를 시행함

*** ATS 거래량 한도 확대**

- 시장전체 평균거래량 5% → 15% 개별종목 평균거래량 10% → 30%

Ⅲ. 다자간매매체결회사(ATS) 제도 현황

1 개요

- 자본시장법은 금융혁신과 유통시장 경쟁을 촉진하여 자본시장의 인프라 혁신을 도모하고자 다자간매매체결회사(ATS) 허용 및 거래소 허가제를 도입하였으며,
- 기존 거래소와의 경쟁 촉진을 통하여 거래수수료 인하 및 거래체결속도 향상 등 국내 매매체결시장의 혁신을 선도하고 투자자 편익을 도모하고자 ATS관련 제도를 마련함

<표 9> 자본시장법상 거래소와 다자간매매체결회사(ATS) 비교 현황³⁶⁾

구 분	거래소	다자간매매체결회사(ATS)
시장개설 기능	있음	없음
자기매매	금지	허용
매매가격 결정방법	경쟁매매	경쟁매매 거래소시장 매매가격 이용 매수자·매도자간 협의
거래량 제한	없음	시장전체 평균거래량 15% 개별종목 평균거래량 30%
지분보유 한도	5%	15%
매매체결대상상품	증권, 파생상품	상장주권, 주권관련 증권예탁증권
거래참가자	증권회사에 한정 안함	증권회사만 가능 ³⁵⁾

35) 자본시장법 시행령 제78조 제1항 제2호.

36) 이기환, 전개논문, 41면 <표 1> 참조.

2 진입규제

① 인가 및 등록요건

- 무분별한 ATS 설립을 사전에 방지하기 위하여 ATS 업무를 수행하기 위하여는 금융위원회로부터 관련업무에 대한 금융투자업 인가를 받아야 하며(법 제12조),
 - 최저 자기자본금 200억원(자기매매 포함 시 300억원)을 충족하여야 함(법시행령 제15조① 및 제16조③, [별표1])

② 소유의 제한

- ATS의 주주는 원칙적으로 발행주식 총수의 15%를 초과하여 소유할 수 없으며(법 제78조⑤),
 - 다만, 금융위원회의 승인을 받아 외국 ATS와의 제휴 및 국내금융기관, 금융투자업관계기관(금융투자협회, 예탁결제원) 등이 소유하는 경우는 예외(법시행령 제78조⑥)

3 거래상품 및 시장제도

① 매매체결대상상품 및 매매방법

- (매매체결대상상품) ATS 시장의 안정적인 정착을 위하여 거래가능한 금융투자상품은 상장주권 및 주권관련 증권에탁

증권으로 증권시장에 상장된 것으로 한정하고 있으며(법 제8조의2⑤ 및 법시행령 제7조의3①),

- 시장의 안정성 및 유동성 등을 고려하여 관리종목, 의결권이 없는 상장주권, 거래소 상장폐지 결정 증권, 코넥스 증권, 신규상장증권, 유동성공급 증권, 단기과열종목, 투자위험종목 등은 거래대상 상품에서 제외함(법시행령 제78조①1호 및 금융투자업규정 제448조의2①)

- (매매가격의 결정방법) 법은 ATS 시장에서의 매매가격 결정방법으로 ①경쟁매매의 방법³⁷⁾ ②상장증권인 경우 해당 거래소가 개설하는 증권시장에서 형성된 매매가격을 이용하는 방법³⁸⁾ ③매도자와 매수자 간의 호가가 일치하는 경우 그 가격으로 매매거래를 체결시키는 방법(다자간 상대매매)³⁹⁾을 명시하고 있음(법 제8조의2⑤ 및 법시행령 제7조의3③)

② 거래량 제한

- 경쟁매매 시 과거 6개월간 평균 거래량이 증권시장 전체 평균 거래량의 15% 이내 및 특정 개별종목 평균거래량이 30% 이내이어야 하며(법 제8조의2⑤1호 및 법시행령 제7조의3②1호 및 2호), 이를 초과하는 경우에는 무허가 시장개설행위에 해당됨

37) 경쟁매매의 방법은 매수·매도자의 매수가격과 매도가격을 경쟁적으로 매칭시켜 거래를 성립시키는 방법으로서 '주문주도형 시스템(order-driven system)'형 ATS이다. 또한 주문주도형 시스템은 가격발견기능 및 매매체결기능이 모두 존재하여 미국의 ECN 등이 이에 해당된다.

38) 투자자의 매수·매도가격을 접수하여 거래소 시스템에서 형성된 가격으로 매매를 체결시켜주는 방법으로서 '교차시스템(crossing system)'형 ATS이며, 동 type은 매매체결 기능만 있고 가격발견 기능은 없다.

39) 다자간 상대매매는 전자시스템을 통해 투자자들이 매도·매수 주문을 게시하고 협상할 수 있는 네트워크를 제공하고, 거래를 원하는 투자자들이 거래를 체결하는 '게시판(bulletin board)'형 ATS이다.

③ 비경쟁매매방식에 의한 거래관련 추가 조치의무

- 상기의 ATS의 매매가격 결정방법 중 ②거래소 가격을 이용하는 방법과 ③다자간 상대매매 방법은 비경쟁매매방식에 의한 거래이며,
- 비경쟁매매방법에 의한 거래가 일정기준을 넘는 경우 투자자 보호 및 매매체결의 안정성 확보 등을 위하여 적합한 조치를 하여야 하는데(법 제78조⑦),
 - ‘일정기준을 넘는 경우’란 과거 6개월간 평균거래량이 증권시장 전체 거래량의 5%(종목별 거래량의 경우 10%)를 초과하는 경우를 말하며(법시행령 제78조⑦),
 - ‘적합한 조치’란 ATS의 사업계획 및 이행상충방지체계 등이 투자자 보호와 거래의 공정성 확보에 적합하도록 조치를 취하고, 안정적인 매매체결을 위한 인력과 전산설비 등 물적 설비를 갖추도록 하여야 함(법시행령 제78조⑧)

④ 업무기준

- 자본시장법은 ATS의 차별화된 시장 조성을 위하여 매매체결 서비스에 대한 자율적·탄력적인 운용 방법을 허용하고 있는데,
 - 거래소와 차별화된 시장의 매매체결 수요를 견인할 수 있도록 매매수량단위 및 최소 호가단위, 거래시간, 익명대량매매

체결 등에 대하여 운영의 자율성 및 탄력성을 부여하고,⁴⁰⁾

- 다만, 시장감시 및 시장안정화 조치인 매매거래정지·가격제한폭 등은 거래소와 동일한 수준의 규제를 적용함(법시행령 제78조①)

⑤ 업무규정 마련 및 보고 등

- ATS는 업무기준 사항이 포함된 업무규정을 마련하여야 하며(법시행령 제78조의3②), 동 규정을 제정·변경 시에는 금융위원회에 지체 없이 보고하고, 인터넷 홈페이지 등에 공시하여야 함(법시행령 제78조의3③)

4 최선집행의무(Best Execution)

① 개요

- 자본시장법에서는 ATS 도입으로 복수 거래소가 실현됨에 따라 투자매매업자 또는 투자중개업자에게 투자자의 청약 또는 주문이 최선의 거래조건으로 집행될 수 있도록 최선 집행의무(Best Execution)를 부여함(법 제68조①)

② 최선집행의무 부담자

- 법 제68조①에서는 ‘투자매매업자 또는 투자중개업자는 금융투자상품의 매매(대통령령으로 정하는 거래는 제외한다. 이하 이 조에서 같다)에 관한 투자자의 청약 또는 주문을 처리하기 위하여 대

40) 국회입법조사처, 전거서, 11-12면.

통령령으로 정하는 바에 따라 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 기준(이하 이 조에서 '최선집행기준'이라 한다)을 마련하고 이를 공표하여야 한다'라고 명시하고 있으며,

- 이에 최선집행의무 부담자는 '투자매매업자 또는 투자중개업자'로 한정하고 있음

③ 최선집행의무의 적용대상

- ATS 도입으로 복수 거래소에서 거래 가능한 상장주권 및 증권에탁증권을 최선집행의무 대상으로 함(법 제88조 및 법시행령 제66조의2①, 법시행규칙 제7조의3)

④ 최선집행기준의 고려요소

- 증권회사가 최선집행의무를 위한 '최선집행기준'을 마련할 시에 '금융투자상품의 가격, 투자자가 부담하는 수수료 및 그 밖의 비용, 주문규모, 매매체결 가능성' 등을 고려하여 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 방법 및 그 이유 등이 포함되어야 하며(법시행령 제66조의2②),
- 다만, 투자자가 별도의 지시를 한 경우에는 그에 따라 최선집행기준의 처리가 가능함

⑤ 최선집행기준 점검의무

- 증권회사는 최선집행기준의 내용을 3개월마다 점검하여야 하며, 동 내용이 최선집행의무의 실행에 부적합한 경우 이를

변경하고, 해당 변경 사실을 공표하여야 함(법 제68조③)

⑥ 투자자 보호

- 증권회사는 투자자에게 사전에 문서, 전자문서, 팩스의 방법으로 최선집행기준을 기재 또는 표시한 설명서를 교부하여야 하며(법 제68조④),
- 투자자의 청약 또는 주문을 집행한 후 해당 투자자의 요청 시 최선집행의무를 입증하는 서면 등을 제공하여야 함(법시행령 제66조의2④)

5 시장감시 및 심리·감리

① 개요

- 지정거래소는 매매체결만을 전문으로 하는 ATS에서의 투자자 보호 및 건전한 거래질서를 위하여 시장감시, 이상거래에 대한 심리 또는 거래참가자에 대한 감리업무를 수행하며(법 제78조③④),
- 이는 매매체결전문회사인 ATS의 시장감시기능(market surveillance) 수행을 위한 전산시스템 구축 비용 절감 및 동일 주식에 대한 통합적 거래 감시를 통한 효율성을 고려한 조치임

② 제도현황

- (시장감시) 거래소는 ATS시장의 다음 사항을 감시(surveillance)

할 수 있음(법 제8조3)

1. 매매체결대상상품의 매매에 관한 청약 또는 주문이나 거래참가자가 제출하는 호가의 상황
2. 매매체결대상상품관련 풍문·제보나 보도
3. 매매체결대상상품의 발행인 등에 관한 신고 또는 공시
4. 매매체결대상상품의 매매체결에 관한 정보(매매가격·거래량 및 매매체결의 시간 등)

- (심리·감리) 거래소는 ATS시장의 다음 사항을 거래참가자에게 그 사유를 밝힌 서면으로 관련 자료 요청 및 거래참가자와 관련된 업무·재산상황 장부 서류 그 밖의 물건을 감리할 수 있음(법 제8조4)

1. 제377조제1항제8호에서 정하는 이상거래의 혐의가 있다고 인정되는 매매체결대상상품의 종목 또는 매매 품목의 거래상황을 파악하기 위한 경우
2. 거래참가자가 제1항에 따른 업무기준을 준수하는지를 확인하기 위한 경우

6 청산업무

- 자본시장법은 증권시장 및 파생상품시장에서의 매매거래에 따른 청산기관 및 결제기관으로 거래소를 유일하게 지정하고 있으며,
- ATS에서 거래하는 상품이 상장증권이므로 법상 유일한 청산기관인 거래소가 ATS의 청산업무를 수행함(법 제378조①)

7 규정의 준용과 적용배제 등

- (규정의 준용) 자본시장법은 제383조 제1항·제2항(정보이용의 금지), 제408조(영업양도 등의 승인) 및 제413조(긴급사태시의 처분)는 다자간매매체결회사(ATS)에 준용함(법 제8조6)
- (규정의 적용배제) 다자간매매체결회사(ATS)의 특성을 고려하여 제40조(금융투자업자의 다른 금융업무 영위), 제72조(신용공여), 제73조(매매명세의 통지) 및 제419조(금융투자업자에 대한 검사) 제2항부터 제4항까지의 규정은 다자간매매체결회사(ATS)에 적용하지 아니함(법 제8조2)
- (기타사항) 법에서는 거래소와 ATS에서의 매매거래에 대하여 동등하게 명시하고 있는 조항을 구성하고 있는 바,
 - 예를 들어, 제69조(자기주식의 예외적 취득), 제133조(공개매수의 적용대상), 제176조(시세조종행위 등의 금지), 제180조(공매도의 제한), 제296조(예약결제원의 업무), 제326조(증권금융업무), 제377조(거래소 업무), 제402조(시장감시위원회의 연계감시), 제404조(거래소의 이상거래심리), 제429조(공시위반에 대한 과징금), 제440조(금융감독원의 업무) 등임

IV. 주요국의 ATS관련 제도 및 시장 현황

- ◆ 미국 및 유럽 등 글로벌 금융선진국들의 ATS관련 제도는 ATS시장을 도입하기 위하여 제도를 도입한 우리 법제와 달리, 기존 주식시장에 존재하고 있는 거래형태 등을 투자자 보호 및 거래의 투명성 확보를 위하여 제도화하는 과정이었음
- ◆ 미국과 유럽은 Reg ATS 및 MiFID 등을 통하여 시장간 경쟁 제고, 투자자 보호 및 시장질서 확립을 도모하고 있으나, 미국의 경우에는 SEC의 주도하에 Reg ATS를 도입한 반면, 유럽은 미국시장 상황을 살펴보면서 유럽 내 국가간 의견을 조율하여 시장의 경제적 효과는 미국과 동일하게 확보하고자 노력함
- ◆ 이에 ATS를 선제적으로 운영·규율하고 있는 주요국의 관련 제도 및 시장현황 등을 고찰하여 우리 법제의 보다 실효적이고 지속가능한 ATS관련 제도 개선방안 등을 모색해 보고자 함

1 미국

1] 개요

- 미국은 **1975년 이전까지는** 지역별로 복수의 거래소에서 각각의 지역적 특성에 의한 시장을 운영하면서 ‘지역별 거래소(regional exchange)의 독점(monopoly)’이 유지되고 있었는데,⁴¹⁾
- 이후 **1967년부터 1970년에 걸쳐** ‘후선업무위기(back-office crisis)⁴²⁾가 발생되어 미국 주식시장의 구조에 대한 개선을

41) 미국의 거래소가 통합하지 않고 지역별로 거래소를 유지할 수 있었던 주요한 이유는 각 거래소의 해당 회원들에게 ‘시장집중의무(Concentration Rule)’가 있었고, 이를 통하여 지역성을 바탕으로 거래되는 상품을 차별화 할 수 있었다(엄경식/장병훈, “미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점”, 한국증권연구원, 2007. 3, 9면, 각주 4 참조).

42) ‘후선업무위기(back-office crisis)’란 청산·결제를 함에 증서의 물리적 이동이 필요하였는데, 그 당시 거래량이 폭증하여 관련업무가 마비되었으며, 그 과정에서 1억 달러 상당의 증권이 도난당하는

검토하게 되었고, 1975년 SEC는 증권거래소법 개정부터 2005년 4월 Reg NMS(Regulation National Market System)가 제정될 때까지 약 30여년 동안 지속적으로 증권관련 제도 및 규제를 개혁하였음⁴³⁾

- 1975년 당시 1934년 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934)의 주요내용은 ① 증권거래의 효율성 증진, ② 브로커·딜러간, 거래소 시장간, 거래소시장과 다른 시장간 공정한 경쟁체제 구축, ③ 브로커·딜러 및 투자자의 시장정보(거래 및 호가정보)에 대한 용이한 접근성 확보, ④ 브로커·딜러가 최선의 조건으로 투자자(또는 자신)의 주문을 체결해야 하는 ‘최선집행(Best Execution)’의 실현, ⑤ 투자자간 직거래 확대 등이며, 상기 내용은 SEC가 경쟁을 통하여 미국 주식시장의 효율성을 제고시키고 있음을 의미하고 있음⁴⁴⁾
- 한편, SEC는 증권거래소법 개정을 통해 전국적으로 통합된 단일 시장 시스템에서 모든 상장증권(covered securities)을 거래할 수 있도록 하였으며, 집중화된 시스템에 참여하는 개별 시장들 간의 경쟁을 보장하면서 개별시장에서 형성된 정보가 효율적으로 연계되도록 함
- 1975년 5월 SEC는 고정수수료제도를 폐지하고 시장집중의무정책을 점진적으로 폐지하였으며, 이는 저가 수수료를 시행하는 다양한 ATS의 등장을 유인하는 계기가 되었음

사건이 발생되었는데 이에 대한 SEC의 조사결과가 1975년 증권거래소법 개정의 첫 시발점이 되었다.

43) 엄경식/장병훈, 전계논문, 9-10면.

44) 엄경식/장병훈, 전계논문, 11-12면.

<표 10> 주요국의 ATS 규제 법령 현황

국가명	규제 법령	비 고
미국	Regulation ATS	1998년 제정, 정규거래소가 아닌 매매 체결 시설들을 모두 ATS에 포함하여 규제 원칙 마련
	Regulation NMS	2005년 제정, 전체 NMS시장의 모든 주문에 대한 최선집행의무(Best Execution) 원칙 준수
유럽	ISD (Investment Service Directive)	1993년 제정, 유럽공동체 통합 단일 시장 설립을 위한 최초 법안
	MiFID	2007년 11월 시행, 거래소집중의무(Concentration Rule) 폐지 및 최선집행의무를 통하여 투자자 보호 수준 강화
	MiFIDII	2018년 1월 시행, 투자자 보호 및 HFT 규제 강화, 금융상품거래시장(정규시장,MTF)에 OTF(Organized Trading Facilities) 도입
일본	금융상품거래법(金融商品取引法)	1998년 증권업의 종류에 PTS 포함

- 이후 SEC는 증권거래의 효율성 및 공정한 경쟁체제 구축, 시장정보의 접근성 확보, 최선집행의무 실현, 투자자간 직거래 확대 등이 목적인 NMS(National Market System)⁴⁵⁾의 확립을 위하여 여러 조치들을 취하였는데,⁴⁶⁾
 - 우선, 시장집중의무를 점진적으로 완화하면서 거래 및 호가정보를 집중하여 공개하는 CQS(Consolidated Quote System)⁴⁷⁾과 CTS(Consolidated Tape System)⁴⁸⁾를 도입하고, 최선의 호가를 제시하는 시장으로 주문을 회송할 수 있는 ITS(Intermarket Trading

45) NMS(National Market System)는 미국 내 다양한 시장을 포괄하는 전국시장시스템이다.

46) SEC는 미국주식시장을 전국 단위의 단일시장으로 통합하는 것이 아니라 가격의 공정성을 유지하면서 시장간 연계를 통해 경쟁을 촉진하는 방안으로 NMS의 발전전략을 시행하였다.

47) CQS(호가정보집중시스템)는 모든 참여시장에서 형성된 거래 발생 이전의 주문정보를 통합하여 전달하기 위한 시스템이다.

48) CTS(매매정보집중시스템)는 1976년 4월 30일부터 운영하는데 동 시스템에서는 참여시장의 매매이후의 거래정보(거래종목, 거래가격, 거래주식수, 매매체결시장 등)가 통합·보고된다.

System)⁴⁹⁾를 구축하여 시장간 가격분할 현상을 방지하고자 함

- 이후 Nasdaq과 ECNs, 시장구조관련 규정 정비 등을 거치면서 2005년 4월 Regulation NMS를 채택하여 2007년부터 시행함⁵⁰⁾

□ (Regulation ATS) 1998년 제정된 Reg ATS는 증권거래시설 규제대상 범위에 정규거래소와 더불어 ATS도 포함하였는데,

- ATS는 브로커·딜러 또는 거래소로 등록할 수 있으며, ATS 업을 수행하기 위하여 SEC에 등록된 증권회사(registered broker-dealer)는 영업개시 20일 전까지 영업개시신고서를 제출하여야 하며, ATS의 매매체결대상상품 및 매매가격체결 방법에 대하여는 별도 명시 규정이 없음
- 한편, 주문의 공시 의무 및 시장점유율에 따른 시장공정성의무⁵¹⁾ 및 건전성(integrity), 수용능력(capacity), 안정성(security) 확보를 위한 조치를 하여야 하며,⁵²⁾ SEC 감독규정상 ATS의 거래수수료에 관한 규정은 없고, ATS의 거래기록 보존의무, SEC에 대한 보고의무 및 수검의무가 있음

□ (Regulation NMS) 지역별 거래소 중심의 미국 주식시장은 급속한 IT의 발전으로 각 거래소간 혼합 거래가 이루어지면서 기존의 NMS관련 규제로는 각 시장을 규율하기가 어려운 상황에

49) ITS(주문회송시스템)는 '전국적으로 최우선호가(National Best Bid and Offer: NBBO)'가 게시된 시장에서 매매체결이 이루어지도록 NMS 참여시장간에 매도·매수 주문을 회송하는 시스템으로서 SEC는 1979년 9월 21일에 승인하였다(엄경식/장병훈, 전제논문, 19면).

50) Regulation National Market System은 SEC 감독규정 17 CFR § 242.600부터 § 242.614까지 명시되어 있다; 엄경식/장병훈, 전제논문, 16면.

51) 17 CFR § 242.301(b)(5).

52) 17 CFR § 242.301(b)(6)(ii).

도달하였으며,

- 이에 2005년 4월 제정된 Reg NMS에서는 정규거래소 뿐만 아니라 ATS, 투자은행(IB), 장외시장 보조게시시설(Auxiliary Display Facility, ADF)까지 하나의 시장으로 수용하여 최선 집행의무(Best Execution)를 제도화하고 높은 투명성을 바탕으로 효율적인 경쟁체제 구축, 시장의 유동성 제고 및 거래 비용 절감을 통하여 미국 주식시장의 혁신을 도모함⁵³⁾
- Reg NMS는 4개의 규정으로 이루어져 있으며, ① Order Protection Rule(Trade-Through Rule)⁵⁴⁾은 투자자에게 Best Execution을 보장해 주는 범위를 다수의 시장에서 거래되는 NMS 주식의 자동호가에 한정하여 적용하며, ② Access Rule은 시장참여자가 시장에서 제시된 NMS 주식의 NBBO에 공정하고 효율적으로 접속할 수 있는 기준을 확립하는 규정이며,⁵⁵⁾ ③ Sub-Penny Rule은 모든 시장참여자들에게 1달러 이상의 호가에 대하여는 1센트 미만의 가격조정을 금지하는 규정이고(1달러 미만의 호가는 0.01센트), ④ Market Data Rule은 NMS 주식의 시장정보를 효과적으로 전체 시장에 통합·분배·제시할 수 있도록 시스템을 개선하고 관련 SRO(Self-Regulatory Organization)에게 정보수수료를 할당하는 방식을 개선하기 위하여 ‘SRO Joint Industry Plan’을 개정한 규정임⁵⁶⁾

53) 이현철, “대체거래소제도 개선방안에 관한 연구”, 건국대학교 대학원 박사논문, 2020. 2. 61-62면.

54) Trade-Through란 주문이 NBBO(최우선호가, National Best Bid and Offer)가 게시된 시장에서 체결하지 않고 그보다 조건이 열악한 가격이 게시된 시장에서 체결되는 것을 말하며, Trade-Through Rule은 거래의 투명성과 시장간 경쟁을 통하여 투자자가 최소한의 거래비용으로 NBBO를 보장받을 수 있는 시스템을 위하여 도입된 것이다.

55) Access Rule에서는 ① NMS 참여시장들에게 ITS(Inter-market Trading System)와 같은 하드링크만을 필수적으로 사용할 것은 강제하지 않으며, 시장의 다양한 요구를 유연하게 수용하기 위하여 사적 링크도 사용할 수 있고, ② 접속료가 주당 0.3센트를 초과할 수 없으며, ③ NMS 시장간에 최우선주문이 교차하거나 일치하지 않도록 하고 있다(백인석 외 5인, 전계보고서, 11면).

56) 백인석 외 5인, 전계보고서, 11-13면.

② 유형

- (개요) 미국의 대체거래소는 **Lit Pool** 형태로서 장외에서 장내 거래소의 주문체결시스템과 접속되어 있는 ECN(Electronic Communication Network)⁵⁷⁾과 장내거래소에 가격정보(주문량, 호가정보) 등은 제공하지 않고 운영주체도 실시간으로 거래규모만 확인되는 다자간거래시스템(Crossing Network or Multilateral Trading Facility)의 형태로 운영되는 **Dark Pool**로 구분함⁵⁸⁾

- (**Lit Pool**) ECN은 거래소와 유사한 시스템이지만 우리 제도의 투자중개업자 또는 투자매매업자에 해당하는 브로커 또는 딜러이고, ECN과 거래소는 주문의 호가정보 및 주문량이 모든 거래참가자에게 공개하는 공개주문시스템임

- (**Dark Pool**) 비공개주문시스템인 **Dark Pool**은 Crossing Network 라고도 하며, Crossing Network는 다수의 시장참가자들이 매수·매도 주문을 입력한 후 하루 수차례 사전에 정해진 일정한 시간에 매매를 체결하는 시스템으로서, Crossing Network의 매매체결가격은 정규거래소의 거래량가중평균 가격(Volume Weighted Average Price, VWAP) 또는 종가 등 객관적인 가격을 주로 사용함⁵⁹⁾

57) ECN은 “거래소의 시장조성자 또는 OTC(장외시장) 시장조성자가 입력한 주문을 제3자에게 널리 배포하고, 그러한 주문의 전부 또는 일부가 실행될 수 있도록 하는 전자시스템”으로 정의하고 있다(17 CFR § 242.600(b)(31)).

58) ECN은 거래소가 아니면서 다수 당사자간의 매매 주문을 전자적으로 체결시켜주는 대체거래소(ATS)의 역할을 수행하였으며, 최초의 ECN은 1969년에 설립된 Instinet이다. Instinet 설립 당시에는 뉴욕거래소(NYSE) 등에서 거래된 가격으로 단순히 자동매매를 체결시켜주는 정도이거나 매도 및 매수 의사를 단순히 알려주고 당사자간에 직접 협상을 통해 매매를 체결하는 수준이었음(이기환, 전계논문, 42-43면).

- 또한, **Dark Pool** 시장이 급성장한 이유는 **Dark Pool**이 **HFT** 및 **SOR**⁶⁰⁾ 등의 IT기술을 도입하여 시장 경쟁을 촉진시키면서 ① 익명성이 보장되는 비공개주문시스템으로서 대량거래에 따른 **매물 노출 방지**와 **시장충격 비용**을 최소화할 수 있고, ② 대량주문의 경우 거래건수가 많지 않고 정규거래소의 가격을 이용하기 때문에 **가격발견기능(price discovery process)**이 생략되어 **거래비용이 낮기** 때문임⁶¹⁾

<표 11> 미국 ATSS의 유형 및 특징⁶²⁾

구 분	공개주문시스템	비공개주문시스템
유 형	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

- 한편, **Dark Pool**의 문제점으로는 호가정보의 비공개로 시장분할을 초래할 수 있으며, 정보공시 기능 저해로 인하여 시장구조의 이중성을 고착화 시키고 이해상충 및 시장왜곡 등의 부작용을 초래할 가능성이 존재함

- 이에 SEC는 **Dark Pool**에 대한 규제를 강화하기 위하여 2018

59) Crossing Network의 매매체결가격은 단순히 정규거래소의 가격을 사용하기 때문에 거래체결 시간이 정규거래소 운영시간과 일치할 필요는 없다; 이기환, 전계논문, 43면.

60) SOR(Smart Order Routing)이란 가장 유리한 조건으로 주문을 집행해야 하는 최선집행의무를 효과적으로 수행하기 위한 시스템이다(이운재, 전계논문, 7면 주석 15 참조).

61) 가격발견기능이란 수요와 공급에 따라 상품의 가격과 수량이 조정되면서 시장균형점을 찾아가는 것을 말하며, 가격발견기능이 없는 Crossing Network는 복잡한 가격조정 계산을 위한 소프트웨어 프로그램이 필요하지 않다(이기환, 전계논문, 43-44면; 이현철, 전계논문, 49면).

62) 이기환, 전계논문, 44면 <표2> 참조.

년 10월 대체거래소 규정을 개정하였으며, 주요 개정내용으로는 우선, NMS Stock ATS에 대한 'Form ATS-N' 제출⁶³⁾ 및 SEC 웹사이트에 등록내용 일부 공개, SEC의 등록양식 검토 후 사전 통지와 청문기회 부여 등 이후 등록양식 무효 선언 가능, 거래참여자의 거래관련 정보비밀보호 절차와 안전보호 규정 등을 문서로 구비하여야 함⁶⁴⁾

③ 제도현황

- 미국은 1975년 증권거래소법 개정 이후 주문처리규정(Order Handling Rule, 1997년 제정)⁶⁵⁾ 및 Regulation ATS(1998년 12월 제정), Regulation NMS(2005년 6월 제정) 등 ATS관련 규정이 제정·정비되면서 ATS의 발전이 본격화됨
- (진입규제) Regulation ATS에 따라 ATS는 SEC에 거래소 또는 브로커-딜러로서 등록하여야 하고, FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)의 회원이어야 하며, 브로커-딜러관련 규정을 준수하여야 함⁶⁶⁾
- (거래상품 및 시장제도) SEC 규정상 ATS의 매매체결대상상품의 범위는 별도 규정이 없어 정규거래소에서 거래할 수 있는 모든 증권이 가능하며, 매매가격체결방법에 대하여도

63) 17 CFR § 242.304.

64) 이현철, 전계논문, 69-70면.

65) 주문처리규정(Order Handling Rule), 즉, OHR이란 SEC가 1997년 제정하였으며 market maker의 호가보다 유리한 일반투자자의 호가가 접수될 경우 market maker로 하여금 30초 이내에 자신의 호가를 일반투자자의 호가로 대체하도록 하는 규정이다. OHR은 market maker가 NASDAQ에 공시된 호가와 다른 호가를 ECN에 게시할 수 없도록 하는 ECN Rule과 더불어 market maker의 개입 없이 투자자들 간에 거래가 가능하도록 하였다(장근영, 전계논문, 506면, 각주 13 재인용).

66) 이인형/강소현/양진영, 「주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점」, 자본시장연구원 조사보고서 14-02, 2014. 4, 7면.

별도의 규정이 없어 공개주문시스템인 ECN 및 비공개주문 시스템인 Dark Pool 모두 허용되고,⁶⁷⁾

- SEC에 ATS가 거래소로 등록할 경우 데이터 판매, 상장·시장 감시 업무 수행, 수수료 규제 등의 의무·권한을 부여하고 있고, ATS가 브로커·딜러로 등록할 경우 전체 거래규모에 따라 <표 12>의 사항을 준수하여야 함⁶⁸⁾

<표 12> 브로커·딜러로 등록한 ATS의 준수사항

거래규모	규 제 내 용
5% 미만	- SEC에 분기별 사업내용 보고 및 거래기록 보관 의무 - 거래소(exchange) 또는 주식시장(stock market) 사용 금지
5% 초과 ⁶⁹⁾	- 정규거래소와 연계하여 호가 공개 ⁷⁰⁾ - 정규거래소 회원의 의무 준수 - 시장공정성 기준 준수 의무 ⁷¹⁾
20% 이상	- 정규거래소 수준의 규제 준수

- (수수료) SEC 감독규정상 ATS관련 거래수수료에 대한 별도 규정이 없기 때문에 각 ATS들은 자체적으로 수수료를 결정할 수 있으며, 다만, ATS가 매매체결 과정에서 SEC 규정 위반을 한 경우 관련된 거래수수료 청구는 불가함⁷²⁾
- (보존·보고의무 등) SEC의 감독규정상 ATS의 거래기록은

67) 이현철, 전계논문, 56-57면.

68) 국회입법조사처, 전게서, 32-34면; 이기환, 전계논문, 46면.

69) 거래규모가 5%를 초과한다는 것은 직전 6개월 동안 최소 4개월의 일평균 시장점유율이 5%를 초과하는 것을 의미한다.

70) ATS의 가장 높은 매수호가와 가장 낮은 매도호가 및 주문량을 정규거래소 또는 협회에 제공하여 공시되도록 한다.

71) 시장공정성 기준 의무사항으로는 첫째, ATS의 거래접근 권한을 허용하는 문서화된 기준을 마련하여야 한다. 둘째, ATS가 제공하는 서비스에 대한 접근을 차별적인 방법으로 부여하거나 거절할 수 없다. 셋째, ATS의 모든 거래참가자 및 거래신청자들의 접근에 대한 허용·제한 또는 거절할 근거에 대한 기록을 작성·유지하여야 한다. 넷째, 시스템 접근에 대한 허용·제한·거절관련 정보를 Form ATS-R에 따라 SEC에 보고하여야 한다(17 CFR § 242.301(b)(5)(ii)).

72) 이기환, 전계논문, 46면.

3년 이상 보존하여야 하며(최초 2년은 접근성 용이한 장소 보관), 사업내용은 정해진 양식(Form ATS)에 따라 매 분기별로 SEC에 보고하여야 하고, SEC의 검사 및 조사, 자료 요청에 적극적인 협조 의무를 부여함⁷³⁾

□ (최선집행의무) 미국은 최선집행의무 제도에 대하여 명문의 규정 없이 보통법상 대리의 법리(agency principles at Common Law) 또는 신인의무(fiduciary duty)에 근거한 판례⁷⁴⁾에 의하여 운영하고 있으나, FINRA 규정 제5310조항과 1934년 증권거래소법 Regulation NMS에 따라 'NMS 주식에 대하여는 최선의 가격을 제시하는 곳으로 거래를 회송하는 것을 의무화'하여 동 제도를 규율하고 있음⁷⁵⁾

○ 우선, FINRA의 RULES 5310(Best Execution and Interpositioning) (a)부터 (e)까지 5개 조항에서 '최선집행과 인터포지션⁷⁶⁾'에 대하여 명시하고 있으며,

- 동조 (a)(1)항에서 브로커와 딜러는 고객의 주문집행 시 현재의 시장상황에서 고객에게 가장 유리한 가격을 제공하는 최선의 거래시

73) 이현철, 전계논문, 60면; 이기환, 전계논문, 46-47면.

74) 1995년 Newton v. Merrill Lynch 사건은 피고 메릴린치 등 증권회사가 원고 Newton의 주문을 거래소의 가격이 아닌 Instinet 등 사설 거래시스템에서 제시된 가격을 조사하지 않고 전국 최우선매수매도호가(NBBO)에 따라 자동 매매체결이 실행되었다. 이에 원고 Newton은 피고의 이와 같은 행위가 최선집행의무 위반에 해당한다고 주장한 사건이다. 항소심에서 NBBO로 자동 주문한 피고 등의 행위가 최선집행의무 위반을 하였다고 판시하였으며, 동 판결의 의미로는 사설거래시장에 대한 주문 회송여부가 문제된 사건으로서 이에 관하여 최선집행의무의 이행관련 제반사항을 판단한 것이다. Newton 사건 이후에는 PTS 등을 포함한 복수의 거래시장에 시스템이 자동적으로 최선의 가격을 제시하고 있는 시장에 고객의 주문을 회송하기 때문에 이에 관한 브로커의 민사책임을 지는 경우는 거의 없다고 함(고재종, "미국에 있어서 최선집행의무의 규제 동향", 「증권법연구」 제19권 제3호, 2018. 12, 69-73면).

75) 이영철, "개정 자본시장법상 금융투자업자의 최선집행의무에 관한 고찰", 「증권법연구」 제15권 제2호, 2014. 8, 53-54면.

76) 인터포지션닝(interpositioning)이란 시장에 주문을 내는 두 거래 주체 사이에 제3의 거래자가 개입함으로써 더 큰 폭의 할인 혹은 할증을 야기하는 행위. 인터포지션닝은 거래자들이 유리한 가격으로 거래할 수 있는 기회를 박탈한다(매일경제 경제용어사전).

장을 선택하기 위한 '합리적인 노력(reasonable diligence)'을 하도록 하고 있으며, '합리적인 노력(reasonable diligence)'을 수행하기 위하여 고려하는 요소는 (a)(1)(A)부터 (E)까지 명시하고 있음⁷⁷⁾

- 동조 (a)(2)항에서는 고객 또는 다른 브로커·딜러의 고객과의 거래에서 회원 또는 회원 관련된 자 등 (a)(1)항과 일치하지 않는 방식으로 해당 증권(subject security)과 관련하여 회원과 최선의 시장(best market) 사이에서 제3자를 개입시킬 수 없으며,⁷⁸⁾
- 동조 (e)항에서는 (a)부터 (d)까지 명시하고 있는 의무는 브로커·딜러가 고객을 대리하는 경우 뿐만 아니라 본인이 고객과 거래하는 경우에도 적용됨⁷⁹⁾
- 또한 고객의 주문에 대하여 특정 시장으로 거래주문을 회송

77) FINRA RULES 5310(Best Execution and Interpositioning)

(a)(1) In any transaction for or with a customer or a customer of another broker-dealer, a member and persons associated with a member shall use reasonable diligence to ascertain the best market for the subject security and buy or sell in such market so that the resultant price to the customer is as favorable as possible under prevailing market conditions. Among the factors that will be considered in determining whether a member has used "reasonable diligence" are:

- (A) the character of the market for the security (e.g., price, volatility, relative liquidity, and pressure on available communications);
- (B) the size and type of transaction;
- (C) the number of markets checked;
- (D) accessibility of the quotation; and
- (E) the terms and conditions of the order which result in the transaction, as communicated to the member and persons associated with the member.

78) FINRA RULES 5310(Best Execution and Interpositioning)

(a)(2) In any transaction for or with a customer or a customer of another broker-dealer, no member or person associated with a member shall interject a third party between the member and the best market for the subject security in a manner inconsistent with paragraph (a)(1) of this Rule.

79) FINRA RULES 5310(Best Execution and Interpositioning)

(e) The obligations described in paragraphs (a) through (d) above exist not only where the member acts as agent for the account of its customer but also where transactions are executed as principal. Such obligations are distinct from the reasonableness of commission rates, markups or markdowns, which are governed by Rule 2121 and its Supplementary Material.

할 것을 지시하는 경우 브로커·딜러는 고객의 특정 지시에 따라 최선의 집행 결정을 하여야 하며, 고객의 주문 조건에 따라 신속하게 주문을 실행하여야 하고, 고객이 다른 브로커·딜러에게 특정 지시를 한 경우에도 RULES 5310을 준수하여야 함⁸⁰⁾

- 회원은 다른 자에게 고객 주문의 최선집행의무를 이전할 수 없으며, 고객 주문을 집행하는 질(quality)에 대하여 정기적이고 엄격한 점검을 보장할 수 있는 절차를 마련하여야 하고, 브로커·딜러는 최소한 분기에 한번 점검을 실시하여야 하며,⁸¹⁾
- 한편, 정기적으로 엄격한 점검을 할 시에 브로커·딜러는 주식 거래시장에서 주문 집행 시 어떤 중요한 질적 차이가 있는지를 판단하여야 하고, 만약 중요한 질적 차이가 있다면 주문전송방식(routing arrangements)을 수정하거나 수정하지 않는

80) FINRA RULES 5310(Best Execution and Interpositioning) Supplementary Material: 08 Customer Instructions Regarding Order Handling.

If a member receives an unsolicited instruction from a customer to route that customer's order to a particular market for execution, the member is not required to make a best execution determination beyond the customer's specific instruction. Members are, however, still required to process that customer's order promptly and in accordance with the terms of the order. Where a customer has directed that an order be routed to another specific broker-dealer that is also a FINRA member, the receiving broker-dealer to which the order was directed would be required to meet the requirements of Rule 5310 with respect to its handling of the order.

81) FINRA RULES 5310(Best Execution and Interpositioning) Supplementary Material: 09 Regular and Rigorous Review of Execution Quality.

(a) No member can transfer to another person its obligation to provide best execution to its customers' orders. A member that routes customer orders to other broker-dealers for execution on an automated, non-discretionary basis, as well as a member that internalizes customer order flow, must have procedures in place to ensure the member periodically conducts regular and rigorous reviews of the quality of the executions of its customers' orders if it does not conduct an order-by-order review. The review must be conducted on a security-by-security, type-of-order basis (e.g., limit order, market order, and market on open order). At a minimum, a member must conduct such reviews on a quarterly basis; however, members should consider, based on the firm's business, whether more frequent reviews are needed.

경우에는 그 이유를 명확히 밝혀야 함⁸²⁾

- 1934년 증권거래소법(Securities Exchange Act of 1934)⁸³⁾ Reg NMS §242.611(Order Protection Rule)에 최선집행의 무 관련 내용이 있으며,⁸⁴⁾

- 주문보호규칙(Order Protection Rule)은 거래소와 ATS의 주문회송 의무를 규정한 것이며, 이는 NMS 주식에 대하여 최선의 가격을 제시하는 곳으로 주문을 회송시켜야 하는데, 특정 주문이 최선의 주문이 아닐 경우 동 주문을 최선의 호가를 가진 거래소 또는 ATS로 재전송하여야 함⁸⁵⁾
- 또한, SEC는 최선주문집행이 미국내 전국적으로 시행될 수 있도록 호가정보집중시스템(CQS, Consolidated Quote System)과 매매정보집중시스템(CTS, Consolidated Tape System), 주문회송시스템(ITS, Intermarket Trading System)을 구축함⁸⁶⁾
- 최선집행의무의 핵심 규정은 주문보호규칙(Order Protection Rule)과 Regulation NMS §242.610 접근성규정(Access Rule)이며, Access Rule은 시장에 제시된 전국증권시장 상장증권의

82) FINRA RULES 5310(Best Execution and Interpositioning) Supplementary Material: 09 Regular and Rigorous Review of Execution Quality (b).

83) SEC는 1975년에 1934년 증권거래소법을 개정하여 'Section 11A'를 신설하여 주식시장의 독점규제를 철폐하고 '전국적으로 중요성을 갖는 증권(Securities of national importance)'에 대하여 미국내 다양한 시장을 포괄할 수 있는 전국시장시스템(NMS)를 구축하기 위한 조치를 취한 바가 있다(엄경식/장병훈, 전계논문, 11면).

84) <https://www.ecfr.gov/current/title-17/chapter-II/part-242>.

85) 주문회송의무는 거래소와 ATS간의 유통시장 경쟁을 촉진시키고 가격우선원칙을 엄격히 적용하고자 함에 그 목적이 있다(강소현, "ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안", 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2013-18호, 2면).

86) 미국은 전국 주식시장의 호가를 집중하고 이를 상호 전송하는 시스템 구축을 1975년부터 시작하였다. 이에 SEC는 CQS, CTS 및 ITS 등의 시스템 구축을 추진하였으며, 1978년 ITS Plan의 초안과 CQS Plan이 마련되어 1983년 1월 ITS Plan이 공식 승인되었다(이현철, 전계논문, 63면).

최우선호가에 시장참가자가 불공정하고 차별적인 조건으로 인하여 효율적인 접근이 방해되는 것을 금지하고 있음⁸⁷⁾

- (수수료) Regulation NMS §242.610(c)는호가 접근에 대한 수수료를 제한하고 있으며, 어떠한 거래 장소도 보호된 호가 또는 어떤 다른 표시된 호가에 대한 주문의 집행을 위하여 주당 0.003달러 이상의 수수료를 청구할 수 없음⁸⁸⁾

4 시장현황

- (개요) 미국의 주식시장은 정규거래소와 ATS, Dark Pool 등 다양한 거래시장에서 시장참여자들의 치열한 거래 유동성 경쟁을 통하여 성장하였으며,
 - 특히 ATS가 급성장한 배경에는 거래비용에 민감한 대량거래자들인 알고리즘 트레이더의 시장유치가 큰 역할을 하였고,⁸⁹⁾

87) Regulation NMS § 242.610 Access to quotations.

(a) Quotations of SRO trading facility. A national securities exchange or national securities association shall not impose unfairly discriminatory terms that prevent or inhibit any person from obtaining efficient access through a member of the national securities exchange or national securities association to the quotations in an NMS stock displayed through its SRO trading facility.

88) Regulation NMS § 242.610

(c) Fees for access to quotations. A trading center shall not impose, nor permit to be imposed, any fee or fees for the execution of an order against a protected quotation of the trading center or against any other quotation of the trading center that is the best bid or best offer of a national securities exchange, the best bid or best offer of The Nasdaq Stock Market, Inc., or the best bid or best offer of a national securities association other than the best bid or best offer of The Nasdaq Stock Market, Inc. in an NMS stock that exceed or accumulate to more than the following limits:

(1) If the price of a protected quotation or other quotation is \$1.00 or more, the fee or fees cannot exceed or accumulate to more than \$0.003 per share; or

(2) If the price of a protected quotation or other quotation is less than \$1.00, the fee or fees cannot exceed or accumulate to more than 0.3% of the quotation price per share; 고재종, 전개논문(“미국에 있어서...”), 87면.

89) 윤지아, “미국 내 주요 ATS 현황”, 자본시장 Weekly 2015-42호, 2015. 11, 1면.

- ATS로 시장에 진입한 BATS 및 Direct Edge는 시장점유율이 높아지면서 각각 2008년 10월에 BATS,⁹⁰⁾ 2010년 7월에 Direct Edge가 정규거래소로 전환하였고, 이후 2014년 BATS는 Direct Edge를 인수함
- 한편, 미국은 13개의 정규거래소 중 12개를 NYSE, NASDAQ, CBOE가 소유하고 있고, 이들은 복수의 매매체결시설도 보유하고 있음⁹¹⁾

<표 13> 미국 ATS 현황

* 자료 : SEC, 2022년 1월 31일, SEC등록 기준⁹²⁾

ABE ATS	ICAP Trading Systems	OTC Link LLC
Arbor Research and Trading LLC	ICE Bonds Securities Corporation	OTC Link NQB IDQS
Automated Equity Finance Markets, Inc	IDX Markets	Prometheus Ember ATS Inc.
BGC Financial L.P.	Interactive Brokers LLC	Provable Markets LLC
BGC Financial L.P. Fenics Credit ATS	InvestX Markets LLC	REALCADRE LLC
BrokerTec	INX Securities, LLC	The Rialto MarketBoard
CartaX	IOI Capital and Markets, LLC	Securitize Markets ATS
ClearList LLC	LEX Markets LLC	ShareNett ATS
Dash Financial Technologies LLC	KopenTech Capital Markets	SI Securities, LLC
Dealerweb, Inc.	Liquidly IAS, LLC	StartEngine Secondary
Dealerweb Fixed Income	Liquidnet Fixed Income ATS	Structured Credit Connection
EquiLend LLC	MarketAxess ATS	Templum Markets LLC
EQX LLC	MBS Source eTrading, Inc.	TEXTURE ATS
Figure ATS	MTS BondsPro	TP Trading Systems
Forge Markets	MuniAxis ATS	Tradeweb Direct LLC
FNC AG Stock, LLC	NFSTX, LLC	Trumid ATS
GFI Securities LLC	North Capital Private Securities Corporation	tZERO ATS, LLC
GLMX Technologies, LLC	NPM Securities, LLC	Variable Investment Advisors, Inc. ATS (VIA-ATS)

90) BATS는 2008년 정규거래소로 전환한 이후 2014년 Direct Edge를 인수하면서 미국 주식 거래량의 20% 내외를 점유하였고, 2016년에는 주식옵션 거래소인 CBOE에 인수되어 이후 미국 거래소 시장은 NYSE, NASDAQ, CBOE 체제로 되었다(남길남, “ATS 도입 의의와 제도적 보완 필요성”, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-08호, 2019. 3. 26, 1면 주석3 참조).

91) Robert J. Jackson Jr, “Unfair exchange: The State of America’s stock markets”, U.S. Securities and Exchange Commission, Sept. 19, 2018, p. 3.

Global OTC	Oasis Pro Markets, LLC	Zanbato ATS
HTDonline	OTC Link ECN	Ziv Investment Company

2 유럽

1 개요

- 1989년 LSE(London Stock Exchange)가 자동호가주도형시스템 SEAQ(Stock Exchange Automated Quotation)⁹³⁾를 구축하여 유럽의 거래시장을 지배적으로 점유하고 있었는데,
 - 이에 1980년 후반 대륙내 거래소들은 LSE에 대응하기 위하여 전자주문장 제도 도입 및 주식회사 전환, 거래비용 삭감 등의 조치를 취하면서 대륙내 거래소들과 LSE와의 주식거래 시장 경쟁이 촉발됨

- 한편, 1993년 EC(European Commission)는 유럽금융서비스 시장을 통합하기 위한 최초 법안인 ISD(Investment Services Directive)를 제정하였으며,⁹⁴⁾

- 1990년 중반 이후 급증하는 투자자의 시장참여 및 복잡·다양한 금융상품과 서비스 등장에 대응하기 위하여 새로운

92) 미국시장에서는 2022년 1월말 현재 SEC에 64개의 ATS가 등록·운영중이다. SEC, 「Alternative Trading System (“ATS”) List」: <<https://www.sec.gov/foia/docs/atstlist.htm>> (2022. 3. 8. 확인).

93) LSE는 마켓메이커를 통한 호가주도형 시장으로 진화하면서 호가정보를 제출·집계·공표하기 위하여 SEAQ를 도입하였으며, SEAQ는 호가전달시스템으로서 매매체결 기능은 없다. 마켓메이커는 호가를 확인한 시장참가자와의 협상을 통해 상대매매방식의 매매·체결을 하며, 투자자는 마켓메이커가 제시한 호가를 확인하고 전화 또는 팩스 등을 통하여 거래를 체결한다. 이후 시장감시 및 투자참고 등을 위하여 매매체결내역은 거래소에 보고하고 거래소는 이를 시장에 공표한다(신소희, “MiFID II의 주요 내용과 대응방안”, 한국거래소 KRX Market 133호, 2018. 7, 39면 주석 11 참조).

94) 유럽에서는 ISD의 제정으로 브로커·딜러인 IB와 정규시장(Regulated Market)으로 구분되는 규제환경을 조성하였다.

규제환경의 필요성이 제기됨에 따라,

- 1999년 유럽은 새로운 규제 도입을 위한 3단계 입법추진 과정이 포함된 FSAP(Financial Services Action Plan)를 채택하고, 1단계에서 2004년 4월 유럽의회는 유럽내 자본시장 및 투자서비스 등을 통합·규제하기 위하여 MiFID를 제정하고 2007년 11월 MiFID를 시행함⁹⁵⁾
- 한편, MiFID의 시행으로 ‘거래소집중의무(Concentration Rule)’를 폐지⁹⁶⁾하여 시장간 경쟁이 촉진되고, 최선집행의무를 통하여 투자자 보호 수준이 강화되어 서비스의 질적 수준이 향상되었음에도 불구하고,
- 2008년 글로벌 금융위기 이후 금융시스템의 안정성·건전성·투명성 등에 대한 기존 MiFID체계의 한계에 대한 문제가 제기되었고, 이에 2012년 MiFID 개정 논의를 시작하여 2014년 MiFID II 제정을 완료하였으며,
- 유럽은 2018년 1월 MiFID II를 시행하면서 MiFID 체계는 MiFID II와 MiFIR(Markets in Financial Instruments Regulation, 금융상품시장규정)으로 분리·개정되었는데,
- MiFID II는 시장 인프라에 중점이 있는 지침(Directive)으로

95) 엄경식/장병훈, 전계논문, 64-68면.

96) 주요국은 매매체결시절간 경쟁을 촉진시키기 위하여 미국의 경우 1976년 제정된 NYSE의 상장증권을 거래시간 중에 장외에서 거래금지하는 뉴욕증권거래소 규정 제390조(Rule 390)를 폐지하고, 유럽 각국은 증권의 매매체결 보고를 해당증권이 상장된 거래소에서만 가능하도록 한 거래소집중의무 규정(Concentration Rule)을 폐지하였다(자본시장연구원 보도자료, “자본시장 인프라 선진화 방안” 공청회 개최, 2011. 7. 5, 1면; SEC, 「NYSE Rulemaking: Order Approving Proposed Rule Change to Rescind Exchange Rule 390」, 2000.5.5. : <<https://www.sec.gov/rules/sro/ny9948o.htm>> (2022. 2. 17. 확인).

서 각 회원국의 재량으로 법제화가 필요하며, MiFIR는 각 회원국의 법제화 절차 없이 직접 적용되는 규정(Regulation)으로 시장 투명성에 대한 내용을 주로 명시함⁹⁷⁾

② 제도현황

- (개요) 유럽은 단일 주식시장 설립을 위한 최초 법안으로 1993년 ISD 제정을 비롯하여 유럽 금융시장의 통합을 모색하고 기존 규율체제의 문제점을 극복하기 위하여 2007년 MiFID 및 2018년 MiFID II를 시행함
- (ISD) 1993년 제정된 ISD는 유럽주식시장을 정규시장(Regulated Market)과 IB(Investment Bank)로 규제환경을 구분하였는데,
 - 특히, IB는 ‘단일통행권제도(single passport)’를 통하여 별도의 추가 절차 없이 EU회원국 중 특정 국가의 허가와 감독만으로 다른 회원국에서도 영업을 가능해짐에 따라 유럽의 단일 금융시장으로의 시발점이 마련되었으며,
 - 다만, ISD 규정 중 ‘거래소집중의무(Concentration Rule)’ 제도는 EU의 기본원칙을 위반하지 않는 범위 내에서 특정 거래소내에서 상장된 증권은 해당 거래소에서만 매매 체결 및 보고 등이 가능하도록 규제함으로써,
 - 결국, LSE와 대륙내 거래소 간 경쟁에 있어 LSE에 대한

97) MiFIR가 제정되면서 시장투명성 의무관련 조항은 모두 MiFID II에서 MiFIR로 이관되었으며, MiFIR는 다자간거래시서로가 거래소시장(RM)을 거래시설(trading venue)로 일원화하여 명시하였다(이현철, 전개논문, 84면); 신소희, 전개논문, 37면.

매매체결 억제 효과는 있었으나, 각 거래소간 국가별 진입 장벽 조성을 초래하여 경쟁력 약화 및 유럽 단일거래시장 구축 등에는 역효과가 발생함⁹⁸⁾

- (MiFID) 2007년 11월 MiFID의 시행으로 ‘거래소집중의무 (Concentration Rule)’를 폐지하고 다자간거래시스템(Multilateral Trading Facility)을 도입하여 시장간 경쟁 촉진 및 최선집행 의무를 통한 투자자보호 수준 강화를 도모하였고,⁹⁹⁾
 - MiFID는 거래시장을 정규시장(Regulated Market)과 다자간 거래시스템(Multilateral Trading Facility), SI(Systematic Internaliser)로 구분하여, 규제의 수준과 운영주체의 법적 성질을 달리 정하고 있는데,
 - 우선, MiFID에서 규율하고 있는 각 시장별 주요 내용으로는 정규시장은 시장운영자(market operator)인 각 회원국의 거래소가 운영하는 금융상품거래시장이며, MTF는 해당 감독당국으로부터 인가를 받은 금융투자업자 또는 시장운영자가 운영하는 시장이고, SI는 금융투자업자가 자신의 자기 자본계정으로 주문을 집행하는 매매체결시스템임¹⁰⁰⁾

<MiFID의 ATS관련 규제 내용>¹⁰¹⁾

- 조직화된 매매규칙과 시스템을 구축하여 운용의 안정성 확보
- 감독당국의 매매규칙과 가격발견 기능에 대한 확인의무

98) 신소희, 전개논문, 39면.

99) 이인형, “대체거래시스템 전세계 동향과 시사점”, 자본시장연구원, “자본시장 인프라 선진화 방안” 공청회 발표자료, 2011. 7. 4, 5면.

100) 고동원, “유럽연합(EU) 「제2차 금융상품시장지침」(MiFID II)의 규제 영향과 시사점”, 「증권법연구」 제20권 제1호, 2019. 4, 85-87면.

- ATS 거래에 대한 시장감시기능 확보의무
- 거래 이전 및 이후의 정보 투명성 강화
- 금융안정성 확보를 위한 자본금 요건 부과
- ATS거래에서 다양한 상품 거래를 위한 거래 상품의 제한 금지

□ **(MiFID II)** 글로벌 금융위기 이후 MiFID의 한계를 극복하고자 시행된 **MiFID II의 주요내용**으로는 투자자 보호¹⁰²⁾ 및 HFT 규제 강화, 금융상품거래시장(정규시장, MTF)에 **OTF(Organized Trading Facilities)**의 도입 등이 있으며,

- OTF(Organized Trading Facilities)는 조직화된 다수당사자의 거래시장으로서 IB 또는 시장운영자에 의하여 운영되는 금융상품거래시장이지만, 거래가 허용된 상품이 채권 및 구조화상품(structured finance products), 탄소배출권, 파생상품으로 제한되며,
- OTF 운영자는 주문집행 시 거래당사자를 결정할 수 있는 **재량권이 있는 점**이 다른 시장과 차별화 된다. 또한 OTF 운영자는 시장감시 의무 및 자기자본계정의 주문 집행 금지 의무가 있음¹⁰³⁾

□ **(매매체결업무관련 의무)** MTF는 업무수행관련 업무규정을 마련하여야 하며,¹⁰⁴⁾ 거래가능상품관련 기준을 자체적으로 정하여야 하고,¹⁰⁵⁾

101) 국회입법조사처, 전게서, 35면, [표 6] 재인용.

102) 투자자 보호 강화 방안으로는 금융투자업자로 하여금 투자자의 이익을 최우선으로 하는 영업원칙 및 투자자에 대한 정보제공 의무 강화, 투자자 이외의 제3자로부터의 수수료 수취 금지, 직원에 대한 성과 보수 및 성과 평가 규제, 감독당국의 금융상품 판매중지 명령권 등이 있다.

103) 고동원, 전게논문(“유럽연합(EU)…”), 75-87면.

104) Directive 2014/65/EU Article 18.1 and Article 19.1.

- **(접근성 원칙)** 거래참가자들의 접근성 부여기준을 정하여야 하는데, 해당 기준은 거래소시장의 회원 또는 거래참가자의 요건에 준하는 수준이어야 하며,¹⁰⁶⁾
- **(정보조회 접근성)** 거래참가자들이 시장호가 등 시장정보에 대한 접근이 가능하도록 거래단말기 또는 전자거래시스템 등의 장치를 구축하여야 함¹⁰⁷⁾
- **(거래결제관련 의무)** MTF는 자신이 거래의 당사자가 아닌 경우 MTF에서 체결된 매매거래에 대하여 원칙적으로 결제책임이 없음¹⁰⁸⁾
- **(시장감시 의무)** MTF의 시장감시 의무와 관련하여 첫째, 시장참여자들의 업무규정 준수여부를 정기적인 모니터링을 실시하여야 하며, 이에 대한 내부절차를 구비하여야 한다.¹⁰⁹⁾ 둘째, 정기적인 모니터링을 통하여 규정의 위반 확인, 거래질서를 해치는 행위(disorderly trading conditions) 등을 감시하여야 한다.¹¹⁰⁾ 셋째, MTF는 중대한 규정 위반, 거래질서 위반행위 또는 불공정 거래행위를 적발했을 경우에는 감독당국에 보고하여야 하고, 불공정거래행위에 대한 감독당국의 조사 또는 수사에도 적극 협조하고 자료요청에도 지체 없이 자료를 제공하여야 함¹¹¹⁾

105) Directive 2014/65/EU Article 18.2.

106) Directive 2014/65/EU Article 53.3; Directive 2014/65/EU Article 18.3 and Article 19.2.

107) Directive 2014/65/EU Article 18.2 second subparagraph.

108) Directive 2014/65/EU Article 19.4.

109) Directive 2014/65/EU Article 31.1.

110) Directive 2014/65/EU Article 31.1.

111) Directive 2014/65/EU Article 31.2 and 31.3.

- (시장투명성 의무) MTF의 투명성 원칙과 관련하여 매매체결이 이루어지기 전 호가공시 등에 관한 거래전 투명성(pre-trade transparency)과 체결내역 공시에 관한 거래후 투명성(post-trade transparency)으로 구분하는데, 이러한 시장투명성 원칙은 MiFID I에서 MiFIR로 이관되면서 보다 강화되었음¹¹²⁾
- (거래전 투명성 의무) 거래소시장과 MTF는 금융상품의 현재 매수·매도호가(current bid and offer prices) 및 실행가능한(actionable) IOI(indication of interests) 등에 대한 정보를 정규 거래시간 동안에 지속적으로 공시하여야 하며,¹¹³⁾ 각 회원국의 감독당국은 최초 상장된 거래시설 또는 해당 금융상품의 체결이 가장 많은 시장에서 형성된 기준가격(reference price)을 체결하는 시스템 및 교섭가격으로 거래하는 시스템 등에 대하여는 계속공시 의무를 면제함¹¹⁴⁾
- (거래후 투명성 의무) MiFIR에서는 시장운영자와 MTF는 금융상품의 체결가격(price), 거래량(volume) 및 체결시간(time)을 기술적으로 가능한 한 실시간으로 공시하여야 하며,¹¹⁵⁾ 각 회원국의 감독당국은 거래의 유형(type) 또는 규모(size)에 따라 지연된 공시(deferred publication)가 허용될 수 있으며, 이에 대한 기준은 감독당국의 사전 승인을 받고 이 필요하고 시장참가자에게 명확하게 공시하여야 함¹¹⁶⁾

112) 이현철, 전개논문, 89면.

113) Regulation (EU) No 600/2014 Article 3.1.

114) Regulation (EU) No 600/2014 Article 4.1.

115) Regulation (EU) No 600/2014 Article 6.1.

116) Regulation (EU) No 600/2014 Article 7.1.

- MiFIR에서는 시장운영자와 MTF가 거래전 투명성과 관련한 계속공시 또는 거래후 투명성관련 실시간 공시를 하는 경우 유상으로 적절한 대가(on reasonable commercial terms)를 받는 것을 허용하고 있음¹¹⁷⁾

- (최선집행의무) MTF의 도입은 시장분할이 발생되므로 MiFID에서는 금융투자회사에게 고객의 주문에 대하여 가장 유리한 호가로 매매체결이 이루어지도록 최선집행의무를 부여하고 있음¹¹⁸⁾

- (의의) 최선집행의무는 시장분할에 의한 가격오차를 축소시키고 특정 MTF에 직접 접속이 불가능한 투자자를 보호하는 역할을 하였고, 유럽 내 MTF에 대한 동일 기능의 동일 규제 원칙 도입으로 MTF의 정보공개의무를 확대함¹¹⁹⁾

- (규제내용) MiFID에서 규정하고 있는 최선집행의무의 세부내용으로는 첫째, 가격, 비용, 속도, 체결실행 가능성 등 관련 사항을 고려하여 최선의 결과를 위하여 모든 충분한 조치(all sufficient steps)를 취하여야 한다. 다만, 복수의 거래시설 중에서는 고객에게 가장 유리한 호가로 매매체결이 이루어지도록 선정하여야 하나, 고객의 특별한 지시가 있는 경우에는 이를 따라야 한다.¹²⁰⁾ 둘째, 금융투자회사는 이해상충 등으로 특정거래장소 또는 집행장소로 주문이 이동될 때에 어떠한 보수, 할인, 비금전적인 혜택을 받지 않는다.¹²¹⁾ 셋째, 금융투

117) Regulation (EU) No 600/2014 Article 3.3 and 6.2.

118) Directive 2014/65/EU Article 27.

119) 국회입법조사처, 전게서, 34-36면.

120) Directive 2014/65/EU Article 27.1.

자회사는 최소 1년 단위의 정기보고서에 개별 금융 상품의 가격, 비용, 속도 및 실행 가능성에 대한 세부 정보를 포함하여 고객에게 고지하여야 한다.¹²²⁾ 넷째, 금융투자회사는 고객 주문을 집행하는 다양한 장소와 집행 장소 선택에 영향을 미치는 요소 등에 대한 정보를 고객에게 제공하여야 하며, 해당 정보는 고객이 쉽게 이해할 수 있는 방식으로 충분히 상세하고 명확하게 설명하여야 한다. 또한 고객의 주문이 장외시장에서 실행될 경우 고객에게 고지하고 사전승인을 얻어야 한다.¹²³⁾ 다섯째, 감독당국은 금융투자회사의 주문집행 정책 등에 대하여 모니터링 하여야 하며, 특히, 주문집행 정책에 포함된 거래 장소가 고객에게 가능한 최상의 결과를 제공하는지 또는 주문집행기준을 변경할 필요에 대한 정기평가를 하여야 한다. 또한 금융투자회사는 주문 집행 약정 또는 집행 정책에 대한 중대한 변경 사항을 지속적으로 고객에게 통지하여야 함.¹²⁴⁾

- (미국 최선집행의무와의 차이점) 미국의 최선집행의무는 시장통합시스템(CQS, CTS, ITS)을 구축하여 최선 호가를 제시한 거래시스템으로 회송 의무를 부여하고 있으나, 유럽은 시장통합시스템의 미비로 인하여 가장 유리한 호가를 제공하는 거래시설에 주문을 입력할 의무만 있으며, 금융투자회사가 거래시설을 한 곳으로 지정한 경우에도 이를 고객에게 통지하면 최선집행의무를 다한 것으로 판단함¹²⁵⁾

121) Directive 2014/65/EU Article 27.2.

122) Directive 2014/65/EU Article 27.3.

123) Directive 2014/65/EU Article 27.5.

124) Directive 2014/65/EU Article 27.7.

125) 이현철, 전개논문, 93면.

③ 시장현황

- 유럽의 MTF는 채권시장을 중심으로 발생되어 외환 및 파생상품 등 다양한 상품을 거래하는 방식으로 성장하였는데,
 - 이는 ISD 규정상 단일거래소 중심의 ‘거래소집중의무(Concentration Rule)’로 인한 시장분할 가능성이 낮아 장외시장 성격이 강한 채권 등을 중심으로 MTF가 발전한 것임

- 2007년 MiFID 시행 이후 2012년 유럽의 거래대금 비중은 정규거래소 73%, MTF 27% 이었으나, 2013년 상반기에는 정규거래소 93%, MTF 7%로서,
 - 이는 유럽 MTF의 80%를 점유하는 BATS Chi-X Europe¹²⁶⁾의 정규거래소 전환에 그 원인이 있는데, 동社は MiFID II에서 MTF의 정규거래소 수준의 인프라 및 시장감시 기능 등에 대한 규제 강화로 인하여 정규거래소로 전환함¹²⁷⁾

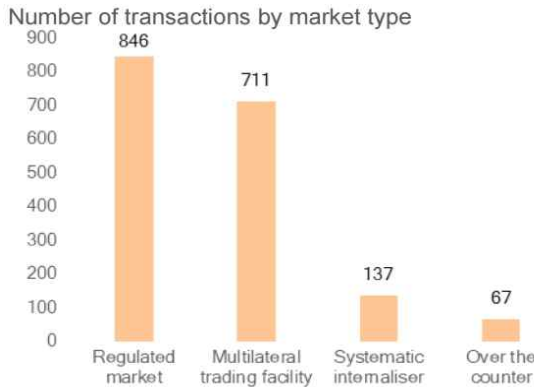
- 유럽시장의 2019년 주식시장과 채권시장의 거래현황을 살펴보면, 주식은 정규거래소에서, 채권은 MTF에서 거래가 많이 이루어지고 있는데,
 - 이는 유럽의 MTF는 주로 설립 초기부터 채권시장 중심으로

126) BATS Chi-X Europe은 2011년 Chi-X Europe과 BATS Europe이 합병하여 설립되었다. Chi-X Europe은 Nomura Holdings의 자회사인 Instinet에 의하여 설립되었으며, BNP Paribas, Citadel, Citi group등의 주요 금융기관이 주주로 참여하였고, BATS Europe은 미국의 ATS 회사인 BATS가 미국시장의 성공을 기반으로 유럽시장에 진출하기 위하여 2008년 런던에 설립한 회사이다(김준석, 유럽의 대체거래시스템 사례 분석 : BATS Chi-X Europe“, 자본시장연구원, 유럽 금융시장 포커스 2013년 여름호, 2013. 10, 1면).

127) MiFID의 ATS관련 규제 내용 참조: 한지연, “ATS 성장 정체 속 유럽 정규거래소의 도약”, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2013-31호, 2013. 8. 6, 1면.

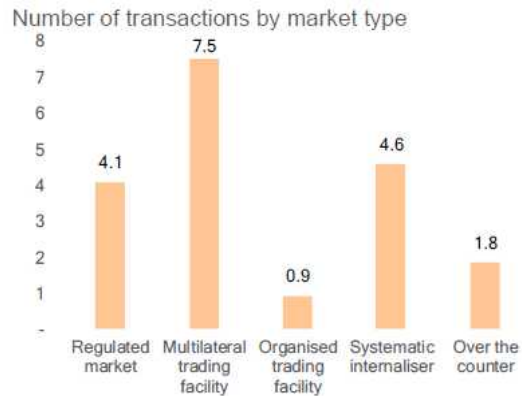
시작되었고, 최근 MTF의 시장동향도 주식시장 보다는 채권시장에서 활성화 되어 있음을 <그림 3> 및 <그림 4>에서도 확인할 수 있음

<그림 3> Equity markets¹²⁸⁾



Note: Number of transactions in equity and equity-like instruments in 2019 by market type, in million.
Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

<그림 4> Bond markets¹²⁹⁾



Note: Number of transactions in bonds in 2019 by market type, in million.
"Other" includes convertible bonds and other public bonds.
Sources: FIRDS, FITRS, ESMA

- 이후 2020년 유럽시장의 MTF는 총 142개이며, 매매체결시스템별 상장주식시장의 점유율(거래대금 기준)은 MTF 28%, 정규거래소 28%, OTC 24%, SI 19%이었음¹³⁰⁾

3 일본

1 개요

- 일본은 1998년 12월 금융시스템개혁법¹³¹⁾ 도입으로 금융상

128) ESMA, EU securities markets, ESMA Annual Statistical Report 2020, 18 November 2020, p. 49.

129) Ibid.

130) 맹주희, "미국과 유럽의 ATS 현황과 규제 논의", 자본시장연구원 자본시장포커스 2022-08호, 2022. 4. 5, 2면.

131) 금융시스템개혁법은 「금융시스템개혁을 위한 관계법률의 정비 등에 관한 법률」이며, 동 법률의 제정으로 증권거래법, 증권투자신탁법, 증권투자고문업법, 은행법, 보험법 등 총 26개의 법률이 개정되었으며, 그 밖에 기술적인 개정을 한 법률도 상당수 있다(이현철, 전개논문, 109면, 각주 228 재

품거래법상 상장주식 거래에 대한 거래소 집중의무를 폐지하고 증권업의 정의를 확대하여 대체거래시스템인 PTS(Proprietary Trading System)를 인가업무로 추가하여 PTS 제도를 도입함¹³²⁾

- 2000년 5월 증권거래법이 개정됨에 따라 회원제 거래소 이외에 주식회사 형태의 증권거래소 설립이 허용되었으며, 2000년 11월 금융청은 ‘사설거래시스템(PTS) 개설 등에 관한 지침’을 공포하여 PTS 인가에 대한 기준을 제시하였고,
 - 2001년 1월 유럽에서 채권거래시스템을 운영하고 있던 MTS의 일본법인 MTS Japan증권과 기존 국채거래 중개업무를 수행해 온 東短証券이 국채거래를 위한 PTS를 운영하였으며,¹³³⁾
 - 2005년 증권거래법 개정으로 경쟁매매(auction) 방식의 PTS도 허용하여, 2006년 마넥스증권과 인스티넷증권 2개사가 거래소 종가로 매매가격을 체결하는 PTS를 운영하였음¹³⁴⁾
 - 2006년 6월 금융시스템개혁법상 규제방식의 문제점을 해결하고자, 금융선물거래법 등 4가지 법률과 증권거래법을 통·폐합하여 「금융상품거래법」 제정하였으며,¹³⁵⁾ 동법의

인용).

132) 자본시장연구원 동향분석실, 전개논문, 1면.

133) 大崎 貞和, “わが国の新しいPTS (私設取引システム) 規制”, 「資本市場クォーター」, 2001년 冬, 野村資本市場研究所, 2001, 4頁.

134) 한국금융연구원, “일본 증권 회사들, 사설거래소 잇따라 설립”, 「주간 금융브리프」 제15권 제29호, 2006, 20면.

135) 금융상품거래법은 4개의 법률(외국증권업자에 관한 법률, 유가증권에 관련된 투자자문업의 규제 등에 관한 법률, 저당증권업의 규제 등에 관한 법률 및 금융선물거래법)의 폐지하고 89개의 법률을 개정하여 동법을 제정하였다(김명민, “일본의 금융상품거래법 소개”, 한국법제연구원, 2007, 21-22

제정으로 증권회사는 '금융상품거래업자'로, 증권업협회는 '금융상품거래업협회'로, 증권거래소는 '금융상품거래소'로 명칭이 변경됨

- 한편, 2006년 7월 금융청 인가를 받은 카브닷컴(kabu.com)은 경쟁매매 방식으로 야간(19:30~23:00)에 300개 대표종목을 대상으로 거래시스템을 가동하였으며, e-trade증권, SBI증권 및 라쿠텐증권 3개사는 PTS를 공동 설립하여 추진할 것을 발표하는 등 PTS제도가 시장의 가격형성 효율성을 제고시킬 것으로 기대되었으나,¹³⁶⁾ 이후 일본의 PTS는 시장점유율이 상당히 저조한 상태임

② 제도현황

- (개요) 금융상품거래법에서 PTS는 '동시에 다수의 자를 일방 당사자 또는 각 당사자로 하여 법에서 명시된 매매가격 결정방법으로 유가증권의 매매 또는 그 중개, 주선 또는 대리하는 전자정보처리시스템'이라고 명시하고 있으며,¹³⁷⁾
- 금융상품거래법상 금융상품거래업은 제1종금융상품거래업, 제2종금융상품거래업, 투자운용업, 투자조언·대리업으로 구분하는데, 동법 제2조 제8항에서 열거하고 있는 금융상품거래업 중에서 ① 유가증권의 매매·매매의 중개 등, ② 장외파생상품거래 등, ③ 인수업, ④ PTS업무, ⑤ 유가증권

면).

136) 한국금융연구원, 전개논문, 21면.

137) 金融商品取引法 第2条 第8項 第10号.

등 관리업무 중 어느 하나의 업을 하는 것을 제1종금융상품거래업이라 함¹³⁸⁾

- 한편, 제1종금융상품거래업은 증권회사의 전통적인 업무이며, 동업을 영위하기 위하여는 일정한 조직·자본금을 갖춘 주식회사이어야 하고, 자기자본규제비율이 120% 이상이어야 하며, 업무를 적절히 수행할 수 있도록 충분한 인적조직을 갖추어야 함. 따라서 PTS업무는 증권회사가 영위할 수 있는 것임¹³⁹⁾

□ (매매가격 결정방법) 2000년 5월 증권거래법이 개정되기 이전 PTS의 매매가격 결정방법은 ① 거래소 매매가격 이용방법, ② 증권업협회가 공표하는 가격 이용방법, ③ 고객간 교섭에 의한 가격결정 방법으로 명시하여, 정규거래소의 경쟁매매의 방법을 허용하지 않고 있었는데,

- 금융상품거래법에서는 다음 <표 14>와 같이 매매가격 결정방법을 개정하여 경쟁매매 방식의 매매가격 결정방법 등을 도입하는 등 PTS의 활성화를 도모하고 있음

138) 金融商品取引法 第28条 第1項((구로누마 에츠로우/권종호, 「일본 금융상품거래법 입문」, 피앤씨미디어, 2015, 31면).

139) 구로누마 에츠로우/권종호, 전게서, 32면.

<표 14> 일본 PTS의 매매가격 결정방법¹⁴⁰⁾

결정방법	내 용
경매(옥션)방법	가격형성이 가능한 연속경쟁매매 방법
거래소 시가 매매방법	금융상품거래소가 운영하는 거래소시장의 해당 유가증권 매 매가격을 이용하는 방법
협회 공표가격 매매방법	장외거래(OTC) 유가증권의 경우 해당 증권이 등록된 금융상 품거래업협회의 공표가격을 이용하는 방법
교섭가격 매매방법	고객간 교섭에 의하여 합의된 가격으로 매매하는 방법

- 다만, PTS가 경쟁매매의 방법으로 거래를 하는 경우에는 거래금액이 제한되는데, 첫째, 매월 말일부터 기산하여 과거 6개월간 PTS의 경쟁매매 방법으로 거래된 ‘상장유가증권 등’의 일 영업일당 평균 거래금액(파생상품거래는 제외)이 같은 기간동안 모든 금융상품거래소시장 및 장외매매 유가증권시장에서의 일 영업일당 평균 거래금액의 1%를 초과해서는 안된다.¹⁴¹⁾ 둘째, 매월 말일부터 기산하여 과거 6개월간 PTS의 경쟁매매 방법으로 거래된 ‘상장유가증권 등’의 종목별 일 영업일당 평균 거래금액(파생상품거래는 제외)이 같은 기간동안 해당 종목의 모든 금융상품거래소시장 및 장외매매 유가증권시장에서의 일 영업일당 평균 거래금액의 10%를 초과해서는 안됨¹⁴²⁾
- 한편, PTS가 경쟁매매 방법으로 법에서 정한 기준 이상으로 거래를 할 경우에는 내각총리대신으로부터 금융상품거래소의 인가를 받아야 하는데, 이는 PTS가 경쟁매매 방법으로 일정 비율 이상 거래하였을 경우에는 정규거래소로 전환하여야 함

140) 이현철, 전개논문, 119면, <표 14> 재인용.

141) 金融商品取引法 施行令 第1条の10 第1号.

142) 金融商品取引法 施行令 第1条の10 第2号.

을 의미함

- (신용거래) 금융청은 2010년 3월 '금융상품거래업자 등에 대한 종합적 감독지침의 일부개정(안)에 대한 공공 코멘트에 대하여'라는 보도자료를 통하여 '이해상충의 문제 및 거래소와 동등한 자율규제 기능(참여 증권회사에 대한 감사·처분 등)관련 문제점' 등으로 인하여 PTS의 신용거래를 허용하지 않는 것을 발표한 바 있으나,
- 2016년 12월 금융청 소관 금융심의회 의 '시장워킹그룹 보고서'에서는 2010년 PTS의 신용거래 허용과 관련하여 문제 제기 된 이해상충 방지¹⁴³⁾ 및 자율규제 기능 부여¹⁴⁴⁾ 등의 문제가 해결될 수 있는 적절한 시스템이 구축된다면 PTS에 대한 신용거래를 인정할 수 있다는 입장을 표명함¹⁴⁵⁾
 - 2018년 6월 일본증권업협회 'PTS 신용거래 검토회'의 최종보고서에서는 ① PTS 운영회사에서는 신용거래를 취급하기 위한 규약 등의 제정 및 일부 개정을 통한 신용거래 실시에 따른 관리체제 구축, ② 「금융상품거래업자 등을 위한 종합적인 감독지침」(PTS에 의한 신용거래금지) 및 금융상품거래법 관련 부령(신용거래의 정의)의 일부 개정을 당국에 요청, ③ 일본증권금융회사의 「대차 거래 대출 규정」의 일부 개정(대차 거래의 정의), ④ 일본증권업협회의 자율규제규칙

143) PTS를 제공하는 업체 자신 또는 그 계열회사 등이 실질적인 자금·주권의 제공자가 되지 않는 등 적절한 이해상충 방지 조치가 강구되어야 한다(日本証券業協會, 「PTS 信用取引検討会 報告書の概要について」, 2018.6. 2頁).

144) 거래소에서 시행되고 있는 ① 신용거래 잔고의 집계·보고, ② 신용거래와 관련한 규제조치(매일 신용거래 공표 종목의 지정·잔고 공개, 위탁보증금을 인상, 신용거래의 제한·정지 등) 등의 자율규제 기능을 말한다(日本証券業協會, 전계보고서, 2頁).

145) 金融審議會, 「市場ワーキング・グループ 報告 -国民の安定的な資産形成に向けた取組みと市場·取引所を巡る制度整備について-」, 2016. 12. 22, 17頁.

의 일부 개정¹⁴⁶⁾, ⑤ 투자자에 대한 교부 서면(신용거래계좌 설정약정서 등)의 일부 개정 등의 대응이 필요하다고 제안함¹⁴⁷⁾

- 한편, PTS의 신용거래 업무 수행을 위한 규정 및 지침 등의 개정으로 인하여 SBI증권이 2019년 8월 26일부터 SBI Japannext 증권이 운영하는 'Japannext PTS'에서 신용거래를 시작하였으며,¹⁴⁸⁾ 라쿠파증권도 2020년 1월부터 PTS의 신용거래를 실시하였음¹⁴⁹⁾

□ (공개매수) 금융상품거래법에서는 거래소시장 이외에서 주권 등을 매수할 때에 매수후 지분율이 5%를 초과하는 경우에는 공개매수의 방법을 준수하여야 하는데,¹⁵⁰⁾

- 2012년 6월 금융상품거래법 시행령 개정안¹⁵¹⁾의 발표에 의하면, 법상 요건이 충족되고 금융청장관이 지정하는 PTS에 대하여는 5% 공개매수의무를 면제함

□ (최선집행의무) 일본의 경우 증권회사의 최선집행의무는 2004년 증권거래법 개정으로 도입되어, 2005년 4월부터 각 금융상품거래업자가 자율적으로 마련하여 시행하도록

146) PTS에 의한 신용거래 금지규정 재검토 및 PTS 신용거래 체계의 주요 부분 등을 규정화하는 것을 말한다.

147) 日本証券業協会, 「PTS 信用取引検討会 報告書の概要について」, 2018.6, 7頁.

148) SBI Holdings, PR 情報, “PTS 信用取引開始のお知らせ”, 2019. 8. 23. : <https://www.sbigroup.co.jp/news/pr/2019/0823_11642.html> (2022. 4. 1. 확인).

149) 楽天証券, PTS (私設取引システム) 信用取引への対応を予定一制度信用・一般信用でもPTSへの接続実施., 2019. 8. 23. : <https://www.nikkei.com/article/DGXLRSP517358_T20C19A8000000/> (2022. 4. 1. 확인).

150) 金融商品取引法 第27条の2 第1項 第1号; 공개매수제도와 관련하여 PTS에서 주권 등을 5% 초과하여 매수할 시에는 공개매수 절차를 준수하여야 하는데, 이는 기관투자자들의 PTS 이용의 주요 기피원인으로서 일본 PTS의 주요 부진 원인으로 지적되어 왔음.

151) 金融商品取引法 施行令 第6条の2 第2項 第2号.

하였으며,

- **(정의)** 금융청 산하 금융심의회는 ‘거래소 본연의 자세에 관한 워킹그룹’ 보고서에서 최선집행의무는 ‘공개되어 있는 호가·거래정보에 따라 가격, 비용, 속도, 집행가능성 등의 조건을 감안하여 고객에게 최상의 조건으로 집행할 의무’라고 규정하고 있음¹⁵²⁾
- **(주요내용)** 금융상품거래법상 최선집행의무와 관련한 내용으로, 우선 ① 금융상품거래업자 등은 유가증권 등의 거래(파생상품 거래 포함)에 관한 고객의 주문에 대하여 법령으로 정한 바에 따라 최상의 거래조건으로 집행하기 위한 방침 및 방법(‘最良執行方針等’이라 한다)을 정하여야 한다.¹⁵³⁾ ② 금융상품거래업자 등은 내각부령으로 정하는 바에 따라 最良執行方針等を 공표하여야 한다.¹⁵⁴⁾ ③ 금융상품거래업자 등은 最良執行方針等에 따라 유가증권 등의 거래에 관한 주문을 집행하여야 한다.¹⁵⁵⁾ ④ 금융상품거래업자 등은 상장 유가증권 등의 매매 등과 관련하여 사전에 고객에게 내각부령이 정하는 바에 따라 最良執行方針 等の 기재된 서면을 교부하여야 한다.¹⁵⁶⁾ ⑤ 금융상품거래업자 등은 고객의 주문 집행 후에 내각부령에서 정하는 바에 따라 설명한 서면을 교부하여야 함.¹⁵⁷⁾
- **(문제점)** 금융상품거래업자들, 즉 증권사들은 最良執行方針

152) 金融審議會, 「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」報告, 2003. 12. 9, 6頁.

153) 金融商品取引法 第40条の2 第1項.

154) 金融商品取引法 第40条の2 第2項.

155) 金融商品取引法 第40条の2 第3項.

156) 金融商品取引法 第40条の2 第4項.

157) 金融商品取引法 第40条の2 第5項.

에서 PTS를 배제시키고 있는데, 이는 2005년 일본증권업협회(JSDA)가 최선집행원칙의 정책모형을 제시하였는데, 동 모형의 가장 중요요소는 ‘가장 유리한 가격’과 ‘가장 빠른 시간’이었으며, 증권사들은 고객이 특정시장을 지정하지 않으면 최선집행의무가 적용되어 고객주문을 회송할 시장을 선택하여야 하고, 이후 주문회송시장 및 시장의 선택방법 등에 대하여 증권사들은 금융청에 보고하고 준수사항에 대한 철저한 조사를 받게 됨¹⁵⁸⁾

- 이에 다수의 증권사들은 유동성 및 주문실행 가능성, 주문체결 속도 등을 고려하여 최선주문집행을 정규거래소에서만 실행하게 되었으며, 이는 PTS 성장 부진의 주요 원인으로 작용함¹⁵⁹⁾

③ 시장현황

□ 1998년 PTS를 도입한 일본의 주식거래 현황을 살펴보면, 우선 정규거래소 시장 비중은 2005년 96.7%에서 2018년 87%로 다소 축소되었고 PTS는 2018년 5.5%이었는데,

- 이 중 PTS를 통한 장외시장 주식거래 비중은 2008년 5% 미만에서 2012년 공개매수 예외 적용 이후 2018년말 42% 정도까지 확대되었으며,¹⁶⁰⁾

- 2020년 JSDA에 의하면, 거래소 유형별 거래량 비중은 정규거래

158) 한지연, “대체거래소 성장을 위한 일본의 제도적 움직임”, 자본시장연구원, 자본시장 Weekly 2012-44호, 2012. 11, 1면

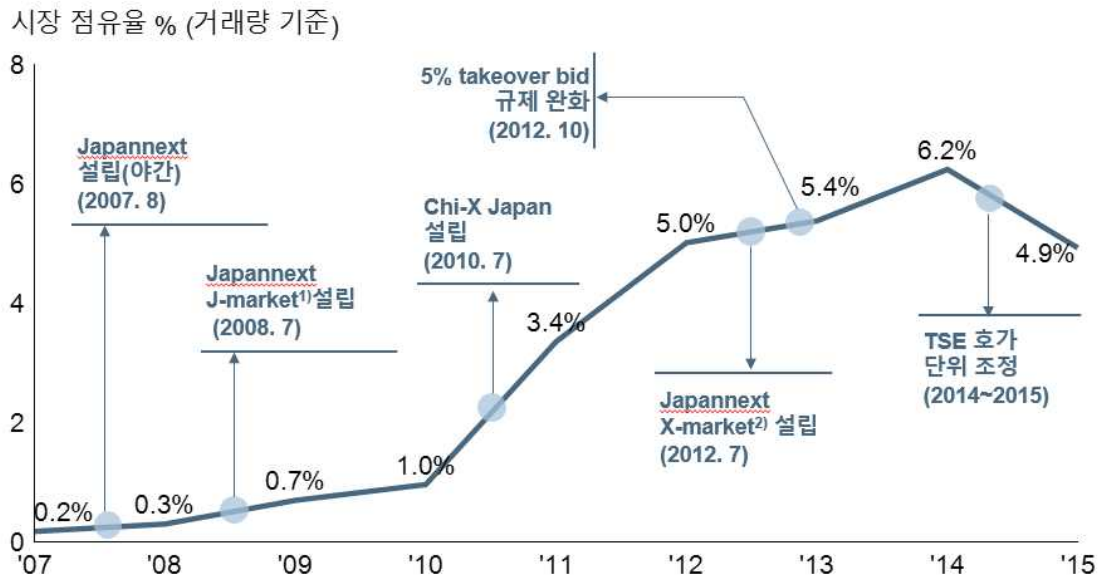
159) 한지연, 전개논문(「대체거래소 성장을…」), 2면; 강소현, “거래시장 효율성 증진을 위한 최선집행원칙 개선방안”, 자본시장연구원, 자본시장 Weekly 2015-28호, 2015. 7, 3면.

160) 자본시장연구원 동향분석실, 전개논문, 5면.

소 87%, PTS 8%, OTC 5%이며<그림 2 참조>, 2012년 공개매수 예외 적용 이후 PTS 거래량 비중이 증가하였으나, 여전히 정규거래소 중심의 주식거래시장의 특징을 보이고 있음¹⁶¹⁾

- 일본의 PTS는 1998년 제도 도입 이후 8개사가 설립되었지만 카부닷컴, 마넥스 등은 폐업하였고, SBI Japannext¹⁶²⁾와 Chi-X Japan¹⁶³⁾ 2개만 영업하고 있는데, 이는 ‘최선주문집행’관련 규제의 구체성 결여 및 PTS에 대한 차별적 규제 등으로 PTS가 성장하기에는 상당히 어려운 상황임¹⁶⁴⁾

<그림 5> 일본 PTS 시장 점유율 및 주요 이슈 현황



※ 1) Tick size가 기존 TSE 대비 1/10인 거래소
2) Tick size가 TSE와 동일한 거래소

161) 일본은 정규거래소인 동경 증권거래소가 PTS와의 경쟁으로 신속한 인프라 투자가 가능해지면서 오히려 정규거래소의 경쟁력이 높아졌다는 의견이 있다(Reuters Staff, "Japan's kabu.com pulls plug on trading platform", SEPTEMBER 12, 2011, p. 1).

162) SBI Japannext는 온라인 증권사인 SBI, Rakuten, Orix, Click가 출자하고 SBI Japannext증권이 운영하는 사설거래시스템으로 2007년 8월부터 업무를 개시하였다. 초기에는 야간거래시설로 출범하였으나 2008년 10월부터 주간거래도 시작하였다(이현철, 전개논문, 112면).

163) Chi-X Japan은 노무라증권이 주요 주주로 있는 Chi-x글로벌에서 출범하였고 글로벌 ATS인 Chi-X사가 2010년 일본에 설립을 하였다(이현철, 전개논문, 112면).

164) 남길남, 전개논문, 4면.

V. 국내 ATS제도 관련 문제점 및 개선 방안

- ◆ ATS는 자본시장의 인프라를 개혁하고 유통시장의 경쟁과 효율성을 도모하여 정규거래소 시장의 매매체결 기능을 수행하면서 낮은 수수료 및 거래체결시간 단축, 다양한 서비스 제공 등의 순기능이 있으나, 그 반면에 ATS의 시장점유율이 높을수록 시장분할은 가속화되어 시장의 투명성 및 가격발견기능이 저하되고 시장감독의 비효율성이 발생할 수 있는 역기능도 있음
- ◆ 이에 2013년 자본시장법 개정으로 ATS가 도입된 이후 현재까지 ATS가 출현되지 않고 있는 국내 자본시장의 현실에 즈음하여 자본시장법상 ATS관련 제도현황을 살펴보고 입법례를 참조하면서 해당 제도의 문제점과 그 개선방안에 대한 논의를 통하여 향후 ATS 출범에 대비하여 효율적인 제도개선을 모색해 보고자 함

1 진입규제

① 최저자기자본 요건 완화

- (현황) 자본시장법은 무분별한 ATS 설립을 방지하기 위하여, 금융위원회로부터 인가를 받아야 하며, 최저 자기자본금 200억원(투자중개업) 또는 300억원(투자매매업)을 충족하여야 함(법시행령 [별표 1])
- (문제점) 2013년 자본시장법 개정 이후 현재까지 ATS 설립이 全無한 상황에서 주요국의 사례와 비교하여 높은 최저 자기자본금 규제는 ATS의 진입장벽으로 작동될 수 있는 바,
 - 예를 들어 미국·유럽의 경우 ATS 업무를 수행하기 위하여

브로커-딜러의 업무를 정의하고 있으나 별도의 자본금 요건은 없으며, 일본 PTS의 자본금은 3억 엔임

- (개선방안) ATS 설립 시 최저자기자본 요건과 관련하여 자본시장법 시행령에서 명시하고 있는 전문투자자 대상 지분증권을 취급하는 최저자기자본의 경우 투자매매업은 50억 원, 투자중개업은 5억원으로 설정되어 있는 바,
 - 이에 ATS의 설립자금 규모 및 시장에 미칠 위험도 등을 고려하여 하향 조정되는 것이 바람직함

② 주식소유제한 완화

- (현황) 법상 ATS의 주주는 원칙적으로 발행주식 총수의 15%를 초과하여 소유할 수 없으며, 다만, 금융위원회의 승인을 받아 외국 ATS와의 제휴 및 국내금융기관, 금융투자업관계기관(금융투자협회, 예탁결제원) 등이 소유하는 경우는 예외로 명시함
- (문제점) ATS는 업의 특성상 신속한 의사결정 및 탄력적인 조직 구성이 필요하나, 법상 주식소유 한도 제한으로 인하여 단독으로는 설립이 불가능함
 - 한편, 미국의 경우 ATS는 브로커·딜러의 업무로 정의하고 있어 주식소유제한 규제가 없음
- (개선방안) ATS의 특성 및 입법례를 참조하여 주식소유제한 규제는 완화 또는 폐지가 바람직 할 것이며, 다만, 시장지배

자 사업자에 의한 부작용 견제방안은 고려할 필요가 있음

2 거래상품 허용 범위 완화 등

- (현황) 자본시장법에서는 거래소와 ATS가 취급하는 거래상품에 대하여 엄격히 구분하고 있으며, 이에 ATS에서 허용된 거래상품은 상장주권과 주권관련 증권예탁증권으로 한정하고 있음
- (문제점) ATS의 거래상품 허용 범위와 관련하여 '상장주식'으로만 한정하는 입법례는 없고, 거래상품의 범위에 '비상장주식, 채권, 실물상품, 외환, 파생상품' 등을 포함하는 ATS도 존재하고 있는 바,¹⁶⁵⁾
 - 이에 미국은 거래소와 ATS의 거래상품을 구분하지 않고 '주식 옵션을 포함한 증권', 유럽은 '파생상품을 포함한 금융상품', 일본은 '유가증권'으로 명시하고 있어 다양한 금융상품을 거래할 수 있는데,
 - 자본시장법은 '상장주권과 주권관련 증권예탁증권'으로 한정하고 있어 이는 다양한 ATS 시장 출현의 주요 장애 요인으로 작동될 여지가 있음
- (개선방안) 법에서는 금융투자업자가 취급할 수 있는 금융투자상품별로 최저·유지 자기자본 제도를 규정하고 있어 다수

165) 김준석, “다자간매매체결회사 규제의 개선 방향”, 자본시장연구원, 자본시장 Weekly 제2015-08호, 2015. 2, 2면.

의 ATS 설립 시에도 상호 다른 거래상품을 취급할 수 있으므로,

- 다양한 시장의 수요에 부합하고 ATS의 경쟁력 및 수익성을 제고시키기 위하여, ETF거래로 성장한 미국 BATS의 사례 등도 참조하면서 ATS의 거래상품 허용범위를 'ETF 및 채권 등' 다양한 금융투자상품으로 확대 논의가 필요함¹⁶⁶⁾
- 또한 안정적인 ATS 시장의 운영을 위하여 ATS의 정규거래소 전환 시, 기존 거래상품에 대한 지속적인 거래 권리를 법상 명확히 명시할 필요가 있음

3 자율적 시장제도

① 개요

- 자본시장법은 거래시간, 호가단위, 수수료 체계, 주문제도 등 시장제도에 대한 구체적인 내용을 명시하고 있지 않으나, ATS 활성화 및 서비스 다양화, 자율성 보장을 모색하기 위하여 시장제도에 대하여 살펴보고자 함

② 거래시간

- 주요국의 ATS 거래시간은 정규거래소 시간과 비슷하지만, 일

166) 금융위원회는 ATS의 매매대상상품을 채권, 파생결합증권, 상장 펀드 수익증권 등으로 확대하는 방안과 ATS가 비상장주식에 대한 매매체결 서비스를 제공할 수 있도록 관련 제도 정비를 발표한 바가 있다(금융위원회 보도자료, 2015. 7. 1, 8면; 정순섭, “자본시장 인프라 선진화 방안 -매매체결제도 관련 법제도 개선사항-”, 자본시장 인프라를 위한 공청회 발표자료, 2011. 7. 4, 13면).

본 SBI Japannext는 야간시장(16:30~23:59)을 운영하고 있는데,

- 정규거래소와 ATS 간 차별화 모색 및 투자자 수요 극대화, 글로벌 주식시장의 거래시간 등을 고려하여 ATS 거래시간의 유연하고 탄력적인 확대 운영방안에 대한 검토가 필요함

③ 호가단위

- 복수거래소 설립 시에는 정규거래소와 ATS의 과도한 경쟁으로 인하여 호가가격단위(tick size)를 축소할 개연성이 높으며,
 - 이에 호가가격단위가 축소되면 경쟁이 제고되어 스프레드가 축소되고 거래비용이 하락할 가능성이 있는데, 호가가격단위가 지나치게 축소되면 과도한 고빈도거래 유발 및 가격형성의 부작용 발생 소지가 있으므로,
 - 예를 들어, 일본의 경우 정규거래소와 PTS 간의 무분별한 호가단위 경쟁으로 market maker의 수익성이 감소되어 유동성 확보가 실패한 사례 등을 참조하여 과도한 호가단위 축소 및 거래소와의 지나친 호가단위 경쟁을 지양할 필요가 있음

④ 거래량 규제 완화

- (현황) 자본시장법상 ATS에서 경쟁매매의 방법으로 과거 6개월간 평균 거래량이 증권시장 전체 평균거래량의 15% 이

내 및 특정 개별종목 평균거래량이 30% 이내이어야 하며, 이를 초과하는 경우에는 무허가 시장개설행위¹⁶⁷⁾가 됨

- (문제점) ATS의 거래량 규제 시 정규거래소의 불가피한 사유(거래소 전산장애 및 ATS의 야간거래 등)로 인한 경우에도 거래량 한도에 포함하는 것은 ATS 시장운영에 불안정성을 초래할 수 있으며,
 - 한편, ATS의 경쟁매매 시 거래량 규제(시장전체 15%, 특정종목 30%)에 해당하는 경우 ATS의 정규거래소 전환 기준 및 절차 등에 대한 명확한 규정이 미비함
- (개선방안) ATS의 거래량 총량 규제 시 거래소의 거래 불가능한 사유(거래소 전산장애 등) 및 거래소 운영시간 이외의 ATS 거래시간(야간거래 등)에 대하여는 거래량 한도에서 제외시킬 필요가 있으며,
 - 증권시장에 대한 거래량 규제(15%)는 입법례에 비교하더라도 과도하므로, 이에 대한 상향조정이 필요하고 거래량 한도 초과 시 ATS의 거래소 전환에 대한 명확한 근거 규정 신설이 필요함

⑤ 주문제도의 다양화

- (현황) 국내 거래시장의 주문제도는 지정가주문 등 7가지의 주문유형과 주문체결조건 IOC(Immediate Or Cancel), FOK(Fill or

167) 시장개설행위란 금융투자상품시장을 개설하거나 운영하는 것으로서 ATS의 업무도 시장개설행위에 해당된다.

KiII) 2가지 제도를 운영하고 있는데, 이는 주요국의 거래시장 주문 제도 운영 사례에 비교하여 단순한 주문제도 체제임<표 7 참조>

- (문제점) 다양한 주문제도는 시장참여자의 적극적 시장참여를 통하여 유동성 확대 및 가격발견기능(price discovery) 제고 등 선순환 역할을 수행할 수 있음에도 불구하고,
 - 투자자의 투자행위가 시장상황에 따라 프로그램으로 수행하는 과정에서 단순 실수에도 막대한 손실이 발생하거나¹⁶⁸⁾ 2010년 미국의 'Flash Crash'사건¹⁶⁹⁾ 등의 사례와 같이 주문제도의 위험성 등이 존재함

- (개선방안) 선진 자본시장의 ATS 운영현황을 참조하여 투자자들의 다양한 주문 수요에 부합할 수 있도록 향후 국내 ATS가 설립되어 운영되는 추이를 살펴보면서,
 - ATS와 정규거래소와의 경쟁을 촉진시키고 거래시장의 투명성·안정성·역동성을 제고시키기 위하여 다양한 주문제도의 도입을 모색하여야 함[II. 3. 참조]

4

합리적 최선집행의무 제시

- (현황) 자본시장법은 투자매매업자 또는 투자중개업자에게

168) 2013년 12월 12일 한맥투자증권은 'Fat Finger'라는 주문실수로 코스피200 12월물 콜옵션 및 풋 옵션에서 담당자의 '이자율 입력오류'로 약 5분만에 462억 원의 손실이 발생하였고 결국 2015년 2월 한맥투자증권은 파산했다.

169) Flash Crash는 주가나 채권금리 등 금융상품의 가격이 일시적으로 급락하는 현상을 말하며, 이는 2010년 5월 6일 미국에서 10,703.21이던 다우지수가 9,869.62까지 떨어졌다가 몇 분 사이에 543.08포인트가 급등한 사건에서 유래하고 있다. 당시 개인투자자가 자동 트레이닝 프로그램을 통하여 허수주문을 제출하고 시세를 조작한 것으로 밝혀졌다.

투자자의 청약 또는 주문이 최선의 거래조건으로 집행될 수 있도록 최선집행의무(Best Execution)를 부여하고 있으며, 증권회사는 최선의 거래조건으로 매매를 체결시키기 위하여 최선집행기준을 마련하여야 함

- (최선집행의무 적용대상) ATS의 최선집행의무와 관련하여 적용 상품은 매매체결대상상품인 '상장주권 및 증권에탁증권'으로 한정하고 있고, 최선집행의무를 부담하는 자는 '투자매매업자 또는 투자중개업자'로 한정하고 있는데,
 - 우선, 최선집행의무 적용상품의 입법례는 국내 제도보다 범위가 상당히 넓으며, 예를 들어, 미국은 NMS 주식으로서 NMS 내에서 거래 및 호가정보가 수집되고 처리·이용되는 증권 중 옵션을 제외한 것을 말하며, 유럽은 주식 뿐만 아니라 금융상품시장지침의 모든 금융상품에 적용하고 있음
 - 한편, 최선집행의무 부담자와 관련하여 주요국은 투자매매업자 또는 투자중개업자를 의무부담자로 인정하고 있으며, 이에 더하여 미국은 주요한 시장운영자 또는 시장조성자를, 유럽은 거래소 및 MTF, SI를 의무부담자로 규율하고 있음
 - 이에 국내도 입법례를 참조하여 최선집행의무 적용상품과 의무부담자의 범위를 확대하여 시장간 경쟁 촉진 및 적극적인 투자자 보호를 모색함이 바람직함¹⁷⁰⁾

- (최선집행기준) 자본시장법은 최선집행의무의 기준을 마련

170) 송민규/연태훈, 전개논문, 33면.

하고 공표할 것을 명시하고 있으며, 기준 마련 시 '금융투자상품의 가격, 투자자가 부담하는 수수료 및 그 밖의 비용, 주문규모, 매매체결 가능성' 등을 고려하여 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 방법 및 그 이유 등이 포함되어야 하는데,

- 미국은 미국내 전체 거래소와 ATS를 연계한 최선주문집행 시스템인 CQS 및 CTS, ITS를 구축하여 최선집행의 기준을 '가격'으로 설정하고,
- 단일기준인 '가격'을 보완하고자 FINRA는 '합리적인 노력(reasonable diligence)'을 수행한 요소로 ① 가격·변동성·유동성 등과 같은 시장의 특성, ② 거래의 규모와 유형, ③ 주문집행을 위해 검토한 시장의 수, ④ 호가의 접근성, ⑤ 주문의 조건 등을 고려하고 있음(FINRA RULES 5310 (a)(1))
- 한편, 유럽은 최선집행기준을 가격 이외에 거래비용, 체결속도, 결제가능성, 거래량, 성질, 기타 주문의 집행에 관련된 다양한 요인을 고려하여 투자자에게 최선의 결과가 될 것을 요구하는 복합·유연한 기준을 제시하고 있는데,¹⁷¹⁾
- 국내는 유럽 제도를 준용하고 있는 바, 이에 복합기준인 경우에는 자의적인 해석 가능성 및 시장참가자의 혼란, 준수 여부에 대한 비교 검증 난해, 감독당국의 부담, 적극적인 투자자 보호가 어렵다는 단점이 있으므로,

171) 이영철, 전계논문, 65-67면.

- 향후 국내 ATS가 설립된 이후에 미국 등의 사례를 참고하여 최선집행의무 준수관련 방법과 절차를 구체적으로 제시하는 최선집행기준관련 가이드라인이 필요함¹⁷²⁾

5 시장감시 업무관련 이해상충 방지

- (현황) 자본시장법상 거래소는 ATS의 매매거래와 관련한 주문 및 호가의 상황, 거래상품 관련 풍문 등에 대한 시장감시 업무 및 거래참가자에 대한 감리업무를 수행하도록 규정하고 있으며,
 - 이는 매매체결전문회사인 ATS에 대한 시장감시 관련 비용 절감 및 효율적인 통합 감시시스템 운영을 위한 제도임
- (문제점) 유통시장의 경쟁관계인 거래소와 ATS의 관계를 감안하여 본다면, ATS의 매매거래관련 시장감시 업무를 거래소가 수행하는 것은 경쟁당사자 간의 이해상충문제가 발생할 소지가 있으며,¹⁷³⁾
 - 법상 ATS의 설립취지가 자본시장의 인프라를 개혁하고 유통시장의 경쟁과 효율성을 도모하고자 함인데, 거래소가 ATS의 감독 및 감리를 하는 것은 ATS 설립 취지의 퇴색 가능성도 있으므로,

172) 금융위원회는 거래소-ATS 경쟁 시 복수시장에서 동일한 상품이 거래될 시 고객에게 가장 유리한 주문을 체결시켜 주어야 하는 최선집행의무와 관련하여 세부내용을 구체화할 것을 발표한 바가 있다(금융위원회 보도자료, 2015. 7. 1, 18면).

173) 연태훈, “대체거래시스템 도입과 정책 과제”, 금융 포커스 20권 40호, 2011. 10, 11면; 김준석, 전 계논문(“다자간매매체결회사 규제의...”), 3면.

- 향후 ATS 설립 후 정규거래소와 경쟁이 심화된다면, 시장감시 기능이 정규거래소에 귀속되어 있는 것은 정보비대칭으로 인한 공정한 경쟁을 훼손시킬 우려 및 시장감시 기능의 권한 남용으로 불합리한 규제의 가능성이 있음¹⁷⁴⁾
- (개선방안) ATS의 시장감시 업무 담당 주체와 관련하여 유통시장의 공정한 경쟁 제고 및 ATS 설립 취지, 이해상충방지, 입법례¹⁷⁵⁾ 등을 참고하여,
 - 향후 ATS가 설립되어 ATS의 운영과정 등을 살펴보면서 궁극적으로는 공정성·중립성을 확보할 수 있는 독립적인 시장감시기구 설립 또는 자율규제기관이 담당하는 방안 등에 대한 논의가 필요함¹⁷⁶⁾

6 독립적 청산업무 제고

- (현황) ATS의 청산기관은 자본시장법상 ‘증권시장 및 파생상품시장에서의 매매거래에 따른 청산기관’으로 유일하게 지정하고 있는 거래소에서 청산업무를 수행하여야 함
- (문제점) 거래소와 ATS는 유통시장에서의 경쟁관계에 위치하고 있는데, ATS의 청산업무를 거래소가 수행하는 것과 관련하여 청산수수료의 공정성 및 업무의 비협조 등

174) 서울시립대학교 The ATtractiveS 팀, 전계논문, 79면; 국회입법조사처, 전계서, 40-41면.

175) 미국의 ATS 시장감시는 자율규제기관인 FINRA가 수행하고, NYSE는 자회사 NYSE-Regulation이 담당하고 있으며, 영국은 ATS가 직접 담당하면서 감독당국에 통지하고 일본의 PTS는 직접 담당하면서 의심거래에 대하여는 증권거래감시위원회(SESC, Securities & Exchange Surveillance Commission)에 통지하고 있음.

176) 정순섭, 전계 발표자료, 14면; 국회입법조사, 전계서, 40면.

불공정한 상황이 발생할 우려가 있음

- (개선방안) 미국의 경우 예탁결제지주회사인 DTCC(Depository Trust Clearing Corporation)가 ATS 거래의 청산 및 결제업무를 수행하고 있고, 유럽은 ATS의 청산은 신규기관 또는 기존 청산기관 중 선택하도록 제도를 운영하고 있는 바,
 - 이에 국내도 입법례 등을 참조하여 단기적으로는 청산수수료에 대한 원가기준 규제 도입을 검토하고, 장기적으로는 독립된 별도의 청산기관에서 수행하는 방안 등의 논의가 필요함¹⁷⁷⁾

7 비공개주문시장(Dark Pool) 허용

- (현황) 다크풀은 주문량과 호가정보를 공개하지 않는 비공개주문시장을 말하며, 증권회사가 투자자로부터 위탁받은 주식매매 주문을 다른 거래소 또는 ATS로 전송하지 않고 자기계정 주문 또는 고객 주문간에 매매를 체결시키는 폐쇄된 시스템으로서,
 - 다크풀 운영자인 투자은행들은 직접적인 시장조성 기능 및 호가 제시는 하지 않고 전산 거래시설만 제공함
- (문제점) 다크풀은 시장충격(market impact)을 최소화하여 대량매매 주문에 유리하며, 거래비용 절감, 유리한 가격의 매매주문 처리, 고빈도거래자의 약탈적 행위로부터 보호

177) 정순섭, 전계 발표자료, 15면: 국회입법조사처, 전계서, 40면.

등의 순기능이 있으나,¹⁷⁸⁾

- 호가정보의 비공개는 시장분할을 초래하고, 거래의사 표시가 일부 투자자에게만 공개되어 투자자간 정보비대칭 발생 등 이해상충 문제 및 시장왜곡 등의 부작용도 있음¹⁷⁹⁾

□ (개선방안) 국내도 ATS가 설립되어 운영될 시 다크풀에 대한 수요는 증가할 것으로 판단되며, 이에 다크풀의 순기능과 역기능에 대한 균형적인 규제 정립을 통하여 고도의 ATS 성장을 도모하고자,

- 다크풀 허용과 관련하여 거래정보의 투명성 및 매매체결 등 관련 규제방식에 대한 논의가 필요하며, 정보공개 범주 및 기준 등을 명확히 설정하여 다크풀의 확장으로 인한 시장왜곡 현상 등을 방지할 필요가 있음

- 한편, 2011년 5월 IOSCO(International Organization of Securities Commissions)는 각 국의 규제기관에게 비공개 주문거래시장 규제 원칙인 「비공개거래 시장에 관한 원칙」(Principles for Dark Liquidity) 6가지를 제시한 바가 있으며,

- 상기 6가지 원칙으로 ① 매매체결 전 주문 정보 공개(Pre-trade

178) 고동원, “해외증권시장의 다크풀(Dark Pool) 규제 현황과 시사점”, 「증권법연구」 제22권 제1호, 2021. 4, 113-115면.

179) 2014년 6월 뉴욕주정부는 세계 2위 규모의 다크풀인 바클레이즈사의 LX를 사기혐의로 제소한 바가 있는데, 이후 다크풀에 대한 규제강화 요구에 대응하기 위하여 SEC는 2015년 11월 다크풀의 거래투명성을 제고시키기 위한 관리감독 시행 및 투자자 보호 강화 방안을 내용으로 하는 대체거래소규정(Regulation ATS) 개정안을 제안하고 2018년 10월에 시행하였다. 동 규정 개정안의 주요 내용으로는 상장증권 대체거래소 등록양식 신설 및 등록양식의 일부 등록내용 공개 등이 있다. 또한 모든 상장증권 대체거래소는 거래참여자의 거래관련 정보의 기밀을 보호하는 절차 및 안전보호 규정 등을 문서로 구비하도록 하였다(양진영, “미국 다크풀(Dark Pool)의 급속 성장과 시사점”, 자본시장 Weekly, 2014-41호, 2014. 10; 이기환, 전계논문, 49면).

Transparency), ② 매매 체결 후 거래 정보 공개(Post-trade Transparency), ③ 공개 주문의 우선 취급(Priority of Transparent Orders), ④ 규제당국에 대한 보고 체계 또는 정보 접근 수단 보유(Reporting to Regulators), ⑤ 시장참가자에 대한 충분한 정보 제공(Information Available to Market Participants about Dark Pools and Dark Orders), ⑥ 비공개거래소 및 비공개 주문시장의 성장에 대한 감시(Regulation of the Development of Dark Pools and Dark Orders)를 제안함¹⁸⁰⁾

8 균형적인 시장간 제도 마련

1 개요

- 2013년 자본시장법 개정으로 도입된 ATS가 출현되지 않고 있고, 향후 ATS가 설립되더라도 지난 수십 년간 독과점으로 운영되어 온 정규거래소와의 공정한 경쟁 촉진 및 원활한 ATS의 안착 등을 위하여 공정하고 균형적인 제도설계가 중요하므로,
 - 이에 현행 제도상 공개매수 제도 및 시장조성 거래관련 증권거래세 면제 등 관련제도에 대한 논의를 하고자 함

2 공개매수 예외 적용

- (현황) 자본시장법에서는 주식등을 6개월간 정규거래소 이

180) 고동원, 전개논문(“해외증권시장의...”), 117-119면; 송민규/연태훈, 전개논문, 40-41면; 이인형/강소현/양진영, 전개서, 78면.

외에서 10인 이상으로부터 5% 이상 주식 등을 매수한 경우에는 공개매수를 하여야 하는데(법 제133조③),

- 공개매수 적용 대상이 '증권시장 밖'으로 명시되어 있어, **ATS에서의 주식 매수는 공개매수 의무 대상임**

□ (문제점) 공개매수 의무 적용 대상이 '증권시장 밖'으로 명시되어 있어, 정규거래소에서 매수한 주식수와 ATS에서 매수한 주식수가 5% 이상이 되는 경우에는 공개매수의무 규정에 적용되므로,

- 이와 같은 규정은 기관투자자 또는 외국인투자자 등의 **ATS 이용 기피 요인**이 될 수 있으며,¹⁸¹⁾ 이에 따라 **ATS의 유동성 확보 등에 부정적 요인**으로 작용할 가능성이 있음

□ (개선방안) 공개매수 의무대상에 ATS가 적용되는 것과 관련하여 정규거래소와의 공정한 경쟁을 유도하고 원활한 ATS의 안착을 위하여,

- 일본의 사례를 참조하여 **법상 공개매수의 예외로 거래소와 더불어 ATS도 인정할 필요가 있으며**, 다만, 투자자 보호 등을 위하여 공개매수 예외 적용의 제도 개선과 더불어 **5% Rule(법 제147조)관련 규정 개선 추진도 필요함**

181) 일본의 PTS가 5% 초과 보유 시 공개매수 의무적용에 대하여 PTS를 예외로 인정하지 않아 ATS 도입 초기 원활한 제도 정착이 되지 않았던 바가 있으며, 이에 2012년 10월 PTS에 대한 공개매수 예외 적용을 시행하였음(남길남, 전개논문, 4면, 주석 16 재인용; 김준석, 전개논문("다자간매매체 결회사 규제의..."), 3면).

③ 시장조성 거래관련 증권거래세 면제

- (현황) 조세특례제한법 제117조①3호에서는 '증권시장에서의 시장조성 거래'에 대하여 증권거래세 면제를 명시하고 있음
- (문제점) 조세특례제한법상 '시장조성 거래관련 증권거래세 면제'에 대하여 ATS는 명시조항이 없는데,
 - 이는 자본시장법상 유통시장인 거래소와 ATS의 차별적 조항으로서 ATS의 시장조성 거래 제한 가능성이 있음
- (개선방안) 거래소와 ATS는 법상 유통시장으로 위치하고 있으며, 균형적인 시장간 제도 마련 및 ATS의 활성화를 위하여 조세특례법상 ATS의 시장조성 거래에 대하여도 증권거래세 면제를 부여하는 것이 바람직함

VI. 결론

- ATS 제도의 기원을 살펴보면, 미국 및 유럽은 기존의 주식 시장에 존재하고 있는 거래형태 등을 투자자 보호 및 거래의 투명성을 확보하고자 제도화하는 과정이었다면, 국내는 ATS 시장을 도입하고자 제도를 구현하는 과정이었는데,
 - 국내 ATS관련 제도는 입법례에 비하여 높은 규제 장벽이 존재하고 있는 바, 이에 향후 ATS의 출범 및 성장을 견인하고자 관련 제도의 개선방안을 제시하고자 함
- 우선, 진입규제로서 최저자기자본 요건 및 주식소유제한 등 설립요건을 완화하여 다양한 ATS 출범을 도모하고, 거래허용 상품 확대 및 거래량 규제 완화, 자율적인 시장제도 운영을 통하여 서비스의 다양화를 모색하면서,
 - 한편으로는 경쟁적 관계에 위치하고 있는 정규거래소와 ATS 간의 시장간 형평성 제고를 위하여 공개매수 제도 및 증권거래세 면제, 시장감시업무의 이해상충방지 방안 및 독립적 청산업무 등에 대한 제도 개선을 제안함
- 이에 실효적인 ATS관련 제도 개선 등을 통하여 유통시장의 경쟁과 효율성을 고도화시키고 향후 ATS의 출범 및 지속적인 성장을 지원하여 장기적으로는 국내 유통시장이 글로벌 자본시장에서의 경쟁 우위를 확보하기를 기대함

참 고 문 헌

1. 국내문헌

<단행본>

- 국회입법조사처, 「대체거래소(ATS) 설립의 쟁점과 개선방향」, 2014년도 국정감사 시정 및 처리결과 평가보고서 2015-8, 2015. 9.
- 구로누마 에츠로우/권종호, 「일본 금융상품거래법 입문」, 피앤씨미디어, 2015.
- 김정수, 「자본시장법 전문가과정」, 금융법전략연구소, 2021.
- 백인석 외 5인, 「해외 거래소간 경쟁체제에 대한 Case Study」, 자본시장연구원 용역보고서, 2016. 2.
- 이인형/강소현/양진영, 「주식시장 분할에 따른 시장구조 변화와 감독 및 규제체계 시사점」, 자본시장연구원 조사보고서 14-02, 2014. 4.

<논문 및 연구보고서>

- 강소현, “ATS시대의 도래와 거래비용 절감효과”, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2012-11호, 2012. 3.
- _____, “ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안”, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2013-18호, 2013. 5.
- _____, “거래시장 효율성 증진을 위한 최선집행원칙 개선방안”, 자본시장연구원, 자본시장 Weekly 2015-28호, 2015. 7.
- 고동원, “유럽연합(EU) 「제2차 금융상품시장지침」(MiFID II)의 규제 영향과 시사점”, 「증권법연구」 제20권 제1호, 2019. 4.
- _____, “해외증권시장의 다크풀(Dark Pool) 규제 현황과 시사점”, 「증권법연구」 제22권 제1호, 2021. 4.
- 고재중, “고빈도 거래의 투자자 보호를 위한 규제 방안”, 「외법논집」 제42권 제1호, 2018. 2.

- _____, “미국에 있어서 최선집행의무의 규제 동향”, 「증권법연구」 제19권 제3호, 2018. 12.
- 김명민, “일본의 금융상품거래법 소개”, 한국법제연구원, 2007.
- 김병덕, “대체거래시스템의 세계적 조류 및 국내시장에의 시사점”, 「주간 금융브리프」 제18권 제16호, 한국금융연구원, 2009. 4.
- 김준석, 유럽의 대체거래시스템 사례 분석 : BATS Chi-X Europe“, 자본시장연구원, 유럽 금융시장 포커스 2013년 여름호, 2013. 10.
- _____, “다자간매매체결회사 규제의 개선 방향”, 자본시장연구원, 자본시장 Weekly 제2015-08호, 2015. 2.
- 남길남, “ATS 도입 의의와 제도적 보완 필요성”, 자본시장연구원 자본시장포커스 2019-08호, 2019. 3. 26.
- 맹주희, “미국과 유럽의 ATS 현황과 규제 논의”, 자본시장연구원 자본시장포커스 2022-08호, 2022. 4. 5.
- 서울시립대학교 The ATtractiveS 팀, “ATS, Inter-market consolidation, and the role of orders”, 『KRX Market』 2014년 7월호, 2014. 7.
- 송민규/연태훈, “ATS 도입에 따른 관련 제도 정비방향, 2011. 12.
- 신소희, “MiFID II의 주요내용과 대응방안”, 한국거래소 KRX Market 133호, 2018. 7.
- 양진영, “미국 다크풀(Dark Pool)의 급속 성장과 시사점”, 자본시장 Weekly, 2014-41호, 2014. 10.
- 엄경식/장병훈, “미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점”, 한국증권연구원, 2007. 3.
- 연태훈, “대체거래시스템 도입과 정책 과제”, 금융 포커스 20권 40호, 2011. 10.
- 윤지아, “미국 내 주요 ATS 현황”, 자본시장 Weekly 2015-42호, 2015. 11.
- 이기환, “다자간매매체결회사 설립에 관한 연구 : 미국 대체거래소 (ATS)제도와 비교하여”, 2020. 3.
- 이영철, “개정 자본시장법상 금융투자업자의 최선집행의무에 관한 고찰”, 「증권법연구」 제15권 제2호, 2014. 8.
- 이윤재, “대체거래시스템(ATS) 국내 도입 논의와 시사점”, KB금융지주 경영연구소, 2016. 6. 1.

- 이인형, “대체거래시스템 전세계 동향과 시사점”, 자본시장연구원, “자본시장 인프라 선진화 방안” 공청회 발표자료, 2011. 7. 4.
- 이현철, “대체거래소제도 개선방안에 관한 연구”, 건국대학교 대학원 박사논문, 2020. 2.
- 임병화, “대체거래소의 도입, 선택이 아닌 필수”, 한국경제연구원, 2011. 10. 14.
- 자본시장연구원 동향분석실, “글로벌 ATS 시장 현황”, 자본시장포커스 2019-09호, 2019. 4.
- 장근영, “자본시장법상 다자간매매체결회사의 도입 및 관련 제도의 변화, 「증권법연구」 제14권 제2호, 2013. 8.
- 정순섭, “자본시장 인프라 선진화 방안 - 매매체결제도 관련 법제도 개선사항-”, 자본시장 인프라를 위한 공청회 발표자료, 2011. 7. 4.
- 한국금융연구원, “일본 증권회사들, 사설거래소 잇따라 설립”, 「주간금융브리프」 제15권 제29호, 2006.
- 한지연, “ATS 성장 정체 속 유럽 정규거래소의 도약”, 자본시장연구원 자본시장 Weekly 2013-31호, 2013. 8. 6.
- _____, “대체거래소 성장을 위한 일본의 제도적 움직임”, 자본시장연구원, 자본시장 Weekly 2012-44호, 2012. 11.

<기타 자료>

- 금융위원회 보도자료, “「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」 개정 추진”, 2013. 6. 13.
- 금융위원회 보도자료, “거래소시장 경쟁력 강화 방안 추진”, 2015. 7. 1.
- 자본시장연구원 보도자료, “자본시장 인프라 선진화 방안” 공청회 개최, 2011. 7. 5.

2. 외국문헌

- ESMA, EU securities markets, ESMA Annual Statistical Report 2020, 18 November 2020.

- Reuters Staff, “Japan’s kabu.com pulls plug on trading platform”,
SEPTEMBER 12, 2011.
- Robert J, Jackson Jr, “Unfair exchange: The State of America’s stock
markets”, U.S. Securities and Exchange Commission, Sept. 19,
2018.
- SEC, 「NYSE Rulemaking: Order Approving Proposed Rule Change to Rescind
Exchange Rule 390」, 2000. 5. 5. : <[https://www.sec.gov/rules/sro/
ny99480.htm](https://www.sec.gov/rules/sro/ny99480.htm)> (2022. 2. 17. 확인).
- 金融審議會, 「市場ワーキング・グループ 報告 -國民の安定的な資産形
成に向けた取組みと市場・取引所を巡る制度整備について-」, 2016.
12. 22.
- 大崎 貞和, “わが國の新しいPTS (私設取引システム) 規制”, 「資本市場
クォ-タリ-」, 2001年 冬, 野村資本市場研究所, 2001.
- 楽天証券, PTS (私設取引システム) 信用取引への対応を予定一制度信
用・一般信用でもPTSへの接續實施, 2019. 8. 23. : <[https://www.
nikkei.com/article/DGXLRS517358_T20C19A8000000/](https://www.nikkei.com/article/DGXLRS517358_T20C19A8000000/)> (2022. 4.
1. 확인).
- 金融審議會, 「取引所のあり方に関するワーキング・グループ」 報告,
2003. 12. 9.

3. 인터넷 사이트

- 금융위원회, <http://www.fsc.go.kr>
- 세계법제정보센터, <http://world.moleg.go.kr>
- 자본시장연구원, <https://www.kcmi.re.kr>
- 한국금융연구원, <https://www.kif.re.kr>
- 한국거래소, <http://www.krx.co.kr>
- 한국거래소 증권·파생상품연구센터, <http://krxrnd.krx.co.kr>
- BZX, <https://bzx.network>
- Code of Federal Regulations, <https://www.ecfr.gov>

Cboe CXE, <https://www.cboe.com>
Chi-X Japan, <https://www.chi-x.co.jp>
CBOE, <https://www.cboe.com>
EUR-Lex, <https://eur-lex.europa.eu>
FINRA, <https://www.finra.org>
Fidessa Fragmentation INDEX, <https://fragmentation.fidessa.com>
LSE, <https://www.londonstockexchange.com>
NYSE, <https://www.nyse.com>
NASDAQ, <https://www.nasdaq.com>
NYSE Arca, <https://www.nyse.com/markets/nyse-arca>
SBI Japannext, <https://www.japannext.co.jp>
Trading Technologies, <https://www.tradingtechnologies.com>
Tokyo, <https://www.jpx.co.jp>
TABB GROIP, <https://www.tabbgroup.com>
The European Securities and Markets Authority,
<https://www.esma.europa.eu>
증권거래감시위원회, <https://www.fsa.go.jp>