



# ATS 해외 사례와 시사점

2024. 4

한국금융연구원

김남종 연구위원

---

☐☐☐ 목차

- 개요
- 해외 ATS 현황
- 주요국 ATS 규제체계
- 결론 및 시사점

# 01

## 개요

- (개념) 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS): 정규거래소 이외의 다양한 형태의 증권거래시장을 통칭, 상장기능을 보유하지 않으나 전자거래시스템을 통해 매수자와 매도자를 집중시켜 매매를 체결시키는 거래시설
    - 미국: ATS, 유럽: MTF(Multilateral Trading Facility), 일본: PTS(Proprietary Trading System), 한국: 다자간매매체결회사 등
    - SEC의 ATS 정의: “증권의 매수자와 매도자를 연결하기 위한 시설을 제공하거나 정규거래소가 공통적으로 수행하는 증권 관련 기능을 수행하는 시스템”
- ATS means any organization, association, person, group of persons, or system:

  - (1) That constitutes, maintains, or provides a marketplace or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange ...
  - (2) That does not: (i) Set rules governing the conduct of subscribers other than the conduct of such subscribers' trading on such organization, association, group of persons, or system; or (ii) Discipline subscribers other than by exclusion from trading
- (자본시장법) 다자간매매체결회사는 정보통신망·전자정보처리장치를 통해 KRX 상장주권 및 DR의 매매·중개·주선·대리업무를 하는 투자매매·중개업자(법 §8의2 ⑤)
  - 미국, 유럽, 일본, 캐나다, 호주 등 해외 주요국들은 정규거래소와 ATS가 경쟁하는 복수거래시장 제도를 운영 중

# 02

## 해외 ATS 현황 2-1. 미국

### ● 미국은 현재 24개의 정규거래소와 30개 이상의 NMS Stock ATS가 경쟁하는 복수거래시장 시스템을 운영 중

- 전미상장주식(NMS)을 거래하는(Form ATS-N) ATS는 31개
  - ✓ UBS ATS, SIGMA X2, JPM-X 등이며, BOATS는 야간시장을 운영하는 리트폴
  - ✓ Form ATS를 통해 등록 후 운영 중인 ATS는 약 75개로 파악(4.10일 기준)
- ATS의 NMS 주식거래 비중은 전체의 약 10~15% 수준으로 추산
  - ✓ 2022년 기준 ATS의 일평균 NMS 주식 거래비중은 거래건수와 금액 모두 약 11%
  - ✓ 전체 ATS들 중 가장 거래비중이 높은 ATS의 점유율이 약 20%(UBS ATS)이므로, 전체시장 대비 3% 이내로 추산
- 채권의 경우 ATS의 거래비중은 상대적으로 낮은 것으로 파악
  - ✓ 2022년 기준 회사채 및 특수채 장외거래 중 ATS의 거래금액 비중은 약 6%(FINRA)

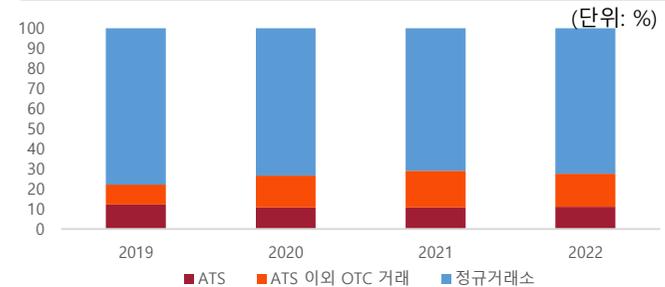
거래시설별 NMS 주식 거래금액 비중 추이



주: 연도별 일평균 거래금액의 비중임. 2022년 중 전체시설 일평균 거래금액은 약 6,130억달러

자료: FINRA

거래시설별 NMS 주식 거래건수 비중 추이



주: 연도별 일평균 거래량의 비중임. 2022년 중 전체시설 일평균 거래량은 약 7,098만건

자료: FINRA

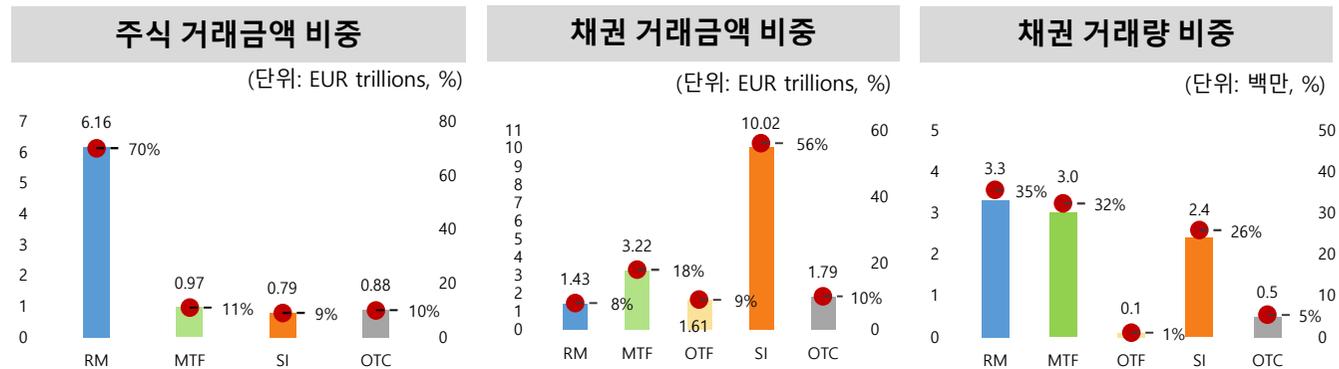
# 02

## 해외 ATS 현황 2-2. 유럽

### ● 유럽 또한 다수의 정규거래소와 대체거래시설이 경쟁하는 구도가 확립

- 2020년 기준 정규거래소(RM) 127개와 다자간 대체거래시설 중 142개의 MTF, 27개의 OTF가 경쟁(ESMA)
  - ✓ OTF(Organised Trading Facility)는 비지분형 금융상품에 한정하여 매매체결기능을 제공하는 거래시설
- 유럽의 대체거래소는 주식의 전체 거래시설 대비 거래비중이 상대적으로 낮고 채권의 거래비중이 높은 편
  - ✓ 채권 중 국채의 거래비중이 가장 높고, 회사채, 커버드 본드 순

<유럽 거래시설별, 금융상품 유형별 거래 비중 >



주: 주식, ETF 등 주식연관상품에 대한 2020년 연간 시설별 거래금액과 비중임.  
자료: ESMA

주: 채권은 국채, 회사채, 커버드 본드 등을 포함함. 2020년 연간 시설별 거래금액과 비중임.  
자료: ESMA

주: 채권은 국채, 회사채, 커버드 본드 등을 포함함. 2020년 연간 시설별 거래건수와 비중임.  
자료: ESMA

# 02

## 해외 ATS 현황

### 2-3. 일본

#### ● 일본의 경우 3개의 대체거래소가 운영 중이며, 미국·유럽에 비해 정규거래소의 거래비중이 높은 편

- 정규거래소와 Japannext, Cboe Japan, Osaka Digital Exchange(ODX)가 복수거래시장을 구성
  - ✓ 초창기 설립되었던 PTS들이 상당수 폐업하였고, 현재 3개의 PTS가 운영 중
  - ✓ 2021년 Cboe의 Chi-X Japan 인수로 CBOE Japan이 설립되었고, ODX는 최근 증권형 토큰에 대한 매매거래서비스(START)를 개시
- 정규거래소가 상장주식 거래에서 차지하는 비중이 여전히 높지만, 근래 PTS의 거래비중도 상승하는 추세
  - ✓ 2010년대초 공개매수 제도 개정, 2019년 PTS 신용거래 개시, 최근 최선집행 제도 개선 등이 주요 시기별 PTS 성장의 동력으로 작용한 것으로 평가

#### PTS의 상장주식 거래금액 비중 추이



자료: JSDA

# 03

## 주요국 ATS 규제체계 3-1. 미국

### ● 미국의 ATS 규제체계(1/4) – 주요 규제의 연혁 및 배경

- 1975년부터 National Market System 구축 작업을 시작
  - ✓ 시장호가의 집중과 분배, 주문회송을 위한 CQS, CTS, ITS 구축을 추진
- 1998년 Regulation ATS 제안, 1999년 도입, 2000년 NYSE의 Rule 390 폐지
  - ✓ '90년대 IT기술 혁신으로 매매자동화시스템을 이용한 사설거래시스템이 증가하면서 이들의 NASDAQ 상장증권 거래 비중이 상당폭 증가
  - ✓ ATS를 규제대상에 포함시키고 정규거래소와의 제도적 구분을 정립
  - ✓ 거래소집중의무가 폐지되고, ECN은 점진적으로 정규거래소 전환
- 2005년 Regulation NMS 제정
  - ✓ 1.주문보호규정(Order Protection Rule), 2.접근성규정(Access Rule), 3.Sub-Penny Rule, 4.Market Data Rules
  - ✓ Regulation NMS와 CQS, CTS, ITS 시스템에 기초한 전산적 시장통합 및 주문회송 체계 완성
- 2018년 Regulation ATS 개정으로 NMS Stock ATS에 대한 관리 강화
  - ✓ NMS Stock 거래에 대한 다크풀의 점유율이 높아지면서 시장분할이 심화되고 정규거래소와의 경쟁 관련 형평성 이슈가 제기
  - ✓ NMS Stock ATS에 대해 Form ATS-N 제출을 의무화: ATS의 정보공개 범위 확대, 공시 의무 강화, SEC의 리뷰 후 무효화 가능

(→) IT기반 거래행태 변화와 시장분할에 대응하여 ATS를 규제체계 내로 수용하면서 경쟁촉진과 시장통합을 함께 도모

# 03

## 주요국 ATS 규제체계 3-1. 미국

### ● 미국의 ATS 규제체계(2/4) – ATS 제도상의 조직구조 및 운영의무 개관

- (진입, 조직구조) ATS는 인가가 아닌 등록 대상
  - ✓ Regulation ATS의 등록 요건 충족 필요: FINRA에 브로커-딜러로 등록, Form ATS 제출
  - ✓ ATS도 브로커-딜러이기 때문에 FINRA의 규정을 준수
  - ✓ 정규거래소 의무는 면제(Exchange Act, Rule 3a1-1)
  - ✓ ATS 지배구조에 대한 규제는 없으나 Form ATS-N 작성시 운영자인 브로커-딜러와의 이행상충 및 지분구조 공개
- (운영 관련) 매매체결대상 상품, 수수료, 운영시간, 매매체결방식에 대한 별도 제한 규정 없이 자체적으로 결정
  - ✓ 상품 유형과 거래비중 확대에 따라 Form ATS-N 제출, fair access 규정 준수 등의 의무는 가중
  - ✓ 매매체결 수수료를 자율적으로 정할 수 있으나, Form ATS-N상에 NMS Stock 거래체결서비스에 대한 수수료 산정 내역을 공개
- 기타 수검, 기록보존, 보고 의무 등
- NMS Stock 거래를 취급하는 ATS는 Regulation NMS상의 주문회송, 호가 접근성, 호가 단위와 관련한 의무를 준수

# 03

## 주요국 ATS 규제체계 3-1. 미국

### ● 미국의 ATS 규제체계(3/4) – 최선집행의무와 주문보호규정

- 미국은 최선집행의무의 명시적 법규정은 없으나, 판례와 FINRA의 규칙이 최선집행의 체계를 형성
  - ✓ Best Execution(BE): ... a broker-dealer to execute customers' trades at the most favorable terms reasonably available under the circumstances, and customers benefit from broker-dealers' robust considerations of execution opportunities that may provide customers with the most favorable terms.
- (BE) FINRA는 Rule 5310을 통해 회원인 브로커·딜러들에게 최선집행의무를 부과
  - ✓ 고객이 주어진 시장환경에서 최선의 조건을 얻을 수 있도록 합리적 수준의 노력(reasonable diligence)을 할 것을 규정: 시장의 특성(가격, 변동성, 유동성), 거래규모·유형, 검토한 시장의 수, 호가 접근성, 주문의 조건을 고려
  - ✓ 고객이 거래시설을 특정해서 주문을 내도록 하는 경우 브로커·딜러는 이를 우선시
  - ✓ 정기적인 점검 의무
- (OPR) 주문보호규정(Reg.NMS, Rule 611): 가격을 최우선, NBBO가 있는 거래시설로 주문을 회송
  - ✓ OPR은 거래시설단에 부과된 의무로, 브로커·딜러단에 부과된 BE를 지원하기 위한 개념으로 이해
- (BE vs OPR) 최선집행과 주문보호규정이 병존하는 형태는 미국의 고유한 환경에 기인
  - ✓ NMS 구축으로 인프라 측면에서 복수거래시설간 주문회송 지원이 용이
  - ✓ OPR 제정 무렵 최우선히호가 무시되고 그보다 열위의 가격으로 매매가 체결되는 사례가 빈번("1 out of 40 trades for both NYSE and Nasdaq stocks...")
  - ✓ 지정가주문을 가격발견의 중추로 보는 관점에서 지정가주문을 보호, 장려할 필요성과 리테일 고객에 대한 신뢰도 제고의 필요성이 제기
  - ✓ 최근 SEC는 Regulation Best Execution 초안을 마련하고 도입을 추진 중

# 03

## 주요국 ATS 규제체계 3-1. 미국

### ● 미국의 ATS 규제체계(4/4) – 다크풀

- 다크풀(dark pool)은 매매체결전에 호가 등 거래정보를 공개하지 않고 내부에서 주문을 매칭시키는 비공개주문시스템을 의미
- 다크풀은 거래전투명성이 낮기 때문에 시장분할 심화 및 가격발견기능 저하를 초래할 수 있고, 이해상충 등 불공정성 이슈가 발생 가능
  - ✓ 정규거래소 시세의 미드포인트, VWAP 등의 매매방식으로 가격발견에 대한 기여가 어려움.
  - ✓ 다크풀의 숫자와 점유율이 높아지게 되면 시장분할로 인한 투자자의 탐색비용이 증가
- 한편으로는 시장충격과 거래비용 감소 효과로 대량매매에 유리하다는 장점이 있으며, 이는 알고리즘 및 고빈도거래 확산을 배경으로 다크풀의 성장 요인으로 작용
- 미국의 경우 여타 해외사례와 달리 다크풀을 규율하면서도 비교적 규제체계에 폭넓게 수용하는 접근을 택한 것으로 평가 가능
  - ✓ 2011년 발표된 IOSCO의 비공개거래시장 규제원칙은 매매체결전후 거래투명성을 기본원칙으로 하고, 비공개주문을 거래전 투명성 원칙의 예외 규정으로 허용하면서 한도를 관리하는 접근으로, 유럽, 호주, 캐나다의 규제 방식과 유사한 것으로 파악
  - ✓ 미국은 다크풀의 증권시장 생태계에 기여하는 긍정적인 측면을 인정하고 보다 수용적인 입법 태도를 보이는 것으로 판단 → ATS들의 전략적 판단에 따라 다크풀이 성행

# 03

## 주요국 ATS 규제체계 3-2. 유럽

### ● 유럽의 ATS 규제체계(1/3) - 주요 규제의 연혁 및 배경

- 1993년 유럽금융서비스 통합 법안인 금융투자서비스지침(ISD) 제정
  - ✓ 거래소집중의무(concentration rule)를 인정
- 2004년 제1차 금융상품시장지침(MiFID I) 제정, 2007년 시행
  - ✓ 거래소집중의무 폐지
  - ✓ MTF 도입, 최선집행의무 도입
- 2014년 제2차 금융상품시장지침(MiFID II)과 금융상품시장규정(MiFIR) 제정, 2018년 시행
  - ✓ 2008년 글로벌 금융위기를 계기로 파생상품 등 리스크 요인에 대한 규제 허점 인식
  - ✓ 2009년 G20는 표준화된 장외파생상품이 정규거래소 및 전자적 거래플랫폼에서 거래되도록 할 것을 권고
  - ✓ 다크풀 및 고빈도매매거래의 확산
  - ✓ MiFID II와 MiFIR 체제로 이행하면서 거래투명성 규정들은 MiFIR로 이관
  - ✓ 새로운 거래시설 형태인 OTF를 도입
  - ✓ 거래투명성, 투자자보호, 거래시설간 공정경쟁 강화를 도모

# 03

## 주요국 ATS 규제체계 3-2. 유럽

### ● 유럽의 ATS 규제체계(2/3) – MiFID II · MiFIR 체제의 거래시설간 비교

- MTF 관련 규정 및 의무가 RM과 거의 대등한 수준으로 강화
  - ✓ MTF는 정의상의 유사성 외에도 시장감시, 거래투명성 등에서 정규거래소와 비슷한 수준으로 의무가 강화
  - ✓ 거래시설간 경쟁의 공정성(level playing field)에 중점
- 파생상품 등 비지분형 상품에 대한 규제 효율성을 위해 OTF 도입
  - ✓ OTF는 비지분형 상품에 한정하여 거래시스템을 제공,
  - ✓ RM, MTF, OTF는 다수의 third-party 매수·매도 의사를 매칭시키는(multilateral) 거래시설(trading venue)로 분류(SI는 bilateral system)

유럽의 거래시설(TV)과 조직적 내부주문집행업자(SI) 비교

구분	RM	MTF	OTF	SI
매매체결대상상품	지분형/비지분형	지분형/비지분형	비지분형	지분형/비지분형
적격거래시설 여부(MiFID II trading obligations)	주식, 파생상품	주식, 파생상품	파생상품	주식
주문처리방식 재량 여부	비재량적	비재량적	재량적	-
자기계정거래(Own account Trading)	금지	금지	고객동이하 Matched principal trading 일부허용	항상 (Matched principal trading은 제한)
거래전후 투명성(지분형)	적용	적용	해당 없음	적용(덜 엄격)
거래전후 투명성(비지분형)	적용	적용	적용	적용(덜 엄격)

자료: European Banking Institute(2020)

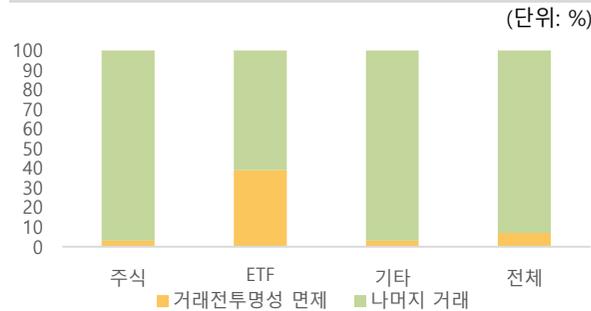
# 03

## 주요국 ATS 규제체계 3-2. 유럽

### ● 유럽의 ATS 규제체계(3/3) – 최선집행, 거래투명성 관련

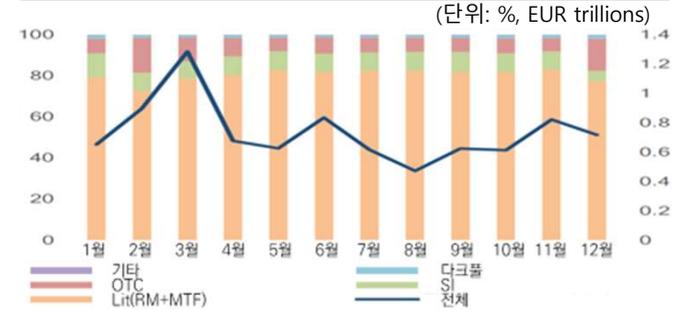
- (최선집행) 유럽의 최선집행의무는 미국에 비해 다면적 기준을 사용
  - ✓ MTF 도입으로 시장분할 우려가 커짐에 따라 MiFID I에서 최선집행의무를 도입(현재는 MiFID II Article 27)
  - ✓ 호가, 비용, 속도, 체결가능성 외에도 시장충격 등 암묵적 비용까지 종합적으로 고려
- (다크풀) MiFID II-MiFIR의 거래투명성 규제 강화로 유럽의 다크풀 거래가 대폭 감소
  - ✓ 지분형 증권인 경우 거래전투명성을 기본원칙으로 두고, 4가지 면제요건을 통해 다크풀 허용(1. 기준가격, 2. 상대매매, ...)
  - ✓ 총액한도규제(double volume cap mechanism)를 통해 면제요건 사용을 제약
  - ✓ 2020년 기준 유럽 지역 지분형 금융상품 거래의 다크풀 비중은 1.5% 미만

금융상품유형별 거래전투명성 면제거래



주: 2020년 기준 pre-trade waiver 거래 비중임.  
자료: ESMA(2021)

지분형 금융상품 거래시설별 거래 추이



주: 2020년 월별 자료임. 실선은 전체 거래금액을 나타냄(우축).  
자료: ESMA(2021)을 재구성



# 03

## 주요국 ATS 규제체계 3-3. 일본



### ● 일본의 PTS 규제체계와 최근 동향

- 1998년 거래소집중의무 폐지를 계기로 PTS 영업이 개시되었고, 2006년 금융상품거래법 제정으로 현재의 PTS 규제체계가 형성
  - ✓ 1998년 증권거래법 개정으로 거래소집중의무가 폐지되었고, 이후 2000년에 PTS 2개사가 첫 인가를 취득
  - ✓ 2006년 금상법 제정에 따라 PTS 업무는 1종금융상품거래업의 업종으로 포함되어 PTS 운영을 위해서는 1종금융상품거래업자 등록과 더불어 PTS 운영에 대한 인가가 필요
  
- 일본의 PTS는 정규거래소 중심의 규제 요소들의 영향으로 한동안 성장세가 부진하였으나, 점차 제도 개선이 이루어지면서 PTS의 시장점유율이 상승
  - ✓ 2000년부터 PTS에게 경쟁매매 방식이 허용된 후에도 한동안 PTS를 대등한 가격발견 주체로 인식하지 않는 시각이 존재
  - ✓ PTS의 시장점유율 한도: 경쟁매매의 경우 지난 6개월간 PTS의 '상장증권 등'에 대한 1영업일 평균거래량이 전체의 1%를 상회할 시 정규거래소 전환 의무가 적용
  - ✓ 2010년 중앙청산소의 PTS 거래 청산을 허용하면서 PTS의 점유율이 상승하였고,
  - ✓ PTS에게 적용되던 5% 공개매수제도 또한 PTS 거래 부진의 원인으로 지적되었으나, 2012년 제도개선을 통해 금융청 장관이 지정한 PTS에 대해 해당 의무가 면제
  
- (최선집행) 2022년 일본 금융청은 증권사들이 PTS를 사전적으로 배제하는 최선집행 방식을 개선하기 위해 관련 법개정을 발표
  - ✓ 주요내용: 증권사들로 하여금 리테일 투자자 주문의 최선집행에 있어 가격에 보다 비중을 둘 것과, 그 외 다른 요소들을 고려할 경우 그 이유를 최선집행원칙에 명시할 것, SOR(smart order routing) 사용시 관련 정보를 최선집행원칙에 기술할 것 등

# 04

## 결론 및 시사점

### ● 시장 분할의 진행 정도에 따라 해외 주요국들의 복수거래시스템에 대한 정책 우선순위가 상이함을 확인

- ATS 증가에 의한 거래시설간 경쟁촉진 · 투자자 후생증대 효과와 시장분할 심화에 의한 가격발견위축 · 유동성 저하 사이에는 트레이드오프가 존재
- 시장분할이 많이 진행된 미국과 유럽의 경우에는 부정적 영향을 축소시키는 방향으로 스탠스가 이동하는 반면, 일본은 최근까지 PTS 활성화에 초점
- 다크풀, 고빈도매매거래 등 기술발달에 따른 경로의존성 존재

### ● 우리나라의 경우 ATS 도입 초기임을 감안할 때 상대적으로 경쟁체제 확립에 따른 투자자 후생증대 가능성에 힘이 실리는 것으로 판단

- 물론 시장분할의 부정적 외부효과에 대해서도 충분한 고려가 필요하나, 현 단계에서 '동일기능 · 동일규제' 원칙의 일률적 적용보다는 사안별로 규제수준을 합리화하는 접근이 바람직

### ● 최선집행원칙의 합리적 설계와 의무준수 방안 마련이 가장 중요한 과제

- 최선집행은 거래시설간 경쟁의 장점을 극대화하고 시장분할의 부작용을 줄일 수 있는 복수거래시장 시스템의 근간
- 해외의 사례에서처럼 ATS에서의 가격 개선의 기회가 구조적으로 선택에서 배제되지 않도록 할 필요
- 다수의 중소형 증권사가 경쟁하는 국내 현실상 지나친 지시기반적 가이드라인 설정보다는 소량, 가격 위주의 리테일 주문과 비가격 요소들을 중시하는 전문투자자 주문을 구별하는 정도의 접근을 고려해볼 필요

**감사합니다.**

