

# 주요 증시의 매매거래 제도 동향 및 시사점

심정훈\*

- I. 머리말
- II. 시장운영
- III. 매매체결
- IV. 시장관리
- V. 시사점



## I. 머리말

거래소(exchange)<sup>1)</sup>는 조직화·구체화된 유통시장(secondary market)으로서 국내외의 다양한 시장참가자가 거래소 시장에서의 매매거래에 참여하고 있다. 거래소는 매매거래의 표준화 및 시장의 효율적인 운영 등 위해 매매거래와 관련한 사항을 정하고 있으며, 이러한 매매거래 제도는 투자자의 거래편의 및 거래비용 등에 직·간접적으로 영향을 미치는 시장미시구조(market microstructure)로 작용한다. 이에 따라, 각국의 증시는 투자자 간의 원활하고 신속한 매매거래와 가격발견(price discovery)의 효율성 등을 위해 유동성을 늘리고 불필요한 변동성은 완화할 수 있도록 시장을 설계하고 있다.

\* 한국거래소 유가증권시장본부 주식시장부 주식매매제도팀

\*\* 이 글은 한국거래소의 공식입장이 아닌 필자의 개인 의견을 밝힙니다.

1) 세계 최초의 거래소는 1602년 설립된 암스테르담 거래소이며, 우리나라의 경우 1956년 대한증권거래소를 설립함으로써 근대적 의미의 증권거래소가 출범하였다.

특히, 최근 전 세계적인 증시 침체에 따라 각국 증시에서는 유동성 회복(liquidity recovery)을 위해 다양한 대책을 마련하고 있으며, 일부 증시에서는 지나친 기술주도형시장(technology-driven market)으로 인한 부작용을 방지하기 위해 노력하는<sup>2)</sup> 등 다양한 방향으로 각국의 시장구조가 변화하고 있다.

한편, 우리 증시의 경우에도 자본시장법에서 공정한 가격형성과 거래의 안정성 및 효율성을 거래소의 설립목적으로 정하고 있으며,<sup>3)</sup> 최근 금융위원회 및 한국거래소에서는 침체된 우리 증시의 활성화 및 선진화를 위해 다양한 방안을 마련하여 제도개선 등을 추진 중에 있다.<sup>4)</sup> 이에 따라, 국내외 주요 증시<sup>5)</sup>의 매매거래와 관련된 제도를 비교·분석함으로써, 우리 증시의 경쟁력을 강화하고 제도의 국제 정합성을 제고하여 우리 증시가 글로벌 투자시장으로 도약할 수 있도록 시사점을 찾고자 한다.

## II. 시장운영

### 1. 매매거래시간

매매거래시간(trading hours)은 거래소가 주문(호가)을 접수하고 매매거래를 체결하는 시간을 말한다. 매매거래시간은 국내외 투자자가 매매거래에 참여할 수 있는 기회와 시장에서 발생한 정보가 가격에 반영될 수 있는 기회 등에 영향을 미치므로, 각 거래소는 각국의 거래환경에 따라 적절한 수준의 매매거래 시간을 정하고 있다.

우리 증시의 경우에는 전·후장을 분리하여 운영하고 있었으나 투자자에게 추가적인 거래 기회를 부여하기 위해 점심휴장을 폐지함으로써 매매거래시간을 1시간 확대(09:00~12:00 / 13:00~16:00 → 09:00~15:00, '00. 5)하였고, 현재 정규시장의 매매거래시간을 6시간으로 정하여 운영하고 있다.<sup>6)</sup>

북미 및 유럽 지역에서는 시장간 매매거래시간 중첩 등을 통한 정보 반영의 효율성 및 투자자의 거래편의를 제고하기 위해 매매거래시간을 지속적으로 확대하여 정규시장의 매매거래시간이 6시간 30분~8시간 30분 수준으로 우리 증시 보다 길게 운영하고 있다.

NYSE 및 Nasdaq은 런던 증시와 매매거래시간 중첩 확대를 위해 장개시시점을 30분 앞당겼고(10:00~16:00 → 09:30~16:00, '85. 9)<sup>7)</sup>, LSE는 유럽 증시의 통합 추진을 위해 장개시시점을 1시간 앞당겨 DB와 정규시장의 매매거래시간을 일치(09:00~16:30 → 08:00~16:30, '99.9) 시킨<sup>8)</sup> 바 있다.

아시아 지역에서도 시장 간 매매거래시간 중첩 및 투자자에게 추가적인 거래 기회를 부여하기 위해 매매거래시간을 확대하고 있다. 하지만 점심휴장이 여전히 존재하는 등 SGX(8시간)를 제외하면 정규시장의 매매거래시간이 5~6시간 수준으로 우리 증시와 유사하거나 짧게 운영하고 있다.

HKEx는 중국 증시와의 매매거래시간 중첩 확대 등을 위해 단계적으로 장개시시점을 앞당기고 점심휴장시간을 단축하는 등 정규시장의 매매거래시간을 총 1시간 30분 확대(10:00~12:30 / 14:30~16:00 → 09:30~12:00 / 13:00~16:00, '11.3 및 '12.3)하였고,<sup>9)</sup> SGX도 아시아 주요 증시와의 매매거래시간 중첩을 통한 경쟁력 제고를 위해 점심휴장을 폐지하여 정규시장의 매매거래시간을 1시간 30분 확대(09:00~12:30 / 14:00~17:00 → 09:00~17:00, '11.8)하였다.<sup>10)</sup>

한편, JPX도 투자자의 거래편의를 제고하기 위해 점심휴장시간을 30분 단축하는 등 정규시장의 매매거래시간을 확대(09:00~11:00 / 12:30~15:00 → 09:00~11:30 / 12:30~15:00, '11. 11)한<sup>11)</sup> 바 있으며, 최근 TF를 구성('14. 2)하여 야간시장(night-time trading) 도입 등 매매거래시간 추가 확대를 추진하였으나 업계 반대 등에 따라 계획을 잠정 보류한<sup>12)</sup> 상태이다.

다만, 전 세계적으로 매매거래시간을 확대하는 추세에도 불구하고 OSE(Oslo Stock Exchange)는 유동성 집적을 통해 시장의 질적수준(market quality)을 제고하기 위해 장종료 시점을 1시간 단축(09:00~17:30 → 09:00~17:30, '12.8)한<sup>13)</sup> 바 있다.

2) SEC, Enhancing Our Equity Market Structure, Global Exchange and Brokerage Conference Speech(2015. 6. 5)

3) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 '자본시장법') 제8조의2제2항.

4) 금융위원회, "주식시장 발전방안", 보도자료(2014. 11. 26), 한국거래소, "한국거래소 선진화 전략 발표", 보도자료(2014. 1. 8)

5) 북미의 미국(NYSE, Nasdaq), 캐나다(TSX), 유럽의 영국(LSE), 독일(DB), 프랑스(Euronext), 아시아의 일본(JPX), 홍콩(HKEx), 싱가포르(SGX), 호주(ASX) 각각의 메인시장(main board)을 대상으로 하고, 한국의 경우 코스피시장을 대상으로 한다.

6) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제4조제3항제1호

7) NYSE, New York Stock Exchange Trading Hours, NYSE Archives Historical Note(2005. 1. 26)

8) Andrew Ellul, Hyun Song Shin, Ian Tonks, Opening and Closing the Market : Evidence from the London Stock Exchange, p.6

9) HKEx, HKEx Decides to Extend Trading Hours to Strengthen Competitiveness, Press Release(2010. 11. 23)

10) SGX, SGX Introduces Continuous All-day Trading(CAT), Press Release(2011. 6. 30)

11) TSE, Partial Revision of Trading Hours, Press Release(2011. 9. 27)

12) TSE, Results of Discussion on Extension of Trading Hours, Press Release(2014. 11. 25)

13) 12개월(6개월간 2회)의 시범기간(trial period)을 거친 후 영구화('13. 9. 2)하였다. OSE, Oslo Bors to Reduce Opening Hours, Press Release(2012. 6. 29)

표 1 주요 증시의 매매거래시간 현황

지역	거래소명	매매거래시간	비고
북미	NYSE	09:30~16:00	6시간 30분
	Nasdaq	09:30~16:00	6시간 30분
	TSX	09:30~16:00	6시간 30분
유럽	LSE	08:00~16:30	8시간 30분
	DB	09:00~17:30	8시간 30분
	Euronext	09:00~17:30	8시간 30분
아시아	JPX	09:00~11:30 / 12:30~15:00	5시간
	HKEx	09:30~12:00 / 13:00~16:00	5시간 30분
	SGX	09:00~17:00	8시간
	ASX	10:00~16:00	6시간
	KRX	09:00~15:00	6시간

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지(현지시각 기준)

## 2. 매매수량단위

매매수량단위(trading unit 또는 lot size)는 투자자가 주문을 제출하고 매매거래가 체결될 수 있는 최저 수량단위를 말한다. 매매수량단위가 작을수록 투자자의 거래제약을 완화하여 거래편의를 제고하나, 소량의 거래로 인한 빈번한 가격변동을 야기할 우려 등이 존재한다. 이에 따라, 각 거래소는 투자자의 거래편의와 매매거래의 효율성 등을 감안하여 적절한 수준의 매매수량단위를 정하고 있다.

우리 증시는 투자자의 거래편의 제고를 위해 매매수량단위는 1주로 정하고 있다.<sup>14)</sup> '88년 이후 매매수량단위를 10주로 정하여 왔으나 고가주에 대한 투자자의 거래불편 등에 따라 당일 기준가격 10만원 이상 및 5만원 이상 종목에 대해 각각의 매매수량단위를 1주로 축소하였고,<sup>15)</sup> '14년에 전 종목의 매매수량단위를 1주로 축소하였다.

대표적인 주문주도형시장(order-driven market)인 유럽 지역의 거래소는 전자거래시스템 도입 당시 매매수량단위를 1주로 축소하여 적용하고 있으나, 북미 지역의 거래소는 매매수량단위를 100주 이상으로 정하고 있다.

아시아 지역의 거래소는 매매수량단위를 여전히 높게 설정하고 있으나, 최근 매매수량단위를 지속적으로 축소·단순화하기 위해 노력하는 추세이다. JPX는 복잡한 수량단위체계로 인한 주문착오 방지 등을 위해 8단계(1~2,000주)인 매매수량단위의 축소·통일을 추진하여,<sup>16)</sup> 최근 100주 및 1,000주 단위로 매매수량단위를 통일('14. 4)하였고 전 종목의 매매수량단위를 100주 단위로 축소·통일하기 위한 계획을 진행 중에 있다.<sup>17)</sup> SGX도 매매수량단위를 1,000주에서 100주로 축소('15. 1)하였고,<sup>18)</sup> 장기적으로는 매매수량단위를 1주 단위로 축소·통일할 계획이다.

한편, 매매수량단위를 높게 정하고 있는 대부분의 거래소는 매매수량단위 미만인 단주(odd-lot)의 매매거래를 위해 정규시장과는 별도의 단주매매시장 등을 운영하고 있으며, NYSE는 브로커가 단주주문을 취합하여 매매수량단위(round-lot)에 맞춰 주문을 제출할 수 있도록 허용('10. 12)하여 투자자가 정규시장에서 단주를 매매거래할 수 있도록 사실상 허용하고<sup>19)</sup> 있다.

16) TSE, Action Plan for Consolidating Trading Units, Press Release(2001. 1)

17) JPX, Completion of Trading Unit Consolidation Period and Start of Transition to 100 Share Trading Units, Press Release(2014. 3)

18) SGX, SGX Unveils Campaign to Help Investors Benefit from Smaller Board Lots, Press Release(2015. 1. 13)

19) NYSE Regulation, Implementation of Trading in Shares and Decommissioning of the Odd-lot System, Information Memo(2010. 7. 30)

14) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제21조 및 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제33조제1항제1호

15) '04. 12월 기준가격 10만원 이상인 종목의 매매수량단위를 1주로 축소하였고, '06. 6월 기준가격 5만원 이상인 종목의 매매수량단위를 1주로 축소하였다.

표 2 주요 증시의 매매수량단위 현황

지역	거래소명	매매수량단위	비고
북미	NYSE	100주	
	Nasdaq	100주	
	TSX	100~1,000주	가격대별 상이
유럽	LSE	1주	
	DB	1주	
	Euronext	1주	
아시아	JPX	8단계(1~2,000주)	상장법인 선택
	HKEx	32단계(30~100,000주) <sup>20)</sup>	상장법인 선택
	SGX	100주	
	ASX	1주	
	KRX	1주	

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

### 3. 호가가격단위

호가가격단위(tick size)는 가격이 표시될 수 있고, 가격이 한 번에 변동할 수 있는 최저 가격단위를 말한다. 호가가격단위는 호가스프레드<sup>21)</sup>의 최소값을 결정하는 요소로서 호가가격단위가 낮을수록 투자자의 거래비용<sup>22)</sup>을 줄일 수 있으나, 거래 가능한 가격이 세분화되어 균형가격 발견에 많은 시간이 소요되는 등 거래의 효율성을 저해할 우려가 있다. 이에 따라, 각 거래소는 투자자의 거래비용 및 거래의 효율성 등을 고려하여 호가가격단위를 정하고 있다.

우리 증시의 경우에는 가격대별로 7단계(1~1,000원)의 상이한 호가가격단위를 적용하고<sup>23)</sup> 있으며, 호가가격단위비율<sup>24)</sup>은 0.1~0.5% 수준이다. 우리 증시에서도 지속적으로 호가가격단위를 세분화하여 4단계였던 호가가격단위를 '98년에 6단계로 세분화하였고, '10년에는 1,000원 미만인 저가주의 호가가격단위를 5원에서 1원으로 축소하여 7단계의 호가가격단위를 적용하고 있다.<sup>25)</sup>

20) '15. 3. 13 기준([https://www.hkex.com.hk/eng/market/sec\\_tradinfo/stockcode/eisdeqy.htm](https://www.hkex.com.hk/eng/market/sec_tradinfo/stockcode/eisdeqy.htm))

21) 최우선매도호가 및 최우선매수호가간의 가격 차이를 의미한다.

22) 거래비용(transaction cost)은 거래수수료 및 세금 등 명시적 거래비용(explicit cost)과 호가스프레드, 시장충격비용 등 묵시적 거래비용(implicit cost)으로 구성된다.

23) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제20조 및 같은 규정 시행세칙 제32조제2항

24) 호가가격단위비율 = 호가가격단위 / 가격 × 100

25) 한편, 코스닥시장과 코넥스시장은 100,000원 이상인 고가주에 대해 100원의 호가가격단위를 적용하여, 5단계의 호가가격단위 체계로 운영하고 있다.

대부분의 해외 증시에서는 투자자의 거래비용 절감을 통한 시장의 유동성 제고 등을 위해 호가가격단위를 축소하고 있다. 미국은 과거 USD 1/8 단위의 호가가격단위를 적용하였으나, 높은 호가가격단위가 호가스프레드를 인위적으로 넓힘으로써 투자자의 거래비용을 증가시키고 시장의 경쟁력을 저해할 우려가 존재함에 따라 십진법화(decimalization)를 추진하여 호가가격단위를 USD 1/100 수준으로 축소하였다.<sup>26)</sup>

아시아 지역에서는 SGX가 거래비용 절감을 통한 시장의 유동성 및 가격발견기능을 제고하기 위해 호가가격단위를 약 1/5~1/2 수준으로 축소('11. 7)하였다.<sup>27)</sup> 그리고 JPX도 Arrowhead 가동 이후 호가가격단위를 지속적으로 축소하고 있으며, 최근에는 TOPIX100 구성종목을 대상으로 호가가격단위를 약 1/10~1/2 수준으로 축소('14. 7)하였다.<sup>28)</sup>

다만, 최근 북미 및 유럽 지역을 중심으로 지나치게 낮은 호가가격단위로 인한 부작용을 우려하여 호가가격단위를 상향·통일하고 있는 추세이다.

유럽 지역에서는 거래소와 MTF(multilateral trading facility)의 호가가격단위 축소 경쟁에 따라 호가가격단위를 EUR 0.01 수준으로 낮게 정하였다. 하지만 지나치게 낮은 호가가격단위는 시장심도를 저해할 우려가 존재하여 호가가격단위를 가격대별로 4·10·17단계로 유형화하였고, 거래소와 MTF 간 상이한 호가가격단위로 인한 시장 비효율을 방지하기 위해 MTF들이 거래하는 상품이 상장된 거래소의 호가가격단위를 동일하게 적용하도록<sup>29)</sup> 하였다.

또한, 미국 지역에서도 호가가격단위 축소가 중소형주의 IPO에 부정적인 영향을 주고 다크풀(dark-pool)로의 유동성 이탈을 야기한다는 주장이 지속됨에 따라, SEC(Securities and Exchange Commission)가 거래소 및 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)에게 중소형주의 호가가격단위를 상향하는 Pilot Program을 실시할 것을 명령('14. 6) 하였다.<sup>30)</sup> 이에 따라, 거래소 및 FINRA는 저유동성 중소형주에 대해 호가가격단위를 상향하여 종목간 유동성, 체결률 등을 비교·분석('14. 8. 25부터 1년간)하고<sup>31)</sup> 있다.

26) SEC, Report to Congress on Decimalization, (2012. 7) p.4~6

27) [http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/trading/securities/trading\\_settlement](http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/trading/securities/trading_settlement)

28) JPX, Introducing Sub-yen Tick Sizes for TOPIX100 Stocks, Market News(2014. 7. 22)

29) FESE(Federation of European Securities Exchanges)의 중재에 따라 거래소와 MTF 간의 자율적인 합의에 따라 호가가격단위를 통일('09. 6. 30)하였다. (<http://www.fese.eu/tick-size-regimes>)

30) SEC, Order Directing the Exchanges and the Financial Industry Regulatory Authority To Submit a Tick Size Pilot Program, Release No. 34-72460(2014. 7. 24)

31) 시가총액 USD 5백만 미만 & 일평균 거래량 1백만 주 미만 & 주가 USD 2 이상인 저유동성 중소형주에 호가가격단위를 상향 적용(3가지 방안)하여 현행 호가가격단위를 적용한 그룹(control group)과 유동성, 체결률, 시장조성자의 수익 및 투명성 등에 대한 분석을 진행하고 있다.

한편, 대부분의 거래소는 전 종목의 호가가격단위비율을 일정 수준으로 유지할 수 있도록 가격대별로 호가가격단위가 상이한 다층 단위체계를 유지하고 있으며, 일부 증시는 일반종목에 비해 유동성이 전반적으로 풍부한 주요지수 구성종목에 대해서 낮은 수준의 호가가격단위를 적용하고<sup>32)</sup> 있다.

표 3 주요 증시의 호가가격단위 현황

지역	거래소명	통화	주가	호가단위	호가가격단위비율	
북미	NYSE	USD	P < 1	0.0001	0.01 ~	
			1 ≤ P	0.01	~ 1	
	TSX	CAD	P < 0.5	0.005	1 ~	
			1,000 < P	0.125	~ 0.0125	
유럽	LSE <sup>33)</sup>	GBP	P < 1	0.0001	0.01 ~	
			P < 5	0.0005	0.01 ~ 0.05	
			P < 10	0.001	0.01 ~ 0.02	
			P < 50	0.005	0.01 ~ 0.05	
			P < 100	0.01	0.01 ~ 0.02	
			P < 500	0.05	0.01 ~ 0.05	
			P < 1,000	0.1	0.01 ~ 0.02	
			P < 5,000	0.5	0.01 ~ 0.05	
			P < 10,000	1	0.01 ~ 0.02	
			10,000 ≤ P	5	~ 0.05	
	DB	EUR	P < 10	0.001	0.01 ~	
			P < 50	0.005	0.01 ~ 0.05	
			P < 100	0.01	0.01 ~ 0.02	
			100 ≤ P	0.05	~ 0.05	
	Euronext	EUR	P < 10	0.001	0.01 ~	
			P < 50	0.005	0.01 ~ 0.05	
P < 100			0.01	0.01 ~ 0.02		
100 ≤ P	EUR	100 ≤ P	0.05	~ 0.05		
		JPX <sup>34)</sup>	JPY	P ≤ 1,000	0.1	0.01 ~
				P ≤ 5,000	0.5	0.01 ~ 0.05
P ≤ 10,000	1			0.01 ~ 0.02		

32) 유동성이 풍부한 종목의 경우 투자자의 거래비용 절감 등을 위해 낮은 호가가격단위를 적용하더라도 이로 인한 시장심도 저하 등의 부작용을 방지할 수 있다.

33) FTSE100 구성종목 기준

34) TOPIX100 구성종목 기준

지역	거래소명	통화	주가	호가단위	호가가격단위비율
아시아	JPX	JPY	P ≤ 50,000	5	0.01 ~ 0.05
			P ≤ 100,000	10	0.01 ~ 0.02
			P ≤ 500,000	50	0.01 ~ 0.05
			P ≤ 1,000,000	100	0.01 ~ 0.02
			P ≤ 5,000,000	500	0.01 ~ 0.05
			P ≤ 10,000,000	1000	0.01 ~ 0.02
			P ≤ 50,000,000	5000	0.01 ~ 0.05
	50,000,000 < P	10000	~ 0.02		
	HKEx	HKD	P < 0.25	0.001	0.4 ~
			P < 0.5	0.005	1 ~ 2
			P < 10	0.01	0.1 ~ 2
			P < 20	0.02	0.1 ~ 0.2
			P < 100	0.05	0.05 ~ 0.25
			P < 200	0.1	0.05 ~ 0.1
			P < 500	0.2	0.04 ~ 0.1
			P < 1,000	0.5	0.05 ~ 0.1
			P < 2,000	1	0.05 ~ 0.1
			P < 5,000	2	0.04 ~ 0.1
	5,000 ≤ P	5	~ 0.1		
	SGX	SGD	P < 0.2	0.001	0.5 ~
P < 2			0.005	0.25 ~ 2.5	
2 ≤ P			0.01	~ 0.5	
ASX	AUD	P < 0.1	0.001	1 ~	
		P < 2	0.005	0.25 ~ 5	
		2 ≤ P	0.01	~ 5	
KRX	KRW	P < 1,000	1	0.1 ~	
		P < 5,000	5	0.1 ~ 0.5	
		P < 10,000	10	0.1 ~ 0.2	
		P < 50,000	50	0.1 ~ 0.5	
		P < 100,000	100	0.1 ~ 0.2	
		P < 500,000	500	0.1 ~ 0.5	
500,000 ≤ P	1,000	~ 0.2			

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

## 4. 주문유형 및 조건

주문(order)은 투자자가 매매거래에 참여하기 위해 행하는 의사표시를 말한다.<sup>35)</sup> 일반적으로 매매계약은 매도자 및 매수자 간의 자유로운 의사에 의해 체결되나, 거래소가 개설한 시장에서는 시장운영 및 매매거래의 효율성 등을 위해 투자자가 제출할 수 있는 주문의 유형을 정형화하고 있다.

우리 증시에서는 지정가주문, 시장가주문('96년 도입), 조건부지정가주문('96년 도입), 최유리지정가주문('04년 도입) 및 최우선지정가주문('04년 도입) 등의 주문유형을 허용하고 있다.<sup>36)</sup> 이러한 구분은 매매계약의 가장 본질적인 내용인 가격 조건에 따른 구분으로서, 지정가주문은 주문 제출시점에 가격을 지정하는<sup>37)</sup> 주문이며 그 외의 주문유형은 시장상황 또는 다른 주문상황에 따라 가격이 간주되거나<sup>38)</sup> 가격이 지정되는<sup>39)</sup> 주문유형이다. 또한, 우리 증시에서는 체결 가능한 주문수량에 따라 매매거래의 체결 및 주문의 유효성 여부를 결정하는 IOC<sup>40)</sup> 또는 FOK<sup>41)</sup>와 같은 조건을 주문에 부여할 수 있도록 허용하고 있다.<sup>42)</sup>

북미 및 유럽 지역에서는 투자자의 다양한 수요를 충족하고 시장의 경쟁력을 확보하기 위해 역지정가주문(stop order),<sup>43)</sup> Peg order,<sup>44)</sup> Iceberg order<sup>45)</sup> 및 비공개주문(hidden order) 등 다양한 주문유형을 도입하고 있다.

한편, 주문을 취소하기 전까지는 주문이 유효한 조건(Good till Cancelled) 또는 주문이 특정일까지 유효한 조건(Good till Date)과 같이 주문의 유효기간과 관련된 조건 등 다양한 조건을 주문에 부여할 수 있도록 허용하고 있다.

35) 우리 증시에서는 위탁자가 매매거래에 참여하기 위해 거래소의 회원(member)인 증권회사에 하는 의사표시를 주문(order)이라고 하며, 거래소의 회원인 증권회사가 자기명의로 거래소에 하는 의사표시를 호가(quote)와 구분하고 있다. 여기서는 구분하지 않고 주문이라고 한다.

36) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제2조제4항 및 제5항

37) 지정가주문은 반드시 지정한 가격으로만 체결하겠다는 의사는 아니며, 지정한 가격보다 유리한 가격이면 체결하겠다는 의사표시를 의미한다. 즉, 매수주문의 경우 지정한 가격보다 낮은 매도주문과, 매도주문의 경우 지정한 가격보다 높은 매수주문과는 매매거래를 체결한다.

38) 정규시장의 매매거래시간 중 매도(매수) 시장가주문은 가장 낮은(높은) 가격의 매도(매수) 지정가주문보다 1호가가격단위 낮은(높은) 가격과 가장 낮은(높은) 매수(매도) 지정가주문의 가격 중 가장 낮은(높은) 가격으로 간주된다.

39) 최유리지정가주문의 가격 반대 방향의 최우선후가의 가격, 최우선지정가주문의 가격은 같은 방향의 최우선후가의 가격으로 지정된다.

40) IOC(Immediate or Cancel) : 거래소가 주문을 접수한 시점에 체결 가능한 수량은 체결하고 나머지 수량은 취소하는 조건

41) FOK(Fill or Kill) : 거래소가 주문을 접수한 시점에 주문수량 전부가 체결될 수 있으면 체결하고 그러하지 않은 경우 주문수량의 전부를 취소하는 조건

42) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제12조제1항제2호 및 제108조제2호

43) 미리 정한 가격에 도달하면 즉시 체결될 수 있는 가격으로 자동적으로 주문을 제출하는 주문유형

44) 특정한 가격(같은 방향의 최우선후가 가격, 반대 방향의 최우선후가 가격, 매도 및 매수최우선후가 가격의 중간값 등)으로 간주되는 주문유형

45) 빙산의 대부분이 물속에 잠겨 눈에 보이지 않는 것처럼, 전체 주문수량 중 사전에 정한 일부 주문수량만 공개되는 주문유형

표 4 주요 증시의 주문유형 현황

지역	거래소명	주문유형
북미	NYSE	지정가, 시장가, 역지정가, Peg 및 증가주문 등
	Nasdaq	지정가, Peg, 비공개 및 증가주문 등
	TSX	지정가, 시장가, Iceberg, 비공개 및 증가주문 등
유럽	LSE	지정가, 시장가, 역지정가, Peg, Iceberg 및 비공개주문 등
	DB	지정가, 시장가, 최유리지정가, 역지정가, Iceberg 및 비공개주문 등
	Euronext	지정가, 시장가, 최유리지정가, 역지정가, Peg 등
아시아	JPX	지정가, 시장가 및 조건부지정가주문 등
	HKEx	지정가주문 등
	SGX	지정가, 시장가, 최유리지정가 및 역지정가주문 등
	ASX	지정가, 최유리지정가, Iceberg 및 비공개주문 등

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

## 5. 주문 및 체결정보 등 공개

일반적으로 투명성(transparency)은 시장참가자가 거래 과정에서 정보를 관찰할 수 있는 정도로서 시장의 공정성과 효율성에 영향을 미치는 요소 중 하나이다. 주문정보 공개 등 사전적 투명성(pre-trade transparency)이 증대될수록 시장에서의 가격발견의 효율성이 제고되고, 체결가격 가격 및 수량 공개 등 사후적 투명성(post-trade transparency)은 시장참가자에게 투자참고지표 등을 제공한다.<sup>46)</sup>

우리 증시에서는 정규시장의 매매거래시간 중 최우선주문으로부터 10단계 주문의 가격 및 수량을 공개<sup>47)</sup>하고 있으며, 시장전체의 투자자별 거래현황과<sup>48)</sup> 종목별 거래상위 5개 회원의 거래현황을 실시간으로 공개하는 등 체결정보를 시장참가자에게 폭넓게 제공하고 있다.

해외 주요 증시의 경우 전체 주문장(order book)까지 공개할 수 있도록 하여 주문정보 공개를 폭넓게 허용하되, 시장참가자가 부담하는 비용에 따라 공개범위를 차등하여 정보사업 등에 활용하고 있다.

46) IOSCO, Transparency and Market Fragmentation(2011, 11) p.4

47) 단일가매매시에는 예상체결가격 및 수량, 예상최우선주문으로부터 3단계의 가격 및 수량을 공개한다. 한국거래소 유가증권시장 업무규정 시행세칙 제126조

48) 과거 거래소가 개별종목의 투자자별 거래현황을 실시간으로 제공한 적이 있었으나, 슐림현상 등을 방지하기 위해 일별 공개로 변경하였다. 다만, 일부 회원을 중심으로 해당 회원을 통해 제출되어 체결된 내역을 집계하여 개별종목의 투자자별 거래현황을 추정치를 실시간으로 투자자에게 제공하고 있다.

한편, 매매거래 체결정보의 경우 투자판단에 필수적인 정보만을 제한적으로 공개하고 있으며, 투자자별 거래현황 및 회원사별 거래현황 등 추종매매를 야기하거나 특정 투자집단의 포지션이 노출될 수 있는 정보는 공표를 하더라도 매매거래 후 일정기간이 경과한 후 주기적으로 공표하고 있다.

표 5 주요 증시의 호가정보 등 공개 현황

지역	거래소명	Pre-trade Transparency	Post-trade Transparency
북미	NYSE	(lev.1) 최우선 (lev.2) Full	거래상위 회원사 : 일별
유럽	LSE	(lev.1) 최우선 (lev.2) Full	
	DB	(lev.1) 최우선 (lev.2) 20단계	
	Euronext	(lev.1) 최우선 (lev.2) Full	
아시아	JPX	(lev.1) 8단계 (lev.2) Full	투자자별 비중(시장전체) : 주별 거래상위 회원사 : 일별
	HKEx	(lev.1) 최우선 (lev.2) 5단계	
	ASX	(lev.1) 최우선 (lev.2) Full	거래상위 회원사 : 일별
	KRX	10단계	투자자별 비중(시장전체) : 실시간 투자자별 비중(종목) : 일별 거래상위 회원사 : 실시간

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

## 6. 시장접속

시장접속(market access)은 투자자가 거래소가 개설한 시장의 매매거래에 참여하는 방법을 의미한다. 전통적으로 투자자는 거래소의 회원(member)인 증권회사(이하 '회원'이라 한다)<sup>49)</sup>의 영업점에서 주문을 위탁하는 방식과 전화 등을 통해 주문을 위탁하는 방식이 가능하였고, '90년대 인터넷이 보편화됨에 따라 컴퓨터(HTS<sup>50)</sup> 등을 통해 주문을 위탁하는 방식도 허용되었다. 특히 최근에는 급속히 발달한 정보통신 기술을 활용하여, 투자자는 다양한 방식으로 거래소가 개설한 시장에 참여할 수 있다.

49) 자본시장법 제373조의2제1항제2호

50) Home Trading System. '90년대 정보통신기술의 발달에 따라 전 세계적으로 온라인거래가 급속히 확산됨에 따라 우리 증시에서도 시장의 경쟁력을 강화하고 투자자의 거래편의를 제고하기 위해 '97. 4월 '전자통신방법에 의한 주문수탁 제도'를 도입하였고, '97. 9월 우리 증시의 매매체결도 전면 전산화되었다.

우리 증시에서는 투자자가 컴퓨터 등을 통해 주문을 제출하는 경우 해당 주문이 회원시스템의 방화벽을 반드시 경유하도록 의무화 하고,<sup>51)</sup> 회원은 해당 주문의 적합성을 반드시 점검한 후 거래소에 제출하도록 의무화하고<sup>52)</sup> 있다. 이에 따라, 우리 증시에서는 보증형 DMA(Sponsored Direct Market Access)<sup>53)</sup>는 불가능하며 전통적 방식의 DMA<sup>54)</sup>만 가능한 것으로 이해하고 있으며, 거래소가 Co-location<sup>55)</sup> 서비스를 제공하고 있지 않다. 다만, 파생상품시장의 경우 파생상품 전산센터와 근접한 거리에 코스콤이 IDC(Internet Data Center)를 구축하고 파생상품의 매매거래 주문에 대해 Proximity<sup>56)</sup> 서비스를 제공하고 있는 것으로 알려져 있다.<sup>57)</sup>

해외 증시에서는 신속한 매매거래 환경 구축 등을 위해 보증형 DMA 등을 허용하고 있으며, 거래소-회원 간 물리적 거리를 축소하여 투자자의 주문을 신속하게 처리하기 위해 Proximity 및 Co-location 서비스를 제공하고 있다. 이러한 서비스는 latency를 최소화함으로써 신속한 매매거래를 요구하는 고빈도 매매(HFT, high frequency trading)의 성장 및 시장의 유동성 증대에 영향을 미쳤다. 다만, 회원을 경유하지 않은 주문을 무분별하게 허용할 경우 전체 증권시장의 안정성을 저해할 우려가 있어 주요 증시에서는 해당 서비스를 이용할 수 있는 투자자 및 시스템 등에 대한 요건을 정하고 있다.<sup>58)</sup>

표 6 주요 증시의 시장접속 서비스 현황

지역	거래소명	Sponsored DMA	Proximity	Co-location
북미	NYSE	○	○	○
	Nasdaq	○	○	○
유럽	LSE	○	○	○
	DB	○	○	○
	Euronext	○	○	○
아시아	JPX	×	○	○
	HKEx	○	○	○
	SGX	○	○	○
	ASX	○	○	○

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

51) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제82조제2항 본문

52) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제11조의2제1항

53) 투자자가 회원을 경유하지 않고 전용선(회원 또는 거래소가 통제하는 정보센터 등)을 통해 주문을 거래소에 제출하는 방식을 말한다.

54) 투자자가 회원을 경유하여 주문을 거래소에 제출하되, 전용선 등을 이용하는 방식을 말한다.

55) 투자자의 주문제출시스템을 거래소의 데이터센터에 위치시켜 주문을 거래소에 제출하는 서비스를 말한다.

56) 투자자의 주문제출시스템을 거래소에 지리적으로 인접한 곳에 위치한 정보센터의 데이터센터 등에 위치시켜 주문을 거래소에 제출하는 서비스를 말한다.

57) 코스콤, Global Financial IT Solution Leader, p.27

58) IOSCO(국제증권감독기구)는 투자자에게 일정한 재무 수준 및 컴플라이언스 요건 등을 요구하고, 브로커 시스템에 한도초과 주문 등에 대한 사전통제 장치 등을 마련할 것을 요구하고 있다.

## 7. 결제주기

결제주기(settlement cycle)는 매매거래가 체결된 날로부터 결제일까지의 기간을 의미한다. 일반적으로 결제리스크는 결제주기에 비례하므로<sup>59)</sup> 결제주기가 짧을수록 결제리스크를 축소할 수 있다. 하지만 결제 주기는 결제대금 및 결제증권을 준비하는 기간이기도 하여 관련 인프라 수준에 비해 결제주기가 지나치게 짧은 경우 결제일에 결제불이행이 발생할 위험이 증대될 수 있다.

우리 증시의 경우 '73년 이후 청산 등을 통하여 산출한 차감 결제대금 및 결제증권<sup>60)</sup>을 T+2일<sup>61)</sup>에 결제하고 있다. 한편, 해외 증시에서는 결제위험 축소를 위해 결제주기를 지속적으로 단축하고 있으나 대부분의 증시는 여전히 T+3일에 결제를 진행하고 있다.

표 7 주요 증시의 결제주기 현황

지역	거래소명	결제주기	청산기관
북미	NYSE	T+3	NSCC
	Nasdaq	T+3	NSCC
	TSX	T+3	CDS Clearing&Depository Service
유럽	LSE	T+3	LCH, Clearnet
	DB	T+2	Eurex Clearing
	Euronext	T+3	LCH, Clearnet
아시아	JPX	T+3	JSCC
	HKEx	T+2	HKSCC
	SGX	T+3	CDP
	ASX	T+3	ASX Clear
	KRX	T+2	KRX

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

59) 결제리스크 = 결제주기 × 결제규모 × 결제불이행(도산 등) 확률

60) 매매확인, 착오매매 정정, 면책적 채무인수 및 차감(netting) 등 청산(clearing)을 통해 결제자료를 산출한다.

61) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제7조제1항제3호

## Ⅲ. 매매체결

### 1. 매매체결원칙

매매체결원칙(trading principles)은 투자자의 주문간 경쟁을 통해 매매거래를 체결하고 가격을 형성하는 경쟁매매<sup>62)</sup>시 매매거래를 체결하는 주문의 순서를 정하는 원칙을 말한다.

대부분의 증시에서는 일반적으로 다른 주문에 비해 불리한 가격의 주문에게 매매거래 체결의 우선권(priority)을 부여한다. 즉, 가장 높은 가격의 매수주문 및 가장 낮은 가격의 매도주문이 가장 불리한 가격으로 매매거래에 참여하고자 하는 주문이므로 우선 체결(가격우선원칙)한다.<sup>63)</sup>

그리고 같은 가격의 주문 간에는 가장 먼저 제출하여 보다 오랫동안 위험에 노출되었던 주문을 우선 체결(시간우선원칙)한다.<sup>64)</sup> 과거 매매거래 체결을 수작업으로 처리할 당시에는 단일가매매<sup>65)</sup> 시에는 시간 개념을 배제할 필요<sup>66)</sup>가 있어 주요 증시는 대부분 시간우선원칙을 배제(동시호가)하였다. 하지만 매매거래가 전산화되어 주문의 제출시간을 명확히 파악할 수 있게 됨에 따라 대부분의 증시에서는 단일가매매 시에도 원칙적으로 시간우선원칙을 적용하고 있다.

다만, 우리 증시에서는 가격제한폭으로 인해 시가(opening price) 등이 상한가 또는 하한가로 결정되는 경우 시간적으로 후순위인 투자자는 우선순위를 확보할 수 있는 방법이 전혀 없어 예외적으로 시간우선원칙을 배제하고, 주문수량이 많은 순서에 따라 주문수량을 배분하는 방식으로 매매거래를 체결하고 있다.<sup>67)</sup>

한편, 비공개주문을 도입한 증시에서는 공개주문의 유동성(lit liquidity)을 시장으로 유인하기 위해 같은 가격의 주문 간에는 시간우선원칙을 적용하기에 앞서, 공개수량(visible size)이 많은 주문을 우선하여 체결(공개수량우선원칙)하고 있다.

62) 매도자와 매수자 간 합의한 가격과 수량으로 매매거래하는 상대매매(negotiated transaction) 방식과 구분된다.

63) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제22조제2항제1호

64) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제22조제2항제2호

65) 일정 기간 주문을 접수한 후 사전에 정해진 체결시점에 하나의 가격으로 매매거래를 체결하는 방식을 말한다. 자세한 사항은 'Ⅲ-3. 단일가매매 체결방법'에서 후술한다.

66) 주문을 제출한 시점을 명확히 파악하기 힘든 경우가 있었고, 주문의 제출시간 또는 접수시간을 임의로 변경하는 불공정거래의 우려도 존재하였다.

67) 주문규모가 작은 소액투자자를 보호하기 위해 위탁매매를 회원의 자기매매에 비해 우선하여 체결하고, 수량배분 시 100주→500주→1,000주→2,000주 등의 순서대로 배분하고 있다. 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제22조제3항 및 같은 규정 시행세칙 제34조



표 8 주요 증시의 매매체결원칙

지역	거래소명	매매체결원칙
북미	NYSE	가격우선-공개수량우선-시간우선
	Nasdaq	가격우선-공개수량우선-시간우선
	TSX	가격우선-공개수량우선-시간우선
유럽	LSE	가격우선-공개수량우선-시간우선
	DB	가격우선-공개수량우선-시간우선
	Euronext	가격우선-시간우선
아시아	JPX	가격우선-시간우선 * 시가 등의 결정을 위한 경우 수량우선원칙에 따라 회원별 수량배분
	HKEx	가격우선-시간우선
	SGX	가격우선-시간우선
	ASX	가격우선-시간우선
	KRX	가격우선-시간우선 * 다만, 시가 등이 상한가로 결정되는 경우 수량우선원칙에 따라 투자자별로 수량배분

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

## 2. 정규시장의 매매체결방법

매매체결방법(trading method)은 크게 경쟁매매와 상대매매 방식으로 구분하고, 경쟁매매 방식은 매매거래 체결의 연속성을 기준으로 조건을 충족하는 주문은 연속적으로 매매거래를 체결하는 접속매매(continuous trading)와 일정시간 주문을 접수한 후 사전에 정한 체결시점에 하나의 가격으로 매매거래를 체결하는 단일가매매(call auction)<sup>68)</sup>로 구분한다.

접속매매 방식은 실시간으로 매매거래를 체결함으로써 시장에서 발생한 가격을 즉시 가격에 반영 할 수 있어, 조사대상인 모든 거래소가 정규시장의 매매거래시간에는 원칙적으로 접속매매 방식을 적용하고 있다.<sup>69)</sup>

다만, 주문주도형시장에서는 수급 불균형에 따라 저유동주(illiquid stock)의 변동성이 확대되고 균형 가격 발견의 어려움이 존재할 수 있다. 이에 따라 유럽 지역의 증시에서는 저유동주에 대해 지속적으로 유동성을 공급하기 위해 시장조성자(market maker) 및 유동성공급자(liquidity provider) 등의 시장참가자를 도입하거나,<sup>70)</sup> 시간적으로 분산(time fragmentation)되어 있는 주문을 집중(pooling)시켜 매매거래를 체결하는 단일가매매 방식을 적용하고 있다.<sup>71)</sup>

표 9 주요 증시의 매매체결방법

지역	거래소명	매매체결방법	비고
북미	NYSE	접속매매	
	Nasdaq	접속매매	
	TSX	접속매매	
유럽	LSE	접속매매 (SETS)	저유동주 <sup>72)</sup> 는 마켓메이커에 의한 상대매매 적용(SEAQ) 등
	DB	접속매매	저유동주 <sup>73)</sup> 는 스페셜리스트에 의한 연속 단일가매매 <sup>74)</sup> 적용 * Designated Sponsor(DS) 지정 시 접속매매로 전환
	Euronext	접속매매	저유동주 <sup>75)</sup> 는 단일가매매 적용 * LP 지정 시 접속매매로 전환
아시아	JPX	접속매매	
	HKEx	접속매매	
	SGX	접속매매	
	ASX	접속매매	
	KRX	접속매매	

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

70) 시장조성자 및 유동성공급자 등에 대해서는 'III-5. 유동성공급 수단'에서 후술한다.

71) 아시아 지역에서도 인도에서 저유동주의 유동성을 제고하고 변동성을 완화하기 위해 '13. 4월부터 평균 거래량, 체결건수 등을 기준으로 선정된 저유동주에 대해 1시간 단위의 단일가매매를 적용(총 6회 체결)하고 있다.

72) FTSE100, FTSE250, FTSE중소형 등 주요 지수 구성종목 여부를 기준으로 고유동주와 저유동주로 구분하고, 유동성 수준별로 거래 플랫폼(trading platform)을 달리하여 고유동주에는 접속매매 방식을 적용하고 저유동주에는 시장조성자에 의한 딜러매매 방식을 적용한다.

73) 대량의 시장가주문 제출 시 발생하는 시장총격비용(XLM)과 일평균 거래대금을 기준으로 고유동주와 저유동주를 구분한다.

74) 스페셜리스트(specialist)가 전체 주문장(order book)을 열람할 수 있고, 주문 상황 등을 고려하여 매매거래 체결 횟수 및 간격 등을 결정하여 단일가매매 방식으로 매매거래를 체결한다(continuous auction with specialist).

75) Euronext100, Next150, AEX, AMX, BEL20, CAC40 등 주요 지수 구성종목 여부를 기준으로 고유동주와 저유동주를 구분한다.

68) 단일가매매의 적용세션 및 체결가격 등에 대해서는 'III-3. 단일가매매 체결방법'에서 후술한다.

69) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제24조

### 3. 단일가매매 체결방법

단일가매매(call auction)는 앞서 설명한 바와 같이 주문을 일정시간 동안 접수하여 특정 시점에 하나의 가격으로 체결하는 매매체결방법이다. 다양한 시장참가자가 제출한 다수의 주문을 집중시켜 하나의 가격을 형성한다는 점에서 단일가매매는 균형가격(equilibrium price) 발견에 용이한 방법으로 알려져 있다.

이에 따라, 우리 증시의 경우 시가(opening price) 결정, 매매거래정지 후 재개시 등 매매거래가 단절되었다가 개시되어 균형가격의 발견이 필요한 경우와 종가(closing price) 결정, 정리매매종목 등 변동성이 확대되어 균형가격의 발견이 어려운 경우에 단일가매매 방식을 적용하고 있다.<sup>76)</sup> 그리고 단일가매매 시 투자자에게 별도의 주문제출시간을 주고 사전에 정한 체결시점에 합치가격<sup>77)</sup>으로 체결 가능한 주문을 모두 체결하고, 체결 직전 가격이 급변하는 경우에는 5분 이내의 임의의 시점에 매매거래를 체결(랜덤엔드)<sup>78)</sup>한다.

주요 증시의 대부분은 시가 및 종가 결정을 위한 경우 단일가매매 방식을 적용하고 있으며, 일부 증시는 장중 유동성 제고<sup>79)</sup> 및 선물·옵션의 결제가격으로 활용하기 위해 장중(intra-day) 단일가매매를 적용하고 있다.<sup>80)</sup>

한편, 홍콩은 현재 시가 결정시에만 단일가매매 방식을 적용하고, 종가 결정시에는 장종료 직전 1분간 15초 간격으로 공표되는 5개 가격의 중간값(가장 낮은 가격으로부터 3번째 값)을 종가로 결정하고 있으나 단일가매매 방식으로 전환을 추진 중에 있다.<sup>81)</sup>

76) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제23조제4항 등

77) 합치가격에 미달하는 매도주문 전량과 합치가격을 초과하는 매수주문 전량을 체결시키고, 합치가격에 해당하는 매도주문 또는 매수 주문 일방의 전수량을 체결하고 타방의 주문을 1주 이상 체결할 수 있는 가격으로 정의하고 있다(한국거래소 유가증권시장 업무규정 제23조제4항). 이 방식도 체결 가능한 수량이 최대인 가격을 의미하며 해당 가격이 다수인 경우 전량의 수량 및 방향 등을 고려하여 합치가격을 결정한다.

78) 우리 증시의 랜덤엔드는 가격 급변 시 단일가매매를 연장하는 것으로서, 본질적으로 변동성완화장치의 유형 중 하나인 LSE의 Price Monitoring Extension과 유사하다.

79) 일반적으로 유동성은 장개시초 및 장종료 직전에 집중되어 시간대별 유동성은 U자 형태이므로, 장중 단일가매매를 통해 유동성을 증대하기 위함이다.

80) DB의 경우 매일 장중 단일가매매(2분간)를 실시하고 있으며, LSE는 선물·옵션 최종거래일에만 장중 단일가매매(10분간)를 실시하고 있으나 매일 실시하는 것을 추진 중에 있다. NYSE 역시 '15. 2월 장중 단일가매매(midday auction) 도입을 위한 규정 개정안을 SEC에 제출한 상태이다.

81) '08년에 종가 결정시 단일가매매 방식을 도입한 바 있으나, HSBC 주식이 종가 단일가매매시 8.3% 급락하여 현행 방식으로 다시 복귀하였다. 하지만 최근 VCM(Volatility Control Mechanism) 도입과 함께 종가 결정 시 단일가매매 적용을 다시 추진 중에 있다.

단일가매매 시 별도의 세션을 두지 않는 일부 증시<sup>82)</sup>를 제외하고는 일정한 시간 동안 단일가매매에 참여하는 주문을 접수하고 체결 가능한 수량이 최대인 가격으로 매매거래를 체결한다. 이때, 해당 가격이 다수인 경우 체결 후 잔량의 수량 및 방향, 직전 체결가격 등을 고려하여 가격을 결정하고 있다. 일부 증시는 허수성호가에 의한 가격 급변을 방지하기 위해 매매거래를 임의의 시간에 종결(랜덤엔드)하거나 체결시점 직전의 일정한 시간 동안 주문의 취소를 금지(No Cancellation)하고 있다. 또한, 주문 접수결과 시장가주문을 전량 체결시키지 못하는 경우 주문접수시간을 연장(Market Order Interruption)하여 매매거래를 체결하는 등 변동성을 완화하기 위한 다양한 방안을 마련하고 있다.

한편, 최근에는 고빈도매매 등 시장참가자 간 지나친 속도 경쟁(arms race)으로 인한 시장의 부정적인 영향을 방지하기 위해, 일부 증시를 중심으로 매우 짧은 주기(예시: 1초, 1ms 등)에 따라 단일가매매 방식으로 매매거래를 체결하는 방식(Frequent Batch Auction)의 도입 필요성이 제기되고 있다.<sup>83)</sup>

표 10 주요 증시의 단일가매매 체결방식

지역	거래소명	적용범위	체결가격	랜덤 엔드	비고
북미	NYSE	시가, 종가 (별도 세션 없음)	체결수량 최대 가격 (직전가)	×	No Cancellation(2분)
	LSE	시가, 종가, 장중(최종거래일)	체결수량 최대 가격 (잔량-시장압력-직전가)	○ (30초)	Market Order Interruption
유럽	DB	시가, 종가, 장중	체결수량 최대 가격 (잔량-시장압력-직전가)	○ (30초)	Market Order Interruption
	Euronext	시가, 종가	체결수량 최대 가격 (직전가)	×	
	JPX	시가, 종가 (별도 세션 없음)	체결수량 최대 가격 (직전가)	×	
아시아	HKEx	시가	체결수량 최대 가격 (잔량-시장압력-직전가)	×	
	SGX	시가, 종가	체결수량 최대 가격 (잔량-시장압력-직전가)	○ (1분)	No Cancellation(2분)
	ASX	시가, 종가 (별도 세션 없음)	체결수량 최대 가격 (잔량-시장압력-직전가)	○ <sup>84)</sup>	
	KRX	시가, 종가	합치가격 (직전가)	○ <sup>85)</sup>	

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

82) 미국, 일본 증시 등에서는 단일가매매에 참여하기 위한 특수한 주문유형(Market on Close 등)을 제공하고 있으며, 해당 주문과 일반주문 중 미체결 잔량을 체결시점에서 함께 단일가매매 방식에 따라 체결한다.

83) Eric Budish, Peter Cramton, John Shim, The High-Frequency Trading Arms Race: Frequent Batch Auctions as a Market Design Response, Meeting of the CFTC Technology Advisory Committee(2014. 2. 10)

84) 시가 결정을 위한 단일가매매 시에는 30초, 종가 결정을 위한 단일가매매 시에는 60초

85) 잠정적인 체결가격이 직전 5분간의 최고 및 최저 예상체결가격에 비해 5% 이상 괴리가 발생한 경우에 한해 주문접수시간이 연장되고 5분 범위 내에서 임의로 정해진 시점에 매매거래가 체결된다. 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제23조제8항

#### 4. 시간외시장의 특수한 매매거래

시장에서는 시장참가자의 다양한 거래수요가 존재하므로, 정규시장에서의 매매거래만으로는 다양한 거래수요를 충족하기 어렵다. 이에 따라, 거래소에서는 정규시장의 개시전 및 정규시장 종료후 시간외시장(after-hour market)을 개설하여 시장참가자의 다양한 거래수요를 충족시키고 있다.

우리 증시에서는 시장참가자에게 정규시장 외의 추가적인 거래기회를 제공하기 위해 시간외시장에서의 매매거래를 폭넓게 허용하고 있다. 정규시장의 개시전 및 정규시장 종료후 전일종가 또는 당일종가로 매매거래에 참여할 수 있는 기회를 부여하고 있으며, 장종료 후 종가매매 종결 후에는 투자자의 주문을 접수한 후 10분 단위로 단일가매매 방식에 따라 매매거래를 체결하고 있다.<sup>86)</sup>

북미 지역에서는 ATS(Alternative Trading System)에 대한 대응 등을 위해 시간외시장을 도입하였고, 특히 Nasdaq에서는 정규시장 외에서 발생한 정보를 가격에 신속하고 효율적으로 반영하기 위해 접속매매 방식을 적용하여 가격변동을 폭넓게 허용하고 있다.<sup>87)</sup>

유럽 지역에서는 정규시장을 길게 운영(8시간 30분)함에 따라 정규시장 외에서의 거래수요가 크지 않아, 시간외시장을 운영하지 않거나 제한적으로 운영하고 있다. 다만, Borsa Italiana(이탈리아 거래소)에서는 장종료후 거래소가 소유한 MTF(Multilateral Trading Facility)<sup>88)</sup>에서 유동성이 풍부한 종목을 접속매매 방식으로 체결시킴으로써 가격 변동을 허용하고 있다.<sup>89)</sup>

한편, ATS의 성장세가 크지 않은 아시아 지역에서는 일본 등에서만 시간외시장을 두고 있으며, JPX는 투자자의 다양한 거래수요를 수용하기 위해 폭넓게 시간외시장을 운영하고 있다.

표 11 주요 증시의 시간외시장 현황

지역	거래소명	시간외시장
북미	NYSE	장종료후 종가매매(Matchpoint Cross) * 주문을 접수한 후 종가로 1회 체결(16:00~16:45) 장종료후 바스켓 매매(Crossing Session II) * 종가로 계산한 바스켓(15종목 이상) 전체 가격으로 매매거래 체결(16:00~18:30)
	Nasdaq	장개시전 및 장종료후 접속매매 * 장개시전(4:00~9:30) 및 장종료후(16:00~20:00) 접속매매 방식으로 매매거래 체결(가격변동 가능) 장개시전 및 장종료후 대량·바스켓매매
유럽	LSE	없음
	DB	없음
	Euronext	장종료후 종가매매 * 주문을 접수하여 종가로 연속적으로 체결(17:35~17:40)
아시아	JPX	장개시전 및 장종료후 종가매매 * 주문을 접수하여 전일(8:20~8:45)·전장(11:30~12:15) 및 후장(15:00~16:00)의 종가로 체결 장개시전 및 장종료후 협상가격·VWAP <sup>90)</sup> 매매 * 당사자간 협상한 가격, 전일(8:20~9:00)·전장(11:30~12:20) 및 후장(15:00~17:30)의 VWAP 가격으로 체결 장개시전 및 장종료후 바스켓매매
	HKEx	없음
	SGX	없음
	ASX	없음
	KRX	장개시전 및 장종료후 종가매매 * 주문을 접수하여 전일종가(7:30~8:30) 및 당일종가(15:10~15:30)로 체결 장종료후 시간외단일가매매 * 주문을 접수한 후 10분 단위로 단일가매매 방식으로 매매거래를 체결(15:30~18:00, 가격변동 증가±10%) 장개시전 및 장종료후 대량·바스켓매매

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

86) 장종료후 시간외시장의 매매거래시간은 중국증시의 정규시장 매매거래시간과 중첩되어 중요한 의미를 가진다. 이에 따라, 중국시장에서 발생한 정보를 가격에 효율적으로 반영하기 위해 '14. 9월 기준 30분 단위였던 매매체결 주기는 10분으로, 증가 대비 ±5%였던 가격 변동 범위를 ±10%로 확대한 바 있다.

87) '79년 이전에 상장된 NYSE 상장증권에 대해서는 다른 거래장소에서의 거래가 불가('00년 폐지)하였으나, Nasdaq의 경우 거래 제한이 없어 ATS 등장으로 인한 위기감이 고조되며 시간외시장을 폭넓게 허용하였다.

88) 자본시장법 제8조의2제5항의 '다자간매매체결회사'인 ATS를 유럽 지역에서는 MTF라고 부르며, 미국에서는 ECN(Electronic Communication Network), 일본에서는 PTS(Proprietary Trading System)라고 한다.

89) Borsa Italiana, Borsa Italiana Equity Markets, Brochure(2013. 1)

90) VWAP(Volume Weighted Average Price) =  $\frac{\sum(\text{거래량} \times \text{가격})}{\text{거래량}}$

## 5. 유동성공급 수단

앞서 본 바와 같이 수급 불균형에 따른 변동성 증대 등을 방지하기 위해서 단일가매매 방식을 적용할 수도 있지만, 유동성공급자, 시장조성자 등 시장에 지속적으로 주문을 제출하는 새로운 유형의 시장참가자를 도입하기도 한다.

우리 증시에서는 저유동주의 원활한 가격형성 등을 도모하기 위해 '06년 유동성공급자(liquidity provider) 제도를 도입하였다. 유동성공급자는 상장법인과 계약을 통해 스프레드비율이 3% 초과하는 경우 5분 이내에 스프레드비율을 3% 이내로 줄일 수 있도록 매도 및 매수 양방향에 10주 이상의 호가를 제출하는 등 시장에 지속적으로 유동성을 공급하여야 한다.<sup>91)</sup>

해외 주요 증시에서도 시장조성자, 지정스폰서, 유동성공급자 등 명칭은 상이하나 저유동주 등에 지속적으로 유동성을 공급하는 시장참가자를 도입하여 접속매매 시간 중 일정시간 이상 유동성을 유지하도록 하고 있다. 유럽 지역의 경우 주문주도형 전산매매시스템을 도입하면서 저유동주의 시장충격비용 등에 대한 우려로 다양한 유형의 유동성공급 수단을 마련하였으며, 매매체결방법과 연동하여<sup>92)</sup> 적용함으로써 매우 많은 시장참가자가 활용하고 있다.

한편, 아시아 지역의 일부 증시도 시장조성자를 도입하였으나 활용은 미미한 것으로 알려져 있다.

표 12 주요 증시의 유동성공급 수단

지역	거래소명	유동성공급 수단
북미	NYSE	Designated Market Maker * 거래소와 계약을 통해 접속매매시간 중 10~15% 이상 최우선 매도매수호가(NBBO)에 100주 이상의 호가 유지(전 종목)
	Nasdaq	Qualified Market Maker * 거래소와 계약을 통해 유동성 공급(전 종목)
	TSX	Designated Market Maker * 거래소와 계약을 통해 유동성 공급
유럽	LSE	Market Maker * 상장법인과 계약을 통해 접속매매시간 중 90% 이상 스프레드를 5~25% 수준으로 유지하도록 양방향에 £2,500~25,000의 호가 유지
	DB	Designated Sponsor * 거래소와 계약을 통해 접속매매시간 중 90% 이상 스프레드를 2.5~5% 수준으로 유지하도록 양방향에 €10,000~20,000의 호가 유지
	Euronext	Liquidity Provider * 상장법인과 계약을 통해 접속매매시간 중 일정 수준 이상 스프레드를 4~5% 수준으로 유지하도록 양방향에 €5,000~10,000의 호가 유지

91) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제20조의2부터 제20조의8까지

92) 저유동주에 단일가매매 방식을 적용하되 유동성공급자 등을 적용하는 경우 접속매매로 전환한다. ('III-2. 정규시장의 매매체결방법' 참고)

지역	거래소명	유동성공급 수단
아시아	JPX	없음
	HKEx	Securities Market Maker * 거래소와 계약을 통해 스프레드가 일정수준 초과 시 90초 이내에 양방향에 매매수량단위의 5~30배의 호가 제출
	SGX	Designated Market Maker * 거래소와 계약을 통해 스프레드를 일정수준으로 지속 유지하도록 양방향 호가 제출
	ASX	없음
	KRX	Liquidity Provider * 상장법인과 계약을 통해 스프레드가 3% 등 초과 시 5분 이내에 양방향에 매매수량단위의 10배의 호가 제출

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

## IV. 시장관리

### 1. 개별종목 가격안정화장치

#### (1) 가격제한폭

가격제한폭(daily price limits)은 상장증권의 가격이 하루 동안 변동할 수 있는 범위를 의미한다. 일시적인 수급 불균형 발생, 투자자의 심리적인 불안 등에 의해 주가가 급변하는 경우 불측의 손실을 입을 수 있는 선의의 투자자를 보호하기 위해 가격제한폭을 두고 있다. 우리 증시에서는 가격제한폭을 기준가격<sup>93)</sup>의 ±15%로 정하고 있다.<sup>94)</sup> 과거, 가격제한폭을 정액제로 정하거나 보다 좁게 제한하였으나, 가격발견의 효율성 등을 위해 '95년 이후 가격제한폭을 지속적으로 확대하고 있는 추세이다.<sup>95)</sup>

한편, 북미 및 유럽 지역에서는 변동 가능한 가격범위를 인위적으로 신속한 가격발견을 저해하는 가격제한폭은 도입하지 않고 있으며, 아시아 지역에서도 일본 등에서만 가격제한폭을 설정하고 있다.<sup>96)</sup>

93) 기준가격은 가격제한폭을 정하는 기준이 되는 가격으로서, 일반적으로는 전일종가가 된다. 다만, 주식분할 등 이벤트 발생시에는 분할비율 등을 고려하여 거래소가 결정한 이론가격, 신규상장, 자본감소 등 이론가격을 사용하기 곤란한 경우에는 해당 이론가격(평가가격)을 기준으로 주문가능 가격범위를 넓게 확대한 후 시장에서 기준가격을 결정하도록 한다.

94) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제20조 및 같은 규정 시행세칙 제31조

95) '95. 4월 이전에는 가격제한폭을 정액제(평균 4.6%)로 정하고 있었으나, 가격제한폭을 6%(95. 4)→8%(96. 11)→12%(98. 3)→15%(98. 12)로 확대하였다.

96) 다만, 조사대상 외의 대만(±7%), 중국(±10%), 태국(±30%), 말레이시아(±30%) 등 아시아의 신흥시장에서는 대부분 가격제한폭을 설정하고 있다.

표 13 주요 증시의 가격제한폭 현황

지역	거래소명	가격제한폭
북미	NYSE	없음
	Nasdaq	없음
	TSX	없음
유럽	LSE	없음
	DB	없음
	Euronext	없음
아시아	JPX	가격대별 정액(평균 전일증가 ±22%)
	HKEx	없음
	SGX	없음
	ASX	없음
	KRX	전일증가 ±15%

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

## (2) 변동성완화장치

일반적으로 시장에서 발생한 정보를 가격에 반영하여 균형가격을 찾아가기 위해서는 원활한 가격의 움직임이 필요하나, 착오주문, 수급 불균형, 추종매매 등으로 인한 일시적인 가격의 변동은 오히려 신속한 가격의 발견을 저해할 우려가 있다. 이에 따라, 일시적인 가격 급변 시 시장참가자의 주의를 환기시키고 냉정한 투자판단의 기회(cooling-off period)를 제공하기 위해 변동성완화장치(volatility interruption)<sup>97)</sup>를 도입하여 운영하고 있다.

97) 개별종목 서킷브레이커(individual circuit breakers)라고도 부르며, 개별종목에 대한 가격안정화장치라는 측면에서 가격제한폭과 동일하나 가격 변동 범위를 인위적으로 사전에 제한하는 것이 아니라 냉각기간을 부여한다는 측면에서 가격제한폭과 구분된다. 한편, 변동성완화장치는 가격범위가 직전가 등을 기준으로 실시간으로 업데이트되는 동적(dynamic) 변동성완화장치와 가장 최근의 단일가매매 체결가격 등을 기준으로 가격범위가 고정되어 있는 정적(static) 변동성완화장치로 구분한다.

우리 증시에서는 가격제한폭 범위 이내에서 발생할 수 있는 일시적인 가격 급변에 따른 투자자 보호를 위해 '14년 변동성완화장치를 도입하였다. 이에 따라, 하나의 주문에 의해 직전 체결가격 대비 ±2~6%를 초과하여 가격변동이 야기되는 경우 해당 주문은 체결하지 않고 2분간 단일가매매를 적용하고<sup>98)</sup> 있다.<sup>99)</sup>

북미 및 유럽 지역에서는 개별종목의 가격 안정화를 위해 가격제한폭과 같은 직접적이고 인위적인 가격규제는 지양하되 가격 급변을 완충할 수 있는 변동성완화장치를 도입하고 있다. 특히, 대표적인 주문주도형시장으로 알려져 있는 유럽 지역에서는 수급 불균형 등에 의한 가격 급변을 완화하기 위해 일찍이 동적 및 정적 변동성완화장치를 도입하였으며, 미국에서도 Flash Crash<sup>100)</sup>를 거치며 '13년 미국 전체시장에 적용되는 유럽식 동적 변동성완화장치를 도입하였다.

아시아 지역에서도 최근 변동성완화장치를 도입하는 추세이다. SGX는 '14년 동적 변동성완화장치를 도입하였고,<sup>101)</sup> HKEx도 증가 결정방법 개선과 함께 가격 급변시 일정기간 동안 일정한 가격범위 내에서만 매매거래를 체결하도록 허용하는 변동성완화장치(Volatility Control Mechanism)의 도입을 추진하고 있다.<sup>102)</sup>

표 14 주요 증시의 변동성완화장치 현황

지역	거래소명	변동성완화장치
북미	NYSE	Limit-Up Limit-Down * 직전 5분 평균 체결가격 대비 ±5~20%(주가 및 유동성에 따라 차등) 초과한 주문이 15초 이내 미체결 시 단일가매매(5분간) 적용
	Nasdaq	Limit-Up Limit-Down(상동)
	TSX	Single-Stock Circuit Breakers * 직전 5분전 가격대비 ±10% 초과하여 가격 급변 시 단일가매매(5분간) 적용

98) 접속매매를 적용하던 중에는 단일가매매로 매매체결방법을 변경하고, 단일가매매 적용 중에는 단일가매매의 주문접수시간을 연장한다.  
99) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제26의2조 및 같은 규정 시행세칙 제41조의2  
100) '10. 5월 DMA를 이용하는 투자자의 주문실수(추정)에 따라 순식간에 미국시장 전체의 주가가 급락(5분간 -5.5%, 전일증가대비 -9.1%)한 사건이다.  
101) [http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/trading/securities/trading\\_safeguards](http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/trading/securities/trading_safeguards)  
102) HKEx, Proposal for Introduction of Volatility Control Mechanism in the Securities and Derivatives Markets and Closing Auction Session in the Securities Market, Consultation Paper(2015. 1)

지역	거래소명	변동성완화장치
유럽	LSE	Price Monitoring Extension * (Dynamic) 직전가 대비 ±2~25%(유동성 등에 따라 차등) 초과하여 가격 급변 시 단일가매매(2~5분간) 적용 * (Static) 직전 단일가매매 체결가격 대비 ±5~25%(유동성 등에 따라 차등) 초과하여 가격 급변 시 단일가매매(2~5분간) 적용
	DB	Volatility Interruption * (Dynamic) 직전가 대비 일정 수준(미공개) 가격 급변 시 단일가매매(2분간으로 추정) 적용 * (Static) 직전 단일가매매 체결가격 대비 일정 수준(미공개) 가격 급변 시 단일가매매(2분간으로 추정) 적용
	Euronext	Trading Safeguard * (Dynamic) 직전가 대비 ±3~5%(유동성 등에 따라 차등) 초과하여 가격 급변 시 단일가매매(2분간) 적용 * (Static) 직전 단일가매매 체결가격 대비 ±10% 초과하여 가격 급변 시 단일가매매(2분간) 적용
아시아	JPX	Special Quotes * 직전가 대비 ±1.4~5%(가격대별 상이, 평균 2.2%) 초과하여 가격 급변 시 단일가매매(5분간) 적용하고, 해당 가격범위 내에서 미체결 시 추가적인 단일가매매 실시 Sequential Trading Quotes * 직전가 대비 ±2.8~10%(가격대별 상이) 초과하여 가격 급변 시 단일가매매(1분간) 적용
	HKEx	없음
	SGX	Circuit Breakers * 직전 5분전 가격대비 ±10% 초과하여 가격 급변 시 냉각기간(5분간)을 부여하여, ±10% 범위 내에서만 매매거래 체결
	ASX	없음
	KRX	변동성완화장치 * 직전가 대비 ±2~6%(유동성, 적용세션 등에 따라 차등) 초과하여 가격 급변 시 단일가매매(2분간) 적용

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

## 2. 시장전체 가격안정화장치

서킷브레이커(circuit breakers)는 주가지수가 일정수준 이상 급락하는 경우 시장참가자의 냉정한 투자 판단 시간을 제공하기 위해 시장 전체의 매매거래를 일시적으로 중단하는 제도<sup>103)</sup>이다.

우리 증시의 경우 '98년 가격제한폭을 12%에서 15%로 확대함에 따라 발생할 수 있는 시장의 변동성 확대 가능성에 대비하기 위해 서킷브레이커제도를 도입하였다. KOSPI지수가 전일종가 대비 10% 하락하여 1분간 지속되는 경우 20분간 시장전체의 매매거래를 중단하고<sup>104)</sup> 있으며, 미국의 Black Friday('00. 4), 9·11테러('01. 9) 당시 등 총 3차례(코스닥시장의 경우 6차례) 서킷브레이커가 발동하였다.

북미 지역에서는 주요 지수가 급락하는 경우 단계적으로 시장전체의 매매거래를 15분간 정지하거나 당일의 매매거래를 종결하는 서킷브레이커제도를 운영하고 있다. 특히, 미국에서는 서킷브레이커를 '87년에 도입한 바 있으나 Flash Crash 등 최근 15년 이상 발동한 사례가 없어, 서킷브레이커제도의 실효성을 제고하기 위해 발동기준을 완화한 바 있다. 다만, 유럽 및 아시아<sup>105)</sup> 지역에서는 시장전체의 가격안정화장치인 서킷브레이커제도를 폭넓게 활용하고 있지는 않다.

표 15 주요 증시의 서킷브레이커 현황

지역	거래소명	서킷브레이커
북미	NYSE	S&P500이 7%/13% 하락 시 15분간 매매거래 정지 S&P500이 20% 하락시 당일 장 마감
	Nasdaq	S&P500이 7%/13% 하락 시 15분간 매매거래 정지 S&P500이 20% 하락 시 당일 장 마감
	TSX	S&P500이 7%/13% 하락 시 15분간 매매거래 정지 S&P500이 20% 하락 시 당일 장 마감 * 미국 증시가 휴장인 경우 S&P/TSX 기준

103) '서킷브레이커'라는 과열된 전기회로를 차단하는 장치에서 가져온 말이며, '87. 10월 미국의 Black Monday(22.6% 주가 하락) 발생 이후 증시의 패닉 현상을 억제하기 위해 도입되었다.

104) 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제25조

105) 다만, 태국의 경우 SET가 10%/20% 하락 시 각각 30분/60분간 매매거래를 정지하고, 인도의 경우 Sensex/CNX Nifty가 10%/15% 하락 시 각각 15~45분/45~105분간 매매거래를 정지하고 20% 하락 시에는 당일의 매매거래를 종결하고 있다.

지역	거래소명	서킷브레이커
유럽	LSE	없음
	DB	없음
	Euronext	없음
아시아	JPX	없음
	HKEx	없음
	SGX	없음
	ASX	없음
	KRX	KOSPI가 10% 하락하여 1분간 지속 시 20분간 매매거래 정지

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

### 3. 공매도 규제

공매도(short selling)는 일반적으로 소유하지 않은 증권을 매도하는 행위<sup>106)</sup>를 말하며, 가격 하락을 예상하고 증권을 차입하여 매도하고 가격 하락시 매수하여 상환하는 거래전략<sup>107)</sup>으로서 전 세계적으로 널리 활용되고 있다. 공매도는 시장에 유동성을 공급하고, 부정적인 정보를 가격에 반영하여 시장의 가격발견 기능을 제고하고 주가버블을 방지하는 등 시장에 긍정적인 기능을 한다. 다만, 소유하지 않은 증권을 매도함으로써 결제불이행이 발생할 수 있고, 불안한 시장상황에서 공매도가 발생하는 경우 시장불안이 가속화될 잠재적인 위험(potential risk)이 존재하여<sup>108)</sup> 각국의 증시는 다양한 규제 수단을 마련하고 있다.

우리 증시에서는 공매도로 인한 결제불이행을 방지하기 위해 공매도를 원칙적으로 금지하되, 차입한 증권을 매도하는 차입공매도(covered short selling)<sup>109)</sup>는 예외적으로 허용하고 있으며, 회원은 투자자의 매도주문을 수탁하는 경우 공매도인지 여부와 차입 여부를 확인하고 공매도 여부를 구분하여 표시

106) 자본시장법 제180조제1항

107) 예를 들어, A주식의 현재가가 10,000원인데 가격이 하락할 것을 예상하여 1,000주를 차입하여 매도(1,000만원 수입)하고 향후 가격이 8,000원으로 하락하면 1,000주를 매수(800만원 지출)하여 상환하면 총 200만원의 수익이 발생(차입비용 등 제외)할 수 있다.

108) IOSCO, Regulation of Short Selling, Final Report(2009. 6) p.7

109) 매도주문 제출시점에 차입계약도 성립되지 않아 결제일에 결제불이행 위험이 존재하는 무차입공매도(naked short selling)과 구분된다.

(flagging)하도록 의무를 부과하고 있다.<sup>110)</sup> 또한, 공매도로 인한 시장불안을 방지하기 위해 직전 체결가격 이하인 공매도 주문을 금지(업틱룰)하고<sup>111)</sup> 공매도잔고 보고제도<sup>112)</sup>도 도입하여 운영하고 있으며, 공매도잔고 공시제도도 도입할 예정이다.<sup>113)</sup>

해외 주요 증시의 경우에도 '08년 글로벌 금융위기 이후 공매도로 인한 결제불이행을 방지하기 위해 무차입공매도를 금지하였고 회원이 투자자의 주문 수탁 시 결제 가능 여부를 확인하도록 의무화하였다. 한편, 싱가포르 증시의 경우 공매도의 시장영향이 크지 않다는 판단에 따라 여전히 무차입공매도도 허용하는 등 공매도를 매우 자유롭게 허용하고<sup>114)</sup> 있으며, 유럽 지역<sup>115)</sup>에서는 거래불편 등 규제비용이 과다하다는 판단에 따라 공매도의 구분 표시를 요구하고 있지는 않다.

그리고 일부 증시에서는 공매도로 인한 가격하락 압력을 완화하기 위해 업틱룰을 적용하고 있으나, 미국, 일본에서는 전일종가 대비 주가가 10% 이상 가격이 하락한 종목에 대해서만 일시적으로 업틱룰을 적용하고 있다. 또한, 극단적인 시황급변 등 필요한 경우 공매도를 금지할 수 있는 근거도 마련하고 있으나, 제한적인 범위에서 일시적으로만 적용하고 있다.

이와 같이, 최근 대부분의 증시에서는 공매도의 순기능을 고려하여 가격제한 등 공매도에 대한 직접적인 규제는 지양하고 있으며, 투명성을 제고하는 등 간접규제로 전환하는 추세이다. 즉, EU와 일본 증시의 경우 투자자를 심리적으로 압박함으로써 투기적인 공매도를 억제하기 위해 대량의 공매도 포지션을 보유한 투자자를 공시하고 있으며, 호주와 홍콩 증시의 경우 정확한 공매도 현황을 파악하여 시장의 기능을 제고하기 위해 종목별 공매도 포지션 보고 공시제도를 도입하여 운영하고 있다.<sup>116)</sup>

110) 자본시장법 시행령 제208조제2항 및 한국거래소 유가증권시장 업무규정 제17조

111) 다만, 가격이 계속 상승하고 있는 경우에는 직전 체결가격과 같은 가격의 공매도 주문을 허용하고, 주식LP의 매도, ETF, ETN, 및 ELW LP의 헤지거래 등 시장의 불안을 야기할 우려가 없는 거래 유형에 대해서는 업틱룰을 적용하지 않는다.

112) 순보유잔고(net short position)가 발행주식총수의 0.01% 이상인 투자자는 T+3일까지 금융위원회 및 거래소에(금융감독원 홈페이지를 통해) 보유잔고 등을 보고하여야 한다(자본시장법 시행령 제208조제2항제3호 및 금융투자업규정 제6-31조).

113) '14. 2월 관련 자본시장법 개정안(김종훈 의원 대표발의)이 국회에 제출되어 계류 중에 있다.

114) 다만, SGX는 '13년부터 공매도 여부를 표시하도록 의무화하여 공매도 관련 규제를 최초로 시행하였다([http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/marketinfo/marketing\\_of\\_sell\\_orders](http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/marketinfo/marketing_of_sell_orders)).

115) EU의 경우 공매도에 대한 공동 대응을 위해 EU법을 제정하여 회원국에 직접 적용(EU법의 직접효)하고 있다(REGULATION (EU) No 236/2012 OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL on short selling and certain aspects of credit default swaps).

116) 대부분의 증시에서는 투자자에게 직접 보고 및 공시의무를 부과하나, 미국 및 캐나다에서는 브로커-딜러 등에 대해서 의무를 부과하고 있다.

표 16 주요 증시의 공매도 규제

지역	국가명	무차입 공매도	호가표시 의무	가격제한 (uptick rule)	포지션 보고·공시
북미	미국	×	○	○ (전일대비 10% 하락 시, 최우선매수 기준)	○
	캐나다	×	○	×	○
유럽		×	×	×	○ (0.2% 보고, 0.5% 공시)
아시아	일본	×	○	○ (전일대비 10% 하락 시, 직전가 기준)	○ (0.2% 보고, 0.5% 공시)
	홍콩	×	○	○ (전일대비 10% 하락 시, 직전가 기준)	○ (0.02% 보고, 집계공시)
	싱가포르	○	○	×	×
	호주	×	○	×	○ (0.01% 보고, 집계공시)
	한국	×	○	○ (직전가 기준)	○ (0.01% 보고)

※ 출처 : 각 거래소 홈페이지

## V. 시사점

### 1. 투자자의 거래편의 제고

우리 증시는 과거 점심휴장시간을 폐지하여 매매거래시간을 1시간 연장한 바 있으나, 우리 증시의 매매 거래시간은 주요 증시의 매매거래시간에 비해 여전히 짧은 수준이다. 또한, 유럽 지역 증시의 매매거래 시간과 중첩, 중국 증시와의 장종료 시점 일치 등을 통해 해외 시장에서 발생한 정보를 우리 증시에 신속하고 효율적으로 반영할 필요<sup>117)</sup>가 있다. 따라서, 투자자에게 추가적인 거래기회를 부여하고 우리 시장의 경쟁력을 제고하기 위해 매매거래시간을 연장할 필요가 있다. 다만, 신규 거래수요의 창출 없이 거래시간만 연장되는 경우 오히려 시장의 질적수준(market quality)이 저해될 우려가 있으므로 충분한 사전 검토가 필요할 것으로 생각된다.

<sup>117)</sup> 장종료후 시간외시간대의 정보가 중요해짐에 따라 당일종가 대비 ±5%였던 시간외단일가매매 시 가격범위를 ±10%로 확대('14. 9월) 한 바 있다.

다음으로, 우리 증시에서는 높은 호가가격단위가 투자자의 거래비용을 증대시킨다는 주장이 지속적으로 제기되고 있다. 특히, 우리 증시의 호가가격단위비율은 주요 증시에 비해 높은 수준이므로, 투자자의 거래비용을 절감하고 시장의 경쟁력을 제고하기 위해 호가가격단위를 축소할 필요가 있다. 다만, 최근 일부 증시에서는 지나치게 낮은 호가가격단위로 인한 부작용을 방지하기 위해 호가가격단위의 상향을 추진하고 있으므로, 해당 사례를 참고하여 적절한 수준의 호가가격단위를 정할 필요가 있다.

### 2. 다양한 거래수요 수용

최근 전자통신기술의 발달에 따라 국내외 거래장소(trading venue)간 경쟁에서 주문의 처리 및 체결 속도가 중요한 경쟁요소가 되었다. 이에 따라, 대부분의 주요 거래소에서는 보증형 DMA, Co-location 등의 서비스를 제공하며 다양한 시장참가자를 유치하고 있어, 우리 증시에서도 투자자에게 신속한 매매 거래 환경을 제공하기 위한 다양한 서비스를 제공할 필요가 있다. 다만, Flash Crash, Knight Capital 시스템 오류<sup>118)</sup> 등 해외의 고빈도매매 관련 전산사고를 고려할 때 고빈도매매 등은 시장참가자 본인뿐 아니라 시장전체에 미치는 파급효과가 매우 크므로, 과다호가 제한, 착오구제제도<sup>119)</sup> 등 위험관리 체계도 동시에 구축할 필요가 있다.

또한, 우리 증시에서는 주문의 유형과 조건을 제한적으로 제공하고 있는 바, 투자자의 다양한 거래수요를 충족하기 위해 해외 증시에서 제공하고 있는 주문 유형 및 조건을 참고하여 우리 증시환경에 적합한 주문 유형과 조건은 적극적으로 수용할 필요가 있다.

### 3. 가격안정화장치 개편

가격제한폭은 변동성완화장치 도입 이전 개별종목에 대한 유일한 가격안정화 장치로서 투자자 보호에 상당히 기여한 것으로 평가되나, 신속한 가격발견을 저해하고, 오히려 상한가 굳히기 등 불공정거래에 악용되거나 자석효과(magnetic effect)<sup>120)</sup> 등에 따라 변동성을 확대하는 부작용이 존재한다.

<sup>118)</sup> '12. 8월 Knight Capital 시스템 오류로 최우선호가로 제출되어야 할 주문이 상대방 최우선호가 가격으로 45분간 반복 제출되어 140여개 종목의 주가가 비정상적으로 형성되고, Knight Capital은 약 USD 4.4bil 손실이 발생하였다.

<sup>119)</sup> 파생상품시장에서는 착오 등으로 일정한 가격범위를 벗어나 매매거래가 체결된 경우 피해를 구제할 수 있는 제도를 도입·운영하고 있으나, 증권시장의 경우 가격제한폭 및 호가의수량 제한(상장주식수의 5%) 등으로 손실이 제한적일 것으로 판단하여 착오구제제도를 도입하지 않았다.

<sup>120)</sup> 주가가 가격제한폭에 다가갈 때 가격제한폭이 자석과 같이 작용하여 주가를 가격제한폭으로 끌어당기는 현상을 말하며, 변동성을 완화하기 위한 가격제한폭이 변동성을 오히려 확대할 수 있다고 지적한다.(최우석, 이상빈, <가격제한폭의 사전적 효과인 자석효과와 비대칭성에 관한 실증연구, 경영학연구> 제32권 제5호(2013. 10))



또한, 변동성완화장치가 도입되어 저유동주 등의 불필요한 가격변동을 축소시켜주는 등 개별종목의 가격안정화를 위한 대안 수단도 성공적으로 정착한 것으로 평가되므로<sup>121)</sup> 가격제한폭은 확대 또는 폐지를 추진할 필요가 있다.

또한, 가격제한폭 확대 또는 폐지 시 시장의 변동성이 증대될 개연성이 존재하므로 변동성완화장치의 범위를 확대하여 정적 변동성완화장치를 도입할 필요가 있다. 또한, 코스피지수가 10% 하락한 경우 발동되는 현행 서킷브레이커제도로는 시장전체의 가격 급락 위험에 적절히 대응하기에 어려움이 존재하므로 발동기준을 현실화하는 등 개선이 필요한 것으로 판단된다.

한편, 정적 변동성완화장치를 도입하게 되면 우리 증시는 가격제한폭, 동적 및 정적 변동성완화장치, 서킷브레이커 제도를 모두 구비하게 되어, 다른 해외 증시<sup>122)</sup>에 비해 지나친 규제에 대한 우려가 존재할 수 있다. 따라서 변동성완화장치의 효과 등을 고려하여 직접적으로 매매거래를 제한하는 가격제한폭은 궁극적으로는 폐지하고 개별종목의 가격안정화 장치는 변동성완화장치로 단일화하는 등 가격안정화장치를 단순화할 필요가 있다.

마지막으로, 해외 주요 증시에서는 가격제한 등 공매도를 직접 제한하기보다는 투명성을 강화하는 등 간접적으로 규제하는 추세이나, 우리 증시에서는 공매도의 시장영향에 비해 매우 엄격한 규제를 적용하고 있으며, 업틱룰을 공매도로 인한 시장불안을 방지할 수 있는 유일한 수단으로 생각하고 있다. 하지만 향후 변동성완화장치가 정착되고 공매도포지션 공시제도가 도입되면 투기적인 공매도를 적절히 관리할 수 있어 상시적인 규제인 업틱룰은 개선할 필요가 있다. 이때, 가격이 급락한 종목에 대해서만 예외적으로 업틱룰을 적용하는 해외사례를 참고할 수 있을 것이다.

#### 4. 매매체결방법 정비

해외 증시에서는 단일가매매의 가격발견 기능을 제고하고 변동성을 완화하기 위해 랜덤엔드, Market Order Interruption 등 다양한 수단을 마련하고 있는 바, 우리 증시에서도 단일가매매의 효율성 제고 등을 위해 체결절차 등을 개선할 필요가 있다. 특히, 우리 증시의 랜덤엔드는 변동성완화장치와 유사한 측면이 있어 제도 간 충돌은 제거되되 허수성호가에 의한 시장교란행위는 방지하기 위해 단일가매매 시 주문접수는 항상 무작위로 종료하도록 개선할 필요가 있다.

121) 변동성완화장치 발동건수 중 80%가 시장전체의 일평균 거래량 이하인 저유동주에서 발동되었고, 변동성완화장치 발동 이후 절반 이상의 종목에서 가격변동폭이 축소되고 전체적으로 가격변동률도 1.5%p 완화되면서 주가 안정화에 기여한 것으로 평가된다.

122) 미국은 '동적 변동성완화장치 + 서킷브레이커', 유럽은 '동적 변동성완화장치 + 정적 변동성완화장치', 일본은 '가격제한폭 + 동적 변동성완화장치 + 정적 변동성완화장치' 체계이다.

또한, 주문주도형시장인 우리 증시에서는 일부 고유동주에 거래가 집중되는 등 종목별로 유동성 수준의 편차가 발생하고 있으며, 향후 가격제한폭이 확대 또는 폐지되는 경우 저유동주의 변동성이 확대될 우려가 존재한다. 따라서 저유동주의 변동성을 완화하고 유동성을 제고하기 위해 정규시장의 매매거래시간 중에 저유동주에는 단일가매매 방식을 적용하거나, 시장관리상 필요한 경우 거래소가 직접 유동성공급자를 지정하여 시장관리를 할 수 있는 방안을 고려해볼 필요가 있다.

마지막으로 동시호가 수량배분 방식은 가격제한폭이 존재하는 상황에서 시가 등이 상하한가로 결정되는 경우 시간상 후순위 투자자는 우선순위를 확보할 수 있는 방법이 없어, 이를 보호하기 위해 운영하고 있는 제도이다. 따라서 가격제한폭이 확대되거나 폐지되는 경우 동시호가 제도를 운영할 실익이 미미해지나, 전산시스템 운영 부담이 상당하고 투자자의 이해에도 어려움이 존재하므로 동시호가 수량배분 방식은 폐지할 필요가 있다.

#### 5. 기타사항

현재 우리 증시의 사전적 투명성은 제출된 대부분의 주문을 공개할 수 있는 수준인 10단계의 정보를 공개하고 있으나, 해외 주요 증시에 비해 공개되는 정보의 범위가 좁은 편이다. 특히, 향후 호가가격단위 변경 시 시장심도 등에 변화가 발생할 수 있으므로 적절한 정보공개 범위를 재설정할 필요가 있다.

다만, 우리 증시에서는 시장전체의 투자자별 거래현황 및 회원별 거래현황을 실시간으로 공개하는 등 체결 정보의 공개범위는 상당히 넓으며, 해당 정보를 공개함에 따라 특정 투자주체의 포지션이 노출되거나 추종매매 등이 발생하여 정보의 효율성을 저해할 우려가 있다. 따라서 사후적 투명성의 적정성 여부에 대해서도 재검토할 필요가 있다.

참고문헌

【 국문 】

- 김정수, 자본시장법원론, 제2판(2014. 5)
- 김형배, 민법학강의, 제14판(2015. 2)
- 금융위원회, 공매도 제도 개선방안, 보도자료(2013. 11. 13)
- 금융위원회, 주식시장 발전방안, 보도자료(2014. 11. 26)
- 엄경식·빈기범·정순섭, 증권거래시장의 환경변화와 대응방안, 한국거래소 연구용역(2010. 12)
- 이정범·이주영, 매매체결시스템과 시장효율성에 대한 고찰, 한국증권연구원(1998. 6)
- 이인형·표영선, DMA 개요와 국내외 현황, 자본시장연구원(2011. 10. 28)
- 이인형·김준석·박용린·황세운, 국내외 자본시장 환경변화에 대응한 발전방향, 한국거래소 연구용역(2010. 12)
- 증권거래소, 한국증권시장의 매매거래제도, (2000. 8)
- 증권거래소, 주요국의 주식시장제도, (2002. 12)
- 채형복, 유럽연합법, 제2판(2009. 11)
- 최우석, 이상빈, 가격제한폭의 사전적 효과인 자석효과와 비대칭성에 관한 실증연구, 경영학연구 제32권 제5호(2013. 10)
- 태희, 주식시장의 글로벌화와 매매거래시간의 역할, 자본시장연구원 자본시장Weekly 2014-42호(2014. 11)
- 한국거래소, 한국거래소 선진화 전략 발표, 보도자료(2014. 1. 8)
- 한국거래소, 2013 주식시장 매매제도의 이해, (2013. 9)
- 한국거래소, 2014년 주식시장 매매제도 개선에 따른 시장영향 분석, 보도자료(2014. 12. 22)
- 한상범·이은정, 각국의 증권거래제도 및 거래시스템 비교분석, 한국증권연구원(2001. 6)

【 영문 】

- ASX, Australian Cash Equity Market, (2013)
- Borsa Italiana, Borsa Italiana Equity Markets, (2013. 1)
- Charles-Albert Lehalle, Sophie Laruelle, Market Microstructure in Practice, (2014)
- DB, Market Model Equities, Xetra Release 15.0(2014. 11. 03)
- DB, Market Model Continuous Auction, Xetra Release 15.0(2014. 11. 03)
- Eric Budish, Peter Cramton, John Shim, The High-Frequency Trading Arms Race: Frequent Batch Acutons as a Market Design Response, Meeting of the CFTC Technology Advisory Committee(2014. 2. 10)
- Essvale Corporate Limited, Business Knowledge for IT in Trading and Exchanges, (2008. 11. 21)
- Euronext, Trading Manual for the Universal Trading Platform, Euronext Instruction 4-01(2015. 2. 27)
- Frederic Abergel, Jean-Philippe Bouchaud, Thierry Foucault, Charles-Albert Lehalle, Mathieu Rosenbaum, Market Microstructure : Confronting Many Viewpoint, (2012)
- Grant Thornton, The Trouble with small tick sizes, (2012. 9)
- HKEx, Proposal for Introduction of Volatility Control Mechanism in the Securities and Derivatives Markets and Closing Auction Session in the Securities Market, Consultation Paper(2015. 1.)
- IOSCO, Principles for Direct Electronic Access to Markets, (2010. 8)
- IOSCO, Regulation of Short Selling, Final Report(2009. 6)
- IOSCO, Transparency and Market Fragmentation, Report from the Technical Committee of the IOSCO(2011. 11)
- JPX, Action Plan for Consolidating Trading Units, Press Release(2007. 11)
- JPX, Completion of Trading Unit Consolidation Period and Strat of Transition to 100 Share Trading Units, Press Release(2014. 3)

- JPX, Guide to TSE Trading Methodology, (2012. 3. 26)
- JPX, Results of Discussion on Extension of Trading Hours, Press Release(2014. 11. 25)
- Larry Harris, Trading and Exchanges : Market Microstructure for Practitioners, (2003)
- LSE, A Guide to London Stock Exchange Trading Services for Equity Securities
- LSE, Consultation on the Market Structure for the Introduction of an Intra-day Auctions for SETS Equities and IOB, (2014. 3. 19)
- OSE, Oslo Bors to reduce opening hours, Press Release(2012. 6. 29)
- OSE, Current Opening Hours for Trading in Equities to be Continued, Press Release(2013. 9. 2)
- Robert A. Schwartz & Reto Francioni, Equity Markets in Action (Wiley Trading)(2004. 7. 23)
- Robert A. Schwartz, John Aidan Byrne & Antoinette Colaninno, Call Auction Trading (Kluwer Academic Publishers)(2013. 10. 4)
- Robert A. Schwartz, The Electronic Call Auction : Market Mechanism and Trading (Kluwer Academic Publishers)(2013. 10. 4)
- Robert A. Schwartz, Reshaping the Equity Market : A Guide for the 1900s, (Harper Businee)(1991)
- SEC, Amendment to Regulation SHO, Release No. 34-61595(2010. 2. 24)
- SEC, Enhancing Our Equity Market Structure, Global Exchange and Brokerage Conference Speech(2014. 6. 5)
- SEC, Notice of Filing of Proposed Rule Change Adopting New Rule 124 to Conduct a Midday Auction and Amending Rule 104 to Codify the Obligation of Designated Market Makers to Facilitate the Midday Auction, Release No. 34-74281(2015. 2. 17)
- SEC, Report to Congress on Decimalization, (2012. 7)
- SGX, Review of Securities Market Structure and Practices, Consultation Paper(2014. 2)
- SGX, Proposed Dynamic Circuit Breakers on th SGX-ST Market, Consultation Paper(2013. 6. 12)

### 【 참고 Website 】

- KRX [www.krx.co.kr](http://www.krx.co.kr)
- ASX [www.asx.com.au](http://www.asx.com.au)
- DB [deutsche-boerse.com](http://deutsche-boerse.com)
- Euronext [www.euronext.com](http://www.euronext.com)
- HKEx [www.hkex.com.hk](http://www.hkex.com.hk)
- JPX [www.jpx.co.jp](http://www.jpx.co.jp)
- LSE [www.londonstockexchange.com](http://www.londonstockexchange.com)
- Nasdaq [www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)
- NYSE [www.nyse.com](http://www.nyse.com)
- SGX [www.sgx.com](http://www.sgx.com)
- TSX [www.tmx.com](http://www.tmx.com)

