

ATS(대체거래소) 속성 대비반



Derivatives Analyst

조민규

☎ (02) 3772-2633

✉ minkyu.cho@shinhan.com

Strategist

노동길

☎ (02) 3772-4455

✉ dk.noh@shinhan.com

대체거래소, 지피지기면 백전백승

대체거래소 넥스트레이드가 3월 4일부터 영업을 개시하며 복수 거래소 시대가 막을 올린다. 대체거래소 도입에 따라 크게 세 가지 편익 증진이 기대된다. 첫 번째로, 거래 가능한 시간이 확대된다. Pre-After마켓 도입으로 장마감 후 발표되는 올빼미 공시나 뉴스, 중국 및 인도 주식시장 마감시황에 대응할 수 있다. 두 번째로, 주식 거래 시 거래소를 선택할 수 있게 된다. 거래소를 선택하지 않은 경우 SOR(자동주문전송시스템)에 따라 주문이 접수된다. 마지막으로, 스톱호가, 중간가호가 등 새로운 호가가 도입돼 다양한 투자전략을 구사할 수 있게 된다.

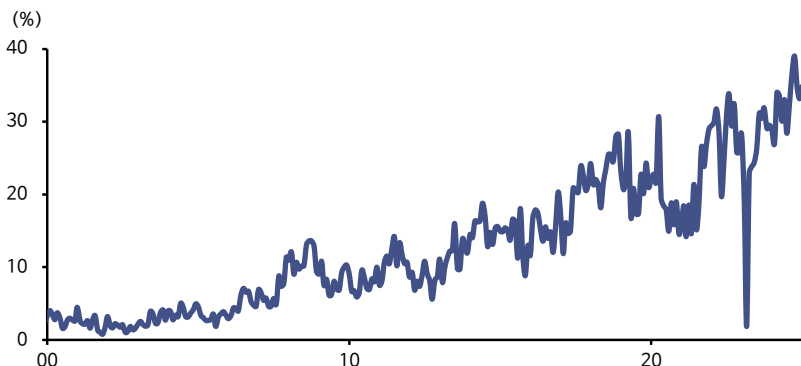
대체거래소 도입에 확대되는 알파 추구 기회

대체거래소 도입에 따른 시장 미시구조 변화는 알파 추구 기회를 확대할 것으로 전망한다. 복수 거래소 체제 도입은 Latency Arbitrage(지연 차이거래)가 활발해질 것으로 예상된다. 선진국 사례를 확인해보면, 대체거래소 활성화는 Latency Arbitrage 확대를 초래했으며, 이는 HFT(고빈도매매) 발달로 이어졌다. 또한, 대체거래소의 저렴한 거래수수료, Maker(물량조성자)에게 유리한 수수료 구조는 차이거래 기회 확대의 촉진제 역할을 할 전망이다.

이제 막 걸음마를 댄 복수거래소 체제, 안정적인 정착 기대

복수거래소 체제는 이제 막 걸음마를 시작했기에 한계도 있다. 한국거래소와 크게 달라지지 않은 처리성능, 적은 종목수, 거래량 규제가 이에 해당한다. 일본은 대체거래소 출범 초기 각종 규제로 거래량 부진했으나 규제 철폐 이후 점유율이 상승했다. 한국은 일본대비 완화적인 규제와 최선집행의무가 수립됐다는 점에서 대체거래소의 안정적 정착을 기대한다.

프로그램 매매 거래량 비중 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

대체거래소 속성 대비반

대체거래소, 지피지기면 백전백승

대체거래소, 자본시장 선진화 일환

대체거래소 넥스트레이드가 3월 4일부터 영업을 개시하며 복수 거래소 시대가 막을 올린다. 지피지기면 백전백승이다. 대체거래소와 함께 변하는 시장구조에 대해서 정확히 먼저 이해할수록 추가 수익 창출의 기회는 찾을 수 있다. 대체거래소 도입 의의, 복수 거래소 체제 도입에 따른 거래환경 변화, 시장 미시구조 변화를 점검해보고 새로운 알파 창출 기회 등을 점검해볼 필요가 있다.

넥스트레이드 주요 주주: 금융투자협회와 증권회사

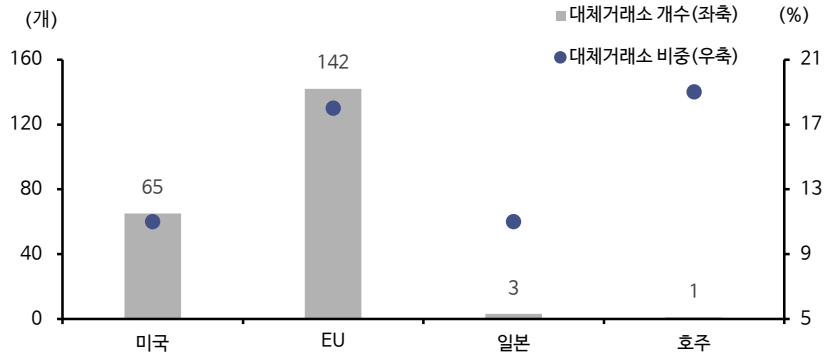
대체거래소 넥스트레이드가 3월 4일부터 영업을 개시하며 복수 거래소 시대가 막을 올린다. 지피지기면 백전백승이다. 대체거래소와 함께 변하는 시장구조에 대해서 정확히 먼저 이해할수록 추가 수익 창출의 기회는 찾을 수 있다. 대체거래소 도입 의의, 복수 거래소 체제 도입에 따른 거래환경 변화, 시장 미시구조 변화를 점검해보고 새로운 알파 창출 기회 등을 점검해볼 필요가 있다.

넥스트레이드는 금융투자협회와 증권사들이 설립한 회사다. 금융투자협회와 7개 증권회사가 지분 6.64%, 그외 19개 증권사가 지분 1.71%를 출자했다. 넥스트레이드는 2023년 7월 최초로 대체거래소 예비인가를 획득한 이후 올해 2월 5일 본인가를 획득, 3월 4일부터 영업을 개시한다. 2013년 8월 제도 도입 이후 12년 만의 대체거래소 출범이다.

미국, 유럽, 일본 등 주요 선진국들은 현재 정규거래소 외 1개 이상의 대체거래소를 운영 중

미국, 유럽, 일본 등 주요 선진국들은 현재 정규거래소 외 1개 이상의 대체거래소를 운영 중이다(미국 65개, 유럽 142개, 일본 3개, 호주 1개 등). 해당 국가들은 1) 시장 다양성 확대, 2) 넓은 국토로 인한 거래시간 시차문제, 3) IT기술 혁신에 따른 거래형태 변화로 인해 대체거래소 필요성이 대두됐다. 그 결과, 선진국 대체거래소는 거래소 집중 의무가 폐지되며 생겨났고, 미국 Reg NMS, 유럽 MiFID 등을 통해 활성화됐다. 현재 선진국 대체거래소의 시장점유율(거래금액 기준)은 11~19% 수준을 기록하고 있다. 선진국들은 거래소 도입에 따른 경쟁 촉진으로 거래 속도 개선, 거래소 선택 확대 등을 경험했다. 국내 주식시장에서도 대체거래소가 도입됨에 따라 크게 세 가지 편익 증진이 기대된다.

세계 주요 선진국 대체거래소 도입 현황



자료: 금융위원회, 신한투자증권

1) Pre-After마켓 도입으로 유연한 대응 가능

대체거래소 출범으로
8시~20시까지
하루 12시간 거래 가능

첫 번째로, 거래 가능한 시간이 확대된다. 대체거래소 출범으로 기존 메인마켓(9시~15시 30분)에 더해 Pre마켓(8시~ 8시 50분)과 After마켓(15시 30분~20시)이 추가되며 오전 8시부터 20시까지 거래가 가능해진다.

메인마켓을 제외한 시간
대에 거래소별 주문이 불
가능한 시간이 있고, 가
능한 주문이 달라 유의

하루 12시간 거래가 가능해지면서 장마감 후 발표되는 올빼미 공시나 뉴스에 대응 가능해진다. 현재 금융감독원 전자공시시스템 공시시간은 7시 30분부터 18시 까지다. 대체거래소 도입으로 거래 가능 시간이 확대되면 7시 30분부터 8시까지를 제외하면 공시시간 내에서 대응이 가능하다. 매크로 이벤트에도 대응할 수 있다. 중국 및 인도 주식시장 마감시황(중국 16시 마감, 인도 19시 마감), 17시 시작하는 유럽 주식시장 개장 상황, 18시 시작하는 미국 Pre마켓 개장 상황을 반영 가능하다(서머타임 적용 시 각각 16시, 17시 시작).

대부분은 한국거래소의
시장조치 기준 준수해
큰 혼란은 없을 전망

메인마켓을 제외한 시간대에 거래소별 주문이 불가능한 시간이 있고, 가능한 호가방식이 달라 유의해야 한다. 유의사항은 크게 네 가지가 있다. 1) 한국거래소가 단일가매매 시간에도 대체거래소에서는 즉시 매매체결이 이뤄진다. 2) 시가 결정 전 10분간(8시 50분~9시) 및 한국거래소 종가 단일가매매 시간(15시 20분~15시 30분)에는 대체거래소 거래를 일시 중단한다. 3) After마켓 대상 종목은 시간 외 단일가에서는 거래가 불가능하다. 4) Pre마켓과 After마켓에서는 공매도가 허용되지 않는다.

대체거래소는 대부분 한국거래소의 시장조치 기준을 따라 큰 혼란은 없을 전망이다. 대표적으로 가격 변동폭(한국거래소 전일 종가 ±30%, Pre·After마켓에서도 동일)과 거래정지, 서킷브레이커, 사이드카 등 시장안정 조치가 양 시장 동일하게 적용된다. 변동성 완화장치(VI)는 대체거래소 자체적으로 운영되나 한국거래소와 동일한 기준으로 적용된다.

대체거래소 도입에 따른 거래시간 변화



자료: 넥스트레이드, 신한투자증권

2) 이제는 거래소를 선택하는 시대

- 복수거래소 체제
 1) 원하는 거래소를 지정하거나
 2) 증권사의 SOR을 통해 자동으로 주문

두 번째로, 복수거래소 체제에 투자자들은 거래소를 선택할 수 있게 된다. 투자자는 기존에 한국거래소 독점 체제였기 때문에 원하는 거래소를 고를 수 없었다. 대체거래소 도입 이후에는 투자자가 한국거래소와 넥스트트레이드 중 원하는 거래소를 지정해서 주문 가능해진다.

- 거래가능 종목은
 1주차 10개 종목에서
 4주차 800개 종목까지
 순차적으로 확대될 예정

거래소를 지정하지 않고 주문할 수도 있다. 이 경우, 증권사의 SOR(자동주문전송시스템)을 통해 자동으로 주문을 넣게 된다. SOR을 통해 주문을 넣을 경우, 최선집행의무에 따라서 주문이 집행된다. SOR이 최선집행 일반원칙을 따를 때 Taker 주문(즉시 체결 주문)은 가격·수량·거래비용을 감안해 총금액이 가장 유리한 방법으로 집행된다. Maker 주문(즉시 체결되지 않고 대기해야 하는 주문)은 호가잔량·스프레드 등을 고려해 체결가능성이 높은 시장에 집행된다.

거래가능 종목은 1주차 10개 종목을 시작으로 2주차 110개 종목→3주차 350개 종목→4주차 800개 종목으로 순차적으로 확대될 예정이다. 매 분기말 5거래일 전에 종목이 선정되며, 1) KOSPI200, KOSDAQ150 종목이거나 2) 1번 기준을 제외한 종목 중 KOSPI 및 KOSDAQ 각각 300위 및 400위 이내 및 거래대금 상위 50% 이내 종목으로 다음 분기 첫 매매일 변경된다. 지수 편입 예정 종목이나 신규 상장 종목(상장일 상장 시장 시총 상위 50% 이내)은 수시로 변경된다.

최선집행의무 일반원칙 개요

구분	내용
① 원칙	투자자 별도 지시 우선: 특정시장 선택 등으로 별도 지시 가능
② 원칙	Taker 주문 (즉시체결주문) Maker 주문 (물량조성주문)
매수	총비용이 투자자에게 유리한 시장으로 우선 배분 * (주문 가격 × 매수수량) + 거래비용
매도	총대가가 투자자에게 유리한 시장으로 우선 배분 * (주문 가격 × 매도수량) - 거래비용

주문시점의 각 시장의 주문접수 상황 등을 고려하여 매매체결 가능성이 높은 시장으로 배분

자료: 금융감독원, 신한투자증권

1주차 넥스트트레이드 거래가능 종목

코드	종목명	코드	종목명
023530	롯데쇼핑	215000	골프존
030000	제일기획	086450	동국제약
120110	코오롱인더	056190	에스에프에이
032640	LG유플러스	122870	와이지엔터테인먼트
010950	S-Oil	078340	컴투스

자료: 넥스트트레이드, 신한투자증권

3) 새로운 호가 도입에 따른 전략 다양화

마지막으로, 대체거래소 출범과 함께 새로운 호가가 도입돼 다양한 투자전략을 구사할 수 있게 된다. 새로운 호가는 더 빠른 주문과 더 유리한 호가 제시를 가능하게 도와주는 수단으로써 적극적으로 사용할 필요가 있다.

스탑호가:
 특정 가격에 도달하면
 지정가 호가를 내는 호가

새롭게 두 가지 호가가 추가 됐다. 하나는 스타프호가다. 스타프호가는 특정 가격에 도달하면 지정가 호가를 내는 호가 우선 제시 가능한 호가이다. 현재가 12,000원 일 때, 시장가격이 13,000원 도달시, 13,500 지정가 매수 주문을 넣는 호가 주문이다. 단순히 특정 가격에 도달 시 호가를 제시하는 것보다 더 빠른 주문이 가능하다. 시장가격의 변동과 연계하여 손절매·분할매수 등으로 활용하며 전략적으로 사용할 수 있다.

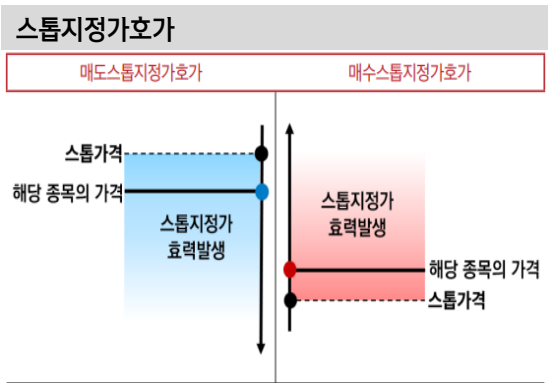
중간가호가:
 최우선 매수·매도 호가의
 중간가격으로 가격이 자
 동 조정되는 호가 내는
 호가

또 다른 하나는 중간가호가다. 중간가호가는 최우선 매수·매도 호가의 중간가격으로 가격이 자동 조정되는 호가이다. 최우선 매도호가 10,100원이고 최우선 매수호가 10,000원일 경우, 중간가호가 10,050원으로 접수된다. 최우선 매도호가 10,080원으로 하락시 중간가호가 10,040원으로 자동 조정된다. 주목해야 할 점은 호가 단위 세분화 효과가 있다는 점이다. 최소 호가단위보다 세분해서 호가를 제시할 수 있어 유리한 호가 제시가 가능하다.

**호가 유형은 각각 제출
 가능한 시간대가 달라 유
 의 필요**

호가 유형은 각각 제출 가능한 시간대가 달라 유의해야 한다. 메인마켓에서는 공모도를 포함해 모든 호가 유형(지정가, 최유리지정가, 최우선지정가, 중간가호가, 스톱지정가호가)을 활용할 수 있다. 종가 단일가매매 시간(15시 20분~30분)에는 한국거래소에서, After마켓 단일가 접수 시간(15시 30~40분)에는 넥스트레이드에서 지정가만 제출할 수 있다. Pre·After마켓에서는 지정가, 최유리지정가, 최우선 지정가 호가 제출이 가능하다.

주문 효력에도 차이가 있다. Pre마켓에서 접수된 지정가주문은 같은 날 After마켓까지 주문효력이 유지된다. 반면에 정규장에서 체결되지 않은 중간가 주문이나 스톱지정가 주문은 메인 시장 종료 시점에 모두 자동 취소된다.



매도	가격	매수
-	3,010	-
80	3,005	-
-	3,000	-
100 (중간가 호가)	2,997 (중간가 가격)	-
-	2,995	-
-	2,990	70

자료: 넥스트레이드, 신한투자증권

자료: 신한투자증권
 주: 3,005원에 80개의 매도 주문, 2,990에 70개의 매수 주문이 있을 때, 100개의 중간가 호가를 내는 경우(중간가 가격 = 2,997원)

대체거래소 도입에 확대되는 알파 추구 기회

1) Latency Arbitrage 개화와 HFT의 확산

복수 거래소 체제에 Latency Arbitrage 활발해질 전망

대체거래소 도입에 따라 시장 미시구조에 변화가 생기면서 알파 추구 기회도 확대될 것으로 전망한다. 특히, 기존에 없던 복수 거래소 체제가 구축됨에 따라 Latency Arbitrage(지연 차이거래)가 활발해질 것으로 예상된다.

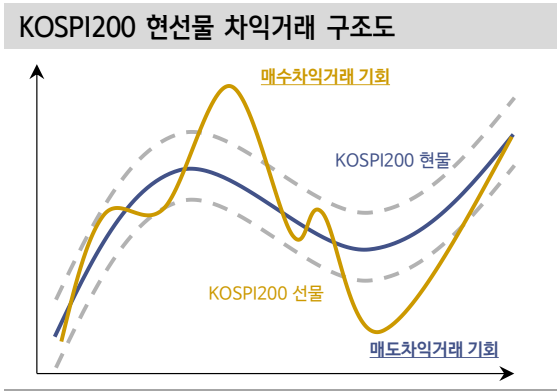
Latency Arbitrage는 거래소 간 주문 및 데이터 전송 속도의 차이를 이용하여 가격 차익을 실현하는 초고속 차이거래 전략이다. 예를 들어, 한국거래소에서 주가가 1,000원으로 변했을 때, 네트워크 지연(latency)으로 인해 넥스트레이드에서는 아직 990원에 머물러 있다면, 이 차이를 이용하여 한국거래소에서 매도하고 넥스트레이드에서 매수하여 10원의 이익을 실현할 수 있다. 선물시장과 현물시장 간 차이거래 기회도 확대될 수 있다. 선물이 고평가 상태일 때 양 거래소에서 앞선 상황과 같은 주가를 형성하고 있다면, 선물을 매도하고, 현물이 더 저렴한 넥스트레이드에서 현물을 매수하면 초과 수익 수취가 가능하다.

복수 거래소 체제 도입 통한 Latency Arbitrage 확대는 선진국 HFT 발달로 이어져

대체거래소를 먼저 도입한 선진국 사례를 확인해보면, 대체거래소 활성화는 Latency Arbitrage 확대를 초래했고, 이는 HFT(고빈도매매) 발달로 이어졌다. 미국은 2007년을 기점으로 HFT가 급속히 발달했는데 그 배경에는 Reg NMS(시장 시스템 규제)가 있었다. 2007년 시행된 Reg NMS는 시장 전체의 모든 주문에 대한 최선집행의무를 준수하도록 규정했다. 이에 따라 거래소 간 경쟁이 촉진됐고, 대체거래소는 낮은 거래비용과 빠른 체결 속도를 강점으로 HFT가 활발히 이루어지는 주요 거래시장으로 자리 잡았다.

최선집행의무 도입 이후 미국 HFT 비중 15%에서 31%로 급증. 2020년에도 50% 이상 유지

2006년 15%였던 미국 주식시장 내 HFT 비중은 최선집행의무 도입에 따른 대체거래소 활성화와 함께 빠르게 증가해 2008년 3분기 31%를 기록했다. 미국 주식 내 HFT 비중은 2011년 50%를 상회한 이후 2020년에도 50% 이상을 유지 중이다. 유럽 사례도 비슷하다. 2006년 MiFID를 시행하며 막 대체거래소가 출범한 유럽도 차이거래 기회 확산되며 HFT 비중이 빠르게 증가했다. 유럽 HFT 비중은 2020년 기준 20~40%를 유지하고 있다. 대체거래소 도입으로 Latency Arbitrage가 개화할 경우 국내 주식시장도 HFT가 빠르게 확산할 공산이 크다.



자료: 신한투자증권



자료: 자본시장연구원, 신한투자증권 / 주: 일일거래량 중 비중

2) 수수료 절감에 따른 차익거래 기회 확대

수수료 절감에 따라 차익
거래 기회 확대 기대

수수료 절감도 차익거래 기회 확대의 촉진제 역할을 할 전망이다. 일중 다수의 거래를 수행하는 차익거래 투자자 입장에서는 거래소에 내는 수수료 부담을 고려하지 않을 수 없다. HFT 전략은 평균의 법칙에 따라 수익을 창출하는 구조를 가진다. 거래 중 51%에서만 양의 수익이 발생하더라도 하루에 수천 번 거래함으로써 안정적인 수익을 실현할 수 있다. 따라서, 수수료가 절감될 경우 HFT 투자자는 기대수익이 증가한다. 차익거래 전략도 동일한 원리가 적용된다. 대체거래소를 통해서 현선물 차익거래를 수행할 경우 상대적으로 저렴한 수수료로 차익거래 진입 기회가 확대될 수 있다.

넥스트레이드의 수수료
구조는 Maker에 유리한
구조

넥스트레이드의 거래수수료 구조도 주목할 필요가 있다. 현재 한국거래소 주식매매 수수료는 거래대금의 0.0023%로 일괄 적용되지만 넥스트레이드는 Maker와 Taker의 수수료 정책을 구분하고 있다. 체결을 기다리는 경우(Maker) 수수료율은 0.0013%, 제출된 호가에 즉시 체결하는 경우(Taker) 수수료율은 0.0018%의 수수료 정책을 갖고 있다. 이는 한국거래소와 비교해 각각 40%, 20% 저렴한 수준이다. 유동성을 일으키는 Maker에게 유리한 구조로 보다 풍부한 호가 유입이 기대된다.

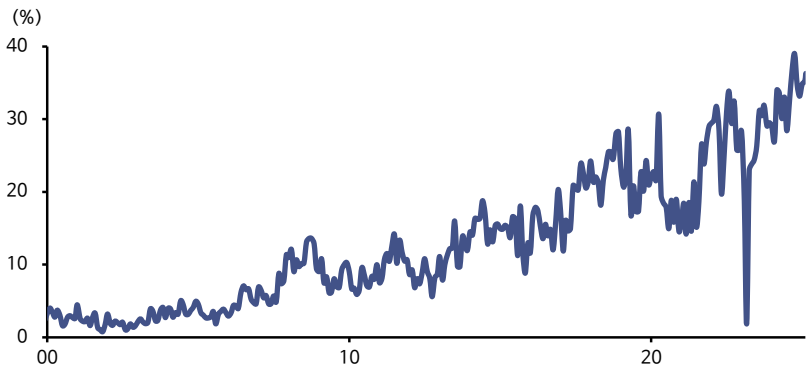
거래세 인하는 차익거래
기회 확대에 프로그램 매
매 확대 촉진제 역할을
했던 경험

수수료 인하를 통한 차익거래 기회 확대는 거래세 인하 사례에서도 확인할 수 있다. 2020년 0.25%였던 거래세는 순차적으로 하락해 올해 0.15%까지 순차적으로 인하돼 왔다(농어촌특별세 0.15% 포함). 거래세 인하와 함께 프로그램매매 거래량 비중도 빠르게 증가하는 추세다. 거래세 인하 직전 10% 후반대 수준이었지만 2023년 30% 초반대, 2024년 30% 중반대까지 상승했다.

거래세 인하+저렴한 수수
료+Maker에 유리한
수수료 구조=
프로그램매매 비중 증가

거래세가 추가 인하된 올해 1월, 프로그램매매 비중은 KOSPI 시장 거래량 기준 36.3%를 기록했다. 거래세 인하와 함께 넥스트레이드의 저렴한 수수료, Maker와 차익거래 투자자에게 유리한 수수료 구조는 차익거래 기회를 확대할 것으로 예상된다. 차익거래 기회 확대에 프로그램매매 비중은 올해도 증가할 공산이 크다.

프로그램매매 거래량 비중 추이



자료: FnGuide, 신한투자증권

이제 막 걸음마를 떤 복수거래소 체제, 안정적인 정착 기대

아직은 완벽하지 않은 국내 주식시장 복수거래소 체제

국내 주식시장 복수거래소 체제는 이제 막 걸음마를 시작했기에 한계 인프라, 제도적 한계 존재

국내 주식시장 복수거래소 체제는 이제 막 걸음마를 시작했기에 다수의 한계가 존재한다. 인프라 측면에서 대체거래소가 한 개만 존재해 타 선진국에 비해 차익거래 기회가 부족하고, 신규 인프라 도입에 따른 주문전송 및 체결속도 개선도 기대됐으나, 넥스트레이드의 처리성능은 50마이크로초로 한국거래소와 비슷한 수준이다. 제도적 측면에서도 한계가 존재한다. 대체거래소에서 거래 가능한 종목도 4주차까지는 800개로 한정돼 있고, ETF 거래도 제한된다.

일본대비 완화적인 규제로 안정적인 대체거래소의 정착을 기대

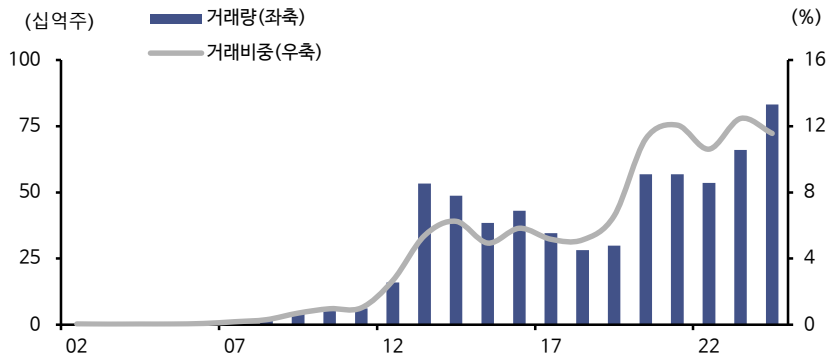
일본은 대체거래소 출범 초기 각종 규제 요소에 더딘 발전 경험

그럼에도 국내 대체거래소는 일본대비 완화적인 규제로 안정적인 정착을 기대한다. 일본은 1998년 이루어진 거래소 집중의무 폐지로 2000년대초 10개의 대체거래소가 설립됐지만, 출범 초기 거래량 부진하며 대부분 폐업해 현재 3개사만 영업중이다. 대체거래소 도입 초기, 대체거래소의 시장점유율 한도가 1%에 불과하는 등 정규거래소 중심의 규제 요소가 존재해 10년 넘게 거래비중이 2%를 상회하지 못한 것이 원인이었다. 일본 정부는 대체거래소 활성화를 위해 단계적 규제 철폐했고, 현재는 거래비중이 10% 수준까지 성장했다.

일본대비 완화적인 규제 로 안정적인 대체거래소의 정착 기대

국내 대체거래소 규제는 일본대비 완화적인 편이다. 대체거래소 시장점유율한도는 지수 15%, 개별종목 30%로 도입 초기 일본대비 상대적으로 완화적이고 대체거래소를 먼저 도입한 선진국들의 대체거래소 비중을 고려하면 합리적인 편이다. 특히, 특별한 이유 없이 거래소를 차별할 수 없다는 최선집행의무를 일본은 2023년에 들어서 수립했지만, 우리나라는 이미 수립한 점도 우호적으로 작용할 전망이다. 미국과 유럽의 대체거래소 활성화에 있어 각각 Reg NMS, MiFID에서의 최선집행의무 가이드라인이 중요한 역할을 한 점을 고려하면 대체거래소의 안정적 정착이 기대된다.

일본 대체거래소 거래량 및 비중 추이



자료: JSDA, 신한투자증권

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조민규, 노동길).
- ◆ 본 자료는 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서, 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 상기 회사가 발행한 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당사는 상기 회사 및 상기회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락없이 복사, 대여, 재배포될 수 없습니다.