

이슈보고서 25-09

ISSUE  
REPORT

# 국내 증권사 최선집행기준 현황과 향후 과제

---

강소현 · 이석훈

# 국내 증권사 최선집행기준 현황과 향후 과제

저자 강소현·이석훈\*

2025년 3월 넥스트레이드(NXT)의 출범으로 국내 주식시장은 본격적인 복수 거래시장 체제로 전환되었다. 이에 발맞추어 증권사들은 자본시장법과 금융당국의 가이드라인을 기반으로 최선 집행기준을 수립하고, SOR(Smart Order Routing) 시스템을 도입하는 등 운영 기반을 단계적으로 정비해왔다.

현재 국내 50개 증권사 중 15개사만이 KRX와 NXT 양 시장에 걸쳐 SOR기반으로 실질적인 주문을 집행하고 있으며, 이들 또한 시장이 아직 초기 단계에 있는 만큼 최선집행기준 구성과 주문 연계 전략 측면에서 뚜렷한 차별성을 보이기보다는 유사한 구조를 띠고 있다. 또한, 투자자가 특정 시장이나 방식을 지정하여 주문을 처리할 수 있도록 허용하는 별도지시(Opt-Out) 항목 역시 구성과 활용 범위가 제한적이어서, 고객 맞춤형 서비스로서의 기능은 아직 충분하지 않은 상황이다.

향후 최선집행 제도의 완성도를 높이기 위해서는 제도적, 기술적 측면에서 고도화가 필요하다. 첫째, 투자자의 전략적 거래 수요가 점차 다양해질 수 있는 만큼, 증권사는 주문집행 원칙과 별도지시 항목을 보다 세분화하고 다양화할 필요가 있다. 둘째, 알고리즘 기반 주문 전략과 SOR 시스템의 유기적 연계를 통해 전략의 다양성과 집행의 효율성을 동시에 제고해야 한다. 셋째, 대량 거래나 민감한 전략 주문에 적합한 다크풀 등 비공개 대체거래 플랫폼의 활용을 검토하고, 이를 뒷받침할 수 있는 제도적 기반도 함께 마련되어야 한다. 넷째, 증권사 간 주문집행 전략의 차별화가 중요시되는 상황에서, 집행 품질을 정량적으로 평가하고 그 결과를 투자자에게 투명하게 제공할 수 있는 체계를 구축할 필요가 있다.

이러한 과제를 단계적으로 추진해 나간다면, 국내 최선집행 제도는 형식적인 요건을 넘어 실질적인 투자자 효익과 시장 효율성 제고를 실현하는 제도로 자리매김할 수 있을 것이다. 더 나아가 장기적으로는 글로벌 기준에 부합하는 거래 인프라와 집행 역량을 갖춘 제도로 정착될 것으로 기대된다.

---

\* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

자본시장실 선임연구위원 강소현 (sohyun.kang@kcmi.re.kr) / 금융산업실 선임연구위원 이석훈 (shlee@kcmi.re.kr)

\*\*발행: 2025년 5월 16일

## 1. 연구 배경 및 목적

2025년 3월, 국내 최초의 다자간매매체결회사인 넥스트레이드(Nextrade: NXT)가 출범하면서 국내 주식시장은 본격적인 복수 거래소 체제에 진입하였다. 이러한 시장의 구조적 변화는 국내 증권사의 주문집행 방식에도 근본적인 변화를 요구하고 있다. 각 증권사는 복수 거래시장 환경에서 투자자의 주문을 효율적으로 집행하기 위한 전략인 ‘최선집행기준’을 수립하였다. 특히 일부 증권사는 스마트 오더 라우팅(Smart Order Routing: SOR) 시스템<sup>01</sup>을 통해, 한국거래소(Korea Exchange: KRX)와 NXT 간의 거래조건을 실시간으로 비교·분석하여, 투자자에게 가장 유리한 조건에서 주문이 체결되도록 하는 자동화된 주문 배분체계를 구축하고 있다.

복수 거래시장의 이점을 효과적으로 활용하기 위해서는 투자자와 시장 참여자들이 변화된 시장 환경과 주문집행 메커니즘에 대한 명확한 이해를 갖추는 것이 필수적이다. 기존에는 KRX 단일 시장에 주문이 집중되어 증권사 간 체결 품질에 실질적인 차이가 존재하지 않았고, 증권사는 수수료 등 제한된 항목에서만 경쟁하였다. 그러나, 복수시장 체제에서는 각 증권사의 최선집행기준과 기술적 구현 수준에 따라 주문체결 결과에 유의미한 차이가 발생할 수 있다. 이에 따라, 투자자는 각 증권사의 시장 접근 역량과 주문집행 전략을 면밀히 비교하고, 자신에게 가장 적합한 증권사를 선택할 필요성이 높아지고 있다.

아울러, 증권사는 고객의 거래 목적과 성향을 반영한 맞춤형 집행 전략을 지속적으로 개발하고 고도화하여, 이를 차별화된 경쟁력으로 전환해 나가야 한다. 이는 단순한 시스템 도입 차원을 넘어, 주문집행 전 과정에 걸쳐 통합적으로 품질을 제고하려는 노력과 연계되어야 한다. 이를 통해 증권사는 궁극적으로 고객 신뢰를 확보하고 시장 내 우월한 지위를 구축할 수 있을 것이다.

이에 본 보고서는 국내 증권사가 제시한 최선집행기준의 수립 및 운영 현황을 체계적으로 비교·분석하고자 한다. 또한, 이를 토대로 현행 기준의 실효성을 평가하고 향후 제도적·기술적 개선 방안을 제시하고자 한다.

01 복수 거래시장 체제에서는 증권사가 투자자에게 보다 유리한 가격과 조건으로 거래를 체결하기 위해, 각 시장의 상황을 실시간으로 비교·분석하는 것이 필수적이다. 이를 수동이 아닌 자동화된 방식으로 가능하게 하는 것이 SOR 시스템이다. 즉, SOR은 투자자의 주문을 복수의 거래시장 중 가장 유리한 조건에서 체결될 수 있도록 실시간으로 판단하고, 이를 기반으로 주문을 자동으로 분산·배분하는 주문집행 기술이다.

## II. 복수시장 도입 후 시장 변화

### 1. 시장구조 변화와 서비스 확장

NXT의 출범은 거래시장 경쟁 환경 조성과 서비스 다변화라는 측면에서 중대한 전환점을 마련하였다. 기존에는 KRX 중심의 단일 거래소 체제 하에서 거래시간, 주문유형, 수수료 구조 등 주요 거래조건이 KRX의 단일 기준에 따라 일원적으로 운영되어 왔다. 그러나 NXT가 KRX와 차별화된 거래조건을 제시함으로써 거래시장 간 경쟁적 시장 질서를 도입하고, 이를 통해 투자자의 선택권을 확대하는 동시에 거래 서비스의 다양성과 유연성을 제고하는 기반을 제공하고 있다.

우선, NXT는 정규시장 외에도 프리마켓(08:00~08:50)과 애프터마켓(15:30~20:00)을 운영하여, 투자자들이 장 개시 전후의 가격 변동에 유연하게 대응할 수 있는 추가적인 매매 기회를 제공하고 있다. 이는 거래 연속성을 확보하고, 국내외에서 발생한 신규 정보를 신속하게 반영할 수 있는 주문 환경을 조성함으로써 전반적인 시장 대응력을 제고한 조치라 할 수 있다. 아울러, 향후 해외 투자자의 접근성과 시장 참여 확대에도 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다.

또한, 시장 간 경쟁 환경의 도입은 주문유형의 다변화를 촉진하는 계기가 되었다. 기존의 지정가 및 시장가 주문 외에도 ‘중간가 호가’와 ‘스톱지정가 호가’와 같은 새로운 호가 방식이 도입되어, 투자자에게 보다 다양한 전략 선택지를 제공하고 있다. 중간가 호가는 매수호가와 매도호가의 중간값으로 주문을 제출하는 방식으로, 시장가 주문보다 유리한 가격에서 체결될 가능성이 높아 거래비용을 절감할 수 있다. 한편, 스톱지정가 호가는 사전에 설정한 스톱가격에 도달했을 때 지정가 주문이 자동으로 제출되는 방식으로, 손실을 제한하거나 목표 수익 실현을 자동화하는데 유용하여 투자자의 리스크 관리 수단으로 활용된다. 이러한 주문유형의 확대는 투자자의 다양한 거래 목적과 전략을 세밀하게 반영할 수 있는 기반을 마련해주고 있다.

수수료 측면에서도 NXT가 KRX 대비 약 20~40% 낮은 매매체결 수수료를 책정함으로써 거래비용 절감을 유도하였다. 이는 시장 간 비용 경쟁을 통해 투자자 편익을 확대하는 동시에, 증권사가 SOR 시스템을 활용한 주문집행을 더 적극적으로 추진하도록 유인하는 요소로 작용하고 있다.

이러한 일련의 변화는 결과적으로 시장에 실질적인 경쟁 구도를 형성하고, 거래서비스의 다변화를 통해 투자자 중심의 거래 생태계를 조성하는 데 크게 기여하고 있다. 특히, 증권사 입장에

서도 차별화된 집행 전략 및 기술 인프라 확보를 통해 거래의 질적 수준을 높이는 계기가 되었으며, 시장 전반의 혁신과 효율성 제고로 이어지고 있다.

## 2. NXT 단계별 도입 및 거래 현황

NXT는 출범 후 한 달간 시스템 안정성 점검과 투자자의 이해 제고를 위하여 총 네 단계에 걸쳐 순차적으로 거래 종목 수를 확대했다.

<표 II-1> NXT 단계별 일평균 거래량 규모

구분	1단계	2단계	3단계	4단계	
종목 수(개)	10	110	350	796	
NXT (만주)	프리	15	26	347	2,374
	메인	31	364	3,334	9,449
	애프터	9	28	360	1,995
	전체(A)	55	418	4,041	13,819
KRX (만주)	NXT거래종목(B)	209	1,870	12,707	26,457
	전체(C)	117,471	122,692	121,626	148,333
NXT/KRX (%)	NXT거래종목(A/B)	26.47	22.35	31.80	52.23
	전체(A/C)	0.05	0.34	3.32	9.32

주 : 1단계는 3월 4일부터 3월 14일, 2단계는 3월 17일부터 3월 21일, 3단계는 3월 24일부터 3월 28일, 4단계는 3월 31일 이후의 기간을 의미함. 본 분석에서는 4단계 중 3월 31일부터 4월 30일까지의 기간을 포함함

자료: NXT, DataGuide, 자본시장연구원

단계별 거래 확대에 따라 일평균 거래량은 1단계에서는 10개 종목을 대상으로 55만주였으며, 2단계에서는 거래 종목 수가 110개로 확대되면서 1단계 대비 약 7.6배 증가한 418만주로 나타났다. 3단계에서는 삼성전자, SK하이닉스 등 주요 종목이 포함된 350개 종목으로 거래 대상이 확대되어 일평균 거래량이 약 4천만주로 증가했다. 이는 KRX에서 동일한 종목의 일평균 거래량인 약 1억 3천만주의 31.8%에 해당하며, KRX 전체 시장 거래량 대비 3.32% 수준이다.

이후 3월 31일부터 시행된 4단계에서는 NXT 전체 796개 종목을 대상으로 본격적인 거래가 시작되었다. 4단계의 일평균 거래량은 약 1억 4천만주로 집계되었으며, NXT와 KRX에서 동시에 거래되는 종목의 거래량 비중은 KRX 거래량의 52.23%, 시장 전체 종목 대비로는 9.32%를 차지하였다. NXT 내부에서는 메인마켓이 전체 거래량의 68.38%를 기록하며 중심적인 역할을 하였고, 프리마켓과 애프터마켓 또한 각각 일평균 거래량의 17.18%와 14.44%를 기록하며 일정 거래

름을 유지하였다.

### III. 국내 증권사 최선집행기준 현황과 유형별 분석

---

복수 거래시장 체제에서는 증권사가 투자자 주문을 다양한 시장 중에서 가장 유리한 조건으로 집행할 수 있도록 자율적이면서도 체계적인 기준을 마련하는 것이 필수적이다. 자본시장법 및 관련 규정에서는 ‘최선집행의무’와 이를 실현하기 위한 ‘최선집행기준’의 설정을 명시하고 있으며, 각 증권사는 이를 준수하는 범위 내에서 자사의 거래 시스템, 고객 특성, 기술적 역량 등을 고려하여 고유의 기준을 수립하여 운영하고 있다. 본 장에서는 국내 주요 증권사들이 수립한 최선집행기준의 구성과 운영 현황을 비교·분석함으로써, 시장 전반의 집행체계 수준과 차별화 요소를 종합적으로 고찰하고자 한다.

#### 1. 최선집행의무 관련 법령 및 실무 가이드라인

2013년 5월, 자본시장법은 거래시장 간 경쟁체제를 구축하기 위해 대체거래시스템으로 알려진 다자간매매체결회사 설립을 허용하였다. 이와 동시에 다양한 거래시장과 거래조건을 비교하여 최선의 선택을 보장하기 위한 최선집행의무 규정을 마련하였다(자본시장법 제68조 제1항, 제68조 제2항). 이에 따라 증권사는 투자자에게 가장 유리한 조건으로 주문을 집행할 수 있도록 기준을 마련하고 이를 지속적으로 관리·운영해야 할 의무를 부여받았다.

자본시장법과 그 하위 법령인 시행령 및 시행규칙, 그리고 금융투자업규정은 최선집행의무의 이행 주체, 적용 대상 상품, 기준의 공표 방식, 사후 점검 및 변경 절차, 집행 결과에 대한 증빙 방법 등을 비교적 구체적으로 규정하고 있다.<sup>02</sup> 그러나 실제로 증권사가 어떤 기준에 따라 최선집행 기준을 수립하고, 구체적으로 어떤 절차와 방식으로 주문을 집행해야 하는지에 대해서는 원칙적 수준의 방향만 제시되어 있어, 실무 적용에 있어 다소 불명확한 측면이 존재한다.

---

02 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 ‘자본시장법’) 제68조, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령」(이하 ‘시행령’) 제66조의2, 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행규칙」(이하 ‘시행규칙’) 제7조의3, 「금융투자업규정」 제4-17조의3이 이에 해당한다.

이에 따라 금융감독원은 2024년 6월, 복수 거래시장 도입에 대응하여 증권사의 최선집행의무 이행을 지원하고자 「증권사 최선집행의무 가이드라인」을 마련하였다. 이는 기존 법령에서 미비했던 세부 집행 기준을 보완하고, 증권사가 실질적으로 최선집행의무를 충실히 이행할 수 있도록 구체적인 절차와 방법론을 제시하는 실무적 지침으로서 다음과 같은 내용을 포함하고 있다.

첫째, 주문집행의 일반 원칙과 관련하여, 시장가 주문과 같이 기존 호가 물량을 즉시 체결하는 유동성 소비 주문(기존 물량 체결 주문, 이하 ‘Taker Order’)은 매수 시 총비용, 매도 시 총대가를 기준으로 가장 유리한 시장에 우선 배분해야 한다. 또한, 지정가 주문의 경우, 즉시 체결되는 부분은 Taker Order로 분류되지만 즉시 체결되지 않고 시장에 유동성을 공급하는 주문(신규 물량 조성 주문, 이하 ‘Maker Order’)은 매매체결 가능성을 우선적으로 고려하여 집행한다. 이는 현행 법령이 구체적으로 명시하지 않은 주문유형별 집행 기준을 제시한 것으로, 실질적인 실행 기준을 명확히 한다는 점에서 의의가 있다.

둘째, 증권사는 사전에 특정 집행시장을 주문 배분 대상에서 선택하거나 제외할 수 있다. 즉, 증권사 전략이나 기술적 여건, 고객 특성 등을 반영하여 KRX 또는 NXT 중 일부 시장만을 활용하는 방식으로 주문집행 범위를 설정하는 것이 가능하다. 다만 이 경우, 양 시장 중 특정시장을 선택하거나 제외한 사유를 사전에 명확히 정리하고, 이를 최선집행 세부 기준에 명시하여 투자자에게 공표해야 한다. 이러한 규정은 증권사에게 집행시장 선택의 자율성을 부여하되, 그 판단 근거를 외부에 투명하게 공개하도록 함으로써 투자자 보호와 정보대칭을 동시에 확보하려는 취지에 기반한다.

셋째, 증권사는 복수의 집행시장에서 주문을 집행할 경우, 실시간 호가 정보를 통합한 ‘통합호가’ 시스템을 기반으로 주문을 집행해야 하며, 특정 시장으로 주문이 몰리는 것을 유도해서는 안 된다. 이러한 ‘통합호가 기반 집행체계’는 법령상 규정된 일반적인 최선집행의무보다 한 단계 진전된 기술적 요건을 제시한 것으로, 증권사의 호가 통합 및 주문 자동 집행 시스템 구축을 실질적으로 유도하는 성격을 가진다.

넷째, 투자자의 별도지시는 최대 3개월간 유효하며, 유효기간 만료 전 최소 3회 이상의 사전 고지가 의무화된다. 또한, 최선집행기준이 변경된 경우에는 기존 지시의 효력이 자동 종료되는 것으로 간주된다. 이러한 유효기간 설정, 고지 횟수, 기준 변경 시 효력 종료 등은 법령상 명시되지 않은 절차적 세부사항으로, 투자자 보호와 분쟁 예방을 위한 실무 가이드라인의 성격을 가진다.

마지막으로, 투자자의 개별 지시, 투자일임계약 또는 거래 약관 등 특정 조건이 있는 경우와 시스템 장애 등 불가피한 상황에서는 최선집행기준의 적용이 예외될 수 있다. 특히, 대량 주문의 경우에는 시장 충격 비용 등 암묵적 거래비용을 추가로 고려할 수 있도록 함으로써, 기존 법령이 다루지 않았던 실무상 고려사항을 반영하였다.

## 2. 복수시장 참여 방식에 따른 증권사 유형 분류

금융감독원이 제시한 가이드라인에서 알 수 있듯이, 복수 거래시장 체제 하에서 모든 증권사가 KRX와 NXT 양 시장에 의무적으로 참여해야 하는 것은 아니다. 현재 일부 증권사만이 양 시장 간 주문 연계가 가능한 시스템을 구축하고 있으며, 이러한 기술적·제도적 준비 수준에 따라 주문집행 방식에도 실질적인 차이가 발생하고 있다. 이에 국내 증권사들의 KRX 및 NXT 시장의 참여 현황과 주문집행 구조를 기준으로, 증권사를 세 가지 유형으로 구분하여 그 특징을 분석하고자 한다.

<그림 III-1> 국내 주식 거래시간과 증권사의 고려대상시장별 유형 구분

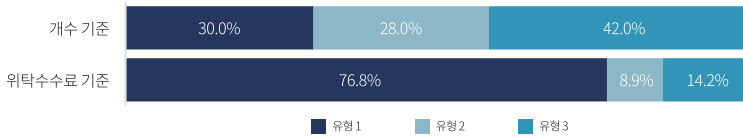


자료: KRX, NXT, 저자 정리

첫째, ‘유형1’은 정규 거래시간뿐만 아니라 프리마켓과 애프터마켓을 포함한 모든 거래시간대에 걸쳐 KRX와 NXT 양 시장에서 주문을 집행하는 증권사를 말한다. 이러한 증권사는 정규 거래 시간 동안 두 시장의 거래조건을 실시간으로 비교·분석하여 최적의 시장을 선택해 거래를 수행해야 하므로 SOR 시스템을 이용한다. 둘째, ‘유형2’는 정규 거래시간에는 KRX에서만 거래를 수

행하고, KRX가 운영되지 않는 프리마켓과 애프터마켓 시간대에만 보완적으로 NXT를 활용하는 증권사를 의미한다. 셋째, ‘유형3’은 기존과 동일하게 KRX에서만 주문을 집행하며 NXT에는 전혀 참여하지 않는 증권사로, 복수시장 연계 시스템을 구축하지 않고 전통적인 단일시장 중심의 주문집행 방식을 유지하는 경우이다.

<그림 III-2> 증권사 복수시장 참여율



주 : ‘위탁수수료 기준’은 2024회계연도 증권사 손익계산서상 위탁수수료수익 중 유가증권시장 및 코스닥시장 수수료수익을 가중치로 계산함

자료: 각 증권사 최선집행기준, 금융투자협회

2025년 4월 초 기준, 전체 50개 증권사<sup>03</sup>를 양 시장 참여 유형에 따라 구분한 결과, 15개 증권사 (30.0%)가 SOR을 이용하여 KRX와 NXT 양 시장에 참여하는 ‘유형1’에 해당한다. 단순 참여 증권사 수 기준으로는 30.0%에 불과하지만, 해당 증권사가 차지하는 실질적인 시장 점유율을 고려했을 때 양 시장 참여 비중은 이보다 높을 것으로 예상된다. 각 증권사의 KRX 위탁수수료를 기준으로 참여율을 산출하면, 유형1 증권사의 시장 비중은 약 76.8%에 달한다.

다음으로 14개 증권사(28.0%)는 프리마켓과 애프터마켓에서만 NXT에 제한적으로 참여하는 ‘유형2’에 해당한다. 유형2 증권사는 현재 정규 거래시간 동안에는 KRX만을 이용한다. 나머지 21개 증권사는 여전히 KRX 단일 시장에서만 주문을 집행하고 NXT에는 참여하지 않는 ‘유형3’으로 분류된다.

이처럼 국내 증권사들은 각기 다른 형태로 복수시장 참여 여부와 시간대를 설정하고 있는데, 이는 단순한 시장 참여의 문제가 아니라 투자자의 체결 가능성과 거래 효율성에 직접적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 투자자는 자신이 이용하는 증권사가 KRX와 NXT 양 시장에 어느 시간대에 참여하고 있는지를 명확히 확인하고, 자신의 거래 시간대, 주문 유형, 투자 전략에 가장 적합한 증권사를 신중히 선택할 필요가 있다. 이는 보다 나은 체결 조건을 확보하는 데 있어 중요한 판단 기준이 될 수 있다.

03 2024회계연도 손익계산서를 기준으로 유가증권시장과 코스닥시장에서 위탁수수료 수익이 발생한 50개 국내의 증권사를 대상으로 한다.

### 3. 국내 증권사 최선집행기준 주요 특성

유형1 증권사는 두 시장의 호가 등 주문 조건을 실시간으로 비교하여 주문을 집행해야 하므로, 유형2나 유형3에 비해 KRX 단일시장 구조와의 실질적 차이가 크고, 구현 시 더욱 엄격한 기준과 정교한 주문집행 방법이 요구된다. 특히 KRX와 NXT에서 동시에 연속 경쟁매매가 이루어지는 정규 거래시간대에는 두 시장의 주문을 실시간으로 비교하여 최선의 거래를 결정해야 하므로, 비교 기준이 명확하게 설정되어야 한다. 만약 비교 기준이 불명확하거나 일관성 있게 적용되지 않는다면 최선집행의 실효성이 저하될 수 있으므로, 유형1을 채택하는 증권사는 비교 기준의 정의와 적용 방식에 대해 보다 정밀하게 설계하고 철저히 관리해야 한다.

<표 III-1> 유형1 증권사 최선집행 일반원칙 비교: 주문집행시장 선택

구분		최선집행기준	증권사 개수(개)	
●선	주문집행시장	KRX, NXT	15	
		NXT	8	
●선	SOR업체	코스콤	6	
		자체 구축	1	
●선	SOR 적용	정규시장/메인마켓	15	
●선	주문 유효기간	동일 시장 간 주문 유지	프리→메인→애프터 주문 연계	15
		타 시장으로 연계	KRX→애프터 주문 연계	0

주 : ●선 은 증권사의 재량에 따라 설정이 가능한 항목을 의미함  
 자료: 증권사 최선집행의무 가이드라인, 증권사 최선집행기준 설명서, 증권사 개별 문의

유형1 증권사의 최선집행기준 중 거래시장 선택에 관한 사항은 다음과 같이 정리할 수 있다. 유형1 증권사는 KRX와 NXT 양 시장으로 주문을 집행할 때 수동 방식이 아니라, 각 시장의 주문을 실시간으로 비교·분석하여 최적의 거래로 자동 연결하는 시스템을 이용하며, 이 SOR시스템 제공 업체는 증권사가 자율적으로 선택할 수 있다. 현재 시장 변화 초기 단계인 만큼 자체적으로 SOR시스템을 구축한 증권사는 1개에 불과하며, 나머지 증권사들은 주로 NXT나 코스콤의 SOR시스템을 활용하고 있다. 특히 원장을 코스콤을 통해 관리하는 증권사의 경우, 코스콤 SOR시스템을 병행하여 사용하는 경우가 많다. SOR은 접속경쟁매매 시간인 정규시장/메인마켓에 적용되는데, 동일한 SOR 업체를 사용하더라도, 증권사마다 주문집행 기준을 달리 설정하여 SOR 운영 방식을 차별화할 수 있다. 이를 통해 각 증권사의 개별적 전략을 반영하는 맞춤형 설정이 가능하다.

프리마켓, 메인마켓, 애프터마켓 등 각 시장 세션이 종료되거나 시가나 종가 결정을 위한 휴장 시간이 발생하면 자연스럽게 미체결잔량이 생기게 된다. 현재 15개 증권사는 모두 NXT에서 발생한 미체결잔량을 프리마켓에서 메인마켓, 메인마켓에서 애프터마켓으로 주문을 연계하는 방식을 기본 설정으로 채택하고 있다. 그러나, KRX 정규시장이 종료되는 15시 30분에 발생한 KRX의 미체결잔량을 NXT 애프터마켓으로 연계하는 '타 시장 간 연계' 방식은 모든 증권사에서 기본 설정으로 제공하고 있지 않다.

결론적으로, 유형1 증권사들의 시장선택 기준은 전반적으로 유사한 구조를 가지고 있다. SOR 업체 선정에 차이가 존재할 뿐, SOR 활용이나 주문 연계 설정에 있어 증권사 간의 차별성은 크지 않은 것으로 보인다.

한편, 정규시장에서는 KRX에만 참여하고, NXT는 프리마켓과 애프터마켓에서만 이용하는 유형2 증권사는 유형1과 같은 구체적 기준이 필요하지 않다. 두 시장을 동시에 이용하지 않고 특정 시간대에는 한 시장만 이용하므로 SOR 시스템이 불필요하며, 주문집행 구조가 상대적으로 단순한 특징이 있다. 다만, 제한적으로 참여하는 사유를 최선집행기준에 명시해야 하며, 현재는 인프라 확충이 완료되지 않은 상태를 조건부 참여의 주된 요인으로 제시하고 있다.

유형3에 해당하는 증권사의 최선집행기준은 가장 단순한 형태를 띤다. 기존과 동일하게 KRX에서 주문을 집행하므로, 별도의 비교 기준을 마련할 필요는 없다. 단, KRX만을 이용하는 근거를 명확히 제시해야 하는데, 선택 근거는 대체로 공통적이다. 첫째, KRX가 오랜 기간 단일시장으로 운영되면서 높은 안정성과 유동성을 확보했다는 점이다. 둘째, 투자자들이 기존 시장 구조에 익숙하다는 점도 중요하게 작용하였다. 셋째, 해당 증권사는 위탁매매 업무 비중과 위탁매매계좌 수가 적어, 복수시장 체제 도입에 따른 시스템 구축 비용 대비 투자자 효익이 크지 않다는 점을 고려하였다. 이에 따라, 고객의 거래비용 부담을 최소화하기 위해 단일시장을 유지하는 것이 합리적이라는 판단이다. 실제로 유형3 증권사는 위탁매매 계좌 수가 적고 개인 투자자 비중도 낮은 특징을 보인다.<sup>04</sup>

04 그 외에도 증권사의 최선집행기준에는 최선집행기준의 점검 및 공표, 설명서 교부, 최선집행 관련 증빙 제공, 기록 및 유지 기간 등의 항목이 포함된다. 이러한 사항은 「자본시장법」 및 관련 규정에 따라 증권사가 반드시 이행해야 하는 공통적인 의무사항으로, 모든 증권사에 동일하게 적용된다. 따라서 이 부분은 증권사 간의 전략이나 운영 방식에 따라 차별화될 수 있는 요소가 아니며, 제도적으로 동일한 수준에서 규율되고 있다는 점에서 실질적인 비교 대상이 되지 않는다.

<표 III-2> 유형1 증권사 최선집행 일반원칙 비교: 주문집행 기준 항목

구분		최선집행기준	증권사 개수(개)
필 주문집행 고려항목		가격, 수수료/비용, 체결가능성	15
Taker Order	필 주문집행 기준	총금액	15
	선 주문집행 상세 기준	가격(잔량)→비용	1
		총금액→가격→수수료	6
		총금액	8
	선 동일조건 시 우선집행시장	KRX	15
선 주문분할 여부	분할	15	
필 주문집행 기준		체결가능성	15
Maker Order	선 주문집행 상세 기준 (체결가능성 정의)	[고려항목] 1. 자방 호가잔량 적음 2. 자방 누적호가잔량 적음 3. 타방 최우선호가잔량 많음 4. 타방 누적호가잔량 많음 5. 타방 최우선호가가격 유리 6. 자방 거래량 대비 호가잔량 적음 7. 타방 거래량 대비 호가잔량 많음 8. 수수료	
		1→5→3	4
		1→5→3→8	1
		1	1
		1→4	1
		2→1→3→4	1
		1→6→7	1
		1→7→6	1
		1→8→5→7	1
		6	1
		6→1	1
		6→7	2
		선 주문분할 여부	미분할
	선 동일조건 시 우선거래시장	KRX	15
선 주문 정정		원주문 취소 → SOR을 통해 신규 처리	15

주 : ①은 「자본시장법」 등 관련 법규에 따라 필수적으로 준수해야 하는 사항이며, ②은 증권사의 재량에 따라 설정이 가능한 항목을 의미함  
 자료: 증권사 최선집행의무 가이드라인, 증권사 최선집행기준 설명서, 증권사 개별 문의

다음으로, 주문집행 시 고려하는 항목에 대한 차이를 살펴보면, 거래시장 선택 기준과 마찬가지로 전반적으로 높은 유사성을 보인다. 15개 증권사는 공통적으로 가격, 거래비용, 매매 체결가능성의 세 가지 항목을 최선집행기준으로 고려하고 있다. 이는 가이드라인에서도 필수적으로 반영해야 할 기본 요소로 제시되고 있어, 동일한 기준이 포함되는 것은 자연스러운 결과다.

주문집행의 구체적 기준은 금융감독원의 가이드라인을 준용하여 주문 유형에 따라 구분된다. 먼저 기준 물량과 즉시 체결되는 주문인 Taker Order는 총금액<sup>05</sup>을 중심으로 최선집행 여부를 판단한다. <표 III-2>에서 확인할 수 있듯, 15개 증권사 모두 총금액을 기준으로 포함하고 있으며, 일부는 여기에 가격과 수수료를 순차적으로 고려해 ‘총금액 → 가격 → 수수료’ 등의 세부 기준을 적용한다. 동일조건 시 우선 거래시장은 유동성을 고려해 전 증권사가 KRX로 설정하고 있으며, 주문은 모두 양 시장에 분할하는 방식으로 처리된다.

반면, Maker Order는 시장에서 즉시 체결되지 않으므로 향후 체결가능성을 중심으로 판단한다. 다만, 가이드라인은 체결가능성에 대한 구체적 정의나 평가 기준을 명시하고 있지 않다. 따라서, 각 증권사는 자율적으로 다양한 지표를 활용해 판단 기준을 설정하고 있다. 예를 들어, 자방·타방<sup>06</sup>의 호가 잔량, 최우선 호가 가격, 수수료, 거래량 대비 호가잔량 비율 등이 활용되며, <표 III-2>과 같이 1→5→3, 6→7 등 다양한 항목 조합이 나타난다. 이는 체결가능성에 대한 해석과 판단이 증권사별 전략에 따라 달라짐을 보여준다.

형식적으로는 Taker Order와 Maker Order 모두에서 주문집행 기준의 차별성이 존재하는 것처럼 보이지만, 현재의 최소호가단위 구조와 거래비용 체계에서는 Taker Order의 총금액이 동일하게 산출될 가능성이 극히 낮다.<sup>07</sup> 따라서, Taker Order의 경우 총금액 기준에 따라 체결이 결정되며, 차선의 기준까지 고려되는 경우는 드물다. 즉, 주문집행 기준 설정이 실제 주문 체결 결과에 미치는 영향은 제한적이며, Taker Order에서는 증권사 간 유의미한 차별성이 나타나기 어렵다. 반면, Maker Order는 기준 설정 방식에 따라 실질적인 차이가 발생할 수 있다. Maker Order

05 총금액은 매수자가 지불하는 총비용(=매수금액+거래비용) 또는 매도자가 수취하는 총대가(=매도금액-거래비용)를 의미한다.

06 ‘자방’은 투자자가 매수주문을 하는 경우 매수 방향, 매도주문을 하는 경우 매도 방향을 의미하며, ‘타방’은 투자자가 매수주문을 하는 경우 매도 방향, 매도주문을 하는 경우 매수 방향을 의미한다.

07 국내 증권사가 고객에게 부과하는 주식 매매수수료는 일반적으로 NXT가 KRX보다 낮게 책정되어 있다. 따라서 양 시장의 호가가 동일할 경우, 총금액은 NXT에서 더 낮게 산출된다. 만일 두 시장 간 호가 차이가 존재하더라도, 현재 호가 단위 구조에서 최소호가 비율(0.05~0.25%)에 비해 시장 간 수수료 차이(0.0005~0.001%)가 매우 작아, 수수료 차이로 호가 격차를 극복하고 주문을 집행하는 것은 현실적으로 불가능한 구조이다.

의 최선집행기준은 크게 거래량에 대비하여 주문체결가능성을 판단하는지 여부와 각 항목 간의 고려 순서에 따라 증권사별 차별성이 나타날 수 있다. 이러한 차이는 주문 체결 전략과 처리 방식에 직접적인 영향을 주며, 향후 증권사 간 최선집행기준의 경쟁력과 집행의 품질을 평가하는 중요한 요소가 될 것으로 예상된다.

#### 4. 투자자 맞춤형 최선집행 별도지시(Opt-Out) 운영 현황<sup>08</sup>

증권사는 고객이 요청한 주문 방식이 앞서 설명한 증권사의 일반원칙과 일치하는 경우, 해당 기준에 따라 주문을 그대로 집행한다. 그러나, 고객의 요청이 증권사의 기본적인 최선집행기준과 다를 경우에는 고객의 요청을 우선 반영하여 주문을 처리해야 하는데, 이를 ‘별도지시’라고 한다 (시행령 제66조의2 제2항). 다만, 별도지시는 고객이 원하는 모든 조건을 자유롭게 설정할 수 있는 것은 아니며, 증권사가 제공하는 범위 내에서만 구현된다. 따라서, 투자자는 증권사가 공시한 최선집행기준에서 별도지시가 가능한 사항을 세부적으로 확인하고, 증권사별 차별화된 서비스 내용을 꼼꼼히 점검할 필요가 있다.

<표 III-3> 유형1 증권사의 최선집행 별도지시 비교

구분		최선집행기준	증권사 개수(개)	
주문 유효 기간	③ 주문집행시장 선택	KRX 또는 NXT 지정	15	
	③ 동일시장 간 주문 유지	프리→메인→애프터 주문 유지 취소	1	
		③ 타 시장으로 연계	8:50, 프리→KRX 시가단일가	1
			15:20, 메인→KRX 종가단일가	1
			15:35, KRX→애프터	2
Taker Order	③ 상세기준	우선순위 변경 가능	5	
	③ 기준 추가	평균체결가격, 즉시체결수량, 복수선택	1	
	③ 분할	미분할	2	
	③ 동일조건 시 우선집행시장	NXT로 변경	5	
Maker Order	③ 상세기준	우선순위 변경 가능	5	
	③ 동일조건 시 우선집행시장	NXT로 변경	5	
필	별도지시 유효기간	3개월	15	

주 : ③은 「자본시장법」 등 관련 법규에 따라 필수적으로 준수해야 하는 사항이며, ④은 증권사의 재량에 따라 설정이 가능한 항목을 의미함  
 자료: 증권사 최선집행의무 가이드라인, 증권사 최선집행기준 설명서, 증권사 개별 문의

08 각 증권사의 최선집행기준 설명서에서 별도지시로 분류된 항목 이외에 내용상 별도지시에 해당하는 항목을 모두 포함한다.

투자자는 별도지시를 통해 증권사의 기본적인 주문집행 기준 외에 본인의 선호나 전략에 따라 세부 조건을 지정할 수 있다. 특히 시장 선택이나 주문 유효시간 설정 등에 있어 중요한 역할을 한다. 일반적으로 KRX와 NXT가 동시에 운영되는 시간대에는 SOR을 통해 두 시장을 실시간 비교하여 주문을 집행하지만, 투자자가 특정 시장을 선호할 경우 별도지시를 통해 원하는 시장에서만 주문이 집행되도록 지정할 수 있다. 이는 현재 15개 증권사 모두에서 제공하는 기능이다.

이 외에도 주문 유효기간은 증권사 간 차별화된 별도지시 항목이다. 기본적으로 NXT 주문은 프리마켓 → 메인마켓 → 애프터마켓 순으로 자동 연계되지만, 고객이 이를 원하지 않는 경우 특정 세션의 종료 시점까지만 주문이 유효하도록 설정할 수 있으며, 이 기능은 현재 1개 증권사에서 제공되고 있다. 더 나아가, 일반원칙에서는 제공되지 않는 ‘타 시장 연계’ 기능도 별도지시를 통해 구현 가능하다. 예를 들어, KRX 정규시장의 주문을 장 종료 이후 NXT 애프터마켓으로 연계하는 옵션을 일부 증권사(2개사)에서 제공하고 있으며, 8시 50분과 15시 20분에 주문유형을 전환하여 NXT 주문을 KRX 단일가로 체결하는 특별 기능도 현재 1개 증권사에서 제공 중이다.

또한, Maker Order와 Taker Order의 주문집행 기준 역시 별도지시를 통해 유연하게 변경 가능하다. 증권사는 주문을 집행할 때 총금액, 거래비용, 체결가능성 등의 항목을 고려하는데, 별도지시를 통해 이러한 항목 간의 우선순위를 변경하거나 평균체결가격, 즉시체결수량과 같이 일반적인 기준에서 다루지 않았던 새로운 요소를 추가로 반영하는 등 차별화된 서비스를 제공하고 있다.

이처럼 별도지시 항목을 적절히 활용하면, 투자자는 증권사의 기본적인 주문집행 구조를 자신만의 전략과 선호에 맞게 조정하여 주문의 편의성과 주문 체결의 질을 향상시킬 수 있다. 다만, 증권사마다 제공하는 별도지시 항목의 범위와 구체적 내용이 상이하므로, 투자자는 사전에 각 증권사의 별도지시 항목을 명확히 이해하고 활용할 필요가 있다.

현재는 시장분할 초기 단계로 대부분의 증권사가 별도지시 항목 활용에 적극적이지 않은 상황이지만, 향후 투자자의 수요가 증가하고 시장 환경이 고도화됨에 따라, 별도지시는 증권사 간 최선집행 경쟁력을 차별화하는 중요한 수단이 될 수 있다. 기본적인 최선집행기준만으로는 증권사 간 뚜렷한 차이가 나타나기 어렵지만, 별도지시 항목을 얼마나 정교하게 운영하고 차별화하는지가 고객에게 서비스 경쟁력을 효과적으로 부각시키는 핵심 요소가 될 것이다.

## IV. 국내 최선집행 과제 및 개선 방안

III장에서 확인된 바와 같이, 국내 증권사들은 복수 거래시장 체제에 대응하기 위해 최선집행기준을 수립하고 SOR 시스템을 도입하는 등 제도적 기반을 마련해왔으나, 투자자의 복잡한 수요에 부응하기에는 현행 체계가 다소 미흡한 실정이다. 이에 따라, 이러한 현황을 바탕으로 국내 최선집행 제도의 구조적 과제를 진단하고, 해외 사례, 특히 일본의 대체거래시스템(Proprietary Trading System: PTS) 및 알고리즘 기반 주문집행 체계와의 비교를 통해 향후 우리 시장이 나아가야 할 방향을 모색해 보고자 한다.

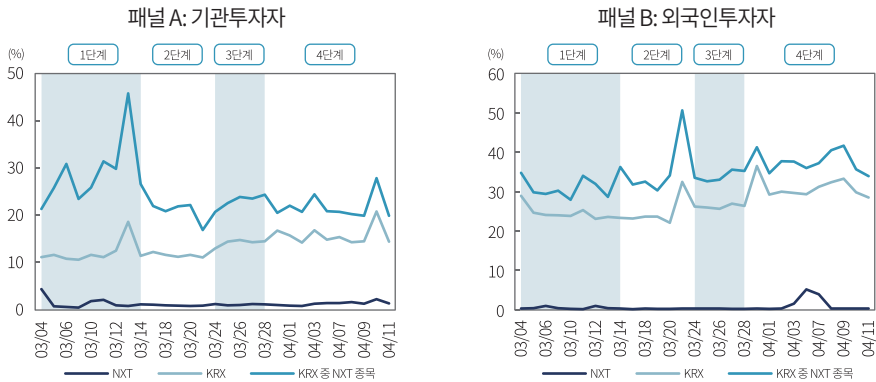
### 1. 시장 참여 주체의 저변 확대

복수시장 체제가 효과적으로 정착되기 위해서는 시장 참여 기반의 실질적 확대가 필요하다. 이는 크게 증권사의 복수시장 참여 확대와 기관투자자 참여 활성화라는 두 가지 측면에서 고려해 볼 수 있다.

우선, 복수시장에 참여하고 있는 증권사의 수를 기준으로 볼 때, 현재 SOR을 기반으로 복수시장에 주문 조건을 비교해서 주문을 집행하고 있는 증권사는 앞서 분석한 바와 같이 유형1에 해당하는 15개사에 불과하여, 전체 시장 차원에서의 참여도는 아직 제한적인 수준에 머무르고 있다. 그러나 2025년 9월부터는 유형2에 속하는 일부 증권사들도 NXT 메인마켓 거래 개시에 대비해 SOR준비를 진행 중인 것으로 파악되고 있다. 이에 따라 중장기적으로는 복수시장 활용 범위가 점진적으로 확대되고, 시장 전반의 참여 기반 또한 개선될 것으로 예상된다.

향후 시장 참여 측면에서 중점적으로 검토되어야 할 과제는 투자자군의 다변화이다. <그림 IV-1>에서 확인할 수 있듯이, NXT의 기관투자자 및 외국인투자자 거래대금 비중은 각각 매우 낮은 수준에 머물러 있다. 단계적 종목 확장의 최종 단계인 4단계에서 거래된 796개 종목의 경우에도 두 투자자군의 합산 비중은 약 2.7%에 불과한 것으로 나타났다. 반면, 동일 기간 KRX 시장에서 해당 종목군에 대한 기관 및 외국인투자자의 거래대금 비중은 각각 21.7%와 37.6%로, NXT와 비교할 때 현저한 차이를 보이고 있다. 특히 NXT 거래 대상 종목은 KRX 전체 상장 종목 중에서도 대표성과 유동성이 높은 종목으로 구성되어 있으며, 이들 종목은 통상적으로 KRX 전체 평

<그림 IV-1> 시장별 기관투자자 및 외국인투자자 거래대금 비중 추이



균에 비해 기관 및 외국인 투자자의 참여 비중이 높은 편이다. 이를 고려할 때, NXT에서의 낮은 참여율은 매우 이례적이라 할 수 있다. 이는 국내외 전문 투자자들이 복수시장 체제를 활용한 거래에 적극적으로 참여하지 않고 있으며, 기관투자자의 원활한 진입을 위한 제도적, 기술적 기반이 아직 충분히 구축되지 않았음을 시사한다.

최근 국내 주식시장은 복수 거래시장 체제로의 전환 이후, 시장 간 호가 차이를 넘어 호가 역전 현상까지 관측되고 있는데, 이는 기관투자자의 KRX 편중 상황과 무관하지 않다. 호가 역전은 특정 시장의 매수호가보다 다른 시장의 매도호가보다 높은 비정상적인 가격 구조를 의미한다. 일반적인 시장 환경에서는 더 유리한 시장으로 주문이 유입되거나, 차익거래 알고리즘을 활용하는 기관투자자에 의해 신속히 호가 역전이 해소된다. 그러나 현재 주요 연기금을 포함한 많은 기관투자자가 여전히 KRX에 거래를 집중하고 있어, 이러한 호가 역전 상황을 충분히 활용하지 못하고 있으며, 이는 거래 효율성 저하와 함께 수익 기회 상실로 이어지고 있다. 아울러 차익거래 전략을 수행할 수 있는 전문 투자자군도 극히 제한적으로 참여하여, 시장 간 가격 괴리 해소가 지연되고 있다. 이러한 시장 비효율 문제가 완화되기 위해서는 다양한 투자자군이 균형 있게 참여할 수 있는 시장 환경을 조성하는 것이 필수적이며, 이는 복수시장 체제의 정착과 함께 시장의 효율성과 신뢰성을 제고하는 중요한 조건이라 할 수 있다.

## 2. 투자자 유형별 맞춤형 주문집행 서비스 다변화

기관투자자의 시장 참여 확대를 유도하기 위해서는 단순한 규제 도입이나 의무 부과 방식만으로는 실효성을 확보하기 어렵다. 기관투자자의 거래 목적과 특성을 충분히 반영한 주문집행 서비스의 다변화 및 고도화를 통해 자발적이고 지속가능한 참여 기반을 마련할 필요가 있다. 기관투자자는 거래 집행 과정에서 시장 충격을 최소화하고, 거래 의사의 외부 노출을 방지하며, 체결 안정성과 집행 속도 등 다양한 요소를 종합적으로 고려하는 정교한 전략을 필요로 한다. 금융감독원의 가이드라인에서 대량 주문 시 시장 충격 비용 등 암묵적 거래비용을 추가로 고려하는 기준을 수립할 수 있도록 한 것도 이러한 연유이다. 그러나, 현재 암묵적 거래비용을 고려하여 최선 집행기준을 마련한 증권사는 없으며 가격 및 체결 비용 중심으로 설계되어 있다. 비교적 단순 구조의 소규모 주문을 수행하는 개인투자자에게는 일정 수준의 적합성을 보이지만, 대규모 주문을 전략적으로 집행해야 하는 기관투자자의 거래 특성을 충분히 반영하지 못하는 한계를 지닌다.

게다가, 국내 주식시장은 해외 주요국과 비교하더라도 개인투자자의 직접투자 참여 비중이 매우 높은 편에 속한다. 이러한 투자자 기반의 특수성을 감안할 때, 개인투자자라 하더라도 자금 규모, 거래 목적, 전략 유형 등에서 상당한 이질성을 보일 수 있으며, 이들 중 일부는 사실상 준기관 수준의 거래 성격을 지닐 가능성도 존재한다. 따라서 최선집행 체계는 단순히 투자자 구분에 의존하기보다는 거래 성격과 목적을 반영할 수 있는 유연하고 정교한 집행 기준과 실행 체계를 갖추는 방향으로 발전할 필요가 있다.

일본에서는 2023년 금융청(Financial Services Agency: FSA)의 최선집행 규정 개정에 따라, 개인투자자 대상 거래에 있어 가격 중심의 집행 원칙 적용이 사실상 의무화되면서, 일본 증권업계 전반에서 SOR 시스템 도입이 본격적으로 확대되고 있다. 그런데, 일본 증권사들은 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange: TSE), Japannext, Cboe Japan 등 거래소 및 PTS에서 제공하는 표준 주문 방식에 단순히 의존하지 않고, 이를 기반으로 주문 조건을 확장·변형하여 다양한 고객 수요를 반영한 주문 서비스를 적극적으로 제공하고 있다. 기본적인 지정가 및 시장가 주문 외에도, 플러스마이너스 지정가(±Limit Order), 이중 지정가 주문(Double Limit Order), 트레일링 스톱 주문(Trailing Stop Order) 등과 같이 가격 조건을 세분화한 주문 방식, IFD(If-Done), OCO(One-Cancels-the-Other) 등 여러 주문이 연계되어 조건부 또는 순차적으로 집행되는 주문 방식, 시간 지정 주문(Timed Order), GTT(Good-Till-Time), DO(Day Order)와 같이 주문의 유효기간 및 실행 시점을 세밀하게 설정할 수 있는 시점 기반 주문 방식 등 다양한 기능이 제공

되고 있다.<sup>09</sup> 국내 증권사의 최선집행기준에서는 주문 유효기간 중에서도 ‘프리 → 메인 → 애프터’ 등 세션 종료 시점에 한정된 것에 비해, 일본에서는 상당히 다양한 선택이 가능하다는 것을 알 수 있다. 이러한 주문 다변화는 고객의 전략적 거래 목적을 정교하게 반영할 수 있는 실행 체계를 뒷받침하며, 일본 증권사들이 고객 맞춤형 거래 환경을 제공하는 기반이 되고 있다. 향후 국내 증권업계 역시 일본 증권사의 사례를 참고하여, 표준화된 SOR 시스템 위에 증권사의 다양한 주문 전략과 집행 조건을 결합한 주문 다변화를 구축해 나갈 필요가 있다.

더 나아가, 일본 주요 증권사들은 단순한 주문집행 시스템 구축을 넘어, 다양한 알고리즘 기반 주문 전략과의 연계를 통해 고객의 거래 목적과 전략에 최적화하여 복수의 거래시장 중 가장 유리한 곳에서 체결될 수 있도록 주문집행 체계를 발전시키고 있다.<sup>10</sup> 예를 들어, 시장 전체 거래량에 비례하여 주문을 분할하는 VWAP(Volume Weighted Average Price), 일정한 시간 간격으로 균등하게 주문을 집행하는 TWAP(Time Weighted Average Price), 시장 유동성에 따라 주문 비중을 조절하는 POV(Percentage of Volume) 등은 시장 충격을 최소화하면서도 안정적인 체결을 유도하는 대표적인 기관투자자 대상 알고리즘 전략으로 활용된다. 아울러, 주문 정보가 시장에 노출되지 않도록 설계된 스텔스(Stealth) 전략이나, 특정 조건이 충족될 경우 신속히 체결을 시도하는 스나이퍼(Sniper) 전략 역시 전략적 주문을 가능하게 하는 방식이다. 일본 증권사는 이러한 알고리즘 방식의 주문 유형을 SOR 시스템에 장착하여 고객의 다양한 거래 전략에 최적화된 주문 서비스를 제공하고 있다. 예를 들어, 노무라 그룹 계열의 전자거래 전문 증권사인 Instinet의 SOR 시스템은 알고리즘 전략과 연계되어 작동하며, TSE, 복수의 PTS, 다크풀 등 다양한 거래시장의 실시간 유동성을 분석해 각 주문을 가장 유리한 시장에 자동으로 분할·배치함으로써 주문 집행 품질을 제고하고 있다. 또한, 미쓰비시UFJ e스마트증권(구 카부닷컴증권)은 기관투자자 수준의 아이스버그 주문, 스텔스 주문, 조건부 알고리즘 주문 등 기존에는 기관투자자에 국한되던 고도화된 전략형 주문 서비스를 개인투자자에게도 확대하여 제공하고 있으며, 라쿠텐증권은 모바일 플랫폼 iSPEED를 통해 연속 주문, 알고리즘 주문 등의 기능을 누구나 손쉽게 설정하고 활용할 수 있도록 지원하고 있다.

이처럼 일본 증권사들은 알고리즘 기반 전략과 SOR 시스템을 유기적으로 통합함으로써 고도화된 주문 인프라를 구축하고 있으며, 이는 기관투자자뿐만 아니라 전략적 거래를 수행하려는 개인투자자의 수요까지 포괄하는 구조로 진화하고 있다. 이러한 사례는 복수시장 체제가 점진적

09 주문 유형 및 기능에 대한 세부 내역은 <부록 A>를 참고하기 바란다.

10 <부록 A>의 ‘주문 노출 최소 조건’, ‘시장충격 최소 조건’에 부합하는 주문 유형이 이에 해당한다.

으로 정착되고 있는 국내 증권업계에 있어, 주문집행 체계의 정교화와 투자자 맞춤형 서비스 확대를 위한 실질적인 기술적 벤치마크로 활용될 수 있을 것이다.

### 3. 거래시장 유형 다양화

일본에서는 Japannext, Cboe Japan, Osaka Digital Exchange(ODX) 등 3개의 PTS가 운영 중이다. 이는 다수의 거래소와 복잡한 시장구조를 갖춘 미국, 유럽과 비교해 정규거래소와 일부 대체거래시장으로 구성된 비교적 단순한 구조로, 표면적으로는 국내의 KRX와 NXT 양 시장 체제와 유사한 측면이 있다.

하지만, 일본은 국내 시장과 달리 투자자의 다양한 요구에 대응하기 위해 한 시장 안에서도 여러 개의 세부 거래시장을 운영하고 있다. Japannext와 Cboe Japan은 각각 4개의 하위 거래시장을 운영하고 있으며, 이는 투자 목적, 투자자 유형, 거래 시간 및 체결 방식에 따라 특화되어 설계되었다. Japannext J-Market과 Cboe Alpha는 가격-시간 우선 원칙에 따라 주문이 연속적으로 체결되는 대표적인 시장으로, 국내의 NXT와 유사한 시장이다. 이는 공개된 주문장(order book)을 기반으로 호가 정보가 실시간으로 노출되는 공개시장(lit pool)에 속한다. 한편, Cboe Match와 Cboe BIDS Japan은 이와 구조적으로 다른 비공개 거래시장(dark pool, 이하 다크풀)에 해당한다. 다크풀의 주요 목적은 대규모 주문 시 거래 의사를 시장에 노출하지 않고, 공개시장보다 유리한 가격 또는 시장 충격을 최소화하는 가격에 거래를 체결하는 데 있다. Cboe Match는 VWAP 기준으로 체결되는 다크풀로, 기관투자자의 VWAP 전략을 보다 정밀하고 안정적으로 집행할 수 있도록 설계된 플랫폼이다. 또한, Cboe BIDS Japan은 대규모 블록 거래를 위해 주문 정보를 노출하지 않고 중간가(midpoint) 기준으로 거래를 체결함으로써 시장 충격을 최소화하는 것을 목표로 한다. 이처럼 Cboe Match와 Cboe BIDS Japan은 대규모 주문이나 기관투자자의 전략적 수요에 부합하도록 별도로 구성된 거래시장이라고 할 수 있다.

이러한 다크풀은 Cboe와 같은 거래시장 뿐만 아니라 증권사 또한 자체적으로 설립하여 운영하고 있다. 외국계 증권사 중에서는 Morgan Stanley의 MS POOL, BNP Paribas Securities Japan의 Japan Dark Pool, Jefferies Japan Limited의 JEFCross 등이 대표적이며, 일본계 증권사인 Nomura, SMBC Nikko 또한 자체 다크풀을 통해 기관투자자 대상 거래를 처리하고 있다. 이들은 SOR 및 알고리즘 주문 시스템을 통해, 자사의 다크풀뿐만 아니라 외부 다크풀 및 해외 거래소까

지 연동해 숨은 유동성을 탐색하고 최적의 거래 체결을 유도하고 있다.

국내에서는 KRX와 NXT가 중간가 호가 주문 제도를 도입하여, 각 시장의 최우선 매수·매도 호가 기준으로 산출된 중간 가격에서 거래가 체결될 수 있도록 하고 있다. 그러나 이 제도는 주문 수량과 가격 정보가 시장에 공개된다는 점에서 다크풀과는 본질적으로 다르다. 중간가 체결은 소규모 개인투자자에게는 더 유리한 가격을 제공하는 효과적인 수단임이 분명하나, 대규모 주문을 수행하는 기관투자자에게는 거래 의사와 물량이 시장에 노출됨으로써 체결 가격에 불리하게 작용하거나 시장 충격을 유발할 수 있는 위험 요인이 될 수 있다.

이러한 점에서 국내에서도 기관투자자의 특수한 거래 수요를 반영하여, 증권사 주도의 비공개 다크풀 구축을 검토할 필요가 있다. 다크풀이 도입될 경우 유동성이 여러 시장으로 분산되면서 시장 파편화에 대한 우려가 제기될 수 있으나, 이는 SOR 기반의 시장 간 주문 라우팅 시스템을 통해 기술적으로 대응할 수 있다. 다만, 현행 자본시장법상 다자간매매체결회사를 설립하기 위해서는 15% 이상 주식 소유 제한, 최저 자기자본 요건 등 진입장벽이 높은 규제가 존재하며, 이러한 요건은 증권사가 독자적으로 거래 플랫폼을 구축하는 데 제약으로 작용하고 있다. 따라서 기관 수요에 기반한 다크풀 도입을 현실화하기 위해서는 관련 규제에 대한 개선 또한 함께 논의될 필요가 있다.

#### 4. 주문집행 성과 평가 체계 구축

최선집행기준은 투자자 보호와 시장 신뢰 제고를 위한 핵심 제도적 장치로 기능하고 있으며, 자본시장법 및 관련 규정은 증권사가 분기 단위로 자사의 주문집행 기준을 점검하도록 의무화하고 있다. 이러한 점검은 단순한 규제 이행에 그쳐서는 안 되며, 실제 주문집행 결과를 기반으로 한 정량적 평가와 체계적인 개선으로 이어져야 제도의 실효성을 확보할 수 있다. 특히 집행 품질에 대한 자체 분석 결과는 내부 전략 수립뿐 아니라, 외부 투자자에 대한 신뢰도 제고와 서비스 경쟁력 강화에도 활용될 수 있는 중요한 수단이 된다.

시장 분할 정도가 높은 미국과 유럽은 이미 최선집행기준에 대한 정량적 평가 체계를 정립하고, 개별 증권사가 자체적으로 결과를 평가하고 공개하는 것은 물론, 정보를 상호 비교할 수 있도록 공시 기준을 제도화하는 방향으로 발전해 나가고 있다. 미국의 금융산업규제당국(FINRA)은 증권별, 주문유형별로 고객 주문의 집행 품질에 대해 최소 분기 단위로 검토하도록 의무화하고

있으며(FINRA Rule 5310), 2024년 6월부터는 SEC 규정 606(a)에 따른 주문 라우팅 정보를 중앙화된 플랫폼에 공시하도록 함으로써(FINRA 규정 6151), 투자자와 규제기관이 각 증권사의 집행 성과를 상호 비교할 수 있도록 제도적 기반을 마련하였다. 유럽 또한 2024년 MiFID II 개정에 따라, 유럽증권시장감독청(ESMA)이 '집행 정책의 효과 평가 기준에 관한 기술 표준'을 수립하고, 2025년 4월부터 이를 공식화하여 단순한 규제 준수를 넘어선 실질적인 주문집행 평가와 정보 공개를 의무화하고 있다.

국내 증권업계도 최선집행기준에 대한 실질적 점검을 통해 주문집행 결과의 정량적 분석 체계를 마련하는 것은 물론, 이를 토대로 주문집행 전략 개선과 알고리즘 고도화에 반영하는 순환적 관리체계를 구축할 필요가 있다. 더 나아가 일정 수준 이상의 집행 정보를 투자자에게 투명하게 공시하고, 증권사 간 비교가 가능한 기준을 정립함으로써, 투자자의 신뢰를 제고하고 시장 전반의 주문집행 품질을 향상시킬 수 있도록 기반을 마련해 나가야 할 것이다.

## V. 결론

---

국내 주식시장은 NXT의 출범을 계기로 복수 거래시장 체제로 본격 진입하였으며, 이에 따라 자본시장법 및 금융당국의 가이드라인을 바탕으로 증권사들은 최선집행기준을 수립하고 SOR 시스템을 도입하는 등 제도적, 기술적 기반을 성공적으로 정착시켰다. 다만, 현재의 최선집행기준은 가격 및 수수료 중심의 단편적 구조로 설정되어 있어, 기관투자자의 전략적 수요, 거래 익명성 확보, 시장 충격 최소화 등 고도화된 거래 조건을 충분히 반영하지 못하는 한계가 존재한다. 또한, 증권사 간 SOR 시스템 운영 방식이나 별도지시 항목 활용에 있어서도 실질적인 차별성은 아직 제한적인 수준으로, 투자자 맞춤형 서비스로의 발전을 위한 적극적 노력이 더욱 요구되고 있다. 이러한 점에서 단순한 법적 준수 수준을 넘어, 각 증권사가 독립적이고 경쟁력 있는 주문집행 전략을 마련하고, 실질적으로 투자자 후생을 제고할 수 있는 실행 체계를 구축하는 것이 중요한 과제로 판단된다.

국내 최선집행 제도는 이제 막 도입되어 그 활용이 아직은 미진해 보이나, 앞으로의 노력 여하에 따라 주식시장이 해외와 같은 선진 거래시장으로 도약할 전환점이 될 수 있다. 투자자 유형과 거래 목적에 부합하는 다양한 주문집행 기준의 정비, 알고리즘 기반 전략과 연계된 고도화된 SOR

체계 구축, 다양한 전략에 특화된 플랫폼의 도입 및 활용은 우리 자본시장의 효율성과 신뢰도를 더욱 높이는 데 크게 기여할 것이다. 아울러 집행 품질에 대한 정량적 평가 체계가 정착된다면, 증권사 간의 건전한 서비스 경쟁을 유도하고 투자자 신뢰를 한층 더 제고하는 기반이 마련될 수 있다. 이러한 점진적 진화는 국내 최선집행 제도가 글로벌 시장과 어깨를 나란히 하는 수준으로 도약하는 데 있어 긍정적인 동력이 될 것이다.

<부록 A> 일본 거래시장 및 증권사 주문 유형 및 조건

구분	주문 유형 및 조건	설명	TSE	Japannext (J-Market)	Cboe Japan (Alpha)	SBI	Raku -ten	Insti -net	미쓰비시 UFJ e스마트 증권
기본 유형 및 조건	Limit Order(지정가 주문)	사용자가 지정한 가격으로 매수/매도 주문을 제출	0	0	0	0	0	0	0
	Market Order(시장가 주문)	가격을 지정하지 않고 가능한 최적 가격으로 즉시 체결	0	X	X	0	0	0	X
	Stop Limit Order (스탑 지정가 주문)	특정 가격에 도달하면 자동으로 매수/매도 주문 실행	X	X	X	0	0	X	0
	IOC(Immediate or Cancel) Order FOK(Fill or Kill) Order	일부 체결 후 잔량은 자동 취소 전량이 즉시 체결될 수 있을 경우에만 유효	0	0	0	X	X	0	X
가격 범위 조건	Double Limit Order (이중 지정가 주문)	지정가 + 역지정가를 동시에 설정	X	X	X	X	X	X	0
	± Limit Order (플러스/마이너스 지정가)	기준 가격 ± 설정값으로 자동 지정가 주문	X	X	X	X	X	X	0
	호가 범위 지정 주문	지정된 범위 내에서만 체결되도록 조건을 부여	X	X	X	0	X	X	X
	Trailing Stop Order (트레일링 스톱)	주가가 오르면 기준 가격도 따라 오르며, 하락 시 자동 매도	X	X	X	X	0	X	0
주문 연계 조건	U-Turn Order(U턴 주문)	매수 후 자동 매도, 또는 매도 후 자동 매수 설정	X	X	X	X	X	X	0
	OCO(One-Cancels-the-Other) Order	하나의 주문이 체결되면 다른 주문이 자동으로 취소	X	X	X	0	0	X	X
	IFD(If-Done) Order (연속 주문)	최초 주문이 체결된 후, 두 번째 주문이 자동으로 제출	X	X	X	0	0	X	0
	IFDO(If-Done-OCO) Order Link Order	IFD와 OCO를 결합 최대 10개의 주문을 순차적으로 연결하여 설정	X	X	X	0	0	X	X

<부록 A> 일본 거래시장 및 증권사 주문 유형 및 조건(계속)

구분	주문 유형 및 조건	설명	TSE	Japannext (J-Market)	Choe Japan (Alpha)	SBI	Raku -ten	Insti -net	미쓰비시 UFJ e스마트 증권
주문 시점 조건	Timed Order(시간 지정 주문)	특정 시간에 자동으로 주문 실행	X	X	X	X	X	X	O
	DO(Day Order)	당일 거래 시간 동안 유효	X	O	O	X	X	X	X
	GTT(Good Till Time)	지정된 시간까지 유효	X	X	O	X	X	X	X
	GTC(Good-Till-Cancelled)	고객이 취소하기 전까지 장기간 유효	X	X	X	X	X	O	X
주문 노출 최소 조건	Reserve Order	날짜, 시간, 주가를 특정하여 자동으로 주문	X	X	X	X	O	X	X
	Iceberg Order	전체 주문량 중 일부만 시장에 표시하고, 나머지는 숨겨서 순차적으로 실행	X	O	O	X	O	O	O
	Sniper Order	지정된 가격의 호가가 나타날 때만 순간적으로 주문을 내고, 체결되지 않으면 자동 취소 후 다시 대기	X	X	X	X	O	O	X
	Stealth Order	주문을 시장에 전혀 표시하지 않고 실행하여, 다른 투자자에게 의도를 노출하지 않음	X	X	X	X	X	O	O
시장 충격 최소 조건	Hidden Order	주문 정보를 시장에 공개하지 않고 실행	X	X	X	X	X	O	X
	Peg Order	기준 가격(예: 최우선 매도/매수 호가)에 연동하여 주문 가격을 자동 조정	X	X	O	X	X	O	O
	POV(Percentage of Volume) Order	시장 거래량의 일정 비율로 주문을 실행하여 시장에 미치는 영향을 최소화	X	X	X	X	X	O	O
	Reversion Order	시장 상황에 따라 최적의 스케줄로 주문을 분할 실행하여 거래 비용을 최소화	X	X	X	X	X	X	O
주문 노출 최소 조건	TWAP(Time Weighted Average Price) Order	일정 시간 동안 균등하게 주문을 분할 실행하여 평균 가격을 달성	X	X	X	X	X	O	O
	VWAP(Volume Weighted Average Price) Order	일정 시간 동안 시장 전체 거래량에 비례하여 주문을 분할 실행하여 평균 가격을 달성	X	X	X	X	X	O	X

자료: 각 사 홈페이지, 저자 정리

<부록 B> 일본 PTS 운영 주식 거래시장 종류 및 특징

구분	대상 시장	특성
주요 거래시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Japannext J-Market</li> <li>• Cboe Alpha</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 가격-시간 우선 원칙에 따라 연속 주문 체결</li> <li>• 다양한 투자자의 주문이 효율적으로 체결</li> </ul>
소매 중개사 특화 시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Japannext X-Market</li> <li>• Cboe Select</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 지정 유동성 공급자(Designated Liquidity Provider: DLP)와 리테일 중심의 소매 중개사(개인투자자를 대표하여 주문 수취)로 참여 자격 제한</li> <li>• DLP 간 체결은 제한되고, 소매 중개사와 DLP 간 체결하여 안정적인 유동성 공급</li> </ul>
지수 거래 특화 시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Japannext U-Market</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nikkei 225 등 고유동성 지수 구성 종목을 대상, 지수 차익거래자(Index Arbitrager)와 DLP 사이 체결</li> <li>• ETF 운용사 및 차익거래 전략 운용 기관에 적합</li> </ul>
야간 시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Japannext Night Market</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 오후 5시부터 다음 날 오전 6시까지 운영</li> <li>• 미국 등 해외 시장 개장 시간과 겹쳐 글로벌 이벤트 발생 시 실시간 대응 가능</li> </ul>
VWAP 매칭	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cboe Match</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• VWAP 기반 주문을 체결하는 다크풀</li> <li>• 기관투자자의 VWAP 전략을 효율적으로 집행</li> </ul>
비공개 주문 시장	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cboe BIDS Japan</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 주문 정보가 시장에 공개되지 않는 다크풀 방식으로, TSE의 최우선호가 범위내 체결</li> <li>• 시장 충격 최소화 및 대량 블록 거래 시 유용</li> <li>• 체결된 주문은 TSE의 ToSTNeT 시스템을 통해 보고 및 결제 처리</li> </ul>

자료: 각 거래시장 홈페이지, 저자 정리