



국제정합성 관점의 자본시장 규제

선임연구위원 남길남

목 차

1 문제제기

2 시장접근성 이슈

3 규제예측성 이슈

4 국제정합적 규제 방향

1. 문제제기

자본시장 개방 30년과 외국인 투자 현황

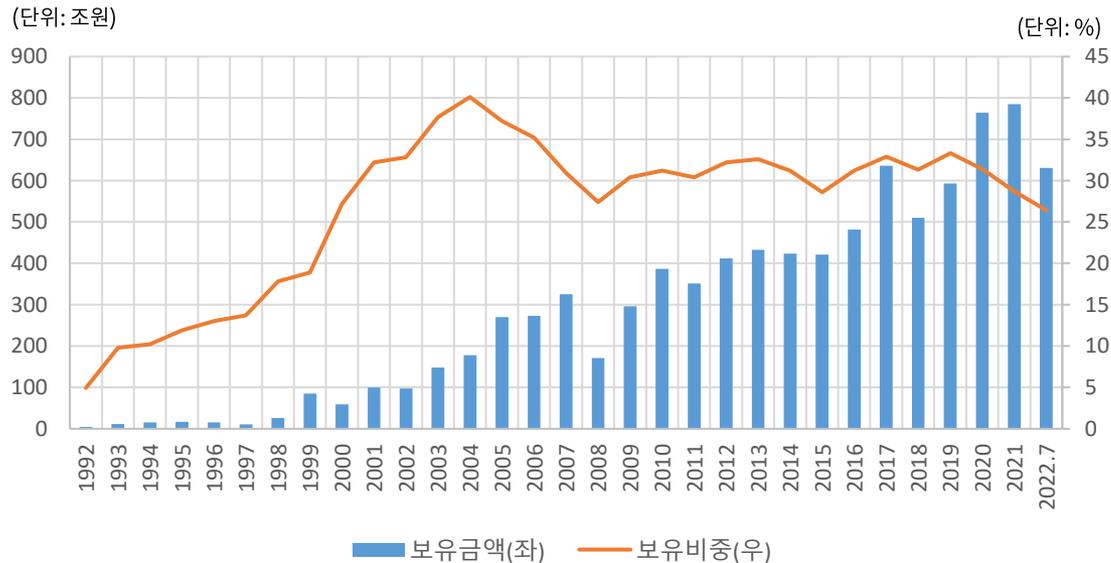
- 1992년부터 자본시장 단계적 개방하여 30년 경과하였으나 아직 신흥시장 잔류

- › 1998년 5월, 일부 공공법인 제외하고 외국인 주식투자 한도 폐지
 - › MSCI 지수 분류에서 한국은 신흥시장 범주를 벗어나지 못하고 있음

- 또한 외국인 투자 비중은 팬데믹 기간 뚜렷한 감소세로 전환

- › 외국인 투자 비중은 40.1%(‘04)를 정점으로 33.3%(‘19)이래 26.4%(‘22.7)까지 하락

외국인 투자자 상장주식 보유금액 및 보유비중 추이



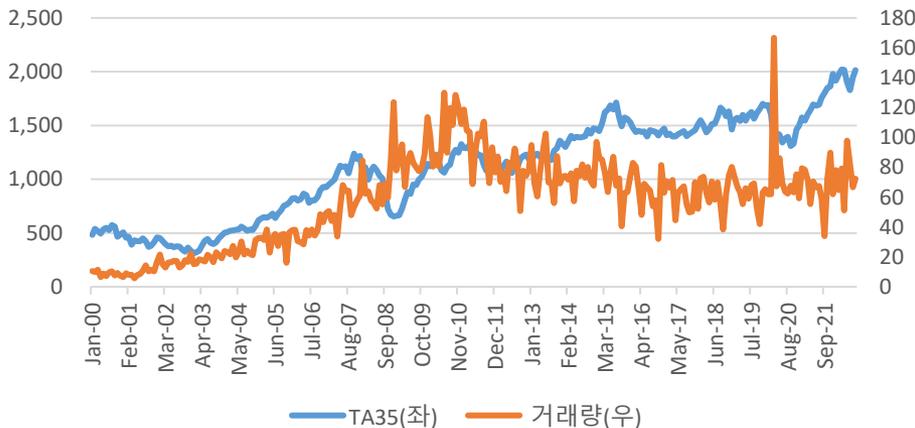
자료: 금융감독원

MSCI 선진국 지수 편입과 국제정합적 규범

○ MSCI 선진국 지수 편입 자체가 외국인 투자자 유입 보장하지 못함

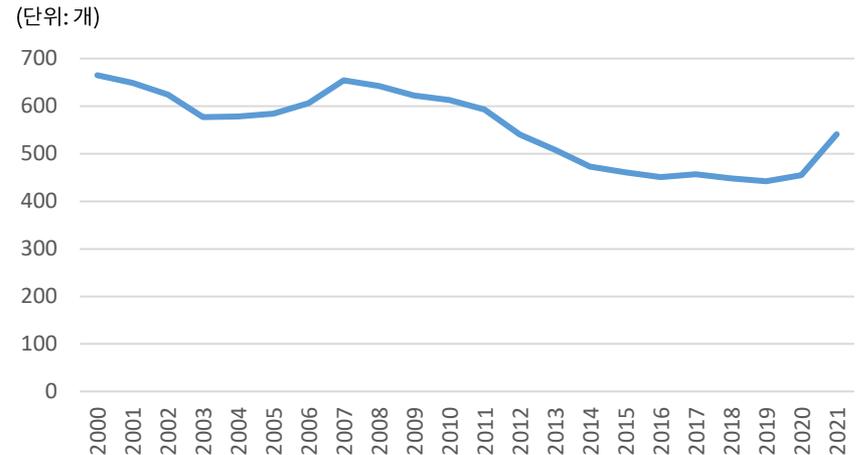
- › 2010년 이스라엘은 선진국 지수로 편입되나 주가지수는 횡보, 거래량과 상장기업 수는 최근까지 하락

TA35지수 및 전체주식거래량 추이



자료: Bloomberg

텔아비브거래소 상장기업 수 추이



○ 선진국 시장에 걸맞는 국제적 거래 관행과 규범 정립이 중요함

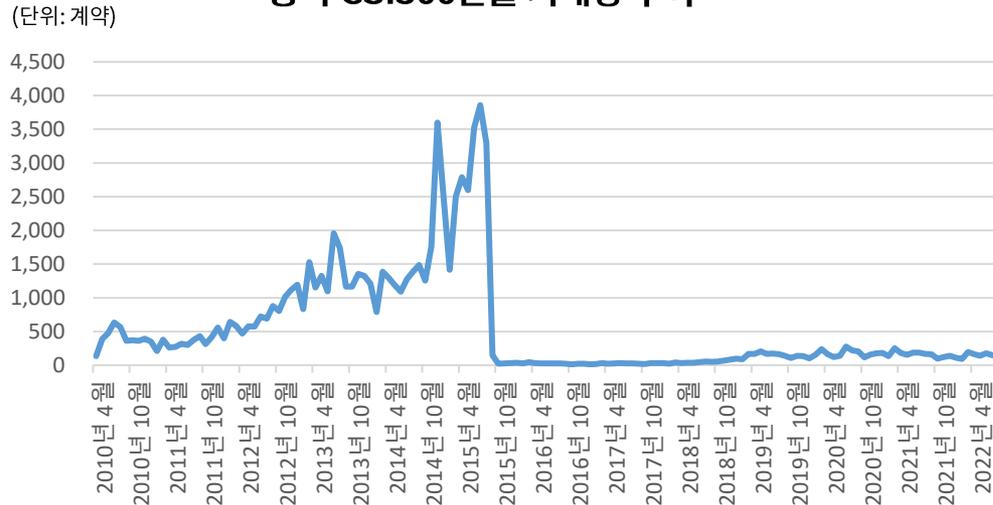
- › 이스라엘의 선진국 지수 편입이 외국인 투자자 관심을 끌지 못한 주된 이유로 중동지역 구분과 일요일 거래 관행 거론(FT, Reuter)

시장접근성 및 규제예측성 원칙

○ 국제적으로 단일 모범규범이 존재하지 않지만 시장접근성 및 규제예측성/투명성 확대 방향으로 자본시장 규범 발전

- > 금융선진국들도 분노한 대중, 외국인 공포 등에 의해 다수의 비원칙적인 규제 수립 전례
 - 미국: 1955년, 양파 파동과 선물시장 불공정거래로 농민 분노가 커지자 양파를 선물의 기초자산으로 삼는 것을 금지하는 ‘양파선물법’ 제정(대중 여론)
 - 프랑스: 2006년, 펩시의 다농 인수시도에 대응하여 적대적 인수합병 어렵게 한 ‘다농법’ 제정(경제민족주의)
- > 신흥시장 규제 특징은 일방적이고 예측하기 어려운 시장조치 남용
 - 2015년 6월, 중국, 개인투자자 보호 명분으로 CSI300 선물 증거금 갑자기 2~4배 인상 직후, 거래량 99% 감소

중국 CSI300선물 거래량 추이



자료: Bloomberg

2. 시장접근성 이슈

1. 경직적인 외국인투자등록(IRC)제도

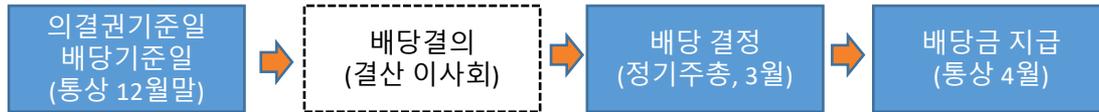
- (현황) 상장 기간산업 주식의 외국인 취득 한도 관리 및 외국인 거래 동향 파악 목적 등을 위해 외국인의 인적사항을 금융감독원에 사전 등록
 - › 자본시장법, 전기통신사업법, 방송법 등에서 외국인 취득에 제한이 있는 국가기간산업 지정
 - 한국전력, 한국가스공사, 대한항공, SK텔레콤, KT, LG유플러스 등 33개 법인('21년말)
- (문제점) 증권거래에 통합계좌(옴니버스계좌)를 이용하는 국제적 관행과 상충
 - › 2016년 옴니버스계좌를 허용하였으나 IRC 계좌 단위로 후선업무가 처리되어 통합계좌 활용 제한적, 사전관리로 인한 경직적 제도 운영, 포지션 노출에 대한 우려 등으로 외국인에 대한 시장접근 제한 기능
 - 외국인의 기간산업 투자 제한은 미국, 영국, 프랑스 등 주요국에서도 운영되고 있으나 사후 관리 수준
 - 외국인ID 등록자는 지속적으로 증가하여 51,185명('21년말)에 이르고 있어 개별 관리가 용이하지 않으며 ID발급 기간이 일정하지 않다는 불만도 존재
- (개선방향) 사후관리 전환, 옴니버스계좌 활용 후선업무까지 확장, 합리적 ID 부여 방안 모색
 - › 외국인 투자한도를 사후관리로 전환하고 옴니버스계좌 단위로 후선업무 처리 허용 필요
 - › 국제적으로 통용되는 방식으로 기존 ID를 대체하는 방안 모색 필요

2. 과도한 최소자본금 또는 지분 제한 요건

- (현황) 금융투자업 진입 시 최소 자본금 설정하여 서비스 제공 안정성 보장, 다자간매매체결회사(ATS) 지분 한도는 공공성 강화 목적
 - › 자본시장법 제정으로 금융투자업 단위별 요구 자기자본에 대해 add-on 방식 도입
 - › 다자간매매체결회사(ATS) 투자 시 15% 한도 설정
 - 단, 집합투자기구, 정부, 금융위원회 승인 등 15% 초과 소유 인정
- (문제점) 금융투자업 요구 자기자본 국제적으로 높은 수준이며, ATS 설립시 지분 제한도 예외적 규제
 - › 일반투자자 대상 증권 투자매매업에 대한 최소 자본금: 한국(500억원), 일본(장외파생상품포함, 5천만엔), 홍콩(1천만 HKD), 싱가포르(500만 SGD)
 - 시장조성자 전문성을 갖추어도 투자매매업 인가 및 거래소 회원 자격 미충족으로 시장조성자가 되지 못하는 경우 발생
 - › 미국 및 유럽 등에서는 ATS를 브로커-딜러 업무로 정의하고 추가적인 자기자본 요건이나 지분한도 설정하지 않고 있음
- (개선방향) 최소자본금 또는 지분 제한 적정성 검토 필요
 - › 시장 진입을 용이하게 만듦으로써 경쟁 촉진 필요성

3. 독특한 배당 지급관행

- (현황) 상장법인의 배당결정은 배당기준일 이후 3개월 이내 결정
 - › 12월 결산법인: 통상 12월말 배당기준일, 3월 정기주총에서 배당결정



- (문제점) 배당금 먼저 결정하고 배당기준일 나중에 결정하는 국제적 관행과 차이로 시장접근성 하락
 - › 미국, 독일, 영국, 프랑스 등 이사회·주총에서 배당결의 후 배당기준일 결정(일본 예외)

주요국 배당 지급관행

국가	배당승인	배당기준일
미국	이사회	이사회 결의 후 (이사회에서 배당결의 및 배당기준일 결정) 배당기준일 후 60일 내 배당 지급 (델라웨어주)
독일	주총	주총일 후 2영업일, 주총에서 2영업일 이후의 날로 지정 가능
영국	주총	주총일 이전 또는 이후로 지정 가능, 회사별 결정
프랑스	주총	주총일 이후 근접일
일본	주총	한국과 동일

자료: KRX 취합

- (개선방향) 배당 지급관행을 국제 관행과 일치하도록 개선 필요
 - › 배당에 대한 시장 판단을 통해 배당 확대 도모

4. 제한적 영문공시 및 영문 금융행정 서비스

- (현황) 상장기업의 영문 공시 비중 아직 낮은 수준, 영문 금융행정 서비스도 제한적
 - › 유가증권시장 영문 공시 비중은 2020년 4.7%, 2021년 8.4% 불과
 - 영문 공시 상장기업 수는 2020년 82개에서 2021년 113개로 37.8% 증가
- (문제점) 제한적 영문공시와 영문 금융행정 서비스 → 외국인 투자자의 정보 접근 제약
 - › 거래소의 번역 지원 사업으로 영문공시가 증가하고 있으나 아직 영문공시 미발표 KOSPI200 편입기업 존재
 - › 외국계 금융회사, 감독당국에 제출하는 각종 보고서의 영문 양식 부재로 인한 어려움 호소
 - 예, 순매도 포지션 보고서, 5% 공시 보고서 등
- (개선방향) 영문공시 비중의 대폭 확대 및 영문 보고양식/설명자료 배포 노력 필요
 - › 일본 사례: 금융청·재무국 합동으로 영어로 관련 업무를 보는 ‘금융시장 진입 사무소’ 운영(‘21.1)
 - 영어로 등록 사전상담(‘20.11)
 - › 중국 사례: 상하이증권거래소 커황판(star board)은 이상매매 가이드라인 등 시장조치시 영문자료 발간

5. 획일적인 파생상품시장 기본예탁금 운영

- (현황) 국내 장내파생상품시장은 2010년대 초까지 세계 1위(거래량 기준)였으나 개인투자자 보호 이슈가 사회적으로 부각되면서 규제 강화로 성장 정체
 - › 기본예탁금 인상, 의무교육이수, 모의거래참여 도입
 - 옵션승수 인상
- (문제점) 개인투자자의 국내 파생상품시장 진입이 어려워지면서 해외 파생상품 또는 기타 국내외 레버리지 상품 거래 대폭 증가 → 기존 규제의 적정성 점검 필요
 - › 팬데믹 이후 국내 장내파생상품 거래량의 유의한 증가는 관측되지 않았으나 해외 선물, 해외 3배 레버리지 ETF 등 해외 고위험상품 거래 급증
 - › 개인투자자의 시장 참여 기준을 기본예탁금에 근거하는 것은 개인별 차이를 고려하지 않은 획일적 규제
 - 1996년 KOSPI200선물 도입 시 일본 Nikkei225선물 기본예탁금 제도 참조하여 채택하였으나 일본은 1997년 폐지하였으며 중국이 유일하게 제도 유지(CFFEX, 50만위안)
- (개선방향) 기본예탁금을 폐지하고 개인별 투자성향 및 위험감내도 평가로 대체
 - › 개인 소득 및 자산수준, 거래경험, 위험감내도에 기초하여 시장 참여 수준을 결정하는 것이 국제정합적

6. 협소한 장내파생상품 거래시간

- (현황) 장내파생상품의 거래시간은 경쟁 시장에 비해 상대적으로 협소
 - ▶ 미국은 24시간 거래체제이며, 주요국 모두 주식시장 거래시간 15분전부터 거래시작, 1시간후부터 종료

주요국 주식·파생시장 거래시간

국가	주식시장	파생시장		현물 대비 파생시간	
		주간	야간	시작	종료
한국	09:00~15:30	09:00~15:45	-	일치	15분 後
미국	09:30~16:00	24시간(전일18:00~17:00)		15시간30분 前	1시간 後
독일	09:00~17:30	01:10 ~ 22:00		7시간50분 前	4시간30분 後
일본	09:00~15:00	08:45~15:15	16:30~익일 06:00	15분 前	15시간 後
홍콩	09:30~16:00	09:15~16:30	17:15~익일 03:00	15분 前	11시간 後
싱가포르	09:00~17:00	08:30~17:20	17:50~익일 05:15	30분 前	12시간15분 後
호주	10:00~16:00	09:50~17:00	17:10~07:00	10분 前	15시간 後

자료: KRX 취합

- (문제점) 개장시각, 장종료시각, 야간거래, 공휴일거래 모두 협소하거나 불가능한 상황
 - ▶ 개장시각: 해외변수 영향력이 큰 국내증시 특성상 개장 초 변동성이 높으나, 파생시장 개장시각이 주식과 동일하여 파생상품의 가격발견을 통한 주식 변동성 완화 효과 제한적
 - ▶ 장종료시각: 당일 주식시장(기초자산) 종료 후 파생상품 포지션 조정을 위해 충분한 거래시간이 보장되어야 하나, 실시간으로 호가상황을 확인하고 파생상품 포지션을 조정할 수 있는 접속거래시간은 2분30초~5분에 불과
 - ▶ 야간거래: Eurex와 연계하여 코스피200선물 등의 야간거래를 제공하고 있으나, 연계 복잡성 등으로 인해 투자자 참여 제한적
 - ▶ 공휴일거래: 국내 파생시장은 법정 공휴일을 휴장일로 지정하고 있어 해외투자자는 리스크 관리를 위해 공휴일 거래 요구
- (개선방향) 효과적인 파생상품 거래를 위해서는 개장시각, 장종료시각, 야간거래, 공휴일거래 확대 또는 신규 서비스 필요

시장접근성 향상 위해 기존 규제 적정성 검토 필요

시장접근성 확대

유동성 증가

거래비용
절감

자본시장
경쟁력 제고

3. 규제예측성 이슈

1. 공매도 규제

- (현황) 팬데믹으로 시장 변동성 급격히 커지자 주식시장 안정화 명분으로 공매도 규제 시행
 - › 2020년 3월, 상장주식 전체에 대해 공매도 금지
 - 2008년과 2011년에도 공매도 전면 금지 사례
 - › 2021년 5월, KOSPI200, KOSDAQ150 편입 종목에 대해 공매도 부분허용
 - 공매도 규제 유지는 주요국 중 유일
- (문제점) 장기간(2.5년)의 규제에도 불구하고 향후 규제 방향 불확실
 - › 공매도 금지 시점의 시장 불안 해소(2020년 5~7월, 팬데믹 직전 지수 회복)에도 지속됨
 - 공매도 금지가 장기화 되면서 새로운 시장 불안 요인을 명분으로 한 규제 유지 또는 강화 움직임 대두
 - › 공매도잔고(0.01% 이상) 보고 의무 수준도 국제적으로 매우 엄격한 수준
 - 일본 0.2%, 영국 0.25%(금융주 등), 독일 0.2%, 프랑스 0.2%, 호주 0.01%

2. 시장조성자 및 유동성공급자 규제

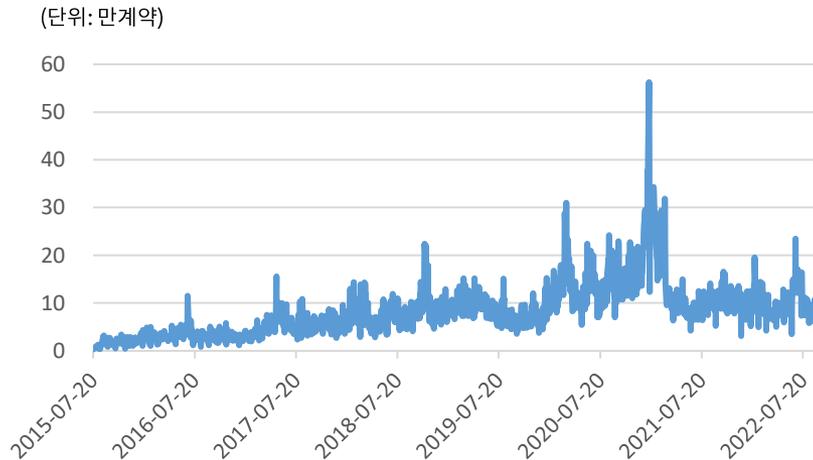
○ (현황) 시장조성자에 대한 갑작스러운 규제로 시장조성 중단 또는 위축

- › 2021년 9월, 9개 주식시장 시장조성자에 대해 반복적 호가 정정·취소로 인한 시세 부당영향 혐의로 487억원 과징금 부과 직후 시장조성활동 중단(2022년 7월, 과징금 부과 취소)
- › 2021년 3월, 미니KOSPI200 선물의 시장조성자에 대한 증권거래세 면제 중지 및 공매도 거래 금지 조치로 시장조성 활동 중단
- › 2012년 3월, ELW 유동성공급자에 대한 호가제공 제한(시장건전성 강화 방안) 이후 유동성공급 위축

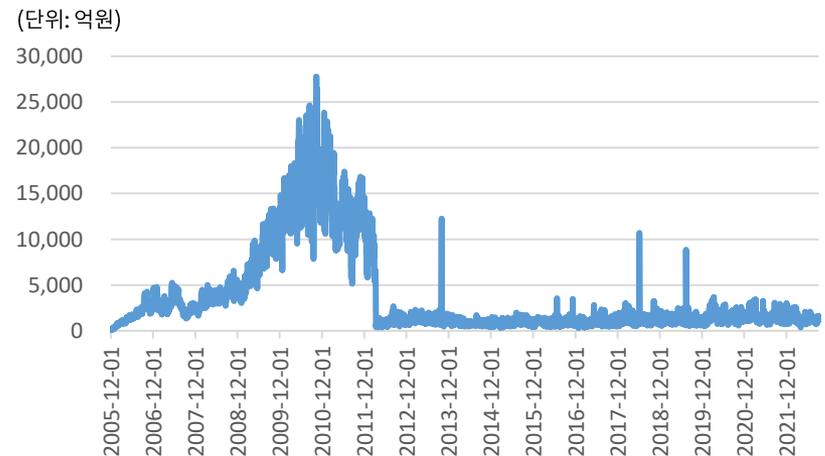
○ (문제점) 시장조성자와 유동성공급자에 대한 규제 직후 유동성 급감

- › 규제 전후 각각 5개월 기간 미니KOSPI200 선물 거래량 57%, ELW 거래대금 92% 감소

미니KOSPI200 거래량 추이



ELW 거래대금 추이

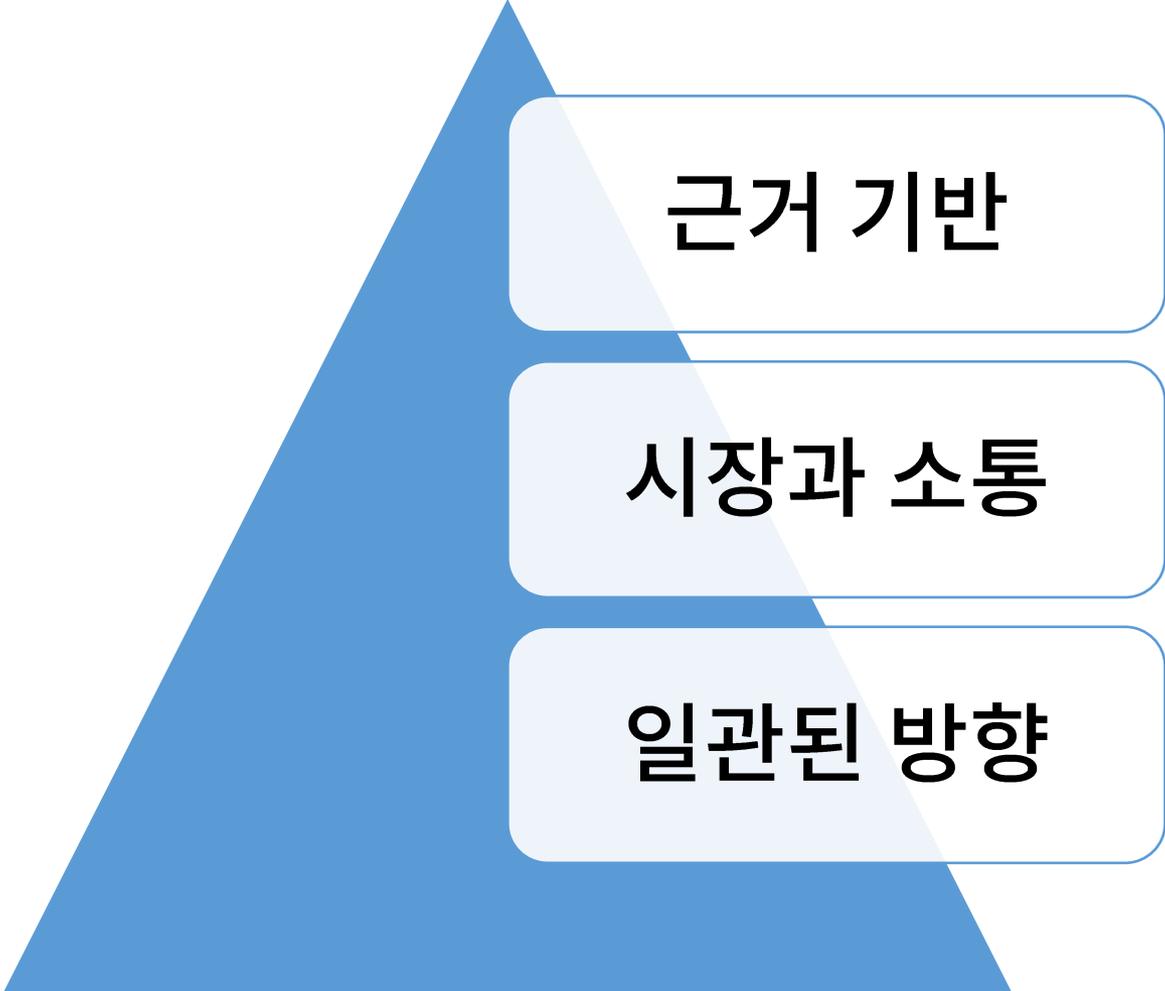


자료: KRX

3. 알고리즘거래 및 저지연(low latency) 서비스 제한

- (현황) 국내 알고리즘거래(HFT 거래 등) 시장은 저지연 서비스 제한과 높은 수준의 증권거래세로 인해 장내파생상품시장의 외국인 투자자 거래로 국한
 - › 2010년대 초 ELW 시장 규제로 매매체결 속도 차등 서비스 도입 지체
 - › 증권거래세의 단계적 인하(0.3%→0.23%)에도 주요국 대비 큰 거래비용으로 주식시장의 알고리즘거래 제약
- (문제점) 2000년대부터 다양한 알고리즘거래가 활성화된 주요국 시장에 비교하여 주문체결 서비스 발달 지연으로 암묵적 거래비용 절감 수단 부족 및 리스크관리 선진화 지체 등 시장경쟁력 하락
 - › KRX의 주문서비스 유형은 7가지 주문유형과 2가지 주문조건으로 미국 252가지에 비해 제한적
 - 미국, 유럽 등에서는 대규모 거래자의 주문 정보 노출을 최소화하는 기법 등 다양한 주문유형 발달
 - 주요국에서는 저지연 서비스를 위해 DMA, Co-location 등 주문속도 경쟁 심화
 - › 국내 기관투자자의 총 거래비용(명목적 비용+암묵적 비용)은 외국인 투자자 대비 높은 수준
 - 2018년, 외국인 대비 연기금·보험 67bp, 공사모펀드 84bp(김준석, 2020) 거래 비용 추가 발생
 - › 알고리즘거래 활성화 지체로 주문체계 리스크관리 기법 개발도 지연되고 있음
 - 대량 주문 일괄 취소, 자전거래방지 등 시장안정 기법은 거래소 차세대 시스템 반영 예정

충분한 시간을 갖고 규제 방향에 대한 공감대 마련 필요



근거 기반

시장과 소통

일관된 방향

4. 국제정합적 규제방향

자본시장 규제 수립 원칙 준수 필요

○ 충분한 준비 시간을 가지고 근본적 해결방안 모색 필요

- › 미국, 영국 등: 새로운 금융규제 시행까지 1년 이상 장기간 소요
- › 한국: 사건발생 이후 몇 개월 내 사건 경과 및 최종 대책안 발표 관행

○ 전문가의 분석보고서에 근거하여 정책 수립 및 일관성 유지

- › 분석보고서에서 명시적으로 밝혀진 관계에 한정하여 대책 마련
 - 정황 및 심증이나 악화된 여론에 편승한 갑작스럽고 급격한 조치 벗어나야
- › 분석보고서 및 관련 절차를 문서(영문 포함)로 공개하여 규제 일관성 유지

○ 투명한 수립 절차 및 피드백 절차 준수

- › 새로운 규제를 도입하는 경우 문제의식 단계부터 규제 수립 프로세스를 공개하고 시장참가자의 의견 수렴
- › 시행된 규제에 대해 사후 효과 검증 수행하고 문제점 수정
 - 영국 금융당국 FCA의 Discussion Paper, Consultation Paper, Feedback Statement, Policy Statement 보고서 발간 프로세스 참조

투명하고 일관된 규제 수립 프로세스 구축 필요

- 속전속결 문제 해결 방식 지양하고 근거에 기반한 투명한 규제 수립 프로세스 필요
 - › 영문 보고서를 함께 게재하고 시장참여자(외국인 투자자 포함)로부터의 피드백 필수적

<사후 대책 마련 프로세스>

