

**자본시장 인프라를 위한 공청회**

---

## **자본시장 인프라 선진화 방안**

**-매매체결제도 관련 법제도 개선사항-**

---

서울대학교 법학대학원 부교수  
정순섭  
2011. 7. 4

---

# 목차

---

## I. ATS

## II. 거래소 제도

# I. ATS

---

1. ATS 도입과 금융투자상품시장의 정의

2. ATS 도입과 규율방식

3. ATS 도입과 거래대상 종목

4. ATS 도입과 시장감시

5. ATS 도입과 청산

6. ATS 도입과 투자중개업자의 최선집행 의무

## 가. 현황

- 자본시장법상 매매체결기능을 영위하는 주체는 '한국거래소가 개설하는 증권시장과 파생상품시장'으로 한정
  - ✓ 거래소라는 개설주체를 시장 정의의 개념요소로 규정하는 방안으로서 거래소 이외의 자가 개설하는 시장을 인정하지 않는다는 입법적 의지의 표현임

## 나. 개선

- ATS와 같은 거래소 이외의 설립주체에 의하여 개설되는 매매체결기능인 시장을 허용할 경우 시장의 정의는 수정을 검토할 필요
  - ✓ ATS가 제공하는 매매체결기능은 경쟁매매방식을 채택하는지 여부에 따라 시장형 ATS와 비시장형 ATS로 구분
  - ✓ ATS를 도입할 경우 자본시장법상 매매체결기능은 (i)거래소시장, (ii)ATS시장, (iii)비시장형 ATS의 세 가지 유형으로 구분
  - ✓ ATS 도입 이후 자본시장법상 시장 개념은 이들 중 (i)거래소시장과 (ii)ATS시장을 포함할 수 있어야 함

## 나. 개선

### ▪ 구체적인 3가지 방안

- ✓ <제1안> 금융투자상품시장의 정의를 가격발견기능과 유동성공급기능을 나타내는 형식적 요건으로서 '다수의 매도인과 매수인이 경쟁매매 그 밖에 사전에 정해진 방법에 따라 거래를 체결하는 시장'과 같이 정의하는 방안
- ✓ <제2안> 현행법상 시장 정의에서 시장의 개념 기준의 제시 없이 개설주체만 삭제하고, 법적 확실성을 위하여 필요한 경우에 시장형 ATS를 개별적으로 포함하도록 규정하는 방안
- ✓ <제3안> 현행법상 시장개설주체를 시장의 개념요소로 유지하면서, 이를 거래소 이외 시장형 ATS와 같은 시장개설주체를 포함하도록 재정의하는 방안
- ✓ <제4안> 현행법상 시장 정의를 그대로 유지하면서 필요한 경우에 시장형 ATS를 개별적으로 포함하도록 규정하는 방안

## 나. 개선

- 시장형 ATS를 시장 정의에 포함하는지 여부가 실익을 가지는 것은 장외 매매만을 대상으로 하는 공개매수규제와 상장증권 및 장내파생상품만을 대상으로 하는 일정한 범위의 불공정거래규제의 적용 여부를 결정하는 데 있음
  - ✓ 따라서 위 네가지 방안 모두 현실적인 문제를 해결하는 데는 큰 문제가 없을 것으로 생각
  - ✓ 입법기술적으로는 <제4안>이 가장 용이함
  - ✓ 그러나 거래소 이외에 시장개설주체를 인정한다는 입법적 의지를 강조하는 취지에서 <제1안>과 <제2안>도 함께 검토할 필요

## 2. ATS 도입과 규율방식

---

1. ATS

### 가. 현황

- 자본시장법상 전자증권중개업무는 금융투자업자의 업무로서 인가 대상으로 규제(78조 1항)

### 나. 개선

- 자본시장법상 금융투자업자로 규제하되, 시장적 기능을 수행하는 시장형 ATS와 비시장형 ATS를 구분하여 규제할 수 있어야 함
  - ✓ ATS는 시장적 성격과 업자적 성격을 동시에 보유
  - ✓ 외국입법례도 3 가지로 구분(호/EU, 싱가포르, 미/영)
  - ✓ ATS를 금융시장 인가, 별도 ATS 인가, 금융투자업자 인가 중 무엇으로 할 것 인지는 입법정책적 판단사항

### 나. 개선

- ATS의 자기자본 등 진입요건에 대해서는 ATS의 등장 가능성을 현실화할 수 있는 수준에서 결정되어야 할 것임
  - ✓ 일정 규모 이상의 시장을 운영하는 ATS는 거래소전환이 의무화됨을 제도적으로 반영할 필요
- 거래소의 ATS 진입 허용여부는 정책적 판단사항
  - ✓이해상충 가능성을 고려한 부정론과 효율성의 관점에서의 긍정론이 존재

### 나. 개선

- ATS 에 대한 규제 수준은 이원적으로 설정
  - ✓ 시장감시 등 공공적 성격의 규제는 거래소와 동등한 수준, 그 이외에는 완화
- 일정 규모 이상의 ATS는 거래소전환 의무화
  - ✓ ATS 허용의 제도적 전제
  - ✓ 다만 거래소 전환요건인 '일정한 시장 규모'에 대해서는 실증적인 검토가 전제되어야 할 것

#### 가. 현황

- 자본시장법상 전자증권중개업무는 상장주권 및 주권과 관련된 상장증권  
예탁증권을 대상 (78조 1항)

#### 나. 개선

- 이론상 ATS 거래대상 종목을 한정할 이유는 없음
- 단기적으로는 상장주권으로 거래 시작하되 장기적으로는 상장채권이나 장내파생상품 등 다른 종목으로 확대
- ATS 거래대상 종목은 금융투자상품으로 일반적으로 규정하고 하위법령에서 제한
  - ✓ 시장 수요와 ATS 거래에 따른 위험 등을 고려하여 거래대상종목을 즉시에 확대할 수 있는 유연하고 탄력적인 제도적 기반 조성

### ATS 도입과 시장감시

- ATS에 대한 시장감시 등 자율규제업무의 수행주체를 검토할 필요
- 외국 입법례는 거래소로부터 분리된 기구가 담당하는 것이 일반적
- 단기적으로 거래소가 담당하는 방안
  - ✓ 제도상 복수의 거래소 존재를 전제로 하는 복수거래소제도와는 논리적으로 모순
  - ✓ 단일한 거래소가 존재하는 동안의 단기적 방안으로 이해
  - ✓ 장기적으로 거래소 이외의 ATS에 대한 시장감시 등 자율규제기능의 수행주체를 검토해야 함

### ATS 도입과 청산

- ATS 거래에 대한 청산업무의 수행주체가 문제됨
- 법제도적으로는 ATS 운영주체가 청산업무 수행주체를 선택할 수 있도록 규정
  - ✓ 단기적으로는 장내증권거래와 장내파생상품거래에 대한 유일한 청산업무 수행주체인 거래소에서 담당하는 것이 불가피
  - ✓ 독립적인 청산업무 수행주체가 등장할 때까지는 거래소와 ATS는 동일 종목에 대한 경쟁적 매매체결기능 수행 주체로서 이해상충 가능성을 규제할 필요

### 가. 현황

- 현행법상 한국거래소에 의한 매매체결기능의 독점으로 투자중개업자의 '최선집행의무'(best execution)는 문제되지 않음
- 복수거래소와 ATS가 제도적으로 허용될 경우 투자중개업자의 최선집행의무가 도입되어야 함
  - ✓ 매매체결기능별로 복수의 가격과 매매체결 속도의 차이 등 차별화된 거래조건이 등장 가능성

### 나. 개선

- 최선집행의무는 '거래소'가 아닌 '투자중개업자'의 의무로 구성
  - ✓ 투자중개업자의 최선집행의무를 효율적으로 구현하기 위한 전제로서 거래소 간 주문회송의무의 도입 등은 실무적 검토사항
- 최선집행의무에서 최선의 내용은 가격 이외에 거래체결의 신속성, 체결 가능성 등 다양한 조건이 포함되어야 함

### 나. 개선

- 최선집행의무는 '거래소'가 아닌 '투자중개업자'의 의무로 구성
  - ✓ 투자중개업자의 최선집행의무를 효율적으로 구현하기 위한 전제로서 거래소 간 주문회송의무의 도입 등은 실무적 검토사항
- 최선집행의무에서 최선의 내용은 가격 이외에 거래체결의 신속성, 체결 가능성 등 다양한 조건이 포함되어야 함

## II. 거래소 제도

---

1. 복수 거래소제도의 법적 구조

2. 복수 거래소 제도와 진입규제(1)-조직형태

3. 복수 거래소 제도와 진입규제(2)-진입요건

4. 복수 거래소 제도와 자율규제

5. 복수 거래소제도와 유사시설 금지

### 가. 현황

- 금융투자상품은 '매매체결' / '청산' / '결제'의 3 단계 절차를 거쳐 거래
- '매매체결'(trade execution)은 매매계약이 체결되는 단계
  - ✓ 매매가 이루어지는 장소와 방법에 따라
  - ✓ 조직화된 시장을 의미하는 거래소에서 거래되는 거래소 거래(장내거래)
  - ✓ 거래소 이외에서 당사자간의 상대계약(bilateral contract)을 통하여 이루어지는 거래소외거래(장외거래)

### 가. 현황

- 자본시장법은 매매체결기능에 대한 거래소 독점을 규정("설립법주의")
  - ✓매매체결기능을 수행하는 시장개설주체로서 '한국거래소'만을 규정(373조)
  - ✓거래소 이외 시장 및 시장 유사시설 개설금지원칙을 고수하여(386조 2항) 추가적인 매매체결기능의 등장가능성을 완전히 봉쇄

### 나. 개선

- 거래소 독점을 경쟁과 효율의 추구가 가능한 허가제로 전환
- 국내 자본시장에서 거래소가 수행하는 경제적 기능을 고려하여 허가제로 하는 것이 타당
  - ✓진입절차에는 허가와 인가 등을 고려할 수 있음
- 경과규정으로서 자본시장법 제373조에 따라 설립된 한국거래소에 대해서는 허가의 취득을 의제

### 가. 현황

- 자본시장법상 거래소는 '주식회사' 형태(375조 1항)
- 국내법상 금융회사에 대한 법적 형태로서 주식회사를 요구(은행법 8조 2항 1호, 3호, 4호; 자본시장법 12조 2항 1호 가목)
  - ✓주식회사의 지배구조가 가장 엄격한 점을 고려
- 허가제 하의 거래소 조직형태를 주식회사제로 한정할 것인지 회원제를 허용할 것인지가 문제

### 나. 개선

- 외국입법례 중에는 회원제거래소와 주식회사제 거래소의 선택이 가능하도록 하는 예도 있음
- 복수거래소 제도 하에서 회원제거래소와 주식회사제 거래소의 선택가능성을 보장할 필요는 정책적 검토사항
- 다양한 선택 가능성을 허용한다는 관점에서는 회원제 거래소도 허용하는 것이 바람직하지만, 주식회사 형태로 한정하는 것도 가능

### 3. 복수 거래소제도와 진입규제(2)-진입요건

2. 거래소 제도

#### 가. 현황

- 자본시장법상 거래소에 대해서는 진입요건이 아니라 설립요건으로 규정 (375조 이하)

#### 나. 개선

- 거래소 허가제 하에서 진입요건의 설정에는 다음 사항이 고려되어야 함
  - ✓금융투자상품청산기관에 대한 인가제를 전제로 할 경우 모든 거래소에 대하여 반드시 청산과 결제 위험을 반영하여 자본금 등 진입요건의 수준을 결정할 이유는 없음
  - ✓대규모 종합거래소로의 발전 가능성을 고려하면서 소규모 전문화된 거래소의 등장가능성을 열어 두는 것이 거래소 경쟁체제 허용의 진정한 목적이 되어야 함

#### 나. 개선

- 거래소의 자본금 등 진입요건은 Add-on 방식으로 설정하는 것이 원칙적으로 타당
  - ✓증권시장과 파생상품시장을 모두 개설하는 것을 전제로 하기보다는 증권시장과 파생상품시장, 일반상품시장 등 시장을 추가할 때마다,
  - ✓청산기능을 자체적으로 수행하는지 여부에 따라
  - ✓자본금 등 진입요건을 단계적으로 강화하는 방식

#### 나. 개선

- 글로벌 금융위기 이후 강화되고 있는 금융시장 인프라(financial market infrastructure)에 대한 이해상충방지 등 규제를 진입요건으로 규정하는 것을 고려할 필요
  - ✓이러한 규제는 허가 취득한 것으로 의제되는 한국거래소에도 적용

### 가. 현황

- 자본시장법상 거래소는 개설시장에 대한 시장감시 등 자율규제업무를 수행하기 위하여 거래소 내 조직으로 시장감시위원회를 설치하고 있음 (405조 이하)

### 나. 개선

- 거래소의 영리성과 공익성의 충돌에 따른 문제개선 논의의 필요성은 복수거래소제 하에서는 더욱 강화될 가능성
- 복수의 거래소별로 시장감시 등 자율규제조직을 두는 것의 사회경제적 효율성과 타당성에 대한 논의도 필요
- 단기적으로는 시장감시조직 등 자율규제조직을 거래소 내부조직으로 규정하되, 장기적으로는 자율규제기능의 재정의 및 조직적/절차적 분리의 가능성과 필요성 논의 불가피

### 가. 현황

- 자본시장법상 한국거래소가 개설하는 시장 또는 이와 유사한 시설을 개설하거나 유사한 시설을 이용한 증권 및 장내파생상품의 매매거래는 금지(386조 2항)
- 자본시장법상 거래소가 아닌 자는 그 명칭 또는 상호에 "한국거래소", "한국금융상품거래소", "한국금융투자상품거래소", "한국증권선물거래소" 등 거래소와 유사한 명칭의 사용금지(379조)

### 나. 개선

- 유사시설 금지 규정은 거래소(와 ATS 등) 허가(나 인가)를 받지 않은 시장개설주체에 의한 시장개설행위의 금지규정으로 전환
- 유사명칭 금지규정도 거래소(와 ATS 등) 허가(나 인가)를 받지 않은 시장개설주체에 의한 유사명칭사용의 금지규정으로 전환

**Thank you**