

ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안*

연구위원 강소현

다자간매매체결회사(ATS) 설립을 허용하는 내용을 담은 자본시장법 개정안이 지난 4월 국회 본회의를 통과하면서 앞으로의 환경변화에 대비한 구체적 실행방안 마련이 시급해졌다. 그 중 최선집행원칙은 다양한 거래조건과 거래가격을 비교하여 투자자의 주문이 최선의 방식으로 체결되도록 보장하기 위한 것으로, 시장간 효율적 통합이 가능하게 하고 소비자를 보호하기 위한 복수 거래시장의 핵심 조건이다. 그런데 미국의 최선집행 기준은 최우선호가로 한정되어있고 유럽은 가격, 거래비용, 체결속도 등 다양한 요인을 복합적으로 고려하도록 허용하는 등 국가별로 상이한 기준을 채택하고 있다. 국내 매매체결시장은 아직 시장분할이 이루어지지 않은 상태이고 단일 규제체제를 기반으로 하고 있어 어떠한 형태의 최선집행원칙이든 도입 가능할 것으로 판단된다. 따라서 최선집행원칙이 지니는 근본적인 의의인 공정한 기회제공과 시장통합의 측면에서 효율성을 극대화하고 기존 시장질서와 조화를 이루도록 하는 것이 바람직할 것이다.

자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 자본시장법) 개정안이 2011년 국회에 제출된 이후 여러 차례의 조정을 거쳐 2013년 4월 30일 드디어 국회 본회의를 통과하였다. 개정안에는 다자간매매체결회사(Alternative Trading System: ATS)의 설립을 허용하는 내용이 포함되어 있어 57년간 이어져 왔던 한국거래소의 독점적 지위가 사라지고 복수의 시장시스템 간 경쟁의 시대가 시작되는 계기가 될 것이다.

우선 ATS 허용은 시장의 효율성을 높이는 긍정적인 변화를 가져올 것으로 예상된다. 새롭게 등장한 ATS들은 시장점유율을 높이기 위해 거래수수료 절감, 다양한 체결서비스 도입, 체결시간 단축 등 기존 거래소와의 차별화를 위해 노력할 것이며, 거래소 또한 서비스 다양화 및 효율화를 통해 경쟁적인 구도에 있는 ATS의 도전에 대응하고자 할 것이다. 결국 그 혜택은 최종소비자인 투자자에게 돌아갈 것이다.

하지만 매매체결시장에서 대체거래시스템의 시장점유율이 높아질수록 시장분할은 가속화돼, 시장투명성과 가격발견기능 저하, 시장 감독의 비효율성 등 시장의 안정성을 위협하고 시장기능

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



을 저하시키는 부작용이 나타날 가능성 또한 높아진다.

이미 상당한 정도의 시장분할이 이루어진 미국과 유럽은 물리적으로 통합을 강제하는 대신 복수의 거래시장을 기술적으로 연계하여 경쟁의 효율성을 극대화함과 동시에 시장분할의 부작용을 완화할 수 있는 대응책을 단계적으로 도입해 왔다.

특히 최선집행원칙은 분할된 시장간 거래조건을 비교하여 투자자의 주문이 항상 최선의 방식으로 체결되도록 하기 위한 규정으로 시장간 경쟁이 촉진되는 기반이 되었다. 다양한 거래조건과 거래가격을 비교하여 시장간 효율적 경쟁과 통합이 가능하도록 하며 소비자를 보호할 수 있는 복수 거래시장의 핵심 조건 중 하나라 할 수 있다.

최선집행원칙 도입의 의의

최선집행원칙이 기존의 거래시장에는 존재하지 않았던 전혀 새로운 개념인 것은 아니다. 최선집행의 본질은 고객에게 최선의 결과가 제공될 수 있도록 하는 것이다. 이는 기존 자본시장법 제37조 제1항의 신의성실의 원칙에서 요구되어 왔던 의무와 핵심적으로 동일하다.[1] 즉, 최선집행원칙을 통해 최선체결을 강제하지 않더라도 증권사는 더 나은 가격으로, 더 빠른 속도로, 더 정확하게 거래가 체결될 수 있도록 최선의 노력을 기울여야할 의무를 지닌다.

개별 증권별로 거래장소가 유일한 경우 신의성실의 원칙만으로 고객을 위한 최선의 결과를 도출하는 것이 가능했을지 모른다. 그러나 매매체결 시장이 다각화되고 거래방법이 다양해지면서 최선을 어떻게 정의하고 판단할 것인지는 그리 명확치 않다. 따라서 최선체결에 대한 통일된 기준을 정립하는 것이 필요해진다. 대체투자 환경에서의 최선집행원칙은 '최선'의 의미를 규정하고 달성방안을 제시하여 신의성실의 원칙을 보다 구체적으로 명시한 것이라 할 수 있다.

최선에 대한 국가별 정의

최선집행원칙의 궁극적 목적 및 도입취지는 유사하다 할지라도 '최선이 무엇인가'에 대한 구체적인 정의는 국가별로 상이하다 .

미국은 브로커/딜러에게 최선집행 의무를 포괄적으로 부여하고, 트레이딩센터에는 NMS(National Market System) 주식[2]에 대해 최선의 가격을 제시하는 곳으로 거래를 회송하도록 의무화(Order Protection Rule: OPR)함으로써 최선집행을 지원하는 구조로 되어 있다. 따라서 브로커/딜러는 주어진 상황에서 주문크기, 해당증권의 특성, 체결속도, 청산 비용, 각 트레이딩 센터의 질적 평가 결과 등을 고려하여 고객의 주문이

1) 자본시장법에서는 금융투자업자에게 신의성실의 원칙을 준수하여야 할 의무를 부과하여, 금융투자업자의 이해상충행위를 방지하고 고객에게 최선의 이익이 되는 방향으로 고객재산을 성실하게 운용하도록 규정하고 있다.

2) NMS 주식은 복수시장을 효율적으로 관리하기 위한 전국시장시스템(National Market System: NMS)에 포함되는 주식을 말한다. NMS는 경쟁을 촉진하면서도 공정성을 유지하기 위한 시장 통합계획으로, 전국 거래소를 물리적으로 단일거래소로 통합하는 대신 경쟁시장을 기술적으로 연결시키는 것이다. NMS 주식은 최초상장거래소를 기준으로 뉴욕증권거래소 상장증권(Network A), NYSE Arca, NYSE MKT 및 다른 지역거래소 상장증권(Network B), NASDAQ 상장증권(Network C)을 포함한다.



최선의 상황에서 체결될수 있도록 주문시점 및 트레이딩센터를 선택하여 주문을 제출한다. 만일 브로커/딜러에 의해 접수된 주문이 최선의 주문이 아닐 경우, 트레이딩센터는 OPR에 따라 다른 트레이딩 센터로 주문을 재전송한다. 이 때, 트레이딩 센터가 최선체결을 판단하는 기준은 전국최우선매수매도호가(National Best Bid and Offer: NBBO)이다. 트레이딩센터는 자신의 센터에 제출된 호가 중 최우선매수매도호가(Best Bid and Offer: BBO)를 산출한다. 수합된 각 트레이딩센터의 BBO 중 최우선호가를 국가 전체를 대표하는 BBO, 즉 NBBO라 칭한다. 즉, 각 트레이딩센터는 주문을 받은 후 자신의 BBO가 NBBO가 아닐 경우 접수된 주문을 1초 이내에 NBBO를 제시하고 있는 트레이딩센터로 회송해야 한다.

따라서 투자자는 어떤 트레이딩센터에 주문을 제출하던지 트레이딩센터가 자체 주문회송시스템을 통해 NBBO를 찾아 주문을 전송해주기 때문에 투자자는 가격기준의 최선의 결과를 얻을 수 있다.

반면 유럽의 최선집행원칙은 NBBO를 중심으로 엄격한 기준을 제시하는 미국과 달리 거래가격 이외의 다양한 요인을 고려하는 유연한 기준을 제시하고 있다. 최선체결을 판단하는 기준으로 가격, 거래비용, 체결속도, 결제가능성, 거래량 등 거래체결 관련요소를 다각적으로 고려하여 결정하도록 하였다. 또한 중개업자가 접속하여야 하는 거래장소가 규정되어 있지 않고 자체적인 판단에 따라 거래장소를 선택할 수 있다. 따라서 위탁매매업자는 비용절감을 위해 하나 또는 일부 거래장소의 호가장으로 주문 전송을 한정하여, 자체적으로 설정하여 공개한 원칙을 수행하는 것만으로 최선집행원칙을 충족하는 것이 가능하다.

미국의 단순화된 기준은 최선집행 여부를 판단하고 시장을 통합하는 데는 유리할지 모르나 다양한 요소에 대한 고려를 필요로 하는 투자자의 요구, 특히 시장충격이나 체결 가능성 등에 민감한 대규모투자자들의 요구를 수용하기에 제약이 따른다. 따라서 미국의 규정은 Intermarket Swip Order, Bench Mark Order, Stopped Order 등 OPR의 적용을 받지 않는 예외 상황들을 열거하고 있다. 한편 유럽의 경우 유연한 기준을 적용받기 때문에 이러한 번거로운 절차에서 자유로운 반면 시장통합의 정도가 낮고 최선집행 증명이 현실적으로 어렵다는 단점이 있다.

호주는 2011년 Market Integrity Rules를 통해 비교적 최근 최선집행원칙을 규정화하였다. 호주는 미국과 유럽의 중간 형태의 최선집행원칙을 도입하였는데, 투자자군을 소매투자자와 도매투자자의 두 그룹으로 나누어 각 군에 적합한 가이드라인을 제시하였다. 이는 투자자에 따라 최선의 결과가 가지는 의미가 상이할 수 있음을 고려한 결과이다. 소매투자자의 경우 총대가(total consideration)를 최대할 수 있는 거래를 최선의 체결로 정의하였다. 총대가는 매수매도가격에 거래체결비용, 청산 및 결제비용, 증권사 수수료를 비롯하여 거래체결 시 투자자가 지불해야 하는 모든 명시적 비용이 포함된다. 소매투자자의 경우 거래상황을 종합적으로 판단하되 거래비용에 큰 차이가 없는 한 일반적으로 가장 유리한 매매가



격을 제시하는 거래를 최선의 결과라 평가할 것이므로 매매가격, 즉 BBO가 최선체결을 결정하는 주요변수로 작용하여 미국식에 가까운 형태가 될 것이다. 한편 도매투자자의 경우 가격, 거래비용 이외에 체결가능성, 체결속도, 거래비용 등 관련 요소를 종합적으로 고려하여 최선체결 방안을 모색하도록 하였다. 대량주문은 시장충격에 의해 손해를 볼 수도 있고, 물량이 전체 소진되지 않을 가능성이 존재하는 등 비용최소화를 위해 고려해야할 사항이 비해 많기 때문이다.

국내 최선집행원칙 도입방안

미국과 유럽은 시장분할이 어느 정도 이루어진 상황에서 시장통합의 필요에 의해 최선집행원칙을 수립하였다. 시장통합을 위한 제도마련이 시작되던 70년대의 미국은 NYSE 상장주식이 비회원에 의해 장외시장에서 거래되거나 비상장거래특권(Unlisted Trading Privilege)을 지닌 지역거래소 등으로 분산되어 체결되고 있는 상황이었다. 유럽은 국가별로 시스템과 규제체제가 상이하여 국가별로 근원적인 분할이 이루어진 상태에서 범유럽의 통합을 이루려는 목적을 가지고 있었다. 미국과 유럽은 정도의 차이는 있지만 단일한 기준을 도입하는 과정에서 분할된 시장이라는 현실적인 제약상황을 고려해야 했다.

그러나 국내시장은 현재 통합되어 있는 상태로, 시장이 분산될 것에 앞서 최선집행 도입 방안을 논의하고 있다. 따라서 규제체제가 상이하거나 이미 시장분할이 이루어진 미국이나 유럽시장에 비해 제약이 적어 국내 매매시장은 사실상 어떠한 형태의 최선집행원칙이든 자유롭게 선택가능하다.

그렇다면 최선집행원칙이 지니는 근본적인 의의인 공정성과 효율성 측면에서 도입방안을 짚어볼 필요가 있다. 최선집행원칙의 목적은 다양한 투자자에게 최선의 결과가 돌아갈 수 있도록 하고 공정한 기회를 제공하는 것이다. 그런데 기술발전에 따른 다양화된 투자자의 요구, 개인투자자와 기관투자자가 가지는 상이한 특성 등을 고려해보았을 때 단순한 최선체결 기준이 모두를 만족시킬 수 있는 '최선의 선택'이 될 수 있을지 고민해보아야 한다. 밀리세컨드에서 마이크로세컨드로 치닫는 체결속도 경쟁과 DMA(Direct Market Access), 알고리즘 트레이딩, HFT(High Frequency Trading)와 같은 첨단 거래기법이 확산되고 투자자들의 요구가 다양화될수록 단순한 기준이 가져다주는 간결함의 이점보다는 예외상황들을 고려하여 규정을 마련해야 하는 번거로움과 그럼에도 불구하고 투자자의 요구가 충분히 반영되지 않는 비효율성은 갈수록 커질 수 있다.

한편 분할된 시장을 통합하여 효율적 경쟁체제를 구축하는 것 또한 최선집행원칙의 주요 목적이다. 단순화된 기준이 복합적인 기준에 비하여 시장 통합이라는 목표를 달성하는데 유리할 것으로 보이나 IT기술의 발달과 소비자 요구의 다양화를 고려해보았을 때 효율적인 통합방안인지 재고해보아야 한다. 따라서 최선체결 선택에 어느 정도의 자율성을 보장하되 분산된 시장데이터를 통합할 수 있는 통합시세시스템, 시장감리시스템 등을 도입하여 시장분산을 보완할 수 있



는 네트워크를 마련하는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

앞으로 ATS의 도입은 국내 거래환경과 규제환경을 근본적으로 변화시키는 시발점이 될 것이다. 새로운 환경변화가 기존의 시장질서와 조화를 이룰 수 있도록 다양한 시장참여자의 요구를 충분히 반영하여 최선집행원칙 뿐만 아니라 투명성 규정, 시세통합 등 구체적인 방안을 마련해 가야 할 것이다.