거래시장 효율성 증진을 위한 최선집행원칙 개선방안*

연구위원 강소현

최근 거래소시장 경쟁력 강화와 더불어 대체거래시스템과 관련된 규제완화 방안이 논의되고 있다. 향후 실질적인 시장분할에 앞서 관련규정들에 대한 구체적인 정비가 필요한 시점이라고 판단되며, 특히 거래시장 환경에 광범위한 영향을 미칠 최선집행원칙에 대한 신중한 재정립이 요구된다. 현재 유럽 형태를 따르고 있는 국내 최선집행원칙은 시장통합과 최선집행 준수여부에 대한 비교검증이 어렵다는 단점을 가지고 있다. 또한 증권사는 최선집행 의무 수행 시 모든 거래시장을 고려하지 않아도 되기 때문에 초창기 ATS의 입지 구축에 불리한 기준인 것이 사실이다. 그러나 필수적으로 고려해야할 거래시장이나 조건을 규정화하는 방안은 인프라 구축에 큰 비용이 소요되기 때문에 초창기 낮은 시장분할 환경에서는 사회적 비용대비 효용이 낮을 것으로 판단된다. 향후 발생할 사회적 비용을 최소화시킬 수 있도록 현재의 기준 하에서 합리적인 가이드라인을 제시하는 방향으로 개선·보완하는 것이 바람직하다.

지난 7월 초 금융위원회는 「거래소시장 경쟁력 강화 방안 추진」 계획을 발표하였다. 한국거래소의 독점적 지위로 인해 거래시장의 경쟁이 제한되고 서비스의 질적 하락이 우려되는 등 시장발전이 정체되어있다는 문제의식이 존재하였다. 이에 따라 거래소 지주회사 구조로의 전환 및 국제화 방안과 더불어 거래시장의 경쟁을 제고할 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS)과 관련된 규제 완화 방안이 논의되었다.

다자간매매체결회사 규제완화와 관련된 논의의 중심에는 5%룰이라 불리는 시장점유율 제한이 있으며 이에 대해서는 어느 정도 충분한 논의가 이루어지고 있다. 그러나 향후 실질적인 시장분할에 앞서 기타 규정에 대한 구체적인 정비가 필요하다. 특히 최선집행원칙을 재정립하는 문제는 신중을 기해야한다. 최선집행원칙은 단순히 주문집행의 기준을 마련하는 데에서 그치지 않는다. 최선집행원칙이 어떤 형태로 구체화되는지에 따라 경쟁도입의 취지에서부터 인프라 구축방안에 이르기까지 광범위한 변화가 발생할 수 있기 때문이다.

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

최선집행원칙의 형태 분류 및 파생효과

최선집행원칙은 크게 미국식과 유럽식으로 나누어볼 수 있다. 미국식은 최선체결의 기준을 명확하게 제시하는 방식이다. 미국은 전국 최우선매수매도호가(National Best Bid and Offer: NBBO)라는 기준을 바탕으로, 각 거래시장에 제출된 주문이 NBBO가 아닐 경우 NBBO를 제시하고 있는 거래시장으로 주문을 회송하도록 의무화하고 있다. 반면 유럽식은 구체화된 기준을 제시하지 않는 방식이다. 즉, 고객의 주문을 처리하는 증권사가 자체적으로 최선집행규칙을 설정하여 이를 수행하도록 하고 있어 증권사에 따라 구체적인 최선집행 형태는 달라질 수 있다. 국내 최선집행원칙 또한 기본적으로 유럽 형태를 따르고 있어 증권사에 따라 자율적인 기준선정이 가능하다.

첫째, 최선집행의 형태에 따라 우선 최선집행의 의무가 누구에게 부여되는지에 차이가 발생한다. 미국의 경우 최선집행의 일차적인 책임은 증권사에 있으나 이차적으로 주문을 전달받은 거래시장이 규정에 맞추어 주문을 회송해야하기 때문에 증권사와 거래시장 양측 모두에 최선집행원칙 준수 의무가 있다고 볼 수 있다. 이와 달리 유럽의 경우에는 증권사에 모든 책임이 부여된다.

둘째, 최선집행원칙은 주문회송장치의 필요성에 영향을 미친다. 미국식의 구체화된 기준 하에서는 최선집행 의무를 준수해야하는 증권사 또는 거래시장은 필수적으로 주문회송장치를 갖추어야 한다. 하지만 유럽 방식에서 주문회송장치는 최선집행 수행주체의 선택에 따른 추가적인 고려사항일 뿐이다. 따라서 투자여력이 부족한 중소형 증권사나 설립 초기 거래시장의 경우 미국식의 형태는 투자비용이 부담이 될 수 있다.

셋째, 최선집행원칙을 구체화할 경우 규정에서 명시하고 있는 모든 거래시장을 필수적으로 비교분석하여야 한다. 반면 자체적인 기준 설정이 가능한 경우 전체 거래시장을 고려할 필요는 없으며 자체적 판단에 따라 일부 시장만을 선별적으로 비교하여도 무방하다.

넷째, 유럽식에 비하여 미국식에서 통합시세분배시스템의 필요성이 월등히 높아진다. 통합시세분배시스템은 각 거래시장에 분산되어 있는 호가를 통합하고 이를 다시 증권사나 거래시장에 분배하는 시스템이다. 구체적인 비교기준이 존재하는 경우에는 이를 수행하기 위하여 모든 증권사 및 거래시장에 공통된 통합정보가 제공되어야 한다. 반면 유럽식의 경우 자체적으로 선별적인 시세통합자료를 마련하는 것이 더 일반적이다. 통합시세분배시스템은 구축 및 운영에 사회적으로 큰 비용이 소요되기 때문에 시장분할정도가 낮은 거래환경에서는 비용대비 효용이 낮을 수 있다.

최선집행원칙 형태별 단점 및 보완책

유럽식 최선집행원칙 하에서는 모든 거래시장을 고려하지 않아도 되기 때문에 ATS의 초기 입지 구축에 어려움이 발생할 수 있다는 문제가 발생한다. 규모가 작은 ATS의 경우 최선집

행의 고려대상에서 제외될 가능성이 높기 때문이다. 유럽식 최선집행원칙을 따르고 있는 일본에서 ATS가 시장 점유율을 쉽게 높이지 못했던 것도 이러한 요인이 큰 영향을 미쳤다. 2012년도 조사 결과[1]에 따르면 일본의 상위 40개 금융상품거래업자 중 42%는 일본의 ATS인 사설거래시스템(Proprietary Trading System: PTS)을 통한 거래를 명시적으로 금지하였다. 또한 20%는 최선집행원칙 수행방침에 PTS를 언급하지 않았으며 나머지 중 28%는 고객의 요청이 있을 경우에만 PTS를 통한 거래를 고려하도록 하여 간접적으로 PTS를 배제하였다. 결국 10%만이 정규거래소와 동일한 수준에서 PTS를 비교하였다.

그 결과 유럽식 최선집행원칙은 시장통합과 최선집행 준수 여부에 대한 비교검증이 어려우며 충분한 투자자 보호가 이루어지지 않는다는 중대한 단점을 유발한다. 유럽시장에서 MiFID I이 도입된 이후 이러한 비판은 지속적으로 불거져왔으며 MiFID II에서는 MiFID I에서 드러났던 취약점을 보완하고자 노력하였다.

특히 소매투자자에 대한 보호를 강화하기 위하여 총대가(total consideration)의 관점에서 최선집행의 여부를 판가름하도록 하는 방안을 도입하였다.[2] 기관투자자 등 도매투자자의 경우 일반투자자에 비하여 우월한 정보력과 분석력을 가지고 있기 때문에 높은 수준의 보호가 필수적이지 않으며 거래체결에 거래비용 이외에 체결가능성, 체결속도 등을 복합적으로 고려해야하는 경우가 대부분이다. 이에 반해 소매투자자는 도매투자자에 비하여 정보 측면에서 취약하기 때문에 보호의 필요성이 높으며 대부분의 경우 거래가격과 거래비용에 따라 최선의 선택 여부가 결정되기 때문에 기준을 단순화하기 용이하다.

MiFID II(Article 27)는 또한 고객에 보다 많은 정보를 제공하도록 기준을 구체화하였다. 거래가 체결된 시장을 고객에게 알려줄 의무를 증권사에 부여하였으며 금융상품 종목별로 직전년도 거래대금 기준 상위 5개 거래시장과 이에 대한 체결 질을 평가할 정보를 제공하도록 하였다. 또한 거래시장은 거래 종목별 가격, 비용, 체결속도, 체결 가능성 등 거래 체결의 질과 관련된 정보를 최소 1년에 한 번 이상 무상으로 공개해야 한다.

반면 미국식 최선집행은 기준의 단순화로 인하여 최선집행을 준수하였는지에 대한 판단이 용이하다는 장점이 있으나 정형화된 기준이 진정한 최선집행을 보장하는지에 대한 의문을 남긴다. 예를 들어, 미국의 기준은 최우선호가(Top-of-book) 보호에 국한되어 있어 미국의 최선집행 하에서는 NBBO의 물량이 주문물량보다 적을 경우 NBBO에 제시된 물량만 체결되는 문제가 존재한다. 미국식의 단점을 보완하여 변형·발전시킨 형태인 캐나다의 최선집행

1) Tsunoda, M., 2012, Are Best Execution Policies Serving Customers' Best Interests?, Nomura Research Institute.

2) 이는 2011년 최선집행원칙을 규정한 호주의 사례와 유사하다. 호주의 경우도 투자자군을 소매투자자와 도매투자자로 양분하였으며 소매투자자의 거래에 대해서는 총대가를 최대화할 수 있는 거래를 최선의 체결로 정의하고 도매투자자의 경우에는 여러 관련 요소를 종합적으로 고려하도록 규정하였다.

원칙은 최우선호가 보호에 그치지 않고 전체호가 보호(full-depth protection)를 요구하고 있다. 즉, 캐나다의 경우에는 미국과 달리 각 거래시장의 전체 호가를 고려하여 전체 물량이 체결된다.

캐나다의 형태가 미국에 비하여 투자자 보호 측면에서 진일보한 형태인 것은 사실이다. 그러나 전체 호가 보호를 강제함으로써 사회적 투자비용 부담이 증가한다. 미국식은 일반적으로 최선집행의무 수행을 위하여 각 거래시장을 연계하고 통합분배시스템을 마련해야 하는 등 유럽식에 비하여 인프라 구축에 더 큰 비용이 발생한다. 이에 더해 캐나다의 경우에는 최우선호가에 그치지 않고 각 거리시장의 호가장 전체를 통합해야하며 주문회송 또한 한층 더 복잡해지기 때문에 비용부담은 더 증가하게 된다.

국내 최선집행원칙 보완 시 사회적 효용 극대화 방안

국내 자본시장법(법률 제 68조, 시행령 제 66조의2)에서 규정하고 있는 최선집행원칙은 금융투자업자나 금융중개업자가 최선집행기준을 마련하고 이를 공표하도록 하는 등 유럽 형태의 기초적인 사항들만을 규정하고 있다. 최근 유럽 규정의 변화양상에서도 알 수 있듯이 시장통합과 투자자 보호를 위하여 보다 구체화된 방안을 제시할 필요가 있다.

그러나 모든 거래에 대해서 구체적인 기준을 강제하거나 모든 거래시장을 고려하도록 규정하는 방법은 초창기 시장분할 단계에서는 바람직하지 않다. 한 번 기준을 구체화시키고 난 이후 문제가 발생할 경우 이미 관련 인프라 시스템의 형태가 정해지고 구축에 비용이 소요된 이후이기 때문에 문제를 수정하기 어려워진다. 특히 시장분할 초기 낮은 분할 정도를 고려해보았을 때 강제화된 기준으로 얻을 수 있는 혜택에 비하여 사회적 비용이 지나치게 높아질 우려가 있다.

따라서 기준을 구체화하는 방향으로 규정을 강화하기 보다는 추후 높은 강도의 통합에 대비한 준비단계로 가이드라인을 구체화하여 제시하는 것이 필요하다. 증권사가 고려해야하는 조건들을 규정하지 않는 대신 투자자에게 제공해야할 정보의 기준을 명확히 하고 최선집행의 판단에 기준이 될 정보 공개의 범주와 빈도를 제시하는 것이 바람직하다. 또한 각 거래시장의 시세자료와 체결자료의 변수 종류 및 형태에 통일적인 기준을 마련하는 것도 필요하다. 향후 시장분할의 정도가 높아져 자료 통합의 필요성이 높아졌을 때 각 거래시장의 자료형태가 통일되어 있다면 취합에 필요한 비용을 절감할 수 있다.

다자간매매체결회사 도입 초기는 아직 높은 수준의 본격적인 시장분할이 이루어지지 않은 환경일 것으로 예상된다. 따라서 국내 최선집행원칙의 형태는 투자자 보호를 고려하되 향후 발생할 사회적 비용을 최소화시킬 수 있는 방안을 제시하는 방향으로 개선·보완되어야 할 것이다.