

자본시장법상 다자간매매체결회사의 도입 및 관련 제도의 변화

장 근 영

(한양대학교 법학전문대학원 부교수)

【초 록】

지난 2013년 5월에 공포된 개정 자본시장법은 전자정보처리장치 등을 이용해 매매 체결 관련 업무를 수행할 수 있는 '다자간매매체결회사'를 인가가 필요한 금융투자업자의 한 형태로 규정함으로써 다양한 ATS가 도입될 수 있는 문을 열어 놓았다. ATS를 한마디로 정의하기는 쉽지 않지만, 정규 거래시장과 구별되는 대안적 성격을 가진 다양한 형태의 증권거래시스템을 일반적으로 일컫는 용어라고 할 수 있다. 다자간매매체결회사의 도입으로 인해 상장기능은 없지만 매매기능을 대체할 수 있는 시장이 생겨나게 되었고, 이로 인해 그 동안 단일화되어 있던 증권거래시장이 복수체제로 분할되어 경쟁구도로 돌입할 수 있게 되었다. 새롭게 등장할 다자간매매체결회사로 인해 단기적으로 주식시장의 거래량 증가가 기대되고, 아울러 중장기적으로 증권거래비용의 감소, 금융투자업자의 신규 수익원 확보, 다양한 투자기법 활용 등이 예상된다.

이 글에서는 다음과 같이 새롭게 도입된 다자간매매체결회사에 대하여 개괄하고, 아울러 이와 관련된 기존 제도의 변화를 고찰하였다. 첫째, 개정법상 다자간매매체결회사는 단순한 매매체결만 가능한 교차형 방식뿐만 아니라 가격발견까지 가능하게 하는 주문주도형 방식으로 매매체결을 할 수 있게 되었다. 다자간매매체결회사가 매매체결을 할 수 있는 대상상품은 당분간 상장주권과 주권예탁증권에 한정된다. 다자간매매체결회사는 시장안정화 조치나 시장감시에 있어서는 거래소와 동일한

수준의 규제를 받게 되나, 매매수량단위·최소 호가단위·거래시간·익명대량매매 체결 등에서는 운용의 자율성과 탄력성이 부여된다. 둘째, 개정법은 금융투자상품 시장이라는 용어를 도입하여 법적 시장개념을 재정의하면서, 아울러 다자간매매체결회사가 거래소와 거의 동일한 기능을 수행한다는 점을 고려하여 다자간매매체결 회사를 통해 거래가 이루어지는 체계 역시 하나의 시장으로 인정하였다. 그 결과 다자간매매체결회사에 의한 매매체결은 장외거래에 포함되지 않는다. 셋째, 개정법 상 경쟁매매방식을 채택한 다자간매매체결회사를 통해 체결되는 거래량이 일정한 기준을 초과할 경우에는 거래소허가를 받지 않은 금융투자상품시장의 운영, 즉 무허가 시장개설행위에 해당하게 된다. 무허가 시장개설행위라는 위법에서 벗어나려면 해당 다자간매매체결회사는 거래소로 전환될 수 있어야 하는데, 개정법은 구법과 달리 거래소 허가제를 도입하고 있다. 결국 국내 거래소시장은 복수거래소 체제로 재편될 수 있는 길이 열리게 되었다. 넷째, 개정법은 투자매매업자 및 투자중개업자의 영업행위규칙의 하나로서 투자자의 주문이 최선의 조건으로 집행될 수 있도록 하는 최선집행의무를 부과하고 있다. 현재 최선집행의무가 적용되는 대상상품은 제한적인데, 이는 새로 도입된 다자간매매체결회사가 취급할 수 있는 상장주권과 주권예탁증권을 우선적으로 최선집행의무의 대상으로 하기 위한 까닭이다.

주제어: 다자간매매체결회사/대체거래시스템(ATS)/주문주도형 방식/교차시스템 방식/계시판 방식/금융투자상품시장/거래소 허가제/최선집행의무

논문투고일: 2013. 7. 15 / 논문심사일: 2013. 8. 2 / 게재확정일: 2013. 8. 16

【차 례】

I. 머리말	IV. 거래소 허가제의 도입
II. 다자간매매체결회사의 도입	1. 허가에 의한 거래소의 개설
1. ATS의 효용과 구 자본시장법의 입장	2. 다자간매매체결회사의 거래소 전환 가능성
2. 개정 자본시장법하에서의 ATS	V. 금융투자업자에 대한 최선집행의무의 부과
3. 다자간매매체결회사에 관한 특례	1. 개정 자본시장법상 최선집행의무
III. 시장개념의 변화	2. 합리적인 최선집행의무의 내용
1. 구 자본시장법하에서의 시장	VI. 맺음말
2. 개정 자본시장법상 시장개념과 다자간 매매체결회사	

I. 머리말

지난 2011년 국회에 제출된 이후 상당 기간 동안 논의가 계속되어 왔던 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 '자본시장법')의 개정안이 수차례의 조정을 거쳐 2013년 4월 국회를 통과하고 5월 28일에 공포되었다.¹⁾ 이번 개정의 핵심 사항 중 하나는 업무의 다양화를 유도하고 자본시장의 인프라를 효율적인 경쟁체제로 변모시키기 위한 '다자간매매체결회사'의 도입이다.²⁾ 즉 개정 자본시장법은 전자정보처리장치 등을 이용해 매매체결 관련 업무를 수행할 수 있는 다자간매매체결회사를 인가가 필요한 금융투자업자의 한 형태로 규정함으로써 다양한 ATS(Alternative Trading System, 대체거래시스템)가 도입될 수 있는 문을 열어 놓았다.

ATS를 한마디로 정의하기는 쉽지 않지만, 정규 거래시장과 구별되는 대안적 성격을 가진 다양한 형태의 증권거래시스템을 일반적으로 일컫는 용어라 할 수 있다.³⁾ 달리 말해 ATS란 증권의 매도자와 매수자를 집중시켜 일정한 거래원칙에 따라 매매체결 기능을 수행하는 정규 거래소 이외의 다양한 형태의 증권거래시스템을 지

1) 법률 제11845호로 공포된 개정 자본시장법은 2013년 8월 29일 시행 예정이며, 일부 규정들에 대해서는 시행일을 별도로 정하고 있다. 이하 이 글에서 2013년 개정전 자본시장법은 '구 자본시장법' 또는 '구법'으로, 2013년 개정 자본시장법은 '개정 자본시장법' 또는 '개정법'으로 지칭하며, 조문 인용시에도 같다.

2) 이인형, "다자간매매체결회사 도입 여건 점검," 『자본시장 Weekly』 2013-15호(자본시장연구원, 2013), 1면.

3) 변진호 외 3인, 『주식거래 ATS의 의미와 전망-ECN을 중심으로-』(한국증권연구원, 2002), 3면.

칭한다.⁴⁾ 이처럼 ATS는 주식의 매매체결 등에 있어 정규 거래소와 경쟁관계에 서게 되므로, 다자간매매체결회사의 도입을 통해 거래소의 독점적 매매체결로 발생할 수 있는 비효율이 개선되고 거래비용이 절감될 것이 기대된다.⁵⁾

흔히 ATS는 가격발견기능이 있는 ECN(Electronic Communications Network)과 그렇지 못한 PTS(Proprietary Trading System)로 구분하며,⁶⁾ 유럽에서는 MTF(Multilateral Trading Facility, 다자간체결시설)로 불리기도 한다. 현재 전 세계적으로 230여개의 ATS가 존재한다고 한다.⁷⁾

이 글은 개정 자본시장법상 새롭게 도입된 다자간매매체결회사에 대하여 개괄하고, 아울러 이와 관련된 기존 제도의 변화를 고찰하는 것을 목적으로 한다. 이하 글의 순서는 다음과 같다. 우선 다자간매매체결회사의 정의 및 관련 특례 내용을 개정 조문을 중심으로 분석한다(II). 이어서 개정 자본시장법이 금융투자상품시장이라는 용어를 도입하여 시장의 개념을 새롭게 정립하면서, 다자간매매체결회사를 통해 거래가 이루어지는 체계 역시 하나의 시장으로 인정하고 있음을 언급한다(III). 또한 개정 자본시장법은 구법과 달리 거래소 허가제를 도입하였는데, 다자간매매체결회사가 경우에 따라서는 거래소로 전환될 수 있음을 살펴본다(IV). 마지막으로 개정 자본시장법상 다자간매매체결회사를 비롯한 다수의 거래장소가 존재할 수 있게 된 상황을 고려하여 새로 도입한 금융투자업자의 최선집행의무에 대하여 검토한 뒤(V), 이상의 논의를 정리하며 글을 맺는다(VI).

II. 다자간매매체결회사의 도입

1. ATS의 효용과 구 자본시장법의 입장

ATS는 많은 경우 증권회사나 기관투자자 등이 연합하여 전자거래시스템을 기

4) 김병덕, "대체거래시스템의 세계적 조류 및 국내시장에의 시사점," 『주간 금융브리프』, 제18권 제16호(한국금융연구원, 2009), 10면.

5) 금융위원회, 『보도자료』(2013. 4. 9) <<http://www.fsc.go.kr>>, 1면.

6) 김건식·정순섭, 『자본시장법(제2판)』(두성사, 2010), 396면. 그 밖에 주문·호가 등 체결정보를 공개하는 공개주문시장과 체결정보를 공개하지 않아 익명성을 강조한 익명거래시장(Dark Pool)으로 구별하기도 한다. 김병덕, 앞의 주 4)의 글, 10면.

7) 금융위원회, 『보도자료』(2013. 4. 9) <<http://www.fsc.go.kr>>, 1면.

반으로 설립하게 된다. ATS는 그 용어에서도 드러나듯이 거래소를 ‘대체’(alternative) 하는 역할을 한다. 즉 거래소가 아님에도 매매 당사자를 집중시켜 매매를 체결하는 거래소의 대표적 기능을 수행하는 것이다.⁸⁾ 그러다 보니 투자자의 입장에서는 만약 동일한 증권을 거래소와 ATS 양쪽에서 모두 거래할 수 있는 상황이라면 더 낮은 수수료 비용이 소요되고, 거래체결시간이 짧으며, 다양한 서비스를 제공하는 쪽에서 매매거래를 실행하려 할 것이다. 이러한 경쟁적 구도 안에서 결국 그 혜택은 최종소비자인 투자자에게 돌아가게 된다는 점이 ATS의 가장 큰 효용 중의 하나이다.

이러한 긍정적 측면과 달리 ATS 도입으로 인해 발생 가능한 부작용도 있다. 매매체결시장에서 ATS의 점유율이 높아질수록 시장분할은 가속화되고, 그 결과 시장의 투명성과 가격발견기능이 저하되며, 시장에 대한 감독이 비효율적으로 이루어지는 등 시장의 기능과 안정성이 위협받을 수 있다는 지적이 바로 그것이다.⁹⁾

구 자본시장법은 원칙적으로 거래소가 아닌 자는 증권시장 또는 이와 유사한 시설을 개설하거나 유사시설을 이용하여 증권 또는 장내파생상품의 매매거래를 하지 못하도록 하였다(구법 제386조 제2항). 다만 이러한 ‘유사시설금지원칙’에 대한 예외로서 가격발견기능이 제한된 ‘전자증권중개회사’를 인정하고 있었을 뿐이다(구법 제78조). 결국 구 자본시장법하에서는 제한된 형태의 ATS인 전자증권중개회사를 유사시설의 유일한 예외로 인정하고 있는 점에 비추어 그 밖의 ATS는 허용되지 않는 것으로 보았다.¹⁰⁾ 2001년 28개 증권회사의 출자로 ‘(주)한국ECN증권’이 전자증권중개회사로 출범한 적이 있으나 2005년 해산되었다.¹¹⁾

8) 송민규·연태훈, 『ATS 도입에 따른 관련 제도 정비방향』(한국금융연구원, 2011), 11면.

9) 강소현, “ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안,” 『자본시장 Weekly』 2013-18호(자본시장연구원, 2013), 1~2면; 김준석, “ATS의 도입과 시장의 분할,” 『자본시장 Weekly』 2011-29호(자본시장연구원, 2011), 12면. 이와 달리 유럽의 경우 다양한 ATS와 정규 거래소간의 성과 비교를 통해 시장의 경쟁 강화로 인해 거래소의 거래비용이 하락하였음을 보여주는 자료도 존재한다. 한지연, “유럽 대체거래시스템 확대에 따른 거래소시장의 변화,” 『자본시장 Weekly』 2011-17호(자본시장연구원, 2011), 1~2면.

10) 김건식·정순섭, 앞의 주 6)의 책, 404면.

11) 염경식, “한국주식시장에서의 전자장의증권중개회사(ECN)의 출범과 전망,” 『비교사법』, 제8권 제2호(한국비교사법학회, 2001), 198면. ECN에서는 투자자들이 주식가격을 결정할 수 있다는 점에 비추어 보았을 때, (주)한국ECN증권은 엄밀한 의미에서 ECN이라고 할 수 없고 ATS의 한 종류인 PTS로 보는 것이 타당하다. 변진호 외 3인, 앞의 주 3)의 책, 4면.

2. 개정 자본시장법하에서의 ATS

개정 자본시장법은 정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용해 매매체결 관련 업무를 수행할 수 있는 ‘다자간매매체결회사’를 인가가 필요한 금융투자업자의 한 형태로 규정함으로써 다양한 ATS가 도입될 수 있는 문을 열어 놓았다(개정법 제8조의2 제5항).¹²⁾ 개정 자본시장법이 구법과 달리 ATS를 통한 매매체결을 허용하기로 한 것은 세계적으로 급변하는 증권거래환경에 적응하여 우리 시장의 경쟁력을 확보하고 다양한 투자자들의 수요를 만족시키기 위한 불가피한 선택이었던 것으로 보인다. 미국을 비롯한 외국에서는 1990년대 후반부터 ATS 시장이 급성장하였는데, 이러한 배경에는 인터넷을 통한 주식투자(Home Trading System: HTS)의 증가, OHR¹³⁾의 시행, Regulation NMS¹⁴⁾와 MiFID의 제정,¹⁵⁾ 알고리즘매매¹⁶⁾와 고빈도매매¹⁷⁾의

12) 개정 자본시장법 제8조의2(금융투자상품시장 등) ... ⑤ 이 법에서 “다자간매매체결회사”란 정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 매매가격의 결정방법으로 증권시장에 상장된 주권, 그 밖에 대통령령으로 정하는 증권(이하 “매매체결대상상품”이라 한다)의 매매 또는 그 증개·주선이나 대리 업무(이하 “다자간매매체결업무”라 한다)를 하는 투자매매업자 또는 투자증개업자를 말한다.

1. 경쟁매매의 방법(매매체결대상상품의 거래량이 대통령령으로 정하는 기준을 넘지 아니하는 경우로 한정한다)
2. 매매체결대상상품이 상장증권인 경우 해당 거래소가 개설하는 증권시장에서 형성된 매매가격을 이용하는 방법
3. 그 밖에 공정한 매매가격 형성과 매매체결의 안정성 및 효율성 등을 확보할 수 있는 방법으로서 대통령령으로 정하는 방법

13) OHR(Order Handling Rule, 주문처리규정)이란 미국 증권거래위원회(SEC)가 1997년에 제정한 것으로 마켓메이커(market maker)의 호가보다 유리한 일반투자자의 호가가 접수될 경우 마켓메이커로 하여금 30초 이내에 자신의 호가를 일반투자자의 호가로 대체하도록 하는 규정을 말한다. OHR은 마켓메이커가 NASDAQ에 공시된 호가와 다른 호가를 ECN에 게시할 수 없도록 하는 ECN Rule과 더불어 마켓메이커의 개입 없이 고객들 간에 거래가 가능하게 하였다. 아울러 브로커-딜러에 최선집행의무를 부과하여 일반투자자가 언제나 최우선 호가에 접근할 수 있는 환경이 만들어졌다. 이인형·강소현·김준석, 『글로벌 거래소 변화양상과 시사점』(자본시장연구원, 2012), 36면.

14) SEC가 2005년 제정한 Regulation NMS(National Market System)는 정규 거래소뿐만 아니라 ATS 등 모든 거래플랫폼을 시장으로 간주하고, 이들 모든 시장은 기존에 비해 개방적이고 투명하게 그리고 긴밀하게 상호 연계되도록 하고 있다. 이인형·강소현·김준석, 앞의 주 13)의 책, 37~38면.

15) MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)란 유럽주식시장 내의 단일규제체제의 정립을 목표로 하여, 최선의 체결을 달성하고 투자자 보호수준을 강화하기 위해 2007년 도입된 규제체제를 말한다. MiFID는 거래소집중의무를 철폐하고, 최선의 체결을 보장하며, 시장 투명성을 증진시키는 것을 핵심내용으로 하고 있다. 이인형·강소현·김준석, 앞의 주 13)의 책, 43면.

16) 알고리즘매매(algorithm trading)란 일반적으로 특정한 매매전략을 수행하기 위한 조건(알고리즘)을 전산시스템에 설정하고 해당 요건에 부합하는 시장상황 발생시 별도의 인적 개입(human intervention) 없이 자동으로 주문이 생성되고 발주되는 시스템매매방식을 통칭한다. 매매거래의 시장충격비용을 최소화하고 시세변화에 신속히 대응하기 위한 수단으로 널리 활용되고 있는 알고리즘매매는 대량의 주문을 소규모로 분할하여 짧은 시간에 동시다발적으로 제출하는 특징을 가지고 있다. 한중석, “알

확산 등이 자리잡고 있다.¹⁸⁾ 이처럼 외국에서 ATS의 증가와 발전으로 인해 정규 거래소와의 경쟁이 촉진되고 아울러 투자자들에게 폭넓은 투자선택권이 주어지는 것을 목도한 우리 규제당국이 다자간매매체결회사를 도입하여 유통시장의 경쟁을 촉진하기로 한 것이다.¹⁹⁾ 아직 확정된 것은 아니지만 지난 2013년 6월 14일 금융위원회 공고 제2013-99호로 입법예고된 시행령 일부 개정안(이하 '시행령 개정안')과 함께 다자간매매체결회사 관련 규정의 내용을 아래에서 좀 더 상세히 살펴본다.

첫째, 개정법상 투자매매업과 투자중개업을 하는 금융투자업자 가운데 일정한 조건을 갖춘 자는 '다자간매매체결회사'로서 다자간매매체결업무를 할 수 있다. 시행령 개정안에 따르면 다자간매매체결회사의 인가단위를 신설하고, 최저자기자본 요건은 200억원(자기매매 포함시 500억원)으로 설정할 예정이라고 한다(개정법 제12조 제1항·제2항; 시행령 개정안 제15조 제1항 및 제16조 제3항, 별표 1).²⁰⁾ 이러한 요건은 제도 도입 초기에 무분별한 ATS의 설립을 막고, 일정한 자격을 가진 자를 통해 안정적인 ATS의 운용이 이루어지도록 할 것으로 보인다.²¹⁾

둘째, 다자간매매체결회사가 행하는 '다자간매매체결업무'란 정보통신망이나 전자정보처리장치를 이용하여 동시에 다수의 자를 거래상대방 또는 각 당사자로 하여 일정한 매매가격의 결정방법으로 매매체결대상상품의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리업무를 하는 것을 말한다. 사실 ATS는 매매규칙, 거래증권의 종류, 거래정보의 공개 정도 등에 따라 다양한 형태로 존재할 수 있다. 개정 자본시장법은 '매매가격의 결정방법'과 '매매체결대상상품'(거래증권의 종류)에 대해 일정한 제한을 가함으로써 다자간매매체결회사가 어떠한 유형의 ATS로 현실화될 수 있는지 규정하고 있다.

우선 '매매가격의 결정방법'에 대한 요건을 본다. 개정법은 다자간매매체결회사

고리즘매매 증가에 따른 증시환경 변화와 대응전략," 『KRX Market』, 제71호(한국거래소, 2011), 47~48면.

17) 고빈도매매(High Frequency Trading: HFT)란 짧은 시간 안에 주문, 정정, 취소, 체결 등이 이루어지는 매매기법을 포괄하여 지칭하는 것으로, 일정한 알고리즘에 따라 컴퓨터에 의해 수행되는 알고리즘매매가 일반적인 방법으로 사용된다. 즉 고빈도매매는 알고리즘매매의 한 유형으로서, 보다 빠른 속도로 극히 짧은 시간(1초 미만) 동안에 수백에서 수천 건의 주문을 제출하면서 미세한 시세차익을 추구하는 전략을 의미한다. 한중석, 앞의 주 16)의 글, 48면.

18) 김형균, "세계 대체거래시스템 현황 분석," 『KRX Market』, 제68호(한국거래소, 2010), 78면.

19) 금융위원회, 『보도자료』(2011. 11. 22), 붙임자료 2<<http://www.fsc.go.kr>>, 6면.

20) 금융위원회, 『보도자료』(2013. 6. 13)<<http://www.fsc.go.kr>>, 10면. 구 자본시장법은 전자증권중개회사의 최소자기자본으로 150억원을 요구하였다.

21) 일본의 경우 ATS 설립자본금 규제는 3억엔이라고 한다. 김병덕, 앞의 주 4)의 글, 11면.

가 ① 경쟁매매의 방법, ② 매매체결대상상품이 상장증권인 경우 해당 거래소가 개설하는 증권시장에서 형성된 매매가격을 이용하는 방법, ③ 그 밖에 공정한 매매가격 형성과 매매체결의 안정성 및 효율성 등을 확보할 수 있는 방법으로서, 매매체결대상상품의 종목별로 매도자와 매수자간의 호가가 일치하는 경우 그 가격으로 매매거래를 체결시키는 방법으로 매매체결업무를 수행할 것을 요구한다(개정법 제8조의2 제5항; 시행령 개정안 제7조의2 제3항). ①에서 말하는 경쟁매매의 방법이란 매도인의 매도주문과 매수인의 매수주문을 경쟁적으로 대응시켜 거래를 성립시키는 방식이므로, 이른바 ‘주문주도형 시스템’(order-driven system)의 다자간매매체결회사가 본격적으로 허용된 셈이다. 주문주도형 다자간매매체결회사는 가격발견 및 매매체결 기능이 모두 존재하는 형태이다. 미국에서 ECN이라 통칭되는 대다수의 ATS들과 유럽의 Instinet, BondVision, TradeWeb 등이 이에 해당한다.²²⁾ ②의 방식은 투자자의 매도·매수주문을 접수하여 거래소라는 시스템 외부시장의 가격을 토대로 거래를 체결해 주는 것이므로, 이른바 ‘교차시스템’(crossing system)의 다자간매매체결회사가 허용된 것이다. 교차형 다자간매매체결회사는 매매체결 기능만 있고 가격발견 기능은 존재하지 않는다. 영국의 E-Crossnet, 호주의 Liquidnet, 과거 존재했던 (주)한국ECN 증권 등이 이에 해당한다.²³⁾ 마지막으로 ③의 방식은 협회가 개설하는 호가중개시장의 매매거래 체결방식과 유사한 것이다(시행령 제178조 제1항 제2호 참조). 즉 전자시스템을 통해 투자자들이 매도·매수주문을 게시하고 협상할 수 있는 네트워크를 제공한 뒤, 호가를 보고 거래를 원하는 투자자들이 거래를 체결하는 ‘게시판형’(bulletin board) 다자간매매체결회사의 형태이다. 유럽의 TradeCross, WETRA 등이 이에 해당한다.²⁴⁾

다음은 ‘매매체결대상상품’에 대한 요건을 살핀다. 개정법상 매매체결대상상품이란 증권시장에 상장된 주권과 그 밖에 시행령으로 정하는 증권을 말하는데(개정법 제8조의2 제5항), 시행령 개정안에서는 다자간매매체결회사가 거래할 수 있는 금융투자상품에 상장주권 외에 주권예탁증권 및 금융위원회가 정하여 고시하는 증권을 추가하고 있다(시행령 개정안 제7조의2 제1항). 통상 ATS에서 거래되는 증권에는 특별한

22) 송민규·연태훈, 앞의 주 8)의 책, 14면.

23) 송민규·연태훈, 앞의 주 8)의 책, 13~14면. (주)한국ECN증권은 장 마감 이후 종가로 매매를 체결시키는 교차시스템이었다. 천대중, “대체거래시스템(ATS) 도입의 영향 및 시사점,” 『주간금융경제동향』, 제3권 제15호(우리금융경영연구소, 2013), 11면.

24) 송민규·연태훈, 앞의 주 8)의 책, 14면.

제한을 두지 않는 것이 일반적이지만, 개정 자본시장법상 다자간매매체결회사가 매매체결을 할 수 있는 대상상품은 당분간 상장주권과 주권에탁증권에 한정된다. 사실 우리나라의 경우 장외시장에서 많은 거래가 이루어지는 채권을 중심으로 다자간 채권중개가 가능한 ATS에 대한 수요가 상당하다고 평가된다.²⁵⁾ 규제당국에 따르면 채무증권 등 여타 금융투자상품을 매매체결대상상품에 포함할지 여부는 추후 다자간매매체결회사의 정착 추이 등을 보면서 검토할 것이라고 한다.²⁶⁾

3. 다자간매매체결회사에 관한 특례

(1) 다자간매매체결회사의 업무기준

다자간매매체결회사가 준수할 업무기준의 중요 사항으로는 매매체결대상상품 및 거래참가자에 관한 사항, 매매체결대상상품의 매매정지 및 그 해제에 관한 사항, 매매확인 등 매매계약의 체결에 관한 사항과 결제방법·결제책임 등 청산·결제에 관한 사항, 증거금 등 거래참가자의 매매수탁에 관한 사항, 매매체결대상상품의 발행인 등의 신고·공시에 관한 사항, 매매결과의 공표 및 보고에 관한 사항, 다자간 매매체결업무의 개폐·정지 및 중단에 관한 사항 등이 있다(개정법 제78조 제1항). 이러한 업무기준의 구체적 내용에 대해서는 시행령 개정안이 정하고 있는데, 아래에서 좀 더 자세히 살펴본다.

첫째, 거래소가 상장규정에 따라 관리종목 또는 이에 준하는 종목으로 지정한 매매체결대상상품, 의결권이 없는 상장주권, 그 밖에 매매거래계약의 체결실적이 낮은 매매체결대상상품 등 투자자 보호와 거래의 특성 등을 고려하여 금융위원회가 정하는 매매체결대상상품의 경우에는 다자간매매체결회사가 매매체결을 하지 아니하여야 한다(시행령 개정안 제78조 제1항 제1호). 또한 거래소가 매매체결대상상품의 거래를 정지하거나 그 정지를 해제한 때에는 해당 매매체결대상상품의 거래 역시 정지하거나 그 정지를 해제하여야 한다(시행령 개정안 제78조 제1항 제3호).

둘째, 다자간매매체결회사에서의 거래에 참가하는 거래참가자는 매매체결대상상품에 관한 투자매매업자 또는 투자중개업자여야 한다(시행령 개정안 제78조 제1항

25) 김병덕, 앞의 주 4)의 글, 11면.

26) 금융위원회, 『보도자료』(2013. 6. 13) <<http://www.fsc.go.kr>>, 10면.

제2호). 따라서 거래소에서의 거래와 마찬가지로 다자간매매체결회사를 통해 매매체결을 원하는 투자자들은 투자중개업자를 통하여야 하며, 직접 거래참가자가 될 수는 없다.

셋째, 다자간매매체결회사는 가격변동제한폭, 청산에 관한 사항, 결제에 관한 사항, 수탁에 관한 사항에 대해서는 그 매매체결대상상품을 상장한 거래소 또는 금융위원회가 정하는 거래소 및 예탁결제원의 기준·업무규정에 따라야 한다(시행령 개정안 제78조 제1항 제4호·제5호·제6호·제7호). 다자간매매체결회사는 이상의 업무기준에 따른 업무규정을 마련하여 이를 금융위원회에 보고하고 공시하여야 하며, 금융위원회는 시장의 공정한 가격형성 및 투자자 보호 등을 위하여 필요한 경우 해당 다자간매매체결회사에 대하여 업무규정의 변경을 요구할 수 있다(시행령 개정안 제78조 제2항).

넷째, 금융위원회가 지정하는 거래소(‘지정거래소’)는 다자간매매체결회사에 대한 시장감시업무(이상거래심리, 거래참가자에 대한 감리)를 담당한다(개정법 제78조 제3항·제4항). 정규 거래소의 경우 불공정거래를 감시하는 시장감시기능을 필수적으로 수행하고 있으나, ATS는 이러한 기능이 다소 약하다. 이러한 점을 고려하여 개정 자본시장법은 다자간매매체결회사의 시장감시에 있어서 정규 거래소와 협력하도록 요구하는 것이다.

요컨대 개정법은 매매거래정지나 가격변동제한폭 등과 같은 시장안정화 조치리든가 시장감시에 있어서는 다자간매매체결회사가 거래소와 동일한 수준의 규제를 받도록 한다. 반면, 매매수량단위·최소 호가단위·거래시간·익명대량매매체결 등에 대해서는 다자간매매체결회사에게 운용의 자율성과 탄력성을 부여하여 다양하고 차별화된 시장의 매매체결수요를 흡수할 수 있도록 하고 있다. 다만 효율성을 위해 다자간매매체결회사에서 이루어진 거래의 청산 및 시장감시업무를 거래소가 담당하도록 하는 개정법의 태도에 이해상충의 가능성이 내포되어 있다고 보는 시각도 존재한다.²⁷⁾

27) 거래소와 다자간매매체결회사의 경쟁구도를 고려할 때, 거래소가 수행하는 청산서비스에 대하여 거래소가 다자간매매체결회사에 부과하는 수수료 수준과 거래소 내부적으로 적용되는 이전가격간의 공정성 여부를 판단하기가 용이하지 않고, 감시업무와 관련한 불공정 유인을 사전적으로 차단하기도 어렵다는 점을 그 근거로 든다. 이러한 입장에서 본다면 거래소와 다자간매매체결회사가 공통적으로 감당할 수 있는 감시 및 보고업무를 제외한 여타 자율규제기능은 금융감독원이나 별도 자율규제기구로 이관하는 방안이 적절하다고 한다. 연태훈, “대체거래시스템 도입과 정책 과제,” 『주간 금융브리프』, 제20권 제40호(한국금융연구원, 2011), 11면.

(2) 다자간매매체결회사의 주식소유 제한

업무기준에 관한 규제와 함께 개정 자본시장법은 다자간매매체결회사에 대한 주식소유한도를 정하고 있다. 즉 일정한 경우를 제외하고는 원칙적으로 다자간매매체결회사의 의결권 있는 발행주식총수의 15%를 초과하여 소유하는 것은 금지된다(개정법 제78조 제5항). 다만 다자간매매체결회사의 주식을 15% 초과하여 소유할 수 있는 예외적인 경우가 있는데, ① 집합투자기구가 소유하는 경우(사모집합투자기구가 소유하는 경우는 제외한다), ② 정부가 소유하는 경우, ③ 그 밖에 시행령으로 정하는 바에 따라 금융위원회의 승인을 받아 소유하는 경우가 그것이다(개정법 제78조 제5항). 시행령 개정안에서는 외국 ATS와의 제휴를 위해 필요한 경우나 주주가 금융회사인 경우 등을 15% 초과 소유가 가능한 경우로 구체화하고 있다(시행령 개정안 제78조 제4항).²⁸⁾

(3) 비경쟁매매방식의 다자간매매체결회사의 추가 조치의무

경쟁매매방식이 아닌 비경쟁매매방식으로 매매가격을 결정하는 다자간매매체결회사는 매매체결대상상품의 거래량이 시행령으로 정하는 기준을 넘는 경우에는 투자자 보호 및 매매체결의 안정성 확보 등을 위하여 시행령으로 정하는 조치를 취하여야 한다(개정법 제78조 제7항). 시행령 개정안에서는 비경쟁매매방식에 따른 과거 6개월간의 일일평균거래량 또는 거래금액이 같은 기간 증권시장 전체의 5%(개별종목의 경우는 10%)를 초과하는 경우에는 추가조치로써 ① 다자간매매체결회사의 사업계획 및 이해상충방지체계 등이 투자자 보호와 거래의 공정성 확보에 적합하도록 하며, ② 다자간매매체결업무를 안정적으로 영위하기 위하여 필요한 인력, 전산설비 등 물적 설비를 갖추도록 하고 있다(시행령 개정안 제78조 제5항·제6항).

28) 이 경우에도 금융위원회가 정하여 고시하는 금융기관 또는 금융투자업관계기관, 외국 다자간매매체결회사는 다자간매매체결회사의 주식을 30%까지만 소유할 수 있다(시행령 개정안 제78조 제4항 제2호).

Ⅲ. 시장개념의 변화

1. 구 자본시장법하에서의 시장

금융투자상품의 거래는 투자자 사이의 개별적 교섭에 따라 직접거래의 형태로 이루어질 수도 있지만, 일정한 규칙과 질서하에 다수의 당사자 사이에서 상시적으로 이루어지기도 한다. 후자의 경우처럼 조직화된 체계 속에서 거래가 이루어지는 상황을 경제학적 시각에서 보면 모두 시장거래라 부를 수 있다. 이러한 경제적·추상적 의미의 시장을 법적 차원에서 일정한 규제목적에 따라 구분하기도 한다.

법령상 용어는 아니었지만, 구 자본시장법상 금융투자상품이 유통되는 시장을 거래가 일어나는 장소에 따라 '거래소시장'과 '장외시장'으로 통상 구분하고 있었다. 즉 일정한 금융투자상품의 경우 다수의 매매당사자 사이에서 일정한 시간과 매매질서 아래에서 거래될 수 있도록 (한국)거래소를 설립하는 근거규정이 있었다(구법 제373조). 거래소에는 '증권시장'(유가증권시장 및 코스닥시장)과 '파생상품시장'이 개설되었는데(구법 제9조 제13항·제14항 및 제386조 제1항), 이러한 증권시장과 파생상품시장을 흔히 '정규시장' 또는 '거래소시장'이라 지칭하였다. 구 자본시장법은 원칙적으로 거래소가 아닌 자는 증권시장·파생상품시장 및 유사시설을 이용하여 증권 또는 장내파생상품의 매매거래를 하지 못하도록 하였다(구법 제386조 제2항). 그 결과 거래소시장(증권시장과 파생상품시장) 외에서 금융투자상품이 거래되는 경우는 모두 '장외거래'가 되었고(구법 제166조), 이러한 시장을 일반적으로 '비정규시장' 또는 '장외시장'이라 불렀다.

2. 개정 자본시장법상 시장개념과 다자간매매체결회사

개정 자본시장법은 새롭게 '금융투자상품시장'의 개념을 도입하고 있다. 개정법에 따르면 금융투자상품시장이란 증권 또는 장내파생상품의 매매를 하는 시장으로 정의된다(개정법 제8조의2 제1항). 장외파생상품이 거래되는 시장을 금융투자상품시장에서 제외하고 있는 개정법의 태도는 얼핏 경제적·추상적 시장개념과는 약간 괴리감이 있는 것이 아닌가 생각될 수 있다. 법상 금융투자상품은 증권과 파생상품으로

구분되므로, 예컨대 파생상품이 거래되는 장소라면 거래대상이 장내파생상품이건 장외파생상품이건 모두 ‘금융투자상품이 거래되는 시장’이라고 부를 수 있기 때문이다. 그러나 개정법은 장외파생상품을 제외한 증권이나 장내파생상품이 거래되는 시장만을 ‘금융투자상품시장’이라 정의하고 있다. 그 까닭은 장외파생상품의 경우 대부분 당사자가 개별적으로 거래조건 등을 정하여 상대거래를 하게 되므로, 다수의 잠재적 매도인·매수인의 존재를 전제로 하여 표준화되고 대체성이 있는 상품이 주로 거래되는 ‘시장’의 개념에는 어울리지 않기 때문인 것으로 보인다.

이어서 개정법에 따르면 금융투자상품시장은 ‘거래소’가 개설하는 금융투자상품시장과 ‘거래소 외의 자’가 개설하는 금융투자상품시장으로 구분된다. 즉 증권 및 장내파생상품의 공정한 가격 형성과 그 매매, 그 밖의 거래의 안정성 및 효율성을 도모하기 위하여 금융위원회의 허가를 받아 시장을 개설하는 자가 ‘거래소’이며(개정법 제8조의2 제2항), 이 거래소가 개설하는 금융투자상품시장이 ‘거래소시장’이다(개정법 제8조의2 제3항). 구법과 달리 개정법에서는 명시적으로 ‘거래소시장’이라는 용어를 사용한다. 거래소 허가를 받지 아니하고 금융투자상품시장을 개설·운영하게 되면 이는 ‘무허가 시장개설행위’가 되는데, 다만 ① 다자간매매체결회사가 다자간매매체결업무를 하는 경우, ② 금융투자협회가 증권시장에 상장되지 아니한 주권의 장외매매거래에 관한 업무를 하는 경우, ③ 그 밖에 거래소 외의 자가 금융투자상품의 매매체결에 관한 업무를 수행하더라도 공정한 가격 형성, 매매 그 밖의 거래의 안정성 및 효율성의 도모 및 투자자의 보호에 우려가 없는 경우로서 시행령으로 정하는 경우에는²⁹⁾ 무허가 시장개설행위가 되지 않는다(개정법 제373조).

그렇다면 개정 자본시장법하에서도 여전히 거래소시장 외의 시장은 장외시장이라고 할 수 있는가? 구 자본시장법 적용 당시에는 이렇게 볼 수 있었지만(구법 제166조), 개정법하에서는 거래소시장 외의 시장을 모두 장외시장이라고 부를 수는 없다. 왜냐하면 개정법 제166조가 ‘장외거래’라는 표제하에 “거래소시장 또는 다자간매매체결회사 외에서 금융투자상품을 매매, 그 밖의 거래를 하는 경우 그 매매, 그 밖의 거래방법 및 결제의 방법 등 필요한 사항은 시행령으로 정한다”라고 규정하기 때문이다. 즉 개정법상 ‘장외거래’란 거래소시장 및 다자간매매체결회사 외에서 증권

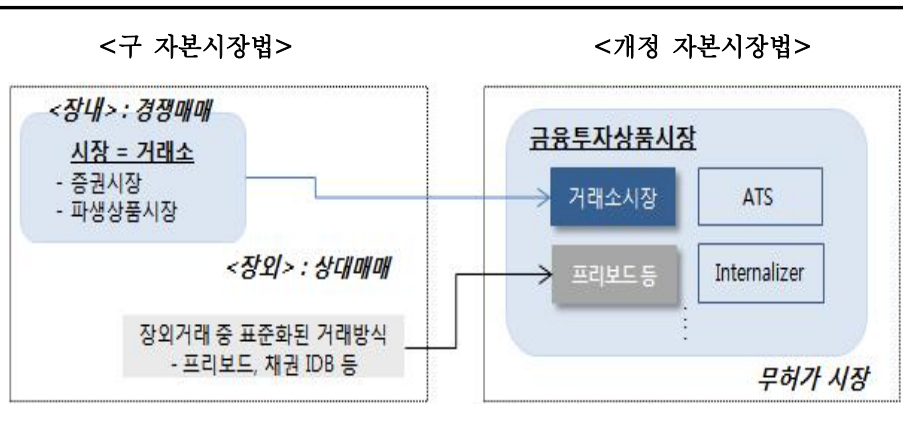
29) 여기에서 시행령으로 정하는 경우란 ① 시행령 제176조의8 제1항 제2호에 따라 투자매매업자 또는 투자중개업자가 신주인수권증서를 매매하거나 또는 그 중개·주선이나 대리업무를 하는 경우, ② 시행령 제179조에 따라 채권중개전문회사가 증권시장 외에서 채무증권 매매의 중개업무를 하는 경우를 말한다(시행령 개정안 제354조의2).

이나 장외파생상품을 매매하는 경우를 가리킨다(시행령 개정안 제177조 참조).

개정 자본시장법의 다수 조문에서도 다자간매매체결회사에서 이루어지는 증권의 매매거래를 증권시장 또는 거래소시장에서의 거래와 동등하게 취급하고 있다. 예컨대 개정법 제69조(자기주식의 예외적 취득), 제104조(신탁재산과 고유재산의 구분), 제133조(공개매수의 적용대상), 제176조(시세조종행위 등의 금지), 제180조(공매도의 제한), 제296조(예약결제원의 업무), 제326조(증권금융업무), 제377조(거래소 업무), 제402조(시장감시위원회의 연계감시), 제404조(거래소의 이상거래심리), 제429조(공시위반에 대한 과징금), 제440조(금융감독원의 업무) 등이 그것이다.

요컨대 개정 자본시장법은 다자간매매체결회사가 실질적으로 거래소와 거의 동일한 기능을 수행한다는 점을 고려하여 다자간매매체결회사를 통해 거래가 이루어지는 체계 역시 하나의 시장으로 인정하였다. 그 결과 다자간매매체결회사에 의한 매매체결은 장외거래에 포함되지 않는 것으로 본다.

[그림] 개정 자본시장법상 ‘시장’개념의 변화³⁰⁾



- * 금융투자상품시장 : 증권 또는 장내파생상품의 매매를 하는 시장
- * 거래소시장 : 거래소가 개설하는 금융투자상품시장

30) 금융위원회, 『보도자료』(2011. 11. 22), 붙임자료 2<<http://www.fsc.go.kr>>, 7면.

IV. 거래소 허가제의 도입

1. 허가에 의한 거래소의 개설

구 자본시장법상으로는 거래시스템 제공 업무를 특정한 거래소인 한국거래소에만 허용하는 특정설립방식이 유지되고 있었다. 즉 원칙적으로 거래소가 아닌 자는 증권시장 또는 이와 유사한 시설을 개설하거나 유사시설을 이용하여 증권 또는 장내파생상품의 매매거래를 하지 못하였던 것이다(구법 제386조 제2항). 앞서 언급되었듯이 유일한 예외는 전자증권중개회사였다(구법 제78조). 그러나 이와 같이 거래소 시장에서 한국거래소의 독점을 법적으로 보장하게 되면 필연적으로 독점의 폐해가 따른다는 비판이 꾸준히 제기되었다.³¹⁾

개정 자본시장법은 구법과 달리 거래소 허가제를 도입하고 있다. 즉 개정법은 ‘거래소 유사시설 개설금지’ 조항인 구법 제386조 제2항을 폐지한 뒤, 제373조에서 “누구든지 이 법에 따른 거래소 허가를 받지 아니하고는 금융투자상품시장을 개설하거나 운영하여서는 아니 된다”고 규정함으로써 누구나 허가를 받아 거래소시장을 개설하여 운영할 수 있음을 천명하고 있다. 결국 국내 거래소시장은 복수거래소 체제로 재편될 수 있는 길이 열린 셈이다.

거래소 허가와 관련하여 개정법은 금융투자상품(상장주권, 장내파생상품 등) 등을 구성요소로 하는 거래소 허가 단위를 설정하여 add-on 형태의 허가 방식을 채택하고 있다(개정법 제373조의2 제1항).³²⁾ 이에 따라 시행령 개정안은 금융투자업자, 장외거래청산소(CCP) 등에 준하여 거래소의 허가요건 및 허가절차 등을 구체화하고 있다. 시행령 개정안에 따르면 거래소의 시장개설 단위가 4개로 분류되고, 각각의 거래소 허가단위별로 최소 1천억원 이상의 최저자기자본이 요구된다(시행령 개정안 제

31) 김건식·정순섭, 앞의 주 6)의 책, 404면.

32) 개정 자본시장법 제373조의2(거래소의 허가) ① 금융투자상품시장을 개설하거나 운영하려는 자는 다음 각 호의 사항을 구성요소로 하여 대통령령으로 정하는 시장개설 단위의 전부나 일부를 선택하여 금융위원회로부터 하나의 거래소허가를 받아야 한다.

1. 매매의 대상이 되는 금융투자상품의 범위(증권 및 장내파생상품을 말하되, 증권 중 주권, 그 밖에 대통령령으로 정하는 것을 포함한다)
2. 회원(거래소시장에서의 거래에 참가할 수 있는 자로서 제387조제1항의 회원관리규정에 따른 자를 말한다. 이하 같다)이 되는 자의 범위

354조의3 제1항 및 별표 17의2). 개정법은 이렇게 허가를 받은 거래소는 상장 및 시장 감시 등의 자율규제기능을 수행하여야 한다는 점을 명확히 규정하고 있다(개정법 제 373조의7).

2. 다자간매매체결회사의 거래소 전환 가능성

앞서 보았듯이 다자간매매체결회사의 거래방식은 ① 경쟁매매의 방법, ② 매매 체결대상상품이 상장증권인 경우 해당 거래소가 개설하는 증권시장에서 형성된 매매가격을 이용하는 방법, ③ 그 밖에 공정한 매매가격 형성과 매매체결의 안정성 및 효율성 등을 확보할 수 있는 방법으로서 매매체결대상상품의 종목별로 매도자와 매수자간의 호가가 일치하는 경우 그 가격으로 매매거래를 체결시키는 방법으로 구분된다(개정법 제8조의2 제5항). 따라서 다자간매매체결회사는 거래소와 마찬가지로 경쟁매매방식으로 매매체결을 할 수 있다.

그런데 매매가격의 결정방법 가운데 ‘경쟁매매의 방법’은 매매체결대상상품의 거래량이 시행령으로 정하는 기준을 넘지 아니하는 경우로 한정된다(개정법 제8조의2 제5항 제1호). 그리고 시행령 개정안에 따르면 경쟁매매 방식에 따른 과거 6개월간의 일일평균거래량 또는 거래금액은 같은 기간 증권시장 전체의 5%(개별 종목의 경우는 10%)를 초과할 수 없도록 하고 있다(시행령 개정안 제7조의2 제2항). 따라서 만약 특정 다자간매매체결회사의 거래량이 위 기준을 초과할 경우에는 법이 허용한 다자간매매체결회사의 거래방식에 해당하지 않게 된다. 그 결과 이러한 매매체결은 거래소 허가를 받지 않은 금융투자상품시장의 운영, 즉 앞서 언급한 개정법 제373조의 ‘무허가 시장개설행위’가 되어 버린다.³³⁾ 결국 무허가 시장개설행위라는 위법에서 벗어나려면 해당 다자간매매체결회사는 거래량 초과가 예상될 경우 거래소로 전환할 필요가 있게 된다.³⁴⁾ 물론 거래소로 전환하려는 다자간매매체결회사는 관련 요건을 갖추어 허가를 받아야 한다.

해외의 경우 BATS, Direct Edge와 같은 일부 ATS가 상장업무 등 수익창출을 위한 사업 확대 차원에서 정규 거래소로 전환함으로써 거래소간 경쟁을 강화시키는 역할을 수행한 예가 있다고 한다.³⁵⁾

33) 이 글 III. 2.의 설명 참조.

34) 금융위원회, 『보도자료』(2013. 6. 13) <<http://www.fsc.go.kr>>, 10면.

V. 금융투자업자에 대한 최선집행의무의 부과

1. 개정 자본시장법상 최선집행의무

구 자본시장법상 증권시장 또는 파생상품시장에서의 매매의 위탁을 받은 투자중개업자는 거래를 반드시 증권시장 또는 파생상품시장을 통하여 실행해야 하는 ‘시장매매의무’(시장집중의무)를 부담하였다(구법 제68조). 거래소시장에서는 대량의 수급 조정에 따라 공정한 가격의 형성과 원활한 유통이 이루어지므로 투자자에게 가장 유리한 매매가 이루어진다는 것이 전제되었던 까닭이다. 그러나 개정 자본시장법상으로는 다자간매매체결회사를 통한 매매체결이 가능할 뿐만 아니라 거래소 허가제로 인해 다수의 거래장소가 존재할 수 있게 되었다. 이에 따라 개정법은 기존의 시장매매의무를 대체하여 투자매매업자 및 투자중개업자의 영업행위규칙의 하나로서 투자자의 주문이 최선의 조건으로 집행될 수 있도록 하는 ‘최선집행의무’(best execution)를 부과하고 있다. 즉 금융투자업자에게 최선집행의무를 부과하는 법적 근거를 마련함으로써 동일상품에 대해서는 어느 시장에서 거래하든지 투자자에게 가장 유리한 가격으로 거래가 체결될 수 있게 된 것이다.³⁵⁾

개정법상 최선집행의무의 구체적 내용은 다음과 같다. 우선 투자매매업자 또는 투자중개업자는 금융투자상품의 매매에 관한 투자자의 청약 또는 주문을 처리하기 위하여 시행령으로 정하는 바에 따라 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 기준(‘최선집행기준’)을 마련하고 이를 공표하여야 한다(개정법 제68조 제1항). 다만 ① 증권시장에 상장되지 아니한 증권의 매매, ② 장외파생상품의 매매, ③ 증권시장에 상장된 채무증권, 수익증권, 파생결합증권 또는 장내파생상품으로서 복수의 금융투자상품시장에서의 거래 가능성 및 투자자 보호의 필요성 등을 감안하여 금융위원회가 정하여 고시하는 금융투자상품의 매매의 경우에는 최선집행기준의 마련이 요구되지 않는다(시행령 개정안 제66조의2 제1항). 이처럼 최선집행의무의 적용대상상품을 제한한 이유는 새로 도입된 다자간매매체결회사가 취급할 수 있는 상장주권과 주권예탁증

35) 연태훈, 앞의 주 27)의 글, 11면.

36) 임병화, “대체거래소의 도입, 선택이 아닌 필수,” 『KERI Column』 2011-10-14(한국경제연구원, 2011), 4면.

권을 우선적으로 최선집행의무의 대상으로 하기 위한 것이다. 규제당국에 따르면 추후 다자간매매체결회사의 매매체결대상상품의 확대 여부, 투자자 보호의 필요성 등을 감안하여 최선집행의무의 적용대상상품을 확대할 예정이라고 한다.³⁷⁾

시행령 개정안에서는 최선집행기준의 마련시 고려해야 할 요소 등을 구체화하고 있는데, 금융투자상품의 가격, 투자자의 비용, 주문규모, 매매체결 가능성 등이 그것이다. 다만 투자자의 다양한 수요에 탄력적으로 대응하기 위해 투자자가 별도의 지시를 하는 경우에는 그에 따르도록 하여 최선집행기준을 달리 정할 수 있다(opt-out 방식)(시행령 개정안 제66조의2 제2항).

투자매매업자 또는 투자중개업자는 이와 같이 마련된 최선집행기준에 따라 금융투자상품의 매매에 관한 청약 또는 주문을 집행하여야 한다(개정법 제68조 제2항). 또한 투자매매업자 또는 투자중개업자는 3개월마다 최선집행기준의 내용을 점검하여야 하며, 이 때 최선집행기준의 내용이 청약 또는 주문을 집행하기에 적합하지 아니한 것으로 인정되는 때에는 이를 변경하고, 그 변경 사실을 공표하여야 한다(개정법 제68조 제3항; 시행령 개정안 제66조의2 제3항).

투자매매업자 또는 투자중개업자가 금융투자상품의 매매에 관한 청약 또는 주문을 받는 경우에는 미리 문서, 전자문서, 모사전송, 우편, 전자우편 등의 방법으로 최선집행기준을 기재 또는 표시한 설명서를 투자자에게 교부하여야 한다(개정법 제68조 제4항; 시행령 개정안 제66조의2 제5항). 아울러 투자매매업자 또는 투자중개업자는 투자자의 청약 또는 주문을 처리한 후 해당 투자자가 요구하는 때에는 그 청약 또는 주문이 최선집행기준에 따라 처리되었음을 입증하는 서면 등을 금융위원회가 정하여 고시하는 기준과 방법에 따라 투자자에게 제공하여야 한다(시행령 개정안 제66조의2 제6항).

2. 합리적인 최선집행의무의 내용

개정 자본시장법이 일정한 금융투자업자에게 최선집행의무를 부과하고 있지만, 사실 무엇이 투자자에게 최선인가에 대해서는 구체적인 기준을 제시하고 있지 않다. 결국 최선집행의무의 본질은 고객에게 최선의 결과가 제공될 수 있도록 하는 것

37) 금융위원회, 『보도자료』(2013. 6. 13)<<http://www.fsc.go.kr>>, 11면.

이다. 가격의 측면에서만 보자면, 다른 모든 조건이 동일할 때 고객에게 가장 유리한 가격으로 주식이 거래되었다면 이는 최선집행의 정의를 충족시키는 것처럼 보인다. 즉 매수인에게는 가장 낮은 가격으로, 매도인에게는 가장 높은 가격으로 투자중개업자가 주식을 거래한 경우라면 최선의 집행이 이루어졌다고 볼 수 있는 것이다.

미국에서도 최선집행의 기준이 ‘가격’으로 강제되어 있다. 미국은 브로카딜러에게 최선집행의무를 포괄적으로 부여하고, 트레이딩센터에서는 NMS(National Market System) 주식³⁸⁾에 대해 최선의 가격을 제시하는 곳으로 거래를 회송하도록 의무화함으로써 최선집행을 지원하는 구조로 되어 있다. 즉 미국 전역에 걸쳐 있는 거래 시장에서 발생하는 호가 및 체결 데이터를 중앙에서 관리하는 시스템(Consolidated Quotation System, Consolidated Tape System: CQS/CTS)을 구축하였기 때문에 명확하게 가격을 기준으로 한 최선집행기준을 마련하고 강제할 수 있다. 그 결과 투자자는 어떤 트레이딩센터에 주문을 제출하든지, 트레이딩센터가 자체 주문회송시스템을 통해 전국최우선매수매도호가(National Best Bid and Offer: NBBO)를 찾아 주문을 전송해 주므로 가격기준에서 최선의 결과를 얻을 수 있는 것이다.³⁹⁾

미국과 달리 유럽의 경우에는 최선집행의 여부를 판단할 때 가격 외에 거래비용, 체결속도, 결제가능성, 거래량 등 다양한 요인을 고려한다. 유럽에서 최선집행의 판단을 위한 단일 기준을 제시하지 않는 까닭은 무엇인가? 각국의 거래시장 시스템이 상이하여 호가 및 체결데이터의 중앙집중화가 어렵기 때문이라는 이유도 있지만, 다양한 요소에 대한 고려를 필요로 하는 투자자들의 개별 요구를 수용하기 위한 것이라는 측면도 무시할 수 없다.⁴⁰⁾ 시각에 따라서는 투자자의 전문성이 높을수록 집행가격(execution price)이라는 요소가 집행의 질(execution quality)에서 차지하는 비중은 낮아진다고 보기도 한다.⁴¹⁾

38) NMS 주식이란 복수시장을 효율적으로 관리하기 위한 전국시장시스템(National Market System: NMS)에 포함되는 주식을 말한다. NMS는 경쟁을 촉진하면서도 공정성을 유지하기 위한 시장통합계 획이지만, 하나의 집중화된 커다란 시장을 만드는 것은 아니다. 즉 전국적 거래소들을 물리적으로 하나의 거래소로 통합하는 대신, 한 증권이 여러 시장에서 거래되더라도 그 여러 시장이 서로 연결 되어 마치 그 증권에 대하여 하나의 커다란 시장이 있는 것과 같은 효과를 가져 오는 방식이다. NMS 주식은 최초상장거래소를 기준으로 뉴욕증권거래소 상장증권(Network A), NYSE Arca, NYSE MKT 및 다른 지역거래소 상장증권(Network B), NASDAQ 상장증권(Network C)을 포함한다. 강소현, 앞의 주 9)의 글, 2면; 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』(홍문사, 2001), 44면.

39) 이인형, 앞의 주 2)의 글, 4면; 강소현, 앞의 주 9)의 글, 2면.

40) 이인형, 앞의 주 2)의 글, 4면; 강소현, 앞의 주 9)의 글, 2면.

41) Edward M. Eng et. al., “Finding Best Execution in the Dark: Market Fragmentation and the Rise of Dark Pools,” 12 *Journal of International Business and Law* 39(2013), at 41.

우리의 경우는 아직 시장이 통합되어 있는 상태로서, 앞으로 시장이 분할될 가능성을 놓고 최선집행의무의 내용을 구체화시켜야 한다. 최선집행원칙의 목적은 다양한 투자자에게 최선의 결과가 돌아갈 수 있도록 하는 것이므로 어떠한 기준이 가장 많은 투자자를 만족시킬 수 있는 최선의 선택이 될 것인지 고민이 필요하다.⁴²⁾

VI. 맺음말

개정 자본시장법은 전자정보처리장치 등을 이용해 매매체결 관련 업무를 수행할 수 있는 '다자간매매체결회사'를 인가가 필요한 금융투자업자의 한 형태로 규정함으로써 다양한 ATS가 도입될 수 있는 문을 열어 놓았다. 개정법상 다자간매매체결회사는 단순한 매매체결만 가능한 교차형 방식뿐만 아니라 가격발견까지 가능하게 하는 주문주도형 방식으로도 기능할 수 있게 되었다. 다자간매매체결회사가 매매체결을 할 수 있는 대상상품은 당분간 상장주권과 주권예탁증권에 한정되며, 시장안정화 조치나 시장감시에 있어서는 거래소와 동일한 수준의 규제를 받아야 한다. 반면에 매매수량단위, 최소 호가단위, 거래시간, 익명대량매매체결 등에서는 다자간매매체결회사에게 운용의 자율성과 탄력성을 부여하여 다양하고 차별화된 시장의 매매체결 수요를 흡수할 수 있도록 하고 있다.

다자간매매체결회사를 통해 매매거래가 이루어지는 상황 역시 경제학적 시각에서 보면 조직화된 체계 속에서 거래가 이루어지는 시장거래의 한 유형이라 볼 수 있다. 이와 관련하여 개정 자본시장법은 '금융투자상품시장'이라는 용어를 도입하여 법적 시장개념을 재정의하면서, 아울러 다자간매매체결회사가 실질적으로 거래소와 거의 동일한 기능을 수행한다는 점을 고려하여 다자간매매체결회사를 통해 거래가 이루어지는 체계 역시 하나의 시장으로 인정하였다. 그 결과 다자간매매체결회사에 의한 매매체결은 장외거래에 포함되지 않는다.

개정 자본시장법상 경쟁매매방식을 채택한 다자간매매체결회사를 통해 체결되는 거래량이 일정한 기준을 초과할 경우에는 법이 허용한 다자간매매체결회사의 거

42) 강소현, 앞의 주 9)의 글, 4면. 우리나라에서 최선집행의무의 내용을 어떻게 구체화하고 그 기준을 제시할 것인가는 보다 심도 있는 논의가 필요한 주제로서, 다자간매매체결회사의 개관을 목적으로 하는 이 글의 범위를 벗어난다. 해당 논점은 다른 연구에서 본격적으로 다루기로 한다.

래방식에 해당하지 않게 된다. 그 결과 이러한 매매체결은 거래소 허가를 받지 않은 금융투자상품시장의 운영, 즉 무허가 시장개설행위가 되어 버린다. 무허가 시장개설 행위라는 위법에서 벗어나려면 해당 다자간매매체결회사는 거래소로 전환될 수 있어야 하는데, 개정 자본시장법은 구법과 달리 ‘거래소 허가제’를 도입하고 있다. 결국 국내 거래소시장은 복수거래소 체제로 재편될 수 있는 길이 열리게 되었다.

개정 자본시장법상으로는 다자간매매체결회사를 통한 매매체결이 가능할 뿐만 아니라 거래소 허가제로 인해 다수의 거래장소가 존재할 수 있게 되었다. 이에 따라 개정법은 기존의 시장매매의무를 대체하여 투자매매업자 및 투자중개업자의 영업행위규칙의 하나로서 투자자의 주문이 최선의 조건으로 집행될 수 있도록 하는 ‘최선집행의무’를 부과하고 있다. 현재 최선집행의무가 적용되는 대상상품은 제한적인데, 이는 새로 도입된 다자간매매체결회사가 취급할 수 있는 상장주권과 주권예탁증권을 우선적으로 최선집행의무의 대상으로 하기 위한 까닭이다.

이제 다자간매매체결회사의 도입으로 인해 상장기능은 없지만 매매기능을 대체할 수 있는 시장이 생겨나게 되었고, 이로 인해 그 동안 단일화되어 있던 증권거래시장이 복수체제로 분할되어 경쟁구도로 돌입할 수 있게 되었다. 새롭게 등장할 다자간매매체결회사로 인해 단기적으로는 주식시장의 거래량 증가가 기대되고, 중장기적으로는 증권거래비용의 감소, 금융투자업자의 신규 수익원 확보, 다양한 투자기법 활용 등이 예상된다.

■ 참고문헌

- 강소현, “ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안,” 『자본시장 Weekly』 2013-18호(자본시장연구원, 2013).
- 김건식·송옥렬, 『미국의 증권규제』(홍문사, 2001).
- 김건식·정순섭, 『자본시장법』, 제2판(두성사, 2010).
- 김병덕, “대체거래시스템의 세계적 조류 및 국내시장에의 시사점,” 『주간 금융브리프』, 제18권 제16호(한국금융연구원, 2009).
- 김준석, “ATS의 도입과 시장의 분할,” 『자본시장 Weekly』 2011-29호(자본시장연구원, 2011).
- 김형균, “세계 대체거래시스템 현황 분석,” 『KRX Market』, 제68호(한국거래소, 2010), 78면.
- 변진호 외 3인, 『주식거래 ATS의 의미와 전망-ECN을 중심으로-』(한국증권연구원, 2002).
- 송민규·연태훈, 『ATS 도입에 따른 관련 제도 정비방향』(한국금융연구원, 2011).
- 연태훈, “대체거래시스템 도입과 정책 과제,” 『주간 금융브리프』 제20권 제40호(한국금융연구원,

2011).

염경식, “한국주식시장에서의 전자장외증권중개회사(ECN)의 출범과 전망,” 『비교사법』, 제8권 제2호 (한국비교사법학회, 2001).

이인형, “다자간매매체결회사 도입 여건 점검,” 『자본시장 Weekly』 2013-15호(자본시장연구원, 2013).

이인형·강소현·김준석, 『글로벌 거래소 변화양상과 시사점』(자본시장연구원, 2012).

임병화, “대체거래소의 도입, 선택이 아닌 필수,” 『KERI Column』 2011-10-14(한국경제연구원, 2011).

천대중, “대체거래시스템(ATS) 도입의 영향 및 시사점,” 『주간금융경제동향』, 제3권 제15호(우리금융경영연구소, 2013).

한중석, “알고리즘매매 증가에 따른 증시환경 변화와 대응전략,” 『KRX Market』, 제71호(한국거래소, 2011).

한지연, “유럽 대체거래시스템 확대에 따른 거래소시장의 변화,” 『자본시장 Weekly』 2011-17호(자본시장연구원, 2011).

금융위원회, 『보도자료』(2011. 11. 22)<<http://www.fsc.go.kr>>.

금융위원회, 『보도자료』(2013. 4. 9)<<http://www.fsc.go.kr>>.

금융위원회, 『보도자료』(2013. 6. 13)<<http://www.fsc.go.kr>>.

Edward M. Eng et. al., “Finding Best Execution in the Dark: Market Fragmentation and the Rise of Dark Pools,” 12 *Journal of International Business and Law* 39(2013).

The Introduction of the Multilateral Trading Company and the Related Changes under the Capital Markets Act

Chang, Kun Young

ABSTRACT

Under the current Financial Investment Services and Capital Markets Act (the “Capital Markets Act”), Korean investors have no choice but to execute transactions through the Korea Exchange (the “KRX”) because of its monopoly over equity trading. The amendments to the Capital Markets Act proclaimed on May 28, 2013 (the “2013 amendments”), however, newly introduced the Alternative Trading System (“ATS”) in the name of “Multilateral Trading Company.” The Multilateral Trading Company will bring many positive changes to the domestic financial markets. Most of all, the Multilateral Trading Company will allow investors to select a trading market among different venues and see which market offers the best services. This Article examined the key contents of the provisions regulating the Multilateral Trading Company and the related changes under the Capital Markets Act.

With the introduction of the Multilateral Trading Company, a few related rules under the Capital Markets Act changed accordingly. First, the 2013 amendments redefined the concept of the market by using the new term “Financial Investment Instruments Market,” which includes not only the exchange market but also the Multilateral Trading Company market. Second, with the introduction of the Multilateral Trading Company, anyone who meets the certain requirements under the Capital Markets Act is able to establish an exchange just by permission, which opened the era of multiple trading venues and put an end to the 57-year old monopoly of the KRX. Finally, the 2013 amendments introduced the new “best execution” principle to facilitate competition among markets. This principle

compares trading conditions of different markets and then ensures that orders are executed at the best interest of the investors. For example, even if the selected market does not offer the best price, orders from investors will be routed to and executed in the market with the best quotes according to the best execution principle. Therefore, markets and orders will seem fragmented, unlike the current situation where all transactions are made through the KRX, the centralized market. Although the best execution principles of many countries have similar backgrounds, the specific definition of “best” varies across the nations. The best execution principle under the Capital Markets Act has to provide fair trading opportunities and best execution results to diverse investors.

Key Words: Multilateral Trading Company, Alternative Trading System(ATS), order-driven system, crossing system, bulletin board system, Financial Investment Instruments Market, establishment of the exchanges by permission, best execution