

자본시장법상 금융투자업자의 최선집행의무

장 근 영*

《目 次》

I. 머리말	4. 일반
II. 개정 자본시장법상 최선집행의무의 의의	IV. 합리적인 최선집행의무의 내용
III. 최선집행의무에 관한 해외사례	1. “최선”의 의미
1. 미국	2. 최선집행기준의 구체화
2. 유럽	3. 고빈도거래와 flash order
3. 호주	V. 맺음말

I. 머리말

지난 2011년부터 상당 기간 동안 논의가 계속되어 왔던 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 “자본시장법”)의 개정안이 수차례의 조정을 거쳐 2013년 국회를 통과한 뒤 공포되어 8월 29일부터 시행중에 있다.¹⁾ 주요 개정 내용으로는 ① 투자은행 활성화 조치로서 종합금융투자사업자로 지정된 금융투자업자에 대한 기업대출 등 신규업무의 허용, ② 매매체결 독점체제의 비효율성 개선 및 거래비용절감 등을 위한 다자간매매체결회사(alternative trading system: ATS)의 도입, ③ 기업자금조달수단의 다양화를 위한 조건부 자본증권제도의 도입, ④ 주주총회 활성화를 위한 중립적 의결권 행사제도

* 한양대학교 법학전문대학원 부교수, 법학박사.

1) 법률 제11845호로 공포된 개정 자본시장법의 일부 규정들에 대해서는 시행일을 별도로 정하고 있다. 이하 이 글에서 2013년 개정 전 자본시장법은 “구 자본시장법” 또는 “구법”으로, 2013년 개정 자본시장법은 “개정 자본시장법”이나 “개정법” 또는 단순히 “법”으로 지칭하며, 조문 인용 시에도 같다.

(shadow voting)의 폐지 등을 꼽을 수 있다.²⁾

종래 구 자본시장법상 증권시장이나 파생상품시장에서의 매매의 위탁을 받은 투자중개업자는 거래를 반드시 증권시장 또는 파생상품시장을 통하여 실행해야 하는 ‘시장매매의무’(시장집중의무)를 부담하고 있었다(구법 제68조). 거래소시장에서는 대량의 수급조정에 따라 공정한 가격의 형성과 원활한 유통이 이루어지므로 투자자에게 가장 유리한 매매가 이루어진다는 것이 전제되었던 까닭이다. 그러나 개정 자본시장법상으로는 다자간매매체결회사를 통한 매매체결이 가능할 뿐만 아니라,³⁾ 거래소 허가제의 도입으로 인해⁴⁾ 다수의 거래장소가 존재할 수 있게 되었다.

개정법상 복수의 시장이 존재할 수 있게 됨에 따라 동일한 종류의 주식이나 여러 시장에서 다양한 가격으로 동시에 거래될 수 있다.⁵⁾ 이와 같은 시장 및 거래의 분할 가능성으로 인해 규제당국은 새로운 도전에 직면하게 된다. 우선 시장구조의 측면에서 보자면, 특정 매수주문과 그에 상응하는 가장 유리한 매도주문이 서로 다른 시장에 접수됨으로써 매매계약이 체결되지 못한다면 시장은 거래되는 자산의 가치를 정확히 평가할 수 없게 된다. 이러한 상황에서 형성된 시장가격은 충분한 정보를 알려주지 못하며, 신뢰성도 떨어진다. 또한 개별 투자자의 입장에서 보자면, 복수의 시장에서 다양한 가격을 제시하고 있기 때문에 주문을 위탁받은 투자중개업자가 이를 적절히 체결하

2) 금융위원회, “「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 정부위 법안소위 통과,” 「보도자료」(2013. 4. 9), <<http://www.fsc.go.kr>>, 11면.

3) 개정 자본시장법 제83조의2는 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.

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

5) 개정 자본시장법은 다자간매매체결회사가 실질적으로 거래소와 거의 동일한 기능을 수행한다는 점을 고려하여 다자간매매체결회사를 통해 거래가 이루어지는 체계 역시 하나의 시장으로 인정하고 있다. 법 제69조, 제104조, 제133조, 제166조, 제176조, 제180조, 제296조, 제326조, 제377조, 제402조, 제404조 등 참조.

였는지 감독할 필요가 생길 수 있다.⁶⁾

후자의 문제를 고려하여 개정 자본시장법은 기존의 시장매매의무를 대체하여 투자매매업자 및 투자중개업자의 영업행위규칙의 하나로서 투자자의 주문이 최선의 조건으로 집행될 수 있도록 하는 ‘최선집행의무’(best execution obligation)를 부과하고 있다(법 제68조).⁷⁾ 이처럼 금융투자업자에게 최선집행의무를 부과하는 법적 근거가 마련됨으로써, 복수의 시장에서 거래되는 금융투자상품을 대상으로 매매위탁을 하더라도 해당 고객이 최선의 거래결과를 얻을 수 있게 되었다.

이 글은 개정 자본시장법상 새롭게 도입된 최선집행의무에 대하여 개괄하고, 아울러 동 의무를 어떻게 구체화할 것인가에 대해 고찰한다. 우선 최선집행의무의 의의를 개정 조문을 중심으로 분석한다(II). 이어서 해외에서는 최선집행의무를 어떻게 인식하고 있는가를 관련 규정을 중심으로 살펴본 뒤(III), 우리나라의 최선집행의무의 합리적인 모습은 어떠해야 할 것인가를 검토한다(IV). 마지막으로 이상의 논의를 정리하며 글을 맺는다(V).

II. 개정 자본시장법상 최선집행의무의 의의

개정 자본시장법상 ‘최선집행의무’란 금융투자상품의 매매에 관한 투자자의 청약 또는 주문을 최선의 거래조건으로 처리해야 하는 금융투자업자의 의무를 말한다(법 제68조 제1항). 이러한 최선집행의무의 구체적 내용을 좀 더 상세히 살펴보면 아래와 같다.

첫째, 최선집행의무를 부담하는 주체는 금융투자업자 가운데 투자매매업자 또는 투자중개업자로 한정된다(법 제68조 제1항). 투자자문업자(investment

6) Stavros Gadinis, “Market Structure for Institutional Investors: Comparing the U.S. and E.U. Regimes,” 3 Virginia Law & Business Review 311(2008), p.314.

7) 개정 자본시장법상의 ‘최선집행’이라는 용어는 외국에서 사용되는 ‘best execution’을 번역한 용어로 보인다. 사실 ‘집행’이라는 단어는 상황에 따라 다양한 의미로 사용되는데, 최선집행에서의 ‘집행’이란 고객의 주문 내용에 따른 계약의 체결(the completion of a buy or sell order for a security)을 가리키는 것이라 할 수 있다.

advisor)도 최선집행의무를 부담하는 미국의 경우와 차이가 있다.⁸⁾

둘째, 투자매매업자 또는 투자중개업자가 모든 금융투자상품의 매매처리에 관하여 최선집행의무를 부담하는 것은 아니다. 즉 ① 증권시장에 상장되지 아니한 증권, ② 장외파생상품, ③ 증권시장에 상장된 증권이나 장내파생상품 가운데 복수의 금융투자상품시장에서의 거래 가능성 및 투자자 보호의 필요성 등을 고려하여 시행규칙으로 정하는 금융투자상품의 경우에는 그 매매처리지 최선집행의무가 부과되지 않는다(시행령 제66조의2 제1항). 그리고 시행규칙은 최선집행기준이 적용되지 않는 금융투자상품으로 ① 채무증권, ② 지분증권(주권은 제외한다), ③ 수익증권, ④ 투자계약증권, ⑤ 파생결합증권, ⑥ 증권예탁증권(주권과 관련된 증권예탁증권은 제외한다), ⑦ 장내파생상품을 규정하고 있다(시행규칙 제7조의3). 결국 상장주권과 주권예탁증권만이 최선집행의무의 대상이 된다. 이처럼 최선집행의무의 적용대상상품을 제한하는 이유는 새로 도입된 다자간매매체결회사가 취급할 수 있는 상장주권과 주권예탁증권을 우선적으로 최선집행의무의 대상으로 하기 위한 것이다.⁹⁾ 규제 당국에 따르면 추후 다자간매매체결회사의 매매체결대상상품의 확대 여부, 투자자 보호의 필요성 등을 감안하여 최선집행의무의 적용대상상품

8) 미국에서 투자자문업자(investment advisor)는 신인의무자로서 고객의 최선의 이익에 부합하도록 행동해야 할 의무가 있는데, 여기에는 고객의 거래가 최선으로 집행되도록 할 의무도 포함된다. 따라서 투자자문업자는 고객을 위한 거래실행을 '정기적·체계적으로(periodically and systematically)' 평가하여야 한다. 통상적으로 고객을 위해 거래실행을 담당할 브로커를 투자자문업자가 선택할 것인지 혹은 고객이 선택할 것인지는 자문계약(advisory contract)에서 구체적으로 정하게 된다. Fidelity Management & Research Company and FMR Co., Inc., Advisers Act Rel. No. 2713(March 5, 2008); Barbara Brooke Manning, "Best Execution Section 28(e) and Soft Dollar Practices and Procedures," SU011 American Law Institute-American Bar Association 411(2012).

9) 개정법상 다자간매매체결회사는 증권시장에 상장된 주권과 그 밖에 시행령으로 정하는 증권의 매매 또는 그 중개·주선이나 대리 업무를 할 수 있다(법 제8조의2 제5항). 그리고 시행령에서는 다자간매매체결회사가 거래할 수 있는 금융투자상품에 ① 주권과 관련된 증권예탁증권으로서 증권시장에 상장된 것과 ② 그 밖에 공정한 가격 형성 및 거래의 효율성 등을 고려하여 시행규칙으로 정하는 증권을 추가하고 있다(시행령 제7조의2 제1항). 시행규칙에서는 아직 별도의 증권을 추가하지 않고 있다. 그 결과, 통상 ATS에서 거래되는 증권에는 특별한 제한을 두지 않는 것이 일반적이지만, 개정법상 다자간매매체결회사가 매매체결을 할 수 있는 대상상품은 당분간 상장주권과 주권예탁증권에 한정된다.

을 확대할 예정이라고 한다.¹⁰⁾

셋째, 투자매매업자나 투자중개업자가 최선집행의무를 이행하는 방법은 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 기준(“최선집행기준”)을 마련하고 이에 따라 금융투자상품의 매매에 관한 투자자의 청약 또는 주문을 처리하는 것이다(법 제68조 제1항·제2항). 시행령에서는 최선집행기준의 마련시 고려해야 할 요소 등을 구체화하고 있는데, 금융투자상품의 가격, 투자자가 매매체결과 관련하여 부담하는 수수료 및 그 밖의 비용, 청약 또는 주문의 규모 및 매매체결 가능성 등이 그것이다(시행령 제66조의2 제2항 본문). 다만 투자자의 다양한 수요에 탄력적으로 대응하기 위해 투자자가 청약 또는 주문의 처리에 관하여 별도의 지시를 하는 경우에는 그에 따라 최선집행기준과 달리 처리할 수 있도록 하였다(이른바 opt-out 방식)(시행령 제66조의2 제2항 단서).

넷째, 투자매매업자 또는 투자중개업자는 이와 같이 마련된 최선집행기준을 공표하여야 한다(법 제68조 제1항). 또한 투자매매업자 또는 투자중개업자는 3개월 마다 최선집행기준의 내용을 점검하여야 하며, 이 때 최선집행기준의 내용이 청약 또는 주문을 집행하기에 적합하지 아니한 것으로 인정되는 때에는 이를 변경하고, 그 변경 사실을 공표하여야 한다(법 제68조 제3항; 시행령 제66조의2 제5항). 이러한 최선집행기준의 공표 또는 그 변경 사실의 공표는 ① 투자매매업자 또는 투자중개업자의 본점과 지점, 그 밖의 영업소에 게시하거나 비치하여 열람에 제공하는 방법, ② 투자매매업자 또는 투자중개업자의 인터넷 홈페이지를 이용하여 공시하는 방법을 포함하는 방법으로 하여야 한다(시행령 제66조의2 제3항 전단). 이 경우 최선집행기준의 변경 사실을 공표할 때에는 그 이유도 포함하여야 한다(시행령 제66조의2 제3항 후단).

다섯째, 투자매매업자 또는 투자중개업자가 금융투자상품의 매매에 관한 청약 또는 주문을 받는 경우에는 미리 문서, 전자문서, 팩스의 방법으로 최

10) 금융위원회, 「보도자료」(2013. 6. 13), <<http://www.fsc.go.kr>>, 11면.

선집행기준을 기재 또는 표시한 설명서를 투자자에게 교부하여야 한다(법 제68조 제4항 본문; 시행령 제66조의2 제6항). 다만 이미 해당 설명서(최선 집행기준을 변경한 경우에는 변경한 내용이 기재 또는 표시된 설명서)를 교부한 경우에는 그러하지 아니하다(법 제68조 제4항 단서).

여섯째, 투자매매업자 또는 투자중개업자는 투자자의 청약 또는 주문을 처리한 후 해당 투자자가 요구하는 때에는 그 청약 또는 주문이 최선집행기준에 따라 처리되었음을 증명하는 서면 등을 금융위원회가 정하여 고시하는 기준과 방법에 따라 그 투자자에게 제공하여야 한다(시행령 제66조의2 제4항).¹¹⁾

일곱째, 최선의 거래조건의 구체적인 내용, 최선집행기준의 공표의 방법과 청약·주문의 집행 방법 및 최선집행기준의 점검·변경 및 변경 사실의 공표 방법 등에 관하여 필요한 사항은 시행령으로 정한다(법 제68조 제5항). 아울러 최선집행기준의 세부내용 및 관련 자료의 보관 등에 필요한 사항은 금융위원회가 정하여 고시한다(시행령 제66조의2 제7항).

이상의 최선집행에 관한 의무를 이행하지 아니한 자에 대하여는 5천만원 이하의 과태료가 부과된다(법 제449조 제1항 제28의2호). 아울러 최선집행의

11) 금융투자업규정 제4-17조의3(최선집행의무) ① 영 제66조의2제4항에서 “금융위원회가 정하여 고시하는 기준과 방법”이란 다음 각 호의 요건을 모두 충족하는 것을 말한다.

1. 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 방법(이하 이 항에서 “서면등”이라 한다)으로 투자자에게 제공할 것
 - 가. 서면 교부
 - 나. 전화, 전신 또는 모사전송, 전자우편, 그 밖에 이와 비슷한 전자통신
2. 투자자에게 제공하는 서면등에 다음 각 목의 사항을 포함할 것
 - 가. 금융투자상품의 종목, 수량 및 매도·매수의 구분 등 투자자의 매매주문내역
 - 나. 매매주문이 체결된 시간, 장소, 그 밖에 체결내용 및 방법
 - 다. 매매주문이 최선집행기준에서 정한 절차에 따라 집행되었는지 여부 및 그 이유
3. 투자자가 영 제66조의2제4항에 따라 요구한 날로부터 1개월 이내에 제1항에 따른 서면등을 제공할 것

② 투자매매업자 또는 투자중개업자는 법 제68조제3항에 따라 최선집행기준의 내용을 점검한 결과를 별표 12에서 정한 최소보존기간 이상 서면 또는 전자문서 등의 형태로 기록·유지하여야 한다.

[본조신설 2013.9.17]

무의 위반으로 손해를 입은 투자자는 해당 금융투자업자에 대해 손해배상책임을 물을 수 있을 것이다.

III. 최선집행의무에 관한 해외사례

1. 미국

1.1 서설

미국에서 최선집행의무(duty of best execution)란 증권회사(broker-dealer)가 고객의 주문처리시 그 상황에서 합리적으로 이용할 수 있는 가장 유리한 조건을 찾아야 하는 의무라 할 수 있다.¹²⁾ 이러한 최선집행의무는 보통법(common law)상의 대리인원칙(agency principle) 및 신인의무(fiduciary obligation)로부터 유래하는 것으로 본다.¹³⁾ 연방법원의 판례에 따르면 동 의무를 준수하지 않은 경우에는 1934년 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 사기금지조항인 15조(c)(1)(A)의 위반이 될 수 있다.¹⁴⁾

아울러 자율규제기구인 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)가 회원인 증권회사에게 관련 규정을 통해 최선집행의무를 포괄적으로 부여하고 있다. 그리고 1934년 증권거래법의 Regulation NMS가 거래시장(트레이딩 센터)으로 하여금 일정한 주식의 경우 최선의 가격을 제시하는 곳으로 주문을 회송하도록 의무화함으로써 최선집행을 지원하고 있다.

1.2 FINRA Rule

FINRA Rule 5310에 따르면 FINRA 회원인 증권회사는 고객의 주문집행시

12) Exchange Act Release No. 37,619A(Sept. 6, 1996).

13) Soo J. Yim, "Selected Trading Issues for Broker-Dealers and Investment Advisers," SR029 American Law Institute-American Bar Association 221(2009).

14) In re Morgan Stanley & Co., Exchange Act Release No. 55,726(May 9, 2007) (citing *Newton v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith, Inc.*, 135 F.3d 266(3rd Cir. 1998) (en banc)).

현재의 시장 상황에서 고객에게 가장 유리한 가격을 제공하는 최선의 거래 시장을 선택하는 ‘합리적 노력’(reasonable diligence)을 하여야 한다. 합리적 노력을 다했는가의 여부를 결정할 때 고려될 사항으로는 ① 가격·변동성·유동성 등과 같은 시장의 특성, ② 거래의 규모와 유형, ③ 주문집행을 위해 검토한 시장의 수, ④ 호가의 접근성, ⑤ 주문의 조건 등이 있다(FINRA Rule 5310(a)). 이러한 의무는 증권회사가 고객의 중개인으로 위탁매매를 하는 경우뿐만 아니라 본인으로서 고객과 거래하는 경우에도 적용된다(FINRA Rule 5310(e)).

한편 고객이 특정 시장으로 거래주문을 회송(route)하도록 지시한 경우에는 증권회사가 이러한 지시에서 벗어나 최선의 집행을 할 의무는 없다. 증권회사는 단지 고객의 주문조건에 따라 즉시 고객의 주문을 처리하면 된다. 이 때 고객의 주문을 전송 받은 또 다른 증권회사가 FINRA 회원이라면, 해당 증권회사는 FINRA Rule 5310에 따라 그 주문을 처리하여야 한다.¹⁵⁾

증권회사는 개개 주문별로(order-by-order) 최선집행 여부를 검토할 수도 있지만, 그 대신 정기적(최소한 분기당 1회)으로 주문집행의 질적 수준을 점검하는 절차를 마련함으로써 최선집행의무를 이행할 수도 있다.¹⁶⁾ 증권회사는 이러한 정기점검을 통해 거래시장 간에 집행의 질에 중요한 차이가 있는지 여부를 결정해야 한다. 그리고 중요한 차이가 있는 경우 증권회사는 자신의 주문전송방식(routing arrangement)을 수정하거나, 이를 수정하지 않는다면 그 이유에 대해 해명하여야 한다. 증권회사는 고객에게 가장 이익이 되는 조건을 제공하는 시장에서 주문이 집행되도록 하기 위하여, 무엇보다도 자신의 현행 주문전송 및 집행방식(내부주문집행을 포함)을 통해 얻는 집행의 질과 경쟁시장을 이용했을 때 얻을 수 있는 집행의 질을 비교하여야 한다.¹⁷⁾

15) FINRA Rule 5310(Best Execution and Interpositioning) Supplementary Material .08 Customer Instructions Regarding Order Handling.

16) FINRA Rule 5310(Best Execution and Interpositioning) Supplementary Material .09 Regular and Rigorous Review of Execution Quality (a).

17) FINRA Rule 5310(Best Execution and Interpositioning) Supplementary Material .09 Regular

요컨대 FINRA 회원인 증권회사는 최선집행의무를 부담하지만 고객에게 매 거래건마다 최선의 집행이 달성되었는지 보여줄 필요는 없으며, 자신이 취하고 있는 집행의 방식이 합리적임을 확인시켜주면 되는 것이다.¹⁸⁾

1.3 Regulation NMS

미국의 SEC(Securities and Exchange Commission)는 1975년 의회의 승인을 받아 1934년 증권거래법 11A조를 신설하여 전국시장시스템(National Market System: 이하 “NMS”) 구축을 시작하였다. NMS는 증권거래의 효율성 증진, 공정한 경쟁체제 구축, 시장정보에 대한 접근성 확보, 최선집행의 실현, 투자자간 직거래 확대 등을 목적으로 한 것이었다.¹⁹⁾ 이러한 목적을 구현하기 위한 단계적 조치들이 이루어졌으며, 그 가운데 SEC가 2005년에 채택한 Regulation NMS가 2007년부터 시행되고 있다.²⁰⁾

Regulation NMS는 Rules 600~612로 이루어져 있는데, 이 가운데 Rule 611(Order Protection Rule)이 가격을 기준으로 한 최선집행이 이루어질 수 있도록 기능한다. Rule 611의 핵심은 트레이딩센터(trading center)²¹⁾에게 고객의 주문이 “trade-through”되지 않도록 하는 절차를 마련하고 시행할 의무를 부과하는 것이다.²²⁾ 여기서 “trade-through”란 고객주문이 최우선호가

and Rigorous Review of Execution Quality (b).

- 18) 한재영, “ATS 도입관련 해외 최선집행의무 조사,” 「Bulls Review」 2012년 10월호(금융투자협회, 2012), 105면.
- 19) NMS는 경쟁을 촉진하면서도 공정성을 유지하기 위한 시장통합계획이지만, 하나의 집중화된 커다란 시장을 만드는 것은 아니다. 즉 다양한 거래장소들을 물리적으로 하나의 장소로 통합하는 대신, 하나의 증권이 여러 장소에서 거래되더라도 그 여러 장소가 서로 연결되어 마치 그 증권에 대하여 하나의 커다란 시장이 있는 것과 같은 효과를 가져 오는 방식이다. 김건식·송옥렬, 「미국의 증권규제」(홍문사, 2001), 44면.
- 20) Regulation NMS의 도입배경 및 관련 내용에 대해서는 엄경식/장병훈, 「미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점」(한국증권연구원, 2007) 참조.
- 21) 트레이딩센터(trading center)란 전국적 증권거래소, 거래시설을 운영하는 전국적 증권협회, 대체거래시스템, 거래소 마켓메이커, 장외시장 마켓메이커, 대리인 또는 본인으로서 주문을 내부집행하는 브로커 또는 딜러를 의미한다. Rule 600(b)(78), 즉 Regulation NMS에서는 거래를 위한 장소를 제공하는 모든 플랫폼을 총칭하여 트레이딩센터라 부른다.
- 22) Rule 611(Order protection rule) (a) Reasonable policies and procedures.

게시된 트레이딩센터에서 체결되지 않는 것을 말한다.²³⁾ Rule 611에 따르면 다음과 같이 고객주문의 trade-through가 방지된다. 트레이딩센터는 자신의 센터에 제출된 호가 중 최우선매수매도호가(Best Bid and Offer: 이하 “BBO”)를 산출하는데, 각 트레이딩센터로부터 수합된 BBO 가운데 최우선호가를 국가 전체를 대표하는 BBO, 즉 전국최우선매수매도호가(National Best Bid and Offer: 이하 “NBBO”)라 칭한다. 각 트레이딩센터는 주문을 접수한 후 해당 주문이 다른 트레이딩센터에서 더 유리한 가격으로 체결될 수 있다면(즉 자신의 BBO가 NBBO가 아닐 경우라면) 접수된 주문을 NBBO를 제시하고 있는 다른 트레이딩센터로 회송해야 한다. 따라서 투자자는 증권회사를 통해 어떤 트레이딩센터에 주문을 제출하든지 트레이딩센터가 자체 주문회송시스템을 통해 NBBO를 찾아 주문을 전송해주기 때문에 투자자는 가격기준에 의한 최선의 결과를 얻을 수 있다.²⁴⁾

트레이딩센터가 Order Protection Rule에 따라 주문을 재전송하기 위해서는 그 전제로서 ① 다른 트레이딩센터에 제출된 거래 및 호가정보를 집중해서 볼 수 있어야 하며, ② 최선의 호가를 제시하는 거래장소로 주문을 회송할 수 있는 시스템이 있어야 한다. ①은 1976년에 도입된 CTS(Consolidated Tape System: 매매정보집중시스템)와 1978년부터 시행되고 있는 CQS(Consolidated Quotation System: 호가정보집중시스템)를 통해 확보된다. 즉 SEC는 미국 전역에 걸쳐 있는 거래시장의 호가 및 거래체결 데이터를 중앙에서 관리하는 시스템을 구축하였는데, CTS 하에서는 모든 거래시장의 거래

(1) A trading center shall establish, maintain, and enforce written policies and procedures that are reasonably designed to prevent trade-throughs on that trading center of protected quotations in NMS stocks that do not fall within an exception set forth in paragraph (b) of this section and, if relying on such an exception, that are reasonably designed to assure compliance with the terms of the exception.

(2) A trading center shall regularly surveil to ascertain the effectiveness of the policies and procedures required by paragraph (a)(1) of this section and shall take prompt action to remedy deficiencies in such policies and procedures.

23) Rule 600(b)(77).

24) 강소현, “ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안,” 「자본시장 Weekly」 2013-18호 (자본시장연구원, 2013), 2-3면.

정보(사후정보)가 통합·보고되며, CQS 하에서는 호가정보가 취합·공표된다.²⁵⁾ ②와 관련해서는 NMS 참여시장간에 주문을 회송하는 시스템인 ITS (Intermarket Trading System: 시장간주문회송시스템)가 1979년에 승인되었고, 1997년에 OHR(Order Handling Rule: 주문처리규칙)이 제정되었다.²⁶⁾

Rule 611에 따라 trade-through로부터 보호되는 호가는 “protected quotations in NMS stock”이다. NMS 주식(NMS stock)이란 NMS 증권 중 옵션을 제외한 것을 말하며, NMS 증권(NMS security)이란 NMS 내에서 거래 및 호가정보가 수집되고 처리·이용될 수 있는 증권을 의미한다.²⁷⁾ 그리고 보호대상호가(protected quotation)란 전국적 증권거래소, Nasdaq Stock Market, FINRA²⁸⁾에서 자동으로 제출된 각각의 최우선매매호가(BBO)를 말한다.²⁹⁾ 또한 재전송 대상이 되는 호가는 정규거래소 등에서 거래되는 NMS

- 25) CTS와 CQS의 운영권한은 CTA(Consolidated Tape Association)에 있다. 즉 CTA에서 거래관련 사전적·사후적 정보 및 체결의 질적 수준을 나타내는 표준화된 통계치를 CTS, CQS 등을 통해 통합·제시한다. 이인형/강소현/김준석, 「글로벌 거래소 변화양상과 시사점」(자본시장연구원, 2012), 35면. 실시간 호가정보와 거래정보를 수집하여 시장참여자들에게 전파하는 역할을 하는 증권정보처리자(securities information processor: SIP)를 Regulation NMS에서는 vendor라 한다. Rule 600(b)(83).
- 26) OHR(Order Handling Rule)이란 SEC가 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. 이인형/강소현/김준석, 앞의 책, 36면.
- 27) Rule 600(b)(46) & (47). 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 글, 2면.
- 28) FINRA는 ATS를 포함한 장외시장의 참여자들로부터 호가정보를 수집한다. Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS, 74 Fed. Reg. 48,632, 48,634 (proposed Sept. 18, 2009), (<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60684fr.pdf>).
- 29) Rule 600(b)(57) Protected bid or protected offer means a quotation in an NMS stock that:
- (i) Is displayed by an automated trading center;
 - (ii) Is disseminated pursuant to an effective national market system plan; and
 - (iii) Is an automated quotation that is the best bid or best offer of a national securities exchange, the best bid or best offer of The Nasdaq Stock Market, Inc., or the best bid

주식에 대한 자동호가(automated quotation)로 제한되며, 수동호가(manual quotation)는 Regulation NMS에 의해 보호되지 않는다.³⁰⁾

한편 Rule 605는 보고서를 통해 다양한 거래정보를 매일 공시하도록 하는 의무를 마켓센터(market center)³¹⁾에게 부과하고 있다. 이러한 보고서는 전자적 방식으로 작성되어야 하며, 개개 증권별·주문유형별·주문 규모별로 분류되어야 한다. Rule 606은 증권회사에게 NMS 증권에 대한 별도지시 없는 주문³²⁾의 회송에 관한 보고서를 3개월마다 공표하도록 하고 있다.

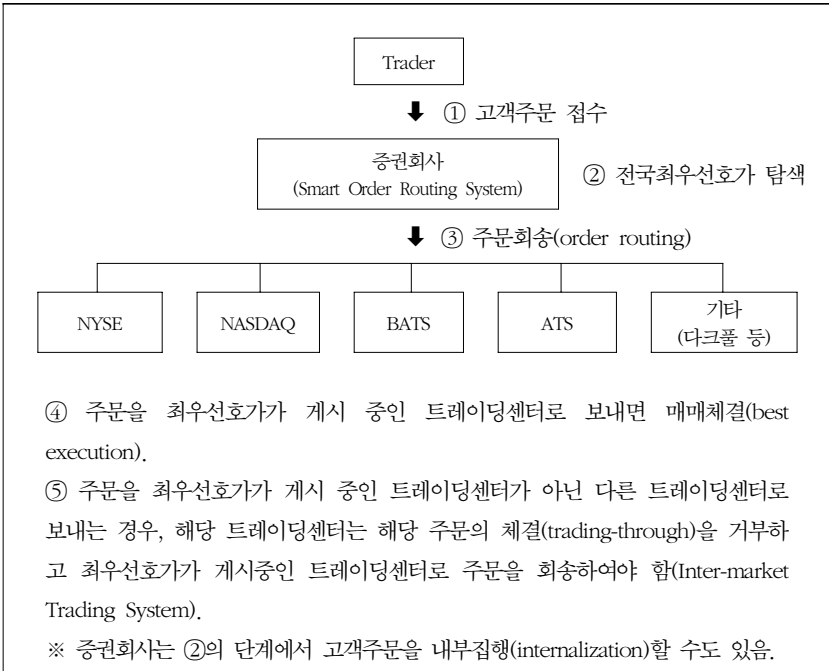
Regulation NMS가 시행되고 있다 하더라도 증권회사는 여전히 최선집행 의무를 부담한다. 특히 SEC는 Rule 611이 증권회사의 최선집행의무를 대체하거나 축소하는 것이 아님을 분명히 하고 있다. 즉 Rule 611에도 불구하고 증권회사는 고객의 주문을 회송하는 시장의 집행의 질을 평가할 의무가 있다는 것이다.³³⁾

아래의 그림은 위에서 설명한 증권회사의 주문집행 절차를 보여준다.

or best offer of a national securities association other than the best bid or best offer of The Nasdaq Stock Market, Inc.

- 30) 자동호가(automated quotation)는 전자적 방식으로 제출되는 반면, 수동호가(manual quotation)는 장내 브로커에 의해 제출된다. SEC가 자동호가만을 Rule 611의 전술대상으로 한 것은, 자동호가는 지정된 가격에 체결될 것이라는 확신을 투자자에게 주는 반면, 수동호가는 그 체결 여부가 장내 브로커의 결정에 영향을 받을 수 있다고 보았기 때문이다. Regulation NMS, Exchange Act Release No. 51,808, 70 Fed. Reg. 37,496, 37,501 (June 29, 2005).
- 31) 마켓센터(market center)란 거래소 마켓메이커, 장외시장 마켓메이커, 대체거래시스템, 전국적 증권거래소, 전국적 증권협회를 의미한다. Rule 600(b)(38). 따라서 주문을 내부집행하는 브로커 또는 딜러는 트레이딩센터이지만 마켓센터는 아니므로 Rule 605상의 공시 의무를 부담하지 않는다.
- 32) 별도지시주문(directed order)이란 고객이 증권회사에게 특정 거래장소로 회송을 지시한 주문을 말한다. Rule 600(b)(19). 별도지시를 하지 않은 주문은 모두 비별도지시주문(non-directed order)이다. Rule 600(b)(48).
- 33) Regulation NMS, Exchange Act Release No. 51808(June 9, 2005), 70 Fed. Reg. 37496, 37538 (June 29, 2005).

〈미국 증권회사의 주문집행 절차〉³⁴⁾



2. 유럽

2.1 MiFID

유럽은 유럽주식시장 내의 단일규제체제의 정립을 목표로 하여, 최선의 체결을 달성하고 투자자 보호수준을 강화하기 위해 2007년 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive: 금융상품시장지침)를 도입하였다.³⁵⁾ MiFID는 경쟁의 촉진, 거래소집중의무의 철폐, 최선의 체결보장, 시장 투명성의 증진 등을 핵심 내용으로 하고 있다.³⁶⁾

34) 한재영, 앞의 글, 106면.

35) MiFID는 기본지침(framework Directive: Directive 2004/39/EC), 이행지침(implementing Directive: Directive 2006/73/EC), 이행규정(implementing Regulation: Regulation No 1287/2006)으로 구성되어 있다.

MiFID에서는 시장의 개념을 종전에 비해 포괄적으로 확장하여 정규시장(Regulated Market), MTF(Multilateral Trading Facility), SI(Systematic Internalizer)로 구분한다. 정규시장은 EU 회원국의 허가과 감독을 받는 거래소를 뜻하고, MTF는 EU 회원국의 승인 하에 정규시장이나 증권회사에 의해 운영되는 다자간거래시스템을 말하며 미국의 ATS와 유사한 개념이다. SI는 고객의 주문을 내부적으로 체결하는 증권회사를 의미한다.³⁷⁾

2.2 MiFID상의 최선집행의무

MiFID는 일반적이고 포괄적인 성격의 최선집행의무를 부과하고 있다. 즉 MiFID에 따르면 증권회사(investment firm)는 고객의 주문을 집행할 때 가격, 비용, 속도, 체결 가능성, 집행의 규모, 집행의 성질 또는 기타 사항 등을 고려하여 최선의 결과를 얻을 수 있도록 합리적 조치를 취하여야 한다. 다만 고객의 특별한 지시가 있는 경우에는 증권회사가 해당 고객의 지시에 따라 주문을 처리하여야 하고, 이러한 지시에서 벗어나 최선의 집행을 할 의무는 없다(MiFID Article 21, para. 1).

일반적인 의미로 규정된 최선집행의무를 구체적으로 이행하기 위하여 증권회사는 효율적인 기준(arrangement)을 마련하고 시행하여야 한다. 특히 증권회사는 최선의 결과를 얻을 수 있는 주문집행방침(order execution policy)을 마련하고 시행하여야 한다(MiFID Article 21, para. 2).³⁸⁾

이러한 주문집행방침에는 증권회사가 고객의 주문을 집행하는 다양한 거래장소(venue)에 대한 정보 및 해당 거래장소의 선택에 영향을 미친 요소에 관한 정보가 포함되어야 한다. 이 때 최소한 증권회사가 지속적으로 최선의

36) European Commission, Press Release(29/10/2007), <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-07-1625_en.htm>.

37) 이인형/강소현/김준석, 앞의 책, 44면.

38) 집행기준(execution arrangement)이란 증권회사가 주문집행시 최선의 결과를 얻기 위해 사용하는 수단(means)을 가리키는 반면, 집행방침(execution policy)은 집행기준 가운데 가장 중요하고 관련성이 있는 요소들을 기술한 문서(document)를 말한다. CESR(Committee of European Securities Regulators), Best Execution under MiFID - Questions & Answers, CESR/07-320(May 2007), p.6.

결과를 얻을 수 있었던 거래장소 역시 포함되어야 한다. 증권회사는 자신의 주문집행방침에 관한 적절한 정보를 고객에게 제공하여야 하며, 해당 방침에 대해 고객의 사전 동의를 얻어야 한다. 주문집행방침에서 고객의 주문이 정규시장이나 MTF 이외의 장소에서 체결될 가능성이 있음을 규정하는 경우, 증권회사는 특별히 이러한 가능성을 고객에게 고지하여야 하며 실제 이와 같은 집행을 할 때에는 사전에 고객의 명시적 동의를 얻어야 한다. 이러한 고객의 동의는 포괄적 형태로 얻거나 개별 거래마다 얻을 수 있다(MiFID Article 21, para. 3).

증권회사는 자신의 주문집행기준과 주문집행방침의 결함을 발견하고 필요 시 정정하기 위하여 그 효율성에 대해 점검(monitor)하여야 한다. 특히 주문집행방침에 기재된 거래장소에서 최선의 결과를 얻었는가의 여부 또는 집행기준의 변경이 필요한가의 여부를 정기적으로 평가하여야 한다. 주문집행의 기준이나 방침에 중요한 변화가 있는 때에는 고객에게 이를 통지하여야 한다(MiFID Article 21, para. 4). 고객의 요청이 있는 경우 증권회사는 고객의 주문을 회사의 집행방침에 따라 집행하였음을 입증할 수 있어야 한다(MiFID Article 21, para. 5).

요컨대 MiFID는 최선집행의 의미를 구체적으로 정의하지 않기 때문에 증권회사는 고객의 특성에 따라 서로 다른 최선의 집행방침을 제시하고 적용할 수 있다. 구체적으로 증권회사의 집행방침은 주문을 내는 고객의 유형, 금융상품의 유형, 해당 상품이 거래되는 관련 시장 등에 따라 다양해질 수 있다.³⁹⁾ 또한 증권회사는 고객의 개개 주문별로(each individual order) 최선의 결과를 얻어야 하는 것은 아니며, 자신의 최선집행방침에 따라 고객주문 전반에 대해 최선의 결과를 가져오도록 해당 방침을 적절하게 적용하면 된다.⁴⁰⁾ 그리고 증권회사는 최선의 결과를 가져오기 위해 복수의 거래장소에서

39) CESR(Committee of European Securities Regulators), Best Execution under MiFID - Questions & Answers, CESR/07-320(May 2007), p.7.

40) CESR(Committee of European Securities Regulators), Best Execution under MiFID - Questions & Answers, CESR/07-320(May 2007), p.6.

주문을 집행하는 것이 보통이겠지만, 단일의 거래장소를 통한 주문집행으로도 지속적으로 최선의 결과를 얻을 수 있음을 보여준다면 증권회사의 선택에 따라 한 곳의 거래장소만을 정할 수도 있다.⁴¹⁾

3. 호주

호주의 ASIC(Australian Securities & Investments Commission: 호주증권투자위원회)은 2011년에 Market Integrity Rules(시장통합규칙)라 불리는 새로운 유형의 규칙을 제정하였다. 동 규칙은 시장운영자, 시장참여자, 기타 단체와 관련 시장에서 거래되는 금융상품에 적용되며, 최선집행의무에 대해서도 규정하고 있다.

Market Integrity Rules에 따르면 증권회사(Participant)⁴²⁾는 고객의 주문을 처리·집행할 때 최선의 결과를 얻을 수 있는 합리적인 조치를 취하여야 한다(Market Integrity Rules 3.1.1(1)). Market Integrity Rules는 다음과 같이 고객을 소매고객(Retail Client)과 도매고객(Wholesale Client)의 두 그룹으로 나누어 각 군에 적합한 최선집행의 의미를 제시하고 있다.⁴³⁾

첫째, 소매고객의 경우에는 총대가(Total Consideration)를 가장 유리하게 할 수 있는 거래를 최선의 집행이라 정의한다(Market Integrity Rules 3.1.1(2)(a)). 여기서 총대가란 매수주문의 경우에는 매수가격에 거래비용을 더한 것을 말하고, 매도주문의 경우에는 매도가격에서 거래비용을 제한 것을 말한다(Market Integrity Rules 1.4.3). 그리고 거래비용(Transaction Costs)이란 시장이 부과하는 거래체결비용, 청산결제비용, 증권사 수수료를 비롯하여 거

41) CESR(Committee of European Securities Regulators), Best Execution under MiFID - Questions & Answers, CESR/07-320(May 2007), p.7.

42) Market Integrity Rules에 따르면 최선집행에 관한 규칙은 시장참여자(Market Participant)에 적용된다(ASIC Market Integrity Rules 3.1A.1). 자본시장과 관련하여 시장참여자란 시장에 직접 참여할 수 있는 자를 의미하므로(Corporations Act 2001 § 761A), 통상적으로 증권회사를 가리키는 것으로 볼 수 있다.

43) 소매고객(Retail Client)과 도매고객(Wholesale Client)의 의미에 대하여는 Market Integrity Rules 1.4.3. & Corporations Act 2001 § 761G에서 상세히 정의한다.

래와 직접 관련되어 고객이 지불하는 모든 비용을 의미한다(Market Integrity Rules 1.4.3). 따라서 거래비용에 큰 차이가 없다면 매수고객의 경우에는 지불한 총대가가 적을수록, 매도고객의 경우에는 취득한 총대가가 클수록 최선의 집행이 된다. 결국 소매투자자의 경우에는 일반적으로 가장 유리한 매매 가격에 체결된 거래를 최선집행이라 할 수 있다.

둘째, 도매고객의 경우에는 가격, 비용, 총대가, 체결속도, 체결가능성, 기타 관련 결과, 또는 이들 요소 모두를 종합한 결과를 기준으로 하여 최선집행 여부를 판단할 수 있다(Market Integrity Rules 3.1.1(2)(b)). 소매고객과 달리 도매고객은 다양한 성격의 거래를 할 수 있고, 그에 따라 최선집행이라는 의미가 다를 수 있음을 고려한 것이라 할 수 있다. 예컨대 대량주문을 하는 도매고객의 경우 시장충격에 의해 뜻하지 않은 손해를 볼 수도 있고, 물량이 모두 소진되지 않을 가능성도 존재하기 때문에 증권회사의 입장에서는 매매가격 이외에도 고객의 비용최소화를 위해 고려해야 할 사항이 소량 매매에 비해 많다.⁴⁴⁾

이상의 최선집행 여부의 판단기준은 고객의 별도지시가 있는 경우에는 적용되지 않는다. 즉 고객이 주문집행에 관하여 서면으로 명확한 별도지시를 한 경우, 증권회사는 해당 지시에 따라 주문을 집행하기 위한 합리적인 조치를 취해야 한다. 이 때 고객의 별도지시가 서면이 아닌 구두로 이루어진다면 증권회사는 이를 녹음하여 7년간 보관하여야 한다(Market Integrity Rules 3.1.1(3)&(4)).

증권회사는 Market Integrity Rules에 따른 최선집행의무를 이행하기 위한 적절한 방침과 절차를 마련하고 이를 시행하여야 한다(Market Integrity Rules 3.2.1). 그리고 증권회사는 주문회송에 영향을 미치는 중요한 상황변화가 있을 때마다 이러한 집행 방침·절차와 그 이행을 점검하여야 한다(Market Integrity Rules 3.2.3).

증권회사는 최초로 고객의 주문을 받기 전에 Market Integrity Rules에서

44) 강소현, 앞의 글, 4면.

정하는 일정한 사항을 해당 고객에게 공시하여야 하며, 또한 거래장소에 관한 문제에 영향을 미치는 중요한 변경이 있는 때에는 이를 고객에게 공시하여야 한다. 증권회사가 도매고객과 합의하는 경우에는 일정한 사항은 공시하지 아니할 수 있다(Market Integrity Rules 3.3.1).

4. 일본

일본의 금융상품거래법은 투자자보호의 강화 및 투자자 편익의 향상, 공정하고 원활한 가격발견기능을 갖춘 시장의 확보, 금융·자본시장의 국제화에 대한 효과적인 대처 등을 주요목적으로 하고 있다. 금융상품거래법은 제40조의2에서 다음과 같이 최선집행방침(最良執行方針)에 관한 내용을 규정하고 있다.

첫째, 금융상품거래업자 등은 유가증권의 매매 및 파생상품거래(시행령에서 정하는 것을 제외한다. 이하 “유가증권 등 거래”라 한다)에 관한 고객의 주문에 대해 시행령에서 정하는 바에 따라 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 방침 및 방법(이하 “최선집행방침 등”이라 한다)을 정하여야 한다(금융상품거래법 제40조의2 제1항).

둘째, 금융상품거래업자 등은 내각 부령으로 정하는 바에 따라 최선집행방침 등을 공표하여야 하며(금융상품거래법 제40조의2 제2항), 이러한 최선집행방침 등에 따라 유가증권 등 거래에 관한 주문을 집행하여야 한다(금융상품거래법 제40조의2 제3항).

셋째, 금융상품거래업자 등은 금융상품거래소에 상장된 유가증권 및 장의 매매 유가증권의 매매 기타 거래에서 시행령으로 정하는 것에 관한 고객의 주문을 받고자 하는 때에는 미리 고객에게 내각 부령으로 정하는 바에 따라 당해 거래와 관련된 최선집행방침 등을 기재한 서면을 교부하여야 한다. 그러나 이미 이러한 동의서(해당 최선집행방침 등을 변경한 경우에는 변경된 것을 기재한 서면)를 교부한 경우에는 그러하지 아니하다(금융상품거래법 제40조의2 제4항).

넷째, 금융상품거래업자 등은 유가증권 등 거래에 관한 고객의 주문을 집행한 후 내각 부령으로 정하는 기간 내에 해당 고객이 요구하는 때에는 해당 주문이 최선집행방침 등에 따라 집행된 취지를 내각 부령으로 정하는 바에 따라 설명한 서면을 내각 부령으로 정하는 바에 따라 해당 고객에게 교부하여야 한다(금융상품거래법 제40조의2 제5항).

이상의 금융상품거래법의 규정에 따라 일본의 증권회사는 고객주문의 최선집행을 위한 최선집행방침(最良執行方針)을 수립하여 고객에게 공지하며, 해당 방침에 고객의 주문이 체결될 거래장소를 동시에 공표하고 있다. 실제 적용의 예로, 일본의 증권회사는 자체적으로 판단한 기준에 따라 종류별(주식, 채권, 파생 등) 또는 종목별 금융상품의 거래장소를 미리 공표하고 금융상품을 거래하며, 이를 주기적으로 평가하고 있다. 즉 사전적으로 정해진 거래장소를 통해 고객주문을 일괄적으로 거래하며, 거래장소의 경쟁력을 주기적으로 판단하여 이를 최선집행방침에 반영시키는 방식으로 최선집행의무를 준수하고 있다.⁴⁵⁾

IV. 합리적인 최선집행의무의 내용

1. “최선”의 의미

앞서 보았듯이 개정 자본시장법이 일정한 금융투자업자에게 최선집행의무를 부과하고 있지만, 어떠한 집행이 투자자 자신에게 최선인지는 투자자별로 상이할 수밖에 없다. 가장 유리한 가격으로 주문이 집행되었을 때 최선이라 느끼는 투자자도 있을 것이고, 다소 불리한 가격이라도 원하는 물량이 빨리 매매되는 경우를 최선이라 생각하는 고객도 존재할 것이다. 이처럼 다양한 투자자의 필요와 요구를 고려하여 우리 자본시장법은 거래상품의 가격, 비용, 매매규모, 체결 가능성 등 다양한 요소를 고려하여 고객의 주문을 처리

45) 한재영, 앞의 글, 107-108면.

하는 것을 최선의 집행이라 보고 있다. 이러한 접근법은 유럽의 MiFID 및 일본의 금융상품거래법의 그것과 가장 닮아 있다.

이와 달리 미국의 경우에는 기본적으로 '가격'을 기준으로 최선집행의 여부를 판단하는 것으로 보인다. 우선 FINRA 규칙에 따르면 최선의 거래시장을 선택하는 합리적 노력을 하여 고객에게 가장 유리한(favorable) 가격이 제공될 수 있도록 하는 것이 최선의 집행이 된다. 더 나아가 Regulation NMS는 각 트레이딩센터로 하여금 NMS 주식에 대해 최선의 가격을 제시하는 곳으로 거래를 재전송하도록 의무화함으로써 최선집행을 지원하고 있다. 결국 미국의 경우는 최선집행의 판단시 가격을 최우선으로 고려한다고 말할 수 있다.

그러나 자세히 살펴보면 유럽식 접근법과 미국식 접근법이 근본적으로 다른 지향점을 가지고 있다고 생각되지는 않는다. 유럽식 접근법이 다양한 요인을 고려하여 최선 여부를 판단한다고는 하지만, 현실적으로 대다수 평범한 투자자들은 가장 유리한 가격으로 거래하는 것에 관심이 집중된다는 점을 부인하기 어렵다. 따라서 이들의 주문집행시에는 다양한 고려요소 가운데 가격에 초점을 맞추어 최선집행의무를 이행하여야 한다고 볼 수 있다. 다만 미국과 같은 시스템이 갖추어지지 않은 상황이므로 가격을 기준으로 한 집행이 미국의 수준만큼 이루어질 수 없을 뿐이다. 그렇지만 다양한 요소에 대한 고려를 필요로 하는 투자자들의 개별 요구를 수용하는 것은 여전히 중요하다. 시각에 따라서는 투자자의 전문성이 높을수록 집행가격(execution price)이라는 요소가 집행의 질(execution quality)에서 차지하는 비중은 낮아진다고 보기도 한다.⁴⁶⁾

미국의 경우에도 언제나 가격만을 기준으로 하여 최선의 여부를 판단하는 것은 아니다. 가격만을 기준으로 하여 최선집행 여부를 판단하기 위해서는 가격을 제외한 다른 모든 조건이 투자자들 사이에서 대부분 동일하다는 것이 전제되어야 한다. 이러한 전제는 일반투자자들의 경우에는 타당할 수 있

46) 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.

으나, 시장충격이나 체결 가능성 등에 민감한 대규모투자자들의 경우에는 그렇지 않다. FINRA의 관련 규칙을 보더라도 증권회사는 시장의 특성, 거래규모와 유형, 시장의 수, 호가의 접근성, 주문의 조건 등 다양한 요소를 고려하여 가장 유리한 가격을 제공하는 거래장소를 선택해야 한다. 따라서 예컨대 신속한 대량매수를 원하는 기관투자자라면 원하는 거래가 가능한 특정시장의 가격이 타시장 보다 다소 높을지라도 그 가격은 해당 투자자에게 가장 유리한(favorable) 가격이 될 수 있다. Regulation NMS Rule 611도 최우선호가 가 제시된 거래장소에서 주문이 체결되지 않아도 되는 다양한 예외를 인정하고 있는데, 대량거래를 하는 경우(intermarket sweep order exception)⁴⁷⁾ 및 고객이 요구한 체결가격으로 거래가 성립되는 경우(stop order exception)⁴⁸⁾ 등이 그 대표적인 예이다. 또한 Rule 611에 따른 주문회송이 항상 투자자에게 이로운 것만은 아닌데, 자동호가에만 적용되는 Rule 611의 구조로 인해 유리한 가격의 수동호가 존재하더라도 증권회사는 이를 무시할 수 있는 까닭이다.⁴⁹⁾

유럽식 접근법과 미국식 접근법이 유사한 결과를 가져온다는 시각은 호주식 접근법과도 일맥상통한다. 호주의 법제상 소매고객의 경우에는 일반적으로 가장 유리한 매매가격에 체결된 거래를 최선집행이라 할 수 있는데, 이

47) Rule 611(b)(5). NMS 증권을 대량으로 거래하고자 할 경우, Trade-Through Rule의 정의상 주어진 시점의 특정시장에서 제시된 NBBO만이 체결대상이 되기 때문에 매매체결이 지연될 수 있다. 이러한 매매체결의 지연을 방지할 수 있도록 예외조항을 허용하여, 동시간대에 여러 시장으로부터 전송된 해당 시장의 각 BBO를 대량거래가 가능한 수량까지 이용할 수 있도록 한 것이다. 즉 대량거래를 효과적으로 수행하기 위한 예외조항이다. 예컨대 어떤 투자자가 특정 주식 9,400주를 매도주문으로 제시하였다고 가정해 보자. 이 때 A거래소가 해당 주식 500주를 10달러에 최우선매수호가로, 1,500주를 9.99달러에, 5,000주를 9.97달러에 각각 매수호가로 제시했다. 또한 B거래소는 동일 주식 2,000주를 9.99달러에, C거래소는 400주를 9.98달러에, D거래소는 200주를 9.97달러에 매수호가로 제시하였다. 이 경우 intermarket sweep order 예외조항에 의하면 A, B, C 거래소에서 제시한 상기 주문은 4단계 가격으로 체결될 수 있으며, 별도로 D거래소에 주문을 회송하지 않아도 된다. 엄경식/장병훈, 앞의 책, 35-36면.

48) Rule 611(b)(9)(i).

49) Regulation NMS, Exchange Act Release No. 51,808, 70 Fed. Reg. 37,496, 37,504 (June 29, 2005).

는 매매가격을 주요 기준으로 삼고 있는 미국식에 가깝다고 볼 수 있다. 한편 도매고객의 경우에는 가격, 거래비용 외에 체결속도, 체결가능성 등 관련 요소를 종합적으로 고려하여 최선집행 여부를 판단하도록 하고 있는데, 이는 유럽식에 가까운 형태라 할 수 있다.⁵⁰⁾

요컨대 최선집행의무에서 말하는 '최선'이란 일의적으로 정의하기 불가능하며, 또한 그럴 필요도 없다고 하겠다. 특정 투자자의 요구와 특성에 가장 부합하는 주문의 집행이 있을 때, 최선집행의무도 이행되었다고 볼 것이다. 일반투자자라면 가격이 가장 중요한 고려요소라 할 수 있고, 대규모투자자라면 가격 이외의 요소를 중요하게 고려할 필요가 존재한다.

2. 최선집행기준의 구체화

우리의 경우는 아직 시장이 통합되어 있는 상태로서, 앞으로 시장이 분할 될 가능성을 놓고 최선집행의무의 내용을 구체화시켜야 한다. 최선집행의 원칙을 어떠한 기준에 따라 마련할 것인지는 실제 영업환경과 집행의 현실성을 고려하여 결정하여야 한다. 즉 최선집행의무를 이행해야 함을 인식하고 있는 증권회사가 자신이 보유한 제한적인 자원을 투입하여 현실적으로 달성 가능한 기준을 마련해야 한다는 것이다.

우선 시장이 분할되어 있지만 시장 사이의 호가·매매정보 집중시스템 및 주문회송시스템이 구축되지 않은 상황을 전제하여 본다. 최선집행기준 마련 시 증권회사는 ① 고객주문이 접수되는 시점에서 매번 가장 유리한 시장을 선택하여 주문을 실행하는 방안, 또는 ② 사전에 고객주문을 집행할 거래시장을 최선집행기준에 정하여 놓고 이를 주기적으로 재선정하는 방안을 채택할 수 있을 것이다. ①의 방안을 채택한 증권회사의 경우에는 거래소와 다자간매매체결회사의 시세와 매매수량정보를 동시에 실시간으로 확인해야 하는 부담과 비용이 발생하나, 최선집행을 보다 충실히 실행할 수 있게 된다. 반면 ②의 방안은 소요비용과 부담이 적은 대신, 최선집행이라는 취지를

50) 강소현, 앞의 글, 3-4면.

100% 달성하는 데에는 한계가 있을 수 있다.⁵¹⁾

개정 자본시장법은 최선집행기준 이행의 초기 단계에서는 관련 부담과 비용을 고려하여 증권회사가 ②의 방식을 채택할 수 있도록 허용하고 있다. 즉 증권회사는 최선집행의무 수행을 위해 제한된 범위 내에서 거래시장을 선택하고, 그 범주 안에서 최선집행을 수행하겠다는 계획과 절차를 투자자가 알 수 있도록 공표하는 것이다(법 제68조). 그리고 투자자는 공시되어 있는 증권회사들의 최선집행방침과 기준을 바탕으로 자신에게 맞는 증권회사를 선택할 것이 기대된다.⁵²⁾ 요컨대 개정 자본시장법은 유럽이나 일본처럼 증권회사가 미리 거래대상상품의 종류별로 주문이 회송되는 거래장소를 자체적으로 선정하여 고객에게 공지한 뒤, 이를 주기적으로 점검하는 형태로 최선집행의무를 이행할 수 있도록 한다.

유럽 및 일본의 실제 사례를 참조하여, 구체적으로 최선집행기준에 포함될 수 있는 내용으로는 다음과 같은 예를 들 수 있다.⁵³⁾ 첫째, 고객의 주문을 최선으로 집행하기 위한 증권회사의 시행방안을 담을 수 있다. 예컨대 최선집행의무 준수와 관련한 일반적인 선언, 고객에게 최선의 주문집행을 제공하기 위한 전반적인 방법 안내 등이 그것이다. 고객이 거래장소를 지정하지 않은 경우에 한해 증권회사가 미리 정한 거래장소를 통해 집행을 하며, 고객이 특정 거래장소를 지정하는 경우에는 해당 거래장소에서 집행을 한다는 내용도 포함될 수 있다. 기타 면책요건 등도 언급될 수 있다.

둘째, 최선의 주문을 선정하기 위해 증권회사가 기준으로 삼고 있는 우선순위를 담을 수 있다. 예컨대 가격, 거래비용, 체결속도, 체결가능성, 거래량 등 다양한 고려사항에 대한 회사의 우선순위를 설정하는 것이다.

51) 박중민, “바람직한 금융투자업 규제체계의 방향: 금융투자협회의 자율규제를 중심으로,” 「금융투자」 통권 156호(금융투자협회, 2013), 77면.

52) 호주의 경우는 시장분할이 시작된 시점에서 한시적으로 호주 정규거래소인 ASX의 가격만을 기준으로 최선집행의무를 수행하도록 허용해 주었다고 한다. 다만 이후에는 증권회사가 다른 거래시장들을 의무적으로 참조해서 최선집행이 가능한가를 판단하여야 하는 것이다. 이 인형, “자본시장법 개정에 따른 다자간매매체결회사의 등장과 파급효과,” 「KRX Market」 제 101호(한국거래소, 2013), 21면.

53) 한재영, 앞의 글, 107-108면.

셋째, 증권회사가 고객의 주문을 집행하는 거래장소의 리스트와 그 선정 이유를 제공할 수 있다. 통상적으로 증권회사는 고객의 주문에 대해 지속적으로(consistent basis) 최선의 결과를 제공해 줄 수 있는 거래장소를 선택하여 공표하게 된다. 이 때 증권회사의 합리적인 판단에 따라 단 하나의 거래장소만을 선택할 수도 있으며, 거래대상상품의 종류별로 거래장소를 공지할 수도 있다. 일본의 경우에는 사후적으로 쉬운 판단기준이 되는 “거래량 및 유동성”을 그 기준을 사용하는 사례가 많다고 한다.

넷째, 고객이 자료요청을 하는 경우 이에 응대하는 방법을 포함할 수 있다. 즉 고객이 요청하는 경우, 고객의 주문이 해당 증권회사의 최선집행기준에 의해 어떠한 방식으로 집행되었는지를 회신하는 방법을 설명하는 것이다.

시장과 정보통신기술이 발전함에 따라 최선집행 역시 진화하여야 한다. 즉 증권회사는 시장과 기술의 변화에 따라 최선집행의 결과를 얻기 위한 자사의 관련 절차를 검토하고, 필요시 이를 수정하여야 한다. 이 때 증권회사는 가격개선기회, 상이한 유형의 주문이나 특정 증권에 더 적합한 시장이 있는가의 여부 등을 고려해야 할 것이다.

아래는 일본 노무라증권의 최선집행방침의 예이다.

〈일본 노무라증권의 최선집행방침〉⁵⁴⁾

당사는 고객으로부터 국내 금융상품거래소에 상장된 유가증권의 주문을 수탁할 때 고객으로부터 거래의 집행방법에 관한 지시가 없는 경우 다음 방침에 따라 집행하기로 노력하고 있습니다.

1. 대상 증권

주식, 신주예약권부사채권, 투자신탁(모두 국내 금융상품거래소에 상장되어 있는 것) 등 금융상품거래법 시행령 제16조의6에 규정된 “상장주권 등”이 최선집행방침의 대상이 됩니다.

2. 최선의 거래조건으로 집행하는 방법

당사는 고객으로부터 받은 상장주권 등에 관한 매매주문은 특별한 지정이 없는 한 다음의 방법으로 증개합니다. 또한 고객이 특별히 지정하지 않는 한, PTS(사설거래시스템)에 대한 증개는 실시하지 않습니다. 또한 당사가 스스로 하는 거래소의 매매(당사와

의 상대거래 또는 당사의 중개인)의 집행은 고객이 거래소의 매매로 할 것임을 확인한 경우에만 수행합니다.

(1) 고객이 거래를 집행할 금융상품거래소를 지정한 경우 지정금융상품거래소에 중개합니다. 그러나 후쿠오카 증권거래소 또는 삿포로 증권거래소 상장종목 가운데 다른 금융상품거래소에 중복 상장된 종목에 대해 노무라 인터넷 & 전화에서 주문하는 경우에는 후쿠오카 증권거래소와 삿포로 증권거래소를 지정해 주실 수 없습니다.

(2) 고객으로부터 위탁주문을 수탁받으면 국내에 해당 종목이 상장되어 있는 금융상품거래소에 중개합니다. 금융상품거래소의 거래시간 외에 수탁한 위탁주문은 해당 금융상품거래소의 거래주문 접수 시작 후 중개합니다(주식의 경우 모든 종목별로 거래를 수행하는 거래시장을 미리 지정해둡니다. <http://www.nomura.co.jp/pdf/stock.pdf>).

(3) (2)의 위탁 주문에 대한 중개는 다음과 같습니다.

a. 상장되어 있는 금융상품거래소가 1개소(단독 상장)인 경우에는 해당 금융상품거래소에 중개합니다.

b. 여러 금융상품거래소에 상장(중복 상장)되어 있는 경우, 고객의 지정이 없는 때에는 해당 종목이 일정 기간 동안 가장 유동성이 높은 시장으로 당사가 선정한 금융상품거래소(이하 주요시장이라 합니다)로 중개합니다. 그러나 노무라 인터넷 & 전화에서는 후쿠오카 증권거래소 또는 삿포로 증권거래소는 선정하지 않습니다. 또한, 종목마다 당사가 선정한 주요 시장은 당사 홈페이지(<http://www.nomura.co.jp/>) 또는 노무라 인터넷 & 전화 웹사이트(<https://nc.nomura.co.jp>)에 게재하는 것 외에 당사의 본·지점, 고객 지원 등에 문의하시면 알려드립니다. ...

3. 해당 방법을 선택하는 이유

금융상품거래소는 거래소의 매매와 비교하여 많은 투자수요가 집중되고 있으며 대부분의 경우 가격의 투명성, 유동성, 약정 가능성, 거래 속도 등의 면에서 우수하다고 판단되며 여기에서 집행하는 것이 고객에게 가장 합리적인 것으로 판단되기 때문입니다. 또한 여러 금융상품거래소에 상장되어있는 경우에는 그 중 가장 유동성이 높은 금융상품거래소에서 집행하는 것이 상기와 같이 고객에게 가장 합리적인 것으로 판단되기 때문입니다.

4. 기타

(1) 다음의 경우 각각의 방법으로 집행합니다.

a. 고객이 집행방법에 관해 지시한 경우, 해당 방법대로 집행(단, 당사가 응할 수 있는 방법에 한합니다)

b. 투자일임계약 등에 따라 해당 계약 등에서 고객이 위임한 범위 내에서 당사가 선정

하는 방법

c. 주식누적투자 등 다른 거래약관, 각종 규정 등에서 집행방법을 결정하는 거래의 경우에는 해당 집행 방법

d. 단주 거래의 경우에는 단주거래를 취급하고 있는 금융상품거래업자에 요청

e. 노무라 인터넷 & 전화 거래 ...

(3) 노무라 홈트레이드와 노무라 인터넷 & 전화로 주문시 미리 주요시장이 표시되어 있는데, 고객이 직접 집행하는 금융상품거래소를 지정할 수 있습니다(단 노무라 인터넷 & 전화에서는 위의 2.와 4.(1)에서 지시하는 제한이 있습니다). 또한 노무라 전화 응답에 의한 주문시 주요시장을 자동선택할 수 없기 때문에 고객이 직접 집행하는 금융상품거래소를 지정하십시오. 주요시장에 중개를 원하는 경우, 거래업체에 주문하거나 노무라 홈 트레이드를 이용하십시오.

이 최선집행정책은 금융상품거래법의 규정에 따라 고객에게 최고의 거래조건으로 주문을 집행하기 위한 정책과 방법을 정한 것입니다. 최선집행의무는 가격뿐만 아니라, 예를 들면, 비용, 속도, 집행의 확실성 등 다양한 요소를 종합적으로 감안하는 집행의무입니다. 따라서 가격에만 주목하면 최고의 결과가 아니었다 해도, 그것만을 가지고 최선집행의무를 위반하는 것은 아닙니다.

장기적으로는 미국과 같이 시장간 연계시스템과 주문회송시스템을 구축하는 것을 고려할 필요가 있다. 우리 자본시장법이나 유럽의 MiFID는 다양한 요소를 고려하여 최선집행 여부를 판단하는 것이 원칙이지만, 일반투자자들에게는 가격을 기준으로 한 미국의 주문회송시스템이 부러움의 대상이 아닐 수 없다. 유럽의 경우에는 각국의 거래시장 시스템이 상이하여 호가 및 체결 데이터의 표준화·중앙 집중화가 어렵기 때문에 미국과 같은 시스템을 갖추지 못한 것이지, 유럽의 투자자라고 해서 최선의 가격을 자동으로 찾아주는 제도를 받기지 않을 리가 없다.⁵⁴⁾ 미국식의 최선집행의무를 도입하려면 CQS/CTS, ITS, Smart Order Routing 등 막대한 인프라 구축비용이 필요하

54) 野村證券 最良執行方針, <<http://www.nomura.co.jp/guide/bestexecution.html>>.

55) 현재 MiFID II에서 미국과 같은 통합시스템을 설립하려는 논의가 진행중이라 한다. 엄정식, “대체거래시스템(ATS) 도입에 따른 과제,” 「기업법연구」 제27권 제3호(한국기업법학회, 2013), 19면.

다는 의견도 있지만, 사실 미국에 비해 시장의 규모가 그리 크지 않은 우리의 경우에는 비교적 손쉽게 연계시스템 및 주문회송시스템을 갖출 수도 있을 것이다. 실제로 (주)코스콤(Koscom)은 2013. 4. 11. 다자간매매체결회사(ATS)의 허용에 따른 복수시장 환경에 대비해 투자자의 주문을 보다 유리한 시장에 전송하는 스마트주문라우팅(Smart Order Routing: SOR) 솔루션 구축을 추진 중이라고 밝혔다. 이를 위해 코스콤은 지난해 10월 세계적인 유동성관리 솔루션 전문업체인 프랑스의 스마트트레이드(smartTrade)사와 업무협약(MOU)을 체결하고 국내 자본시장에 최적화된 솔루션 개발을 진행 중이라고 한다.⁵⁶⁾

이와 관련하여 해당 시스템을 누가 운영해야 하는가도 중요한 과제이다. 향후 거래소 및 다자간매매체결회사들은 동등한 입장에서 서로 유동성 경쟁을 하게 될 것이므로 이들 중 하나에게 운영을 맡긴다면 이해상충의 우려가 생길 수 있다.⁵⁷⁾ 별도의 기구가 호가 및 체결데이터를 중앙으로 집중해서 일괄적으로 관리하는 체제를 고려하는 것이 합리적이라 판단된다.

3. 고빈도거래와 flash order

가격을 기준으로 한 최선집행의무를 논할 때, 고빈도거래(High Frequency Trading: HFT)⁵⁸⁾ 관련하여 특히 flash order를 어떻게 취급할 것인가의 문

56) 코스콤이 개발하는 SOR 솔루션은 클라이언트, 고객원장 등에 한국형 솔루션을 탑재함으로써 동일 종목이 복수의 거래소에서 매매될 때 각 거래소의 호가 비교가 가능해진 것이 특징이라 한다. 이에 따라 금융투자회사는 이 솔루션을 사용해 복수의 거래소 환경에서 고객에게 가장 유리한 조건으로 주문을 집행해야 하는 최선집행의무(Best Execution)를 효과적으로 수행할 수 있게 된다고 한다. 코스콤 홈페이지, 코스콤 소식 참조 (<<http://www.koscom.co.kr/notice/advert/view.jsp>>).

57) 엄경식, 앞의 글, 29면.

58) 고빈도거래(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, “알고리즘매매 증가에 따른 증시환경 변화와 대응전략,” 「KRX Market」 제71호(한국거래소, 2011), 48면.

제가 있다. Flash order란 아주 짧은 시간(0.5초 이내) 동안 순간적으로 공개(flash)되는 주문을 말한다. 이러한 flash order는 1초 미만으로만 지속되기 때문에 일반투자자들은 flash order가 취소되기 전에 이에 대응하는 거래를 체결하기가 거의 불가능하다. 하지만 고빈도거래자들은 매매기법의 특성상 flash order에 대응한 거래를 충분히 성사시킬 수 있다. 그러다보니 flash order를 이용하는 고빈도거래자는 시장상황을 다른 투자자보다 우선적으로 판단할 수 있는 기회를 확보하여 선행매매(front-running)와 같은 불공정거래에 활용하거나, 그렇지 않더라도 일반투자자에 비하여 시장에서 유리한 조건으로 거래할 수 있다는 문제점이 지적된다.⁵⁹⁾

Regulation NMS Rule 611을 통해 최우선가격을 제시하는 거래장소로 주문을 회송하도록 하는 미국의 경우에는 flash order로 인한 문제가 더욱 두드러진다. 원칙적으로 전국적 증권거래소와 ATS는 호가정보를 통합호가데이터(consolidated quotation data)에 제공하여 널리 전파될 수 있도록 하여야 한다(Rule 602(a)(1); Rule 301(b)(3)).⁶⁰⁾ 이를 통해 모든 호가는 게시되어 Order Protection Rule에 따라 주문이 재전송될 수 있는 것이다.⁶¹⁾ 다만 이에 대한 예외로서 전국적 증권거래소의 경우에 제출 후 즉시 체결되거나, 제출 후 즉시 체결되지 않아 취소되는 주문의 경우는 그 호가정보를 수집·

59) Peter Gomber et al., High-Frequency Trading 25 (Mar. 2011)(unpublished manuscript), (<http://ssrn.com/abstract=1858626>).

60) 과거 6개월 기간 중 최소 4개월간의 NMS 주식의 일일평균거래량이 전체의 5% 이상을 차지하는 ATS의 경우에는 그 주문가격과 규모를 전국적 증권거래소나 전국적 증권협회에 제공하여 Rule 602에 따라 증권정보처리자가 이러한 정보를 이용할 수 있도록 하여야 한다. Regulation ATS Rule 301(b)(3). 즉 ATS의 거래규모가 일정수준에 도달할 경우 정보제공에 있어서 정규거래소와 동일한 의무를 부과하고 있는 것이다. 우리 자본시장법상으로는 경쟁매매방식을 채택한 특정 다자간매매체결회사의 과거 6개월간 일일평균거래량이 같은 기간 중 증권시장에서의 일일평균거래량의 5%를 초과하게 되면 정규거래소로의 전환을 유도한다(법 제8조의2 제5항 제1호; 시행령 제7조의2 제2항).

61) 중앙정보처리자(central processor)는 정규거래소와 FINRA(ATS를 포함한 장외시장 참여자로부터 호가정보를 수집함)로부터 BBO를 수집하여 이를 통합호가데이터(consolidated quotation data)로 대중에게 널리 전파한다. 이러한 통합호가데이터는 일반대중이 상장증권에 대한 정확하고 신뢰할만한 실시간 정보에 접할 수 있도록 하기 위한 것이다. Securities Exchange Act Release No. 42208(December 9, 1999) 64 FR 70613(December 17, 1999).

처리·이용하도록 할 의무가 없다(Rule 602(a)(1)(i)(A)).⁶²⁾ 그 결과 flash order는 다른 거래장소로 재전송되기 이전에 그 주문이 최초 제출된 시장에서 순간적으로 공개되어 체결되거나, 미체결시 취소될 수 있다.⁶³⁾ 이러한 구조 하에서 더 많은 주문을 타 거래장소로 보내지 않고 자체적으로 처리하기 위한 경쟁이 거래소와 거래소 또는 거래소와 ATS 사이에서 본격화하였고, 이들 거래소와 ATS는 경쟁적으로 flash order 자체처리를 위한 설비경쟁에 돌입하기도 하였다. 그리고 이러한 flash order로 자체 체결되는 가격과 동 주식 등에 대한 NBBO와의 차익거래를 위하여 컴퓨터 알고리즘에⁶⁴⁾ 기반을 둔 고빈도거래가 자본시장에 본격적으로 등장하게 되었다.⁶⁵⁾

SEC는 flash order에 대한 규제의 필요성이 제기됨에 따라 2009년 9월에 Rule 602(a)(1)(i)(A)를 폐지하는 규칙 개정안을 제안하였으나 아직 시행되지는 않고 있다.⁶⁶⁾ 관련 논란이 지속되자 flash order를 제공했던 주요 거래소들은 SEC의 규칙개정 제안 시점인 2009년 9월부터 자발적으로 동 서비스

62) SEC는 이러한 예외를 ATS에도 적용해 왔다. 이러한 내용의 예외는 1978년에 처음 도입되었는데, 도입 당시의 취지는 장내의 많은 사람들 사이에서 이루어지는 수동거래(manual trading)를 촉진하기 위함이었다. 즉 지속시간이 짧은 “순간적인(ephemeral)” 수동주문은 곧 사라지게 되므로 이를 통합호가데이터(consolidated quotation data)에 포함시키는 것은 실용적이지 못하다고 판단하여 제외하고자 한 것이었다. 그러나 이후 정보통신기술이 발달하면서 순간적인 수동주문 보다도 더 짧게 지속되는 자동주문이 출현하게 되었다. Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS, 74 Fed. Reg. 48,632, 48,634(proposed Sept. 18, 2009), <<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60684fr.pdf>>.

63) Gomber et al., 앞의 글, 42면.

64) 알고리즘매매(algorithm trading)란 일반적으로 특정한 매매전략을 수행하기 위한 조건(알고리즘)을 전산시스템에 설정하고 해당 요건에 부합하는 시장상황 발생시 별도의 인적개입(human intervention) 없이 자동으로 주문이 생성되고 발주되는 시스템매매방식을 통칭한다. 매매거래의 시장중격비용을 최소화하고 시세변화에 신속히 대응하기 위한 수단으로 널리 활용되고 있는 알고리즘매매는 대량의 주문을 소규모로 분할하여 짧은 시간에 동시다발적으로 제출하는 특징을 가지고 있다. 한중석, 앞의 글, 47-48면.

65) 김울, “자본시장 환경변화와 ‘가장성 매매’ 규제 - 미국에서의 논의를 중심으로 -,” 「KRX Market」 제101호(한국거래소, 2013), 27면.

66) Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS, Exchange Act Release No. 34-60684, 74 Fed. Reg. 48632(Sept. 23, 2009), <<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60684.pdf>>.

제공을 중단해 오고 있다. 예컨대 Direct Edge는 주식거래에 있어서 flash order의 제공을 2011년에 중단하였다. 그렇지만 옵션거래에 있어서는 flash order를 계속 허용하고 있으며,⁶⁷⁾ CBOE(Chicago Board Option Exchange)와 같은 일부 소규모 거래소는 일정한 종류의 거래에서 flash order를 계속 허용하고 있다.⁶⁸⁾

우리의 경우 알고리즘매매와 고빈도매매 현상은 주식시장에서는 3% 내외로 미미하지만, 선물·옵션시장은 미국과 유사한 수준인 50% 이상인 것으로 추정되고 있다.⁶⁹⁾ 향후 우리나라도 미국처럼 시장이 분화되고, 더 나아가 최우선가격이 제공되는 시장으로 주문을 자동회송시키는 시스템을 구축하게 될 때 flash order를 어떻게 취급할 것인지 심사숙고 하여야 할 것이다.

V. 맺음말

개정 자본시장법상 새롭게 도입된 다자간매매체결회사 및 거래소 허가제로 인하여 동일한 종류의 주식이 복수의 거래장소에서 다양한 가격으로 동시에 거래될 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.

초기 단계에서는 증권회사가 유럽이나 일본의 경우와 유사하게 미리 거래 대상상품의 종류별로 주문이 집행되는 시장을 자체적으로 선정하여 고객에게 공지한 뒤, 이를 주기적으로 점검하는 형태로 최선집행의무를 이행할 수

67) Jacob Bunge, Direct Edge to Stop “Flashing” Orders on Monday, Wall St. J.(Feb. 25, 2011), <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703409304576166930877474>>.

68) NBBO Step-Up, Chi. Bd. of Exch., <<https://www.cboe.org/hybrid/nbbosu.aspx>> (150밀리 세컨드 동안 공개되는 주문을 허용하는 CBOE의 National Best Bid and Offer “Step Up” system을 소개).

69) 김정수/신영재, “알고리즘매매와 고빈도매매의 글로벌 규제동향 - 자본시장의 기술환경 변화를 중심으로 -,” 「증권법연구」 제14권 제2호(한국증권법학회, 2013), 779면.

있을 것이다. 그리고 투자자는 이렇게 공시된 최선집행방침과 기준을 바탕으로 자신에게 맞는 증권회사를 선택하게 될 것이다. 그렇지만 장기적으로는 미국과 같이 시장간 연계시스템과 자동주문회송시스템을 구축하여 가장 유리한 가격으로 주문이 집행될 수 있는 환경을 갖출 필요가 있다. 최선집행 의무에서 말하는 ‘최선’이란 일의적으로 정의하기 불가능하지만, 대부분의 일반투자자들에게 있어 가격은 가장 중요한 고려요소라 할 수 있기 때문이다.

〈참고문헌〉

- 강소현, “ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안,” 「자본시장 Weekly」 2013-18호(자본시장연구원, 2013).
- 김건식·송옥렬, 「미국의 증권규제」(홍문사, 2001).
- 김 율, “자본시장 환경변화와 ‘가장성 매매’ 규제 - 미국에서의 논의를 중심으로 -,” 「KRX Market」 제101호(한국거래소, 2013).
- 김정수/신영재, “알고리즘매매와 고빈도매매의 글로벌 규제동향 - 자본시장의 기술환경 변화를 중심으로 -,” 「증권법연구」 제14권 제2호(한국증권법학회, 2013).
- 박중민, “바람직한 금융투자업 규제체계의 방향: 금융투자협회의 자율규제를 중심으로,” 「금융투자」 통권 156호(금융투자협회, 2013).
- 엄경식, “대체거래시스템(ATS) 도입에 따른 과제,” 「기업법연구」 제27권 제3호(한국기업법학회, 2013).
- 엄경식/장병훈, 「미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점」(한국증권연구원, 2007).
- 이인형, “자본시장법 개정에 따른 다자간매매체결회사의 등장과 파급효과,” 「KRX Market」 제101호(한국거래소, 2013).
- 이인형/강소현/김준석, 「글로벌 거래소 변화양상과 시사점」(자본시장연구원, 2012).
- 한재영, “ATS 도입관련 해외 최선집행의무 조사,” 「Bulls Review」 2012년 10월호(금융투자협회, 2012).

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

금융위원회, 「「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」 개정안 정무위 법안소위 통과,」 「보도자료」(2013. 4. 9), <<http://www.fsc.go.kr>>.

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

Barbara Brooke Manning, “Best Execution Section 28(e) and Soft Dollar Practices and Procedures,” SU011 American Law Institute-American Bar Association 411(2012).

CESR(Committee of European Securities Regulators), Best Execution under MiFID - Questions & Answers, CESR/07-320(May 2007).

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).

Elimination of Flash Order Exception from Rule 602 of Regulation NMS, 74 Fed. Reg. 48,632(proposed Sept. 18, 2009), <<http://www.sec.gov/rules/proposed/2009/34-60684fr.pdf>>.

European Commission, Press Release(29/10/2007), <http://europa.eu/rapid/press-release_IP-07-1625_en.htm>.

Exchange Act Release No. 37,619A(Sept. 6, 1996).

Fidelity Management & Research Company and FMR Co., Inc., Advisers Act Rel. No. 2713(March 5, 2008),

In re Morgan Stanley & Co., Exchange Act Release No. 55,726 (May 9, 2007) (citing *Newton v. Merrill Lynch Pierce Fenner & Smith, Inc.*, 135 F.3d 266(3rd Cir. 1998) (en banc)).

Jacob Bunge, Direct Edge to Stop “Flashing” Orders on Monday, Wall St. J.(Feb. 25, 2011), <<http://online.wsj.com/article/SB10001424052748703409304576166930877474>>.

NBBO Step-Up, Chi. Bd. of Exch., <<https://www.cboe.org/hybrid/nbbosu.aspx>>.

Peter Gomber et al., High-Frequency Trading 25 (Mar. 2011)(unpublished manuscript), <<http://ssrn.com/abstract=1858626>>.

Regulation NMS, Exchange Act Release No. 51,808, 70 Fed. Reg. 37,496(June 29, 2005).

Securities Exchange Act Release No. 42208(December 9, 1999) 64 FR 70613 (December 17, 1999).

Soo J. Yim, "Selected Trading Issues for Broker-Dealers and Investment Advisers," SR029 American Law Institute-American Bar Association 221(2009).

Stavros Gadinis, "Market Structure for Institutional Investors: Comparing the U.S. and E.U. Regimes," 3 Virginia Law & Business Review 311(2008).

주제어 : 최선집행의무, 최선집행기준, 다자간매매체결회사,
Regulation NMS, MiFID, 고빈도거래, flash order

접 수 일 : 2013년 10월 26일

수 정 일 : 2013년 11월 18일

게재확정일 : 2013년 11월 21일

〈Abstract〉

Best Execution Obligation of the Financial Investment Entities under the Capital Markets Act

Kun Young Chang

The amendments to the Capital Markets Act proclaimed on May 28, 2013 (the “2013 amendments”) newly introduced the Alternative Trading System (“ATS”) in the name of “Multilateral Trading Company.” With the introduction of the Multilateral Trading Company, the 2013 amendments also permitted anyone who meets the certain requirements under the Capital Markets Act to establish an exchange. Those two changes opened the era of multiple trading venues and put an end to the 57-year old monopoly of the Korea Exchange (“KRX”).

As investors flock to multiple trading venues, the same stock can be traded simultaneously at different prices in each marketplace. This fragmentation of order flow raises a new challenge for regulators. From an individual investor's standpoint, monitoring whether a broker has secured the best possible execution for each order will be particularly cumbersome if more marketplaces offer various prices for various order sizes in parallel.

In response to this concern, the 2013 amendments introduced the new “best execution” principle. Under this principle, an financial investment entity owes a duty to compare trading conditions of different markets and then ensure that orders are executed at the best interest of the investors. Although the best execution principles of many countries have similar backgrounds, the specific definition of “best” varies across the nations.

United States and European Union, the two most important jurisdictions for equity trading, follows diametrically opposed approaches in practice. The best execution principle under the Capital Markets Act has to provide fair trading opportunities and best execution results to diverse investors.

Key Words : best execution obligation, best execution standards,
Multilateral Trading Company, Regulation NMS,
MiFID, HFT, flash order