

# 개정 자본시장법상 금융투자업자의 최선집행의무에 관한 고찰

- 다자간매매체결회사의 도입을 계기로 -

이 영 철  
(열린사이버대학교 교수)

## 【초 록】

2013년 개정 자본시장법상 다자간매매체결회사(대체거래시스템) 제도의 도입으로 인하여 여러 가지 제도적 변화가 있었다. 특히 금융투자업자에 대하여 시장매매의무를 대체하여 최선집행의무가 부과되었다. 이는 시장분할 현상으로 인한 위험을 회피하고, 투자자의 주문이 최선의 결과를 얻을 수 있도록 보호할 필요가 있었기 때문이다. 그런데 자본시장법은 최선집행의무를 일반적·추상적으로 규정하고 있을 뿐이므로, 금융투자업자 등이 실제 영업환경에서 이 의무를 어떻게 이행하고 준수하여야 할 것인가가 문제된다. 따라서 우리나라 최선집행의무의 해석론에 중점을 두고 고찰함으로써 그 내용을 구체화하고자 하였다.

첫째, 최선집행의무의 개념은 시장환경이 변화하는 경우에 그 의무의 표준도 변화하는 특성을 가지고 있기 때문에, 그 내용을 특정하고 이를 명문화하는 것은 용이하지 않다. 자본시장법 제68조는 이러한 사정을 반영하여 다양한 집행방법 등에 초점을 두고 투자자의 다양한 요구에 부합하는 차별화된 주문집행을 내용으로 하는 것으로 최선집행의무를 규정함으로써, 경제학적 의미에서의 최선집행의 개념과 일치하도록 하였다. 그리고 최선집행의무는 신의성실의무의 일환으로서 투자매매업자 또는 투자중개업자가 부담하고 있는 의무를 보다 명확히 한 것으로 볼 수 있다. 그런데, 자본시장법은 최선집행의무를 부담하는 주체와 적용대상 금융투자상품을

극히 일부에 한정하고 있으므로, 시장간 경쟁을 촉진하려는 도입취지에 비추어 그 적용범위를 대폭적으로 확대할 필요가 있다는 점을 주장하였다.

둘째, 최선집행의무의 내용에 관하여는 구체적으로 최선집행기준의 작성의무 및 공표의무, 최선집행기준에 따른 청약 또는 주문의 집행의무, 투자자에 대한 최선집행기준을 기재 또는 표시한 설명서의 사전교부의무, 투자자의 청약 또는 주문이 최선집행기준에 따라 집행된 취지를 증명하는 서면을 교부할 의무 등으로 나누어 살펴 보았다. 특히 자본시장법이 최선집행기준의 작성에 있어서 고려해야 할 요소로서, 가격을 기준으로 한 엄격한 단일기준이 아니라, 가격 이외의 체결속도 등 다양한 요소를 기준으로 한 유연한 복합기준을 채택한 것은 시장간 통합정보시스템 및 거래체결시스템을 구비하지 못한 시장환경 때문이며, 따라서 최선집행의무를 실질적으로 보장하고 감독할 수 있는 제도적 보완이 필요하다는 점을 주장하였다.

셋째, 최선집행의무를 위반한 경우에는 투자매매업자 또는 투자중개업자는 행정절차에 의한 처분 또는 민사소송에 의한 제재(손해배상)를 받게 된다. 다만 민사소송에 의한 투자자의 구제가 쉽지 않다는 점에서, 과징금제도나 증권관련 집단소송제도를 통하여 피해를 입은 투자자를 적극적으로 구제하는 방안이 필요하다는 점을 주장하였다.

넷째, 결론으로서 다자간매매체결회사는 기능적으로 거래소와 동일하다는 점에서 법적으로 '시장'으로 인정하는 근본적 재검토가 필요하다. 또한 다자간매매체결회사 제도의 도입으로 인한 실질적인 시장간 경쟁과 투자자보호를 위하여는 자율규제기관에 의한 감독체계를 확대·강화할 필요도 있다.

---

주제어: 금융투자업자/ 투자매매업자/ 투자중개업자/ 시장매매의무/ 최선집행의무/ 최선집행 기준/ 다자간매매체결회사(대체거래시스템)/ 시장분할/ 전국시장시스템에 관한 규정/ 금융상품시장지침/ 전국최우선매수매도호가/ 시장조성자/ 내부주문집행/ 자본시장법

논문투고일: 2014. 7. 30 / 논문심사일: 2014. 8. 13 / 게재확정일: 2014. 8. 20

## 【차 례】

I. 머리말	4. 최선집행기준 설명서의 교부의무
II. 최선집행의무의 개념과 적용범위	5. 최선집행보고서의 교부의무
1. 개념	IV. 최선집행의무 위반의 효과
2. 최선집행의무의 적용범위	1. 서 언
III. 최선집행의무의 내용	2. 행정처분
1. 최선집행기준의 작성의무	3. 손해배상책임
2. 최선집행기준의 공표의무	4. 과징금 등의 도입
3. 최선집행기준에 따른 주문의 집행의무	V. 맺음말

## I. 머리말

2013년 개정 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’이라 한다)에 자본시장의 인프라를 개혁하여 유통시장의 경쟁과 효율성을 촉진하기 위하여 다자간매매체결회사(대체거래시스템, ATS: Alternative Trading System) 제도가 도입되었다.<sup>1)</sup> 다자간매매체결회사의 도입으로 인하여 여러 가지 제도적 변화가 있었다.

첫째, 기존의 거래소 법정설립주의를 허가제로 전환하였다(자본시장법 제373조). 이는 다자간매매체결회사의 거래방식 중 경쟁매매방법에 의한 거래가 일정기준을 초과하는 경우에는 정규거래소로 전환하도록 의무화함으로써(자본시장법 시행령 제7조의2 제2항), 법리적으로 거래소 허가제를 도입할 필요가 있었기 때문이다. 둘째, 시장의 개념이 재정의되었다. 다자간매매체결회사와 거래소 허가제가 도입됨에 따라 새로이 금융투자상품시장 개념을 도입하고 ‘거래소 유사시설 개설금지’ 규정(구 자본시장법 제386조 제2항)을 폐지하는 대신 ‘무허가 시장개설금지’ 규정(자본시장법 제373조)으로 대체하였다. 셋째, 금융투자업자에 대하여 시장매매의무(구 자본시장법 제68조)를 대체하여 최선집행의무(duty of best execution)를 부과하게 되었다. 다자간매매체결회사는 전자정보처리장치 등을 이용하여 경쟁매매 등의 방식에 따라 매매체결업무를 수행할 수 있는 인가가 필요한 금융투자업자의 한 형태로 규정되어 있다(자본시장법 제8조의2 제5항). 따라서 다자간매매체결회사는 가격발견기능이 있는 매매

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

체결을 할 수 있으므로 실질적으로 거래소와 거의 동일한 기능을 수행한다는 점에서 하나의 '시장'으로 인정되고 있다.<sup>2)</sup> 이는 동일종목의 금융투자상품이 복수의 거래장소에서 거래됨으로써 복수의 가격이 형성되는 시장분할(market segmentation)<sup>3)</sup>의 현상이 나타나게 된다는 것을 의미한다.<sup>4)</sup> 이러한 시장분할 현상으로 인한 위험을 회피하고, 투자자의 주문이 최선의 결과를 얻을 수 있도록 보호할 필요가 있다는 점에서 최선집행의무를 부과하는 법적 근거가 마련된 것이다(자본시장법 제68조).

그런데 자본시장법은 최선집행의무를 일반적·추상적으로 규정하고 있을 뿐이므로, 금융투자업자 등이 실제 영업환경에서 이 의무를 어떻게 이행하고 준수하여야 할 것인지가 문제된다.<sup>5)</sup> 왜냐하면 다자간매매체결회사 제도가 마련되어 시장분할이 시작되는 단계에 있지만, 다자간매매체결회사는 아직 설립되지 않은 상태이고, 복수의 거래시장 환경에서 영업도 개시되지 않았기 때문이다. 따라서 이하에서는 종래의 최선집행의무에 관한 여러 외국의 입법례에 대한 선행연구<sup>6)</sup>와 해석론을 참고하면서, 우리나라 최선집행의무의 해석론에 중점을 두고 고찰함으로써 그 내용을 구체화하고자 한다. 먼저 최선집행의무의 개념과 그 적용범위를 살펴보고(II), 최선집행의무의 구체적 내용에 관하여 논의하며(III), 다음으로 최선집행의무를 위반한

- 2) 송중준, "자본시장법 개정안 통과 의미와 과제," 『금융투자』, 통권 제155호(금융투자협회, 2013. 6), 7면; 임병화, "대체거래소의 도입, 선택이 아닌 필수," 『KERI Column』(한국경제연구원, 2011. 10. 14), 2면; 장근영, "자본시장법상 금융투자업자의 최선집행의무," 『상사법연구』, 제32권 제3호(한국상사법학회, 2013), 68면 각주 5).
- 3) 미국 증권거래위원회(SEC)는 시장분할이라는 용어가 경쟁하는 매매기관간의 연계가 시장효율성, 가격투명성, 최선의 체결 및 주문간 상호작용이 증권거래법상 목적에 부합하지 않는다는 부정적인 의미를 내포하고 있다는 점에서 시장분산(market dispersion)이라는 용어를 사용하고 있다(시장감시위원회 시장감시총괄부, "미국 주식시장 구조에 대한 미국 증권거래위원회(SEC) 개념 보고서," 『자본시장 자율규제리포트』, 2010년 봄 제12호(한국거래소 시장감시위원회, 2010. 4), 54면).
- 4) 이인형, "자본시장법 개정에 따른 다자간매매체결회사의 등장과 파급효과," 『KRX Market』, 제101호(한국거래소, 2013), 20면; 장근영, 앞의 논문, 68면; 木村眞生子, "市場・取引所概念の再構築-PTS規制の現状と課題に関する一考察(上)," 『證券經濟研究』, 第71號(日本證券經濟研究所, 2010. 9), 125頁; 行澤一人, "証券取引法における最良執行義務," 『商事法務』, 第1709號(2004. 9. 25), 15頁.
- 5) 박중민, "바람직한 금융투자업 규제체계의 방향: 금융투자협회의 자율규제를 중심으로," 『금융투자』, 통권 제156호(금융투자협회, 2013. 8), 77면.
- 6) 강소현, "ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안," 『자본시장 Weekly』, 제2013-18호(자본시장연구원, 2013), 2-4면; 김이수, "투자은행의 자가주문집행(Internalization) 영업의 허용 여부에 관한 고찰-유럽금융상품시장지침(MiFID)의 제정과 우리 법제에의 시사점," 『법학연구』, 제50권 제2호(부산대학교 법학연구소, 2009. 10), 83-115면; 엄경식, "대체거래시스템(ATS) 도입에 따른 과제," 『기업법연구』, 제27권 제3호(한국기업법학회, 2013. 9), 9-42면; 장근영, 앞의 논문, 67-101면; 정대익, "독일에서의 투자자보호-자본시장지침(MiFID)의 영향을 중심으로," 『법학연구』, 제51권 제3호(부산대학교 법학연구소, 2010. 8), 221-252면; 한재영, "ATS 도입관련 해외 최선집행의무 조사," 『Bulls Review』, 제14호(금융투자협회, 2012. 10), 104-108면.

경우의 효과에 대하여 살펴보고(IV), 마지막으로 결론으로서 입법상의 문제점을 도출하고 그 개선방안을 제시하고자 한다(V).

## II. 최선집행의무의 개념과 적용범위

### 1. 개념

#### (1) 의 의

다자간매매체결회사와 같은 복수시장의 출현은, 한편으로는 시장간 경쟁을 유발하여 비용절감과 매매서비스의 혁신 등을 촉진시킴으로써 증권시장 전체의 효율성을 높일 수 있지만, 다른 한편으로는 유동성분할로 인하여 정보의 투명성을 떨어뜨릴 수 있고 이로 인하여 투자자의 주문이 제대로 보호받지 못하게 될 개연성도 있다.<sup>7)8)</sup> 이런 이유에서 다자간매매체결회사의 출현에 따른 시장의 분할이나 시장의 투명성(transparency) 저하 등에 수반되는 문제를 해결하기 위한 방안으로서, 금융투자업자에 대하여 투자자의 주문을 집행함에 있어 최선집행을 확보하도록 요구하게 되었다.<sup>9)</sup>

미국은 증권관련법에서 투자중개·매매업자(broker-dealer)의 최선집행의무를 명문규정으로 인정하고 있지는 않다.<sup>10)</sup> 즉, 미국에서 최선집행의무는 보통법상 대리법리(agency principles at Common Law)나 신인의무(fiduciary duty)<sup>11)</sup>에 근거한

7) 유동성이 여러 거래시장으로 분산되어 효과적으로 연계되지 않는 경우에 거래정보를 충분히 얻을 수 없는 투자자는 투자매매업자 또는 투자중개업자측에 편재하는 비대칭적인 거래정보와 그 재량에 의하여 불리한 가격으로 거래가 집행될 우려가 있을 뿐만 아니라 거래상대방을 탐색하는 비용이 증가하기 때문이다.

8) 이인형, 앞의 논문, 20면; 行澤一人, 앞의 논문, 15-16頁.

9) 梅本剛正, 『現代の証券市場と規制』(商事法務, 2005), 11-12頁; 木村眞生子, 앞의 논문, 125頁.

10) 전국시장시스템의 실현과 함께 최선집행의무에 관한 규정을 두어야 했다는 견해(David A. Lipton, "Best Execution: The National Market System's Missing Ingredient," 57 *Notre Dame L. Rev.* 449 (1982), p.499)와 투자매매·중개업자에 대하여 최선집행의무를 명시적으로 부과하는 증권거래위원회의 규칙이 없는 것에 대한 문제점을 지적하는 견해(Richard W. Jennings & Harold Marsh, Jr. & John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, *Securities Regulation*, Foundation Press(8th ed., 1998), p.656, note 17)도 있다.

11) 최선집행의무의 근거에 관하여 보통법상의 신인관계에 기초한 충실의무가 아니라, 1975년의 증권제법개정법(1975 Securities Amendments)의 제정 이후 최선집행의무가 구체화되었고, 증권거래위원회

판례법 또는 자율규제기관인 증권산업규제기구(FINRA: Financial Industry Regulatory Authority)<sup>12)</sup>의 규칙에 의하여 인정된 개념이다.<sup>13)</sup> 그리하여 최선집행의무는 투자중개업자에 의한 자기매매행위와 이익상반행위를 규제하기 위한 투자자보호의 개념으로서 기능하였다. 전국시장시스템에 관한 규정(Ruglation NMS: Ruglation National Market System)<sup>14)</sup>의 시행 후에는 가장 유리한 조건의 집행장소를 투자자가 선택할 수 있도록 투자중개업자뿐만 아니라 거래소 등의 시장운영자 또는 시장조성자에 대하여도 최선집행의무를 부담시킴으로써, 시장의 투명성을 유지하는 핵심개념으로 발전하게 되었다.<sup>15)</sup><sup>16)</sup>

그런데 최선집행의무의 개념은 시장의 전자화나 집행기술의 발전을 배경으로 생성되었기 때문에 시장환경이 변화하는 경우에 그 의무의 표준도 변화하는 특성을 가지고 있다. 또한 최선집행의무는 증권시장을 이용하는 투자자의 이익을 보호하기 위한 제도이므로, 구체적인 내용이 충실한가 하는 것은 효율적이고 공정한 증권시장시스템의 구축 여하에 따른 시장환경에 달려 있다고도 할 수 있다.<sup>17)</sup> 한편, 경제

가 최선집행의무의 개념을 논거로 한 행정처분과 이러한 증권거래위원회의 입장을 지지하는 법원에 의하여 최선집행의무의 개념이 확립되었다는 견해가 있다(David A. Lipton, *op. cit.*, p.482).

- 12) 증권산업규제기구는 자율규제기관인 전미증권업협회(NASD)와 뉴욕증권거래소(NYSE)의 규제기관인 NYSE Regulation 간에 중복되는 업자규제를 해소하고 증권거래위원회 등 공적 규제기관의 규제비용을 최소화하기 위하여 2007년 7월 설립된 자율규제기관이다(김율, “자본시장 환경변화와 ‘가장성매매’ 규제-미국에서의 논의를 중심으로,” 『KRX Market』, 제101호(한국거래소, 2013), 37면 각주 46)).
- 13) SEC, Securities Exchange Act Release No. 34-37619A(September, 1996), p.171; NASD, NASD Notice to Members 01-22(April 2001), p.201; Tamar T. Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2010, pp.45ff.
- 14) SEC, Regulation NMS, Exchange Act Release No. 34-51808(June 9, 2005). 구체적인 내용에 관하여는 엄경식·장병훈, 『미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점』(한국증권연구원, 2007. 3); 大崎貞和, “レギュレーションNMS提案について,” 『資本市場クォーターリー』, 2004년 春號(野村資本市場研究所, 2004).
- 15) Newton 사건 판결 이후 제정된 주문처리규칙(order handling rule)에 의하여 최선집행의무는 증권회사뿐만 아니라 거래소 등의 시장운영자 또는 시장조성자에게도 부과되고 있다. 또한 자동화된 최선집행절차의 투명성을 도모하는 관점에서 전자거래시장에 관한 규제로서의 전국시장시스템에 관한 규정에서 투자중개·매매업자 등이 최선집행의무를 준수하고 있는지 여부를 검증하는 구조가 정립되었다.
- 16) Newton v. Merrill Lynch 사건은 1995년 원고 뉴턴(Newton) 등이 피고 회사 메릴린치(Merrill Lynch) 등을 상대로 집단소송(class action)을 제기하여, 나스닥종목의 위탁매매에 관하여 투자자의 주문을 집행함에 있어 인스티넷(Instinet) 등의 대체거래시스템에서 제공되고 있는 거래소외거래의 가격을 조사하지 않고, 전국최우선매수매도호가(NBBO: National Best Bid and Offer)로 자동적으로 집행한 것이 최선집행의무 위반에 해당하는지 여부를 다툰 사안이다(Newton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc., 911 F. Supp. 754(D.N.J. 1995)(원심); 135 F.3d 266(3d Cir. 1998)(항소심)).
- 17) 行澤一人, 앞의 논문, 17頁.

학적 의미에서의 최선집행이라 함은 투자자의 속성이나 주문의 종류에 따라 달라질 수 있는 개념으로 파악된다. 다시 말하면, 일반투자자(unsophisticated customer)의 최선집행조건은 시가주문의 경우에는 가격으로 결정되고, 지정가주문의 경우에는 속도로 결정되는 반면에, 전문투자자(sophisticated customer)의 최선집행조건은 각 거래의 조건이나 유동성의 다과 등에 의하여 일의적으로 결정되지 않고 집행의 질에 의하여 결정된다고 한다.<sup>18)</sup> 따라서 최선집행의무의 내용을 특정하고 이를 명문화하는 것은 용이하지 않다.<sup>19)</sup> 이러한 사정을 감안하여, 각국에서는 최선집행에 대한 통일적 기준을 법률적으로 정립하되, 최선집행의무의 개념이나 내용을 일의적으로 정의하기 어렵다는 사정을 반영하여, 투자자의 주문에 대한 다양한 집행방법 또는 의무이행에 관한 절차나 과정에 초점을 두고 최선집행의무를 규정하고 있는 실정이다.

우리 자본시장법 제68조는 최선집행의무를 투자매매업자 또는 투자중개업자가 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 기준(이하 '최선집행기준'이라 한다)에 따라 금융투자상품의 매매에 관한 청약 또는 주문을 집행해야 할 의무라고 규정하고 있다. 이러한 최선집행의무의 의의는 투자자의 다양한 요구에 부합하는 차별화된 주문집행을 내용으로 하는 것으로서,<sup>20)</sup> 전술한 경제학적 의미에서의 최선집행의 개념과 일치한다고 볼 수 있다.

## (2) 신의성실의무와의 관계

금융투자업자와 투자자의 관계는 위임관계이므로, 금융투자업자는 위임의 본지에 따라 선량한 관리자의 주의의무로써 투자자의 주문을 집행할 의무를 부담한다(민법 제681조). 또한 자본시장법상으로도 금융투자업자는 신의성실의 원칙에 따라 공정하게 그 업무를 수행할 의무를 부담하고 있다(동법 제37조). 이들 규정을 종합하

18) L. Harris, *Trading and Exchanges—Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, 2003, pp.160–161; SEC v. Pasternak, 561 F. Supp. 2d 459(D.N.J. 2008) 판결에서는 Newton 사건 판결이 “최량집행의무라 함은 투자중개·매매업자가 투자자주문을 위하여 **제한 사항**하에서 합리적으로 이용 가능한 가장 유리한 조건을 구하는 것이고, 이러한 개념은 기술의 진보와 함께 변화하므로 투자중개·매매업자는 최선집행의무의 기준을 높이도록 노력할 필요가 있다”고 판시한 ‘제한 사항’에 관하여 합리적 해석을 하여, 구체적으로 고도의 시스템기술에 의하여 거액투자자에 대하여 보다 유리한 집행방법이 생긴 것을 평가하고, 이를 새로운 집행방법의 기준으로 인정하였다(木村眞生子, “米國の最良執行義務を巡る判例の展開—Newton事件判決後の諸相”, 『筑波ロー・ジャーナル』, 第11號(筑波大學大學院, 2012. 3), 156–157頁).

19) L. Harris, *op. cit.*, pp.160–161; Wyane H. Wagner & Mark Edwards, “Best Execution,” *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, No. 1(Jan./Feb. 1993), p.65.

20) 김이수, 앞의 논문, 91면 각주 24).

면, 금융투자업자는 투자자로부터 금융투자상품의 거래주문을 받은 경우에 선관주의의무 또는 신의성실의무에 따라 투자자에게 가장 유리한 조건으로 거래되는 시장에서 그 금융투자상품의 매매를 성립시켜야 할 의무를 진다.<sup>21)</sup> 따라서 최선집행의무는 법에 의하여 최선체결을 강제하지 않더라도 당연히 이행되어야 할 성질의 의무라고 할 수 있다.<sup>22)</sup>

그럼에도 불구하고 자본시장법 제68조는 최선집행의무를 별도로 규정하고 있는 바, 이 최선집행의무와 선관주의의무 또는 신의성실의무가 어떠한 관계에 있는지가 문제된다.

생각건대, 선관주의의무 또는 신의성실의무는 전술한 바와 같이 투자자에게 최선의 결과가 제공될 수 있도록 하여야 할 의무이므로 최선집행의무와 본질적으로 그 맥을 같이 한다는 점에서, 최선집행의무도 선관주의의무 또는 신의성실의무에 포함되어 있다고 보아야 한다.<sup>23)</sup> 다만, 자본시장법 제68조에서 최선집행의무를 명시적으로 규정한 것은, 매매체결시장이 다각화되고 거래방법이 다양해진 자본시장에서 금융투자업자가 부담하는 일반적·추상적인 의무인 신의성실의무 등을 구체화하여 최선체결에 대한 통일적인 기준을 정립함으로써, 유통시장의 경쟁과 효율성을 촉진하면서도 거래집행의 공정성을 확보하여 투자자를 보호하기 위한 것이라고 본다.<sup>24)</sup><sup>25)</sup> 그러므로 최선집행의무는 자본시장법상의 신의성실의무의 일환으로서 투자매매업자 또는 투자중개업자가 부담하고 있는 의무를 보다 명확히 하기 위하여, 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 투자자에게 가장 유리한 조건으로 매매를 집행하도록 합리적 주의의무를 다할 의무라고 할 수 있다.

21) 한국증권법학회, 『자본시장법(주석서 I)』(박영사, 2009), 316-317면.

22) 강소현, 앞의 논문, 2면; 木村眞生子, “現代的 證券市場における最良執行義務,” 『證券經濟研究』, 第76號(日本證券經濟研究所, 2011. 12), 86頁; 行澤一人, 앞의 논문, 21頁.

23) 강소현, 앞의 논문, 2면; 梅本剛正, 앞의 책, 12頁; 長島・大野・常松法律事務所編, 『アドバンス 金融商品取引法』(商事法務, 2009), 737頁; 河本一郎・大武泰南, 『金融商品取引法讀本』(有斐閣, 2008), 278頁; 神崎克郎, “投資者の注文の最良執行の確保,” 『インベストメント』, 第50卷 第2號(大阪證券取引所, 1997. 4), 7頁; 中西健太郎・小倉貴幸, “証券取引法上の最良執行義務導入等に伴う關係政令等整備の概要,” 『商事法務』, 第1726號(2005. 3. 25), 32頁.

24) 강소현, 앞의 논문, 2면; 梅本剛正, 앞의 책, 12頁; 木村眞生子, 앞의 주 22)의 논문, 86頁.

25) 이와 관련하여 신의성실의무는 공통영업행위 규칙으로서 신인의무를 선언한 것이라 단정할 수 없으나, 신인의무의 핵심적 내용인 고객이익전념의 원칙(best interest rule), 고객보호의무(prudent man rule), 최선집행의무(best execution rule)가 구체적인 규정을 통하여 도입되었고, 자본시장법상의 최선집행의무가 신인의무의 세부원칙 중 하나라는 견해가 있다(김용재, “투자중개·매매업자의 주의의무에 관한 연구-미국 Broker·Dealer의 의무를 참조하여,” 『증권법연구』, 제14권 제3호(한국증권법학회, 2013. 12), 55-56면).



## 2. 최선집행의무의 적용범위

### (1) 인적 범위: 의무의 부담주체

최선집행의무를 누구에게 어떻게 부과시킬 것인가 하는 문제는 주문전송시스템의 구축, 관리 등에 관한 책임이 누구에게 있는가와 관계된다는 점에서, 그 부담주체를 명확히 할 필요가 있다.<sup>26)</sup> 특히 투자매매업자 또는 투자중개업자뿐만 아니라 투자자문업자,<sup>27)</sup> 시장운영자 등이 최선집행의무의 부담주체에 속하는지 여부가 문제된다.

#### 1) 투자매매업자 또는 투자중개업자

최선집행의무를 인정하고 있는 미국,<sup>28)</sup> 캐나다,<sup>29)</sup><sup>30)</sup> 유럽연합(EU),<sup>31)</sup> 일본<sup>32)</sup>

26) 김영도·송민규·연태훈·이지연·임형준, “자본시장법 개정관련 제논점: 투자은행 활성화 및 ATS 도입을 중심으로,” 『금융학회 추계 정책심포지엄 proceeding』(한국금융학회, 2011. 11), 22면.

27) 투자자문업자는 투자자의 최선의 이익에 부합하도록 행동해야 할 의무가 있다는 점에서 투자매매업자 또는 투자중개업자와 동일하지만, 업무의 성질 및 고객과의 관계 등에서 차이가 있을 뿐만 아니라, 현재 우리 자본시장법은 투자자문업자에 대하여 최선집행의무를 인정하고 있지 않다는 점에서 논의의 범위에서 제외하기로 한다.

28) 미국은 보통법상 대리의 법리 및 신인의무에 근거하여 투자중개·매매업자에게 포괄적으로 최선집행의무를 인정하고, 자율규제기관인 증권산업규제기구(FINRA) 규칙 제5310조에 의하여 보완하고 있다(강소현, 앞의 논문, 2면; 한재영, 앞의 논문, 104면). 다만 전국시장시스템에 관한 규정 Rule 611 주문보호원칙(OPR: order protection rule)에도 불구하고 투자중개·매매업자를 최선집행의무의 부담주체로서 인정하고 있다(SEC, Regulation NMS, Exchange Act Release No. 51808(June 9, 2005), 70 Fed. Reg. 37496, 37538(June 29, 2005); 장근영, 앞의 논문, 78면).

29) 캐나다증권관리국(CSA: Canadian Securities Administrators)은 시장운영(Marketplace Operation) 및 거래규칙(Trading Rules)에 관한 2개의 전국규칙집(NI: National Instruments)과 규정의 안내집(CP: Companion Policy)(이하 ‘대체거래시스템규칙(ATS Rules)’이라 한다)을 함께 공표하였고, 2001년 12월에 대체거래시스템규칙(ATS Rules)을 발효시켰다.

30) 캐나다는 2001년 대체거래시스템규칙(ATS Rules) 전국규칙집(NI) 23-101의 Part 4에서 대체거래시스템(ATS)을 영업으로서 운영하는 투자중개업자(broker)에 대하여 최선집행의무를 인정하였고, 2008년 대체거래시스템규칙(ATS Rules)에서는 투자매매업자(dealer)에 대하여 명시적으로 최선집행의무를 인정하였다(CSA, *National Instrument 21-101 Marketplace Operation(NI 21-101) Companion Policy 21-101CP and National Instrument 23-101 Trading Rules(NI 23-101) and Companion Policy 23-101CP*, 24 OSCB(Supp)(2001), p.56(Companion Policy 23-101 CP, Part 4.4.1); CSA, *Notice of Proposed Amendments to NI 21-101 Marketplace Operation and NI 23-101 Trading Rules*, 31 OSCB(2008), p.10132(Companion Policy 23-101 CP, Part 4.4.1(1)).

31) 유럽연합은 금융상품시장지침(MiFID) 제21조에서 투자회사(investment firm)에 대하여 최선집행의무를 부과하고 있다. 조직적 내부주문집행업자(SI: systematic internaliser)도 투자회사로서 주로 일반 투자자의 주문을 대상으로 하는 거래소 외의 시장조성자(market maker)이다(MiFID 제4조 제1항 제1호, 제7호)(김이수, 앞의 논문, 100면; 엄경식, 앞의 논문, 19면; 神山哲也, “EU金融商品市場指令の欧州資本市場への影響,” 『資本市場クォーターリー』, 2007 Winter(野村資本市場研究所, 2007), 55頁).

등의 국가에서는 거의 예외 없이 투자매매업자 또는 투자중개업자를 의무부담의 주체로서 인정하고 있다.

우리 자본시장법도 금융투자업자 중 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 최선집행의무를 인정하고 있다(제68조).

자본시장법상 최선집행의무를 부담하고 있는 주체에 관하여 투자매매업자 또는 투자중개업자가 일반적 위탁매매업자를 의미하는 것인지, 다자간매매체결회사에 국한되는 것인지 명확하지 않지만, 다자간매매체결회사에 참여하는 투자중개업자와 거래소에 참여하는 투자중개업자가 다를 수 있으므로 다자간매매체결회사와 거래소에 최선집행의무를 부과하는 것이 사회적 비용 측면에서는 유리하다는 견해가 있다.<sup>33)</sup> 자본시장법 제8조의2에 의하면 다자간매매체결회사는 투자매매업자 또는 투자중개업자이고, 다자간매매체결회사에 관한 규정을 두고 있는 위의 외국의 예에 비추어, 일반적인 투자매매업자 또는 투자중개업자뿐만 아니라 다자간매매체결회사도 최선집행의무를 부담한다고 보아야 한다.

한편, 투자매매업자 또는 투자중개업자가 투자자의 주문을 직접 집행하지 않고, 다른 투자중개업자에게 전송한 경우 최선집행의무의 부담주체가 누구인지가 문제된다. 이에 관하여 투자자의 주문을 받은 투자매매업자 또는 투자중개업자와 이 들로부터 위임받아 실제로 투자자의 주문을 집행하는 투자중개업자는 모두 최선집행의무를 부담한다고 본다. 다만 투자자에 대하여 직접적인 책임을 부담하는 것은 투자자와 직접 위탁계약을 체결한 투자매매업자 또는 투자중개업자이다.<sup>34)</sup> 참고로 미국에서는 원칙적으로 투자중개업자는 투자자의 주문을 위한 거래에 제3자를 개입시킬 수 없지만, 예외적으로 투자자를 위한 최선집행을 확보하기 위하여 필요한 경우에는 다른 투자중개업자를 이용할 수 있다. 다만, 이러한 예외가 인정되는 것은 투자자의 주문이 상대방에 대한 상응하는 주문을 하고 있는 다른 회사와 ‘교차된’

32) 일본은 금융상품거래업자 중 제1종 금융상품거래업자에게 최선집행의무를 부담시키고 있다(금융상품거래법 제40조의2, 금융상품거래법 시행령 제16조의6). 제1종 금융상품거래업은 종래 증권회사의 본업이었던 업무에 유가증권 등 관리업무를 추가한 것이다(금융상품거래법 제2조 제8항, 제28조 제1항)(近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 『金融商品取引法入門』(商事法務, 2009), 382-383頁).

33) 김영도·송민규·연태훈·이지연·임형준, 앞의 논문, 22면.

34) CESR(Committee of European Securities Regulators), “CESR’s Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments,” Second Consultation Paper(CESR/05-164, March 2005), pp.17-18; 大橋善晃, “EU金融商品市場指令(MIFID)と最良執行義務,” 『トビックス』(日本証券經濟研究所, 2006. 8), 19頁.

(crossed) 경우 또는 회사의 정체성으로 인하여 고객에 귀속될 비용이나 수익(the cost or proceeds to the customer)에 불리한 영향을 미치는 부당한 가격변동을 초래할 가능성이 있는 경우에 한한다.<sup>35)</sup>

## 2) 시장운영자 또는 시장조성자

우리 자본시장법상 시장운영자 또는 시장조성자에 대한 최선집행의무를 부과하는 명문규정은 없다.

미국에서는 시장의 투명성을 확보하기 위하여 주요한 시장운영자 또는 시장조성자에 대하여도 최선집행의무를 부과하고 있다. 전국시장시스템에 관한 규정의 주문보호원칙(OPR: Order Protection Rule)<sup>36)</sup>에 의하여, 트레이딩센터(trading center)<sup>37)</sup>는 전국시장시스템(NMS) 대상주식에 대하여 최선의 가격을 제시하는 곳으로 거래를 전송하여야 할 의무를 진다.<sup>38)</sup> 즉, 해당 주문이 최선주문이 아닌 경우 이를 다른 거래소로 재전송하여야 하는 주문전송의무를 통하여 거래소 등 시장운영자 또는 시장조성자에게 최선집행의무를 부여하고 있다.<sup>39)</sup> 또한 유럽연합의 금융상품시장 지침(MiFID)<sup>40)</sup>에서는 규제시장(regulated market, 거래소) 및 다자간거래시스템(MTF: Multilateral Trading Facility)은 조직적 내부주문집행업자(SI: Systematic Internaliser)와 동일한 거래장소(execution venue)<sup>41)</sup>로서 인식하여 최선집행의무를 부과하고 있다. 이러한 거래장소 등에 대하여 동일한 수준의 거래 전·후의 투명성요건을 부과하

35) FINRA Rule 5310(Best Execution and Interpositioning)(a)(2), (b), Supplementary Material 05 Use of a Broker's Broker.

36) 후순위집행금지원칙(trade-through rule)이라고도 하는데, 후순위집행(trade-through)이라 함은 주문이 시간간거래시스템(ITS: Intermarket Trading System)을 통해 전국최우선매수매도호가(NBBO)가 게시된 시장에 전송되어 체결되지 않고, 그보다 열위의 가격이 제시된 시장에서 체결되는 것을 의미한다.

37) 트레이딩센터(trading center)는 전국적 증권거래소, 거래시설을 운영하는 전국적 증권협회, 대체거래시스템, 거래소 시장조성자(market maker), 장외시장 시장조성자(market maker), 내부주문집행업자를 의미한다. 전국시장시스템에 관한 규정(Regulation NMS)에서는 거래를 위한 장소를 제공하는 모든 플랫폼을 총칭하여 트레이딩센터라 한다(Rule 600(b)(78); 장근영, 앞의 논문, 75면 각주 21)).

38) 강소현, 앞의 논문, 2면; 엄경식, 앞의 논문, 17면; 장근영, 앞의 논문, 75-77면.

39) 강소현, 앞의 논문, 3면; 한재영, 앞의 논문, 104면.

40) DIRECTIVE 2004/39/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 21 April 2004 on markets in financial instruments amending Council Directives 85/611/ECC and 93/6/EEC and Directive 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directive 93/22/EEC.

41) 규제시장, 다자간거래시스템, 조직적 내부주문집행업자, 시장조성자 등의 유동성 공급주체, 이들과 동일한 기능을 수행하는 제3국의 주체를 의미한다(神山哲也, 앞의 논문, 55頁).

여 투자서비스회사는 각각의 거래장소를 비교하여 최선집행의무를 이행할 수 있게 된다.<sup>42)</sup>

위의 입법례에 비추어 보면, 다자간매매체결회사의 활성화를 위하여는 유동성 공급을 담당할 시장조성자의 참여가 중요하고, 또한 각 시장에 접수된 주문내용이나 거래체결 결과 등과 관련된 정보를 각 거래시장에서 확인할 수 있어야 최선집행과 주문전송이 가능하다는 점에서 시장운영자 또는 시장조성자에게 최선집행의무를 부과할 필요가 있다.<sup>43)</sup>

## (2) 물적 범위: 적용대상 금융투자상품

자본시장법상 투자매매업자 또는 투자중개업자가 모든 금융투자상품에 대하여 최선집행의무를 부담하는 것은 아니다. 금융투자상품 중 상장증권과 주권예탁증권만이 최선집행의무의 대상이 된다(동법 제68조; 동법 시행령 제66조의2 제1항; 동법 시행규칙 제7조의3).<sup>44)</sup> 이와 같이 최선집행의무의 적용대상이 되는 금융투자상품을 제한한 것은 다자간매매체결회사가 취급할 수 있는 매매체결대상상품과의 정합성을 고려하고,<sup>45)</sup> 다자간매매체결회사가 안정적으로 자본시장에 정착하도록 하기 위함이다.<sup>46)</sup> 자본시장법은 다자간매매체결회사가 취급할 수 있는 매매체결대상상품은 증권시장에 상장된 주권과 대통령령이 정하는 증권으로 정하고 있으며(동법 제8조의2 제5항), 동법 시행령에서는 ① 주권과 관련된 증권예탁증권으로서 증권시장에 상장된 것과 ② 그 밖에 공정한 가격형성 및 거래의 효율성 등을 고려하여 시행규칙으로 정하는 증권을 규정하고 있다(동법 시행령 제7조의2 제1항). 다만 동법 시행규칙에서는 아직

42) 시장감시위원회 시장감시지원부, "EU의 금융상품시장지침(MIFID) 주요내용," 『증권선물시장 자율규제리포트』, 2007년 가을 제2호(한국증권선물거래소, 2007. 10), 30면; 神山哲也, 앞의 논문, 55頁.

43) 이인형, "대체거래시스템 전세계 동향과 시사점," 『자본시장 인프라 선진화 방안 공청회 자료』(자본시장연구원, 2011. 7), 20면; 이인형·강소현·양진영, "다자간매매체결회사 도입에 따른 시장분할 영향평가와 정책 시사점"(자본시장연구원, 2013. 11), 28면.

44) 자본시장법 시행령 제66조의2와 관련하여 향후 다자간매매체결회사가 등장하여 복수의 금융투자상품시장이 형성되는 경우에는 증권시장에 상장된 증권이나 장내파생상품의 경우에도 투자자보호의 필요성을 고려하여 최선집행의무를 면제해 줄 수 있는 근거라는 견해(김정수, 『자본시장법원론(제2판)』(SFL그룹, 2014), 299면)와 복수의 가격이 존재할 가능성이 없는 상품을 제외한 것이라는 견해(김건식·정순섭, 『자본시장법(제3판)』(두성사, 2013), 805면)가 있다.

45) 장근영, 앞의 논문, 70면.

46) 금융투자업무규정에서는 투자위험성이 높은 종목인 시장관리대상종목에 대하여 다자간매매체결회사의 거래를 제한하였다(제4-48조의2). 즉, 거래소상장폐지결정종목, 코넥스종목, 신규상장종목, 유동성공급종목, 단기과열종목, 투자위험종목 등이 이에 해당된다.

별도의 증권을 추가하지 않고 있다.

외국의 입법례를 보면 최선집행의무가 적용되는 금융투자상품의 범위가 우리나라보다 훨씬 넓다. 미국의 최선집행의무의 대상이 되는 전국시장시스템 대상주식은 복수시장을 효율적으로 관리하기 위한 전국시장시스템에 포함되는 주식으로서 전국시장시스템 내에서 거래 및 호가정보가 수집되고 처리·이용될 수 있는 증권 중 옵션을 제외한 것을 말한다. 즉, ① 최초상장거래소를 기준으로 뉴욕증권거래소 상장증권(Network A), ② NYSE Arca, NYSE MKT 및 다른 지역거래소 상장증권(Network B), ③ NASDAQ 상장증권(Network C)을 포함한다.<sup>47)</sup> 한편, 재전송대상이 되는 호가는 정규거래소 등에서 거래되는 전국시장시스템 주식에 대한 자동호가(automated quotation)로 제한되며, 수동호가(manual quotation)는 전국시장시스템에 관한 규정에 의하여 보호받지 못한다. 자동호가는 전자적 방식으로 제출되는 반면, 수동호가는 장내브로커에 의하여 제출된다. 증권거래위원회가 자동호가만을 Rule 611의 전송대상으로 한 것은 자동호가는 투자자에게 지정된 가격에 체결될 것이라는 확신을 주는 반면, 수동호가는 그 체결 여부가 장내브로커의 결정에 영향을 받을 수 있다고 보았기 때문이다.<sup>48)</sup>

캐나다 전국규칙집(NI) 21-101의 Part 6, 6.3은 대체거래시스템이 취급할 수 있는 증권으로서 ① 공인거래소에 상장되거나 공인시세나 거래보고시스템(trading-reporting system)으로 가격이 결정되어 거래체결이 되는 국내증권, ② 사채, ③ 국채, 또는 ④ 국제증권감독위원회(IOSCO: International Organization of Securities Commissions and Similar Agencies)의 통상 회원이 규제하는 공인거래소에 상장되거나 공인시세나 거래보고시스템으로 가격이 결정되어 거래체결이 되는 외국증권 등이 이에 해당된다.<sup>49)</sup>

유럽연합에서의 최선집행의무는 주식뿐만 아니라 금융상품시장지침의 모든 금융상품이 적용대상이다. 금융상품이라 함은 부속서 I 섹션C에 특정되어 있는 상품을 말한다(MiFID 제4조 제1항 제17호). 특히 금융상품에는 ① 상품파생상품(commodity

47) Rule 600(b)(46), (47); 강소현, 앞의 논문, 2면 각주 2); 장근영, 앞의 논문, 77면.

48) SEC, Regulation NMS, Exchange Act Release No. 51808(June 9, 2005), 70 Fed. Reg. 37496, 37501 (June 29, 2005); 엄경식, 앞의 논문, 17면; 장근영, 앞의 논문, 77-78면.

49) CSA, *National Instrument 21-101 Marketplace Operation(NI 21-101) Companion Policy 21-101CP and National Instrument 23-101 Trading Rules(NI 23-101) and Companion Policy 23-101CP*, 24 OSCB(Supp)(2001), p.16; 木村眞生子, 앞의 주 4)의 논문, 135頁.

derivative), ② 신용파생상품(credit derivative), ③ 차금결제거래, ④ 배출권이나 기후지표 등의 경제지표에 관계된 파생상품(derivative) 등 광범위한 유형의 상품이 포함되어 있다.<sup>50)</sup>

일본에서는 유가증권의 매매 및 파생상품거래 중 시행령에서 정한 것을 제외한 것이 최선집행의무의 대상이 된다(금융상품거래법 제40조의2 제1항). 구체적으로는 ① 상장주권 등,<sup>51)</sup> ② 장외(점두)매매 유가증권, ③ 취급유가증권(유가증권선물거래 및 유가증권선도거래 제외)에 한하여 적용되고, 파생상품은 대상에서 제외되고 있다(동법 시행령 제16조의6 제1항).

### (3) 소 결

현재 우리나라의 최선집행의무는 시장선택에 관한 의무를 의미한다고 생각된다. 그러나 최선집행의무를 부담하는 주체와 적용대상 금융투자상품을 극히 일부에 한정하고 있는 현행 규정으로, 시장의 효율성 및 시장의 공정성, 시장의 투명성이 요구되는 현대적인 증권시장의 상황을 고려할 때, 최선집행의무의 도입취지를 제대로 살릴 수 있을지 의문이다. 또한 외국의 사례를 보더라도 최선집행의무의 부담주체와 적용대상 금융투자상품의 적용범위를 확대하여 시장간 경쟁을 촉진하고 있는 추세임을 감안할 때, 우리의 시장환경을 고려하면서 그 범위를 대폭적으로 확대해 나가는 것이 바람직하다고 본다. 다만, 캐나다와 유럽연합과 같이 파생상품을 적용대상상품으로 인정할 것인지 여부는 우리의 시장환경과 투자자보호를 고려하여 적용대상에서 제외하되, 장기적으로는 입법을 고려할 필요가 있다. 한편, 규제당국이 추후 다자간매매체결회사의 매매체결대상상품의 확대 여부, 투자자보호의 필요성 등을 감안하여 최선집행의무의 적용대상상품을 확대할 예정이라고 하는 것은<sup>52)</sup> 다

50) 大橋善晃, 앞의 논문, 18頁; 神山哲也, 앞의 논문, 55頁. 한편, 금융상품시장지침(MiFID I)의 개정안(MiFID II)에서는 주식이 아닌 다른 금융상품, 특히 장외파생상품에 투명성을 제공하기 위하여 기존의 다자간거래시스템(MTF)을 조직화된 거래시설(OTF: Organized Trading Facilities)과 non-lit BCN (broker-crossing network)으로 세분하여 규제를 강화할 예정이다(엄경식, 앞의 논문, 13면).

51) 한편, '상장주권 등'에 해당하는 유가증권으로서, ① 주권, ② 신주예약권부사채권, ③ 신주예약권증권, ④ 신주인수권증서, ⑤ 출자증권, ⑥ 협동조직금융기관의 우선출자에 관한 법률에 규정하는 우선출자증권, ⑦ 투자신탁 또는 외국투자신탁의 수익증권, ⑧ 투자증권 또는 외국투자증권, ⑨ ① 내지 ⑥에 열거된 유가증권의 성질을 가지고 있는 외국법인이 발행하는 증권 또는 증서 등을 규정하고 있다(증권회사의 행위규제 등에 관한 내각부령 제10조의2 제1항).

52) 금융위원회, "자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 개정 추진," 「보도자료」(2013. 6. 13), 11면; 금융위원회, "자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안 입법예고: (별첨) 우리나라 금융의 미

행스러운 일이라 여겨진다.

### Ⅲ. 최선집행의무의 내용

최선집행의무의 구체적인 내용은 다음과 같다. ① 최선집행기준의 작성의무(자본시장법 제68조 제1항), ② 최선집행기준의 공표의무(동조 제1항), ③ 최선집행기준에 따른 청약 또는 주문의 집행의무(동조 제3항), ④ 투자자에 대한 최선집행기준을 기재 또는 표시한 설명서(이하 '최선집행기준 설명서'라 한다)의 사전교부의무(동조 제4항), ⑤ 투자자의 청약 또는 주문이 최선집행기준에 따라 집행된 취지를 증명하는 서면(이하 '최선집행보고서'라 한다)을 교부할 의무(동법 시행령 제66조의2 제4항) 등이다. 이하에서 각각 내용을 살펴보기로 한다.

#### 1. 최선집행기준의 작성의무

##### (1) 최선집행기준의 의의

최선집행기준이라 함은 투자매매업자 또는 투자중개업자 상호간에 최선의 체결(best matching)을 위한 경쟁의 기초가 되는 선언(manifesto)을 의미한다.<sup>53)</sup> 이러한 최선집행기준은 투자매매업자 또는 투자중개업자가 최선집행의무를 이행하기 위한 중심요소로서, 이를 작성하는 것이 최선집행의무를 이행하기 위한 최초의 단계가 된다.<sup>54)</sup>

우리 자본시장법은 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 금융투자상품의 매매에 관한 투자자의 청약 또는 주문을 처리하기 위하여 최선집행기준을 마련하도록 규정하고 있다(제68조 제1항).<sup>55)</sup>

래를 위한 자본시장법 개정 추진방안, 「보도자료」(2011. 7. 26), 12면.

53) 行澤一人, 앞의 논문, 22頁.

54) 大橋善晃, 앞의 논문, 18頁; 神山哲也, 앞의 논문, 56頁; 시장감시위원회 시장감시지원부, 앞의 논문, 29면 이하.

55) 일본의 경우에 최선집행방침을 정하도록 규정하고 있고(금융상품거래법 제40조의2 제1항), 유럽연합의 금융상품시장지침은 집행방식(execution arrangements)과 집행방침(order execution policy)을 마련하고 시행하도록 규정하고 있다(MIFID 제21조 제2항). 한편, 금융상품시장지침의 집행방식(execution arrangements)은 투자회사가 주문집행시 최선의 결과를 얻기 위하여 사용하는 수단(means)을 의미

최선집행기준의 작성에 관하여 투자매매업자 또는 투자중개업자는 최선집행의무를 판단하기 위한 요소로서 가격, 비용, 속도, 집행 가능성 등의 요소를 종합적으로 고려하여 독자적으로 정한 다음 이를 투자자에게 제시하면 충분하다.<sup>56)</sup> 다만 최선집행기준의 책정에 있어서 투자매매업자 또는 투자중개업자에게 일정한 재량권이 있다고 하더라도, 어떠한 기준에 따라 마련할 것인지는 실제 영업환경과 집행의 현실성, 합목적성을 고려하여 결정하여야 한다. 즉, 최선집행의무를 이행해야 하는 투자매매업자 또는 투자중개업자가 자신이 보유한 제한적인 자원을 투입하여 현실적으로 달성 가능한 기준을 마련해야 한다는 제한이 있다.<sup>57)</sup>

이와 같이 제시된 최선집행기준에 따라 투자매매업자 또는 투자중개업자와 투자자가 위탁계약을 한 때, 당해 최선집행기준은 양자 간의 위탁의 취지를 구성하는 중요한 요소가 된다.<sup>58)</sup>

## (2) 최선집행에 있어서 ‘최선’의 판단기준

### 1) 서 언

투자자의 주문은 투자매매업자 또는 투자중개업자가 제시한 최선집행기준에 따라 ‘최선’의 거래조건으로 집행될 필요가 있다. 그런데 이러한 ‘최선’을 어떻게 판단할 것인지 여부가 문제된다.<sup>59)</sup>

오늘날 자본시장은 기업의 다양한 재무전략의 주요한 장소가 되고 있고, 다자간매체결제회사(대체거래시스템)의 등장으로 거래집행의 장소는 다양화되고 있으며, 기술발달에 따라 투자자의 요구도 다양해지고 증권시장의 기관화 현상이 현저해지면서 개인투자자와 기관투자자가 가지는 특성도 상이하다.<sup>60)</sup> 또한 최선집행의 개념은 시장의 환경이나 기술의 진보와 함께 내용이 변화한다는 점에서 그 내용이 불명확하고, 그 내용은 당해 구체적 사정에서 판단되어야 하므로, ‘최선’의 개념을 일의적으로 판단하기도 어렵다.<sup>61)</sup> 이러한 점에 비추어 보면, 다양한 투자자에게 최선의

하고, 집행방침(execution policy)은 집행방법 중 가장 중요하고 관련성이 있는 요소들을 기술한 문서(document)를 의미한다(CESR, Best Execution under MiFID—Questions & Answers, CESR/07-320 (May, 2007), p.6; 장근영, 앞의 논문, 80면 각주 38)).

56) 木村眞生子, 앞의 주 22)의 논문, 94頁; 神崎克郎, 앞의 논문, 10頁.

57) 이인형, 앞의 주 4)의 논문, 20면; 장근영, 앞의 논문, 88면.

58) 行澤一人, 앞의 논문, 22頁.

59) 中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 33頁.

60) 강소현, 앞의 논문, 4면; 行澤一人, 앞의 논문, 16-17頁.



결과가 돌아가고 공정한 기회를 제공하고자 하는 최선집행의 목적을 달성하기 위하여는 어떠한 최선집행의 고려요소가 필요한지가 문제된다.

이 문제와 관련하여 크게 가격을 요소로 한 단일기준과 가격 이외의 요소를 포함한 복합기준 등으로 나누어 살펴보기로 한다.

## 2) 최선집행의 고려요소

### (가) 단일기준

최선집행기준이 가격, 즉 전국최우선매수매도호가(NBBO: National Best Bid and Offer)로 강제된 엄격한 단일기준을 취하고 있는 미국의 입장이다.<sup>62)</sup>

전국시장시스템에 관한 규정에서는 전국시장시스템 대상증권에 관한 모든 주문이 최선의 체결이 보장될 수 있도록 의무적으로 전국시장시스템 참여시장 전체에 동일한 규정을 적용할 것을 요구하고 있다.<sup>63)</sup><sup>64)</sup> 이 기준에 따라 투자자는 어떤 트레이딩센터에 주문을 제출하든지 트레이딩센터가 자체 주문전송시스템을 통해 전국 최우선매수매도호가를 찾아 주문을 전송해 주기 때문에 투자자는 가격기준의 최선의 결과를 얻을 수 있다.<sup>65)</sup>

한편, 증권산업규제기구는 다양한 요소에 대한 고려를 필요로 하는 투자자의

61) Newton v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 911 F. Supp. 754(D.N.J. 1995); 장근영, 앞의 논문, 88면; 大崎貞和, “最良執行義務とは何か,” 『資本市場クォーターリー』, 1998년 春號(野村資本市場研究所, 1998), 9頁; 行澤一人, 앞의 논문, 17頁.

62) 강소현, 앞의 논문, 3면.

63) 미국 증권거래위원회는 최선집행에 대한 척도로서 체결가격과 속도뿐만 아니라 주문의 크기, 관련 증권의 특성, 정확한 정보에 대한 기술적 접근성 및 이용 가능성, 체결비용 등으로부터 발생하는 복합적인 영향도 고려해야 한다고 한다. 그러나 이는 현실적으로 거의 불가능하기 때문에, 증권거래위원회는 현실적으로 가능한 ‘체결가격’ 및 ‘속도’만을 채택하였다(엄경식·장병훈, 앞의 책, 30-31면).

64) 강소현, 앞의 논문, 2면.

65) 그 구체적인 절차를 살펴보면, ① 투자중개·매매업자는 주어진 상황에서 주문의 규모, 해당 증권의 특성, 체결속도, 청산비용, 각 트레이딩센터의 질적 평가 결과 등을 고려하여 투자자의 주문이 최선의 상황에서 체결될 수 있도록 주문시점과 트레이딩센터를 선택하여 주문을 제출한다. 다만 투자중개·매매업자는 투자자주문을 내부주문집행(internalization)할 수도 있다. ② 트레이딩센터는 자신의 센터에 제출된 호가 중 최우선매수매도호가(BBO)를 산출하고, 또한 각 트레이딩센터로부터 수합된 최우선매수매도호가 중 전국최우선매수매도호가(NBBO)를 산출한다. ③ 각 트레이딩센터는 주문을 받은 후 자신의 최우선매수매도호가 전국최우선매수매도호가인 경우에는 매매를 체결하고, 자신의 최우선매수매도호가 전국최우선매수매도호가 아닐 경우 접수된 주문을 1초 이내에 전국최우선매수매도호가를 제시하고 있는 다른 트레이딩센터로 재전송해야 한다. ④ 전국최우선매수매도호가를 제시하고 있는 다른 트레이딩센터에서 주문을 전송받아 매매를 체결한다. 만약 주문을 전국최우선매수매도호가를 제시하고 있는 트레이딩센터가 아닌 다른 트레이딩센터로 보내는 경우, 당해 트레이딩센터는 해당 주문의 체결을 거부하고 전국최우선매수매도호가를 제시하고 있는 트레이딩센터로 주문을 전송하여야 한다(강소현, 앞의 논문, 2-3면; 장근영, 앞의 논문, 75-76면).

요구에 부응하기 위하여, 가격으로 강제된 최선집행기준을 보완하는 차원에서 상당한 주의(reasonable diligence)의 기준을 채용하고 있다. 즉, 증권산업규제기구는 최선집행을 위하여 가격 이외에도 ① 가격·변동성·유동성 등과 같은 시장의 특성, ② 거래의 규모와 유형, ③ 주문집행을 위해 검토한 시장의 수, ④ 호가의 접근성, ⑤ 주문의 조건 등을 고려하도록 정하고 있다(Rule 5310(a)(1)).<sup>66)</sup> 또한 전국시장시스템에 관한 규정 Rule 611은 특히 시장충격이나 체결 가능성 등에 민감한 대규모 투자자들의 요구를 수용하여 시장간 전망주문(Intermarket Sweep Order), 투자자가 요구한 체결가격으로 거래가 성립되는 경우(Stopped Order) 등의 예외규정을 둠으로써 전국최우선매수매도호가 가 게시된 거래장소로 주문을 전송하지 않고 거래를 체결할 수 있도록 하고 있다.<sup>67)</sup>

#### (나) 복합기준

최선집행기준으로서 거래가격 이외의 거래비용, 체결속도, 집행·결제의 확실성, 거래량, 성질, 기타 주문의 집행에 관련된 다양한 요인을 고려하여 투자자에게 최선의 결과가 될 것을 요구하는 유연한 기준을 제시하고 있는 입장이다.<sup>68)</sup> 이는 유럽연합,<sup>69)</sup> 일본,<sup>70)</sup> 캐나다,<sup>71)</sup> 호주 등이 취하고 있는데, 우리나라도 이러한 입장을 취하고 있다.<sup>72)</sup>

66) 장근영, 앞의 논문, 74면.

67) 강소현, 앞의 논문, 3면; 엄경식, 앞의 논문, 17-18면; 장근영, 앞의 논문, 87면.

68) 강소현, 앞의 논문, 3면; 엄경식·장병훈, 앞의 책, 70-72면; 시장감시위원회 시장감시지원부, 앞의 논문, 29면 이하; 神山哲也, 앞의 논문, 55頁.

69) 금융상품시장지침 제21조 제1항에서는 투자회사가 주문을 집행할 때, 투자자에게 있어 가능한 한 최량의 결과가 얻어지도록 가격, 비용, 신속성, 집행·결제의 확실성, 규모, 성질, 기타 주문의 집행에 관련된 모든 요소를 고려하여 합리적인 조치를 강구할 것을 요구하고 있다.

70) 금융상품거래법 제40조의2 및 동법 시행령 제16조의6에 따라 금융상품거래업자 등은 최선집행의무를 판단하기 위한 요소로서 가격, 비용, 속도, 집행 가능성 등 가격 이외의 요소를 종합적으로 고려하여 독자적인 최선집행방침을 정하면 된다고 해석되고 있다(深見泰孝, “我が國のPTSの現状と課題について,” 『証研レポート』, 第1661號(日本証券經濟研究所, 2010. 8), 70頁; 長島・大野・常松法律事務所 編, 앞의 책, 738頁; 中西健太郎・小倉貴幸, 앞의 논문, 33頁).

71) 투자중개업자(broker) 등은 최선집행을 위하여 가격은 물론 집행의 속도, 집행의 확실성, 거래의 총비용 등 여러 요소를 고려할 수 있다. 즉, 최선집행이라 함은 반드시 최선의 가격만을 의미하는 것이 아니라, 처리과정을 의미하는 것이고, 최선의 가격도 하나의 목적으로 고려되어야 하는 것일 뿐 이에 한정되지 않는다(CSA, *Notice of Proposed Amendments to NI 21-101 Marketplace Operation and NI 23-101 Trading Rules*, 31 OSCB(2008), p.10129(Companion Policy 23-101 CP, Part 1.1.1.1)).

72) 김영도·송민규·연태훈·이지언·임형준, 앞의 논문, 21-22면; 엄경식, 앞의 논문, 27면; 장근영, 앞의 논문, 85-86면.

우리 자본시장법은 다양한 투자자의 필요와 요구를 고려하여 거래상품의 가격, 비용, 매매규모, 체결 가능성 등 다양한 요소를 고려하여 투자자의 주문을 처리하도록 규정하고 있다(동법 제68조 제1항; 동법 시행령 제66조의2 제2항).

참고로, 유럽연합의 경우에는 특히 일반투자자의 주문에 관한 최선집행의 여부는 투자자의 종합적인 손익을 고려하여 결정하도록 규정하여, 금융투자상품의 가격 및 집행에 관련되는 비용(거래소의 거래수수료 및 청산·결제수수료 등)의 총액이 투자자에게 가장 유리한 것이 '가능한 한 최선의 결과'가 되어야 한다고 규정하고 있다(금융상품시장지침 시행지침(MiFID Implementing Directive)<sup>73)</sup> 제44조 제3항). 일반투자자의 주문에 관한 최선집행의무의 요건에 따라 투자회사는 주문집행에서 결제에 이르기까지 최선집행을 이행하는 과정에서 발생하는 모든 비용을 파악하여야 한다.<sup>74)</sup>

#### (다) 소 결

미국과 유럽연합 등에서 투자자보호를 위하여 최선집행의무라는 동일한 제도를 두고 있으나, 법제도의 운용과 거래환경의 차이로 인하여 서로 다른 특징을 보이고 있다. 이는 거래시장간 연계정보시스템 및 거래체결시스템을 구비하고 있는지 여부에 의한 차이 때문이다. 즉, 미국의 경우 호가정보집중시스템(CQS: Consolidated Quotation System), 매매정보집중시스템(CTS: consolidated tape system), 시장간 주문전송시스템(ITS: Intermarket Trading System) 등을 구축하였기 때문에 가격을 단일한 기준으로 한 최선집행기준을 강제할 수 있다.<sup>75)</sup> 그러나 유럽연합 등의 경우는 이를 구축하지 못하였기 때문에 가격 이외의 다양한 요소를 포함한 복합적인 최선집행기준을 채택할 수밖에 없었다고 판단된다.<sup>76)</sup> 다만, 유럽연합의 경우에 기본적으로 거

73) Commission Directive 2006/73/EC of 10 August 2006 implementing Directive 2004/39/EC of the European Parliament and of the Council as regards organizational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive.

74) 神山哲也, 앞의 논문, 55頁; 시장감시위원회 시장감시지원부, 앞의 논문, 29면 이하.

75) 트레이딩센터가 주문보호규칙(OPR)에 따라 투자자의 주문을 재전송할 수 있는 것은 증권거래위원회가 미국 전역에 걸쳐 있는 거래시장의 호가 및 거래체결데이터를 중앙에서 관리하는 시스템을 구축하였기 때문이다. 즉 매매정보집중시스템(CTS)은 모든 거래시장의 거래정보(사후정보)가 통합·보고되고, 호가정보집중시스템(CQS)은 호가정보를 취합·공표한다. 또한 전국시장시스템(NMS) 참여시장간에 주문을 전송하는 시스템인 시장간 주문전송시스템(ITS)과 주문처리규칙(order handling rule)에 의하여 전국최우선매수매도호가를 제시하는 거래장소로 주문을 전송할 수 있는 시스템을 갖추고 있다(이인형·강소현·김준석, 『글로벌 거래소 변화양상과 시사점』(자본시장연구원, 2012), 35면; 장근영, 앞의 논문, 76-77면).

76) 엄경식, 앞의 논문, 18-19면; 이인형, “다자간매매체결회사 도입 여건 점검,” 『자본시장 Weekly』, 제 2013-15호(자본시장연구원, 2013. 4. 16~4. 22), 4면.

래가격 이외의 거래비용 등 주문의 집행에 관련된 다양한 요인을 고려한 유연한 기준을 제시하고 있지만, 일반투자자의 주문에 관하여는 투자자의 종합적인 손익, 즉 금융상품의 가격 및 집행에 관련되는 비용(거래소의 거래수수료 및 청산·결제수수료 등)의 총액을 고려하여 결정된다. 반면에 미국의 경우에는 기본적으로 전국최우선매수매도호가라는 가격으로 강제된 단일기준을 취하고 있으나, 증권산업규제기구 Rule 5310(a)(1)에 의하여 투자자에게 가장 유리한 가격을 제공하는 거래시장을 선택함에 있어서 시장의 특성, 거래의 규모와 유형 등 다양한 요소를 고려하고 있고, 전국시장시스템에 관한 규정에 의하여 대규모 투자자들의 요구를 수용하여 전국최우선매수매도호가 가 게시된 거래장소로 주문을 전송할 필요가 없는 시장간 전량주문(Intermarket Sweep Order) 등의 예외조항을 인정하고 있다. 따라서 유럽연합의 복합기준과 미국의 단일기준이 근본적으로 다르지 않다는 견해가 있다.<sup>77)</sup> 이에 의하면 소매투자자에게는 가격이라는 미국의 단일기준을, 도매투자자에게는 가격 이외에 거래비용 등 다양한 요소를 고려한 유럽연합의 기준을 취한 호주의 최선집행기준과도 일맥상통한다고 한다.<sup>78)</sup>

그러나 미국의 경우에는 최선집행의 달성이라는 결과에 중점을 두고 있고, 유럽연합 등의 경우에는 최선집행의 과정에 중점을 두고 있다는 점에서, 미국의 단일기준과 유럽연합의 복합기준은 큰 차이가 있다. 또한 유럽연합 등의 기준은 가격 이외의 다양한 요소를 고려하여 책정한 최선집행기준을 투자자에게 공표하는 것에 그치고 있다는 점에서, 최선의 조건으로 매매주문을 집행해야 하는 미국의 기준과 다르다.<sup>79)</sup> 또한 호주의 최선집행기준은 전술한 바와 같이 유럽연합 등의 경우에는 가격 이외에 거래비용, 체결 가능성 등의 복합기준을 기초로 일반투자자(소규모투자자)를 위하여 총비용(가격)에 대한 예외를 두고 있고 있으므로, 전문투자자는 원칙적으로 가격 이외에 거래비용 등의 다양한 요소를 두고 있다고 보아야 한다. 따라서 호주의 최선집행기준은 유럽연합의 집행기준과 동일하다고 볼 수 있다.

한편, 유럽연합 등과 같은 가격 이외의 다양한 요소를 포함한 최선집행기준을 취한 우리나라의 입법태도가 타당한지 여부에 관하여 논란이 있다. 즉, 증권거래에 관한 미국 증권법과 전국시장시스템에 관한 규정의 기본취지에 따른 다자간매매체

77) 장근영, 앞의 논문, 86-88면.

78) 장소현, 앞의 논문, 3면; 엄경식, 앞의 논문, 28면 각주 36); 장근영, 앞의 논문, 87-88면.

79) 梅本剛正, 앞의 책, 40면; 深見泰孝, 앞의 논문, 74頁.

결회사 제도의 도입과 시장규모상 손쉬운 시장간 연계시스템의 구축 가능성에도 불구하고, 자본시장법이 최선집행기준으로 가격 이외에 수량화하기 어려운 요소를 허용한 것은 납득하기 어렵다는 견해가 있다.<sup>80)</sup> 즉, 복합기준은 체결서비스가 다양하고 추상적이므로 투자자 자신에게 최선의 체결이 무엇인지 파악하기 어려워 시장참여자의 혼란을 가중시키고, 이는 증권회사와 감독당국에 대한 상당한 부담으로 작용할 뿐만 아니라 시장분할과 가격효율성 측면에서도 부정적이라고 한다. 이에 대하여 투자자보호라는 최선집행의 목적에 비추어 단일한 최선집행기준이 최선집행여부의 판단에는 유리하지만, 개인투자자와 기관투자자의 상이한 특성 및 기술발달에 따른 다양한 투자자의 요구를 충분히 반영할 수 없는 비효율성이 커질 뿐만 아니라 예외상황 등을 고려한 규정이 필요하다는 견해가 있다.<sup>81)</sup> 이에 의하면, 경쟁을 통한 시장효율성의 제고라는 최선집행의 목적에서도 단일기준이 시장통합에는 유리하지만, 체결속도 경쟁과 첨단거래기법의 확산과 같은 IT기술의 발달 등에 비추어 효율적인 통합방안인지 재고할 필요가 있다고 한다.

생각건대, 유럽연합 등과 같은 복합기준을 채택한 우리나라에서는 투자매매업자 또는 투자중개업자가 최선집행의무를 이행함에 있어 어느 정도 자율성을 보장하되, 분산된 시장정보를 통합할 수 있는 통합정보시스템과 효율적인 감독시스템(supervisory system)을 통하여 최선집행의무에 대한 실질적인 감독이 이루어질 수 있는 제도 보완이 필요하다고 생각된다.<sup>82)</sup>

그리고 우리 자본시장법은 최선집행의 고려요소만을 열거하고 있을 뿐, 고려요소의 상대적 중요성의 판단에 관한 규정이 없다. 이에 관하여 유럽연합의 경우 일반투자자의 주문은 금융투자상품의 가격과 여러 비용을 포함한 총액이 투자자에게 가장 유리한 것이 되어야 한다고 규정하고 있고(MiFID Implementing Directive 제44조 제3항), 투자회사가 최선집행기준으로서 가격 이외의 거래비용 등 다양한 요소의 상대적 중요성을 판단할 때에 ① 투자자구분(일반투자자, 전문투자자)을 포함한 투자자의 특성, ② 투자자 주문의 특성, ③ 당해 주문의 대상이 되는 금융투자상품의 특성, ④ 당해 주문이 전송되는 거래시장(execution venue)의 특성 등을 고려하도록 규정하고 있다(MiFID Implementing Directive 제44조 제1항).<sup>83)</sup> 이와 같이 상대적 중요성의 판단은

80) 엄경식, 앞의 논문, 27-28면.

81) 강소현, 앞의 논문, 4면.

82) 동지: 강소현, 앞의 논문, 5면; 엄경식·장병훈, 앞의 책, 75-76면.

특히 일반투자자를 보호하기 위한 최소한의 안전장치로서 기능할 수 있기 때문에, 일반투자자를 위한 입법적 고려가 필요하다.<sup>84)</sup>

### (3) 최선집행을 위한 방법 및 그 이유

투자매매업자 또는 투자중개업자는 금융투자상품의 매매에 관한 최선집행기준을 마련함에 있어서 거래상품의 가격, 비용, 매매규모, 체결 가능성 등을 고려하여 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 방법 및 해당 방법을 선택하는 이유를 포함하여 규정하여야 한다(자본시장법 제68조 제1항; 동법 시행령 제66조의2 제2항). 일본의 경우 우리 자본시장법과 유사한 규정을 두고 있으나(금융상품거래법 시행령 제16조의6 제2항), 우리와의 차이점은 '종목별'로 집행방법을 기재하도록 규정하고 있는데, 이는 투자자가 자신의 주문이 어떠한 방법으로 집행되는가를 사전에 인식할 수 있도록 하기 위한 것이다.<sup>85)</sup>

최선집행기준의 기재내용에는 금융상품거래소 또는 거래소 외에서 집행할 것인지 여부, 거래소에서 거래하는 경우 어느 금융상품거래소를 선택할 것인지 여부(중복상장종목의 경우), 거래소 외의 거래의 경우에도 다자간매매체결회사에서 집행할 것인지 또는 자기가 상대거래를 할 것인지 여부 중 어느 거래방법을 선택할 것인지를 표시하고, 그 이유를 구체적으로 기재할 필요가 있다.<sup>86)</sup> 그러나 최선집행기준의 기재이유로서 단지 '고객의 지시에 따라 집행한다'거나 '당사가 합리적이라고 판단하는 방법으로 집행한다'는 기재만으로는 충분하다고 할 수 없다.<sup>87)</sup>

따라서 최선집행기준의 작성취지에 비추어, 어느 정도 개괄적인 기재되는 허용 되겠지만, 적어도 투자자가 자신이 주문한 종목이 어떠한 방법으로 집행되는지를 이해할 수 있는 정도의 기재는 필요하다.

### (4) 최선집행기준의 점검 및 변경

투자매매업자 또는 투자중개업자는 3개월마다 최선집행기준의 내용을 점검하

83) 최선집행의 이행에 관하여 어떠한 요소가 중요성이 있는지 여부는 투자자의 지시 또는 매매집행에 관한 투자자의 기대에 따라 결정된다고 하는 견해도 있다(神崎克郎, 앞의 논문, 10頁).

84) 동지: 김이수, 앞의 논문, 107면; 장근영, 앞의 논문, 97면.

85) 中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 34頁.

86) 長島·大野·常松法律事務所 編, 앞의 책, 738頁; 中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 33-34頁.

87) 中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 34頁.

여야 하며, 이 때 최선집행기준의 내용이 청약 또는 주문을 집행하기에 적합하지 아니한 것으로 인정되는 때에는 이를 변경하고, 그 변경사실을 공표하여야 한다(자본시장법 제68조 제3항; 동법 시행령 제66조의2 제5항). 또한 투자매매업자 또는 투자중개업자는 최선집행기준의 내용에 대하여 점검한 결과를 10년 이상 서면 또는 전자문서의 형태로 기록·유지하여야 한다(금융투자업규정 제4-17조의3 제2항 [별표 12]). 최선집행의 개념은 정보통신기술의 진보, 시장의 발전과 함께 변화하므로, 이에 따라 투자매매업자 또는 투자중개업자에게도 최선집행의무의 기준을 높이는 노력을 할 필요가 있으므로,<sup>88)</sup> 정기적으로 최선집행기준의 내용을 점검하도록 의무화한 것이다. 다만, 최선집행기준의 내용에 대한 재검토만 의무화되어 있을 뿐, 거래장소 등 최선집행기준의 변경에 관하여는 투자매매업자 또는 투자중개업자의 판단에 위임되어 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

한편, 최선집행기준을 정기적으로 점검하는 것은 집행서비스의 질을 지속적으로 향상시키기 위한 것이므로, 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 집행의 질에 대해서도 점검하도록 할 필요가 있을 것이다. 이 점과 관련하여, 미국에 있어서는 투자중개업자에 대하여 개별주문별(order-by-order)로 또는 정기적으로(최소한 분기당 1회) 주문집행의 실적 수준을 점검하는 절차를 통하여 최선집행 여부를 검토하도록 하고 있다.<sup>89)</sup> 또한 유럽연합의 금융상품시장지침에서도 투자회사는 집행방침을 책정한 후에 주문의 집행방식(execution arrangements)과 집행방침(execution policy)의 결함을 찾아내고, 필요한 경우에 이를 시정하기 위하여 그 유효성에 관하여 점검하여야 한다고 정하고 있다. 투자회사는 주문집행방침 및 집행방식에 관하여 매년 또는 중대한 변화가 발생할 때마다 재검토하여야 한다(MiFID implementing Directive 제46조 제1항).<sup>90)</sup> 그리고 호주의 경우에는 증권회사에 대하여 주문전송에 영향을 미치는 중요한 상황변화가 있을 때마다 이러한 집행방침 및 절차와 그 이행을 점검하여야 한다고 규정하고 있다(Market Integrity Rules 3.2.3).<sup>91)</sup>

생각건대, 최선집행기준의 점검에 관하여 여러 외국의 경우에는 시장 등 상황변

88) Newton v. Merrill Lynch, 135 F. 3d 270(3d Cir. 1998); 장근영, 앞의 논문, 90면.

89) FINRA Rule 5310(Best Execution and Interpositioning) Supplementary Material 09 Regular and Rigorous Review of Execution Quality (a), (b); 장근영, 앞의 논문, 74면.

90) 大橋善晃, 앞의 논문, 18頁; 神山哲也, 앞의 논문, 56頁; 장근영, 앞의 논문, 81면; 시장감시위원회 시장감시지원부, 앞의 논문, 29면 이하.

91) 장근영, 앞의 논문, 83면.

회에 탄력적이고 유연하게 대처할 수 있도록 규정하고 있다는 점에서 우리나라와 차이가 있다. 또한 집행의 질을 점검한다고 해서 반드시 최선집행이 확보된다는 의미는 아니지만, 최선집행기준의 점검이 투자매매업자 또는 투자중개업자가 집행상의 과실 등을 인식하고 수정하기 위한 일종의 품질관리수단으로서의 의미를 가지는 것이고,<sup>92)</sup> 그 점검의 결과가 실제로 집행되는 투자자의 주문의 성과로 이어져야 의미가 있다는 점에서 집행의 질을 점검대상에 포함시키는 것을 고려할 필요가 있다.<sup>93)</sup>

## 2. 최선집행기준의 공표의무

### (1) 의 의

투자매매업자 또는 투자중개업자는 최선집행기준을 공표하여야 한다(자본시장법 제68조 제1항). 일본의 경우에도 우리나라와 같이 금융상품거래업자 등에 대하여 내각부령으로 정하는 바에 따라 최선집행방침(최선집행기준) 등을 공표하도록 규정하고 있다(일본 금융상품거래법 제40조의2 제2항).

우리나라의 최선집행의무는 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 최선집행기준을 투자자에게 공표하는 것을 중심적 내용으로 하고 있다. 이러한 공표의무는 단지 '공표'에 그치는 것으로 법률상 최선집행기준의 내용을 투자자에게 설명하는 것까지 요구하는 것은 아니다.<sup>94)</sup> 이러한 입법태도와 관련하여 생각건대, 추상적인 최선집행기준을 단순히 고객에게 공표하는 것만으로는 실제의 집행방법에 관한 정보가 공시되는 것이 아니므로, 이러한 수준의 최선집행기준의 공표만으로는 투자자보호를 위한 효과는 기대할 수 없을 것이다. 오히려 투자자에게 의미가 있는 것은 투자매매업자 또는 투자중개업자가 주문을 어떻게 집행하였는가에 관한 정보를 공시하는 것이다.<sup>95)</sup> 미국<sup>96)</sup>이나 유럽연합<sup>97)</sup>의 경우에는 최선집행을 보장하기 위하

92) 梅本剛正, 앞의 책, 37頁.

93) FSA, Best Execution, Consultation Paper 154(CP 154), October 2002; 梅本剛正, 앞의 책, 36頁.

94) 中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 34頁.

95) 梅本剛正, 앞의 책, 40-41頁.

96) 미국의 전국시장시스템에 관한 규정 Rule 605는 보고서를 통해 다양한 거래정보를 매월 공시하도록 하는 의무를 마켓센터(market center)에 대하여 부과하고 있다. 이러한 보고서는 전자적 방식으로 작성되어야 하며, 개개 증권별, 주문유형별, 주문규모별로 분류되어야 한다. Rule 606은 투자중개업자에 대하여 전국시장시스템(NMS) 대상증권에 대한 별도지시 없는 주문의 전송에 관한 보고서를 3개월마다 공표하도록 하고 있다(장근영, 앞의 논문, 78면).



여 다양한 정보를 공시하도록 하고 있는데, 가격형성절차의 효율성과 공정성을 달성하고 시장에 대한 신뢰를 유지하기 위하여 가격과 수량정보 등에 대한 적정한 수준의 거래정보의 투명성이 보장될 필요가 있다는 점에서, 이를 참조할 필요가 있다고 본다.<sup>98)</sup>

한편, 최선집행기준을 공표한다는 것은 이를 불특정 다수에게 알리는 것이므로, 투자매매업자 또는 투자중개업자의 잠재적 고객으로 하여금 최선집행기준을 확인할 수 있도록 하기 위한 것이다. 따라서 투자매매업자 또는 투자중개업자는 한편으로는 당해 투자매매업자 또는 투자중개업자가 계좌를 보유하는 투자자 전원에게 최선집행기준을 교부하였다고 하더라도 공표의무를 면할 수 없고, 다른 한편으로는 투자자로부터 실제로 주문을 접수하는 단계가 아니라고 하여 최선집행기준을 확인할 수 없도록 하는 것도 허용되지 않는다.<sup>99)</sup>

## (2) 공표방법

최선집행기준의 공표 또는 그 변경사실의 공표는 ① 투자매매업자 또는 투자중개업자의 본점과 지점, 그 밖의 영업소에 게시하거나 비치하여 열람에 제공하는 방법, ② 투자매매업자 또는 투자중개업자의 인터넷홈페이지를 이용하여 공시하는 방법으로 하여야 한다(자본시장법 시행령 제66조의2 제3항 전단).

그런데 일본의 금융상품거래법 등에 관한 내각부령 제124조 제2항이 인정하고 있는 바와 같이, 자동송신에 의하여 투자자의 주문을 받는 경우에는 최선집행기준을 자동송신하거나 또는 투자자의 요구에 응하여 우편, 전자우편 또는 팩스 등을 이용하여 송신하는 방법에 의하여 최선집행기준을 공표할 수 있는지 여부가 문제된다.

97) 유럽연합의 금융상품시장지침은 조직적 내부주문집행업자, 규제시장, 다자간거래시스템에 대하여 거래 전·후의 투명성 요건을 두고 있다(MiFID 제27조, 제28조, 제29조, 제30조, 제44조, 제45조). ① 거래 전 투명성 요건으로서 조직적 내부주문집행업자에 대하여는 규제시장에서 거래할 수 있는 종목으로서 유동성이 높은 종목에 대하여는 통상적인 규모의 주문에 대하여는 호가를 공시하도록 규정하고 있고, 규제시장 및 다자간거래시스템에 대하여는 규제시장에서 거래되는 종목으로 당해 시장 및 시스템으로 제시되는 최근의 매도가격, 매수가격 및 주문량을 공시하도록 하고 있다. ② 거래 후 투명성 요건은 조직적 내부주문집행업자, 규제시장 및 다자간거래시스템에 모두 적용되는데 거래의 가격, 수량, 시간을 공시하도록 하고 있다(神山哲也, 앞의 논문, 58-60頁).

98) 동지: 송민규·연태훈, 『ATS 도입에 따른 관련 제도 정비방향(금융VIP시리즈 2011-26)』(한국금융연구원, 2011, 12), 40면; 木村眞生子, “市場・取引所概念の再構築-PTS規制の現状と課題に関する一考察(下),” 『証券經濟研究』, 第72號(日本証券經濟研究所, 2010, 12), 169頁.

99) 中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 34頁.

이에 관하여 자본시장법 시행령 제66조의2 제3항의 ‘다음 각 호의 모든 방법을 포함하는 방법’의 문구를 ‘다음 각 호의 방법을 포함하는 모든 방법’으로 해석하여, 자동송신의 방법이나 투자자의 요구에 따른 우편 또는 팩스에 의한 방법에 의하여 공표할 수 있다고 보아야 한다. 왜냐하면 최선집행기준 설명서를 교부하는 방법으로서 팩스가 인정되고 있고(자본시장법 제68조 제4항; 동법 시행령 제66조의2 제6항), 최선집행보고서는 전화, 전신, 또는 모사전송, 전자우편, 그 밖에 이와 비슷한 전자통신으로 제공할 수 있기 때문이다(동법 시행령 제66조의2 제4항; 금융투자업규정 제4-17조의3 제1항 제1호).<sup>100)</sup>

한편, 최선집행기준의 변경사실은 이유를 포함하여 공표하도록 규정하고 있다(자본시장법 제68조 제3항; 동법 시행령 제66조의2 제3항 후단). 유럽연합 금융상품시장지침에 의하면 주문집행방침에 기재된 거래장소에서 최선의 결과를 얻었는지 여부 또는 집행방식이나 방침에 중요한 변화가 있는 때에는 고객에게 통지하도록 규정하고 있다(MIFID 제21조 제4항).<sup>101)</sup> 생각건대, 최선집행기준을 변경하는 경우 그 이유를 포함하여 공표하도록 규정하고 있는 것은 투자자의 청약 또는 주문에 관한 의사결정과 투자매매업자 또는 투자중개업자의 최선집행의무의 수행 여부에 대한 검증기준이 되는 투자자보호의 핵심사항이기 때문이다. 따라서 최선집행기준 중 중요부분이 변경되는 때에는 적어도 통지하여야 할 것이다.

### 3. 최선집행기준에 따른 주문의 집행의무

#### (1) 원 칙

##### 1) 의 의

자본시장법은 제68조 제2항에서 투자매매업자나 투자중개업자는 최선집행기준에 따라 금융투자상품의 매매에 관한 투자자의 청약 또는 주문을 집행하여야 한다고 규정하고 있을 뿐, 구체적인 절차나 내용에 대한 규정을 두고 있지 않다. 일본의

100) 팩스(fax)와 모사전송은 동일한 의미라는 점에서 용어의 통일이 필요하다.

101) 독일 증권거래법 제33a조 제6항 제1호와 제3호에 의하면, 최초의 주문집행 전에 주문집행방침에 대해 고객에게 통지하고 고객의 동의를 받아야 하고, 주문집행방침에 대한 고객의 동의는 1회로 충분하며, 그 주문집행방침의 변경에는 동의가 필요 없으나, 중요부분의 변경시 지체없이 고객에게 통지할 의무가 있다(정대익, 앞의 논문, 244면).

경우에도 우리나라와 유사하게 금융상품거래업자 등은 최선집행방침에 따라 유가증권 등 거래에 관한 주문을 집행하여야 한다고 규정하고 있을 뿐이다(금융상품거래법 제40조의2 제3항).

최선집행의무는 '당해 시장의 조건하에서 가능한 한' 최선의 거래를 실현해야 할 의무이므로, 당해 거래가 집행된 시점의 증권시장 전체의 시스템에 따라 그 구체적인 내용이 달라질 수 있다. 또한 투자매매업자나 투자중개업자가 주문을 집행하는 것은 투자자의 상당한 경제적 부담하에서 이루어지는 것이라는 점에서 당해 주문의 집행에 관하여 투자자가 어느 정도의 비용을 부담할 의사가 있는 것인지 여부도 고려되어야 할 것이다.<sup>102)</sup>

우리나라는 현재 다자간매매체결회사가 도입되어 시장분할이 시작된 시점이고, 시장간의 호가·매매정보 집중시스템 및 주문전송시스템이 구축되지 않은 상황이다. 따라서 미국과 같이 고객주문이 접수되는 시점에서 매번 가장 유리한 시장을 선택하여 주문을 실행하는 방안은 현실적으로 어렵다. 이러한 사정들을 감안하여, 자본시장법은 유럽연합이나 일본처럼 투자매매업자 또는 투자중개업자가 미리 거래대상상품을 주문이 전송되는 거래장소를 자체적으로 선정하여 투자자에게 공표한 뒤, 이를 주기적으로 점검하는 형태로 최선집행의무를 이행할 수 있도록 규정하고 있다(자본시장법 제68조).<sup>103)</sup>

그런데 최선집행기준에 구체적으로 '당해 종목의 매매액이 가장 큰 시장으로 주문을 전송한다'고 규정한 경우에, 일률적으로 유동성이 가장 높은 시장에서 집행하는 것으로서 일반적으로 최선집행에 해당한다는 견해<sup>104)</sup>가 있다. 그러나 이러한 기준은 집행의 확실성을 중시한 것으로 볼 수 있지만, 관련 기준이 투자매매업자 또는 투자중개업자(금융상품거래업자)의 집행의무를 구속하여 오히려 다자간매매체결회사의 주문전송을 저해하는 요인이 되고 있다는 점<sup>105)</sup>에서 최선집행에 해당되지 않는다고 보아야 하고, 이에 관한 세심한 정책적 고려가 필요하다.

102) 神崎克郎, 앞의 논문, 9頁; 行澤一人, 앞의 논문, 17頁.

103) 박중민, 앞의 논문, 77면; 장근영, 앞의 논문, 89면.

104) 中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 33頁. 한편, 호주의 경우 시장분할이 시작된 시점에서 한시적으로 호주 정규거래소(ASX)의 가격만을 기준으로 최선집행의무를 수행할 수 있도록 허용해 주었다. 다만 이후에는 증권회사가 다른 거래시장들을 의무적으로 고려하여 최선집행이 가능한지 여부를 판단하여야 한다고 한다(이인형, 앞의 주 4)의 논문, 21면; 박중민, 앞의 논문, 77면; 장근영, 앞의 논문, 89면).

105) 木村眞生子, 앞의 주 4)의 논문, 124-125頁.

한편, 금융투자업자가 투자자의 주문을 제3자에게 위탁집행하는 경우에는 최선 집행기준의 준수에 필요한 조치를 위탁집행하는 제3자가 취하고 있음을 담보하여야 하며, 연간 1회 이상 자신의 최선집행기준을 검토하고, 정기적으로 고객주문을 위탁 집행하는 제3자가 최선집행기준의 준수에 필요한 조치를 취하면서 주문을 집행하는 지 여부를 감독하여야 하며, 필요한 경우 주문집행의 하자를 보완하여야 한다.<sup>106)</sup>

## 2) 최선집행의 절차

자본시장법에는 최선집행의 구체적인 절차에 관한 규정이 없으므로, 현재로서는 최선집행의무의 효율적 운용을 위한 해석론이 필요할 것으로 생각된다. 현시점에서 최선집행의 절차를 구체화하기 위해서는 외국의 사례를 참고하는 것이 유용할 것인데, 미국의 사례는 최선집행의 고려요소의 단일기준에서 살펴본 바와 같으므로, 여기에서는 유럽연합의 경우만 살펴보기로 한다.

유럽위원회는 2006년 2월에 발표된 시행지침안의 배경서(background note)<sup>107)</sup>에서 투자회사가 금융상품시장지침의 최선집행의무를 이행함에는 다음과 같은 5단계의 과정을 거칠 필요가 있다고 한다.

① 제1단계에서 투자회사는 투자자의 특성을 고려한 후에 가격, 비용, 신속성 등 여러 요소 중에서 어느 요소를 우선할 것인지를 결정한다. ② 제2단계에서 투자회사는 이용 가능한 거래장소를 분석하고, 제1단계에서 결정한 우선순위에 기초하여 어느 거래장소를 이용해야 할 것인가를 판단하며, 투자자의 주문을 해당 거래장소에서 집행할 수 있도록 필요한 조치를 강구한다. 투자회사는 ‘합리적인’ 범위 내에서 필요한 조치를 강구하는 것이 요구될 뿐이고, 비용과 효과가 합치되지 않는 조치를 강구하는 것까지 요구받는 것은 아니다. 따라서 투자회사가 이용 가능한 거래장소 전부에 직접 접근할 필요는 없고, 중개업자를 경유하여도 관계없다. ③ 제3단계에서 투자회사는 집행방침에 규정된 거래장소를 결정할 때의 요소를 근거로 하면서 적절한 거래장소에 투자자의 주문을 주문별로 전송한다. 유럽위원회는 최선집행의무가 투자자주문별로 적용되는 것에 관하여 직접적인 투자자보호의 관점에서 중요할 뿐만 아니라, 장기적으로는 거래장소간의 경쟁을 촉진하기 위하여도 불가결하다고 보고

106) 독일 증권거래법 제33a조 제8항 제2호, 제3호(정대익, 앞의 논문, 244-245면).

107) European Commission, "Background Note for the draft MiFID Implementing Directive," Feb. 2006, para. 7.7.1; 神山哲也, 앞의 논문, 56頁.

있다. ④ 제4단계에서 투자회사는 투자자주문을 최선의 조건을 가진 거래장소에서 집행하고, ⑤ 제5단계에서 정기적으로 집행방침을 재평가하고, 필요한 경우에는 거래장소를 변경한다.

## (2) 예 외

투자자가 청약 또는 주문의 처리에 관하여 별도의 지시를 하는 경우에는 최선 집행기준과 달리 처리할 수 있다고 규정하고 있다(자본시장법 시행령 제66조의2 제2항 단서). 이는 투자자의 다양한 수요에 탄력적으로 대응하기 위한 것이다.<sup>108)</sup>

외국의 경우에도 최선집행기준에 대한 예외를 명문의 규정 또는 해석에 의하여 인정하고 있다. 미국에서는 투자자가 특정한 시장으로 주문을 전송하도록 지시한 경우에는 투자중개업자는 단지 투자자의 주문조건에 따라 즉시 그 주문을 처리하면 된다.<sup>109)</sup> 유럽연합의 금융상품시장지침은 주문의 집행에 관하여 투자자의 특별한 지시가 있는 경우에 투자회사는 그에 따라야 한다고 명문으로 규정하고 있다(MIFID 제21조 제1항). 명문의 규정이 없는 일본에서는 ‘투자자로부터 시장에 관하여 별도의 지시가 있는 경우에는 당해 투자자의 지시를 우선한다’는 취지가 최선집행방침 등에 기재되어 있는 경우에는 투자자가 최선집행방침에 따른 시장 이외의 시장을 지정하고, 금융상품거래업자 등이 당해 지정에 따른 시장에서 집행하더라도 최선집행의무에 위반되지 않는다고 해석하고 있다.<sup>110)</sup>

한편, 이와 같은 예외에 해당하는 경우 투자자보호를 위하여 주문에 관한 일반 투자자의 지시가 있으면 최선집행기준이 적용되지 않는다는 점을 일반투자자에게 명확하게 고지할 필요가 있을 것이다.<sup>111)</sup> 또한, 부득이한 시스템상의 문제로 말미암아 주문이 집행되지 않거나 집행내용이 상이하게 되는 일이 발생하여 결과적으로 최선집행기준에 따르지 않은 집행이 된 경우에, 최선집행의무에 위반되지 않기 위하여는 최선집행기준에 ‘시스템상의 부득이한 중단 등이 발생한 경우에는 최선집행

108) 장근영, 앞의 논문, 71면.

109) 이 때 투자자의 주문을 전송받은 또 다른 증권회사가 증권산업규제기구(FINRA) 회원이라면 해당 투자중개업자는 증권산업규제기구 Rule 5310에 따라 그 주문을 처리하여야 한다(FINRA Rule 5310 (Best Execution and Interpositioning) Supplementary Material 08 Customer Instructions Regarding Order Handling; 장근영, 앞의 논문, 74면).

110) 長島・大野・常松法律事務所 編, 앞의 책, 739頁.

111) 독일 증권거래법 제33a조 제6항 제2호(정대익, 앞의 논문, 244면).

기준에서 정한 것과 다른 시장에서 집행될 수 있다'는 취지를 기재해 둘 필요가 있을 것이다.<sup>112)</sup>

#### 4. 최선집행기준 설명서의 교부의무

투자매매업자 또는 투자중개업자가 금융투자상품의 매매에 관한 청약 또는 주문을 받은 경우에는 미리 문서, 전자문서, 팩스의 방법으로 최선집행기준 설명서를 투자자에게 교부하여야 한다(자본시장법 제68조 제4항 본문; 동법 시행령 제66조의2 제6항).

최선집행기준 설명서의 교부의무와 최선집행기준의 공표의무는 별개의 의무이다. 따라서 기존의 모든 투자자에 대하여 최선집행기준 설명서를 교부하였다고 하더라도, 잠재적인 투자자도 있을 수 있으므로 최선집행기준의 공표를 생략해서는 안된다.<sup>113)</sup>

최선집행기준 설명서의 교부의무는 단지 '교부'에 그치는 것이고, 법률상 투자매매업자 또는 투자중개업자가 설명서를 교부하면서 투자자에게 최선집행기준의 내용에 관하여 설명하는 것까지 요구하는 것은 아니라는 견해가 있다.<sup>114)</sup> 그러나 최선집행기준 설명서를 투자자에게 교부하는 것만으로 충분하다고 할 수 없고, 서면교부에 그치지 않고 당해 투자자의 주문에 관하여 사전에 설명할 필요가 있다고 본다.<sup>115)</sup>

최선집행기준 설명서는 문서, 전자문서, 팩스의 방법으로 주문집행 이전에 교부하여야 한다(자본시장법 제68조 제4항 본문; 동법 시행령 제66조의2 제6항). 투자매매업자 또는 투자중개업자에 의하여 최선집행기준 설명서가 교부되는 경우에는 원칙적으로 투자자의 수령이 필요하지만, 투자매매업자 또는 투자중개업자가 최선집행기준 설명서를 투자자로부터 통지받은 주소<sup>116)</sup>로 발송한 경우에는 우편사정 등의

112) 長島・大野・常松法律事務所 編, 앞의 책, 739頁.

113) 위의 책, 740頁.

114) 위의 책, 739-740頁; 中西健太郎・小倉貴幸, 앞의 논문, 35頁.

115) 木村眞生子, 앞의 주 4)의 논문, 125頁; 河本一郎・大武泰南, 앞의 책, 594頁.

116) 예를 들면, 투자자가 주소를 변경한 후 새로운 주소를 투자매매업자 등에게 통지하였음에도 불구하고 투자매매업자 등이 당해 통지를 방치하여 구 주소로 최선집행기준 설명서를 송부하여, 투자자가 최선집행기준 설명서를 수령하지 못한 경우에는 투자매매업자 등은 통지받은 주소로 발송하였다고 할 수 없다.

사유에 의하여 그 설명서가 도달되지 않았더라도 면책된다고 해석된다.<sup>117)</sup> 그러나 투자매매업자 또는 투자중개업자가 최선집행기준 설명서를 투자자가 등록된 주소로 발송하였으나 그 최선집행기준 설명서가 반송된 경우와 같이, 투자매매업자 또는 투자중개업자가 투자자에게 최선집행기준 설명서가 교부되지 않았다는 것을 알고 있었음에도 불구하고 당해 투자자로부터 주문을 수탁한 때에는 최선집행의무에 위반하게 될 것이다.<sup>118)</sup>

한편, 이미 투자자에 대하여 최선집행기준 설명서(또는 변경된 최선집행기준 설명서)를 교부한 경우에는 다시 동일한 최선집행기준 설명서를 교부할 필요는 없다(자본시장법 제68조 제4항 단서). 다만, 최선집행기준 설명서는 최선집행기준을 요약 또는 생략하지 않고 전부 기재하여야 한다.<sup>119)</sup>

## 5. 최선집행보고서의 교부의무

### (1) 의의

투자매매업자 또는 투자중개업자는 투자자의 청약 또는 주문을 집행한 후 해당 투자자가 요구하는 때에는 그 청약 또는 주문이 최선집행기준에 따라 처리되었음을 증명하는 서면 등(이하 '최선집행보고서'라 한다)을 금융위원회가 정하여 고시하는 기준과 방법에 따라 그 투자자에게 제공하여야 한다(자본시장법 시행령 제66조의2 제4항).

이 규정의 취지는 투자매매업자 또는 투자중개업자가 최선집행기준에 따라 집행하였음을 투자자에 대하여 서면으로 설명하게 함으로써 투자자의 주문이 최선집행기준에 따라 집행되었음을 담보하려는 것이다.<sup>120)</sup> 유럽연합 금융상품시장지침도 투자자의 요청이 있는 경우에 투자회사는 투자자의 주문을 회사의 집행방침에 따라 집행하였음을 증명할 수 있어야 한다고 규정하고 있다(MiFID 제21조 제5항).<sup>121)</sup>

117) 최선집행보고서의 교부에 관하여도 동일하게 해석하는 견해가 있다(河本一郎·關要監修, 『(新訂版) 逐條解説証券取引法』(商事法務, 2002), 432頁).

118) 中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 35頁.

119) 長島·大野·常松法律事務所 編, 앞의 책, 739頁.

120) 위의 책, 740頁; 中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 36頁.

121) 독일 증권거래법 제33a조 제7항도 동일한 내용을 규정하고 있다(정대익, 앞의 논문, 244면).

## (2) 최선집행보고서의 기재내용

최선집행보고서에 기재해야 할 내용은 ① 금융투자상품의 종목, 수량 및 매도·매수의 구분 등 투자자의 매매주문내역, ② 매매주문이 체결된 시간, 장소, 그 밖에 체결내용 및 방법, ③ 매매주문이 최선집행기준에서 정한 절차에 따라 집행되었는지 여부 및 그 이유 등이다(금융투자업규정 제4-17조의3 제1항 제2호; 자본시장법 시행령 제66조의2 제4항).

①의 기재사항은 당해 최선집행보고서가 투자자의 어떠한 매매주문내역에 관하여 설명한 것인가를 특정하기 위한 것이다. 기재사항에 '접수일시'가 기재되는 경우에는 투자자 자신의 주문이 어떠한 속도로 약정되었는지 알 수 있게 된다. 이를 기재하게 하는 이유는 투자자의 주문이 최선의 조건으로 집행되었는지 여부는 가격뿐만 아니라 비용, 속도, 집행 가능성 등 다양한 요소를 종합적으로 고려하여 결정해야 하기 때문이다. ②의 기재사항은 투자자가 자신의 주문이 어떠한 시장에서 또는 어떠한 방법으로 집행되었는가를 알 수 있게 하기 위한 것이다. 예를 들면, 투자매매업자 또는 투자중개업자가 상대거래를 한 다른 증권회사에 전송한 사실 등을 기재하거나 단가, 금액, 수수료 등을 기재할 수도 있다.

## (3) 최선집행보고서의 교부방법 및 시기

투자매매업자 또는 투자중개업자는 투자자의 주문이 집행된 후 투자자가 요구한 날로부터 1개월 이내에 해당 투자자에 대하여 최선집행보고서를 교부하여야 한다(금융투자업규정 제4-17조의3 제1항 제3호; 자본시장법 시행령 제66조의2 제4항). 최선집행보고서는 ① 서면교부, 또는 ② 전화, 전신 또는 모사전송, 전자우편, 그 밖에 이와 비슷한 전자통신의 방법으로 투자자에게 교부하여야 한다(금융투자업규정 제4-17조의3 제1항 제1호; 자본시장법 시행령 제66조의2 제4항).

일본의 경우에 금융상품거래업자 등은 투자자의 주문이 집행된 후 3개월 이내에 투자자의 요구가 있는 때에는 그러한 요구를 받은 날로부터 20일 이내에 당해 투자자에게 교부하여야 한다. 다만, 특정투자자의 동의를 얻은 경우에는 당해 동의에 관한 기간(20일 이상의 기간에 한한다) 이내에 교부할 수 있도록 예외를 인정하고 있다(금융상품거래업 등에 관한 내각부령 제124조 제6항).<sup>122)</sup>

122) 이러한 예외를 허용하는 것은 특정투자자의 주문이 대량주문인 경우가 많고, 당해 특정투자자가 동



최선집행보고서의 교부시기와 관련하여 생각건대, 현행 규정에서 정한 바와 같이 투자매매업자 또는 투자중개업자로 하여금 해당 주문이 집행된 시기와 상관없이 투자자의 요구가 있는 경우에 최선집행보고서를 교부하게 하는 것은 적절하지 못하다고 본다. 투자매매업자 또는 투자중개업자의 투자자에 대한 효율적인 서비스 제공 및 해당 업무처리에 대한 부담 경감, 자료보관이나 유실에 따른 비용과 곤란의 구제 등을 위하여 투자자의 주문이 집행된 후 일정한 기간 내로 제한한 필요가 있다.

## IV. 최선집행의무 위반의 효과

### 1. 서 언

투자매매업자 또는 투자중개업자가 최선집행의무에 위반한 경우에 해당 금융투자업자는 행정절차에 의한 5천만원 이하의 과태료처분을 받게 된다(자본시장법 제449조 제1항 제28의2호).<sup>123)</sup> 또한 최선집행의무를 위반한 경우에는 손해배상에 관한 특칙이 없으므로, 손해를 입은 투자자는 해당 금융투자업자에 대해 금융투자업자의 주의의무 위반에 대한 증명책임전환을 규정한 자본시장법 제64조<sup>124)</sup>에 의한 손해배상책임을 물을 수 있다. 다만, 이 경우는 설명의무 위반으로 인한 손해배상책임을 규정한 제48조와 달리 손해액을 추정하지 않으므로, 투자자가 손해액과 인과관계를 증명하여야 한다. 한편, 투자자는 민법 제750조의 불법행위책임을 물을 수도 있다. 이 경우에도 투자자가 손해액을 증명하여야 한다는 점에서는 자본시장법 제64조와

의하는 경우까지 교부시기를 엄격하게 준수하게 할 필요성이 적기 때문이다(中西健太郎·小倉貴幸, 앞의 논문, 36頁).

123) 일본의 경우에 서면교부의무(금융상품거래법 제40조의2 제4항, 제5항)에 위반한 경우에는 과료의 대상이 되고(동법 제208조 제5호), 업무개선명령(동법 제51조 등)이나 감독상의 처분의 대상도 될 수 있다(동법 제52조 제1항 제6호 등).

124) 자본시장법 제64조에 의하면 금융투자업자는 법령 등에 위반하는 행위를 하거나 그 업무를 소홀히 하여 투자자에게 손해를 발생시킨 경우에는 그 손해를 배상할 책임이 있다. 다만, 배상의 책임을 질 금융투자업자가 투자매매업 또는 투자중개업과 집합투자업을 함께 영위함에 따라 발생하는 이해상충과 관련하여 제37조 제2항(투자자이익우선의무), 제44조(이익상충의 관리), 제45조(정보교류의 차단), 제71조(투자매매업자·투자중개업자의 불건전 영업행위의 금지) 또는 제85조(집합투자업자의 불건전 영업행위의 금지)를 위반한 경우 그 금융투자업자가 상당한 주의를 하였음을 증명하거나 투자자가 금융투자상품의 매매, 그 밖의 거래를 할 때에 그 사실을 안 경우에는 배상의 책임을 지지 아니한다.

실질적인 차이가 없다.<sup>125)</sup>

우리나라는 아직까지 최선집행의무 위반에 관한 논의도 부족하고 판례 또한 없는 실정이므로, 미국의 사례를 참고하면서 최선집행의무를 위반한 경우에 어떠한 책임을 부담하는지 살펴보기로 한다.

## 2. 행정처분

### (1) 투자중개업자의 책임

최선집행의무 위반이 행정처분의 대상이 되는 경우에 증권거래위원회는 간판이론(shingle theory) 또는 수탁자이론(fiduciary theory)에 의하여 규제하였다.<sup>126)</sup>

그런데 1947년의 Harry Marks의 사건에서, 증권거래위원회는 종래의 간판이론이나 수탁자이론에 의하지 않고 최선집행의무 자체가 독자적인 원인임을 제시함으로써 기존의 입장을 수정하였다. 이 사건은 무등록 투자중개업자인 Harry Marks가 투자자에게 Lime Cola 주식을 매각할 당시에 자신은 대리인으로서 행위한다는 것을 통지하면서, 자신이 비밀리에 입수한 Lime Cola 주식을 투자자의 매수주문으로 돌림으로써 매매수수료 이외에 개인적인 이익을 취한 자기매매행위에 관한 사안이다.<sup>127)</sup> 이 사안에 대하여, 증권거래위원회는 Harry Marks 등이 본인(투자자)을 위하여 가능한 한 최선의 가격을 구해야 하는 대리인으로서의 기본적인 의무를 해태하여 거래소에 주문을 제출하지도 않았을 뿐만 아니라, 투자자를 위하여 가능한 한 최선의 가격을 입수하지도 않은 것은 1934년 증권거래법규칙 10b-5의 사기방지조항을 위반하였다고 결정하였다.<sup>128)</sup>

125) 임재연, 『자본시장법』(박영사, 2014), 204면, 211면.

126) SEC, "MARKET 2000: An Examination of Current Equity Market Developments," January 1994, at V-1. 간판이론(shingle theory)이라 함은 투자중개·매매업자가 그 간판을 게시하여 영업을 하는 경우, 투자자를 공정하게 취급하고 증권업계의 규범이나 관행에 따라 행위할 것을 묵시적으로 표시하고 있는 것으로 간주하여, 당해 표시 위반이 불공정거래나 부당권유에 해당한다는 것을 의미한다(In re Duker & Duker, 6 S.E.C. 386, 388-389(1939)). 한편, 수탁자이론(fiduciary theory)은 투자중개·매매업자가 업계의 기준을 충족하지 못하는 경우, 고객에 대하여 사기의 행위를 행한 것으로 보아 이를 연방증권법의 사기방지조항 위반으로서 파악하는 것이다(D.A. Lipton, *op. cit.*, p.464, note 68).

127) In re Harris Marks, 25 S.E.C. 208(1947); 木村眞生子, 앞의 주 22)의 논문, 89頁.

128) In the Matter of Harry Marks, 25 S.E.C. 220(1947). 유사한 사례로서 In re Kidder, Peabody & Co., 43 S.E.C. 911(1968)이 있다(D.A. Lipton, *op. cit.*, p.468, note 97).

그 후 1952년의 고객보유계좌에서의 무권한거래<sup>129)</sup>에 있어서 더 유리한 가격으로 거래를 집행할 수 있었음에도 불구하고 그러한 사실을 투자자에 알리지 않은 사안에 관한 First Anchorage Corp. 사건<sup>130)</sup>과 1960년 주식의 양도절차를 부당하게 지연시키고 상당한 기간에 거래를 완결시키지 않은 것에 관한 Ned J. Bowman 사건<sup>131)</sup> 등에서, 증권거래위원회는 투자중개업자 등이 최선집행의무에 위반하였다고 하여 1934년 증권거래법규칙 10b-5의 사기방지조항 위반을 이유로 행정처분을 하였다.<sup>132)</sup>

## (2) 시장운영자 또는 시장조성자의 책임

2004년 주요 시장조성자(market maker)인 Knight Securities, L.P.에 대한 행정절차 사건에서, 증권거래위원회는 Knight Securities가 42명의 기관투자자의 주문집행당시에 중개인자유성립가주문(not held, market not held order)<sup>133)</sup>을 통하여 과도한 이익을 취한 것은 최선집행의무를 위반한 것이라고 하여 거액의 민사제재금을 부과하였다.<sup>134)</sup> 이에 대하여 Knight Securities는 소를 제기하여 SEC v. Pasternak 사건<sup>135)</sup>에서 증권거래위원회가 내린 처분의 부당성을 다투고 있다.

## 3. 손해배상책임

### (1) 의무위반의 판단시점

투자매매업자 또는 투자중개업자는 집행시점을 기준으로 최선집행의무를 판단

129) 부정거래( unauthorized transaction)라고도 한다. 증권회사에 의한 권한 외의 거래는 보통법(common law)상 대리의 범리뿐만 아니라 자율규제기관이 정하는 각종 행위규범에도 위반된다. 그러나 무권한거래가 사기나 부실표시 등의 사실을 수반하지 않으면 1934년 증권거래법규칙 10b-5 위반에 해당되지 않는다(Norman S. Poser & James A. Fanto, *Broker-Dealer Law and Regulation*, Aspen, (4th ed., 2007), at §20.01[D], 20-3-20-4).

130) In the Matter of First Anchorage Corp., 34 S.E.C. 299(1952).

131) In the Matter of Ned J. Bowman, 39 S.E.C. 879(1960).

132) Allen Ferrell, "A Proposal for Solving the 'Payment for Order Flow' problem," *Southern California Law Review*, Vol. 74, No. 4(May 2001), p.1068.

133) 기관투자자가 투자중개·매매업자에게 거래의 시간과 가격에 관한 재량권을 부여한 주문을 말한다. 전미증권업협회(NASD)는 not-held(중개인자유성립가주문, market not held order)를 'working order'라고 한다(NASD, NASD Notice to Members 97-57(September 1997), p.460).

134) In the Matter of Knight Securities L.P., Securities Exchange Act of 1934 Release No. 50867 (December 16, 2004).

135) SEC v. Pasternak and Leighton, 561 F. Supp. 2d 459(D.N.J. 2008).

하기 위한 요소로서 가격, 비용, 속도, 집행 가능성 등 가격 이외의 요소를 종합적으로 고려하여 독자적인 최선집행기준을 정하면 충분하다고 해석되고 있다. 즉, 투자매매업자 또는 투자중개업자 등이 행한 일련의 절차가 집행시점에 합리성을 흠결한 경우나 명백한 절차위반 등이 없는 한 투자매매업자 또는 투자중개업자의 최선집행의무 위반이 문제되지 않는다. 따라서 당해 주문이 집행된 가격이 사후적으로 보아 최선의 가격이 아니라고 하더라도 최선집행의무위반이 문제되는 것은 아니다.<sup>136)</sup>

## (2) 손해배상책임의 내용

### 1) 책임의 근거

투자매매업자 또는 투자중개업자의 최선집행의무 위반을 근거로 투자자에게 직접청구권이 발생하는 것은 아니지만, 최선집행의무에 관한 규정은 보호법규로서의 성격을 가지기 때문에 최선집행의무 위반은 보호법규 위반에 해당하게 되어 투자자의 금융투자업자에 대한 불법행위법상의 청구권으로서 손해배상청구권이 발생할 수 있다.<sup>137)</sup> 즉, 금융투자업자는 최선집행의무에 기초하여 투자자주문의 취급에 관한 주의의무의 기준을 정해야 하므로, 금융투자업자에 의하여 임의로 정해진 최선집행기준이 손해배상청구의 근거가 된다.<sup>138)</sup>

한편, 자율규제기관이 최선집행에 관한 증권거래위원회 규칙을 강화한 내용의 내부규칙을 만들었는데, 투자중개업자가 그 규칙에 위반한 경우에 개인투자자는 투자중개업자에 대하여 당해 규칙 위반을 이유로 손해배상책임을 추궁할 수 있는지 여부와 관련하여, 자율규제기관의 규칙이 증권거래위원회규칙의 대응으로서 기능하고 있는 경우에 한하여 개인투자자는 자율규제기관이 정한 규칙 위반을 근거로 한 손해배상청구권을 가진다고 시사한 판결<sup>139)</sup>도 있으나, 일반적으로는 부정적으로 해석되고 있다.<sup>140)</sup>

136) 川村正幸編, 『金融商品取引法(第4版)』(中央經濟社, 2012), 409頁; 木村眞生子, 앞의 주 22)의 논문, 94頁; 行澤一人, 앞의 논문, 21頁.

137) 정대익, 앞의 논문, 243면 각주 62).

138) FSA, Best Execution, Consultation Paper 154(CP 154), October 2002, para. 2.2; 梅本剛正, 앞의 책, 31頁.

139) Colonial Realty Corp. v. Bache & Co., 358 F.2d 178(2d Cir. 1966).

140) Buttrey v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., 410 F.2d 135(7th Cir. 1969)(Nicholas Wolfson & Thomas A. Russo, *The Stock Exchange Member: Liability for Violation of Stock Exchange Rules*, 58 Cal. L. Rev. 1120(1970)).

## 2) 최선집행기준의 준수 여부에 따른 책임 여하

투자매매업자 또는 투자중개업자가 자신이 임의로 정한 최선집행기준에 따르는 경우에 최선집행의무를 준수하고 있는 것인지 여부가 문제된다.<sup>141)</sup>

투자자의 주문집행에 관한 투자매매업자 또는 투자중개업자의 행위가 당해 최선집행기준에 반하는 경우, 투자매매업자 또는 투자중개업자는 고의·과실에 관계없이 자본시장법 제68조의 최선집행의무 위반에 의한 채무불이행책임을 투자자에 대하여 부담하게 된다. 왜냐하면 최선집행기준에 따라 투자매매업자 또는 투자중개업자와 투자자가 위탁계약을 한 때, 당해 최선집행기준은 양자의 합의에 관한 위탁의 취지를 표시하는 것으로서 최선집행의무의 내용을 구성하게 되기 때문이다.

그런데 투자자의 주문집행에 관한 투자매매업자 또는 투자중개업자의 행위가 당해 최선집행기준에 반하지 않음에도 불구하고, 투자매매업자 또는 투자중개업자에 대하여 최선집행의무에 따른 사법상의 책임을 물을 수 있는지 여부가 문제된다. 이 문제와 관련하여, 일본에서는 최선집행기준에 명시적으로 반하지 않더라도 일본 금융상품거래법 제36조(우리 자본시장법 제37조)에 따라 당해 투자매매업자 또는 투자중개업자의 행위에 대하여 최선집행의무위반을 이유로 사법상의 책임을 물을 수 있다고 해석해야 한다는 견해가 있다.<sup>142)</sup> 이에 의하면, 미국의 Newton 사건과 같이 투자자가 특별히 당해 거래에 대하여 명시적 요구를 하지 않는 한, 투자매매업자 또는 투자중개업자가 최선집행기준과 달리 실제로 집행할 수 있는 최선의 가격에 의하여 주문이 집행되는 것이 투자자의 합리적인 기대이고 위탁의 취지라고 추정할 수 있기 때문이라고 한다.<sup>143)</sup>

생각건대, 최선집행의무의 적용대상과 부담주체가 명문으로 규정되어 있고, 최선집행기준은 투자매매업자 또는 투자중개업자와 투자자 간의 위탁의 취지를 구성하는 중요한 요소인데, 최선집행기준과 달리 실제로 집행할 수 있는 최선의 가격에 의하여 주문이 집행되는 것이 위탁의 취지라고 해석하는 것은, 투자매매업자 또는 투자중개업자에게 과도한 부담을 지우게 될 뿐만 아니라 최선집행기준을 정기적으로 점검할 의무를 부과하고 있는 점에서 받아들이기 어렵다.

141) 行澤一人, 앞의 논문, 16頁.

142) 神崎克郎, 앞의 논문, 8頁; 行澤一人, 앞의 논문, 22頁.

143) 일본금융상품거래법 제40조의2(최선집행의무)의 적용대상이 아닌 파생상품거래에 관하여도 사법상 최선집행의무를 인정할 수 있고, 금융상품거래법상의 의무이행자가 아닌 금융상품중개업자에게 신의성실의무의 일환으로서 최선집행의무가 적용된다고 한다(木村眞生子, 앞의 주 22)의 논문, 95頁).

## 3) 의무위반의 유형

최선집행의무에 위반한 경우로서 미국의 경우에는 ① 전국최우선매수매도호가에서조차 집행되지 않은 경우, ② 상당한 기간 내에 투자자의 주문을 집행하지 않은 경우, ③ 위탁받지 않은 거래를 한 경우, ④ 필연성 없이 제3자를 이용하여 투자자의 주문을 집행한 경우, ⑤ 자기가 주문의 상대방이 되는 등 이익상반을 은닉하고 거래를 한 경우 등 5가지로 분류된다고 한다.<sup>144)</sup> 다만, 이들 사례는 투자중개·매매업자가 위탁의 본지에 따르지 않은 경우에 관한 것이고, 일반적으로 최선집행의무가 문제되는 시장의 선택에 관한 사례는 아니다.<sup>145)</sup>

한편, 일본은 미국의 Newton 사건을 참조하여 최선집행의무 위반이 문제되는 경우로서 다음 2가지를 예시하고 있다.<sup>146)</sup> ① 대체거래시스템을 이용함으로써 투자자에게 더 유리한 가격을 제시하는 것이 기술적으로 가능함에도, 투자자에 대하여 이보다 불리한 시장의 최선호가를 제시하여 자신이 상대방이 되고, 또한 이러한 자신의 포지션에 관하여는 대체적 거래시스템을 이용하여 더 유리한 가격으로 해소함으로써 위험을 취하지 않고 차액(spread)을 향수하는 것과 같은 집행방법을 정하는 경우, ② 구체적인 집행방법에 있어서 이익상반의 가능성이 있는 경우, 즉 주문전송의 대가지급(payment for order flow), 특혜적 주문전송(preferencing), 내부주문집행(internalization)<sup>147)</sup> 등이다.<sup>148)</sup> 일본이 최선집행의무 위반으로 열거하고 있는 경우는 집행방법에 관한 미국의 ⑤의 사례에 해당한다고 볼 수 있다.

한편, 최선집행의무에 의하여 투자중개·매매업자가 투자자의 주문을 내부주문 집행할 수 있는 것은 그 주문집행을 정규거래소(규제시장) 및 다른 시장에 중개할 경우와 동등한 조건을 충족시키거나, 혹은 그에 의하여 보다 양호한 조건을 충족하는

144) Allen Ferrell, "The Allocation of Investors' Order and Inefficient Market Competition: A Proposal," Harvard Law School, Law and Economics Discussion Paper No. 281 (April 2000), p.31.

145) 梅本剛正, 앞의 책, 21頁.

146) 高橋康文 編著, 『平成16年証券取引法改正のすべて』(第一法規, 2005), 77頁.

147) 주문전송의 대가지급(Payment for Order Flow)은 종목별 전문중개업자(specialist) 등이 중개업자에게 뇌물(kick back)을 제공하여 매매주문을 집중하는 것을 말한다. 주문전송의 대가지급은 특히 대량주문을 취급할 수 없는 비교적 소규모의 증권회사에게 있어 이점이 크다. 특혜적 주문전송(Preferencing)은 중개업자가 특정업자와 계열관계에 있고, 주문을 당해 업자에게 모두 전송하는 것을 말한다. 내부주문집행(internalization)이라 함은 고객의 위탁주문에 대하여 자기에겐 향하는 것을 말한다. 미국은 34년법규칙 10b-10이나 11Ac1-3에 의하여 증권업자에 대하여 주문전송의 대가지급에 관하여 고객에 대한 공의의무 내지 설명의무를 부과하고 있다(大崎貞和, 앞의 주 61)의 논문, 2-3頁; 김이수, 앞의 논문, 83-84면).

148) 木村眞生子, 앞의 주 22)의 논문, 95頁.

경우로 한정하고 있다. 따라서 내부주문집행이 최선집행의무에 위반하는 경우도 발생할 수 있음을 의미한다.<sup>149)</sup>

#### 4) 증명책임

투자자와 투자매매업자 또는 투자중개업자 간에 최선집행의무 위반이 다투어지는 것은 투자매매업자 또는 투자중개업자는 최선집행의무를 이행했다고 주장하고, 투자자는 투자매매업자 또는 투자중개업자가 이 의무를 위반하였다고 주장하는 경우이므로, 결국 증명책임이 문제된다.

투자매매업자 또는 투자중개업자가 매매주문의 집행에서 최선집행의 요건을 충족하였는지 여부는 사실인정의 문제이므로, 최선집행의무 위반을 구성하는 사실에 관한 증명책임은 투자자에게 있다.<sup>150)</sup> 따라서 최선집행기준이 명확하지 않은 경우에는 투자매매업자 또는 투자중개업자의 거래체결행위가 투자자의 이익에 반하는 것임을 증명하기가 곤란할 것이라는 점에 비추어, 투자매매업자 또는 투자중개업자의 책임이 인정되는 경우는 매우 제한적일 수밖에 없을 것으로 예견된다.<sup>151)</sup>

### 4. 과징금 등의 도입

최선집행의무에 위반한 경우에 투자매매업자 또는 투자중개업자는 행정절차에 의한 처분 또는 민사소송에 의한 제재(손해배상)를 받게 된다.

그러나 민사소송을 통하여 피해를 입은 투자자가 구제받는 것은 쉽지 않다. 이는 최선집행의무 위반을 이유로 민사소송을 제기하거나 승소하는 것이 용이하지 않기 때문이다.<sup>152)</sup> 그 이유는 대체로 다음과 같다. 첫째, 소송비용상의 문제이다. 최선의 가격이 실제의 집행가격과 근소한 차이 밖에 없는 경우도 많고, 최선집행의무에 위반하여 발생한 손해라고 하여도 소송이 수지가 맞을 정도로 고액인 것으로는 되기 어렵다.<sup>153)</sup> 둘째, 원고(투자자)에게 충분한 소송원인이 있어 소송을 제기하여도

149) FSA, Implementing MiFID's best execution requirements, Discussion Paper 06/3, May 2006, p.19; 김이수, 앞의 논문, 100면.

150) 임재연, 앞의 책, 204면; 김이수, 앞의 논문, 105면; SEC v. Pasternak and Leighton, 561 F. Supp. 2d 508(D.N.J. 2008).

151) 김이수, 앞의 논문, 105면.

152) David A. Lipton, *op. cit.*, pp.471-472.

153) Jonathan R. Macey & Maureen O'Hara, "The Law and Economics of Best Execution," 6 *J. Fin.*

손해배상의 선례를 남기지 않기 위해 피고(투자중개·매매업자)에 의하여 조정이나 화해로 종결되는 사례가 적지 않을 것이다. 셋째, 원고(투자자)가 소송과정에서 피고의 최선집행의무 위반을 증명하는 것이 극히 곤란하다.<sup>154)</sup> 넷째, 미국의 전국시장시스템과 같이 전체 시장의 거래가격을 확인할 수 있는 환경이 조성되지 않은 시장환경에서는 투자매매업자 또는 투자중개업자와 투자자 쌍방 모두에게 '최선의 가격'으로 집행할 수 있었는지 여부를 정밀조사할 수단이 없다.<sup>155)</sup>

우리나라에서는 아직 최선집행의무에 관한 논의도 부족하고 판례 또한 없는 상태이기는 하지만, 종래 민사소송에 의한 증권관련 소송의 피해구제 사례나 미국의 사례에 비추어 볼 때 최선집행의무 위반을 이유로 한 손해배상청구소송을 통해 피해를 구제받기는 쉽지 않을 것으로 판단된다. 그러므로 과징금제도나 증권관련 집단소송제도를 통하여 최선집행의무 위반으로 인하여 피해를 입은 투자자를 구제하는 방안이 적극적으로 강구될 필요가 있다고 본다.

## V. 맺음말

자본시장개혁은 시장간 경쟁을 촉진하고 증권시장 전체의 경쟁적 체질을 유지하면서 어떻게 시장의 투명성·공정성을 최대한 확보하고, 투자자의 이익을 보호하는가의 이율배반적 명제를 추구하는 과정이라고 할 수 있다.<sup>156)</sup> 현재 우리나라의

*Intermediation* 188, p.190(1997); Michael A. Perino, "Fraud and Federalism: Preempting Private State Securities Fraud Causes of Action," 50 *STAN. L. REV.* 273, 284(1998); 梅本剛正, 앞의 책, 42-43頁. 최선집행의무 위반은 일반적으로 소의 액수가 적고 피해가 광범위하게 미치므로, 집단소송(class action) 제도가 친한 바, 미국의 1960년대 집단소송의 증가는 최선집행의무의 법리를 발전시키는 중요한 계기가 되었다. 한편, 1934년 증권거래법규칙 10b-5 위반에 관한 집단소송으로서 Newton 사건을 비판적으로 고찰한 문헌으로서 Brian J. Wanamaker, "Class Actions and Rule 10b-5: A Critique of *Newton v. Merrill Lynch*," 80 *Wash. U. L. Q.* 997(2002).

154) Lesko 사건 판결에서는 집행시장의 선택에 있어서 투자중개업자의 행위가 인식 있는 과실 또는 사기적 행위에 상당하다는 점과 최선의 가격을 얻기 위한 노력을 해태하였다는 점을 증명을 하지 못하여 청구가 기각되었다(Lesko v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc., No. C-78-1740 (N.D. Ohio, Dec. 22, 1978)). 또한 Newton 사건 판결과 이를 인용한 Gurfein 사건 판결에서는 주문을 전송함에 있어 어느 시장이 적절한 시장인지 입증하지 못하였다는 점에서 청구가 기각되었다(Gurfein v. Ameritrade, Inc., 312 Fed. Appx. 410(2d Cir, 2009)). Pasternak 사건 판결에서도 증권거래위원회가 충분한 증거를 제시하지 못하여 최선집행의무 위반의 부존재가 인정되었다(SEC v. Pasternak, 561 F. Supp. 2d 459(D.N.J., 2008)).

155) David A. Lipton, *op. cit.*, pp.471-472.



자본시장은 한편으로는 관련 규제를 대폭적으로 완화함으로써 시장간 경쟁을 유도하고, 다른 한편으로는 최선집행의무가 실질적으로 투자자보호를 위한 제도로서 기능할 수 있도록 운용할 필요가 있다.

최선집행의무의 부담주체가 투자매매업자 또는 투자중개업자에 한정되고, 대상 금융투자상품도 상장증권과 주권예탁증권에 한정되어 있다. 실질적인 시장간 경쟁을 유도하기 위하여는 부담주체와 대상금융투자상품에 관한 범위를 대폭 확대할 필요가 있다. 이와 함께 다자간매매체결회사의 정의에 비상장주식의 매매체결업무를 수행하는 내부주문집행업무를 제외됨으로써,<sup>157)</sup> 비상장거래주식에 대한 증권산업의 업무영역에 관한 범위에 혼란을 초래되고 있을 뿐만 아니라 기존 시장에 아무런 변화 없이 금융투자업자에게 최선집행의무만 추가되었다는 점에서, 다자간매매체결회사에 비상장주식의 체결할 수 있는 내부주문집행업무를 추가할 필요가 있다.<sup>158)</sup> 또한 최선집행의무를 위반한 경우에 투자자보호를 위하여 현재의 손해배상책임 제도만으로는 부족하므로, 과징금제도와 집단소송제도를 도입할 필요가 있다.

한편, 거래소와 다자간매매체결회사는 집행장소로서 기능적으로 동일함에도 불구하고, 법적으로는 다자간매매체결회사를 '시장'으로서 취급하지 않고 금융투자업의 인가업무로 규정하고 있다(자본시장법 제8조의2 제5항). 그러나 미국에서는 법적으로 다자간매매체결회사를 거래소와 동일시하고(1934년 증권거래소법 규칙 3b-16(a)), 유럽연합에서는 투자회사의 내부주문집행도 기능적 동질성에서 동일한 집행장소로 간주하고 있는 점(MIFID 제4조 제1항 제15호)을 참고하고, 다자간매매체결회사는 '시장'의 의미를 가지고 있다는 점을 고려하여 다자간매매체결회사의 법적 지위를 근본적으로 재검토할 필요가 있다.

자본시장법은 효율성의 관점에서 다자간매매체결회사에서 이루어진 거래의 청산과 시장감시업무를 거래소가 담당하도록 규정하고 있다.<sup>159)</sup> 그러나 거래소에 의한 시장감시행위와 관련해서는 이익상반행위가 발생할 가능성이 있으며, 자칫 거래

156) 行澤一人, 앞의 논문, 16頁.

157) 투자은행(종합금융투자사업자)에 대하여 비상장주식의 매매체결업무인 내부주문집행업무를 수행할 수 있도록 하는 정부안이 KONEX 시장개설 등과 연계하여 자본시장 거시구조 정비 차원에서 중장기 검토사항으로서 삭제되었다(금융위원회, "자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안 정무위 법안소위 통과," 「보도자료」(2013. 4. 9)).

158) 동지: 김정수, 앞의 책, 300면; 엄경식, 앞의 논문, 23면, 26면.

159) 금융위원회, "자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안 입법예고: 우리나라 금융의 미래를 위한 자본시장법 개정 추진방안," 「보도자료」(2011. 7. 27), 12면.

소의 감시가 다자간매매체결회사와 같은 후발시장의 발전을 저해하는 요소로 작용하게 될 우려도 있다. 그런 반면 다자간매매체결회사는 규제비용이나 사무부담의 면에서 아무런 역할도 하지 않고 거래소의 시장감시기능에 소위 무임승차하는 이득을 누릴 수도 있다. 이런 측면에서 거래소와 다자간매매체결회사 간에 공평성이 문제되고 있다.<sup>160)</sup> 따라서 이러한 규제차익으로 인하여 최선집행의무에 영향을 미치지 않도록 할 필요가 있다.

최선집행의무의 도입에 따른 자본시장의 충격을 최소화하면서 감독의 효율성을 극대화하기 위한 방안으로 최선집행의무의 구체적 기준을 법령에서 모두 규정하는 것이 용이하지 않으므로, 자율규제기관에 의한 감독체계를 강화하는 차원에서 최선집행의무의 구체적 기준에 관한 규칙의 제정권을 거래소, 금융투자협회 등의 자율규제기관에 위임하는 등의 방안<sup>161)</sup>도 고려할 가치가 있다고 본다.

## ■ 참고문헌

- 김진식·정순섭, 『자본시장법(제3판)』, 두성사, 2013.  
 김정수, 『자본시장법원론(제2판)』, SFL그룹, 2014.  
 송민규·연태훈, 『ATS 도입에 따른 관련 제도 정비방향(금융VIP시리즈 2011-26)』, 한국금융연구원, 2011. 12.  
 엄경식·장병훈, 『미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점』, 한국증권연구원, 2007. 3.  
 이인형·강소현·김준석, 『글로벌 거래소 변화양상과 시사점』, 자본시장연구원, 2012.  
 임재연, 『자본시장법』, 박영사, 2014.  
 한국증권법학회, 『자본시장법(주석서 I)』, 박영사, 2009.
- 강소현, “ATS 도입에 따른 합리적 최선집행원칙 도입방안,” 『자본시장 Weekly』, 제2013-18호(자본시장연구원, 2013).  
 김영도·송민규·연태훈·이지언·임형준, “자본시장법 개정관련 제논점: 투자은행 활성화 및 ATS 도입을 중심으로,” 『금융학회 추계 정책심포지엄 proceeding』, 한국금융학회, 2011. 11.  
 김용재, “투자중개·매매업자의 주의의무에 관한 연구-미국 Broker·Dealer의 의무를 참조하여,” 『증권법연구』, 제14권 제3호(한국증권법학회, 2013. 12).  
 김 율, “자본시장 환경변화와 ‘가장성매매’ 규제-미국에서의 논의를 중심으로,” 『KRX Market』, 제

160) 김영도·송민규·연태훈·이지언·임형준, 앞의 논문, 22면; 木村眞生子, 앞의 주 98)의 논문, 175頁.

161) 박중민, 앞의 논문, 77-78면; 송중준, 앞의 논문, 9면.

101호(한국거래소, 2013).

김이수, “투자은행의 자기주문집행(Internalization) 영업의 허용 여부에 관한 고찰-유럽금융상품시장지침(MiFID)의 제정과 우리 법제에의 시사점,” 『법학연구』, 제50권 제2호(부산대학교 법학연구소, 2009. 10).

박중민, “바람직한 금융투자업 규제체계의 방향: 금융투자협회의 자율규제를 중심으로,” 『금융투자』, 통권 제156호(금융투자협회, 2013. 8).

송중준, “자본시장법 개정안 통과 의미와 과제,” 『금융투자』, 통권 제155호(금융투자협회, 2013. 6).

시장감시위원회 시장감시총괄부, “미국 주식시장 구조에 대한 미국 증권거래위원회(SEC) 개념 보고서,” 『자본시장 자율규제리포트』, 2010년 봄 제12호(한국거래소 시장감시위원회, 2010. 4).

시장감시위원회 시장감시지원부, “EU의 금융상품시장지침(MiFID) 주요내용,” 『증권선물시장 자율규제리포트』, 2007년 가을 제2호(한국증권선물거래소, 2007. 10).

엄경식, “대체거래시스템(ATS) 도입에 따른 과제,” 『기업법연구』, 제27권 제3호(한국기업법학회, 2013. 9).

이인형, “다자간매매체결회사 도입 여건 점검,” 『자본시장 Weekly』, 제2013-15호(자본시장연구원, 2013. 4. 16~4. 22).

\_\_\_\_\_, “대체거래시스템 전세계 동향과 시사점,” 『자본시장 인프라 선진화 방안 공청회 자료』, 자본시장연구원, 2011. 7.

\_\_\_\_\_, “자본시장법 개정에 따른 다자간매매체결회사의 등장과 파급효과,” 『KRX Market』, 제101호(한국거래소, 2013).

이인형·강소현·양진영, “다자간매매체결회사 도입에 따른 시장분할 영향평가와 정책 시사점”(자본시장연구원, 2013. 11).

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

장근영, “자본시장법상 금융투자업자의 최선집행의무,” 『상사법연구』, 제32권 제3호(한국상사법학회, 2013).

정대익, “독일에서의 투자자보호-자본시장지침(MiFID)의 영향을 중심으로,” 『법학연구』, 제51권 제3호(부산대학교 법학연구소, 2010. 8).

한재영, “ATS 도입관련 해외 최선집행의무 조사,” 『Bulls Review』, 제14호(금융투자협회, 2012. 10).

금융위원회, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안 입법예고: (별첨) 우리나라 금융의 미래를 위한 자본시장법 개정 추진방안,” 『보도자료』(2011. 7. 26)(<http://www.fsc.go.kr>).

\_\_\_\_\_, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률 개정안 정무위 법안소위 통과,” 『보도자료』(2013. 4. 9).

\_\_\_\_\_, “자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 개정 추진,” 『보도자료』(2013. 6. 13).

高橋康文 編著, 『平成16年証券取引法改正のすべて』, 第一法規, 2005.

近藤光男·吉原和志·黒沼悦郎, 『金融商品取引法入門』, 商事法務, 2009.

梅本剛正, 『現代の証券市場と規制』, 商事法務, 2005.

- 長島・大野・常松法律事務所編, 『アドバンス 金融商品取引法』, 商事法務, 2009.
- 川村正幸編, 『金融商品取引法(第4版)』, 中央経済社, 2012.
- 河本一郎・關要監修, 『(新訂版)逐條解説証券取引法』, 商事法務, 2002.
- 河本一郎・大武泰南, 『金融商品取引法讀本』, 有斐閣, 2008.
- 大橋善晃, “EU金融商品市場指令(MFID)と最良執行義務,” 『トピックス』, 日本証券經濟研究所, 2006. 8.
- 大崎貞和, “最良執行義務とは何か,” 『資本市場クォーターリー』, 1998년 春號(野村資本市場研究所, 1998).
- \_\_\_\_\_, “レギュレーションNMS提案について,” 『資本市場クォーターリー』, 2004년 春號(野村資本市場研究所, 2004).
- 木村眞生子, “市場・取引所概念の再構築-PTS規制の現状と課題に関する一考察(上),” 『証券經濟研究』, 第71號(日本証券經濟研究所, 2010. 9).
- \_\_\_\_\_, “市場・取引所概念の再構築-PTS規制の現状と課題に関する一考察(下),” 『証券經濟研究』, 第72號(日本証券經濟研究所, 2010. 12).
- \_\_\_\_\_, “現代的 証券市場における最良執行義務,” 『証券經濟研究』, 第76號(日本証券經濟研究所, 2011. 12).
- \_\_\_\_\_, “米國の最良執行義務を巡る判例の展開-Newton事件判決後の諸相,” 『筑波ロー・ジャーナル』, 11號(筑波大學大學院, 2012. 3).
- 神崎克郎, “投資者の注文の最良執行の確保,” 『インベストメント』, 第50卷 第2號(大阪証券取引所, 1997. 4).
- 神山哲也, “EU金融商品市場指令の歐州資本市場への影響,” 『資本市場クォーターリー』, 2007 Winter (野村資本市場研究所, 2007).
- 深見泰孝, “我が國のPTSの現状と課題について,” 『証研レポート』, 第1661號(日本証券經濟研究所, 2010. 8).
- 中西健太郎・小倉貴幸, “証券取引法上の最良執行義務導入等に伴う關係政令等整備の概要,” 『商事法務』, 第1726號(2005. 3. 25).
- 行澤一人, “証券取引法における最良執行義務,” 『商事法務』, 第1709號(2004. 9. 25).
- L. Harris, *Trading and Exchanges—Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, 2003.
- Norman S. Poser & James A. Fanto, *Broker-Dealer Law and Regulation*, Aspen, (4th ed., 2007).
- Richard W. Jennings & Harold Marsh, Jr. & John C. Coffee, Jr. & Joel Seligman, *Securities Regulation*, Foundation Press, (8th ed., 1998).
- Tamar T. Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2010.
- Allen Ferrell, “A Proposal for Solving the ‘Payment for Order Flow’ problem,” *Southern California Law Review*, Vol. 74, No. 4(May 2001).
- \_\_\_\_\_, “The Allocation of Investors’ Order and Inefficient Market Copetition: A Proposal,” Harvard Law School, Law and Economics Discussion Paper No. 281(April 2000).

- Brian J. Wanamaker, "Class Actions and Rule 10b-5: A Critique of *Newton v. Merrill Lynch*," 80 *Wash. U. L. Q.* 997(2002).
- David A. Lipton, "Best Execution: The National Market System's Missing Ingredient," 57 *Notre Dame L. Rev.* 449(1982).
- Jonathan R. Macey & Maureen O'Hara, "The Law and Economics of Best Execution," 6 *J. Fin. Intermediation* 188(1997).
- Michael A. Perino, "Fraud and Federalism: Preempting Private State Securities Fraud Causes of Action," 50 *STAN. L. REV.* 273(1998).
- Nicholas Wolfson & Thomas A. Russo, "The Stock Exchange Member: Liability for Violation of Stock Exchange Rules," 58 *Cal. L. Rev.* 1120(1970).
- Wyane H. Wagner & Mark Edwards, "Best Execution," *Financial Analysts Journal*, Vol. 49, No. 1 (Jan./Feb., 1993).
- CESR, Best Execution under MiFID—Questions & Answers, CESR/07-320(May, 2007).
- CESR, "CESR's Draft Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments," Second Consultation Paper(CESR/05-164, March 2005).
- CSA, *National Instrument 21-101 Marketplace Operation (NI 21-101) Companion Policy 21-101CP and National Instrument 23-101 Trading Rules (NI 23-101) and Companion Policy 23-101CP*, 24 OSCB(Supp)(2001).
- CSA, *Notice of Proposed Amendments to NI 21-101 Marketplace Operation and NI 23-101 Trading Rules*, 31 OSCB(2008).
- European Commission, "Background Note for the draft MiFID Implementing Directive," Feb. 2006.
- FSA, Best Execution, Consultation Paper 154(CP 154), October 2002.
- FSA, Implementing MiFID's best execution requirements, Discussion Paper 06/3, May 2006.
- NASD, NASD Notice to Members 97-57(September 1997).
- NASD, NASD Notice to Members 01-22(April 2001).
- SEC, "MARKET 2000: An Examination of Current Equity Market Developments," January 1994.
- SEC, *Reference to Rating of Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*, Release No. 34-60789(October 5, 2009).
- SEC, Regulation NMS, Release No. 34-51808(June 9, 2005).
- SEC, Securities Exchange Act Release No. 34-34279(June 29, 1994).
- SEC, Securities Exchange Act Release No. 34-37619A(September 1996).

**A Study on Best Execution Obligation of Financial Investment  
Business Entities under the Financial Investment Services  
and Capital Markets Act revised in 2013**

**— taking Opportunity of Introducing the Alternative Trading System —**

Lee, Young Cheol

**ABSTRACT**

Financial Investment Services and Capital Markets Act revised in 2013(hereinafter referred to as 'the Act') introduced the Alternative Trading System(ATS), which led to many institutional changes. Especially, the Act imposed the duty of best execution upon financial investment entities, that is investment trader or investment broker.

Since the duty of best execution is abstractly defined and provided, opinions in related business world are divided into in terms of how financial investment entities shall perform the duty of best execution in business environment. Therefore, this study places major emphasis on practical interpretation on provisions related to the duty of best execution in the Act.

The concept of the duty of best execution is likely to vary as market environment is changed. It is not easy to specify and enact details of the duty of best execution in the form of a provision. So concentrating on various executive process of the duty of best execution, the Act provides procedures of performing the duty of best execution. The duty of best execution in §68 of the Act means differentiated order execution corresponding to various needs of investors, and this definition in § 68 of the Act is in accordance with the concept of best execution in economics. On the other hand, as the applicable scope of this duty is very limited or narrow, it is necessary greatly to expand applicable scope in order to accomplish the purpose of the Act.

The duty of best execution can be explained in a concrete form as follows: the duty to draw up standards of best execution, the duty to disclose standards of best execution, the duty to execute given orders in accordance with standards of best execution, the duty to give manual for standards of best execution in advance, the duty to give report on order execution in accordance with standards of best execution.

If financial investment entities fail in their duty of best execution, administrative penalties or civil responsibilities are imposed on them. It is necessary to introduce the administrative levy system against financial investment entities and class action for protecting investors.

It is necessary to essentially review ATS, and then to set up an independent institution for market oversight to secure fairness of the market. And it is also necessary to extend and strengthen supervision system of self regulatory organization for inter-market competition and protection of investors.

**Key Words:** financial investment business entity, investment trader, investment broker, duty to trade in market, duty of best execution, standards of best execution, alternative trading system(ATS), market segmentation, Regulation NMS (Regulation national market system), MiFID, NBBO(national best bid and offer), market maker, internalization, Financial Investment Services and Capital Markets Act

