

## OPINION

연구위원  
강소현

## 주요국 개인투자자 최선집행(Best Execution) 의무 규정과 시사점\*

자본시장법의 최선집행의무 규정에 따르면, 금융투자업자는 고객의 주문을 최선의 조건으로 집행할 수 있도록 기준을 마련하고 이에 따라 주문을 집행해야 한다. 현재 거래소 중심의 단일 거래시장 구조에서는 고객에게 가장 유리한 조건을 찾는 최선집행 과정이 큰 의미를 가지지 않으며, 금융투자업자별 최선집행 준수방안이 아직 마련되지 않은 상황이다. 그러나 복수시장 구조로 전환된 이후에 최선집행은 투자자 보호 수준에 영향을 미치고 시장의 전반적인 질적 성장을 결정하는 중요한 요소가 될 것이다. 따라서 최선집행의무를 명확히 이해하고 준수방안을 구체화하여 복수시장 환경에 대비해야 한다. 특히 개인투자자의 비중과 활동성이 높은 국내시장의 특성을 고려하였을 때, 개인투자자를 보호하는 동시에 금융투자업자의 부담을 경감할 수 있는 최선집행 기준을 수립하는 것이 주요 과제가 될 것이다. 소매고객과 전문고객을 구분하고 소매고객의 경우 가격과 직접비용을 중심으로 최선집행 정책을 세우도록 한 주요국의 규정을 참고하여 국내 시장 환경에 맞는 합리적이고 효율적인 최선집행 정책을 마련해야 할 것이다.

국내 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 자본시장법)은 투자매매업자와 투자중개업자가 고객의 청약이나 주문을 최선의 거래조건으로 집행하기 위한 기준을 마련하고 이에 따라 집행해야 한다고 규정하고 있다(자본시장법 제68조제1항, 제68조제2항). 이는 금융투자업자가 합당한 노력을 기울여 주어진 주문환경에서 고객의 주문을 가장 유리한 조건으로 집행하도록 한 원칙이다.

최선집행 관련 규정은 10년여 전인 2013년 5월에 마련되었으나 2023년 현재까지 실질적인 구속력을 가지지 못했다. 최선집행 규정의 핵심은 다수의 선택지 중에서 고객에게 가장 유리한 조건을 찾는 과정인데, 비교 대상 자체가 존재하지 않는 거래소 중심의 단일 거래시장 구조에서는 큰 의미를 가지기 어려웠다.<sup>1)</sup> 그런데 올해 넥스트레이드가 예비인가와 본인가를 거쳐 빠르면 2024년 하반기에 본격적인 운영을 시작할 계획을 발표함에 따라, 최선집행을 위한 금융투자업자별 자체 규정 마련과 집행 시스템 구축이 시급해졌다.

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

1) 명문화된 최선집행의무 규정이 존재하지 않거나 단일 거래시장 구조로 거래조건을 비교할 직접적 대상이 없다고 할지라도 최선집행의 의무가 없는 것은 아니다. 고객의 이익을 위해 최선의 노력을 기울여야 하는 것은 시장 상황이나 구조와 무관하게 신의성실의 원칙에 기반하여 금융투자업자가 준수해야 할 의무이다. 단, 거래시장 구조가 복잡해질수록 최선집행의 기준이 복잡하고 모호해지므로 명시적 기준이 필요하다.

최선집행의무를 명확히 이해하고 합리적이고 효율적인 준수방안을 마련하는 것은 최선집행의무를 준수해야 할 의무가 있는 금융투자업자뿐만 아니라 투자자에게도 중요한 사항이다. 본고는 시장 환경 변화에 앞서 최선집행의무에 대한 시장참여자들의 이해도를 높이고 바람직한 도입방안을 논하고자 한다. 특히 복잡해지는 시장구조에서 개인투자자를 효율적으로 보호하기 위한 최선집행 방안에 대해 살펴보고자 한다.

### 금융투자업자의 최선집행 관련 의무

최선집행의무는 금융투자업자가 고객으로부터 주문을 받은 순간부터 주문이 결제되기까지 전체 프로세스에 적용된다. 최선집행의무 준수를 위한 절차를 주문집행 전, 주문집행 과정, 주문집행 후로 세분화하면 다음과 같다.

금융투자업자는 주문집행 전에 최선집행을 위한 적절한 정책과 절차를 마련하고, 해당 사항을 사전에 공표하여야 한다. 금융투자업자는 고객의 주문을 어떤 시장에서 어떻게 집행할 것인지를 고객이 이해하기 쉬운 방식으로 명확하고 상세하게 설명해야 한다.

이렇게 마련된 최선집행 정책에 기반하여, 금융투자업자는 고객의 주문이 최선의 조건에서 체결될 수 있도록 주문을 집행한다. 단, 최선의 결과를 위해 주문을 집행한다는 것은 모든 주문에서 반드시 최상의 결과를 얻어야 한다는 것을 의미하지는 않는다. 금융투자업자는 최선의 결과를 가져올 조건을 일관되게 선택할 수 있도록 적합한 기준을 세우고 최선의 결과를 도출하기 위한 충분한 조치를 취했다는 것을 입증할 수 있으면 된다.

주문이 체결된 이후에는 집행 결과를 평가해야 한다. 정기적으로 최선집행 여부를 점검하고 최선집행 기준을 개선할 필요성이 있다고 판단될 경우 이를 반영하여 수정한다. 또한 고객의 요청이 있을 경우 최선집행 준수 여부를 평가하여 그 결과를 투자자에게 제공해야 한다.

### 주요국 개인투자자 최선집행 판단기준

금융투자업자는 최선집행의무 준수를 위해 구체적인 최선집행 정책을 마련해야 한다. 그런데 무엇이 최선인지에 대해 모든 주문에 적용 가능한 하나의 답을 제시하는 것은 불가능하다. 주문별 특성과 거래시장 상황, 고객 유형, 고객이 원하는 별도의 지시사항에 따라 최선의 거래조건은 달라질 수 있다.

따라서 금융투자업자는 최선집행 선택을 위한 양적, 질적 판단기준을 마련해야 한다. 주문을 회송할 거래시장 목록을 제시하고 거래시장 선택 기준 및 상대적 중요도를 결정해야 한다. 또한 금융상품, 투자자 유형 등을 기준으로 주문을 세분화하여 가격, 비용, 속도, 체결 가능성, 주문 규모 등 최선집행 결정요소를 검토하고 각 요소 간 상대적 중요도를 결정하는 프로세스를 마련하고 공개해야 한다.

각국은 최선집행 규정에서 최선집행 기준 마련 시 고려해야 할 다양한 요소를 제시하고 있으며, 동일 국가 내에서도 금융투자업자의 판단에 따라 최선집행의 구체적 형태는 달라진다. 그런데 한 가지 공통된 특징은 대부분 국가에서 투자자군을 구분하여 차별화된 최선집행 기준을 마련하도록 규정하고 있다는 것이다. 투자자군을 유형화하는 방법은 소매고객(retail client)과 도매고객(wholesale client), 소매고객(retail client)과 전문고객(professional client) 등 다양하지만, 금융시장이나 상품에 대한 이해도가 낮은 개인투자자를 위험을 적절하게 평가할 수 있는 경험과 지식을 갖춘 전문가와 구분한다는 측면에서는 크게 다르지 않다.

개인투자자의 최선집행 기준에 대한 국가별 규정을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 유럽 EC (European Commission)는 MiFID II(Markets in Financial Instruments Directive II)에서 제도 도입의 주요 목적은 투자자 보호이며, 투자자 보호조치는 각 투자자 특성에 맞게 조정되어야 한다고 규정한다. MiFID II는 소매투자자 주문을 집행하는 경우, 금융상품의 가격과 집행에 관련된 비용을 포함한 총대가(total consideration)를 기준으로 최선의 결과를 결정하도록 판단기준을 명시적으로 단순화하였다(MiFID II Article 27(1)). 이때 총대는 금융상품의 가격과 집행 관련 비용으로 정의된다. 집행 비용은 고객이 부담하는 비용으로, 거래시장 수수료, 금융투자업자 수수료, 청산 및 결제 수수료 등 거래집행에 직접적으로 관련된 항목들이다. 전문투자자는 가격, 비용, 속도, 실행 가능성 등 관련 요소를 복합적으로 고려하여 결정한다. 호주도 유럽과 마찬가지로 총대가를 기준으로 소매고객의 주문을 집행하도록 규정하고 있다(MIR 3.8.1(1)).

일본은 최근 개인투자자에게 가격 우선 원칙을 적용하도록 최선집행원칙을 개정하였으며 2023년 1월부터 시행하기 시작하였다. 일본 금융상품거래법은 다른 국가의 최선집행규정과 마찬가지로, 금융상품거래업자에게 고객의 주문을 최선의 매매조건으로 집행하는 방법 및 해당 방법을 선정한 이유를 기재하도록 한다(법 제40조의2제1항, 령 제16조의6제2항). 이때 개인고객 주문의 경우, ‘가장 유리한 가격으로 집행하는 것 이외의 조건으로 최선의 거래조건을 선택한 경우 그 사유를 설명’하도록 한다(내각부령 제124조). 즉, 일률적으로 가격을 우선시하는 최선집행정책으로 변경하도록 강제하지는 않으나, 개인고객의 주문집행 시 가격을 우선시하지 않는 경우 이유를 기재하게 함으로써 가격 우선 정책으로 변경을 장려한다.

한편, 미국의 최선집행의무는 현행법상 명문화되어 있지 않다. 자율규제기구인 금융산업규제기구(Financial Industry Regulatory Authority: FINRA)와 지방정부증권규칙제정위원회(Municipal Securities Rulemaking Board: MSRB)가 최선집행을 위한 규정과 가이드라인을 마련하고, SEC는 이와 관련한 성명(statement)을 제시하는 방식이다.<sup>2)</sup> 그런데 미국은 전국 시장의 투명성을 높이고 효과

2) 미국 SEC는 최근 증권시장에서의 주문가격 책정, 거래체결, 정보공개의 일련의 과정을 전면 개편하는 구조 개혁을 추진하고 있다. 2022년 12월 14일 4개의 제정·개정안을 발표하였는데, 여기에 최선집행 기준 제정안이 포함되어 있다.

적으로 통합하기 위하여 NMS(National Market System)를 구축하고 가격을 최우선으로 고려하도록 하는 제도가 마련되어 있다. Regulation NMS의 Order Protection Rule에 따르면, 각 거래시장은 전 송받은 주문이 전국 최우선 매수매도호가(National Best Bid and Offer: NBBO)가 아닐 경우 NBBO를 제시하는 다른 거래시장으로 주문을 회송해야 한다. 따라서 미국시장에서는 최초로 어떤 거래시장에 주문을 전송하는지와 무관하게 기관투자자와 개인투자자를 불문하고 NBBO가 충족된다.

### 투자자 유형별 최선집행 기준 구분 필요성

각국에서 투자자를 유형별로 구분하여 최선집행 기준을 적용하도록 규정을 마련한 이유를 다음과 같이 몇 가지로 정리할 수 있다.

첫째, 개인투자자에게 단순화된 기준을 적용하는 것이 개인투자자 보호를 위해 더 적합하다고 판단하기 때문이다. 미국이나 유럽과 같이 시장구조가 복잡하고 다양한 거래 집행 방법이 존재하는 환경에서는 투자자가 거래집행 프로세스를 명확하게 파악하기 어렵고 금융투자업자와 투자자 간 이해 상충 문제가 발생할 수 있다. 따라서 투자자 보호를 위해 규제를 강화할 필요성이 더 높다. 미국은 NMS를 구축하고 NBBO를 충족하도록 규정을 마련하여 모든 투자자에게 가격 우선 원칙을 적용했으며, MiFID II는 투자자 특성을 고려하되 개인투자자 보호 수준을 높이기 위해 소매고객에 한해 최선집행 기준을 강화했다.

미국이나 유럽에 비해 단순한 시장구조로 되어 있는 일본이나 호주도 효율적인 개인투자자 보호를 위해 가격과 거래비용을 우선 고려하도록 규정하였다. 특히 일본에서는 거래소 중심의 거래집행 관행이 오랫동안 유지되어, 일본의 ATS(Alternative Trading System)인 PTS(Proprietary Trading system)가 설립된 이후에도 10년 넘게 시장분할 정도가 낮은 편이었다. 그러나 최근 PTS 점유율이 증가하고 개인투자자 전용 다크풀이 운영되는 등 거래시장이 다변화되었다. 또한 다크풀을 포함한 복수의 거래시장 중에서 최선의 가격을 제시하고 있는 거래시장을 검색해 주문을 집행하는 SOR(Smart Order Routing)이 보급되었다. 이에 따라 개인투자자 보호의 필요성이 높아졌으며 최선집행 여부를 가격을 중심으로 판단하도록 개정하였다.

둘째, 개인투자자 주문의 일반적 특성을 고려했을 때 대부분의 경우 총대가만을 기준으로 집행해도 실익 측면에서도 큰 문제가 되지 않는다. 개인투자자는 일반적으로 규모가 작고 유동성이 높은 종목을 중심으로 거래한다. 따라서 개인투자자의 주문은 최우선 가격에서 체결될 가능성이 높다. 즉, 개인투자자의 주문이 가격을 크게 변동시키는 시장충격을 유발하고 집행 가능성을 낮춰, 고객의 암묵적 거래비용이 심각하게 증가하는 일이 빈번하게 발생하지 않을 것이다. 따라서 일반적으로 개인투자자의 주문은 가격과 명시적 거래비용만 고려해도 충분하며, 복잡한 변수를 복합적으로 고려했을 때와 큰 차이를 보이지 않을 것으로 예상된다.

셋째, 개인투자자의 최선집행 기준을 단순화하는 경우, 금융투자업자가 최선의 선택을 구현하고 결과를 입증하기 간편해지며, 투자자 입장에서는 최선집행 여부를 평가하기 용이해진다. 가격과 명시적 거래비용을 계산하는 것은 가격 개선효과, 시장충격비용, 집행 및 결제 가능성 등을 도출하는 것에 비해 훨씬 단순하다. 따라서 거래시장 간 비교가 쉽고 거래시장 선택이 간단해져, 최선집행 구현 프로세스를 단순화할 수 있다. 또한 금융투자업자가 최선집행 결과를 고객에게 입증하기 간편하며, 투자자가 최선집행 구현 결과를 평가하기에 더 편리하다. 즉, 최선집행 구현, 실행, 평가 전 과정에서 개인투자자와 금융투자업자의 부담을 줄일 수 있다.

넷째, 고객이 최선집행 판단기준과 관련하여 별도의 지시를 내리는 경우 금융투자업자는 고객의 지시를 우선 적용하므로, 개인투자자의 선택권을 근본적으로 제약하는 것은 아니다. 개인투자자에 대한 최선집행정책에서 가격과 비용을 중점적으로 고려하도록 규정하더라도, 고객이 다른 요소에 우선순위를 두도록 지시한 경우 고객의 지시에 따라야 한다. 예를 들어, 일반적으로 가정하는 개인투자자와 달리 특정 개인투자자는 대규모 주문을 내거나 유동성이 상당히 낮은 종목을 거래하기를 원할 수 있다. 이 경우 투자자는 가격과 직접 거래비용보다 시장충격이나 집행 가능성을 우선으로 고려하는 집행 방식을 따르도록 지시할 수 있다. 단, 개인투자자의 지시를 따르는 것이 금융투자업자가 마련한 집행 방법보다 항상 나은 결과로 이어지는 것은 아니므로 고객이 이를 인식할 수 있도록 충분히 설명해야 한다.

## 시사점

복수 거래시장 체제가 안정적으로 정착하기 위해서는 지속적으로 규제 환경을 정비하고 구체화하는 작업이 필요하다. 최선집행원칙은 금융투자업자가 고객의 이익보다 자신의 이익을 우선시하지 않도록 함으로써 투자자 보호를 촉진하는 핵심 조항이다. 최선집행원칙이 원활히 작동할 때 다양한 거래시장 간 상호 경쟁 과정에서 시장이 전반적으로 발전하고 그 혜택이 궁극적으로 투자자에게 돌아가게 될 것이다. 새로운 시장이 도입되기 이전에 규제기관과 업계의 의견을 충분히 수렴하여, 금융투자업자가 최상의 결과를 제공하는 시장으로 고객 주문을 유도하도록 규제 인센티브를 마련할 필요가 있다.

또한 각 금융투자업자는 다자간매매체결회사의 등장에 대비하여 최선집행 정책과 절차를 마련해야 한다. 총대가를 기준으로 개인투자자의 최선집행 정책을 마련하도록 규제한 국가들의 사례를 참고하여 국내 금융투자업자는 개인투자자를 위한 적절한 최선집행 기준을 수립할 필요가 있다. 개인투자자의 비중과 활동성이 높은 국내시장의 특성상 개인투자자를 위한 적합한 최선집행 기준을 세우는 것은 중요한 과제가 될 것이다.