

asifma 

Growing Asia's Markets



2022 년 한국 자본시장의 현재와 미래 기회와 도전

2022. 11

면책 사항

본 아시아 증권산업금융시장협회(ASIFMA) 백서(2022년 한국 자본 시장의 현재와 미래: 기회와 도전)에 포함된 정보와 의견 및 논평은 ASIFMA 에서 회원사들의 견해를 반영하여 작성한 것입니다. 본 백서에 담긴 정보는 신뢰할 만하다고 생각되는 다양한 출처를 통해 얻은 것으로 발간일 현재 신뢰성을 유지하고 있습니다. 개별 출처의 추정치가 서로 다를 수 있기 때문에 백서에 나온 유사한 종류의 데이터 추정치가 서로 상이할 수 있습니다. ASIFMA 는 어떠한 경우에도 이러한 정보가 정확하거나 완전하다고 진술하는 것은 아닙니다. 본 백서에 담긴 정보가 더 이상 정확하지 않게 되더라도 ASIFMA 는 본 백서의 해당 정보를 업데이트, 변경 또는 수정하거나 독자들에게 이를 고지할 의무를 부담하지 않습니다. ASIFMA 는 업데이트된 정보를 확보하는 대로 이를 반영하고 향후 발간되는 백서에도 이를 반영하도록 노력할 것입니다.

ASIFMA 는 은행, 자산운용사, 로펌, 마켓 인프라 서비스 제공기관 등 Buy/Sell Side 를 모두 포함한 다양한 선도 금융기관들로 구성된 165 개 회원사를 보유한 독립적인 지역 금융업 협회입니다. 저희는 유동성 및 폭과 깊이 면에서 아시아 자본시장의 발전을 도모하고자 하는 금융업계의 공동 이해관계를 동력으로 삼고 있습니다. ASIFMA 는 아시아 지역의 경제 성장 지원에 필요한 안정적이고 혁신적이며 경쟁력 있는 아시아 자본시장을 지지합니다. 저희는 집단적 힘과 업계의 목소리를 하나로 명확하게 모아 컨센서스를 추구하고 해결책을 지지하며 주요 이슈에 대한 변화를 불러일으키기 위해 노력하고 있습니다. 저희가 추진하는 다수의 이니셔티브에는 감독당국 및 거래소와의 협의, 일관성 있는 업계 표준 개발, 정책제안서를 통한 시장 개선 지지, 아시아 지역에서의 사업 비용 절감 등이 포함되어 있습니다. 아시아 지역에 보탬이 되고자 ASIFMA 는 미국의 SIFMA, 유럽의 AFME 와의 GFMA 연합을 통해 글로벌 모범 관행 및 글로벌 표준에 관한 인사이트도 제공하고 있습니다.

목차

핵심 요약	8
A. 정보의 제공 및 규제 관련 지침	17
1. 이상거래 관련 지침	17
2. 이상거래에 대한 경고 및 심리(Adjudication)	19
3. 시장 구조의 변경: 감독당국의 발표, 공개 의견수렴 및 기간	20
B. 거래원 상위 5 개사 거래정보 공개 및 대량 거래 메커니즘	21
1. 거래원 상위 5 개사 거래정보 공개	21
2. 최소 크로스 거래 요건	22
C. 외환	23
D. 공매도	23
1. 제한적인 공매도 이용 가능성	23
2. 최근 발표된 보고 요건으로 인한 운영 부담과 혼란	24
3. 공매도 보고	25
E. 기타 한국거래소의 거래 관련 사항	25
1. 한국거래소에 대한 참여	25
2. 프로그램 거래 ('바스켓') 표시(Flagging) 보고	26
3. 선물 기브업(Give-up) 제도 및 포지션 이관	27
4. 시장 데이터 및 시장 구조	28
5. 약식제재금	30
6. 단기과열 종목	31
7. 청산제도에 관한 사항	31
8. 주식 파생상품에 대한 개인투자자의 참여	33
9. 거래 정지	33
F. 외국인 투자자의 시장 접근 인프라	34
1. 계좌 구조	34
2. 담보 관리	36
3. 한국예탁결제원 - 국제예탁결제기구(iCSD) 연계 고객계좌	40

G. 세금	41
H. 기타 제언	44
1. 겸직 및 근로시간 규제 법률.....	44
2. 최소 자본 요건.....	44
3. 리서치 발표 후 24 시간 자기계정거래 제한 제도.....	45
4. 외국인 투자 한도.....	46
5. 기업 IR 정보 (Investor Relations).....	46
6. 기업공개(IPO) 관련 이슈.....	46
7. 정보 보호.....	48
첨부자료 1	50

ASIFMA 는 본 백서의 작성에 도움을 주신 모든 개인과 회사들에게 감사드립니다.

핵심 요약

코로나 19 와 변화하는 지정학적 환경이 초래한 근본적인 변화 속에서 한국은 추경 예산을 통해 기민하게 거시적 경기 부양책을 채택하였고 한국경제를 뒷받침하는 금융 시장의 유동성과 안정성은 한국이 최근의 변화가 불러온 난관을 헤쳐 나갈 수 있는 디딤돌이 되었습니다. 앞으로도 세계 정세는 예측하기 어려운 상황이 계속 되겠지만, 한국은 아시아의 선도적 금융센터 중 하나로서 시장을 계속 성장시키고 상당한 규모의 시가 총액을 더욱 확장하고자 노력하고 있습니다.

세계거래소 연맹의 자료에 따르면 한국거래소("KRX")는 2022 년 7 월 현재 시가총액이 미화 1 조 7 천 4 백억 달러 규모로 시가 총액 기준 세계 15 위입니다.¹ 주요 지수인 KOSPI, 신시장인 KOSDAQ, 중소기업 전용 KONEX 에 상장된 기업은 총 2,519 개로, KRX 에서 매일 체결되는 거래가 134 만 건이 넘습니다.² 이와 같이 한국 시장은 아시아에서 중요한 역할을 하고 있을 뿐만 아니라 최근 수십 년간 글로벌 수준의 주요 참여자로 발돋움해 왔습니다. 실제로 지난 20 년간 한국 실물 경제는 경이로운 발전을 이뤄내면서 한국이 주요 기술 수출국으로서뿐만 아니라 문화 수출국으로 전 세계 시장에서 확고히 자리 잡도록 만들었습니다. 한국 K 팝과 영화, 음식이 전 세계에 알려지고 인정을 받게 되면서 한국은 세계 무대에서 확실한 존재감을 드러내게 되었습니다.

탄탄한 경제적 지위를 유지하고 바람직한 방향으로 계속 나아가기 위해 한국 시장은 변화하는 시대에 맞춰 지속적으로 발전해 나가야 합니다. 우리가 겪고 있는 폭풍 같은 시기는 한국과 아시아의 다른 신흥 시장이 위기를 통해 더욱 강력하고 활기차게 변모할 수 있는 큰 기회를 제공하고 있습니다. 역내 포괄적 경제 동반자 협정(Regional Comprehensive Economic Partnership, "RCEP")은 전 세계 GDP 의 3 분의 1, 그리고 전 세계 인구의 3 분의 1 을 아우르는 세계 최대 FTA 로, 톰슨 로이터에 따르면 앞으로 10~15 년간 상품의 90% 이상에 대해 무관세를 적용하고 자유 무역을 증진하기 위한 투자 및 지적 재산 관련 규정을 도입할 예정이라고 합니다.³ 아시아 경제와 무역의 성장을 위해 아시아에 위치한 공급망에 대한 추가 투자를 권장하는 RCEP 는 아시아의, 아시아에 의한, 아시아를 위한 무역 협정입니다.

¹ 세계 거래소 연맹, 2022 년 7 월. <https://statistics.world-exchanges.org/>

² 한국거래소, 2022 년 8 월. <http://data.krx.co.kr/contents/MDC/MDI/mdiLoader/index.cmd?menuId=MDC0201>

³ "RCEP is transforming trade in Asia Pacific and creating advantages for companies", Thomson Reuters 2022 년 4 월 4 일. <https://www.thomsonreuters.com/en-us/posts/international-trade-and-supply-chain/rcep-asia-pacific-advantages/>



코리아 헤럴드의 기사에 따르면 RCEP 참가국에 대한 한국의 수출액은 2020년 전체 수출액의 절반을 차지하고 있으며 RCEP는 한국과 일본이 모두 참여한 첫 번째 무역 협정이기도 합니다.⁴ 산업통상자원부는 “철강과 자동차뿐만 아니라 온라인 게임, 애니메이션, 영화, 음반과 같은 서비스를 비롯하여 한국의 핵심 수출 품목 시장이 확대되면서 한국 기업이 해외 시장에 진출하는데 도움이 될 것으로 기대된다”고 한 바 있습니다. 한국은 지속적으로 성장 중인 내구 소비재 및 비내구 소비재의 수출 동력을 뒷받침하고 경제 성장에 자양분을 공급하여 이를 지속시키기 위해 더 많은 글로벌 자본을 유치할 필요가 있습니다.

1992년 1월 외국인의 직접 포트폴리오 투자 시장을 개방한 이후 글로벌 투자자들이 KRX의 주거래 시장인 KOSPI에 상당한 수준으로 참여하면서 지난 20년간 이들이 전체 시장 활동의 30% 내지 40%를 차지하게 되었습니다. 하지만 외국인 투자자들은 2022년 1분기에만 KOSPI 및 KOSDAQ에서 미화 100억 달러를 회수한 것을 비롯하여 2020년 3월 이후부터 상당한 규모의 순 유출의 원인이 되고 있습니다.⁵ KOSPI의 외국인 보유 비율은 현재 30%로 하락하여 글로벌 금융 위기 이후 최저 수준입니다.⁶ 운용자산으로 도합 미화 58조 달러 규모를 자랑하는 ASIFMA 회원사들과의 협의를 통해 저희는 이러한 추세의 동인 가운데 하나가 펀더멘털 요인을 넘어서서 시장 구조의 여러 시정 가능한 문제와 관련된 것일 수 있다는 생각에 이르게 되었습니다. 2020년 초부터 이례적으로 오랫동안 계속되어 온 공매도 금지 조치, 허용되는 거래 활동(시장 조성 활동 포함)과 관련하여 글로벌 투자자가 접근할 수 있는 제한적인 정보, 한국 원화(“KRW”)에 대한 제한적인 접근 가능성, 높은 수준의 최소 자본 요건을 비롯한 높은 진입 장벽, 엄격한 노동법, 외국인 투자등록증(“IRC”) 제도에 따른 어려움 등이 모두 부정적 영향을 주는 요인이 되고 있습니다.

최근 한국 시장에서 외국인 투자자들이 반길 만한 일련의 변화가 있었던 것은 좋은 징조이며 저희는 이와 같은 긍정적 추세가 계속되어 한국 시장의 성장을 뒷받침하기를 희망하고 있습니다. ASIFMA 회원사들은 공매도 금지 조치가 부분적으로나마 해제되고 최근 국민들의 신뢰를 회복하기 위해 증권대차에 대한 규제 감독을 개선하기 위한 조치가 취해진 것을 반기고 있습니다. 시장 변동성을 더 잘 관리하고 남용 관행을 최소화하기 위한 규제 조치가 새로이 시행된 것에 비추어 공매도 금지 조치도 조만간 완전히 해제될 수 있을 것으로 기대합니다. 시장 중립적인 룰셋 전략을 구사하는 능동적 펀드 매니저들은 증권대차가 가능한 보다 광범위한 증권들을

⁴ “RCEP pact to take effect for S. Korea next month”, *코리아 헤럴드*, 2022년 1월 27일.

<https://www.koreaherald.com/view.php?ud=20220127000715>

⁵ “한국 주식에 대한 외국인 투자, 2010년 이후 최저 수준”, *한국경제신문*, 2022년 4월 26일.

<https://www.kedglobal.com/korean-stock-market/newsView/ked202204260021>

⁶ “한국 주식에 대한 외국인 투자, 13년 만에 최저”, *한국경제신문*, 2022년 6월 21일.

<https://www.kedglobal.com/korean-stock-market/newsView/ked202206210010>

자신의 트레이딩 전략에 활용할 수 있게 될 때를 기다리며 추세를 계속 관망하고 있습니다. 또한 적법한 트레이딩 활동이 어떤 것인지에 대한 불확실성 때문에 역사적으로 시장의 유동성 공급에 도움이 되어왔던 시장 조성 활동을 한국에서는 보류하고 있는 글로벌 금융사들도 다수 있습니다.

업계는 금융감독원(“금감원”)이 ‘시장 질서 교란’ 혐의로 9 개의 국내 및 외국계 증권사들에 부과하였던 480 억 원의 과징금 제재결정을 취소한 2022 년 7 월 금융위원회(“금융위”)의 결정에 박수를 보냅니다. 금융위의 결정이 올바른 방향의 중대하고 긍정적인 조치임에는 의심의 여지가 없으나, 시장참여자들은 여전히 애초에 금감원이 발표했던 과징금 부과 기준에 대해 혼란스러운 상태입니다. 업계는 보다 더 엄밀히 정의된 거래 지침과 설명자료를 바라고 있으며, 보다 많은 정보를 사전에 제공해 주실 것을 요청드리므로써 향후에 발생할 수 있는 오해를 방지할 수 있기를 기대하고 있습니다.

또한 한국의 새 정부가 보다 더 시장 친화적인 방향으로 정책을 선회하고 빠르게 성장 중인 경제를 뒷받침하는 데 필요한 글로벌 자본을 유치할 수 있는 기회를 활용하시기를 희망하고 있습니다. ASIFMA 와 회원사들은 주식을 중점적으로 다뤘던 것에서 벗어나 더 많은 내용을 다루는 방향으로 업데이트한 본 백서를 통해, 글로벌 기관투자자들이 한국 자본 시장에 투자하려 할 때 직면하는 몇 가지 어려움을 상세하게 기술하고 건설적인 제안 사항을 내놓고자 합니다. 이를 통해 저희는 한국 시장이 더 강해져 잠재력을 충분히 발휘할 수 있도록 하는 데 조금이라도 도움이 되기를 희망합니다.

한국의 MSCI 선진국 지수(“DM”) 편입 및 한국 국채(“KTB”)의 FTSE Russell 세계국채지수(“세계국채지수”) 편입을 위한 제안

업계는 MSCI(다수의 ASIFMA 회원사가 핵심 이해관계자로 참여 중)의 선진국 지수(DM)에 편입되고자 하는 한국의 오랜 열망을 지지합니다. 자본시장연구원이 예상하듯 선진국 지수에 편입될 경우 해외 자본의 유입이 최대 미화 360 억 달러로 늘어나고,⁷ 한국 시장의 장기적인 성장이 촉진되며 지속 가능성이 증대될 것입니다. 따라서 본 백서는 한국이 선진국 지수에 편입될 수 있도록 구체적인 방안을 제시하는 것을 주된 목표로 하고 있습니다.

2022 년 MSCI 보고서는 한국이 외환 시장과 공매도, 그리고 영문으로 된 정보의 공개 등과 관련하여 아직 해결해야 할 몇몇 문제가 있음을 지적하였습니다.⁸ 그리고 MSCI 의 보고서가

⁷ ‘MSCI 선진국 지수 편입의 효과, 선결과제 및 시사점’, *자본시장연구원*, 2022 년 5 월 11 일.

https://www.kcmi.re.kr/en/report/report_view?report_no=1488

⁸ ‘MSCI GLOBAL MARKET ACCESSIBILITY REVIEW’, 32 쪽, *MSCI*, 2022 년 6 월.

<https://www.msci.com/documents/1296102/8ae816b1-fa03-bae3-0bb4-1a3b2bf387bf?t=1654804221837>



발표되기 전인 2022년 3월, ASIFMA의 회원사들 역시 ASIFMA 보도자료를 통해 같은 의견을 피력한 바 있습니다.⁹ 이 보도자료는 규제의 투명성과 노동법과 같은 추가적 문제를 다루었는데 한국 언론과 전 세계 언론이 이 자료에 대해 보도하였습니다. 저희는 본 백서를 통해 한국의 MSCI 선진국 지수 편입에 유용한 조언을 드릴 수 있을 것으로 기대하는바, 특히 다음과 같이 회원사가 우선적으로 언급한 가장 중요한 네 가지 주식 관련 이슈, 즉 A) 정보의 제공 및 규제 관련 지침, B) 거래원 상위 5개사 거래정보 공개 및 투자자 보호, C) 외환, 그리고 D) 공매도에 대한 제언을 강조하고자 합니다. 저희는 한국이 MSCI 선진국 지수 편입을 위한 과정을 거치면서 자본시장이 성장할 수 있는 중요한 기회를 얻고, 본 백서에 기술된 제안이 이러한 목표를 달성하는 데 도움이 될 것이라 믿습니다.

한국 경제의 발전과 규모는 한국 국채 또한 결과적으로 세계국채지수에 편입되도록 유도할 것입니다. 하지만 지수 편입에 따라 증가될 거래량 및 보유분을 뒷받침하기 위해 변경·완화되어야 하는 몇몇 시장 관행 및 규제 요건이 있으며, 저희 회원사들은 그 중 다음과 같은 사항을 강조하고 있습니다. A) iCSD 연계, B) 이자소득 및 양도소득에 대한 비과세, 그리고 C) 외국인 투자자가 한국 증권을 보유하는 계좌 구조. 이러한 제안이 한국 국채의 세계국채지수 편입에 필요한 사항을 모두 망라한 것은 아니지만, 편입 과정을 촉진하고 외국인 투자자들이 한국 국채 시장에 투자하고자 하는 의향을 강화하는 데 있어 매우 중요한 사항이라 할 수 있습니다.

A. 정보의 제공 및 규제 관련 지침

2022년 6월에 발표된 MSCI의 글로벌 시장 접근성에 대한 국가 간 비교 보고서는 한국 증시의 정보 제공이 다른 신흥 시장, 그리고 한국의 다른 시장 부문과 비교해도 상대적으로 취약한 부분임을 집중적으로 다루고 있습니다.¹⁰ 보고서는 정보 공개, 특히 외국인 시장참여자에 대한 정보공개를 개선해야 한다고 제안한 바 있습니다.

우선 정책 및 시장 구조의 변경에 대한 공개적인 의견수렴 절차나 공식 발표가 영문으로는 이루어지지 않는 경우가 많습니다. 그리고 영문으로 정보가 제공되더라도 한국어로 된 정보와 같이 상세하게 제공되지는 않는 경우가 많습니다. 글로벌 금융사들은 번역 및 계열사와의 업무 조율에도 추가적인 노력을 해야 하기 때문에 궁극적으로 반영해야 할 변경사항을

⁹ '투자자 및 금융 기관의 선도적인 글로벌 협회는 신임 대통령이 이끄는 행정부가 한국이 선진 시장으로 분류되기 위해 주력해야 할 핵심 분야를 강조...', ASIFMA, 2022년 3월 7일. <https://www.asifma.org/wp-content/uploads/2022/03/press-release-asifma-korea-white-paper.pdf>

¹⁰ 'MSCI GLOBAL MARKET ACCESSIBILITY REVIEW – Country Comparison', MSCI, 2022년 6월. <https://www.msci.com/documents/1296102/2cfed30d-daff-2155-91cc-3476882b057c?t=1656973074509>



테스트·적용하고 실제 시장에서의 원활한 운영을 보장하기 위해서는 충분한 준비 시간이 필요합니다.

또한 KRX가 “이상거래”로 간주하는 금지된 거래 활동의 적출과 관련된 정책은 다소 불명확하며, 그나마 KRX 회원사들에게만 공개되고 회원사들은 이러한 정책을 고객과 공유할 수 없도록 되어 있습니다. 그러나 이러한 정보가 없을 경우 순수한 거래 의도로 알고리즘을 사용하는 ASIFMA 회원사들과 그 고객들은 미처 알지 못했던 기준을 의도치 않게 위반하게 됨으로써 KRX의 정식 경고를 받게 될 수 있습니다. 고객에 대한 경고 조치 요청과 관련하여 KRX가 투자중개업자에게 제공하는 정보에는 해당 거래를 이상거래로 분류한 배경을 충분히 설명하고 있지 못하는 경우도 있음을 감안할 때, 보다 투명한 정보제공은 이상거래 심리 절차에 궁극적으로 도움이 될 것입니다. 결국 정상적인 거래로 판단이 내려지는 경우에도 일단 이상거래의 가능성이 있는 거래로 간주되어 이를 설명하는 협의 과정이 개시되는 것 자체가 외국 기관투자자들에게는 큰 컴플라이언스 부담이 됩니다.

ASIFMA 제언: 정책(및 그 변경)을 더 명확히 하고 공식적으로 발표하며 모든 투자자에게 한국어와 영어로 제공할 필요가 있습니다. 오늘날의 투자 방식과 기술이 얼마나 정교해졌는지를 생각할 때, 글로벌 투자자들은 KRX가 경고 조치를 취하기 전에 시장참여자들과 적극적으로 협의하여 거래소의 지침상 명시적인 금지 사항이 아니지만 이상거래 행위로 보일 수 있는 거래 행위 관련하여 그 상황, 배경, 그리고 참작 요인을 이해하고자 하는 심리 절차가 도입되기를 희망합니다. 또한, 시장 구조를 변경하는 정책 시행에 앞서 공청회 등 공개적 의견수렴 절차를 거쳐야 하며 변동사항에 적절히 대응하고 이를 도입 및 실행할 수 있도록 충분한 시간이 주어져야 합니다.

B. 거래원 상위 5개사 거래정보 공개 및 투자자 보호

주식 종목에 대한 당일 거래원 상위 5개사를 실시간으로 공개하는 것은 외국계 투자중개업자의 거래 정보를 토대로 거래하는 경향이 있는 여러 투자자들이 실제 현상과 다른 해석을 토대로 거래를 하게 만들 가능성이 있습니다. 투자중개업자의 총 거래 흐름에는 자기 계정 거래에 의한 것뿐만 아니라 다양한 거래 전략을 구사하는 위탁 고객들의 주문도 포함되어 있기 때문에 당 투자중개업자의 리서치 의견이나 내부 의견과 상이할 수도 있다는 점을 충분히 인식하지 못하는 경우가 많습니다. 추후 반대 방향의 거래가 있는 경우 순 거래 방향 역시 잘못 해석될 수 있습니다. 과거의 거래 활동을 분석해 보면 실제로는 잘못된 거래 정보의 해석으로 인해 개인투자자의 이익이 침해되었음을 알 수 있습니다. 실제로 2022년 자본시장연구원 보고서를 통해 개인투자자들이 정보를 해석할 적절한 수단 없이 많은 정보를 접하게 될 때 이들의 편향적

사고에 따른 거래 행태가 심화되는 것으로 나타났습니다.¹¹ 따라서 좋은 의도로 시행되는 것이기는 하지만 거래원 상위 5개사 거래정보의 실시간 공개로 인해 개인투자자들의 이익이 훼손되고 있는 것입니다.

2004년 KRX의 연구와 최근 ASIFMA 회원사들이 확인한 바에 따르면, 개별 주식 종목에 대한 투자중개업자의 거래 활동을 실시간으로 공개하는 곳은 전 세계적으로 한국뿐이라고 합니다. 이것은 한국에만 존재하는 관행으로, 글로벌 투자자들에게는 우려스러운 관행인 한편 국내 개인투자자들에게는 아무런 실질적 이익도 제공하지 못하고 있습니다.

ASIFMA 제언: 모든 시장참여자들은 시장의 투명성을 명백히 지지하지만 투자중개업자 거래 활동의 실시간 정보제공에 따른 리스크를 고려할 때 ASIFMA는 거래원 상위 5개사 거래정보의 공개를 장 종료 시점으로 연기하거나 주간 기준으로 집계된 데이터를 발표하고 투자자 교육 강화를 통해 이를 보완할 것을 제안합니다.

C. 외환

글로벌 투자자들은 한국 시장에서의 증권 거래를 위해 원화를 거래할 수 있어야 합니다. 하지만 역내 외환 거래 시간대가 KRX의 주식 거래가 끝나는 오후 3시 30분에 함께 끝나기 때문에 글로벌 투자자들이 엄청난 금액의 오버나이트 리스크를 감당할 수밖에 없고, 이로 인하여 한국에서 거래하는 데 많은 어려움과 높은 비용을 부담해야 하는 결과가 초래되기도 합니다. 저희는 외환거래 시간대 연장에 대한 논의가 이루어지고 있다는 점을 반기고 있습니다. 또 중요한 고려사항으로서, 외국인 투자자가 환율 리스크 헤지를 위해 고비용의 베이스스 리스크가 발생할 수 있는 차액결제선물환(NDF)에만 의존하지 않고 사전 보고나 승인 요건 없이 손쉽게 제 3자 역내 선물 거래를 수행하는 것이 허용되기를 희망합니다.

ASIFMA 제언: 역내 외환 거래 시간대를 주식 시장 마감 이후 적절한 시간적 여유를 두고 연장하여(이른테면 오후 5시) 외환거래에 필요한 시간을 충분히 허용하고 이를 통해 오버나이트 리스크와 자금 조달 리스크를 피할 수 있게 되기를 희망합니다.

D. 공매도

2021년 5월에 공매도 금지 조치가 부분적으로 해제된 것은 고무적인 일이었습니다. 하지만 2022년 MSCI 보고서는 여전히 공매도 제한을 한국의 선진국 지수 편입을 가로막는 잠재적 방해 요인으로 보고 있습니다. 공매도 금지 조치는 또한 시장에 참여하여 유동성을 높여줄 수 있는

¹¹ “국내 개인투자자의 행태적 편익과 거래행태”, *자본시장연구원*, 2022년 2월 3일.

https://www.kcmi.re.kr/en/report/report_view?report_no=1481&s_report_subject=&s_report_type=&pg=3



시장 중립적 롱/숏 액티브 펀드 운용사를 비롯하여 외국인 투자자가 시장에 적극적으로 참여할 수 없게 만드는 요인이 되고 있습니다. 2022년 7월, 시장 변동성의 증가에 대응하여 한국이 공매도를 전면적으로 금지하는 방향으로 회귀하는 것에 대한 논의가 있었습니다. 하지만 그 맥락은 투명한 방식으로 사전에 정해진 변동성 기준에 따라 공매도 금지를 시행하겠다는 것이었습니다. 변동성 통제 목적으로 일시적으로 거래를 중단시키는 관리 메커니즘은 거래소가 수행하는 정상적인 기능이며 한국 시장이 다른 시장과 궤를 같이하는 것이 됩니다. 저희는 비정상적인 가격 변동을 관리하기 위한 국제적 관행의 도입을 환영하지만, 공매도가 금융 시장의 효율성을 유지하는 역할을 하고 금융 시장의 효율성이 공정한 가격 발견을 뒷받침한다는 점을 고려할 때 그러한 관행을 도입한 후에는 공매도 제한을 완화하는 것이 합리적이라고 생각합니다.

또한, 2022년 7월에 금융위가 발표한 새로운 보고 규정이 불법 공매도 활동을 방지하고 개인투자자를 보호하기 위한 것임을 잘 알고 있지만, 시장참여자들에게 예기치 못한 추가 운영 부담을 주는 것일 수 있습니다. 저희는 기존의 보고 체제도 충분히 엄격하며 새로운 규정이 오히려 외국인의 투자에 장애를 초래하고 투자를 저해할 수 있다고 보고 있습니다.

공매도에 대한 또 다른 우려는 발행주식 수의 0.01%라는 엄격한 보고 기준이 시장참여자들에게 부담스러울 수 있다는 점입니다. 해당 기준을 좀 더 높임으로써 투자 활성화를 촉진하는 한편 유용하고 정확한 시장 데이터 역시 제공할 수 있으리라 생각합니다. 이 외에도 금감원의 공매도 보고 페이지가 현재 한국어로만 되어 있어 외국인 투자자들에게 어려움을 주고 있다는 점을 말씀드립니다.

ASIFMA 제안: 저희는 더 효율적인 가격 형성과 시장 유동성, 그리고 지속적인 외국인 투자 유치를 위해 공매도 금지 조치를 보다 더 광범위하게 완화할 것을 제안합니다. 그리고 새로운 규정이 시행되기 전에 ASIFMA 와 범아시아 증권대차협회(Pan Asia Securities Lending Association, "PASLA")의 회원사들이 외국인 투자자를 대표하여 의견을 제시할 수 있는 기회를 주실 것을 요청드립니다. 또한 보고 기준은 시장참여자들의 부담을 덜어주기 위해 이를테면 0.2%까지 늘릴 수 있을 것이라 생각합니다. 마지막으로 금감원이 영문으로 된 공매도 보고 페이지를 제공해 주시기를 희망합니다.

E. 한국 국채의 FTSE Russell 세계국채지수 편입

1) 국제예탁결제기구(iCSD)와의 연계

지수 편입의 전제 조건이라고 할 수는 없으나, 한국 국채가 국제예탁결제기구(International Central Securities Depository, iCSD)의 인프라에서 거래된다면 지수 편입에 큰 도움이 될 수 있습니다. 이는 또한 비청산 장외파생상품거래



증거금 규제(아래 F.2.(a)에서 상술)가 전면 도입된 상황에서 역외에서 제공되는 담보로서 한국 국채 및 통화안정증권("MSB")의 활용을 촉진할 수도 있습니다. 클리어스트림(Clearstream), 유로클리어(Euroclear)와 같은 iCSD 는 한국 국채 및 통화안정증권을 iCSD 에 연결하는 것을 준비했지만, 짧은 기간 동안 시행되었던 한국 국채 및 통화안정증권에서 발생하는 이자소득 및 양도소득에 대한 외국인 비과세 제도 ("외국인 비과세 제도")가 2010 년에 반복되고 외국인 투자등록 요건이 가져오는 각종 운영상 번거로움으로 말미암아 iCSD 와 한국 채권 시장의 상호운용성이 복잡해짐에 따라, iCSD 연계의 큰 걸림돌이 되어 왔습니다. 저희는 이러한 사항을 아래에서 그리고 본 백서의 주요 파트에서 추가로 더 자세히 논의하고자 합니다.

2) 이자소득 및 양도소득에 대한 비과세

세금 측면에서 보면 세계국채지수에 편입되어 있는 구성 국가들은 외국인 투자자에게 이자소득 및 양도소득에 대한 과세를 면제해 왔습니다. 업계는 외국인 투자자에게 한국 국채 및 통화안정증권 관련 이자소득 및 양도소득에 대한 과세를 면제해 주는 방향으로 세법을 개정하겠다는 기획재정부의 제안 및 한시적 조치의 적용으로 이를 앞당겨 시행하는 것에 환영의 뜻을 표합니다. 이는 세계국채지수 편입 및 보다 광범위한 iCSD 와의 연계를 위한 필수요건입니다. 2022 년 말에 현재의 한시적 조치가 종료되고 내년 이후에도 계속적으로 비과세가 적용되려면 세법개정안이 국회에서 통과되어야 하는데, 본 백서의 간행 시점 현재 세법 개정안은 아직 국회 통과를 기다리고 있습니다. 2010 년 외국인 비과세 제도가 반복된 것을 감안할 때, 저희는 외국인 투자자들이 비과세 정책의 연속성에 대한 우려 없이 한국의 국채와 통화안정증권을 거래할 수 있도록 세법 개정안이 최종적으로 국회에서 통과되고 이러한 비과세 정책이 지속되기를 기대합니다.

3) 계좌 구조

2017 년 도입된 외국인 통합계좌 제도는 개별 투자자별 투자등록 없이 투자중개업자 단에서 거래가 가능하도록 한 점에서 업계의 좋은 평가를 받았지만 iCSD 와 글로벌 커스터디언이 거래 후 결제를 위해 취해야 하는 절차를 해결하지는 못했습니다. iCSD 와 글로벌 커스터디언, 그리고 3 자 거래 대리인("triparty agent") 간 증권 보유 포지션의 이전을 허용하는 내부 결제 서비스의 제공이 가능하려면 국내 보관기관과 한국예탁결제원(KSD) 에서 진정한 통합계좌 (옴니버스 계좌) 제도가 도입되어야 합니다. 이는 개별 외국인 투자자 단에서 요구되는 외국인 투자등록 요건을 폐지하는 것을 의미합니다. 한국 국채와 통화안정증권이 iCSD 를 통해 결제되려면 적어도 한국 국채와 통화안정증권에 대해서는 외국인 투자자에 대한 투자등록 요건을 적용하지 말아야

한다고 생각합니다. 아래 F.3 섹션에 내부 결제 및 iCSD 연계에 대한 자세한 설명이 나와 있습니다. 감독당국의 투명성 요건을 준수하기 위해 글로벌 커스터디언들은 수익적 소유자 또는 투자등록자 레벨에서 보고 절차를 개발하는 것에 대해서는 긍정적인 입장을 가지고 있습니다. ASIFMA 와 회원사들은 한국에서 외국인 투자자들의 투자환경 향상을 위해 외국인 투자자의 한국 증권 보유 및 거래 결제 시스템을 국제적인 증권 결제 인프라에 맞게 개선할 목적으로 한국 감독당국과 논의하고 아이디어를 공유할 기회를 가지기를 희망합니다. 이러한 변화는 한국 국채가 세계국채지수에 편입되는 데에도 긍정적인 요소로 작용할 것입니다.

핵심 요약 결론

위에 기술한 제안들은 한국 자본 시장에 대한 적극적인 투자 의지를 꺾고 한국의 MSCI 선진국 지수 편입과 한국 국채의 FTSE Russell 세계국채지수 편입을 저해하는, 글로벌 투자자들의 주요 우려 사항 몇 가지를 요약한 것입니다. 본 백서의 나머지 부분에서 저희는 이러한 주제에 대해 더 상세하게 설명하고 감독당국 보고 및 과징금에 관련된 개선 제안, 계좌 구조와 관련된 문제의 효율적 해결, KRX 및 시장 데이터 인프라의 업그레이드 등 투자 과정의 마찰을 줄이기 위해 시장을 개혁할 수 있는 추가적인 부분들에 대해서 더 자세히 다룰 것입니다. 초과 근무를 제한하는 엄격한 노동법과 새로운 비즈니스를 시작함에 있어서 이례적으로 높은 수준의 최소 자본 요건 또한 글로벌 은행과 펀드 운용사가 한국에서 역내 비즈니스를 성장시키기 힘든 요인 중 하나였음을 언급하고자 합니다.

ASIFMA 는 글로벌 투자 커뮤니티를 대표하는 저희 회원사들이 제시한 본 백서에 기재된 기회와 도전 과제들 관련하여, 한국의 자율 규제 기관(SRO)과 협력하여 그 우선 순위를 정하고 차차 해결해 나감으로써 한국에 대한 글로벌 투자 규모의 증가를 지원할 수 있는 기회를 갖게 되기를 희망합니다. 저희는 본 백서의 작성 과정에서 KRX 및 한국금융투자협회(KOFIA)와 논의해 왔고, 시장을 개선할 해법을 찾는 것과 관련하여 충분히 생각을 같이하고 있다고 할 수 있습니다. 저희는 MSCI, FTSE 뿐만 아니라 아시아 태평양 지역 곳곳의 감독당국 및 거래소들과도 협력해 왔으며, 통제 환경 또한 강화하는 동시에 효율적으로 시장 접근성을 향상시킬 수 있는 실현 가능한 해법들을 제안해 왔다고 생각합니다. 아시아 태평양 시장은 변화하는 환경 속에서 자본을 위한 경쟁도 점점 심화되는 한편, 변화 속도도 점점 더 빨라지고 있습니다. ASIFMA 는 한국이 자신 있게 미래를 맞이하고 성공을 지속할 수 있도록 한국 금융 시장의 발전 과정에서 이해관계자들과 협력할 준비가 되어 있습니다.

A. 정보의 제공 및 규제 관련 지침

1. 이상거래 관련 지침

시장 감시팀은 주로 시장의 거래 질서를 유지하고 시장참여자들의 합법적인 권리와 이익을 보호하기 위해 “이상거래” 패턴으로 간주하는 거래 활동을 식별하고 이러한 패턴이 감지되면 바로 고객에게 정식 경고 조치를 취할 것을 거래 회원사들에게 요구합니다. 그러나 저희는 KRX가 어떠한 사전 고지도 없이 경고 조치를 취할 수 있고 특정 기간 내에 일정한 수의 경고 건수가 쌓이면 거래 정지를 당할 수 있다는 점을 지적하고자 합니다. KRX는 거래소 참여자들에게 공표된 적출기준 및 휴리스틱 기법을 제공하고, 투자중개업자의 준법감시 담당 직원은 매일 정해진 패턴 및 한도를 기준으로 자체 감사를 실시하고 있습니다. 그러나 이러한 이상거래 관련 가이드라인은 공개 자료가 아니고, 거래소 회원사는 이들 적출기준을 고객 및 심지어 회원사의 해외 계열사와도 공유하는 것이 허용되지 않고 있습니다.

저희 회원사의 대다수가 “허위 거래”(예를 들어 과도한 취소/정정 건수)나 시장 가격에 대한 부정적 영향과 관련된 문제로 경고문을 받은 경험이 있습니다. 명확한 지침이 없이는 순수한 거래 의도로 알고리즘을 사용하는 ASIFMA 회원사와 그 고객들이 의도치 않게 미처 몰랐던 기준을 어겨 정식 경고를 받게 될 수 있습니다. 시장참여자들은 또한 KRX가 장마감동시 호가에 있어 큰 폭의 가격 변동으로 간주하는 기준에 대해 보다 상세한 정보를 제공해 주시기를 희망하고 있습니다. 저희 회원사들은 시장 감시가 예방하고자 하는 거래 행위와 관련된 추가 지침, 예시, 또는 사례 연구를 공개적으로 제공하여 이러한 프로세스를 개선할 수 있을 것이라 생각합니다.

거래소 회원사와 그 고객들은 추가적인 공개 지침을 통해 주문 흐름을 정확하게 모니터링하고 적극적으로 감시를 수행하며 KRX가 우려하는 거래 패턴을 식별할 수 있게 됩니다. 더욱 선진적인 감시 방법을 도입하기 위해 시장참여자들이 필요로 하는 정보를 이들에게 제공하면, KRX로부터 주의와 경고문을 받기 전에 거래소가 시장에서 근절하고자 하는 거래 관행을 회원사들이 적극적, 선제적으로 해결할 수 있습니다.

거래소 회원사가 고객과 지침을 공유하는 것을 제한하는 현재 관행으로 인해 거래소 회원사가 투자중개업자로서 고객에게 올바른 정보에 기반한 자문을 제공하는 데 제약을 겪고 있습니다. 공개적으로 이용 가능한 지침을 제공하면 고객이 부적절한 행위로 오인될 수 있는 행동을 피하는데 도움이 될 것입니다. 더 나아가 영문으로 된 지침이 상대적으로 부족하다는 점도 역내와 역외의 시장참여자들 사이에 원치 않는 정보 비대칭이 발생하는 원인이 되고 있습니다. MSCI가 2022년에 펴낸 한국 관련 보고서(위에서 인용)에서는 ‘외국인 투자자에게 동등한 권리를’ 부분을



통해 영문으로 된 정보 공개가 충분하지 않음을 지적하였습니다¹². 보다 광범위한 시장에 일관성 있는 방식으로 정보를 제공하면 시장참여자 간의 정보 비대칭을 피할 수 있고 시장참여자가 거래소의 감시 의도와 부합하지 않는 자신만의 방식으로 잘못된 내부통제를 시행하는 헛수고를 피할 수 있게 됩니다. 이런 점에서 명확성과 피드백의 확대는 글로벌 및 국내 금융사를 포함한 업계 전체에 도움이 될 것입니다.

ASIFMA 제언: 저희 회원사들은 경고 조치를 촉발하는 거래 행위에 대한 지침, 기대 사항, 사례 분석을 모든 참여자가 완전히 이해할 수 있도록 KRX가 명확하고 포괄적이며 한국어 및 영어로 알기 쉽게 쓰인 설명 자료를 포함하는 규정 및 절차를 거래소 회원사뿐만 아니라 모든 투자자와 공개적으로 공유해 주실 것을 제안합니다. 예를 들어 일부 국가의 감독당국이나 거래소의 거래 감시팀들은 정기적으로 컴플라이언스 관련 회보(compliance bulletin)를 발행하여 흔히 발생하는 문제 및 모범 관행을 설명합니다. 이를 통해 업계는 감시·감독 업무 및 감독당국의 기대 사항을 보다 더 잘 이해하게 됩니다. 이렇게 하면 시장참여자들이 적극적인 자체 감시를 통해 KRX에 도움이 될 수 있을 뿐만 아니라 금융사들이 그들의 책임을 철저히 인식하여 바람직하지 않은 거래가 애초에 시장에서 이루어지지 않도록 하는 통제 장치를 도입할 수 있습니다. 이로써 한국 금융 시장의 모든 참여자에게 일관성 있는 규칙이 적용되는, 더욱 공평한 경쟁의 장이 열릴 것입니다.

저희는 이 외에도 KRX 감시팀과 시장참여자들이 감시 및 거래 관행이라는 주제에 대해 주기적으로 더 많은 대화를 나눌 것을 제안하며, ASIFMA가 이와 관련한 조직·진행을 도울 수 있다는 점을 말씀 드립니다. 이러한 기회를 통해 특히 국제적인 투자자들의 공통된 거래 관행 및 감시 경고가 촉발되는 상황적 배경에 대해 논의할 수 있을 것입니다. 예를 들어 일반적인 거래 전략에서 과거 기준과 비례하여 관여율과 거래 규모가 어떻게 사용되는지, 그리고 거짓 양성 결과(false positive)를 피하기 위해 이와 같은 기타 요인을 고려해야 하는 이유에 대해 ASIFMA 회원사들이 건설적인 피드백을 제공할 수 있을 것입니다.

참고로, 중국거래소는 홍콩거래소와 함께 시장참여자들과의 워크숍을 수 차례 진행하여 기대 사항을 투명하게 전달하고 일반적인 거래 전략, 시장 관행, 투자 행위에 대한 국내외 거래 전문가의 의견을 청취했습니다. 저희는 금융위, 금감원, KRX가 이와 같은 매우 효과적인 방식을 활용하여 시장과 소통하고 감독당국의 기대 사항을 공유하며 시장참여자들과 대화를 나누실 것을 제안합니다. 저희는 또한 KRX가 거래 감시 체계 및 그 발동 장치에 중대한 변화를 도입할 수도 있다고 이해하고 있는데, 한국 시장에 상당한 수준의 유동성을 공급하고 있는 국제적인

¹² 'MSCI GLOBAL MARKET ACCESSIBILITY REVIEW', 32 쪽, MSCI, 2022년 6월.

<https://www.msci.com/documents/1296102/8ae816b1-fa03-bae3-0bb4-1a3b2bf387bf?t=1654804221837>



시장참여자들은 KRX 와의 논의를 통해 그 세부 사항을 이해하고 거짓 양성 결과를 최소화하는 데 도움이 되는 피드백을 제공할 기회를 가질 수 있기를 희망합니다.

2. 이상거래에 대한 경고 및 심리(Adjudication)

KRX 가 "이상거래"로 간주하는 거래를 발견하면 거래소는 회원사들로 하여금 그들의 고객에게 의무적으로 경고 조치하도록 하고 있습니다. 저희 회원사들 중 대다수가 KRX 에서 이러한 경고와 관련하여 투자중개업자에 제공하는 정보에 이상거래행위를 식별하는 데 충분한 배경 정보가 항상 포함되어 있는 것은 아니며, 거래소 내의 해당 케이스 담당자를 찾아 위반 혐의의 성격과 시점을 명확히 알아내기 위하여 시간이 소요된다는 점을 지적합니다. 이 부분은 특히 악의 없이 순수한 의도로 행한 거래가 의도치 않게 부적절한 거래 행위처럼 보이게 되는 경우 문제가 됩니다 (위에 언급한 바와 같이 명확한 이상거래 관련 지침이 공개되지 않을 경우, 이러한 상황을 방지하는 데 어려움이 있습니다).

ASIFMA 제언: 업계는 경고 조치 관련 심리 프로세스에 더욱 투명하고 공식적인 체계를 적용할 것을 제안합니다. KRX 는 회원사가 고객과 적극적으로 접촉해서 전후 상황에 대한 정보, 배경, 경고 조치 대상에 해당하는 사건 관련 참작 요인 및 통제 장치 등에 대해 설명할 수 있는 기회를 주어야 합니다. 저희는 KRX 가 경고 조치를 지시할 때 위반 혐의의 성격 및 시점에 대해 보다 자세한 정보를 제공하고 이와 함께 심리에 관여하는 담당자의 이름과 연락처 정보도 제공해 주실 것을 요청합니다.

이미 공표된 이상거래 관련 지침을 위반한 것이 명백하여 즉각적인 경고 조치를 받는 것은 타당하지만, 저희는 KRX 가 적극적으로 투자자와 대화할 수 있는 심리 프로세스를 도입하여 KRX 지침에서 명백히 금지되지는 않았지만 이상거래 행위로 보일 수 있는 거래 행위의 전후 사정과 배경, 그리고 참작 요인을 충분히 이해하는 과정을 거친 후에 해당 행위에 대한 경고 조치를 취할 것을 제안합니다.

예를 들어 일본에서는 조사가 필요한 거래 패턴이 발견되는 경우, 결론 도출 또는 시정 조치 확정 이전에 거래소 회원사와 일련의 질의응답 및 사실확인을 위한 논의를 포함하는 의견청취 과정을 거치는 것이 일반적인 관행입니다. 이와 유사하게 중국 및 홍콩거래소도 경고 조치를 취하기 전에 시장참여자들과의 적극적인 논의를 통해 해당 행위의 배경을 명확히 확인하는 과정을 거칩니다.

거래소 회원사의 피드백을 수렴하고 투자자와 거래소 간 논의를 허용하는 방향으로 절차를 개선함으로써 개방적 대화를 통해 상호 이해의 폭을 넓힐 수 있고, 이는 양측 모두에게 도움이 될 수 있으리라 생각합니다. 충분한 정보가 공유되는 논의와 심리절차를 통하여 이상거래에



대해 보다 정교하고 효과적인 경고 조치를 취하거나 예방조치를 요구할 수 있게 됨에 따라 해당 프로세스 역시 개선될 것입니다. 또한, 시장에 관련 지식을 갖춘 트레이더들이 더욱 늘어나고 거래소 회원사 및 그 고객, 거래소 및 기타 규제기관 모두가 투자자의 거래 행위에 대한 이해를 공유하게 될 것입니다.

3. 시장 구조의 변경: 감독당국의 발표, 공개 의견수렴 및 기간

저희 회원사들은 한국은 시장의 구조적 변경이 자주 일어나는 한편, 영어로 진행되는 공개 의견수렴 과정이나 영문 회람 자료를 통한 발표, 그리고 관련 내용이 모든 시장참여자들에게 동시에 충분히 전달되는 경우는 거의 없다는 점을 지적하고 있습니다. 업계는 또한 공개 의견수렴 과정 및 변경 시행까지의 기간이 너무 짧아서(예를 들면 발표 후 3~4 주) 시장참여자들의 피드백 제공, 계획 수립, 테스트, 그리고 적절한 집행이 불가능하다고 지적하고 있습니다.

예를 들어 시장참여자들은 KRX 가 2023 년 초에 호가 가격 단위를 변경하는 것을 비롯하여 새로운 알고리즘 거래 프레임워크를 도입할 예정이라는 것을 들어서 알고 있지만, 외국계 투자중개업자 및 투자자 커뮤니티에서는 대다수가 시장 구조의 해당 변경에 적절히 대비하는 데 필요한 중요 정보를 받지 못하였고 이는 역내 회원사들이 관련 자료를 역외의 계열사들과 공유하는 데 제약이 따른다는 점에 기인합니다. 한편 새로운 감시 모니터링 체제가 2022 년 9 월 26 일부터 실시되었습니다. 호가 가격 단위의 축소가 거래에 미칠 엄청난 영향(최적 가격에서의 크기 축소, 보다 빈번한 가격 변화 등)을 감안하여 업계는 새로운 감시 가이드라인을 업계가 완전히 숙지하고 이에 적응한 이후 시점으로 새로운 호가 가격 단위 체제의 시행을 연기할 것을 강력히 제안하고 있습니다. 이러한 두 가지 계획의 복잡성을 고려할 때 KRX 가 투명성을 충분히 확보하고 국제적 기준 및 모범 관행과 부합할 수 있도록 온전한 공개 의견수렴 절차(충분한 고지와 의견수렴 기간 포함)를 거치고 이상적으로는 ASIFMA 회원사들 및 국내 시장참여자들과 긴밀히 협의하여 새로운 프레임워크를 최종 확정할 수 있다면 시장에 많은 도움이 될 것입니다.

ASIFMA 제안: 시장 구조를 변경하기 전에는 공개 의견수렴 절차가 선행되어야 하며 영문으로 제공되는 회람 자료를 통해 발표가 이루어지고 관련 내용이 역내이든 역외이든 모든 시장참여자들에게 동시에 완전하게 전달되어야 합니다. 또한 시장 구조에 대한 의견수렴은 글로벌 차원의 조율 및 준비에 필요한 충분한 시간을 두고 이루어져야 합니다. 시장 구조 개혁의 원활한 시행을 보장하려면 시장참여자들에게 구축과 테스트에 필요한 충분한 시간 또한 허용해야 합니다. 이와 더불어 그 첫 시행 날짜는 일반적으로 주요 지수 리밸런싱 이벤트의 바로 전 주, 해당 주, 그리고 그 다음 주는 피하는 방향으로 정해져야 합니다.

B. 거래원 상위 5 개사 거래정보 공개 및 대량 거래 메커니즘

1. 거래원 상위 5 개사 거래정보 공개

거래원 상위 5 개사 거래정보 공개는 한국 시장만의 독특한 메커니즘으로, 매도량과 매수량을 기준으로 주식 종목의 당일 상위 5 위 투자중개업자 순위를 실시간으로 공개합니다. ASIFMA 는 시장의 투명성을 강력히 지지하지만, 이러한 메커니즘의 실시간성이 잘못 해석되어 한국 개인투자자들에게는 해를 끼치는 한편 기관투자자들에게는 원활한 투자를 저해하는 요인이 될 수 있다는 점을 알고 있습니다.

자본시장연구원의 2022 년 연구 보고서에 따르면¹³, 정보에 대한 접근 가능성의 증가(그 일례가 거래원 상위 5 개사 거래정보 공개)로 인해 개인투자자가 자신의 편향적 사고의 부정적 영향을 더 심하게 받게 될 수 있다고 합니다. 거래원 상위 5 개사 거래정보를 실시간으로 공개하는 것은 전체적인 흐름만을 고려하고 거래 흐름의 현재 방향을 설명하지 못하기 때문에 개인투자자들의 군집 행동을 초래하게 됩니다.

특히 개인투자자들은 공개된 투자중개업자의 거래량이 자기 계정 거래와 고객을 위한 대리 주문 모두를 합친 것이기 때문에 거래 방향에 대한 다양한 시각을 폭넓게 반영한 것이라는 점을 잘 모르는 경우가 많습니다. 이러한 시각은 시장에 대한 투자중개업자 자체의 내부 시각이나 리서치 권고 사항과 상관이 없는 경우도 있습니다. 일부 개인투자자들은 외국계 투자중개업자의 활동 방향으로 보이는 것을 토대로 거래한다고 알려져 있음을 고려하면, 이러한 데이터를 실시간으로 발표하는 것이 오해와 해로운 결과를 초래할 수 있습니다. 더 나아가 반대 방향의 선물 거래 활동으로 인해 순 방향이 잘못 해석될 가능성도 있다는 점을 지적하고자 합니다.

또한 KRX 에는 효과적인 대량 거래 메커니즘이 없습니다(대량 거래 메커니즘 개선을 위한 제언은 B.2 섹션 참고). 대규모 거래는 공개 매매 시장(lit market)에서 체결해야 하는 경우가 많은데 이로 인해 글로벌 투자자가 잠재적 제 3 자 선행 매매(front-running)와 가격 변동에 노출됩니다. 글로벌 투자자는 가격 변동을 피하기 위해 여러 투자중개업자를 통해 더 큰 규모로 거래를 체결하는 경우가 많은데 이는 비용이 많이 들고 비효율적이며 처리 절차가 복잡합니다.

ASIFMA 제언: 저희는 거래원 상위 5 개사 거래정보를 실시간으로 전송하지 않을 것을 강력히 제안하며 주간 기준으로 집계된 데이터를 발표하고 투자자 교육 강화를 통해 이를 보완할 것을 제안합니다. 그렇게 하면 거래의 투명성을 고려하면서도 개인투자자와 기관투자자 모두의

¹³ “국내 개인투자자의 행태적 편익과 거래행태”, *자본시장연구원*, 2022 년 2 월 3 일.

https://www.kcmi.re.kr/en/report/report_view?report_no=1481&s_report_subject=&s_report_type=&pg=3

이익을 보호할 수 있습니다. 이와 관련하여 ASIFMA는 거래원 상위 5개사 거래정보의 실시간 공개로 인한 정보 유출을 최소화하기 위하여 대량 매매 메커니즘을 개선할 것을 제안합니다.

2. 최소 크로스 거래 요건

한국에서는 크로스 방식(투자중개업자가 하나의 증권에 대해 매수자와 매도자 간에 거래를 중개)으로 거래가 성사되기 위한 기준치가 다른 선진 시장에 비해 제한적이어서 기관투자자들의 투자를 저해하는 요인이 되었습니다. K-BLOX 거래를 위한 최소 기준(KOSPI의 경우 매매 수량 5,000주 또는 1억 원, KOSDAQ의 경우 5천만 원)은 명목 가치의 최소한도에 대한 제한이 없는 홍콩이나 일본에 비해 상당히 높습니다. 또한 K-BLOX 거래가 반올림하거나 반내림한 정수 가격 수준으로만 가능하기 때문에 시장 상황에 따라 가장 유리한 매수 호가 및 매도 호가의 중간 가격에서 크로스 거래를 할 수 없어 체결 가격에 대한 유연성이 떨어집니다.

2010년에 A-BLOX¹⁴ 또는 "경쟁 기반 대량 매매 서비스"로 불리는 KRX의 메커니즘이 도입되어 크로스 거래를 위한 틀셋을 확장하였습니다. 그러나 다시 한번 최소 규모 기준(KOSPI의 경우 5억 원, KOSDAQ의 경우 2억 원)과 독특한 가격 메커니즘(리미트 오더를 지원하지 않고 일중 체결 가격은 부분일 VWAP 벤치마크를 토대로 결정)으로 인해 서비스 시작 후 미미한 수준의 사용량을 보였습니다.

전 세계의 증권거래소 대부분이 거래 후 일중 크로스 활동을 발표(통상 15분 이내)하는 반면, 한국은 이러한 정보를 당일 마감 시점에 전체 금액을 합한 형태로만 공개하는 이례적인 방식을 고수하고 있습니다.

ASIFMA 제안: 업계는 대량 매매 메커니즘을 다음과 같이 변경하는 것을 제안합니다.

- 1) K-BLOX의 최소 크로스 거래 기준을 낮추거나 완전히 없애야 합니다.
- 2) K-BLOX의 가격 메커니즘이 소수점 이하의 자릿수를 지원하여 더 세분화된 가격으로 거래가 가능하도록 해야 합니다.
- 3) 업계와의 협의를 통해 변경 및 개선 방향에 대한 피드백을 취합하면 A-BLOX 메커니즘에 도움이 될 것입니다.
- 4) 크로스 거래는 거래가 계속되는 시간 중에 발표하고 총합이 아닌 개별 거래 수준에서 보고되어야 합니다.

¹⁴ "한국거래소, 새로운 경쟁 기반 대량 매매 서비스 시작", *금융위원회*, 2010년 7월 21일.

<https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/21914>

C. 외환

글로벌 투자자들은 한국 시장에서의 증권 거래를 위해 한국 원화로 거래할 수 있어야 합니다. 하지만 KRX의 거래가 마감되는 오후 3시 30분에 역내 외환 거래 시간도 끝나기 때문에, 투자자는 전날 또는 익일 조달 자금을 대한 오버나이트 리스크를 부담하게 됩니다. 한국 원화에 대하여 유동성과 거래량이 풍부한 역외 시장이 존재하여 글로벌 투자자들이 환율 리스크를 헤지할 수 있기는 하지만, 이러한 시장에서 투자자가 주식 거래에서의 결제 의무를 이행하기 위해 필요한 원화를 조달할 수는 없습니다. 기획재정부에서 한국이 MSCI 선진 시장에 편입¹⁵되는 과정에 힘을 보태기 위하여 외환거래 시간 연장을 고려하고 있는 것은 고무적인 일이며 저희는 거래 시간 연장이 조속히 현실화되기를 희망하고 있습니다.

ASIFMA 제안: 저희는 주식시장 종료시간과 외환시장 종료시간 사이에 적절한 시간적 여유가 있도록(예를 들면 오후 5시) 국내 외환시장 거래 시간대를 연장해 주실 것을 제안합니다. 그러한 조치는 투자자들이 외환 현물거래를 통하여 KRX에서의 거래를 원활히 결제하게 해 줌으로써 거래 체결 전에 투자 자금을 조달하느라 사용하는 막대한 비용을 절약하고 오버나이트 환율 리스크 역시 피할 수 있게 해 줄 것입니다. 또한 이로써 한국의 외환 시장이 통상 국내 증권거래소 거래 종료시간 이후에도 계속 거래가 이루어지는 지역 및 글로벌 외환시장과 보조를 맞출 수 있게 될 것입니다. 예를 들면 인도에서는 2020년 1월 6일에 인도 루피화에 대한 거래 시간 제한이 철폐되어 언제든지 자유롭게 거래가 가능하게 되었습니다.¹⁶ 이와 유사하게 중국 역시 2016년에 역내 인민폐에 대한 거래 시간을 오후 11시 30분으로 연장하여 유럽 및 미국 시장과 개장 시간이 겹치는 것을 허용하였습니다.

D. 공매도

1. 제한적인 공매도 이용 가능성

코로나 19의 전 세계적 발생으로 초래된 시장 변동성에 대응하기 위하여 한국에서는 2020년 3월에 공매도가 전면 금지되었고 2021년 5월에 KOSPI 200 및 KOSDAQ 150 지수에 포함된 주식에 대해 부분적으로 공매도가 다시 허용되기까지 계속 금지 상태였습니다. ASIFMA

¹⁵ "한국의 원화 거래가 전환점을 맞이하다", *동아시아포럼*, 2022년 5월 25일.

<https://www.eastasiaforum.org/2022/05/25/south-korean-won-trade-faces-turning-point/#:~:text=Trading%20hours%20are%20currently%20open,%3A30pm%2C%20Korean%20Standard%20Time.>

¹⁶ "리스크 관리와 은행 간 거래- 공인 달러 카테고리 I에 해당하는 은행이 역내 개장 시간 외에도 자발적으로 사용자 및 은행 간 거래를 처리할 수 있도록 허용", *인도 중앙 은행*, 2020년 1월 6일.

https://www.rbi.org.in/scripts/BS_CircularIndexDisplay.aspx?id=11780



회원사들은 공매도 활동을 부분적으로나마 재개할 수 있게 된 것을 환영하였으나, 2022 년 MSCI 보고서는 공매도 금지 조치의 완전한 해제에 대한 타임라인이 제시되지 않은 점을 언급한 바 있고, ASIFMA 역시 이에 대한 업계의 강력한 수요를 감지해 왔습니다.¹⁷

ASIFMA 는 개인투자자들이 공매도에 대해 우려하는 것을 이해하지만, 공매도 지침을 투명하게 공개하고 불법적인 공매도 활동을 적절히 모니터링하면 시장에 대한 리스크를 완화할 수 있습니다. 또한 저희는 금융위가 개인투자자들이 안전하게 공매도에 참여할 수 있도록 허용하면서 시장 교육 면에서 바람직한 진전을 이루었다고 믿습니다.¹⁸

ASIFMA 제안: 회원사들은 2021 년 5 월에 공매도 금지 조치를 부분적으로 해제한 것의 연장선상에서, 업계 전체의 이익을 위해 한국 시장의 효율성과 유동성을 증대할 수 있도록 공매도 금지가 추가 해제되기를 희망하고 있습니다. 공매도 제한을 완화할 경우 한국 시장에 진출한 해외 투자자들의 환영을 받고, MSCI 가 한국 시장 지위의 업그레йд 여부를 고려할 때 긍정적으로 평가하는 요소가 될 것입니다.

2. 최근 발표된 보고 요건으로 인한 운영 부담과 혼란

금융위가 2022 년 7 월에 발표한 추가적인 보고 규정은 모든 시장참여자들의 운영 부담을 심화시킬 수 있습니다. 현재 새로운 보고 요건 관련 모든 세부 사항이 공개된 것은 아니지만 공매도를 목적으로 하고 기간이 90 일을 초과하는 대출/차입에 대해 추가 보고서를 제출하고 대규모 공매도 포지션에 대해 보다 상세하게 보고하도록 하는 내용이 될 것으로 예상되고 있습니다. 이러한 보고 규정은 포지션을 헤지하는 투자자들에게 일상적인 방해 요소가 될 수 있는 공매도 과열 규정 관련 새로운 기준에 더해 추가되는 부분이고 외국인 투자자들의 투자를 억제하는 결과를 초래할 것입니다.

ASIFMA 는 공매도 실태를 모니터링하고 불법 공매도 행위를 방지하고자 하는 한국 정부의 바람을 이해하지만, 새로운 보고 요건은 이미 이 지역의 비슷한 시장에서 부과되는 수준보다 높은 수준의 제재금을 부과하는 기존의 엄격한 보고 체제에 더해 추가되는 부분입니다.

ASIFMA 제안: 저희는 공매도 금지에 대한 새로운 규정을 도입하기 전에 ASIFMA 및 PASLA

¹⁷ 'MSCI 글로벌 투자자의 시장 접근성 검토', 32 쪽, MSCI 2022 년 6 월.

<https://www.msci.com/documents/1296102/8ae816b1-fa03-bae3-0bb4-1a3b2bf387bf?t=1654804221837>

¹⁸ '한국의 공매도 재개 첫 날, 코스닥에 더 큰 영향 미쳐', 풀스 뉴스, 2022 년 5 월 3 일.

<https://pulsenews.co.kr/view.php?year=2021&no=425422>



회원사들과 적시에 협의를 진행하여 새 규정이 미치는 영향을 가능해보고 투자자들의 피드백을 취합하실 것을 제안합니다.

3. 공매도 보고

공매도 포지션 보고와 관련하여 발행 주식 수의 0.01%라는 현행 최소 보고 기준이 낮기 때문에 비슷한 다른 국가와 비교하여 시장참여자들에게 상대적으로 무거운 보고 부담을 지우고 있습니다. 보고 기준을 좀 더 높인다면 보고 체제가 더 간단하고 효율적이게 되면서도 한국 감독당국에는 여전히 정확하고 유용한 정보를 제공할 수 있을 것입니다. 그리고 다른 아시아 태평양 국가들과도 비슷한 요건을 적용하는 것이 될 것입니다. 부담스러운 보고 요건은 해외에서 새로 한국 시장에 진출하는 투자자가 적극적으로 시장에 참여하는 것을 저해하는 요인이 됩니다.

또한 금감원이 영어로 된 홈페이지를 제공하는데는 하지만 공매도 포지션 보고용 웹 사이트는 오로지 한국어로만 제공함에 따라 글로벌 투자자들은 한국에 소재한 서비스 제공업체의 도움 없이는 공매도 포지션 보고서를 정확하고 신속하게 제출하는 데 어려움을 겪을 수 있습니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA 는 보고 기준을 일본이나 싱가포르와 같이 발행 주식 수의 0.2% 이상과 같은 보다 높은 기준 또는 공매도 포지션의 최소 금전적 가치를 반영하도록(되도록이면 둘 중 더 적은 쪽으로) 변경할 것을 제안합니다. 다른 아시아 태평양 국가와 유사한 수준으로 보고 기준을 변경하면 한국 감독당국의 검토를 위해 유용하고 정확한 정보를 계속 제공하면서도 시장의 보고 의무는 간소화하는 데 도움이 될 것입니다.

금감원 보고 양식이 한국어로만 되어 있기 때문에 글로벌 투자자들이 어려움을 겪고 있는데, 영문으로 보고가 가능하게 된다면 글로벌 투자자들도 자체적으로 규제 요건을 준수하여 정확하고 신속한 보고를 할 수 있게 될 것입니다.

E. 기타 한국거래소의 거래 관련 사항

1. 한국거래소에 대한 참여

아시아 태평양 지역의 다른 증권거래소들은 시장 참여와 경쟁을 증진할 조치들을 채택하였는데, 저희는 이러한 조치에 대해 KRX 가 관심을 갖고 고려해 주기를 바라고 있습니다.

먼저 이 지역의 몇몇 증권거래소들은 거래소의 참여자가 아니더라도 시장 구성에 참여할 수 있도록 체제를 개방하였습니다. 거래소와 감독당국의 관점에서 보면 이러한 메커니즘이 유동성과 회전율을 높이고 경쟁을 증진하며 스프레드를 줄여주기 때문에 투자자들에게 분명한

이점이 됩니다. 또한 시장조성자들에게는 거래 수수료 감소, 시장 데이터에 관련된 혜택, 공모도 시 거래 관련 면제 등을 비롯한 인센티브가 주어집니다.

다른 아시아 태평양 지역의 거래소 관련 몇 가지 예는 다음과 같습니다.

- **Hong Kong Exchanges & Clearing Ltd (HKEX)**는 장내 거래 상품(ETP)을 위한 “지정 전문가”(Designated Specialist, “DS”) 프로그램을 도입했습니다. DS 프로그램은 거래소의 참여자가 아닌 유동성 공급자들이 홍콩에서 ETP 시장 조성 활동에 참여하는 것을 허용합니다. DS 프로그램은 유동성 공급자들이 아시아 ETF 시장의 잠재적인 기회를 활용할 수 있도록 해 줍니다. ETF와 레버리지 및 인버스 상품을 비롯하여 HKEX에 상장된 모든 ETP가 대상이 됩니다.
- **Australian Securities Exchange (ASX) 및 CBOE Australia**는 시장 조성자, 시장 조성자의 투자중개업자, 그리고 ASX/CBOE가 서명하는 삼자 합의를 도입하여 ETF에 대한 시장 조성을 비참여자들에게도 개방하였습니다.
- **Japan Exchange (JPX)**는 시장조성자가 일본 금융청(FSA)의 “고빈도 거래자”로 등록할 것을 요구하지만 거래소 참여자일 필요는 없습니다. 이러한 체제는 2018년 7월에 확립되었고 처음부터 시장조성자들에게 거래소 회원이 될 것을 요구하지 않았습니다.
- **Singapore Exchange (SGX)**는 시장조성자들이 거래소 참여자가 될 것을 요구하지 않습니다. 시장조성자들은 시장 조성에 어떠한 계좌를 사용할 것인지 SGX에 알려 SGX가 거래 수행을 모니터링할 수 있도록 합니다.

두 번째로 JPX는 동경거래소(TSE)에 “원격 거래 참여자” 체제를 도입하였습니다. JPX에 따르면 “이것은 외국의 증권 투자중개업자가 일본에 사업체를 두지 않고도 거래소 시장에 직접 참여할 수 있도록 하는 거래 참여자 유형”입니다. 이 체제는 2009년 2월에 TSE에 도입되었고 오사카거래소에는 2009년 6월에 도입되었습니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA는 KRX가 참여와 경쟁을 증진할 것을 제안합니다. 아시아 태평양 지역의 다른 선진 시장과 마찬가지로 KRX 역시 거래소 회원이 아닌 경우에도 시장 조성 참여를 허용하는 것을 고려할 수 있을 것입니다.

2. 프로그램 거래 (‘바스켓’) 표시(Flagging) 보고

저희 회원사들은 KRX가 프로그램 거래에 대한 사전 보고 요건을 폐지한 것을 환영하고 높이 평가하고 있습니다. 그러나 KRX는 특정 기간 내에 동일인(자연인 또는 법인)이 15개 이상의

상이한 KOSPI 종목으로 구성된 단일 주문(KOSDAQ의 경우 10개 이상 종목)을 내는 경우 시장참여자들에게 여전히 바스켓 주문을 “차익거래(arbitrage)” 또는 “비차익거래”로 표시하도록 하고 있고, 이를 위반할 경우 회원사에게는 서면 경고나 약식제재금이 부과될 수 있습니다. 프로그램 거래 전략의 복잡성과 시스템 속도를 고려할 때 이러한 요건은 빠짐없이 충족하기가 매우 어려운 것입니다.

더욱이 KRX는 상기 보고 요건이 적용되도록 하는 특정 기간이 무엇인지 공개하고 있지 않기 때문에 투자중개업자들이 자신의 경험에 의존해서 바스켓 거래에 대한 위와 같은 표시 보고 필요 여부를 판단할 때가 많습니다. 이러한 모호함으로 인해 프로그램 거래 주문에 대해서는 과잉 표시 보고가 초래될 수 있고 KRX가 프로그램 거래의 세부 내용을 시장에 공시한다는 점을 고려할 때 이러한 과잉 보고는 시장 통계를 왜곡하고 공시에 대한 투자자들의 신뢰를 떨어뜨릴 수 있습니다.

ASIFMA 제안: KRX가 2022년 1월에 이 문제에 대한 업계의 의견을 구했다는 사실, 그리고 글로벌 투자중개업자 커뮤니티가 KRX에 관련 구성 종목수를 상향조정(이러하면 30개 또는 50개, 또는 그 이상)하는 방식으로 요건을 완화하거나 또는 폐지하여 보고가 유의미성을 유지하고 한국 금융시장의 지속적인 성장 및 발전에 보탬이 되는 방향으로 운영해 달라는 제언을 했다는 점을 잘 알고 있습니다. KRX가 이러한 제언을 고려해 주시면 감사하겠습니다.

3. 선물 기브업(Give-up) 제도 및 포지션 이관

a) 기브업 제도

선물 및 옵션 상품(예: 3년/10년 만기 국채 선물 및 KOSPI 200 파생상품)에 ‘기브업’ 규정이 적용되지 않는 점은 국제적 관행과 맞지 않고 공정한 체결 업무를 저해하는 부분입니다. 예를 들어 미국 국채 선물의 경우 고객 계좌 또는 펀드 계좌를 위해 거래소 청산 회원사와 선물 중개 계좌를 개설하면, 계좌가 개설된 선물 중개회사 또는 ‘기브업’ 계약을 체결한 다른 선물 중개회사를 통해 선물 거래를 할 수 있도록 하는 ‘기브업’ 관련 추가 계약을 체결할 수 있습니다. 한국에는 이러한 ‘기브업’ 제도가 존재하지 않습니다. 따라서 두 계좌를 같은 방식으로 관리하더라도 다른 투자중개업자가 계좌를 처리하기 때문에 선물 거래가 불가피하게 다른 가격을 갖게 됩니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA는 한국이 모든 선물 계약에 대해 ‘기브업’ 제도를 허용하는 국제적인 모범 관행을 따를 것을 제안하며, 이렇게 되면 투자자들이 주문 체결 중개회사와 청산 중개회사를 유연하게 선택할 수 있고(두 회사가 다를 수 있음), 오류 발생시 타 중개회사로의 ‘기브업’이 가능하므로 운영 및 자금 조달이 유연해질 것입니다.



b) 포지션 이관

외국인 투자자가 보유하는 증권 물량(포지션)의 이관은 KRX의 booking 인터페이스를 통해 가능하지만 프로세스가 복잡하고, 증거금 요건으로 인해 선물 및 옵션 포지션의 경우에는 특히 더 복잡합니다. 포지션을 이관하려면 중개회사 간에 외국인 투자자의 IRC와 투자자 코드가 반드시 일치해야 하고 포트폴리오 전부를 이관해야 합니다. IRC는 여러 중개회사 간에 동일하게 기록되지만 각 중개회사가 동일한 IRC에 대해 투자자코드를 지정할 때에도 서로 다른 기준을 적용할 수 있기 때문에 포지션 이관이 제한을 받는 일이 자주 발생합니다. 특정 거래가 이관되지 못하도록 차단하고 이를 새 계좌에서 상쇄하는 booking 절차를 통해 선물을 이관하는 것이 가능하기는 하지만 그러려면 고객이 오로지 일부 포지션 이관을 위해 신규 계좌를 개설해야 하므로 불필요하게 복잡하고 운영상의 부담도 큼니다. 투자자들은 포지션을 한 중개회사에서 다른 중개회사로 이관하거나 리스크를 상쇄하기 위하여 (예를 들어 고객이 다른 중개회사에 상쇄되는 포지션을 보유하고 있는 경우 등) 포지션을 이관하려는 경우가 많습니다. 유연한 포지션 이관이 가능해지면 전술한 시장 영향 리스크 없이 단일 중개회사로 자신의 포지션과 리스크를 통합 관리할 수 있게 될 것입니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA는 KRX가 국제 기준에 맞춰 포지션 이관 요건을 수정하여 포지션의 최종 수익자가 동일한 경우에는 중개회사 간 포지션 이관을 허용할 것을 제안합니다.

4. 시장 데이터 및 시장 구조

a) 시장 데이터 라이선싱 수수료

시장 데이터 라이선싱에 대한 KOSCOM의 독특한 가격 책정 방식은 비용을 증가시켜, KRX에서 거래하는 외국인 투자자들이 다수의 중개회사들과의 관계를 구축하고 거래소 시장 접근성을 다변화하는 데 장애 요소로 작용하고 있습니다. 해외 투자자들은 다양한 서비스 혜택, 거래상대방 리스크 완화, 그리고 충분한 거래체결 능력을 확보하기 위해 다수의 중개회사들과 거래하기를 선호합니다. 그런데, KOSCOM의 가격 모델 하에서는 고객이 여러 중개회사를 사용하는 경우, 데이터에 접근하는 중개회사마다 '직접 접속자'로 간주되어 별도의 수수료가 부과되고 이는 최종 고객에게 전가됩니다. KOSCOM의 이러한 수수료 부과 방식은 아시아의 다른 거래소들과 다를 뿐 아니라, 비용을 빠르게 증가시켜 1) 상품 거래 규모, 2) 중개회사 다변화 정도, 그리고 3) 해당 시장 금융상품 투자 수준 등과 같은 사업 관련 의사결정에 크게 영향을 미치게 되고,



결과적으로 고객의 거래 방식에 있어 유연성을 저하시켜 시장 참여율이 낮아지는 결과로 이어집니다. 또한 중개회사들은 수수료를 부과하지 않고는 고객에게 데이터를 공급할 수가 없습니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA 는 KOSCOM 이 이러한 시장 데이터 가격 책정 모델을 수정해서 아시아 지역 다른 거래소들과 같이 시장에 액세스하는 중개회사들에게 일정 수수료를 부과하는 방식을 선택할 것을 제안합니다. 이를 통해 투자자들이 여러 중개회사를 선택해서 매매할 수 있게 되어 최선의 체결이 가능해질 것입니다. 또는 시장 데이터 피드 사용량 증가에 따른 추가 비용이 점차 줄어드는 통합 거래방식(bundled deal)을 최종 고객에게 제공하는 것도 해결책이 될 수 있습니다.

b) KOSCOM 의 데이터 피드 및 KRX 의 시장 데이터 구조 개선

ASIFMA 는 KOSCOM 의 데이터 피드가 글로벌시장 기준에 못미치고 있다는 점을 지적하고자 합니다. 예를 들어, 거래소의 기존 시장 데이터는 현재 속도가 8-45 Mbps 인 회선을 사용하고 있는데, 이는 10G 회선을 사용하는 다른 주요 글로벌 거래소들과 대조됩니다 (가능하면 2023 년 초부터 속도가 100Mbps 로 빨라질 것이라는 점은 알고 있고, 그 후 수 년간 같은 수준에 머물러 있을 가능성은 있겠지만 이와 같은 발전에 대해 기쁘게 생각합니다). 게다가 거래소는 주문 회선 수를 브로커 당 최대 10 개로 제한하는 반면, 다른 거래소들(예: SGX, HKEX, JPX)은 “무제한”으로 제공하고 있습니다. 이는 신규 참여자들이 신속하고 경쟁력 있게 시장에 접근하는 것을 훨씬 더 어렵게 만들고 있습니다.

ASIFMA 제안: KOSCOM 의 데이터 피드가 경쟁력을 유지하고 다른 거래소의 발전과 속도를 같이 할 수 있도록 ASIFMA 는 KRX 에 다음의 내용을 제안합니다.

- 1) 주문 및 시장 데이터 대역폭 회선을 10G 급 이상으로 업그레이드.
- 2) 회원사에게 허용되는 대역폭 및 회선 수 증대. “세션(PID)” 수 역시 현행 수준(파생상품은 98 개, 현금 주식은 110 개)에서 크게 확대되어야 합니다. 저희는 KRX 가 파생상품의 PID 를 150 개로 확대하겠다고 제안한 것을 기쁘게 생각합니다. 회원사들의 영업활동이 추가적인 구매를 정당화할 수 있고 그에 따른 비용을 감당할 의향이 있는 한, KRX 가 회원사들에게 더 많은 회선(또는 더 큰 대역폭)을 구입할 수 있는 선택권을 주는 것은 매우 중요한 문제입니다.

또한 저희 회원사들은 거래소가 주식과 파생상품 거래소를 두 곳에서 별도로 운영하고 있는 것을 지적하고 있습니다 (주식은 서울, 파생상품은 부산). 이러한 시장 구조는 특히 한국 시장에 진출하려는 신규 시장 참여자들에게 여러 가지 경쟁력 이슈 및 구조적 이슈를 발생시킵니다. 이런 복잡성을 감안할 때 ASIFMA 는 거래소와 이런 중요한 주제에 대해 보다 자세하게 업계 견해를 논의할 수 있는 기회를 가질 수 있기를 희망하고 있습니다.

c) KRX의 차세대 주문연결 엔진

차세대 업그레이드는 한국 시장의 발전에 중요한 기폭제가 될 것이며, KRX가 시장 안전성 측면에서 제공할 서비스를 개발하고, 글로벌 기준에 보다 잘 부합할 수 있는 기회를 제공할 것으로 예상됩니다. 아시아 태평양 지역의 다른 거래소에서 제공되는 핵심적인 통제 기능에는 1) 일괄 주문(bulk order) 삭제 메시지 타입, 2) 독립적 (최종 고객) kill 스위치, 3) 접속 장애 시 삭제 기능, 4) 자체 주문(self-match) 체결 방지 및 5) 시장조성자 보호 기능 등이 포함됩니다.

ASIFMA 제언: 현재로서는 KRX가 아시아 태평양 지역의 다른 플랫폼에서 제공되는 이와 같은 기능들을 제공하고 있지 않습니다 (전송한 기능 중 1, 3, 4 번과 드롭 카피(Drop Copy)가 업그레이드에 포함될 수 있다는 점은 알고 있습니다). 저희는 차세대 업그레이드에 이 모든 기능들을 포함할 것을 제안합니다. 이러한 기능들을 통해 국내 및 글로벌 유동성 제공자들이 유동성을 효과적으로 제공하는 한편, 리스크 익스포저를 효과적으로 관리할 수 있게 될 것입니다. 그리고 이로 인한 유동성 증가, 보다 세밀한 스프레드 및 보다 정확한 가격 형성을 통해 시장의 질적 향상을 도모할 수 있을 것입니다.

5. 약식제재금

KRX는 경미한 위규 행위로 간주되어 신속하게 처리해야 할 사안인 경우에 대해 “약식제재금”을 부과할 수 있습니다. 규정상 이러한 제재금액은 최대 2 백만 원(약 미화 1400 달러)으로 제한됩니다. 이는 상당한 벌금, 회원 및 거래 자격 정지, 또는 경고/주의가 발령되는 “징계 조치”와 구별되며 제재강도가 경미합니다. 하지만 ASIFMA 회원사들은 해외 고객, 투자중개업자 및 외국 규제기관들의 입장에서는 아주 적은 금액일지라도 모든 종류의 금전적 벌금을 매우 심각하게 받아들이고 있다는 점에 대해 우려를 표시합니다. 현행 제도는 시장참여자들에게 불필요하게 많은 내부 협의 필요성, 공시 및 애로 사항을 야기하고 있으며, 이는 해당 벌금의 원래 의도보다 과도한 대응 및 조치를 수반한다고 할 수 있습니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA 는 국제적인 관행을 받아들여 이와 같은 약식제재금제를 폐지하고 계도조치로 대체할 것을 제안합니다.

6. 단기과열 종목

KRX 는 증가, 회전율과 변동성을 토대로 한 “단기과열” 종목 지정 기준을 가지고 있습니다. 단기과열 종목으로 간주되면 해당 종목은 다음 3 일 동안 30 분 단위로 매매가 체결되는 단일가 매매방식이 적용됩니다¹⁹. 저희는 KRX 가 단기과열 상태로 간주되는 종목의 목록을 제공하고 그러한 목록에 추가될 가능성이 높은 종목에 대해 사전 경고를 제공한다는 점을 잘 알고 있습니다(모두 영어로 제공).²⁰ 그러나 한국의 단기과열 종목 메커니즘에는 체결 비용이라는 문제가 있습니다. 주식이 3 일 동안 시장에서 지속적으로 거래되지 못하면 공정한 가격 형성과 시장참여자들의 자유로운 매매 능력에 영향을 미칩니다. 이로 인해 시장참여자들이 부담해야 하는 숨겨진 체결 비용이 발생합니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA 는 KRX 가 30 분 단위로 거래를 제한하기보다 변동성 컨트롤 메커니즘(“VCM”)을 활용할 것을 제안합니다. ASIFMA 는 아시아 태평양 지역 거래소들의 VCM 을 비교 검토해 왔고 한국의 VCM 프레임워크 개선 방안에 대해 KRX 와 논의할 수 있기를 희망합니다.

7. 청산제도에 관한 사항

저희는 최근 일이년간 KRX 가 증권 및 파생상품 시장에 긍정적인 변화를 시도하기 위하여 경주한 노력을 높이 평가하고 있습니다. 여기에는 공동 기금 부담 의무에 대한 상한 도입, 고객 증거금에 적용되는 할인의 점진적 폐지, 증거금의 경기 순응성을 해결하기 위한 증거금 하한과 완충 장치의 점진적 도입이 포함됩니다. 그러나 저희 회원사들은 여전히 KRX 의 중앙청산소(Central Counterparty, “CCP”) 위험관리 프레임워크에 공백이 존재하며 이를 방지하면 시장이 침체될 때 여러 가지 어려움을 야기할 수 있다는 점을 논의해 왔습니다. 예를 들어 공동 기금 사용 단계에서 차지하는 KRX 의 CCP 자본 비율(손실의 부담 비율이라는 측면에서)은 공동 기금이나 거래소가 관리하는 리스크 수준에 비례하지 않고 고정 금액으로 되어 있습니다. 장외(“OTC”) 파생상품 부문에서 명확한 채무불이행 관리 프로세스가 시행 중이고 회수 방안도 마련되어 있지만, 상장 증권 및 장내 파생상품 관련 회수 방안을 위한 제도는 존재하지 않기 때문에 CCP 가 비유동적인

¹⁹ ‘일시적 과열 현상 완화 조치’, 한국거래소.

<http://global.krx.co.kr/contents/GLB/06/0602/0602010204/GLB0602010204.jsp#71a41c9db05a316843888945c79033e7=8>

²⁰ ‘시장 경고’ 밑에 있는 ‘가격 안정화’ 탭 참고, 한국거래소.

<https://engkind.krx.co.kr/main.do?method=loadInitPage&scrmode=1>

계약에 어떤 종료 수단을 이용할 것인지(예를 들면 OTM 옵션의 경우), 그리고 채무불이행 상황에서 어떻게 거래 내용을 매칭시킬 것인지(즉 불이행 당사자의 포지션을 종결하고 대신 상대방 당사자와 다른 당사자를 매칭시키는 것)에 대해 명확하게 알 수 없습니다. OTC 파생상품 부문에서의 동시 호가와 관련하여 저희는 KRX가 최근 업계에서 발간된 간행물 등에 제시된 의견을 감안하여 호가 프로세스를 강화할 것을 제안합니다.²¹ 또한 투자자가 추가 증거금을 예치하는 시한에 여유가 있음으로 인하여(거래 완료 기준 1일 후 오후 12시까지) 중앙청산소로 기능하는 KRX가 담보 부족 리스크에 노출될 수 있는 것으로 보입니다. KSD 시스템 외부에는 필요한 규모를 커버할 수 있는 적절한 추가 증거금 서비스가 없고, 비현금 담보(현금 및 G7 채권이나 고품질 유동 자산과 같은 현금 등가물 대신)로 필요한 담보를 충당할 수 있음으로 인하여 담보 부족에 대한 우려뿐만 아니라 이러한 절차에 필요한 수작업이 매우 많아지고 부담이 늘어난다는 문제점이 생기고 있습니다. 또한, 시장 침체 상황에서는 이로 인하여 회사채와 주식(개시증거금으로 예치 가능한 적격 담보 기준에 부합하는 경우)의 유동성에 추가적인 부담으로 작용할 수 있습니다.

ASIFMA 제안: 위에서 논의한 문제점들을 해결하기 위해 저희 회원사들은 KRX가 폭넓은 개선 방안을 고려해 주실 것을 제안합니다. 예를 들어 모든 분야에서 KRX가 부담하는 책임을 KRX가 관리하는 리스크 수준에 비례하도록(즉 공동 기금 비율대로) 계산하는 방식도 이에 해당할 수 있습니다. 거래 매칭을 위해 KRX가 변동증거금 이익 할인율(variation margin gains haircut, "VMGH")이나 부분 계약 파기(partial tear up, "PTU")와 같은 수단을 사용해야 할 수도 있다는 점은 이해하고 있으며, 이는 금전적인 상한 및/또는 시간 기준 상한을 토대로 계약 파기에 대한 가격을 적절히 공개하고 감독당국의 분명한 승인을 얻어 진행되어야 할 것입니다. KRX는 더 짧은 기한을 한도로 현금 및 현금 등가물만을 증거금으로 수취하여야 하며, 이와 같은 방식으로 위 논의된 우려 사항을 해소하는 데 장기적으로 도움이 될 것으로 기대합니다. 또한 현행 증거금 방식에서는 상장 증권과 장내 파생상품 부문 모두 유동성 및 집중 리스크에 따른 추가 비용이 없습니다. KRX는 전체 부문에서 청산회원의 유동성 리스크 및 집중 리스크를 증거금 산정방식에 반영하는 것을 고려할 필요가 있습니다. 증거금 산정방식은, decay factor를 더 높게 조정하면서 표본 기간을 적어도 5년으로 연장함으로써 한층 더 개선이 가능합니다. 현재의 decay factor는 새로운 정보에 빠르게 반응하지만, 모델이 과잉 반응하거나 과거의 스트레스 기간을 계산과정에서 너무 일찍 제외하는 경우 바람직하지 않은 결과로 이어질 수도 있습니다. decay factor가 1에 가까울수록 시장 충격에 대한 민감도는 낮아집니다. 양호한 시장 상황에서 증거금 수준이 낮은 수준으로 떨어지는 것을 방지함으로써 경기 순응성을 줄이는 데 스트레스 기반 VaR 하한이 더 효과적인 것으로 보이기는 하지만, 저희는 과거 10년 기록을 토대로 한 증거금 하한의

²¹ "중앙청산소의 부도 관리를 위한 호가 - 고려해야 할 문제" CPMI IOSCO, 2020년 6월.

<https://www.bis.org/cpmi/publ/d192.pdf>

도입을 희망합니다. 스트레스 상황에서 적용할 증거금의 구성 요소에는 지난 30 년간 또는 신뢰할 만한 데이터가 있는 기간 동안 증거금이 예치되었던 모든 상품에 관련된 극단적인 시장 움직임의 충분한 관찰값이 감안되어야 합니다.

저희는 또한 OTC 파생상품 부문에 대해서는 현재 법적으로 집행 가능한 netting 및 담보실행 관련 의견이 있지만, 상장 증권이나 장내 파생상품 부문에서는 그렇지 않다는 점을 말씀드리고 싶습니다. KRX 는 상장 증권 및 장내 파생상품 부문에서 청산소의 부도나 파산이 발생할 가능성을 고려하여 법적으로 집행 가능한 체계를 마련하는 것을 고려해야 하며 이러한 상황도 OTC 파생상품 부문과 동일하게 관리해야 할 것입니다.

상기 논의된 이슈들을 해결하는 것은 중요한 문제이고 위 언급된 내용이 모든 문제를 다루고 있는 것은 아니기 때문에, ASIFMA 는 KRX 와 CCP 리스크 프레임워크 및 그에 대한 가능한 해결책을 자세히 논의할 기회를 가지기를 희망합니다.

8. 주식 파생상품에 대한 개인투자자의 참여

한국은 2009 년까지 많은 개인투자자들이 주식워런트증권(Equity Linked Warrant, "ELW")을 통해 주식 파생상품 거래에 참여했습니다. 다른 아시아 국가 거래소에서 워런트 발행 기관의 헤지 활동은 시장에 상당한 유동성을 제공합니다. 투자자의 ELW 거래 자격을 제한하고 시장 조성 활동에 제한을 두기 위해 도입된 한국 규제의 변화는 시장의 축소와 여러 발행 기관의 철수로 이어졌습니다. 이후 개인투자자의 선물 및 옵션 시장 참여를 높이기 위해 도입된 다양한 계획들은 그다지 기대한 효과를 거두지 못했습니다.

ASIFMA 제언: 개인투자자가 일반 주식 거래 계좌를 통해 쉽게 접근할 수 있도록 만들어진 ELW 시장은 마진콜(margin call)이 없기 때문에 개인투자자들의 자본이 보호되고 발행 기관이 의무적으로 시장 조성자를 지명하거나 스스로 시장 조성자 역할을 수행하도록 되어 있기 때문에 유동성이 확보되고 공정한 가격이 형성됩니다. 수준 높은 발행 기관이 ELW 시장에 참여하도록 장려하고 더 활발한 ELW 시장이 될 수 있도록 저희는 시장 조성 규정을 점진적으로 개정하여 스프레드 축소 및 큰 매매수량단위의 거래를 촉진할 것을 제안합니다.

9. 거래 정지

2018 년 3 월, 삼성전자의 시가 총액은 KOSPI 시가 총액의 20% 정도를 차지하였고 아시아 전체에서 네 번째로 높은 가치를 가진 주식이었습니다. 따라서 삼성전자의 주식이 주식 분할 과정에서 3 일간 거래가 정지되었을 때 이는 한국 시장과 투자자들에게 중대한 영향을



미쳤습니다. 당초 거래 정지 기간이 10 일로 계획되어 있었지만, 시장 유동성에 미치는 영향을 최소화하기 위해 거래 정지 기간은 다행히 단축되었습니다.

ASIFMA 제언: 애초에 계획되었던 10 일간의 거래 정지 기간에서 상당한 개선이 이루어진 점은 주목할 만하지만, 기업 행위(corporate actions)로 인한 일체의 거래 정지를 폐지하는 방향으로 시스템을 개선하면 글로벌 투자자의 환영을 받고 국제적인 시장 관행에 더욱 부합하게 될 것입니다.

F. 외국인 투자자의 시장 접근 인프라

1. 계좌 구조

글로벌 금융 위기의 여파 속에서 업계는 감독당국이 시장 남용 행위를 외국인 투자등록번호를 기준으로 적절히 감독하려면 충분한 투명성이 필요하다는 점에 더욱 공감하게 되었습니다. 한국에서는 외국인 투자자에 대한 상장 주식용 투자자집단 제도가 IRC 구조를 보완해 왔고 전반적으로 잘 운영되고 있습니다. 저희 회원사들은 이러한 거래구조를 보다 강화하기 위해 다음과 같이 제안하고자 합니다.

a) IRC 신청

저희는 금감원에서 외국인 투자등록증 발급을 담당하는 부서의 순환 근무 기간이 1 년인 것을 알게 되었습니다. 또한 잦은 인사이동으로 인해 담당자마다 특별 IRC 신청에 필요한 기존 서류 요건을 어느 정도로 엄격하게 적용하는가에 대한 해석 차이가 있는 것을 저희 회원사들이 경험해왔습니다.

금감원이 외국인 투자등록증을 취득하기 위한 요건에 대해 정기적으로 지침을 발표하고 있지만, 담당자에 따라 지침에 대한 해석과 적용이 다른 경우가 있고 최근 몇 년 사이에 점점 더 엄격하게 적용하는 경향을 보이고 있습니다. 예를 들어 이제는 펀드를 등록하려면 신원 확인 서류로 설립증명서("Certificate of Incorporation")를 제출해야 합니다. 예전에는 별문제 없이 거주자 증명서("Certificate of Residence", COR)나 감독당국의 웹 사이트에 기재된 신원 정보의 스크린 카피 등을 설립증명서 대체 서류로 제출할 수 있었습니다. 게다가 요구되는 설립증명서가 없을 경우 그 이유를 설명해야 하는데 투자자 입장에서는 이것이 어려운 경우가 종종 있습니다. 따라서 금감원은 글로벌 기준에 부합할 수 있도록 이러한 요건의 완화를 고려해야 합니다.

ASIFMA 제안: 외국인 투자자가 한국 증권 시장에 참여하기 전에 IRC 를 발급 받아야 한다는 요건은 외국인 투자자 커뮤니티에서 널리 알려져 있고 숙지하고 있는 관행입니다. IRC 신청 프로세스에 적용되는 요건에 대해 일관성과 유연성을 유지한다면 새로운 시장 진입자가 과도한 행정적 부담 없이 신속하게 시장에 접근하는데 도움이 될 것입니다. 저희는 외국인 투자자가 다양한 서류 요건에 대응하는 과정에서 겪는 상황을 고려하여 신청 지침을 일관성 있고 유연하게 적용해 줄 것을 요청합니다.

b) iCSD, 글로벌 커스터디언 및 3자 거래 대리인(triparty agent)의 IRC 요건

2017 년에 국내 중개업자의 레벨에서 거래하기 위한 통합계좌 제도(omnibus structure)가 도입되어 환영을 받았지만 통합계좌로는 iCSD 와 글로벌 커스터디언이 겪는 각종 거래 후의 절차상 어려움을 해결할 수 없었습니다. iCSD 와 글로벌 커스터디언, 3자 거래 대리인이 해외에 있는 수익적 소유자가 보유한 IRC 계좌 간 증권 포지션에 대한 내부 결제를 제공하도록 허용하려면 국내 보관기관과 한국예탁결제원(KSD)에서 진정한 통합계좌 제도가 시행되어야 합니다. 그리고 그렇게 하기 위해서는 IRC 등록 요건을 폐지할 필요가 있습니다. 글로벌 커스터디언들은 감독당국의 투명성 요건을 준수하기 위해 수익적 소유자 또는 IRC 계좌 레벨에서 공개 보고 절차를 개발하는 것에 대해 긍정적인 입장입니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA 와 회원사들은 외국인 투자자의 한국 증권 보유 및 결제 체제를 국제적인 증권 결제 인프라에 부합하도록 바꾸어 한국 시장에 대한 투자 접근성을 높일 수 있는 방법에 대해 한국 감독당국과 논의하고 아이디어를 공유할 수 있기를 희망합니다.

c) 한국 증권을 담보로 사용할 수 있는 계좌 구조

글로벌 금융 위기에 대응하여 바젤 은행감독위원회와 국제증권감독기구("IOSCO")는 2013 년, 중앙청산소에서 청산되지 않은 파생상품의 증거금 요건에 대한 최종 프레임워크("비청산 증거금 규정")를 개발하고 확정했는데, 이를 통해 장외 파생상품에 대해 개시증거금과 변동증거금을 도입하게 되었습니다. 현금 담보가 갈수록 드물어지면서 참여자들은 비현금성 자산(예를 들어 증권 및 미국 국채)을 증거금 의무 이행을 위해 활용하는 데 초점을 맞추어 왔습니다. 또한 전 세계 선진 시장의 주요한 특징으로 효율적인 환매조건부채권과 증권대차거래("SLB") 체제가 존재한다는 점이



있어서, 투자자들이 필수자본 요건을 관리하는 데 이러한 제도를 활용하는 경우가 많습니다.

한국에서의 SLB 거래는 외국 기관들이 한국 증권을 대차대상증권으로 예치함으로써 역외 금융 거래를 지원하는 데 사용하는 경우가 많으며, 그러한 거래는 한국의 중개 기관이 중개합니다. 이러한 거래에서 한국 법률에 따라 증권을 각 IRC 계좌에 보유해야 한다는 요건으로 인해 한국 증권을 장외에서 이체할 수 있어야 하는데 그 대상은 대체로 한국 국채와 통화안정증권, 상장 주식입니다. 상장증권을 장외에서 이전하는 것은 한국 중개 기관이 중개하는 SLB 거래를 체결하는 경우 예외사유에 해당하여 허용됩니다. 하지만 한국의 대차대상증권을 대여자와 차입자 간에 이전할 때 보관기관을 거쳐 옮겨야 한다는 점은 거래의 복잡성을 더하고 있습니다. 이와 같이 증권을 이체하는 것은 매우 많은 비용이 들고 결제 리스크를 수반하는데 자산 흐름의 규모가 상당할 때 특히 더 그렇습니다. 이러한 운영상의 어려움으로 인해 외국 기관이 자금 조달 목적으로 SLB 거래를 통해 한국 증권을 사용하는 데 있어서 한국 시장에 대한 지원과 참여가 제한되어 왔습니다. 다른 시장의 경우 3자 거래 대리인이 증권을 담보로 사용하는 것을 촉진하는 대리인의 역할을 합니다. 이러한 구조에서는 대여자와 차입자가 한 보관기관에 계좌를 보유할 수 있고 역시 외국인 투자자를 위한 글로벌 커스터디언이기도 한 3자 거래 대리인의 이름으로 개설된 단일 통합 계좌에서 대여자와 차입자 간에 SLB 거래의 대상이 되는 증권을 이전할 수 있습니다. 증권의 이전이 글로벌 커스터디언의 계좌에서 차입자와 대여자 간에 장부 기록상 이전되는 것이기 때문에 이러한 구조에서는 거래 비용과 결제 리스크가 줄어들어 시장 참여와 유동성의 증가로 이어진다는 장점이 있습니다.

ASIFMA 제언: 통합계좌 제도를 적용할 수 있는 범위를 보다 면밀히 검토함으로써 외국 기관의 한국 시장 진출을 증진하고 금융 거래에서 한국 국채 및 통화안정화증권이 담보로 사용되는 것을 확대하는 데 도움이 될 것입니다. 글로벌 커스터디언과 국내 보관기관이 IRC 를 기준으로 한 개별계좌가 아닌 진정한 통합계좌를 활용할 수 있게 된다면 한국 금융 시장에 대한 참여가 더욱 늘어나고 유동성도 증가할 것으로 전망합니다.

2. 담보 관리

a) 한국 증권 담보의 폭넓은 재사용



한국 증권을 담보로 제공하는 방법은 증권의 종류와 거래 유형에 따라 크게 두 가지가 있는데, 바로 1) 질권 또는 2) 증권대차를 통한 담보물의 명의 이전("담보대차"라고 함)입니다.

- 1) **질권**: 예전에는 질권 설정자가 채무를 불이행하는 경우 담보물을 질권자에게 이전(수익적 소유자의 장외 변경)하려면 먼저 금감원의 승인을 받아야 했습니다. 저희는 2021년 10월 관련 규정의 개정으로, 담보물의 이전 후 금감원에 사후신고로써 기본 계약을 토대로 한 장외 파생상품, 증권대차 또는 환매조건부채권 거래와 관련된 질권을 행사하는 경우 장외에서 질권 설정자로부터 질권자로 증권을 이전하는 것이 가능해진 점을 환영합니다. 다만, 외국인 투자 한도가 적용되는 몇몇 발행사의 주식에 대해서는 이러한 규제 완화가 적용되지 않습니다.
- 2) **담보대차**: 담보대차 거래를 통해 담보로 받은 한국 국채와 통화안정증권을 재사용하는 것과 관련하여 시장에서는 2017년에 도입된 이 새로운 제도를 폭넓게 적용하는 데 현실적인 걸림돌로 작용하는 몇 가지 문제를 경험하고 있습니다. 즉, 법률에 의해 허용되는 담보대차의 재사용에 한계가 있다는 것입니다. 현재 법상 담보대차 대상증권의 재사용을 (i) 환매조건부채권 거래 및 (ii) 다른 당사자에게 담보로 제공하는 경우에 한해서만 허용하고 있습니다. 법상 담보물을 제 3자에게 제공하는 것이 허용되기는 하지만, 한국예탁결제원의 운영 방식상 담보대차 방식으로 제공된 증권의 경우 질권 방식으로 담보권을 설정하는 것이 허용되지 않습니다(담보대차의 형태로 다시 담보로 활용하는 것은 허용됨). 법적으로 허용되는 담보대차 대상증권의 재사용과 관련된 또 다른 걸림돌은 담보증권이 동일한 IRC에 예치되더라도 고객이 증권사에 담보대차 계좌를 두 개 이상 개설할 수 없다는 것입니다. 한국 국채 및 통화안정증권을 여러 보관기관 간에 옮겨야 하는 경우가 간혹 있는데 특히 3자 거래 대리인이 개입해 있어 동일한 IRC로 여러 개의 담보대차 계좌가 필요한 상황이 이와 같은 경우에 해당합니다. 이러한 제약이 (i) 이자소득에 대한 원천징수를 위해 한국 국채와 통화안정증권의 이동을 추적하여 최초 보유자(즉 담보대차 증권의 최초 대여자)가 원천징수세를 납부할 수 있도록 하고 (아래 "c) 환매조건부채권과 SLB"의 논의 내용과 동일한 문제), (ii) 외국인이 장외에서 상장증권을 거래하지 못하도록 하기 위해 생긴 것임을 잘 알고 있습니다. 본 백서에서 언급했듯이, 비청산 장외파생상품 증거금 규정에 따라 장외 파생상품 거래에 대해 전 세계적으로 적용되는 증거금 예치 요건으로 인해 파생상품 거래에서 한국 증권을 담보로 제공할 수 있어야 한다는 점이 외국인 투자자에게는 중요한 문제이며



담보대차 대상증권의 재사용에 더 많은 유연성을 허용하면 한국 국채와 통화안정증권의 유동성이 확대될 수 있을 것입니다.

ASIFMA 제안: SLB 거래를 통한 담보제공 또는 증거금 예치의 목적으로 증권을 통합계좌에 보유하는 것과 관련하여 운영상 걸림돌이 되는 부분을 제거한다면 한국 국채와 통화안정증권의 유동성이 크게 확대될 것입니다. 또한 ASIFMA 는 담보대차로 예치된 한국 국채와 통화안정증권을 법적, 그리고 운영적인 측면에서 현재 허용된 범위보다 더욱 폭넓게 재사용할 수 있도록 허용하여 시장참여자들이 더 효과적으로 한국 국채와 통화안정증권을 담보로 재사용할 수 있도록 해 주실 것을 제안합니다. 이는 한국 국채와 통화안정증권의 유동성을 증진하는 데 도움이 될 것입니다. 담보권을 설정하고 담보물을 관리하는 것과 관련된 제약은 외국인 투자자들이 적극적으로 한국 시장에 참여하지 못하도록 만드는 핵심 요인 중 하나로 꼽히고 있습니다. 저희는 감독당국과 한국예탁결제원, ASIFMA 및 회원사들이 한국 국채와 통화안정증권을 더 적극적으로 활용할 수 있는 방법에 대해 논의할 수 있기를 희망합니다.

b) 담보권

한국법에 따라 담보권을 설정하는 것은 거래 당사자 본인으로서 거래하는 당사자들 사이에는 잘 정착된 제도입니다. 하지만 한국 자산(한국 국채와 통화안정증권, 상장주식)을 질권의 형태로 담보로 활용하는 것과 관련하여 대여자의 대리인(agent lender)과 거래하는 경우 다수의 문제점이 존재합니다. 통상 agent lender 는 다른 모든 실질 대여자를 대리하는 대리인으로서 차입자와 기본 증권대차 계약을 체결합니다. 다른 선진 시장에서는 GMSLA 기본 계약에 따라 담보를 제공하는 경우, agent lender 가 증권 수익적 소유자의 수탁인으로서 담보물에 대한 담보권을 보유하기로 합의합니다. 이로써 모든 수익적 소유자의 대차거래와 담보거래 관련 포지션을 효율적으로 관리할 수 있습니다. 하지만 한국에서는 담보권의 신탁이라는 개념이 법률로 인정받지 못하고 있습니다(한국에서도 신탁 개념이 있지만 담보부사채신탁법에 따라 신설된 채권 발행을 위한 담보 수탁 이외에 담보권에 대한 신탁은 해당되지 않습니다). 그 결과 agent lender 는 대차대상증권의 수익적 소유자를 대리하여 체결하는 SLB 거래 목적의 GMSLA 기본 계약에 따른 한국 담보물에 대한 담보권을 설정받을 수 없고, 그로 인해 agent lender 는 한국 증권을 담보로 제공받기 어려워지므로 한국에서 담보증권을 활용하는 데 영향을 미칩니다.



ASIFMA 제안: 따라서 ASIFMA 는 담보권에 대한 신탁을 인정하거나 agent lender 가 증권 의 수익적 소유자를 대신하여 담보권을 설정받는 것을 허용할 방안을 검토해 주시기를 제안합니다.

c) 환매조건부채권과 SLB

- 1) 운영과 세금: 한국 세법에 따라 특정 조건을 만족하는 환매조건부채권 또는 SLB 거래("적격 환매조건부채권/SLB 거래")를 통해 취득한 채권을 보유(질권으로 사용하기 위한 경우 포함)하거나 일련의 적격 환매조건부채권/SLB 거래를 통해 이전하는 경우, 이자소득세에 대한 원천징수 의무는 한국 세법에 따라 최초의 환매조건부채권 매도자/SLB 대여자에게만 부과됩니다. 원천징수세를 올바르게 처리하려면 채권 이전 과정을 추적하여 해당 채권을 적격 환매조건부채권/SLB 거래를 통해 취득하거나 이전 받았음을 입증할 필요가 있습니다.

한국예탁결제원의 관행상 환매조건부채권의 매수자나 SLB 차입자가 환매조건부채권 또는 SLB 거래를 통해 거래상대방으로부터 한국 국채나 통화안정증권을 수취하는 경우, 해당 채권은 "처분제한수량"으로 분류됩니다. 이 채권을 재사용하려면 한국예탁결제원에 유선으로 "처분가능수량"으로 재분류해 달라고 요청하여야 합니다.

채권이 "처분가능수량"으로 재분류되면 한국예탁결제원은 원천징수세 부과를 위한 채권 추적을 중단하게 됩니다. 이는 채권의 양수인이 먼저 원천징수세를 납부한 후 국세청에 환급 요청을 해야 한다는 것을 의미합니다. 저희는 이러한 프로세스가 복잡하고 운영상 비용이 많이 든다고 생각하며 이로 인해 시장참여자들이 다른 선진 시장의 국채와 같은 방식으로 한국 국채 및 통화안정증권을 활용하는 것을 꺼리게 된다고 생각합니다.

ASIFMA 제안: 한국 정부는 최근 외국인 투자자의 비과세 관련 세법 개정안을 발표하고 2022 년 12 월 31 일까지는 한시적으로 영세율을 적용하는 반가운 조치를 취하였는데, 본 세법 개정안이 국회에서 정식으로 통과되면 외국인 투자자들은 한국 국채와 통화안정증권 투자 관련한 이자소득과 양도소득에 대해 정식으로 비과세 혜택을 받게 될 것입니다. 상기 기술한 문제는 이러한 비과세 적용을 통해 해결이 될 것이므로 ASIFMA 는 한국 정부가 이미 제안된 비과세 내용을 법으로 제정하고 지속적으로 일관되게 유지할 것을 제안합니다.



- 2) 환헤지: 역외 법인이 한국 국채/통화안정증권을 환매조건부나 SLB 로 거래하고 이에 대해 외환 스왑 헤지를 해야 할 경우, 외환 현물 거래는 인도 가능한 한국 원화로 체결할 수 있지만 선물 거래는 거래상대방이 한국의 은행이 아닌 이상 한국 외환 규정에 따른 외환거래 보고 요건으로 인해 차액결제선물환(NDF)으로만 체결할 수 있습니다. 이러한 제한은 크게 문제가 되는 정도는 아니지만 이로 인해 거래를 빠르고 손쉽게 처리할 수는 없게 됩니다.

ASIFMA 제언: ASIFMA 는 외국인 거주자 간의 실물결제 원화 선물 거래에 대해 위에 언급한 외환거래 보고 요건을 면제해 주어 한국증권 물량 관련한 환위험을 헤지하고자 하는 외국인 투자자가 보다 더 유연하게 거래하는 것이 가능하도록 해 주실 것을 제안합니다.

3. 한국예탁결제원 – 국제예탁결제기구(iCSD) 연계 고객계좌

외국인 투자자들은 iCSD 를 통하여 국내 시장에 접근하는 방식을 선호하는 편입니다. 이러한 방식을 통해 결제와 수탁 프로세스를 간소화하고 자금과 증거금으로 사용할 수 있는 증권의 범위를 확대할 수 있습니다. 이 프로세스를 효율적으로 만들려면, 표준화와 더불어 적절한 계좌 구조와 세법 체계가 일정 수준으로 확립되어 있어야 합니다. 2009 년, 한국은 외국인 투자자가 한국 국채와 통화안정증권 투자로 얻은 이자 소득 및 양도 소득에 대한 원천징수를 면제하고 iCSD 에서 외국인 투자자가 보유한 한국 국채와 통화안정증권에 대해 iCSD 이름으로 개설된 통합계좌를 운영할 수 있도록 허용했습니다. 그 결과 두 iCSD, 즉 클리어스트림과 유로클리어가 성공적으로 한국 채권 시장과 연계될 수 있었습니다. 하지만 외국인이 보유한 원화 표시 한국 국채와 통화안정증권에 대해 더 이상 이자 소득 및 양도 소득에 대한 원천징수세가 면제되지 않는 방향으로 2010 년 세법이 개정되자 유로클리어는 한국 채권 시장과의 연계를 중단했고 클리어스트림은 중단은 하지 않았지만 그 활동에 여러 가지 제약을 받게 되었습니다. 현재 클리어스트림은 국내 보관기관에 외국인 투자자의 IRC 별로 개설된 수탁 계좌를 통해 개별계좌 액세스 기능만을 제공하고 있습니다. 국내 보관기관 또는 한국예탁결제원 레벨에서 iCSD 가 iCSD 의 이름으로 통합계좌를 개설하는 것이 허용되기는 하지만, 2010 년 원천징수세 제도 재도입과 iCSD 기록상 실질 투자자에 대한 IRC 등록 요건으로 인한 다양한 운영상의 요구조건 때문에 통합계좌를 개설하는 것이 현실적으로 어려운 상황입니다. 현행 세제하에서는 한국예탁결제원 레벨에서 iCSD 이름으로 개설한 통합계좌를 사용하기 어렵기 때문에 iCSD 플랫폼상에서 한국 국채와 통화안정증권을 역외 결제하는 거래("내부 결제")가 현실적으로 불가능합니다. 내부 결제는 iCSD 가 제공하는 서비스의 핵심 구성 요소로, 실제 투자자가 국내 결제를 하지 않고도 iCSD 장부 내에서 "역외"로 증권을 결제할 수 있는 기능입니다. 내부 결제는 iCSD 플랫폼 운영 시간 내에 언제든지 가능하기 때문에 현지 증권시장 개장 시간 이외에도



투자자가 증권을 결제할 수 있습니다. 내부 결제가 처리되더라도 현지 CSD 레벨의 통합계좌 내에 iCSD 가 보유한 전체 포지션은 변하지 않고 그대로라는 점이 중요합니다.

이와는 별개의 체제로 외국인 투자자가 통합계좌 차원에서 거래를 체결할 수 있는 경우, 국내 보관기관 단에서 외국인거래 전용계좌(Special Nominee Account(SNA), 외국인 투자자용으로 상장 증권에 대해 2017 년 도입)를 국내 투자중개업자에 개설해야 합니다. 하지만 국내 보관기관 단에서는 각 거래가 실제 투자자의 IRC 기준으로 결제되어야 합니다. 그렇기 때문에 국내 보관기관 입장에서는 기존의 분리된 계좌 구조에 아무런 변화도 없는 것입니다. 따라서 iCSD 모델의 효율성을 위한 핵심적 특징인 내부 결제를 이용할 수 있으려면 진정한 통합계좌 제도가 필요하며, 이는 iCSD 기록상 실질 투자자, 수익적 소유자 레벨의 IRC 요건이 없어야 한다는 것을 의미합니다.

세무적인 측면에서는 한국 국채와 통화안정증권 관련 이자소득 및 양도소득에 대한 과세가 면제되지 않음으로써 여러 해 동안 외국인 투자자의 한국 시장 참여가 어려운 상황이었으나 진정한 통합계좌 제도가 갖추어져 있을 경우, 최근 한국 정부가 발표한 외국인 비과세 관련 세법 개정안에 따라 더 이상 각 실질 투자자의 납세 의무를 추적할 필요가 없어져서 앞으로는 iCSD 의 효율적인 운영이 가능해질 것으로 기대됩니다.

ASIFMA 제안: 저희는 외국인 투자자에 대해 한국 국채와 통화안정증권 관련 이자소득과 양도소득에 대한 과세를 면제하고자 하는 기획재정부의 제안을 환영하며 이러한 개정사항이 국회에서 통과되어 정책적으로 계속 실시되기를 고대합니다. "계좌 구조" 섹션에서 언급한 바와 같이, ASIFMA 는 iCSD 의 실질 투자자에 대한 IRC 요건 또한 폐지하는 것을 제안드립니다. 위와 같은 조치들을 통해 iCSD 는 한국 시장과의 연계를 재개하고 해외 투자자들에게 내부 (역외) 결제 서비스를 제공할 수 있게 될 것입니다.

G. 세금

저희는 증권거래세율 인하, 실질귀속자 특례 규정, 외국인의 국채 및 통화안정증권 투자에 대한 비과세·면제 도입 발표와 같은 최근의 세법 개정은 한국 시장에 긍정적인 변화라고 생각합니다. 다만, 저희는 조세 정책 의도의 달성 및 한국 시장의 외국인 투자자에 대한 지속적 개방을 위해 아래와 같은 여러 가지 제언을 드리고자 합니다.

a) 국외투자기구

2012 년에 현재의 국외투자기구 제도를 도입한 후, 공모펀드 이외의 펀드가 한국에 투자하는 경우 실질투자자에 대한 상세한 정보를 제출하고 이에 대해 변경 사항이



발생할 때마다 정보를 업데이트하여야 합니다. 또한, 공모펀드의 경우는 조세조약에 따른 감면을 적용을 감면받기 위해 6 개월마다 투자자의 거주지국 비율을 제출하여야 합니다(두 경우 모두 투과과세 방식에 따라 가중평균하는 방식으로 원천징수세율을 적용). 그런데, 이와 같은 정보를 확보해야 한다는 점은 많은 국외투자기구가 한국에서 조세조약의 혜택을 받지 못하게 하는 주요 이유로 작용하고 있습니다. 국외투자기구는 통상 금융중개기관(즉 소매은행이나 위탁매매인)을 통해 투자 상품을 판매하므로 실질 투자자에 관한 정보에 접근하는 것이 항상 가능하지도 않고, 금융중개기관으로부터 이러한 정보를 얻을 수 있는 지위에 있지도 않습니다. 홍콩의 상장지수펀드(ETF)가 좋은 예입니다. 이는 한국 세법 상으로 국외투자기구에 해당되지만, 예탁기관만이 투자자로 보여질 뿐이며 그 예탁기관으로부터 실질 투자자의 상세 정보를 얻을 수는 없습니다. 따라서 많은 국외투자기구가 위와 같은 정보를 확보하지 못하거나, 세금 감면 받는 것을 포기하고 있습니다.

국외투자기구 세제는 최근에 개정되어 특정 조건을 충족하는 국외투자기구(즉, 관련 조세조약에 따라 국내원천소득에 대해 비과세·면제 또는 제한세율을 적용 받을 자격이 있고, 그 조세조약에 따라 자신의 본래 관할권에서 세금을 납부할 의무가 있는 법인형 펀드)는 실질귀속자 특례 규정에 따라 국내원천 소득의 실질귀속자로 취급되어 국외투자기구 단계에서 조세조약 혜택을 받을 수 있게 되었습니다. 일반적으로 홍콩, 싱가포르를 비롯한 다수의 아시아 태평양 시장에서 많은 국외투자기구들이 단위형 투자신탁과 같은 비법인형 투자기구로 설립됩니다. 법인형이 아닌 구조이기 때문에 반드시 실질귀속자 특례 규정의 요건을 충족할 수 있는 것은 아니며, 실질 투자자의 거주지국 비율을 제출하기 어렵기 때문에 조세조약의 혜택을 누릴 수 없습니다. 최근 개정안에서 실질귀속자 특례 규정에 변화가 있었지만 국외투자기구가 한국 세법상 외국법인이어야 한다는 요건과 실질적인 투자자의 거주지국 비율 정보를 제공해야 한다는 요건은 해당 규정이 2020 년에 처음 도입된 이후 동일하게 유지되고 있습니다. ASIFMA 회원사들의 피드백에 따르면 2020 년 1 월 1 일에 규정이 발효된 이후로 소수의 국외투자기구만이 조세조약의 혜택을 받을 수 있었습니다.

ASIFMA 제안: 저희 회원사들은 규제되는 공모펀드에 대해서는 투자자 정보를 제공할 필요 없이 실질귀속자로 취급하고, 실질귀속자 특례 규정을 한국 법률에 따른 외국법인에 해당하는 국외투자기구에만 제한하지 말 것을 요청드립니다. 이는 다양한 형태의 국외투자기구에 대하여 동일한 세금 결과가 산출되도록 함으로써 조세 중립성을 확립하고, 한국이 호주, 일본 등 원천징수세를 감면해 주는 아시아 태평양 지역의 다른 시장과 보조를 맞추도록 할 것입니다.

b) 증권거래세

한국 주식 거래소에서 거래되는 한국 증권에 적용되는 증권거래세는 한국 증권시장에 계속적으로 좋지않은 영향을 끼치고 있습니다. 기획재정부가 2019 년 이후 점진적으로 증권거래세를 인하(KOSPI, KOSDAQ, K-OTC 거래에 대해 30 bps 에서 23 bps 로, KONEX 거래에 대해 30 bps 에서 10 bps 로 인하)하고 있는 것은 고무적이지만 저희는 한국의 증권거래세가 여전히 아시아에서 가장 높은 수준이라는 점을 언급하고 싶습니다. 또한 정부의 최근 발표에 따르면 본래 금융투자소득 세제의 도입과 함께 2023 년부터 KOSPI 및 KOSDAQ 거래에 대하여 15 bps 로 추가 인하하기로 예정되었던 증권거래세를, 금융투자 소득세제 도입이 2025 년으로 연기됨에 따라, 2023 년과 2024 년에 20 bps 로 인하한 후 2025 년에 최종적으로 15 bps 로 낮출 예정입니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA 는 한국의 증권거래세가 여전히 아시아에서 가장 높은 수준이기 때문에 국내 주식 시장이 더 성장할 수 있도록 한국 정부가 증권거래세율의 추가적인 대폭 인하를 고려해 줄 것을 제안드립니다.

c) KRX 에 상장된 ETF 에 대한 세금

현재 외국인 투자자는 외국 주식으로 구성된 KRX 상장 ETF(예를 들어 S&P 500 에 대한 ETF)를 이전 또는 상환하여 얻은 소득의 22%를 원천징수세로 납부해야 합니다. 그러나 KOSPI 200 에 대한 ETF 와 같이 국내 주식으로 구성된 KRX 상장 ETF 에 대해서는 그러한 원천징수세가 과 부과되지 않습니다. 특정 금융상품(ETF)에 대한 세금을 일관성 없이 적용하는 것은 불필요하게 복잡하고, 한국에 대한 외국인 투자에 있어 주요한 투자 저해 요인으로 작용합니다. 아시아 태평양 지역의 다른 선진시장들은 이와 같이 불균등한 세금 구조를 갖고 있지 않으며 ETF 의 대해서는 특히 더 그렇습니다. 또한 S&P 500 기반 ETF 가 다른 아시아 태평양 지역의 거래소에서도 이용 가능하다는 점을 고려하면, KRX 에 상장된 ETF 는 아시아 태평양 지역의 다른 유사 상품에 비해 투자 상품으로서의 상대적으로 경쟁력이 부족한 편이라고 할 수 있습니다.

ASIFMA 제안: 외국인 투자자가 한국 주식으로 구성된 ETF 에 투자하여 얻은 이득에 대해 세금을 면제해 주는 이유 중 하나는 투자자가 직접 한국의 그러한 기초 상장 주식에 투자했다라도 비과세·면제 대상이 되기 때문일 것입니다. 외국인 투자자가 외국 주식에 직접 투자하여 얻은 이득은 국내원천소득이 아니기 때문에 한국에서 과세되지 않습니다. 따라서, ASIFMA 는 한국 정부가 외국 주식을 구성 요소로 하는 ETF 에 대해 세금을 면제해 주어 외국 주식으로 구성된 ETF 와 국내 주식으로 구성된 ETF 에 대하여

일관성있게 세금이 적용되도록 하고, 아시아 태평양 지역의 유사한 상품과 동일한 지위에 설 수 있도록 해 주실 것을 제안드립니다.

H. 기타 제언

1. 겸직 및 근로시간 규제 법률

현재 금융 투자 회사와 보험 회사의 경우에는 자산 규모가 일정 수준에 미치지 않을 경우 금융회사의 지배구조에 관한 법률에 따라 준법감시인이 위험관리책임자 포지션을 겸임하는 것이 가능합니다. 하지만 글로벌 은행의 지점의 경우에는 자산 규모와 상관없이 이러한 겸임이 허용되지 않습니다.

총 자산 규모가 한화 7,000 억 원 미만인 글로벌 은행의 지점에 대해 파생상품의 판매나 트레이딩을 하지 않는 경우 이러한 겸임이 가능하도록 관련 규정이 개정되었으나 여기서 더욱 완화되어야 할 것입니다.

또한 2018 년 3 월 20 일 공포된 개정 근로기준법("근로 시간 단축법")에 따라 공휴일을 포함한 주당 최대 근로 시간이 68 시간에서 52 시간으로 단축되었습니다. 업계는 시기에 따라 상당한 시간외업무를 해야 하거나 해외 사무소의 동료들과 심야 전화 회의를 하기도 해야 하는 펀드 매니저와 리서치 애널리스트들이 이러한 근로 시간 단축법의 적용 대상 범위에서 제외될 수 있도록 금융투자협회가 성공적으로 협상해 준 데 대해 박수를 보냅니다.

ASIFMA 제언: ASIFMA 는 새 한국 정부가 노동 관련 문제에 대해 보다 많은 유연성을 허용하려는 태도를 환영하며 금융 서비스업의 글로벌한 성격을 감안하여 더 많은 유연성을 허용해 줄 것을 제안합니다. 추가적으로 위와 비슷한 이유로 기업금융부문 직원들도 근로 시간 단축법의 적용 대상에서 예외가 되어야 한다고 생각합니다.

2. 최소 자본 요건

금융투자업 인가를 신청하는 자는 인가 신청 시에 대상 고객 유형을 1) 전문투자자로 한정 또는 2) 전문투자자 및 일반투자자, 이렇게 두 가지 유형 중 하나로 반드시 지정하도록 되어 있습니다. 첨부자료 1 에서 볼 수 있듯이 한국에서 증권 및/또는 파생상품 매매 인가를 취득하는 데 필요한 최소 자본 요건은 다른 아시아 태평양 지역 및 전 세계의 다른 지역에 비해 매우 높은 수준으로, 이로 인해 한국에서 사업을 영위하려면 보다 많은 비용이 필요하게 됩니다. 이전에 한국의 감독당국이 앞으로 위의 두 가지 대상 고객 유형으로 분류하는 요건을 없애는 방향으로 하고, 최소 자본 요건은 전문투자자만을 대상으로 하는 사업자에 대해 현재 적용되는 수준에서 정할

예정이라고 발표한 바 있지만, 여전히 최소 자본 요건은 아시아 태평양 지역에서 최고 수준이며 홍콩의 13 배가 넘습니다 (첨부자료 1 참고). 예를 들어 전문투자자만을 대상으로 하는 인가업무단위 1-1-2(증권 거래 전체) 및 1-3-2(장외 파생상품 거래 전체)에 요구되는 자본이 각각 대략 미화 1,750 만 달러와 3,150 만 달러입니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA 는 최소 자본 요건을 어느 정도나마 완화하는 효과가 있었을 것으로 보이는 2021 년 12 월의 발표²²를 환영합니다. ASIFMA 는 최소 자본 요건의 완화를 통해 한국 금융 시장의 진입 장벽을 더욱 낮추어 보다 많은 글로벌 참여자들이 효율적인 비용 관리와 리소스 배분을 통해 한국의 금융투자업 인가를 취득하고 한국 시장에 더 많은 활력과 유동성을 공급할 수 있는 길을 터 줄 것을 제안합니다.

3. 리서치 발표 후 24 시간 자기계정거래 제한 제도

한국 법률에는 리서치 보고서 발표 확정 시점부터 24 시간 동안 자기계정 거래를 제한하는 제도가 있으며 이는 국내 투자매매업자/투자중개업자 및 그 계열사에 적용됩니다. 저희는 원래 본 규정이 자기계정 거래자가 리서치 보고서를 토대로 선행매매하는 것을 방지하기 위해 금융산업규제기구("FINRA")의 (이제는 없어진) NASD 규정 2001-4 (리서치 보고서 발행 전 매매)에 기초해서 만들어졌다고 알고 있습니다. 이 규정은 개정을 거쳐 현재 FINRA 5280(리서치 보고서 발행 전 매매)이 되었으며 리서치와 트레이딩 부서 간에 적절한 정보 장벽 구축을 통해 정보를 제어하는 데 초점을 맞추고 있습니다.

보고서 작성에 참여한 모든 계열사의 거래를 거래일 하루 동안 금지하는 것은 특히 현행 한국 법과 규제에서 요구되는 엄격한 정보 장벽 요건을 감안할 때 지나치게 엄격하다는 것이 ASIFMA 의 의견입니다. 특정한 종류의 거래 활동에 대해서 예외가 허용되기는 하지만 관련 규정을 준수하는 데 지나치게 많은 시간과 노력이 소요됩니다.

ASIFMA 제안: ASIFMA 는 24 시간 자기계정 거래 제한 제도는 폐지하고 대신 동일 회사 내 리서치와 트레이딩 부서 간에 적절한 정보 장벽을 구축하고 유지하도록 하는 부분에 관련 규제의 초점을 맞출 것을 제안합니다.

²² '개정된 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(FSCMA) 시행령 및 하위 규정, 12 월 9 일부터 발효될 예정', 금융위원회, 2021 년 12 월 7 일.

<https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/77013?srchCtgr=&curPage=&srchKey=sj&srchText=&srchBeginDt=20211201&srchEndDt=20211231>

4. 외국인 투자 한도

한국의 외국인 투자 한도는 외국인 투자자들에게 상당한 비용 부담을 줄 수 있습니다. 외국인 투자 한도는 거래 체결 위험을 높이며, 위험이 증가하면 모든 자산에 대한 기관투자자들의 투자 기준선(threshold)이 높아지게 됩니다.

ASIFMA 제언: 일부 국가들은 무의결권 주식이나 예탁증서(DR) 발행과 같이, 외국인 투자 한도로 야기되는 문제점을 최소화하기 위한 메커니즘을 도입했습니다. 일부 시장참여자들은 태국의 NVDR 메커니즘을 외국인 투자 한도 규제 준수 관련 문제에 대한 효과적인 완화 방식으로 보고 있습니다. ASIFMA 는 일부 주식에 대해 외국인 투자 한도 제도를 재검토하고 외국인 투자 한도 주식 관련하여 예외를 적용할 필요 없이 보다 더 쉽게 한국 주식 거래를 할 수 있도록 허용해 줄 것을 제안합니다.

5. 기업 IR 정보 (Investor Relations)

기업 행위(corporate actions)는 국문으로만 공표되는 경우가 많아 외국인 투자자들이 적시에 정확한 정보를 얻기가 힘듭니다. KRX 의 공식 웹사이트에서 영문 버전을 선택할 수 있기는 하지만(각주 10 참고), 대부분의 정보가 국문으로만 제공되고 있습니다.

ASIFMA 제언: 영문 IR 자료가 제공되면 외국인 투자자들에게 기업 정보가 신속하게 배포되어 한국에 투자할 때 따르는 비용 중 하나를 줄일 수 있을 것입니다 (KRX 정보공시(KIND)와 금감원의 전자공시 시스템(DART) 양쪽 모두 영문 버전은 국문 버전보다 정보가 제한적임). 마찬가지로 감독당국 제출용 보고서(예: 순매도 포지션 보고서, 5% 공시 보고서) 양식 및 웹사이트에 대해 영문 버전을 제공한다면 글로벌 투자자들과 중개기관들의 참여를 더욱 촉진할 수 있을 것입니다.

6. 기업공개(IPO) 관련 이슈

주식 시장과 관련하여 한국 IPO 시장의 효율성과 매력도를 향상시킬 수 있는 부분들이 존재합니다. 한국은 유독 복잡한 요건을 요구하고 있어서 중개 기관을 포함한 시장참여자들이 운영상 어려움과 불필요한 법적 리스크를 겪고 있습니다. 이런 요건들을 국제 관행에 발맞춰 간소화한다면 이러한 위험을 줄이고 시장 효율성을 높이며 투자처로서의 한국의 경쟁력을 강화할 수 있을 것입니다.

두 가지 사례:

- 1) 국내 및 해외 트랜치(tranche)가 모두 있는 한국 IPO 에서는 다음 두 개의 인수계약서를 요구하고 있습니다.

- i. 총액 인수 계약(Firm Commitment Underwriting Agreement, "FCUA") – 국내
- ii. 추가 인수 계약(Supplemental Underwriting Agreement, "SUA") - 해외

금감원 정책은 증권신고서(SRS) 증빙 자료로 FCUA 최종본을 첨부해서 상장일 약 한 달 전까지 제출하도록 하고 있습니다. 반면에 한국금융투자협회의 요건에 따른 수요예측(book-building) 결과를 반영하여 공모가를 결정한 경우 수정된 SRS 를 제출하도록 요구하고 있습니다. 양쪽 요건을 모두 준수하려면 발행사가 SRS 를 금감원에 제출하기 하루 전에 가격 미합의에 따른 해지조항을 포함한 FCUA 와 SUA 를 먼저 체결하고 그 다음 가격 결정 후 수정된 FCUA 와 SUA 를 다시 체결합니다. 보통 인수인들이 필요한 경우 가격 결정 전에 가격 미합의에 따른 해지조항을 근거로 인수를 포기할 수도 있다고 이해되지만, 일반적으로 발행사가 '불만족'스러운 실사에 따른 해지 조항을 명시적으로 받아들이지는 않습니다.

ASIFMA 제언: 위와 같이 두 가지로 나누어진 프로세스는 불필요합니다. 가격 결정 시점에 체결된 단일한 계약서가 당사자들의 의도와 인수자의 계약상 의무를 반영할 수 있으며 다른 시장들도 이와 같이 하고 있습니다.

2) 한국금융투자협회의 증권 인수업무 등에 관한 규정은 상대적으로 복잡한 편입니다. IPO 시 최소 기준에 따라 다음과 같은 비율로 주식을 배정할 것이 요구됩니다.

- i. 우리사주조합("ESOP")에 20%,
- ii. 일반투자자에 25%,
- iii. 고위험고수익 투자신탁에 5%,
- iv. 나머지는 기관투자자(일반투자자와 고위험고수익 투자신탁에 대한 비율은 금융위의 2020년 11월 발표²³ 내용 참고).

이러한 구체적인 요건과 실제 수요가 일치하지 않는 경우, 특히 우리사주조합과 관련하여 그러한 경우 이러한 규정을 준수하는 것이 어려울 수 있습니다.

ASIFMA 제언: 배분 그룹의 수요가 규정된 배분 금액을 밑도는 경우 재분배가 이루어진다고 SRS 신고와 인수 계약에 규정되어 있으면 재분배가 가능하기는 하지만, 저희는 더 유연하게

²³ '정부, 일반투자자에 배분하는 IPO 주식 수량 늘릴 예정', *금융위원회*, 2020년 11월 18일.

<https://www.fsc.go.kr/eng/pr010101/22538>



처음부터 실제 수요를 반영할 수 있도록 한국금융투자협회가 규정의 단순화를 고려해 주기를 제안합니다.

7. 정보 보호

여러 국가 간의 자유로운 정보 이동은 효율적이고 성숙한 금융 시스템의 전제 조건 가운데 하나입니다. 현재 여러 가지 범주의 정보를 분류하고 국가 간 정보를 이전할 수 있는 조건을 규제하는, 국제적으로 인정되고 합의된 프레임워크나 기준은 존재하지 않습니다. 따라서 모든 국가는 정보의 취급과 국가 간 정보의 흐름에 적용되는 제 각각의 규정을 가지고 있습니다. 규정이 더 명확하고 단순하며 자유로울수록 금융 기관의 국제적인 운영과 마찰 없는 자본 이동이 쉬워지는 것은 당연한 일입니다.

한국의 정보 보호 규정과 국외 정보 이동 규정은 EU, 일본, 싱가포르, 홍콩 특별자치구와 같은 다른 지역과 비교할 때 경쟁력 있는 비즈니스 환경을 저해하는 경향이 있고 국제적인 모범 관행과 조화되기 어렵다고 볼 수 있습니다. 예를 들어 일부 정보 보호 준수 의무(예를 들어 개별 동의, 주민등록번호의 국내 보관/처리, 지나치게 자세한 개인정보 처리방침 요건)는 다른 아시아 태평양 지역 국가와 비교할 때 상당히 이례적입니다. 이를테면 금융 회사가 고객과 금융 거래를 체결할 때 관련 거래 정보("금융 거래 정보")의 수집, 사용, 제공에는 금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률("금융실명법")이 적용되는데 금융 거래 정보(증권 거래에 관련된 경우 등)를 제 3 자에 제공하는 경우에는 고객(개인 및 법인 고객 모두)으로부터 사전 서면동의를 받아야 합니다. 금융실명법에 동의 요건이 면제되는 몇 가지 경우가 명시되어 있기는 하지만, 금융 거래 정보를 본사, 다른 해외 계열사 또는 본국 감독당국에 제공하는 경우 적용 면제 대상에 해당하지 않아 글로벌 금융 기관이 본사, 그리고 본국 감독당국의 보고 및 정보 공유 요건을 준수하는 데 어려움이 따릅니다.

게다가 명시적인 동의를 받을 때 정보처리자는 정보주체에게 과도하게 자세한 내용의 정보를 제공하고 동의를 받아야 합니다. 특히 정보수령인의 포괄적인 범주만 정보주체에게 통지하도록 하는 통상적인 규범과 대조적으로, 정보를 제공받는 자가 정확히 누구인지 정보주체에게 각각 통지해야만 합니다. 이와 관련된 요건이 정보처리 아웃소싱/위탁 상황에도 동일하게 적용되어 정보를 제공받는 자(이 경우 '수탁자'라 함)가 정확히 누구인지를 통상 개인정보 처리방침에 포함하는 형태로 정보처리자의 웹사이트에 공개해야 합니다.²⁴

또한 정보처리자는 개인 정보 침해가 발생할 경우 침해의 규모나 심각성과 관계없이 정보주체에게 이를 통지해야만 하는데, 침해의 성격, 규모, 심각성 및 그로 인해 심각한 피해가

²⁴ 개인정보보호법 제 17 조 제 2 항, 개인정보보호법 제 26 조 제 2 항 + 개인정보보호법 시행령 제 28 조 제 2 항



발생할 잠재적 위험이 있는지 등의 기준에 따라 침해 통지 요건을 달리하는 접근 방식을 취해야 할 것으로 생각됩니다.²⁵

한국에는 또한 글로벌 금융사의 운영과 전 세계적인 기술 배포에 어려움을 초래하는 정보의 국내 보관/처리 요건이 있습니다. 클라우드 컴퓨팅 서비스를 통해 고유식별정보나 개인신용정보를 처리하는 경우, 한국은 외국계 금융 기관의 한국 자회사를 포함하는 모든 금융 기관에 정보 처리 시스템을 국내에 설치할 것을 요구합니다. 이로 인해 글로벌 금융 기관이 글로벌 차원에서 전사적으로 사용하는 기술이나 클라우드 방식을 활용하는 데 제약이 따르게 됩니다.

ASIFMA 제언: 외국계 금융 기관은 본사, 다른 해외 계열사 또는 본국의 감독당국에 고객의 금융 거래 정보를 제공해야 하는 경우가 흔히 있는데 저희는 이러한 경우에 대해 동의의 요건을 완화해 줄 것을 제안합니다. 이러한 경우도 명시적으로 포함하는 방향으로 적용 면제를 확대할 수 없다면, 고객의 동의를 얻는 대신 고객에게 정보 제공 사실을 통지함으로써 정보를 제공할 수 있도록 허용해도 좋을 것입니다.

저희는 또한 글로벌 모범 관행에 발맞추어 한국이 (i) 정보의 제 3자 제공이나 정보처리 위탁과 관련하여 정보를 제공받는 자에 대해 좀 더 합리적인 수준의 정보(예를 들어 정확히 누구인지가 아닌 포괄적인 범주)를 정보주체에게 제공하는 것을 허용하고, (ii) 개인 정보 침해의 경우 합리적인 기준에 따라 (예를 들어 모든 경우가 아닌 침해의 성격, 규모, 심각성 관련하여 일정 기준을 상회하는 경우) 정보주체에게 통지하도록 하고, (iii) 클라우드 컴퓨팅 서비스 관련하여 적절한 경우 정보 처리 시스템의 국내 설치 요건에 대해 재고하여 금융 기관이 전사적으로 사용하는 클라우드 서비스를 활용하는 것을 가능하게 해 주실 것을 제안합니다.

²⁵ 개인정보보호법 제 34 조

첨부자료 1

최소 자본 요건 (H.2 섹션 참고)

해당 국가	라이선스 종류	최소/기본 자본 요건
한국	1-1 타입 - 모든 증권의 매매	모든 투자자 대상일 경우 500 억원 (~미화 3,500 만 달러) 전문투자자 대상으로 한정할 경우 상기 금액의 절반
	1-3 타입 - 모든 장외 파생상품의 매매	모든 투자자 대상일 경우 900 억원 (~미화 6,300 만 달러) 전문투자자 대상으로 한정할 경우 상기 금액의 절반
일본	1 타입 - 금융 상품 사업 (장외 파생상품 사업 포함)	5,000 만 엔(~미화 340,000)
홍콩	1 타입 - 증권의 매매	업무 활동 레벨에 따라 최대 10,000,000 홍콩달러(~미화 130 만 달러)
싱가포르	자본시장 상품의 매매 (증권, 집합투자기구 수익증권 또는 장내파생상품)	라이선스 신청자의 상태에 따라 최대 5 백만 싱가포르달러(~미화 350 만 달러)
	자본시장 상품의 매매 (장외 파생상품)	라이선스 신청자의 상태에 따라 최대 5 백만 싱가포르달러(~미화 350 만 달러)



asifma 
Growing Asia's Markets

UNIT 3603, TOWER 2

LIPPO CENTRE

89 QUEENSWAY

ADMIRALTY

HONG KONG

TEL +852 2531 6500

WWW.ASIFMA.ORG