

**글로벌 거래소의 경쟁체제 분석을 통한
(한국)자본시장 발전방안 연구(요약)**

(Study of capital market development
ways throughout the analysis of Global
Exchange's competition system)

I. 연구 필요성

금융위원회는 “금융시장 안정과 금융산업 선진화를 위하여 이슈가 되고 있는 주요 금융테마의 효과적 정착과 발전방안 마련”을 주된 기능으로 수행중이며, 특히, 한국 경제 성장이 정체기에 들어서면서, 금융의 주된 분야인 자본시장 영역에서 역량이 있는 기업에 자금을 원활히 조달하여 성장을 지원하고, 금융산업을 선도할 핵심역량을 배양하고 육성하기 위하여 자본시장의 발전방안 전략에 대한 심도있는 논의와 대안제시가 절실히 요구되고 있다.

자본시장의 핵심축인 글로벌 거래소 시장에는 IT기술의 발달과 거래 수요의 다양화로 ATS(대체거래소), 내부주문집행 등 새로운 형태의 거래플랫폼이 등장하여 거래 주문과 기업 상장을 유치하기 위한 글로벌 경쟁을 본격화하고 있다. 이에 따라 독점거래소에 집중되었던 매매체결 기능이 다양한 기관으로 재분화되고 M&A, 시장간 연계 등을 통해 경쟁력을 제고하려는 노력이 활발히 전개 중이다. 구체적으로, 글로벌 거래소는 지주회사 전환, 국내외 기관가의 경쟁과 연계·제휴를 통해 사업영역을 확대하고 상품경쟁력을 제고하고 끊임없는 경쟁의 결과로 거래소 수익성 및 기업·투자자에 대한 서비스도 개선 중이다.

그러나 한국의 경우는 거래소의 독점적 지위에 따른 경쟁부재, 비영리 공공기관적 성격 등으로 국제적인 변화의 흐름에서 유리되어 최근 변화양상에 크게 뒤쳐진 상황으로 거래소내 시장간 상호 경쟁을 촉진하는 등 어떤식으로도든 경쟁제고와 효율화가 필요하다는 지적이 그간 끊임없이 제기되었고, 이제는 변화가 필요하다는 공통된 시장 인식이 자리잡고 있다. 또한, 한국의 거래소의 경쟁력은 글로벌 거래소에 비해 수익성, 국제적 영향력, 상품다양성 등 모든 면에서 현저히 떨어지고 있다는 평가가 일반적이다.

【한국거래소의 경쟁력】

□ 낮은 수익성

- 영업이익 규모 (2014년) : 한국거래소 200억원
 - CME 2조원 / ICE-NYSE 1조6,000억원 / 나스닥 8,400억원
 - LSE 6,200억원 / 일본 JPX 4,500억원 / 홍콩 HKEx 9,000억원
- 자기자본이익률(ROE) (2014년) : 한국거래소 2%
 - 세계 거래소 평균 ROE는 10% 수준 : 싱가포르 SGX 35%, 홍콩 HKEx 24%,

□ 매매수수료에 편중된 사업구조

- 한국거래소 수수료 매출비중 74%, 나스닥 27%, 영국 LSE 18%, 일본 JPX 32%

□ 국내상품에 한정된 시장구조

- 해외 지수상품 수 : 독일 Eurex 183개, 싱가포르 SGX 16개, 한국거래소 1개

한국 주식시장은 시가총액, 거래대금 등 양적 측면에서는 일정수준에 도달하였으나, 경제성장률 둔화, 고령화 등으로 향후 양적 성장에도 한계가 있을 것으로 전망된다. 이에 따라, (글로벌) 기관투자자 등 다양한 투자자의 투자수요·거래서비스 수요에 부응하고, 새로운 자본흐름을 창출하기 위한 자본시장업계의 노력 및 이러한 변화를 촉진할 수 있는 정부의 정책적 환경 조성이 필요하다는게 시장의 공통된 시각이다. 한국 거래소에 대한 경쟁력 제고 방안을 구축하는 것은 한국의 자본시장 발전방안이라고 할 만큼 중요한 현안과제의 하나이다. 이를 위해 글로벌 거래소의 경쟁체제 및 변화 양상을 면밀히 살펴보고, 해외 사례(M&A, 지주회사 체제 등) 및 사업다각화 등을 장·단점을 분석함으로써 중요한 시사점을 도출하고, 한국 자본시장 발전 방안을 마련하여 정책에 반영할 필요가 있다 할 것이다.

이는 기존 한국거래소 산업의 한계를 극복함과 동시에 거래소 개혁을 통해 자본시장의 발전을 선도할 수 있는 새로운 거래소 像을 정립을 위한 것이다. 또한, 자본시장의 최전선에 있는 거래소가 본래의 설립 목적을 충실히 달성하기 위함이다. 즉, 기업에게 시장에서 충분한 자금조달 기회를 제공하고, 투자자에게는 더 다양한 투자기회를 제공하는 것이다.

II. 서론(연구배경 포함)

과거에 거래소는 폐쇄적인 시스템, 즉 멤버들만 참여하는 독점적 구조였다. 그러나, 전자거래의 발달, 자본시장 자유화, 거래소간 경쟁 등으로 인하여 많은 변화에 직면하였다. 이러한 상황에서 나타난 주요 현상으로는 먼저, 주요 거래소가 강력한 상업화에 길로 들어서는 것이다. 즉, 단순한 회원들만의 거래에서 벗어나 이익을 추구하면서 주식회사로 전환하고, 상장에 나선다. 또한, 규모의 경제와 범위의 경제 등 효율화를 위해 거래소들간 합병·인수에 나서는 것이다.

이를 가능하게 하였던 또하나의 주요한 요인으로 미국과 유럽에서 있었던 거래소를 둘러싼 정부 규제 환경의 큰 변화를 들 수 있다. 미국에서의 새롭게 등장한 규제체계는 Reg NMS인데, 이는 경쟁에 반하는 규제를 혁파하고, 효율적인 시장을 구축하기 위한 일련의 통합 규제이다. 이와 비슷하게 2000년대 중후반에 출현한 유럽의 MiFID도 경쟁을 승인한 규제체계이다.

마지막으로, 이러한 일련의 흐름을 가져올 수 있었던 결정적 계기는 기술의 혁신이다. 이러한 기술혁신은 거래소간 경쟁을 가능하게 했던 대체거래소(ATS)의 등장을 가능하게 하였고, 많은 이해관계자들이 시장에 쉽게 접근 할 수 있게 하였으며, 고빈도 매매를 가능하게 하였다.

이러한 변화들로 인해서 작은 범위에서는 거래 비용의 감소, 수수료 절감 등이 가능하였으며, 넓게는 거래소의 경영의 효율화, 투명성 강화 등을 달성 할 수 있었던 것이다.

글로벌 거래소들의 이러한 흐름은 현재 한국거래소가 처한 위기의 상황을 역설적으로 보여주고 있다고 판단된다. 여전히, 한국거래소는 미국이나 유럽 등 글로벌 거래소와 달리 독점적으로 운영되고 있으며, 이로 인한 비효율이 지속적으로 발생되고 있다. 경쟁·효율화 등을 위해 취해야 할 정책을 끄집어 낼 필요가 있는데, 해외사례 흐름 및 이에 대한 연구가 매우 중요하다. 글로벌 거래소 산업 및 시장의 경험을 우선 먼저 정확히 살펴보고, 한국의 현실에 맞는 정책적 제언을 몇가지 하고자 한다.

Ⅲ. 글로벌 거래소들의 상업화(이익추구) 양상

1990년대부터 그 이전에는 회원제라는 독점적 구조로 운영되고 있었던 거래소 산업 구조에 변화가 생기기 시작하였다. 이런 변화들의 핵심내용은 전자거래의 발전, 자본 자유화, 거래소들간의 경쟁 등이다. 이러한 변화들은 거래소의 경제 인프라로서의 공공적 개념을 희석화시켰다. 거래소들은 기존의 전통 비즈니스 전략과 구조를 새롭게 짜야만 했고, 그 방향은 멤버십에서 벗어나서 영리를 추구하는 주식시장으로의 전환이었다. 즉, 기존에 거래소가 수행하던 멤버들의 혜택을 위한 서비스 제공에서 서비스 제공을 통해서 얻을 수 있는 거래소 이익을 극대화하는 것으로의 전환이었다.

이러한 흐름에 맞춰 미국과 유럽의 거래소 산업에서는 주식회사로의 전환이 활발하게 진행되었으며, 전통적인 공공재적인 인프라로서의 기능과 대척점인 영리를 추구하는 기능간에 이해상충이 크게 발생하였으며, 이로 인해 전통적인 규제기능에 변화가 있을 수 밖에 없었다.

자본시장 자체의 확대, 자본거래 자유화에 따른 국제간 거래 증가, IT기술 발전에 따른 대체거래시스템의 출현은 글로벌 자본시장간 치열한 유동성 경쟁을 초래하였다. 이에 따라 글로벌 거래소들은 자본시장에서 자금조달을 원활히 하기 위해서 주식회사로의 전환과 함께 상장을 적극적으로 추진하였다. 그와 동시에 혹은 그 이후에 글로벌 거래소들은 비용절감을 통한 경영효율화를 주요 목적으로 M&A, 파트너십 구축 등을 활발히 전개하였다.

IV. 미국과 유럽에서의 규제 체계 변화

미국의 NMS(National Market System)와 유럽의 MiFID(Market in Financial Instrument Directive)가 글로벌 거래소를 둘러싼 핵심적인 규제체계이다. 이 규제들은 주식시장의 유동성과 효율성을 증가시키기 위하여 대체거래소를 새로운 시장으로 인식함으로써 거래소들간 경쟁을 촉발시켰다.

가장 합리적인 가격에 거래가 성사되도록 하는 원칙과 거래의 투명성을 강조하고, 제도틀내로 이를 흡수함으로써, 이들 규제들은 분할된 시장을 하나로 합치고자 하였다. 이들 규제들을 채택하고 도입함으로써, 다양한 거래 플랫폼들과 거래서비스가 나타나기 시작하였고, 거래소간 치열한 경쟁이 전개되었다.

V. 기술혁신의 영향

글로벌 거래소가 급격히 경쟁체제 등을 통해 영리화하는데 결정적 계기

는 IT 기술혁신의 영향이 크다. 이를 구체적으로 살펴보면, 세가지 정도로 요약될 수 있는데 ① ATS(대체거래소)의 등장, ② 시장접근 기술의 급속한 발전, ③ High Frequency Trading(고빈도 매매) 출현이 그것이다.

ATS는 한마디로 정규거래소가 아니면서 채권 등 증권을 매매할 수 있는 거래플랫폼을 가리킨다. 낮은 거래비용, 다양한 서비스 제공등을 무기로 ATS는 전 세계적으로 급속히 성장하고 있다. ATS가 증권 거래에서 차지하는 비율이 미국과 유럽에서는 전체 거래량의 약 1/3를 차지하고 있다. 최근 한국에서는 인터넷 전문은행을 둘러싼 규제 완화 논의가 핫이슈로 부각하고 있다. 기존 정규 은행이 정규거래소라고 한다면, 인터넷 전문은행이 ATS라고 할 수 있을 것이다.

이러한 기존 거래에 자극을 주는 메기으로써 역할을 하는 ATS 등장에 기존 거래소는 긴장을 하게 되었고, 이에 대응책을 마련하지 않을 수 없었다. 그 과정에서 낮은 수수료 체계로의 개선, 거래 종목 확대 등 ATS와 경쟁할 수 있는 방안을 찾지 않을 수 없었다. 형태적으로는 기존 거래소 또는 ATS와의 인수·합병 혹은 자체 ATS 개설 등에 적극 나서고 있다.

아시아 시장에서도 ATS가 등장은 하였으나, 규제 장벽, 역량 부족으로 미국과 유럽의 수준으로 발전은 더딘 편이다.

시장접근 기술이란, 증권 거래시스템상의 주문에서 체계 혹은 취소까지 얼마나 빠른 속도로 진행되는가에 관한 것인데, IT 기술의 급속한 발전과 처리능력 향상에 기인하여 자동화매매 등의 급속한 발전이 이루어졌다. 궁극적으로 투자자가 직접 주문을 처리하는 Direct Market Access 환경이 구현되게 이르렀다.

HFT(고빈도매매, High Frequency Trading)는 시장조성자들의 거래시

시스템에서의 거래가 빠른 속도와 자동화 프로그램을 활용하여 이루어진다는 것이다. HTS는 미국과 유럽에서 전체 거래의 약 70% 내외를 차지하고 있으며, 이에 따라 이를 유치하기 위한 노력들이 많이 이루어지고 있다. 아시아시장에서도 일본, 홍콩 등을 위시한 국가들에서 빠른 성장세를 시현하고 있다.

글로벌 거래소들을 둘러싼 변화 흐름(요약)

IT 기술 발전과 다양한 형태의 거래에 대한 수요가 분출되면서 대체거래소 등 기존에 없었던 거래플랫폼이 나타나게 되었다. 그 결과 기존에 거래소 중심으로만 매매가 진행되었던 것이 새로운 기관도 그 기능을 수행하도록 요구하기 시작하였다.

자본시장의 자유화와 IT 기술의 발전으로 거래와 회사 상장을 유치하려는 글로벌 경쟁이 치열하게 전개되고 있다. M&A를 통해 사업의 영역을 확장하고, 시장간 연대를 강화하고, 상품경쟁을 강화하려는 다양한 노력이 또한 전개되고 있다.

아시아에서 싱가폴은 아세안 각국, 일본 거래소 등과 제휴하였고, 홍콩은 중국시장과 통합을 가속화하고 있다. 일본거래소는 2013년에 지주사로의 전환과 상장을 마쳤다.

글로벌 거래소들은 기존의 멤버십을 갖는 공공 인프라에서 영리추구의 시장서비스 기관으로 변화를 꾀하여 왔다. 거버넌스 구조를 변화시키고, 상장화하는 것이 일반적인 현상이다. 그 과정에서 지주사로의 전환하는 사례도 다수 보인다. 또한, 기존의 단순 수수료 중심의 영업형태에서 탈피하여 정보영업, 지수화 사업, 청산·결제 업무 등으로 업무영역을 크게

확장하였다.

거래소들의 상업화·상장화와 함께 시장 감시·공시·상장심사 등 기존의 공공재적 기능과의 이해상충 문제가 지적되면서, 거래소들은 이에 대응하여 규제 기능의 이관, 영업파트와의 분리 등을 단행하게 된다.

이러한 흐름속에 상품경쟁 등 경쟁을 본격화하고, 이러한 경쟁은 거래소의 이익에 크게 기여하고, 기업과 투자자들에 대한 서비스의 질도 크게 향상된 것으로 평가된다.

VI. 한국거래소 산업의 현황

한국거래소 산업은 한국거래소(KRX)의 독점적인 시장 지위, 비영리 공공기관으로의 성격 등에 기인하여 글로벌 거래소 산업의 글로벌 변화 흐름에 크게 뒤져 있다.

경쟁이 없는 독점적 지위에서 오는 부작용이 시장을 지배하고 있다. 무엇보다 기업들의 상장을 위한 서비스의 질(Quality)이 매우 낮은 것으로 평가받고 있다. 상장심사가 그 대표적인 예이다. 공공기관의 기본 성격상 심사를 하는 직원들은 심사에 따른 책임 문제에 가장 민감하다. 이에 따라, 상장제도의 운영이 형식적 요건 충족 여부에 집중하게 되고, 이러한 positive 방식의 심사제도 운영은 필연적으로 상장예에 나서는 기업들을 위축시키게 되며, 궁극적으로 성장 가능성이 높은 벤처·중소기업들의 자본시장 진입을 매우 어렵게 만드는 주요한 요인중 하나다.

코스피와 코스닥 시장이 분리되지 않고 코스피 시장 중심으로 운영된다 보니, 모험자본 유치라는 코스닥 시장 본연의 기능이 매우 위축되어 있다는 시장의 평가이다. 특히, 코스닥은 잘 사는 형님 밑에서 안주하는 동생이라는 시장의 평가는 매우 뼈아프다. 두 시장에 대해 경영성과를 확

실한 분리할 필요가 있다.

비영리 회원제 중심의 거버넌스로 인하여 경영 효율성이 매우 낮은 것으로 평가된다. 수익성 위주가 아니라 문제되지 않으면 된다는 공공기관 특유의 속성이 기관을 지배하고 있다. 책임경영을 위한 거버넌스 변경이 필요하다. 책임경영 구조가 아니다 보니, 기존 수수료 중심의 수익 구조 고착화로 사업 영역 확대 등을 통한 새로운 수익원 확보에 나서지 않고 있다는 평가가 지배적이다.

해외사례의 시사점

글로벌 거래소간 장벽을 해소하는 데 결정적인 계기는 자본이동의 자유화가 진전되는 가운데, 전자거래시스템의 등장이다.. 지구촌 어디에서나 낮은 거래비용을 바탕으로 기업, 투자자 등 거래소를 둘러싼 다양한 이해관계자들은 좀 더 거래환경이 나은 시장을 찾게 되었고, 이로 인해 쏠림 현상도 발생하게 된다.

이 과정에서 어떤 거래소들은 매우 큰 규모로 성장하게 되고, 어떤 거래소들은 기존의 고객들을 잃게 된다. 경쟁이 비로소 시작된 것이다. 질(Quality) 좋은 서비스 제공을 통해 고객들을 유치하여야 글로벌 경쟁에서 생존 할 수 있게 된 것이다.

질(Quality) 좋은 서비스를 제공하기 위하여 글로벌 거래소들은 거버넌스 구조를 바꾸기 시작하였는데, 영리를 목적으로 하는 주식회사로의 전환이 그것이다. 이러한 전환은 대규모 유동성 조달에 유리하였고, 거래비용을 감축을 통한 경영 효율화를 꾀할 수 있게 되었다.

이와 더불어, 글로벌 거래소는 타 거래소와의 인수·합병 또는 파트너

쉽 구축에 나서게 된다. 이는 경제학에서 거론되는 규모의 경제를 통한 시너지 창출에 기본적인 목적이 있고, 이러한 흐름은 전세계적인 현상으로 나타나게 된다.

이러한 흐름은 주로 미국과 유럽의 선진 자본시장에서 주로 나타나게 되었는데, 이러한 선도효과로 인해 호주, 홍콩 등 아시아 자본시장도 이러한 세계적인 흐름에 동참하게 된다. 물론, 아시아 시장은 경제·사회·문화적 격차로 인해 선진국의 흐름을 흡수하는데 각기 다른 속도와 양상을 보이고 있는 것도 사실이다. 그러나, 이러한 대세 흐름을 외면하기는 어려울 것이며, 한국 자본시장도 방법·도입시기상의 문제를 별론으로 하고 이러한 흐름에 동참해야 할 것으로 보인다.

VII. 한국 자본시장 발전을 위한 제언

한국거래소로 대별되는 작은 의미의 자본시장을 어떤 방향으로 어떠한 속도로 변화시킬 것인가에 대해서는 여러 가지 논의가 있을 수 있을 것이다. 그리고, 이에 대한 명확한 정답이 없는 것도 사실이다.

그러나, 기업을 위한 저렴한 자금 조달의 창구로서의 자본시장 본연의 역할과 투자자들의 투자 창구로서의 역할이라는 Basic Target에 비추어 볼 때 글로벌 거래소 산업시장에서 이루어지고 있는 “경쟁을 통한 효율화”라는 큰 흐름에 한국의 거래소 산업도 정면으로 대응하여 나아가야 할 때인 것만은 틀림없어 보인다.

한국거래소가 그 동안 공적인 기능을 수행하여 왔고, 안정적으로 자본시장을 이끌었던 것은 누구도 부인하기 어렵다. 완전한 영리 추구 기관으로의 전환 등 다양한 난제들이 있을 수 있으나, 그 도입의 속도와 폭 문제는 별론으로 하고, 이제는 바뀌어야 할 때인 것으로 보인다.

한국거래소는 일단 경쟁에 노출이 되어야 할 것으로 보인다. 단기적으로는 거래소 체제를 지주회사로 전환하고, 하부 기관간 확실한 분리를 통해서 경쟁할 수 있도록 만들어 줘야 할 것이다. 또한, 거래소를 상장하여 공적 기관이 아니라 영리기관으로 전환함으로써 효율화·책임경영을 할 수 있도록 뒷 받침하여야 할 것이다. 중장기적으로는 정규 거래소외에 대체거래시스템 출현이 꼭 필요하다. 이를 위해서 거래 규모량 규제 등 ATS 관련 규제를 대폭 완화할 필요가 있을 것이다.

코스닥시장 자체의 경쟁력 강화도 중요하다. 단순히 기업 규모만을 가지고 소극적·형식적으로 상장 심사를 하지 말고, 성장가능성을 바탕으로 과감하게 벤처·혁신형 중소기업들을 자본시장에 흡수하는 노력이 반드시 필요할 것이다. 모험자본의 공급이라는 본연의 목표에 충실할 필요가 있는 것이다.

거래소가 국제화 흐름에 동참하는 것도 중요한 과제이다. 단편적인 제휴관계에 머물지 말고, 공동 지수와 공동 상품 개발 등 시장에 익스포져가 실제로 나타날 수 있게 하는 노력에 적극 나서야 할 때이다. 이러한 적극적인 Action 등을 바탕으로 신뢰가 쌓일 때 시장간 M&A 모색 등이 가능할 것이다.