



**KCMI**

Korea Capital  
Market Institute

세계 거래소 산업의 변화와 특징:  
증권거래소를 중심으로

남길남

세계 거래소 산업의  
변화와 특징:  
증권거래소를 중심으로

2017. 3.

선 임 연구 위원      남 길 남



## 序 言

2016년초 발표된 독일 거래소와 런던 증권거래소의 합병 계획은 세계 거래소 산업에 큰 뉴스가 되었다. 당초 계획대로 두 거래소가 통합에 성공한다면 시가총액 기준으로 300억달러 내외의 세계 4번째 글로벌 거래소가 탄생하게 되는 것이다.

이미 세계 거래소 산업은 탈상호화와 M&A를 거쳐 새로운 성장 단계에 접어들고 있다. 글로벌 통합은 서서히 마무리 되어 가고 있으며 IT 기술 발달에 따라 전통적 거래소들은 어려움 속에 새로운 수익원 발굴에 총력을 기울이고 있다. 반면 국내 통합 거래소인 KRX의 지배구조 개편 논의는 2005년 통합 이후 큰 진전을 보지 못하고 있다.

이러한 시점에서 세계 거래소 산업 변화의 동인을 규명하고 그 특징을 살펴보는 것은 의미가 크다고 할 수 있다. 본 보고서는 세계 거래소 산업을 초기 형성 단계, 경쟁체제로의 이행 단계, 글로벌 금융위기 이후 단계로 구분하여 분석하고 있다. 특히 각 시기별 변화 동인을 테크놀로지의 발달, 시장 참가자의 분화, 지배구조의 개편, 규제완화, 경쟁체제 도입 등으로 분류하고 각 특징을 고찰하였다.

거래소 산업 변화의 주요 동인을 시대순으로 살핀 본 보고서는 KRX의 지배구조 개편에 도움이 될 것이다. 향후 KRX의 지배구조 개편은 국제적 변화 방향과 배치되지 않으면서 동시에 국내 자본시장 경쟁력을 제고하는 방향이 되어야 할 것이다.

본 보고서의 작성을 위해서 수고한 남길남 선임연구위원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 지정 논평을 맡아주신 본 연구원의 이효섭 연구위원과 원내 세미나에서 유익한 논평을 해주신 여러 연구위원들, 그리고 기초 자료 수집에 수고를 한 유혜정 선임연구원, 원고 정리와 편집을 담당한 김옥엽, 장운영 연구조원에게도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 저자의 개인적 견해이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2017년 3월  
자본시장연구원  
원장 안동현

# 목 차

---

---

Executive Summary .....	xi
Abstract .....	xiv
I. 서론 .....	3
II. 증권거래소 산업의 형성과 성장 .....	9
1. 증권거래소의 정의 및 경제적 기능 .....	9
2. 초기 증권거래소 형성 과정 .....	11
3. 전후 증권거래소 규제의 변화 .....	28
4. 월스트리트 개혁과 국제적 영향 .....	36
5. 소결: 배타적 구조의 개혁 .....	41
III. 글로벌 경쟁체제로의 개편 .....	45
1. 컴퓨터의 도입 .....	45
2. 지배구조 개편 과정 .....	60
3. M&A 전개 과정 .....	73
4. 관련 규제의 변화 .....	89
5. 소결: 지배구조 개편의 효과 .....	97
IV. 거래소 산업의 환경 변화와 재편 방향 .....	105
1. 글로벌 금융위기 이후의 환경 변화 .....	105
2. 거래소 산업의 재편 방향 .....	121

V. 시사점 .....	137
참고문헌 .....	143
부록 .....	159

## 표 목 차

---

---

<표 III-1> 개인투자자의 뉴욕 증권거래소 월간 정보 사용료 추이 .....	59
<표 III-2> 세계 주요 거래소의 상장 효과 비교 .....	99
<표 III-3> 세계 주요 거래소의 재무 실적 비교 .....	100
<표 IV-1> 세계 거래소 수익 지표 추이 .....	109
<표 IV-2> 세계 주요 거래소 매출 구조 비교 .....	114
<표 IV-3> 세계 주요 거래소의 주주 구성 .....	119
<표 IV-4> 세계 주요 거래소의 기능 비교 .....	127
<부록-1> 세계 주요 거래소 주주 구성 특징 .....	159
<부록-2> 런던 증권거래소 주주 구성 변화 비교 .....	160

## 그림 목 차

---

〈그림 III-1〉 세계 증권거래소의 스크린 매매 채택 추이 .....	53
〈그림 III-2〉 LIFFE와 DTB의 독일 국채 선물 거래량 추이 .....	56
〈그림 III-3〉 세계 파생상품 거래소의 스크린 매매 채택 추이 .....	57
〈그림 III-4〉 뉴욕 증권거래소 회원권 가격 추이 .....	67
〈그림 III-5〉 세계 거래소 지배구조 변화 추이 .....	68
〈그림 III-6〉 회원소유 증권거래소의 상장과정 .....	69
〈그림 III-7〉 뉴욕 증권거래소와 Euronext의 합병 .....	78
〈그림 III-8〉 뉴욕 증권거래소의 미국 주식 거래 비중 추이 .....	80
〈그림 III-9〉 미국 주식 거래 비중 .....	86
〈그림 III-10〉 유럽 주식 거래 비중 .....	87
〈그림 III-11〉 미국 옵션 거래 비중 .....	88
〈그림 III-12〉 미국 증권 시장의 거래시설 구조도 .....	95
〈그림 III-13〉 유럽 증권 시장의 거래시설 구조도 .....	96
〈그림 III-14〉 유럽 주식거래시설 거래 비중 변화 .....	97
〈그림 IV-1〉 미국 거래소별 월별 주식 거래대금 추이 .....	106
〈그림 IV-2〉 유럽 주요 거래소별 월별 주식 거래대금 추이 .....	106
〈그림 IV-3〉 아시아 주요 거래소별 월별 주식 거래대금 추이 .....	107
〈그림 IV-4〉 세계 주요 거래소별 상장 기업 시가총액 추이 .....	108
〈그림 IV-5〉 세계 주요 거래소별 이익률(profit margin) 추이 .....	110
〈그림 IV-6〉 세계 주요 거래소별 ROE 추이 .....	110
〈그림 IV-7〉 세계 주요 거래소 총매출액 추이 .....	111
〈그림 IV-8〉 세계 주요 거래소 주가수익비율(P/E) 추이 .....	112
〈그림 IV-9〉 런던 증권거래소 부분별 매출 비중 .....	115
〈그림 IV-10〉 독일 거래소 부분별 매출 비중 .....	116
〈그림 IV-11〉 세계 주요 거래소 부분별 매출 비중 .....	116
〈그림 IV-12〉 런던 증권거래소 주주 구성 변화 추이 .....	120

<그림 IV-13> 세계 주요 거래소 시가총액과 총매출액 .....	122
<그림 IV-14> 글로벌 M&A 전개 과정 .....	123
<그림 IV-15> 중국 주요 증권거래소의 거래대금 비중 추이 .....	125
<그림 IV-16> 미국 S&P 500 종목의 거래시설별 거래 비중 .....	130
<그림 IV-17> 영국 FTSE 100 종목의 거래시설별 거래 비중 .....	131
<그림 IV-18> 주요 지수 사업자 매출 비교 .....	134
<그림 V-1> 세계 주요 거래소의 변화 방향 .....	139

## 약 어 표

---

AMEX	American Stock Exchange
ASIC	Australian Securities & Investments Commission
ATS	Alternative Trading System
BATS	Better Alternative Trading Systems
BSE	Bombay Stock Exchange
CAES	Computer Assisted Execution System
CATS	Computer-Assisted Trading System
CCP	Central Counterparty
CFTC	Commodity Futures Trading Commission
CQS	Consolidated Quotation System
CTS	Consolidated Trade System
DOT	Designated Order Turnaround
DTB	Deutsche Terminbörse
DTC	Depository Trust Company
ECN	Electronic Communications Network
ETF	Exchange Traded Fund
FCA	Financial Conduct Authority
FINRA	Financial Industry Regulatory Authority
FSA	Financial Services Authority
GAO	General Accounting Office
HFT	High Frequency Trading
IMF	International Monetary Fund

IPE	International Petroleum Exchange
IPO	Initial Public Offering
ISD	Investment Services Directive
ISE	International Securities Exchange
ITS	Intermarket Trading System
LME	London Metal Exchange
MAS	Monetary Authority of Singapore
MiFID	Market in Financial Instruments Directive
MTF	Multilateral Trading Facility
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NASDR	NASD Regulation Inc.
NFA	National Futures Association
NMS	National Market System
NSE	National Stock Exchange
NZFOE	New Zealand Futures and Options Exchange
OSC	Ontario Securities Commission
OTC	Over The Counter
PEF	Private Equity Fund
PFMI	Principles for Financial Market Infrastructures
ROA	Return Of Assets
ROE	Return Of Equity
SEAQ	Stock Exchange Automated Quotations
SEATS	Stock Exchange Automated Trading System
SEC	Securities and Exchange Commission

SFC	Securities and Futures Commission
SOES	Small Order Execution System
SOR	Smart Order Router
SRO	Self-Regulatory Organization
VOC	Vereenigde Oostindische Compagnie
WFE	World Federation of Exchanges

## 《 Executive Summary 》

세계적으로 증권 및 파생상품 거래소는 자본 시장의 중추적 인 프라스트럭처로 역할을 해왔다. 국내 통합 거래소인 KRX의 지배구조 개편에 대한 사람들의 관심도 거래소의 변화가 국내 자본 시장 경쟁력에 직접적인 영향을 미치기 때문이다.

본 보고서에서는 주요 글로벌 증권거래소를 중심으로 거래소 산업의 주요 동인을 연혁적으로 분석하여 시대별 쟁점이 무엇이었는지 그리고 어떤 변화를 초래하였는지를 규명하고 있다. 또한 글로벌 금융위기 이후 변화된 거래소 시장의 특징을 살펴보고 있다.

본 보고서는 거래소 산업의 변천을 산업의 초기 형성 단계, 경쟁 체제로의 이행 단계, 글로벌 금융위기 이후 단계로 구분하고 각 단계별로 주요 변화 동인을 분석하였다.

첫째, 초기 형성 단계의 주요 쟁점은 증권거래소를 설립하는 것이었다. 초기 증권거래소 설립의 이슈는 적극적인 브로커와 트레이드들이 폐쇄적 네트워크를 구축하고 자신들이 만든 거래 질서 속에 외부의 간섭 없이 특정 장소에서 안정적으로 거래를 수행할 수 있도록 하는 것이었다.

유럽 대륙에서 초기 증권거래소들이 프랑스 파리와 네덜란드 암스테르담에서 나타났지만 18세기말 프랑스 혁명과 이어진 혼란으로 안정적인 거래가 힘들어지면서 유럽의 금융중심지는 1801년 설립한 런던 증권거래소가 있던 런던으로 옮겨갔다. 정치사회적 안정이 후발 주자였던 런던을 유럽의 금융중심지로 만들었다고 할 수 있다.

미국의 초창기 금융중심지는 당시 중앙은행에 해당하던 합중국 은행(Bank of United States)이 있던 필라델피아였다. 뉴욕은 1792년 ‘버튼우드 합의서(Buttonwood Agreement)’가 만들어지면

서 본격적으로 발전하였다. 그러나 뉴욕이 필라델피아를 추월한 것은 19세기 중엽 뉴욕의 양대 증권거래소가 통합하여 뉴욕 증권거래소가 공식적으로 등장하고 새로운 커뮤니케이션 수단이었던 전신을 먼저 채택하면서부터였다. 이후 통합 거래소의 성공과 혁신적 테크놀로지의 도입 덕분에 뉴욕은 미국의 금융중심지가 될 수 있었다.

폐쇄적 회원제에 기초하여 설립된 증권거래소들의 변화를 압박한 것은 19세기말부터 본격적으로 보급된 전신·주가표시기·전화였다. 지역적으로 고립되었던 증권거래소는 혁신적 커뮤니케이션 수단이 등장하면서 전국적인 연결이 가능해졌고 국경을 넘어서 거래할 수 있게 되었다. 그 결과 국가별 대표 증권거래소의 지위가 공고해졌다.

주식 시장에서 투자자의 영향력이 커지며 증권거래소 회원의 이해가 분화되기 시작하면서 기존 회원제 증권거래소의 커미션 체계는 유지하기가 점점 힘들어졌다. 결국 1975년 미국에서부터 고정 커미션을 폐지하는 등 증권 산업에 대한 규제 완화가 시작되었으며 이후 영국을 비롯한 서구 국가로 퍼져나가며 회원제가 서서히 약화되었다.

둘째, 경쟁 체제로의 개편 과정에서는 컴퓨터의 보급, 탈상호화와 기업공개를 통한 지배구조 개편, M&A가 주요 쟁점이었다. 증권거래소의 자동화는 전통적 증권거래소보다 기존 회원의 반발에서 자유로운 신설 증권거래소나 또는 지역 증권거래소부터 시작되었다.

컴퓨터가 증권 및 파생상품 거래에 본격적으로 채택되면서 급격한 변화가 나타났다. 거래 투명성이 획기적으로 개선되었고 더 빠른 거래가 가능했으며 거래 비용을 급격히 떨어뜨렸다. 그리하여 전통적인 거래 형태였던 트레이딩 플로어의 경쟁력이 크게 하락하였고 신상품의 거래에 따른 한계 비용을 '0'으로 낮추면서 M&A의 유인이 커졌다.

자동화된 거래소의 등장은 회원제 증권거래소의 지배구조 개편을 압박하였다. 회원제 증권거래소들은 점차 내부 이해관계자의 이익을 우선시 하면서 시장 전체의 비용을 높였고 결국 경쟁력을 상실하였다. 탈상호화를 추진한 대다수 증권거래소들은 회원소유 지배구조에서 주식회사로의 전환에 머물지 않았다. 회원소유 지배구조에서 탈피한 증권거래소들은 탈상호화 직후 빠른 시간 안에 기업공개를 통해 상장회사로 전환하였다.

미국에 비해 탈상호화가 빨랐던 유럽부터 거래소 간 M&A가 본격화 되었다. EU의 단일자본시장 정책과 맞물려 2000년 Euronext가 등장하였으며 뉴욕 증권거래소와 Euronext, 런던 증권거래소를 목표로 한 일련의 M&A 시도들과 최근 독일 거래소와의 통합 추진 계획 발표, NASDAQ과 OMX의 통합이 있으며 대체거래시설로 시작하여 미국 3대 증권거래소가 된 BATS의 M&A가 이어졌다.

셋째, 글로벌 금융위기 이후 세계 거래소 산업은 매출의 정체와 성장 둔화라는 변화된 환경을 맞이하여 활로를 모색 중에 있다. 현재 주요 거래소들은 점점 더 심화되고 있는 대체거래시설과의 경쟁을 맞이하여, 대형화/글로벌화/수직통합화/증권과 파생상품 거래의 통합화를 추진하고 있다. 또한 기존 수익구조를 벗어나서 주가지수 서비스와 같은 새로운 수익모델을 적극적으로 개발하고 있다.

세 시기별로 정리한 세계 거래소 산업의 동인들을 감안하면 KRX의 지배구조 개편은 시기적으로 때늦은 면이 있다. 효과적인 지배구조 개편을 위해서는 과거 방법의 기계적 답습이 아니라 새롭게 변한 국제적 상황을 감안하여 재설정할 필요가 있다. KRX의 개편은 자본 시장 경쟁력 제고를 전제로 자본 시장 참여자들의 분화된 요구를 충족시키는 방향으로 전개되어야 할 것이다.

— « Abstract » —

**Trends and Main Drivers in the Global Exchange Industry**

Globally, the exchange industry has played a pivotal role in the capital market. The reorganization of KRX has drawn keen attention because the change could impose a direct impact in the competitiveness of Korea's capital markets.

In this report, we looked at major global stock exchanges to carry out a chronological analysis to identify what are the changes triggered by those drivers. Also examined were the changes in the characteristics of the exchange market in the post-global financial crisis era.

For analysis, this report divided the history of the exchange industry into three phases: initial formation, transition to competition, and post-crisis.

During the first phase of initial formation, the primary focus was of course to establish a stock exchange, a market place where brokers and traders can abide by their own rules to execute transactions stably and without any intervention.

In the European continent, the first stock exchange was established in Paris, but the European financial center moved to London as extreme confusion and disorder ensued in the aftermath of the French Revolution. In the US, Philadelphia used to be the center of finance at the beginning. It was not until 1792 that the Buttonwood Agreement led to stock market development in New York. In the mid 19<sup>th</sup> century,

New York came to surpass Philadelphia thanks to the merge of two major stock exchanges into the New York Stock Exchange, and also by technological innovation.

With the growing clout of institutional investors in the stock market and differentiated interests among exchange members, it became increasingly difficult for exchanges to maintain their fixed commission scheme. In 1975, the fixed commission scheme eventually came to an end, which affected other Western countries including the UK.

During the second phase of transition to a competition structure, issues such as the penetration of computers, demutualization, IPO, and M&A came to the fore. It is worth noting that screen trading began to take hold first in newly-established or local stock exchanges that are less likely to face opposition among members, ahead of traditional, more established exchanges.

The third post-crisis phase refers to the era after the global financial crisis, during which the global exchange industry has sought after new growth drivers in the face of stagnant sales and slow growth. Today, major exchanges are pushing for enlargement, globalization, vertical integration, and consolidation of securities and derivatives amidst the ever-intensifying competition with ATS.

Taking lessons from the potent drivers that triggered changes in each phase, KRX should undertake a reform so as to better meet the differentiated needs of capital market participants, and raise the competitiveness of the overall capital markets.



## 1. 서론

---



## I. 서론

2000년 이후 국내 자본 시장의 핵심 인프라스트럭처인 KRX에 대한 지배구조 개편 논의가 여러 차례에 걸쳐 진행되었다. 정부는 자본 시장의 국제 경쟁력을 제고하기 위해서 2000년초 증권 및 선물 시장의 선진화 방안을 마련하였고, 2005년 통합거래소의 출범 직후에는 상장을 추진하였으며, 2015년에는 지주회사 전환을 목표로 자본시장법 개정을 모색하였다. 그러나 KRX의 지배구조 개편은 아직 이루어지지 못하고 있다.

KRX의 지배구조 개편이 지체되는 동안 세계 거래소 산업은 경쟁체제로 급격하게 전환되면서 근본적인 변화를 겪었다. M&A를 통해 초대형 글로벌 거래소들이 등장하였고 주요 거래소의 매출 구조와 주주 구성도 크게 바뀌었다. 향후 전개될 거래소 산업의 국제질서는 글로벌 금융위기 이전까지 핵심적 이슈였던 탈상호화나 M&A가 어느 정도 달성되면서 새로운 방향으로 전개될 가능성도 있다.

국내 거래소 산업의 지배구조 개편도 이런 시대적 변화를 고려하여 효율적 방안을 모색할 필요가 있다. 세계 거래소 산업은 2000년대 들어서 갑자기 급변했다기보다는 유럽에서 최초의 증권거래소가 설립되기 시작했을 때부터 이미 변화의 씨앗을 품고 있었다고 할 수 있다. 따라서 초기부터 현재까지 각 시기별로 어떤 동인으로 거래소 산업이 변화했는지를 추적하는 것은 거래소 산업의 본질에 대한 이해를 풍부하게 만들어 준다는 점에서 의의가 있다.

초기 증권거래소의 원형은 17세기초 네덜란드 암스테르담에서 유래를 찾을 수 있는데 당시 세계 최초의 증권 거래 시장이 형성되었지만 근대적 거래소의 기본 요소인 전용 건물과 폐쇄적 회원제도가 존재하지는 않았다. 다만 암스테르담 증권 시장은 18세기 프랑스 파리에 최초의 증권거래소가 설립되는데 밑바탕이 되었다.

암스테르담과 파리는 초기 증권 시장을 선점하였지만 두 도시 모두 국

#### 4 세계 거래소 산업의 변화와 특징: 증권거래소를 중심으로

제적 금융중심지로 자리를 잡지는 못하였다. 증권 거래에 있어서 두 도시에 비해 후발 주자였던 런던은 프랑스 혁명과 이어진 유럽 대륙의 혼란 속에서 증권 거래의 메카로 새롭게 부상할 수 있었다. 한편 미국은 건국 초기부터 19세기 중엽까지 필라델피아가 증권 거래의 중심 역할을 담당하였으나 뉴욕의 증권거래소들이 뉴욕 증권거래소로 통합하고 전신 등 혁신적 통신 수단을 빠르게 도입하면서 뉴욕이 필라델피아를 제치고 금융중심지가 될 수 있었다.

런던과 뉴욕이 지금과 같은 금융중심지로 자리를 잡는 데는 후발 주자의 어려움을 극복하고 경쟁에서 승리한 런던 증권거래소와 뉴욕 증권거래소의 역할이 매우 중요했다고 할 수 있다. 런던 증권거래소와 뉴욕 증권거래소 사례에서 알 수 있듯이 증권거래소의 경쟁력은 해당 도시는 물론 소재지 국가의 금융 산업을 좌지우지 할 정도로 중요하였다.

따라서 증권거래소의 구조 개편은 단순히 증권거래소 하나의 변화에 그치지 않고 해당 국가의 금융 산업에 영향을 미친다는 관점에서 바라볼 필요가 있다. 특히 변화의 동력이 무엇이고 어떤 방향인지에 대해서 살펴보는 것은 자본 시장의 경쟁력 강화를 위해서 필수적인 일이라고 하겠다.

20세기 중반부터 세계 증권거래소의 변화를 추동한 요인들은 배타적 회원제의 거래 독점과 고비용 구조에 대한 반발, 컴퓨터의 보급으로 인한 비용의 급격한 하락, 매매체결의 경쟁체제 도입 등이었다. 그 결과 2000년대 이후 거래소 간 M&A가 활발해졌고 2016년초 독일 거래소와 런던 증권거래소의 합병 발표까지 이어졌다. 두 거래소의 통합이 예정대로 이루어진다면 CME, ICE, 홍콩 거래소와 함께 시가총액 300억달러 수준의 글로벌 거래소 그룹이 탄생하게 된다. 두 대형 거래소의 통합은 대형화와 글로벌화를 추구하는 거래소 산업의 개편이 새로운 단계에 접어든다는 것을 의미하고 있다.

본 보고서는 현재 진행 중인 세계 거래소 산업의 재편에 크게 영향을 미친 동인을 보다 구체적으로 파악하기 위하여 역사적 관점에서 거래소의 변화를 분석하고자 한다. 지배구조의 개편, 새로운 테크놀로지의 도입, 경쟁 환경의 조성, 규제 영향 등 세계 거래소 산업을 바꾼 핵심 동인이

어떻게 형성되었고 거래소 산업에 어떤 영향을 미쳤는지를 정리해 본다.

먼저 II장에서는 증권거래소 초창기 형성 및 성장과정을 추적하며 근대적 증권거래소를 규정하는 주요 기능의 맹아적 모습과 특징을 분석한다. III장에서는 증권거래소가 글로벌 경쟁 체제로 개편된 과정을 혁신적 테크놀로지 도입, 탈상호화, M&A, 관련 규제의 변화로 나누어 분석한다. IV장에서는 글로벌 금융위기 이후 증권거래소 산업이 맞닥뜨린 새로운 환경과 재편 방향에 대해 논의한다. V장에서는 세계 거래소 산업의 재편이 국내 거래소 산업에 주는 시사점을 정리한다.



## II. 증권거래소 산업의 형성과 성장

---

1. 증권거래소의 정의 및 경제적 기능
2. 초기 증권거래소 형성 과정
3. 전후 증권거래소 규제의 변화
4. 월스트리트 개혁과 국제적 영향
5. 소결: 배타적 구조의 개혁



## II. 증권거래소 산업의 형성과 성장

II장에서는 증권거래소의 경제적 기능을 정리하고 유럽과 미국의 증권거래소 형성 과정을 추적한다. 또한 미국의 증권거래소 산업에 대한 자유방임적 규제가 어떠한 계기로 수정되었으며 그 과정에서 제정된 1934년 증권거래법의 주요 규제 내용을 정리한다. 마지막으로 2차 세계대전 이후 증권업이 성장하고 분화된 모습과 증권거래소 회원 간의 이해갈등이 심화된 과정을 정리하고 1975년 증권거래법 개정으로 초래된 증권거래소 산업의 변화와 국제적 파급효과를 살펴본다.

### 1. 증권거래소의 정의 및 경제적 기능

증권거래소는 증권을 거래하는 장소라고 할 수 있다. 본질적으로 자연발생적인 증권 거래에 반드시 별도의 거래시설이 필요한 것은 아니다. 다만 Coase(1937)의 “기업은 설립하는 게 이익일 때 설립된다”는 말대로 증권거래소는 참여자들의 이익을 도모하였기에 자연스럽게 등장하였다. 영구적인 증권 거래 장소가 존재함으로써 증권 거래의 확실성이 향상됨에 따라 증권 거래가 더욱 촉진되었다고 할 수 있다.

미국의 1934년 증권거래법에서는 증권거래소를 ‘법인이든 非법인이든 관계없이 증권의 매수자와 매도자가 함께 모이는 거래 장소와 시설을 구성, 유지, 제공하는 사람들의 조직/협회/모임’<sup>1)</sup>으로 정의하고 있다. 즉, 미

---

1) 증권거래법(Securities Exchange Act of 1934)의 ‘Exchange’ 정의는 다음과 같다. ‘Any organization, association, or group of persons, whether incorporated or unincorporated, which constitutes, maintains, or provides a market place or facilities for bringing together purchasers and sellers of securities or for otherwise performing with respect to securities the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understood, and includes the market place and the market facilities maintained by such exchange(Domowitz & Lee, 2001).’ 한편 미국에서 증권거래소의 정의는 테크놀로

국 증권거래법은 법인 여부와 관계없이 물적 장소와 시설의 제공 그리고 지속적인 서비스 유지를 증권거래소의 핵심적 요건으로 간주하였다.

법적인 정의와 별도로 학술적인 정의를 보면 Michie(1999)는 증권거래소를 보다 ‘전문화된 브로커(broker)들이 공통의 규칙과 감독을 받아가며 폐쇄적 시스템을 통해 증권의 매도와 매수를 벌이는 시장으로 정의’<sup>2)</sup>하고 있다. 미국 증권거래법이 증권거래소를 여러 증권 거래자들이 모여 매매가 일어나는 장소를 제공하는 조직으로 본 것에 비해 Michie(1999)의 정의는 폐쇄적 시스템 내에서 공통의 규제를 적용 받는 전문적 브로커들이 존재해야 함을 분명히 강조하고 있다. 따라서 누구나 참여할 수 있는 개방된 환경에서의 자유로운 증권 매매와 증권거래소와는 구별된다고 하겠다.

Fleckner(2006)는 증권거래소의 구체적 기능을 5가지로 분류하였다.

첫째, 시장 조직자(market organizers)의 역할을 담당하고 있다. 증권거래소의 핵심적 기능은 증권 매매를 위한 거래 장소 제공이라고 할 수 있다.

둘째, 정보 배포자(information distributors)의 역할 담당이다. 증권거래소는 거래체결을 통한 가격발견 프로세스가 작동하는 곳인데 그 과정에서 거래량, 체결가격, 호가 수량 및 스프레드, 거래 상대방 정보가 생성된다. 이러한 거래 정보가 외부에 알려지게 되면 시장 리포트, 개별 종목 분석, 종목 추천, 파생상품의 기초자산 가격 정보로 활용된다. 그렇기에 증권거래소의 정보를 얼마나 신속하게, 어떤 수준의 정보를 시장에 배포하는지는 매우 중요하다.

셋째, 시장 감독자(market regulators)의 역할을 수행한다. 증권거래소는 정부의 감독을 받지만 시장 설립 초기부터 증권거래소는 자율적으로 거래의 안정성을 담보하기 위한 규칙 제정과 시장 감시 업무를 수행하였다.<sup>3)</sup>

---

지의 발달로 새로운 거래 형태가 등장하자 1990년대 크게 수정된다. 이에 대해서는 III장 4절에서 후술한다.

2) ‘A market where specialized intermediaries buy and sell securities under a common set of rules and regulations through a closed system dedicated to that purpose(Michie, 1999, p.3).’

3) 미국과 유럽의 초기 증권거래소들은 정부의 간섭을 거의 받지 않았으며, 미국의

넷째, 기업지배구조의 기준 설정자(corporate governance standard setters)의 역할을 수행한다. 증권거래소는 상장 규칙을 정함으로써 발행자를 규제하여 투자자를 보호하였다.

마지막으로 기업체(business enterprise)로서의 역할을 담당한다. 증권거래소는 시장 조직자, 정보 배포자, 시장 감독자, 기업지배구조의 기준 설정자의 기능을 적절히 수행하기 위한 조직을 구축하고 사업을 진행해야 한다. Fleckner(2006)는 탈상호화를 거쳐 영리기업으로 바뀌기 이전에도 증권거래소들은 기본적인 역할들은 수행하고 있는 점을 들어서 이런 증권거래소의 비즈니스 수행이 꼭 상업적일 필요는 없다고 하였다.

## 2. 초기 증권거래소 형성 과정

### 가. 최초의 증권거래소 등장

17세기 가장 활발한 증권 시장은 네덜란드 암스테르담에 있었다.<sup>4)</sup> 1602년 네덜란드는 아시아 무역의 개척을 위하여 동인도회사(Vereenigde Oostindische Compagnie: VOC)를 설립하고 그 지분을 거래할 수 있도록 하였다. 그로부터 VOC 지분을 사고파는 거래와 함께 VOC 지분을 기초자산으로 하는 선도 거래 또는 옵션 계약까지 다양한 형태의 거래가 나타났다.<sup>5)</sup>

그러나 17세기초 암스테르담에 공통의 규율이 존재하고 제한된 전문 브로커를 필수 요건으로 하는 증권거래소의 정의에 부합하는 조직과 장소는 존재하지 않았다. 초기 암스테르담의 증권 거래는 전업으로 주식 중개를 주선하는 브로커나 시장에 유동성을 공급하는 딜러(dealer) 또는 시장

경우 1934년 증권거래법을 제정하고 나서야 공식적인 정부 감독이 시작되었다.

4) Ibid., p.3

5) Petram(2014, p.1, 12)

조성자(market maker)가 등장하면서 증권 거래의 전문화가 나타나고 있었으나 어떠한 공식적 시장 규율이 없었으며 대부분의 거래는 사람들이 주로 모이는 다리 위나 상품교역소의 한쪽 공간에서 진행되었다.<sup>6)</sup> 또한 암스테르담 시의회가 통제하는 브로커 길드가 존재하였으나 VOC 주식의 거래를 독점적으로 수행하는 배타적 조직은 초기에 없었다. 암스테르담에 증권거래소 정의에 부합하는 조직과 설비가 출현한 것은 1787년에 이르러서였다.<sup>7)</sup>

공식적인 의미에서 세계 최초의 증권거래소는 네덜란드 암스테르담에 비해 증권 거래가 늦었던 프랑스 파리에서 등장하였다. 1719년 John Law가 주도한 증권 투기 열풍<sup>8)</sup>이 프랑스 파리를 강타하였는데 이 사태의 수습과정에서 1724년 근대적인 증권거래소가 설립되었다. 파리 증권거래소는 일부 증권 브로커(agents de change)만 제한적으로 참여할 수 있었으며 별도의 ‘행동강령(code of conduct)’을 제정함으로써 브로커들의 행위를 규율하려고 하였다.<sup>9)</sup>

## 나. 런던 증권거래소의 설립

17~18세기 가장 발달된 증권 시장이 있었던 네덜란드의 암스테르담과 최초의 증권거래소가 위치한 파리는 유럽 대륙을 뒤흔든 정치적 격변 속에 초기 선두 주자의 이점을 계속 지키지 못하였다. 18세기말 프랑스 혁명과 이어진 나폴레옹 전쟁은 암스테르담과 파리의 증권 시장에 일시적이지만 심각한 타격을 입혔다.

6) 1611년 설립된 Hendrick de Keyser는 시의회 조례로 일요일을 제외하고 매일 오전 11시~12시까지 열었으며 5월에서 8월까지의 오후 6시 30분~7시 30분까지 동절기는 성문 닫히기 전 30분 동안만 추가 영업이 허락되었다. Hendrick de Keyser의 증권 거래는 다양한 상품들과 함께 진행되었기에 증권거래소라기보다는 상품교역소의 성격이 강했다(Ibid., p.106).

7) Michie(1999, p.3)

8) ‘미시시피 버블’에 관해서는 Chancellor(1999)를 참조한다.

9) Michie(1999, p.3)

덕분에 런던은 이 두 지역으로부터 증권 거래에 익숙한 전문가 그룹을 충원할 수 있었으며 유럽대륙의 전쟁이 장기화되고 정치적 불확실성이 높아지자 국채시장이 급격히 성장하면서 런던의 증권 시장이 크게 도약하는 계기가 되었다.<sup>10)</sup> 당초 영국의 증권 거래는 상인들을 위한 공식 시장인 ‘Royal Exchange’에서 다른 상품들과 함께 거래되었다. 그런데 영국 정부가 1697년 Royal Exchange에서 주식을 중개하는 브로커 수를 100명으로 제한하고 라이선스를 발급하는 법을 통과시키자 주식 브로커들은 법이 적용되지 않는 길거리와 커피하우스로 거래 장소를 옮겼다.<sup>11)12)</sup>

커피하우스를 기반으로 한 증권 거래가 서서히 자리를 잡아가자 기존 거래 방식을 보다 전문화하려는 사람들이 나타났다. 이들은 거래 속도와 신뢰를 향상시킬 방안을 찾았는데 그 해결책으로 제시된 것이 활발하게 거래에 참여하는 브로커 중에서 평판이 높아서 거래 체결의 확실성을 담보할 수 있는 사람들로만 구성된 시장을 구성하는 안이었다.<sup>13)</sup>

하지만 당시 영국법에서 공공장소는 주인이라고 해도 입장을 제한하지 못하도록 하고 있었기에 채무를 불이행하거나 질서를 위반한 거래자도 공공장소로 분류된 커피하우스 출입을 막을 수가 없었다. 제재 수단은 기껏해야 커피하우스 벽에다가 문제가 있는 거래자들의 이름을 적어서 다른 거래자들이 피할 수 있도록 하는 것이 전부였다.<sup>14)</sup> 이러한 한계를 극복하기 위해 런던의 브로커와 ‘stockjobber’라고 불린 시장조성자들은 기존의 커피하우스를 벗어나 1773년에 독자적 건물, ‘Stock Exchange’를 건립하였다.<sup>15)</sup> 그러나 Stock Exchange는 아직 거래 질서를 통제할 내부 규정을

10) Ibid., pp.3-4

11) Jonathan’s Coffee House 또는 Garraways 등이 당시 브로커들이 증권을 거래한 주요 커피하우스였다(Ibid., p.31).

12) Stringham(2002)은 영국 정부의 증권 거래 규제가 브로커들이 Royal Exchange를 떠나도록 한 원인이라고 적시하였는데, 다른 문헌에서는 주식 브로커들이 너무 소란스러워서 Royal Exchange에서 쫓겨났다고 서술하고 있다(Ingebretsen, 2002, p.267).

13) Michie(1999, p.31)

14) Iskandar(2014)

마련하지 못하였으며 다른 곳에서의 증권거래에 비해 독점적 지위를 확보하지도 못했다.

결국 신설된 Stock Exchange를 소유했던 그룹은<sup>16)</sup> 1801년 3월 시설 이용의 부담을 함께 나눌 전업 브로커와 stockjobber들을 모집했고 채무를 이행하지 않는 경우를 비롯해 규정을 위반한 거래자들의 시설 이용을 금지하는 제재 권한을 명문화했으며 회원의 규정 준수를 모니터링하고 판결을 내릴 위원회와 전업으로 증권거래소의 행정 업무를 수행할 인원을 확보하였다. 이리하여 근대적 형태의 런던 증권거래소가 공식적으로 출범할 수 있었다.

런던 증권거래소는 파리와 암스테르담 다음으로 일반적인 상업교역소나 커피하우스가 아닌 증권 거래를 위해서만 만들어진 별도의 건물과 조직을 갖추었는데 비슷한 시기 유럽 곳곳에서 유사한 형태의 증권거래소가 나타났다.<sup>17)</sup> 하지만 나폴레옹 전쟁의 여파로 파리와 암스테르담 증권거래소가 위축되었고 런던 증권거래소의 입지는 더욱 강화되었다.

## 다. 뉴욕 증권거래소의 설립

### 1) ‘레귤러보드’의 설립

유럽에 비해 후발 산업 국가였던 18세기 미국에서도 곳곳에서 증권거래가 활발해졌다. 유럽과 마찬가지로 미국의 초기 증권 거래는 전쟁 비용을 조달하기 위해 발행한 국채의 거래나 또는 네덜란드, 영국, 프랑스처럼 해외 자원 개발 회사의 지분 거래가 대부분을 차지하였다.<sup>18)</sup>

15) 증권 거래의 주요 장소로 활용되던 Jonathan's Coffe House가 1748년 화재로 전소되자 브로커들은 새 건물을 짓는데 자금을 지원했고 1773년 건물 이름을 ‘The Stock Exchange’로 명명하였다(Sobel, 1970).

16) 소유자들은 활동적인 브로커들과 stockjobber들이었는데 이 중에는 경제학자 David Ricardo도 포함되어 있었다(Michie, 1999, p.35).

17) 1805년 베를린 증권거래소가 등장하였으며 안트워프 등에서도 증권거래소 설립 움직임이 본격화되었다(Sobel, 1970, p.4).

영국에서 갓 독립한 18세기말 미국도 독립 전쟁을 수행하기 위한 채권 발행으로 증권 거래가 늘어나기 시작했는데 그 중심지는 뉴욕이 아닌 필라델피아였다. 필라델피아는 건국 초기 중앙은행에 해당하는 ‘합중국은행(Bank of United States)’<sup>19)</sup>이 있었으며 필라델피아에서 연방정부 채권이 발행되면서 채권 유통을 취급하는 브로커들이 모여들었다.

뉴욕은 증권 거래 노하우가 많았던 네덜란드 이주민들이 초기에 거주한 덕분에 필라델피아를 능가하지는 못했지만 서서히 증권 거래의 또 다른 중심지로 부상하였다. 이때 뉴욕의 증권 거래도 런던처럼 커피하우스에서 진행되었다.<sup>20)</sup>

1790년 말부터 뉴욕은 최초의 활황기(bull-market)를 맞이하고 있었다. 연방채권과 합중국은행 주식에 대한 수요가 크게 증가하였는데 브로커가 확보하고 있는 수량을 넘는 매수 주문이 나타나면 초과된 주식을 누가 가지고 있는지 수소문을 해야 했는데, 이런 비효율적 거래 방식에 불만이 커진 일부 브로커들은 신문에 특정 증권의 경매가 자신들의 사무실에서 진행될 것임을 광고하기에 이르렀다.<sup>21)</sup>

1792년이 되자 John Sutton은 파트너 관계인 Benjamin Jay와 함께 매일 정오에 규칙적으로 증권 경매를 여는 시장을 만들었으며 이를 ‘Stock Exchange Office’라고 불렀다. 증권을 매도하려는 사람은 정오 이전에 경매가 열리는 사무실을 방문하여 자신의 증권을 예탁한 다음 커미션을 주고 주문을 체결하는 형태였다. 그러나 이 방식은 오래가지 못했는데 경매에 참석하여 경매가격을 지켜 본 브로커들이 자신의 사무실에 돌아가 더 낮은 수수료를 받고 주문을 체결해주는 경우가 점점 늘어났기 때문이다.

18) 네덜란드의 VOC 지분, 영국의 동인도 회사 또는 South Sea 회사 주식 그리고 각국의 국채, 프랑스의 미시시피 주식 거래 열풍으로 각국 수도에서 증권 거래가 활성화 되었다.

19) 합중국은행은 미국 초대 재무장관인 Alexander Hamilton의 지시에 의해 1791년 필라델피아에 세워진 중앙은행의 역할을 수행했던 은행이다(Gordon, 1999 p.39).

20) 당시 커피하우스 주인들은 더 많은 브로커들을 불러 모아 커피와 음식을 이들에게 판매하려고 애쓸 정도였다(Ibid., p.42).

21) Sobel(1970, p.11)

결국 월스트리트의 지도자들은 1792년 3월 21일 Corre's Hotel에서 회합을 갖고 이 같은 불공정 거래를 하지 않기로 결의하였으며 한 달 후인 4월 21일부터 새로운 경매 방식을 통해 증권을 거래하기로 하였다. 그리고 4월 17일에는 24명이 서명한 합의문을 발표하였다.<sup>22)</sup>

이른바 ‘버튼우드 합의서(Buttonwood Agreement)’라고 불리는 역사적 합의는 21명의 브로커와 3곳의 증권 사무실이 “브로커들은 어떤 주식을 거래하더라도 거래대금의 0.25% 이하의 커미션을 받지 않기로 엄숙히 서약한다.”<sup>23)</sup>는 내용을 담고 있었다. 버튼우드 합의서는 브로커들의 지나친 커미션 인하 경쟁을 그만두고 커미션을 담합하자는 것으로 비회원들에 대한 배제를 명확히 하는 일종의 카르텔 합의라고 할 수 있다. 버튼우드 합의의 이 같은 카르텔 속성은 독점적 이익을 취하기 위함이었지만 한편으로는 주문의 집중을 통한 가격발견 효과와 효율적 증권 매매를 가능하게 만드는 증권거래소 고유의 역할을 달성하기 위한 불가피한 조치이기도 하였다. 실제로 버튼우드 합의서에 따른 최소 커미션은 1975년에 가서야 폐지될 정도로 초기 증권거래소 형성에 있어서 핵심적 역할을 하였다.

그러나 버튼우드 합의에도 불구하고 회원들의 증권 거래는 여전히 커피하우스와 브로커 사무실에서 이루어졌으며 25년이 더 경과한 1817년에 이르러서야 뉴욕에 근대적 증권거래소가 설립되었다. 19세기에 접어들어서도 뉴욕의 증권 산업은 여전히 필라델피아에 뒤떨어져 있었는데, 1817년 뉴욕 증권 브로커들은 필라델피아에 대표를 보내 필라델피아 증권거래소의 운영 원리를 배우도록 한 후 뉴욕에 동일한 형태의 증권거래소를 설립하기에 이르렀다. 그 결과 7개 증권회사에 속한 28명의 증권 브로커가 참여한 뉴욕 증권거래소의 전신인 뉴욕 증권거래보드(New York Stock and Exchange Board)가 만들어졌다.<sup>24)</sup>

22) Ibid., p.12

23) “We, the subscribers, brokers for the purchase and sale of public stocks, do hereby solemnly promise and pledge ourselves to each other that we will not buy or sell from this date, for any person whatsoever, any kind of public stocks at a less rate than one-quarter of one per cent. Commission on the specific value, and that we will give preference to each other in our negotiations.”

뉴욕 증권거래보드는 여전히 성업 중이던 다양한 증권 거래 장소와 구분되어 레귤러보드(Regular Board)라고 불렸다.<sup>25)</sup> 1817년 레귤러보드의 정관(Constitution of 1817)을 보면 매일 열리는 증권 경매는 회장과 총무가 주관하도록 하였으며 신입회원은 회원들의 투표로 선출하되 반대표가 3표 이상이면 가입이 부결되었고 또한 최소 1년 이상의 증권 중개 경력이 있도록 자격 요건을 정하였다. 또한 당시 월스트리트에 만연했던 투기적 거래를 방지하기 위해서 특이 사항이 없는 한 증권 인도는 거래체결 익일(T+1)로 하였으며 가장매매(wash sale)를 금지하였다.<sup>26)</sup> 규칙을 준수하지 않는 회원은 이사회에서 소명기회를 주되 끝내 부인하면 이사회 2/3의 의결로 퇴출시킬 수 있도록 하였다.<sup>27)</sup>

1724년 파리 증권거래소, 1787년 암스테르담 증권거래소, 1801년 런던 증권거래소, 1792년 버턴우드 합의와 1817년 뉴욕 레귤러보드 설립과정을 보면 모두 배타적 회원제와 엄격한 자율 규제 속에서 안정적인 증권 거래를 도모하려고 한 공통점을 발견할 수 있다.

## 2) ‘빅보드’의 탄생

1817년 레귤러보드의 설립은 이제 뉴욕이 당시 금융중심지였던 필라델피아를 따라 잡을 환경이 되었음을 의미하였으나 실제 뉴욕이 필라델피아를 넘어 증권 시장의 허브가 된 것은 필라델피아에 소재한 합중국은행의 인가가 완전히 취소되고 금융기능이 크게 약화된 1830년대에나 가능하였다.<sup>28)</sup>

뉴욕에서는 1820년대 들어 증권만 전업으로 취급하는 브로커들이 등장하였으나 여전히 레귤러보드 이외의 장소에서 다수의 증권이 거래되고

24) Sobel(1965, p.30)

25) Gordon(1999, p.59)

26) Sobel(1965, p.30)

27) Mulherin et al.(1991)

28) 합중국은행은 1차 인가가 1811년 만료되었으나 2차 인가를 받으면서 1836년까지 존속되었다.

있었다. 기업 주식의 신규공모(Initial Public Offering: IPO)도 브로커가 인수해서 증권거래소가 아닌 길거리에서 먼저 매매를 시작하였으며 나중에 증권거래소에서 거래되는 형식이었다. 또한 경매 방식도 하루 두 번 브로커들이 개별 종목의 이름을 일일이 불러서 진행하였으며 종목에 따라서는 매일 경매에 오르지도 못하였다. 그럼에도 불구하고 1836년 레귤러보드에는 은행 38개, 보험회사 32개, 철도회사 4개, 운하회사 4개, 가스회사 3개 등 총 81개의 회사주식이 상장되어 규모 면에서 크게 발전하고 있었다.<sup>29)</sup>

레귤러보드가 아닌 곳에서 증권 거래가 계속된 것은 레귤러보드 회원이 되기 위한 조건이 너무 까다로웠고 사적 감정에 의해서 입회가 좌절되는 경우가 많았기 때문이었다. 레귤러보드에 맞서 1836년 ‘뉴보드(New Board)’가 결성되어 급격히 성장하며 레귤러보드의 거래량을 추월했으나 1839년 회원의 3/4이 파산하면서 1848년 결국 문을 닫아야 했고 레귤러보드의 위상은 더욱 확고해졌다.<sup>30)</sup>

레귤러보드를 견제하는 움직임은 뉴보드 이외에도 계속 나타났는데 특히 남북전쟁으로 조성된 증권 시장의 활황 국면이 조성되면서<sup>31)</sup> 레귤러보드의 거래 시간(10:30~13:00)만으로는 주문을 소화하지 못하자 군소 거래소들이 설립되었다. 특히 이중에서 1864년 등장한 ‘오픈보드(Open Board of Stock Brokers)’는 거래 시간이 08:30~17:00로 레귤러보드에 비해 훨씬 길었으며 수십 개의 종목을 동시에 거래할 수 있도록 각 증권 거래를 위한 별도의 공간을 지정하였다. 늘어난 거래 시간과 선진적 경매 시스템 덕분에 오픈보드의 증권 거래량은 급속히 늘어났는데 1865년에는 레귤러보드 거래량의 10배나 되었다.<sup>32)</sup>

이후 오픈보드는 1863년 이름을 뉴욕 증권거래소로 바꾼 레귤러보드와 함께 월스트리트의 양대 증권거래소로 자리를 굳혔으며 ‘이리 철도 스

29) Gordon(1999, p.78)

30) Sobel(1965, p.51)

31) 전쟁 비용을 마련하기 위한 연방정부 채권과 철도, 철강, 섬유 등 군수산업에 정부 자금이 쏟아져 들어오면서 관련 회사의 증권 거래가 크게 활성화 되었다 (Ibid., p.65).

32) Ibid., pp.77-78

캔들(Erie Railroad War)<sup>33)</sup>에 대해 양 증권거래소가 공동으로 대응을 하면서 서로 가까워졌고 1869년 결국 합병하면서 명실상부한 미국의 최대 증권거래소가 되었다. 그리고 합병 증권거래소는 그 후 계속 ‘빅보드(Big Board)’라고 불리게 되었다.<sup>34)</sup> 합병 증권거래소는 거래 방식으로 레귤러 보드에 비해 효율적이었던 오픈보드의 연속 경매 방식을 채택하였다.

## 라. 통신 수단의 발달과 전국 시스템 구축 및 국제화

### 1) 전신·주가표시기·전화의 도입

빅보드의 등장을 전후로 미국 증권 시장에는 새로운 테크놀로지가 도입되었고 시장의 지형을 바꾸었다. 19세기 미국의 증권거래소들은 커뮤니케이션 수단의 한계 속에 지역별로 설립되었다. 투자자들은 자기가 사는 지역 증권거래소에 상장되어 있는 지역 기업들의 주식에 투자하는 수밖에 없었다. 다른 지역의 증권거래소에 투자하고 싶어도 의미 있는 뉴스나 가격 정보를 얻는데 너무 오랜 시간이 걸렸다.<sup>35)</sup>

그나마 정보만 전송하는 목적으로 봉화나 깃발전신대(semaphore)가 사용되고 있었는데 주식 시장의 정보 전달 매체로는 깃발전신대가 선호되었다. 1830년대 뉴욕과 필라델피아 사이에 깃발전신대가 설치되어 있었는데 뉴욕의 레귤러보드의 개장가격을 일일이 깃발신호로 필라델피아 증권거래소에 보내는데 30분 정도 소요되었다.<sup>36)</sup>

증권 시장의 정보 전달에 혁신이 일어난 것은 1832년 Samuel F. B. Morse가 메시지 전달을 가능하게 하는 전신 시스템을 개발하면서 시작되

33) 1864년 가을부터 1869년까지 이어진 이리 철도 주식을 둘러싼 투기 공방을 지칭한다(Gordon, 1999, p.147).

34) Sobel(1965, pp.85-86)

35) 철도가 놓이기 이전 뉴욕에서 보스턴으로 뉴스가 전달되는데 필요한 시간은 1주일 정도였다(Ibid., p.99).

36) Ibid., p.99

었다. Morse와 동업자는 필라델피아와 뉴욕을 연결하는 전신망을 운영하기 시작하였으며, 1850년대 Western Union이 흡수·합병을 통해 미국 전역을 아우르는 전신회사가 되면서 증권 거래에도 적극 활용되기 시작하였다. 덕분에 뉴욕이 이미 미국 증권 거래의 중심지로 자리를 잡고 있었음에도 아직 별도의 시장을 유지할 수 있었던 필라델피아 등 지역 증권거래소는 정보의 격차가 사라지면서 급격히 위축되었다.<sup>37)</sup> 미국과 유럽에서 전신의 보급은 지역 증권거래소들이 국가 네트워크에 편입되도록 만들었으며 국가별 금융중심지가 명확해지는 시점이기도 했다.<sup>38)</sup>

한편 1866년 대서양 횡단 전신 케이블이 놓이면서 뉴욕과 런던 사이의 통신 속도를 기존 5일에서 20분으로 획기적으로 단축시켰다. 그리고 다시 1차 세계대전 시점에는 30초로 더 빨라지면서 대서양 양쪽의 증권거래소 간 정보 격차가 거의 사라졌다.<sup>39)</sup>

대서양 횡단 전신 케이블 가설 1년 후인 1867년에는 주가표시기(ticker)가 뉴욕 증권거래소에 설치되었는데 이로써 트레이딩 플로어에서 체결되는 주식 가격이 거의 실시간으로 외부에 전송되었다. 주가표시기의 혁신성은 월스트리트에서 가장 먼저 주가표시기를 설치하고 이용한 사람들이 당시 이리 철도 스캔들의 주역이었던 Daniel Drew이었다는 사실에서도 잘 드러나고 있다. 결과적으로 이리 철도 스캔들은 보다 빨리 가격 정보를 알고자 했던 뉴욕의 브로커들로 하여금 경쟁적으로 주가표시기를 도입하게 만들었고 단기간에 주가표시기의 대중화를 이룰 수 있었던 계기가 되었다.<sup>40)</sup> 주가표시기는 그보다 11년 뒤인 1878년 도입된 전화와 함께 미국 증권 시장의 확장에 크게 기여하였다. 주가표시기의 등장은 트레이딩 플로어 안과 밖 사이 정보의 격차를 획기적으로 낮춤으로써 가장 많은 유동성이 몰리는 뉴욕 증권거래소를 비롯한 각국 핵심 증권거래소의 지위를 더욱 공고하게 만들었다.

37) Gordon은 만약 전신의 보급이 1820년대 이루어졌다면 필라델피아 증권거래소가 뉴욕 증권거래소의 지위를 차지했을 것이라고 가정하였다(Gordon, 1999, p.103).

38) Harris(2010, p.16)

39) Ibid.

40) Sobel(1965, p.87)

그러나 한편으로는 주가표시기 등장으로 증권거래소의 설립 시점부터 증권거래소의 중요한 기능이었던 거래 정보의 독점성이 위협받았다.<sup>41)</sup> 주가표시기가 도입되면서 뉴욕 증권거래소의 회원이 아니어도 주가표시기를 통해 트레이딩 플로어의 체결 가격을 알 수 있었고 따라서 더 낮은 커미션을 받고 뉴욕 증권거래소의 가격대로 증권 매매를 주선하는 일들이 나타났다. 결국 여러 법적 분쟁을 거치고 나서야 뉴욕 증권거래소는 별도의 시세 정보 배포 회사, 'New York Quotation Company'를 설립하게 된다. 이로써 뉴욕 증권거래소가 시세정보의 배포 권한을 직접 행사할 수 있게 되었고 시세정보에 대한 증권거래소의 지적재산권을 분명히 할 수 있었다.<sup>42)</sup>

## 2) 전국 시스템 구축과 국제화

### 가) 미국의 영향

전신·주가표시기·전화의 도입이 증권 시장 구조에 미친 구조적 변화는 크게 두 가지라고 할 수 있다. 하나는 전국 시장(national market)의 형성이고 다른 하나는 증권 시장의 국제화였다.

미국의 경우 증권 시장에 전신·주가표시기·전화의 도입되면서 지역 증권거래소의 존립 기반은 크게 약화되었다. 1900년 미국 내에는 100개 이상의 증권거래소가 있었지만 1934년에는 겨우 34개만 남았으며 1962년에는 14개로 감소하였다.<sup>43)</sup> 하지만 혁신적 테크놀로지의 도입이 꼭 지역 증권거래소에게 부정적 효과만 준 것은 아니었다.

41) 1817년 레귤러보드 설립 시점의 이사회 결의 사항을 보면 트레이딩 플로어에서 체결된 증권 가격 정보의 외부 유출을 엄격히 금하였다(Mulerin et al., 1991).

42) 19세기 등장한 군소 증권거래소 중에는 뉴욕 증권거래소의 매매 가격을 주가표시기로 전송받아 더 저렴한 수수료를 받고 별도의 주문을 체결하는 이른바 'bucket shop' 형태가 늘어났으며 이를 둘러싼 뉴욕 증권거래소의 주가표시기 철수 요구와 군소 증권거래소의 이해가 부딪히면서 소송들이 이어졌다. 그러나 뉴욕 증권거래소가 직접 트레이딩 플로어의 정보 취합을 직접 담당하면서 증권거래소의 정보 소유권을 내세울 근거를 마련했다(Ibid.).

43) Fleckner(2006)

대형 증권거래소가 제대로 신경을 쓰지 못하는 지역의 중소형 기업들은 여전히 지역 증권거래소에 의존할 수밖에 없었으며, 한편으로 지역의 브로커들이 테크놀로지 덕분에 대형 증권거래소의 가격 정보를 쉽게 획득하면서 더 낮은 커미션의 중소형 증권거래소를 통해 거래할 유인도 커졌다. 따라서 통신 수단의 발달이 모든 지역 증권거래소를 무조건 위기로 내몰기만 한 것은 아니었다.

#### 나) 영국의 영향

1차 세계대전 이전까지 뉴욕 증권 시장보다 월등히 컸던<sup>44)</sup> 런던 증권 시장과 영국 각 지역의 증권 시장의 변화를 보면 통신 수단의 발달은 오히려 선순환의 발전을 가져오기도 하였다. 런던 증권거래소와 지역 증권거래소가 전신으로 처음 연결된 것은 1840년대 후반으로 그동안 몇 시간에서 며칠씩 걸리던 정보 전달이 몇 분 이내로 단축되었다. 그러자 런던 증권거래소 트레이딩 플로어의 가격이 영국 내 다른 지역 증권거래소의 가격에 영향을 주게 되었으며 개별 지역 증권거래소가 독립적인 시장이 아니라 국가적 시스템으로 통합되기 시작하였다.<sup>45)</sup>

1867년 주가표시기가 영국에 보급되고 1870년대 후반 전화기가 도입되면서 양방향 커뮤니케이션 체제가 자리를 잡자 동일 종목에 대해 런던 증권거래소와 지역 증권거래소 간 가격의 괴리를 이용한 차익거래<sup>46)</sup>가 크게 활성화 되었다. ‘Shunter’라고 불리는 이들 차익거래자들 덕분에 지역 거래소들이 침체되기 보다는 런던 증권거래소와 상호 보완을 이루는

44) Michie(1987, loc.832)

45) 1845년말 글래스고 증권거래소에는 110개 철도회사의 주식이 거래되고 있었는데 그 중 23개인 21%의 주식은 런던 증권거래소에서도 거래되었다. 그 후 양 증권거래소에서 동시에 거래되는 주식은 크게 늘어났는데 1860년 말에는 글래스고 증권거래소에서 거래되는 59개의 철도 회사 주식 중 59%가 런던 증권거래소에서도 거래되었다(Ibid., loc.378).

46) 런던과 지역 증권거래소 사이의 차익거래를 ‘shunting’, 차익거래자를 ‘shunter’라고 불렀다(Ibid., loc.439).

형태로 발전하였으며 영국의 양도가 가능한 증권 형태의 부가 증가하면서 런던과 지역 증권거래소 모두의 거래량이 증가하였다.<sup>47)</sup>

그런데 런던과 지역 증권거래소 사이의 차익매매가 점점 늘어나자 런던 증권거래소의 회원인 브로커와 딜러인 stockjobber의 역할이 점차 바뀌었다. 당초 런던 증권거래소의 브로커는 양방향 호가를 제공하는 stockjobber를 통해 거래를 수행하였으나 지역 증권거래소의 브로커들이 직접 런던 증권거래소의 stockjobber와 거래하기를 선호하면서 입지가 줄어들었다.<sup>48)</sup>

이에 반발한 런던 증권거래소의 브로커들은 스스로 딜러가 되어 지역 증권거래소의 브로커들을 빼앗기지 않으려고 했는데 이러한 변화는 전통적으로 브로커와 stockjobber에게 요구되던 단일 역할(single capacity)을 벗어남을 의미하였다. 기존 단일 역할 체제에서는 브로커는 타인을 위해 거래하되 자신의 계정으로 거래를 할 수 없고 stockjobber는 양방향 호가를 제공하며 자기 계정으로 거래가 가능하지만 런던 증권거래소의 비회원과는 거래를 하지 못하였다. 그런데 단일 역할이 깨지고 복수 역할(dual capacity)을 수행하게 되어 지역 증권거래소 브로커의 주문을 차지하기 위해 stockjobber는 비회원(지역 브로커)과의 접촉을 늘려갔고 런던 증권거래소의 브로커들은 점점 딜러의 역할을 하게 되었다.

한편 런던 증권거래소의 경영진은 이런 복수 역할이 확대되는 것을 탐탁하게 생각하지 않았다. 당시 런던 증권거래소가 입주한 건물은 런던 증권거래소가 직접 소유하지 않고 별도의 회사가 회원들의 거래 수수료를 받아서 운영하고 있었기 때문에 경영진은 더 많은 회원들을 가입시켜 증권거래소의 수입을 늘리고자 하였다.

하지만 지역 증권거래소와의 거래가 점점 활발해지고 급기야 트레이딩 플로어의 가격 정보가 바깥으로 흘러가면서 거래 환경이 바뀌었다. 런던 증권거래소의 회원이 아닌 비회원들과 바깥에서 거래를 체결하게 될 경우

47) Ibid., loc.499

48) 지역 증권거래소의 브로커가 런던 증권거래소의 stockjobber와 직접 거래를 하면 중개 수수료를 지불할 필요가 없어서 수익을 높일 수 있었다(Ibid., loc.446).

굳이 비싼 비용을 지불하면서 런던 증권거래소의 회원이 될 유인이 낮아질 것이기에 런던 증권거래소 경영진은 이러한 변화를 달가워하지 않았으며 실제로도 새로운 통신수단의 도입에 적극적이지 않았다.<sup>49)</sup>

결국 런던 증권거래소 경영진은 지역 증권거래소와의 차익거래를 억제하기로 하는데 1909년 2월 당시까지 허용되던 stockjobber와 브로커의 복수 역할을 금지하고 다시 단일 역할만 수행하도록 하였으며, 1912년에는 런던 증권거래소에 처음으로 최소 거래커미션을 도입하여 차익거래의 유인을 낮추었다.

이러한 일련의 규제는 런던 증권거래소에 비해 적극적으로 새로운 테크놀로지를 받아들이며 전국적인 증권 시장 구축에 애썼던 지역 증권거래소 브로커들의 극심한 반발을 불러왔다. 또한 시장의 효율성 저하가 우려되었지만 런던 증권거래소 경영진은 회원들의 차익거래 의존 비중이 높지 않다고 이를 무시하였다.<sup>50)</sup>

런던 증권거래소의 강력한 규제로 지역 증권거래소와의 차익거래는 위축되었지만 결과적으로 런던 증권거래소의 독점적 위상은 더욱 높아졌으며 점점 커지는 국제 증권 거래에 집중할 수 있었다. 통신 수단의 발달은 세계 곳곳의 증권 거래를 가능하게 만들었으며 세계 증권거래소 간 차익매매의 기회도 제공하였다. 런던 증권거래소의 회원들은 이 기회를 놓치지 않았다.

유럽에서 가장 먼저 근대화된 증권거래소 형태를 갖춘 곳은 1724년 설립된 프랑스 파리 증권거래소였다. 그러나 브로커 수에 대한 제한 규정과 함께 프랑스 혁명과 이어지는 나폴레옹 전쟁 및 보불전쟁으로 파리 증권거

49) 런던 증권거래소 경영진은 1868년 전신 시스템의 설치 요구를 거절하였으며 1872년 11월에 가셔야 주가정보기를 설치하였으나 작업자와 사용자를 엄격하게 제한하였다. 1870년대 후반 전화가 보급되었으나 거래소 도입은 늦어졌다. 경영진은 1879년 11월 첫 개설 요청을 거절하였으며 1882년에 가셔야 전화를 사용할 수 있는 거래소 내 공간을 제공했다. 하지만 전화 사용이 매우 불편하여 제한적으로만 이용되었으며, 1888년 7월 회원들이 전화를 원활히 사용할 수 있는 대체 시설을 찾겠다고 위협을 하고 나서야 런던 증권거래소에 전면적으로 전화가 도입되었다(Ibid., loc.523).

50) Ibid., loc.570

래소는 자본 시장의 역할을 제대로 수행할 수 없었다. 그 동안 런던 증권 거래소는 전 세계적 증권 거래 네트워크를 구축했으며 1909년 이미 세계 53개 도시의 증권 브로커들과 차익거래를 시행하고 있었다.<sup>51)</sup>

## 마. 자율 규제와 발전과 한계

### 1) 자율 규제의 발전

1934년 이전까지 월스트리트의 증권 거래는 늘 불공정거래 스캔들이 끊이지 않았으며 원칙적으로 미국 정부로부터 어떠한 규제도 받지 않고 있었다. 주기적으로 터져 나오는 증권 스캔들은 시장의 불투명성을 크게 높이면서 투자자들의 신뢰를 계속 잠식했다.

그러나 한편에서는 증권 시장의 자성을 촉구하며 개혁을 요구하는 목소리도 생겨났다. 특히 빅보드의 탄생은 브로커들과 증권거래소의 관계를 크게 변화시켰는데 레귤러보드와 오픈보드로 대형 증권거래소가 양분되어 있을 때는 자신들을 회원으로 데려가려는 거래소 간 경쟁으로 인해 브로커들이 두 증권거래소에 대해 우위에 설 수 있었지만 통합 이후에는 거꾸로 회원이 되기 위해 애를 써야 하는 상황으로 바뀌었다. 또한 빅보드는 회원의 자격을 엄격히 심사하였기 때문에 결과적으로 월스트리트의 체질을 개선하는 긍정적 효과를 낳았다.<sup>52)</sup>

이미 이리 철도 스캔들 등 일련의 불공정 거래 관행에 대한 비판이 내부로부터 제기되어 이를 개선하기 위해 신주 발행 시 주주 2/3 이상 동의와 공시 의무화, 총 발행 주식 수량에 대한 외부 공시 등으로 개혁 방향이 구체화 되었다.<sup>53)</sup> 특히 1890년대부터 빅보드가 상장 기업들의 실적 공시를 요구하면서 실적 공시가 점차 자율적 관행으로 정착되었다.<sup>54)</sup>

51) 그럼에도 파리 증권거래소는 점차 유럽 대륙과 지중해 인근 국가들을 중심으로 증권거래소 간 네트워크를 구축할 수는 있었다(Ibid., loc.1674).

52) Gordon(1999, p.172)

53) 결국 이러한 요구안은 1934년 미국 증권거래법에 반영되었다(Ibid., p.169).

증권거래소의 배타적 회원제 운영과 대형화는 신규 회원의 진입을 억제하고 의도적으로 경쟁을 제한하게 되어 경제적 지대(rent)를 추구한다고 볼 수 있으나<sup>55)</sup> 조직화된 증권 시장이 부재한 상황에서는 증권 거래 질서도 형성되기 어려운 현실을 반영하고 있다. 결과적으로 금융당국의 직접적 개입이 없던 상황에서 자율 규제의 정착만이 증권거래소의 배타성을 완화시킬 수 있었다.

## 2) 내부 이해관계자의 불공정거래

통합 후 뉴욕 증권거래소가 점차 자리를 잡아가면서 상장 기업에 대한 회계 공시가 시작되고 불공정 거래를 제재하는 조치를 취했지만 증권거래소 고유의 폐쇄적 구조와 독점화는 또 다른 문제를 만들어 냈다. 증권거래소의 거래 정보를 독점하는 일부 회원들에 의한 불공정 거래가 불거지기 시작하였다. 1920년대 뉴욕 증권거래소의 회원 구성을 보면 절반이 브로커들이었고 나머지 절반은 진정한 내부 이해관계자라고 할 수 있는 스페셜리스트(specialist)와 플로어 트레이더(floor trader)들이었다.<sup>56)</sup>

스페셜리스트<sup>57)</sup>는 투자자의 주문이 거래소 회원인 브로커를 거쳐 트레이딩 플로어에 전달되면 그 주문을 체결해 주는 사람으로 브로커의 브로커라고 할 수 있으며 시장을 안정적으로 운영하고 유동성을 유지시키기 위해 시장조성자의 역할을 수행하였다. 특히 매도 호가와 매수 호가 사이

54) 1870년대부터 월스트리트의 유력 언론 등에서 회계 시스템의 개선을 요구하기 시작하였고 각 기업의 회계 시스템 개선을 도울 독립 회계사들이 등장한 것이 주요한 배경이 되었다. 특히 증권 브로커 Henry Clews가 선도적으로 자신의 실적을 공개한 이후 투자은행과 다른 증권 브로커의 공개가 뒤를 따른 것도 상장 기업들의 실적 공시를 정착시키는데 큰 도움이 되었다(Ibid., pp.242-243).

55) Pirrong(1999)

56) Gordon(1999, p.305)

57) 스페셜리스트는 1871년 뉴욕 증권거래소가 기존까지 유지하던 알파벳순의 경매 방식을 연속경매로 매매시스템을 바꾸자 플로어 브로커 중에서 특정 종목에 전문화된 브로커들이 장소를 이동하지 않고 해당 종목의 거래만 개입하면서 별도 그룹으로 구분되었다(Coughenour & Deli, 2002).

스프레드가 크게 벌어지는 경우 자기 자금으로 주문을 체결하여 스프레드를 좁혔다. 그런데 스페셜리스트는 증권 매매에 관한 최신 정보와 주가 흐름을 알 수 있어서 단기간에 시세 차익을 얻을 수 있는 위치에 있었는데 이 같은 특권적 위치는 스페셜리스트가 증권 거래 전반을 관리하는 의무의 대가이기도 하였다.<sup>58)</sup>

플로어 트레이더는 플로어에서 자신의 계좌로 거래하는 사람들로 투자자의 주문을 중개할 수는 없었다. 하지만 플로어 트레이더는 스페셜리스트와 같이 일반 투자자의 접근이 금지된 플로어에 상주하면서 주가 흐름을 지켜보며 매우 유리한 위치에서 거래를 할 수 있었다. 스페셜리스트와 플로어 트레이더 모두 뉴욕 증권거래소에 거래 수수료를 낼 필요도 없었으며 유리한 가격으로 단기 거래를 함에 따라 매매 차익을 남길 수 있었다. 무엇보다 플로어 트레이더는 스페셜리스트와 함께 지내면서 담합할 유인이 컸고 실제 일반 투자자들이나 브로커들에게 손실을 떠넘기면서 큰 수익을 얻기도 하였다.<sup>59)</sup>

뉴욕 증권거래소의 회원에 대한 자율 규제 권한은 점차 확대되었지만 내부 이해관계자 그룹이라고 할 수 있는 스페셜리스트와 플로어 트레이더가 주도하는 불공정거래에 대해서는 무력하였으며 결국 1929년대 월스트리트 주가 급락 후 공공의 비난을 받게 되면서 미국 정부의 직접적 규제를 불러왔다.<sup>60)</sup>

---

58) Gordon(1999, pp.305-306)

59) Ibid., p.307

60) Ibid., p.309

### 3. 전후 증권거래소 규제 변화

#### 가. 1934년 증권거래법 도입과 전후 규제

1929년 월스트리트 주식 시장 급락으로 큰 손실을 입은 일반 투자자들이 증가하면서 증권거래소에 대한 대중들의 감정은 크게 악화되었고 정치인들의 반감도 높아졌다.<sup>61)</sup> 그리고 이어지는 1930년대 대공황 속에서 금융기관의 대량 파산이 현실화되자 루스벨트 정부와 의회는 금융규제 개혁을 추진하였다.<sup>62)63)</sup>

결국 은행에 대한 규제(Banking Act of 1933)와 함께 그동안 전적으로 민간에 맡겨졌던 증권 시장에 대해서도 공적 규제가 도입되었다. 1933년 증권법(Securities Act of 1933)은 1890년대 이후 자율적으로 발전하던 기업공개 대상 기업들에 대한 회계공시 등이 포함되어 있었는데, 증권거래소에 대한 직접적 규제는 1934년 증권거래법에 포함되었다.

1934년 증권거래법은 독립적이고 무당파적인 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)를 설립하여 증권 시장을 감독하도록 하였다. 이로써 그동안 자율적 규제로만 작동하던 미국 증권 시장에 최초로 공적 규제가 도입되었다. SEC의 설립으로 미국 증권거래소는 폐쇄적 회원제를 유지할 수 있었지만, 이전까지 사적 클럽으로 여겨지며 누렸던 자율권한은 부분적으로 상실하였다. 이제 증권거래소는 공공에 대한 책임을 가져야 하는 사적으로 조직화된 클럽이 되었다.<sup>64)</sup>

61) 1933년 미국 하원 보고서에서는 다음과 같은 내용이 포함되었다. 'Fully half or \$25,000,000,000 worth of securities floated during this period have been proved to be worthless. These cold figures spell tragedy in the lives of thousands of individuals who invested their live savings, accumulated after years of effort, in these worthless securities(Fleckner, 2006).'

62) 1929년 미국에 25,000개의 은행이 존재하였으나 1933년 3월 시점에는 10,000개 이상이 사라졌다(Arnett, 2011, loc.801).

63) 폰지(Ponzi) 사기는 공매도와 함께 은행들이 예금 수신과 증권업을 동시에 수행하며 주식 투자를 위해 돈을 빌려주어 투기를 유발시켰다는 대중의 공분을 일으켰다(Harris, 2010, p.21).

증권거래법은 모든 증권거래소를 SEC에 등록하도록 의무화하고 SEC로 하여금 이들을 감독하도록 하였다. 등록된 증권거래소는 자율 규제 기구(Self-Regulatory Organization: SRO)의 지위를 공식적으로 부여받았으며 SEC의 공적 규제와 함께 미국 증권 시장의 규제자가 되었다. 미국의 2단계 규제 시스템은 두 가지 장점이 있었는데 하나는 미국 의회로부터 예산을 까다롭게 심사받아야 하는 SEC에 비해 자율 규제 조직은 시장으로부터 규제에 필요한 비용을 조달할 수 있다는 것이었다. 다른 하나는 SEC의 공적 규제에 앞서서 자율 규제 조직이 설정한 낮은 규제 수준을 통해 과실(negligence)이나 전문가답지 못한 행위(unprofessional conduct)를 규율할 수 있다는 것이었다.<sup>65)</sup>

## 나. 1975년 규제 개혁 이전까지의 변화

### 1) 전후 증권거래소 규제 방향

1차 세계대전과 2차 세계대전은 미국과 유럽의 증권거래소들을 모두 정부의 통제를 받게 만들었으며 거래량이 급감하면서 증권 시장도 크게 위축되었다.<sup>66)</sup> 종전 이후에도 정부의 직접적인 또는 간접적인 증권 시장에 대한 통제는 계속 이어졌다. 증권거래소가 투기의 온상으로 비춰지면 서 종전 후 불안정한 경제에 다시 위협이 되지 않을까 하는 인식이 컸기 때문이었다.<sup>67)</sup>

미국에서는 SEC를 통해 정부가 뉴욕 증권거래소에 영향력을 행사하였으며, 영국은 영국중앙은행(Bank of England)을 통하거나 또는 재무부가 직접 런던 증권거래소를 규제하였다. 프랑스는 이미 오래전부터 정부가

64) Fleckner(2006)

65) Coffee & Seligman(2003, p.673)

66) 월스트리트 증권업 종사자가 1940년 5,855명에서 1947년 4,343명으로 급감하였다(Gordon, 1999, p.361).

67) Harris(2010, p.23)

직접 파리 증권거래소를 규제하고 있었다. 1940년대 후반과 1950년대 증권거래소가 새로 설립된 국가들도 처음부터 정부가 간섭하였다.<sup>68)</sup>

특히 런던 증권거래소는 2차 세계대전 중 회원들의 배타적 권한이 제한되었으며 전쟁이 종료된 이후에도 독특한 소유구조로 인해 회원들이 거래소를 완전히 통제하지 못하였다. 런던 증권거래소의 건물은 별도의 주식회사 소유였으며 주로 비회원들이 주식을 소유하고 있었다. 결국 런던 증권거래소는 거래소 건물 소유 회사의 주주들에게 금전적으로 보상하기로 1948년 합의를 한 후 회원들이 소유하게 되었다.<sup>69)</sup>

2차 세계대전 이후 증권거래소에 대한 미국과 유럽의 규제 방향을 정리하면 증권거래소는 정부의 개입을 수용하는 대신 기존 증권거래소의 배타적 회원제와 자율 규제 권한을 인정받는 특권을 유지할 수 있었다.<sup>70)</sup> 그러나 정부와 대형 증권거래소 간의 협조 체제가 결국 장내 거래되는 증권의 매력을 떨어뜨리며 시장 참여자들의 비용 부담을 높이는 문제가 발생하였다.<sup>71)</sup>

## 2) 기관투자자의 등장

2차 세계대전 종전 이후 미국을 중심으로 한 유럽 증권 시장의 변화에는 경제 성장에 따른 가구 소득의 증가와 기관투자자의 등장을 들 수 있다. 1929년 버블 시기에 비해 미국에서 주식을 직접 투자하고 있는 개인 투자자들의 비중이 줄어들기는 했지만 연금펀드(pension fund)와 뮤추얼펀드(mutual fund)의 등장으로 간접투자가 크게 활성화 되었다.<sup>72)</sup>

연금펀드는 사회보장수단으로 1930~1940년대에 등장하였으며 대형 회사들에 노동조합이 활성화 되면서 더욱 탄력을 받았다.<sup>73)</sup> 1961년 미국

68) Ibid., p.23

69) Michie(1999, p.331)

70) 정부는 대표적으로 투기억제 방안 마련을 요구하였다.

71) Harris(2010, p.24)

72) Gordon(1999, p.258)

연방정부의 예산이 1,000억달러 이하였는데 무보장 연금펀드(uninsured pension fund)가 174억달러의 상장 주식을 보유하고 있었으며 연금펀드 전체로 매년 10억달러의 주식과 20억달러의 채권에 투자하며 연금펀드는 증권 시장의 주요 투자자로 부상하였다.<sup>74)</sup>

다음으로 뮤추얼펀드가 증권 시장에서 점점 중요해졌다. 미국 뮤추얼펀드는 1950년 25억달러의 자산에 투자하였으나 10년 후에는 170억달러로 증가하였다.<sup>75)</sup>

한편 2차 세계대전 종전 후 뮤추얼펀드와 같은 기관투자자의 역할이 커진 것은 인플레이션 증가 속에 수익률과 리스크가 불투명한 주식투자가 증가하면서 전문적인 관리가 필요해졌기 때문이었다.<sup>76)</sup> 이러한 변화는 간접투자비중의 증가 추세로도 확인되었다.

1961년 뉴욕 증권거래소의 거래량 가운데 개인투자자 비중은 51.4%였으며, 간접투자 비중은 26.2% 그리고 나머지 22.4%는 금융기관 고유계정 비중이었다. 그러나 1969년 간접투자 비중은 42.4%로 개인투자자 비중 33.4%를 추월하였다.<sup>77)</sup> 간접투자 비중이 커지면서 증권 시장에서 기관투자자의 영향력도 점차 증가하였고 이들의 증권 매매 전략에 따라 브로커들과 증권거래소의 대응도 달라졌다.

73) GM 의장인 Charles E. Wilson은 “GM에 좋은 것이 국가에도 좋다”라고 연금펀드의 정당성을 옹호하였다(Ibid., p.258).

74) 또한 미국 가구의 보험가입 여력이 늘어나면서 보험회사들은 월스트리트의 주요 투자자가 되었다(Ibid., p.258).

75) Ibid., p.258

76) 1950~1959년까지 미국의 연간 인플레이션은 2.15%, 영국은 4.40%를 넘어섰고 1970년대 말까지 인플레이션은 계속 증가하였다. 또한 채권과 주식의 세계적 투자 수익률은 1950년대 각각 -0.4%와 17.1%로 큰 차이가 났다(Harris, 2010, p.26).

77) Gordon(1999, pp.267-268)

### 3) 증권회사의 등장과 환경 변화

뉴욕 증권거래소는 1953년까지만 해도 회사법인(firm to incorporate)을 회원으로 받아들이지 않았다. 당시까지 모든 회원은 개인들이었으며 브로커들은 파트너십(partnership) 형태로 중개회사를 공동으로 운영하고 있었기에 현대적 의미의 증권회사가 되지는 못하였다.<sup>78)79)</sup> 당시 중개회사들의 파트너들은 부채에 대해 개인적으로도 책임져야 했다. 따라서 증권 거래 초기부터 존재했던 결제불이행의 부담으로 인해 서로 믿을만한 관계끼리 공동으로 사업을 수행하는 것은 일반적 방식이었다.

상호소유(mutual form) 형태는 뉴욕 증권거래소의 소유 형태이기도 해서 자연스럽게 받아들여졌다. 뉴욕 증권거래소는 이러한 상황을 이용하여 거래소의 회원사들은 무한책임을 지는 파트너들로 구성되어야 한다고 규정함으로써 거래소에서 큰 영향력을 행사할 가능성이 있던 대형 금융기관들의 진입을 막았다.<sup>80)</sup> 뉴욕 증권거래소는 1953년에 가서야 규정을 개정하고 회사법인을 회원으로 인정하였다.<sup>81)</sup>

그런데 전후 증권 시장의 고객이 분화되기 시작하면서 뉴욕 증권거래소의 회원들인 중개회사의 대응과 변화도 불가피해졌다. 중개회사의 대응은 크게 2가지였는데 하나는 1959년 법인으로 회원이 된 Merrill Lynch가 취한 전국적 지점망 구축을 통한 대형화 또는 네트워크화였고 다른 하나는 연금펀드와 뮤추얼펀드의 성장에 발맞추어 기관투자자만 상대하는 전략이었다.

Merrill Lynch는 기존까지 브로커들이 인맥을 통해 확보한 고객들의 구두주문을 처리하여 오던 방식을 바꾸었는데 커미션 수입을 노리고 불필요한 매매를 부추기는 관행을 중단하는 대신 전문적인 훈련을 받은 직원

78) 파트너십 형태 중개회사들은 고객 계좌 수가 보통 50개를 넘지 않았고 전문화된 고객서비스도 없었다(Ibid., p.253).

79) Coughenour & Deli(2002)

80) Harris(2010, p.157), Gordon(1999, p.269)

81) 뉴욕 증권거래소 최초의 회사법인 회원은 Woodcock, Hess & Co.이다 (Coughenour & Deli, 2002).

들로 하여금 고객을 상담하도록 하였다.<sup>82)</sup> 또 다른 대응은 Donaldson, Lufkin & Jenrette 증권회사의 전략이었다. 1959년 회사법인으로 회원이 된 Donaldson, Lufkin & Jenrette은 철저히 기관투자자만 고객으로 상대하는 전략을 취함으로써 Merrill Lynch와 다른 길을 걸었다.

뉴욕 증권거래소 회원과 중개회사들의 차별화 전략은 이전 시기까지 매우 동질적이었던 회원들 사이에 경쟁을 촉발시켰다. 전국적인 개인투자자 또는 기관투자자 중 누구를 고객으로 삼느냐에 따라 발전 방향이 달라졌다.

한편 1960년대 들어 미국 증권 시장은 호황을 맞이하고 있었는데 1960년대 중반 이후부터는 늘어나는 증권 거래량을 처리하지 못하는 후선업무(back-office) 적체 현상이 심화되었다.<sup>83)</sup> 당시까지 뉴욕 증권거래소의 회원인 중개회사들은 실물 증권의 인도를 위해 별도의 사무실을 Chambers Street에 두도록 하였으나 급격히 증가한 거래량을 소화하지 못하자 SEC는 1946년까지 T+2일이었던 결제일을 계속 늘려야 했으며 1960년대 초에는 T+5일까지 연장하여야 했다.<sup>84)</sup> 그럼에도 사태가 누그러지지 않자 뉴욕 증권거래소는 매주 수요일 문을 닫기로 하고 나머지 날들도 조기에 영업을 끝내야 했는데 ‘Paper Crisis’라고 불렸던 후선업무 위기는 1970년대 중반까지 이어졌다.

이런 상황을 극복하기 위해 증권회사들은 후선업무에 더 많은 비용을 지불해야 했고<sup>85)</sup> 이를 감당하지 못한 일부 증권회사들이 파산하기 시작하였다.<sup>86)</sup> 월스트리트 증권회사들의 자금압박이 극심해지자 외부에서 자

82) Merrill Lynch의 등장으로 진정한 의미의 증권회사가 나타났다는 평가이다. 1940년 Merrill Lynch는 총수입 4,570만달러로 미국 최대 증권회사가 되었으며, 1960년 총수입은 1억 3,600만달러로 2위 증권회사보다 2배 이상 많았고 3~6위 증권회사를 합친 것과 맞먹었고 고객 계좌 수는 54만개에 이르렀다 (Gordon, 1999, pp.253-254).

83) 1960년대 미국 증권 시장의 호황을 ‘Go-Go Years’라고 부르는데 Gordon(1999)은 증권 거래량 증가의 가장 큰 원인을 펀드매니저들의 빈번한 매매 때문으로 봤다.

84) 1994년에 가서야 T+3일로 단축되었다(Poitas, 2012, p.250).

85) Paper Crisis를 해소하기 위해 1973년 예탁기구인 DTC(Depository Trust Company)가 설립되었다(Ibid., p.249).

86) 1968년 Pickard Co.가 청산되었으며 뉴욕 증권거래소는 35개 증권회사의 업무

금을 조달할 수밖에 없는 상황에 내몰렸다. 그러나 당시 뉴욕 증권거래소 규정은 회원들의 기업공개를 금지하고 있었다.

하지만 증권회사들의 상황이 점점 안 좋아지자 뉴욕 증권거래소는 1970년 3월 규정을 개정하여 회원의 IPO를 허용하기에 이르렀다.<sup>87)</sup> 증권회사의 IPO가 시작되면서 뉴욕 증권거래소의 회원들은 자본 조달 능력에 따라 규모와 수익에서 큰 차이를 보였으며 서로 간의 이해갈등도 커져 갔다. 증권업 환경이 크게 바뀌면서 회원 간 흡수합병도 빠르게 진행되었고 아예 문을 닫는 증권회사도 크게 늘어났다.<sup>88)</sup>

#### 4) 이해갈등 심화

1960년대를 거쳐 1970년대로 접어들면서 뉴욕 증권거래소의 회원들은 개인투자자를 고객으로 삼는 회원들과 뮤추얼펀드로 대표되는 기관투자자를 고객으로 삼는 회원들 사이에 긴장이 커졌다. 이러한 긴장은 증권회사의 규모를 더 키우려는 쪽과 소규모를 유지하려는 쪽 사이에도 나타났다.<sup>89)</sup>

특히 뉴욕 증권거래소의 내부 이해관계자인 스페셜리스트나 플로어 트레이더와 외부 투자자의 주문을 처리하는 브로커 간의 이해도 점점 부딪혔다. 브로커들은 가장 좋은 가격에 거래를 하려고 하였지만 스페셜리스트는 뉴욕 증권거래소의 트레이딩 플로어에서만 증권을 거래하기를 원했

---

를 제한하기에 이르렀다. 특히 우량 회사인 Lehman Brothers 조차도 추가 지점을 열지 않고 영업사원 채용을 중지하겠다고 발표할 정도로 월스트리트의 증권회사들이 자금압박을 받았다(Gordon, 1999, p.269).

87) Donaldson, Lufkin & Jenrette가 1971년 최초의 IPO를 한 회원사가 되었고 같은 해 Merrill Lynch도 IPO를 했다(Harris, 1999, p.158).

88) 1970년 94개였던 뉴욕 증권거래소의 스페셜리스트 회사는 회사 간 통합으로 1975년 81개로 감소하였고 1980년에는 74개가 되었다(Coughenour & Deli, 2002). 증권업 종사 인원도 1969년 1월 105,200명에서 1974년 4월 75,000명으로 28% 감소하였고 비슷한 시기 129개 증권회사들이 문을 닫거나 합병되어 사라졌다(Gordon, 1999).

89) Harris(1999, pp.29-30)

다. SEC는 증권회사들이 증권 매매를 가장 좋은 가격에 중개하도록 규정함으로써 브로커들이 뉴욕 증권거래소 이외의 장소에서 거래를 체결할 수 있었다.<sup>90)</sup>

또한 뮤추얼펀드를 비롯한 기관투자자들은 뉴욕 증권거래소의 규정에 구애 받지 않고 거래 비용이 가장 저렴하거나 가격이 좋은 조건에 자신의 주문을 처리하고 싶어 했다. 당시 기관투자자의 영향력이 점점 커지자 그 동안 뉴욕 증권거래소의 우월적 지위에 눌러 명맥만 유지하던 지역 증권거래소들도 기관투자자를 유치하기 위해 각종 규정을 개정하였다.<sup>91)</sup>

뉴욕 증권거래소 트레이딩 플로어를 벗어나는 거래가 증가하고 뉴욕 증권거래소의 거래량이 감소하자<sup>92)</sup> 스페셜리스트가 중심이 된 뉴욕 증권거래소의 내부 이해관계자들은 장외 거래를 억제하기 위해 장외 거래를 중개하는 증권회사에 설치된 주가표시기를 강제로 철거하거나 심지어 회원 자격 박탈을 위협하기까지 하였다.<sup>93)</sup>

실제로 뉴욕 증권거래소의 장외 거래에 대한 반발은 1792년 버튼우드 합의부터 유지되어 온 회원 간 배타적 거래와 최소 커미션 제도에 근거하고 있었다. 증권 시장 형성 초기에는 이러한 카르텔 협약이 거래의 집중과 안정성을 담보하는 필수적인 요건이었지만 20세기 중반에 들어서는 증권 시장의 효율과 투자자를 위한 최선의 서비스를 보장하지 못하였다. 결국 뉴욕 증권거래소의 운영 원칙에 대한 근본적 변혁이 필요해졌다.

90) Gordon(1999, p.275)

91) 신시내티, 필라델피아, 샌프란시스코 증권거래소가 대표적이었다(Ibid., p.276).

92) 1955~1962년 사이에 장외에서 거래되는 주식 거래량은 185% 급증하였으며 1967년 뉴욕 증권거래소의 거래량은 미국 전체 거래량의 78%로 하락하였다(Ibid., p.275).

93) Weeden & Co.는 1961년 9억달러 상당의 증권을 거래할 정도로 영향력이 컸던 증권회사였으나 뉴욕 증권거래소의 스페셜리스트와 경쟁을 벌이다가 뉴욕 증권거래소가 주가표시기를 강제로 철거함으로써 뉴욕 증권거래소에서 주문을 내지 않고 증권 중개를 하지 못하도록 하였다. 하지만 이 조치는 1962년 대법원이 불법으로 판결하였다(Ibid., p.275).

## 4. 월스트리트 개혁과 국제적 영향

### 가. 월스트리트 'May Day 개혁'

미국 증권 시장에서 1960년대 이후 뮤추얼펀드를 비롯한 기관투자자가 부상하면서 증권 거래에 있어서 보다 좋은 가격에 더 낮은 비용을 지불하려는 경향이 매우 커졌다. 그러나 배타적 회원제와 고정 커미션(fixed commission)제도에 기초하여 증권 시장을 주도하고 있는 뉴욕 증권거래소는 기득권을 위협하는 시도를 용납하지 않으려 하였다. 전술하였듯이 뮤추얼펀드, 은행, 보험사 등 대형 금융기관을 회원으로 받지 않으려고 하였으며, 트레이딩 플로어 거래 정보의 외부 유출을 통제함으로써 이를 이용한 장외 거래를 엄격히 금지하려고 애썼다.<sup>94)</sup>

이에 맞서 일부 기관투자자들은 뉴욕 증권거래소와 비교해서 월등히 저렴한 지역 증권거래소의 회원이 되는 방법을 통해 뉴욕 증권거래소와 교차 상장되어 있는 종목의 거래 비용을 아끼려고 하였다.<sup>95)</sup> 또한 일부 지역 증권거래소에서 허용된 비회원 브로커에 대한 커미션 면제 제도를 활용하려는 기관투자자들도 등장했는데 해당 증권거래소의 회원으로 가입한 다음 자신의 편의를 봐주는 브로커에게 커미션 없이 거래할 수 있도록 해주었다.<sup>96)</sup>

결국 미국 증권 시장에서 뉴욕 증권거래소가 누리던 지위는 상실될 수밖에 없었고 특단의 조치가 없으면 시장 분할(market fragmentation)은 더욱 가속화 될 상황이었다.<sup>97)</sup> 내부 이해관계자들의 기득권을 통제하라는

94) 대형 뮤추얼펀드 계열인 Jefferies & Co.는 뉴욕 증권거래소가 회원 가입 신청을 거절하자 반독점행위로 소송을 발표하기도 하였다(Ingebretsen, 2002, p.73).

95) 1960년대 지역 증권거래소의 회원 가입비는 16,500달러 정도로 뉴욕 증권거래소의 회원 가입비에 비해 매우 저렴하였다(Ibid., p.73).

96) 1968년 12월 SEC는 뮤추얼 펀드 판매 등을 대가로 커미션을 면제해주는 행위를 금지하였다(Ibid., p.73).

97) 1970년 뉴욕 증권거래소 회장을 맡고 있던 Robert Haack는 미국 증권 거래량의 35~45%가 빅보드 이외에서 거래되고 있음을 시인하였다(Gordon, 1999, p.276).

자기 개혁 요구에 직면한 뉴욕 증권거래소는 스페셜리스트가 중심이 되었던 의사결정 프로세스를 혁신하고<sup>98)</sup> 한발 더 나아가서 비회원과의 모든 거래에 의무적으로 적용하던 고정 커미션 제도의 유지를 재검토하기에 이르렀다.

고정 커미션은 그 동안 규모의 경제가 전혀 고려되지 않았기에 대량 주문이 많은 기관투자자들에게는 매우 불리한 제도였다. 또한 고정 커미션은 뉴욕 증권거래소 회원들 사이에서도 기관투자자를 주요 고객으로 하는 대형 브로커와 그렇지 않은 소형 브로커 사이 갈등의 주된 원인이 되었다.<sup>99)</sup>

미국 증권 시장에서 고정 커미션과 리베이트를 둘러싼 갈등은 계속 커져 갔는데<sup>100)</sup> 결국 SEC와 의회가 개입하였다. SEC는 1968년 뉴욕 증권거래소의 고정 커미션을 개정하도록 요구하였고, 1973년에는 모든 미국 증권거래소들이 회원제를 개방할 것을 요구하기에 이르렀다. 마침내 1975년 의회가 증권법과 증권거래법을 개정(Securities Act Amendments of 1975)하면서 고정 커미션은 폐지되었다. 고정 커미션 폐지 시점이 5월 1일이었기에 이를 두고 ‘월스트리트 May Day 개혁’이라고 부르고 있다.<sup>101)</sup>

98) Robert Haack 회장 사임 직후 뉴욕 증권거래소의 정책을 결정하는 이사회(Board of Directors)는 기존까지 33명의 회원으로 구성하던 방식을 바꾸어 회장을 포함한 21명으로 감축하고 이중 10명은 증권업계를 대표하도록 하였으며 나머지 11명은 공익을 대표하는 이사로 구성하도록 하였다(Ibid., p.277).

99) 기관투자자를 대상으로 하는 브로커들은 고정 커미션의 부담을 낮추기 위해 리베이트를 제공하기 시작하였다. 특히 직접적 리베이트가 뉴욕 증권거래소의 리베이트 금지 조치에 정면으로 부딪히다 보니 음성적인 리베이트가 활성화 되었으며 주요 유형은 통계 서비스 제공, 리서치 서비스 제공, 상호 비즈니스 교환, 증권 중개를 유치하기 위해 고객의 금융상품 판매 등이었다. 또한 고객인 기관투자자가 지정하는 제3자에게 자신의 커미션 중 일부 또는 전부를 포기하고 양도하는 ‘give-up’이 매우 활성화 되었다. 1968년 기준 조사에 따르면 뉴욕 증권거래소 회원은 고객으로부터 받아야 할 총 2억 4,300만달러의 커미션 중 38%를 포기하였다(Harris, 2010, p.153).

100) 1971년 Moses v. Burgin 소송은 대형 뮤추얼펀드 운용사인 Fidelity의 리베이트를 둘러싼 다툼이었다.

101) Ibid., pp.155-156

## 나. 런던 ‘Big Bang 개혁’

1975년 미국의 고정 커미션 폐지는 미국을 벗어나 선진 자본 시장 전체에 큰 영향을 미쳤다. 특히 과거 세계 금융중심지였으나 2차 대전 이후 증권 시장에 대해 강력한 공적 규제를 받던 런던에도 미국의 규제완화는 중대한 영향을 미쳤다.

영국은 종전 후에도 계속하여 영국에서 발행되는 증권의 경우 각 증권의 거래를 처음 증권이 상장된 증권거래소로 제한함으로써 증권의 자유로운 거래를 억제하였다. 또한 뉴욕 증권거래소와 마찬가지로 런던 증권거래소의 브로커는 고정 커미션을 보장받되 매매차익을 통해 수익을 얻는 stockjobber를 통해서만 거래를 체결하도록 하였다.<sup>102)</sup> 즉, 브로커에 대한 고정 커미션을 보장하면서 단일 역할제를 핵심적 제도로 유지하고 있었다.

한편 1960년대 국제 금융 거래가 크게 늘기 시작하면서 런던은 다시 금 국제 금융 시장의 중요한 위치로 부상하였다. 특히 미국의 은행 수신 금리 규제와 냉전 구도 그리고 유럽 대륙의 경제 성장은 런던을 새로운 국제 금융 거래의 중심지로 부각시켰다.<sup>103)</sup>

그러나 국제 증권 거래의 활성화로 새로운 기회를 맞은 런던 증권거래소는 이 기회를 적극적으로 활용하지 못 하였다. 영국중앙은행을 통한 증권 시장규제와 함께 고정 커미션 및 브로커와 stockjobber의 단일 역할 고수는 국제 증권의 차익거래를 매우 어렵게 만들었다.<sup>104)</sup> 또한 외국 금융기관의 런던 증권거래소 회원 가입은 번번이 기존 회원들의 반대로 무산되었으며<sup>105)</sup> 까다로운 규제로 회원사의 국제 진출은 활로를 찾지 못하였다.<sup>106)</sup>

102) 런던 증권거래소의 증권 거래 커미션은 뉴욕 증권거래소의 2배에 이르렀다 (Ibid., p.162).

103) 전후 미국의 대표적 금융 규제인 은행 수신 금리의 상한을 책정한 Reg Q로 미국의 은행들은 영업활동에 제약을 받았고, 1956년 소련의 헝가리 침공 이후 미국의 자산 동결을 우려한 소련은 달러 예금을 런던 은행으로 이전함으로써 유로 달러 시장이 시작되었고 미국 은행들의 런던 진출이 이어졌다(Michie, 1999, p.464).

104) 국제 증권의 차익거래를 위해서는 비용과 이익을 외국의 거래상대방과 나눌 수 있어야 하지만 런던 증권거래소 회원은 단일 역할 규제와 고정 수수료 제도로 인해 효율적 분배가 힘들었다(Ibid., p.464).

기존의 규제를 개혁하지 않고서는 런던 증권거래소와 그 회원들이 국제화의 과실을 온전히 누리기는 매우 힘든 상황이 전개되었지만 이미 영국 기관투자자의 미국 증권 투자를 대부분 담당하고 있던 미국 금융기관과 유럽 금융기관의 런던 진출은 활발히 진행되었다.<sup>107)</sup> 덕분에 런던이 국제 금융중심지의 위상을 높여갔으나 런던 증권거래소 회원사들의 입지는 호주와 남아프리카 공화국의 광산회사 주식 거래를 제외하면 영국 국내 증권 거래에 한정되었다.<sup>108)</sup>

1970년대 후반부터 영국 정부의 증권 시장 규제와 런던 증권거래소의 회원제는 영국 공정거래당국의 문제제기를 받아 왔는데 결국 재판으로 이어졌으며, 1979년에 이르러서 영국 정부는 증권거래소에 대한 증권 매매 제한 조치를 해제하였다.<sup>109)</sup> 증권 거래가 자유로워지자 런던 증권거래소의 독점적 지위는 크게 위협을 받았다.

그럼에도 런던 증권거래소의 개혁을 촉구하는 압력은 계속 커졌는데 1983년 런던 증권거래소는 고정 커미션을 폐지하기로 합의하였으며 결국 1986년 10월 27일 ‘Big Bang 개혁’을 통해 고정 커미션, 브로커와 stockjobber의 단일 역할제가 공식 폐지되었다. 동시에 런던 증권거래소의 신규 회원과 영국 국채시장이 국내외 모든 금융기관에게 개방되었다.<sup>110)</sup>

105) 1968년 19개의 미국 증권회사가 런던에 지점을 가지고 있었으나 런던 증권거래소 회원은 국적 조항에 막혀 모두 무산되었다. 특히 1968년 미국 증권회사 Hallgarten & Co.가 정식으로 런던 증권거래소의 입회를 신청하였을 때 거래소 측은 긍정적으로 검토하였으나 최종 투표에서는 6 대 5로 부결되었다(Ibid., p.469).

106) 1962년초 두 개의 영국 증권회사가 브뤼셀과 룩셈부르크에 진출하는 것을 허락 받았고 1967년 뉴욕, 1969년 홍콩에 지점을 열었으나 런던 증권거래소의 회원은 커미션 수입의 25% 이상을 외국 브로커에게 주지 못하는 규정과 상호주의 원칙으로 인하여 회원사들의 국제 업무는 활력을 갖지 못하였다(Ibid., p.470).

107) 2차 세계대전 이후 영국의 미국 증권 투자는 기관투자자 중심으로 전환되었으며 비용을 절감하기 위해서 런던 증권거래소의 회원을 거치지 않고 미국 증권회사의 브로커가 영국을 방문하는 형태로 바뀌었다. 1960년대 중반이 되자 런던 증권거래소 회원들은 미국 시장을 실질적으로 포기하였다(Ibid., p.471).

108) Ibid., p.472

109) 1977년 공정거래당국 수장(Director General of Fair Trading)은 런던 증권거래소의 고정 커미션과 배타적 회원제를 비판하였으며 결국 제한적 거래관행 재판소(Restrictive Practices Court)의 재판을 받아야 했다(Harris, 2010, p.162).

영국의 1986년 Big Bang 개혁과 미국의 월스트리트 May Day 개혁 사이에는 11년의 시간 차이가 있었지만 고정 커미션과 증권거래소의 기득권 세력을 무력화시켰다는 공통점이 있었다. 다만 미국 월스트리트의 제도 개혁이 기관투자자의 역할 증대와 뉴욕 증권거래소 내부의 심각한 이해갈등 그리고 시장 분할 가능성이 점증하면서 감독당국과 의회가 개입한 결과라면 영국의 Big Bang 개혁은 국제화의 압력이 점증하고 있었음에도 영국 정부가 증권업에 대한 높은 규제를 계속 유지하려 하였고 런던 증권거래소의 회원들도 기득권에 집착하면서 주도적인 대응을 하지 못하여 결국 사법부의 압력으로 탄생했다는 차이가 있다. 따라서 영국 Big Bang 개혁 이후 런던의 국제 금융중심지로서의 위상은 더 높아졌지만 증권업의 급격한 변화에 제대로 대응하지 못하였고 결과적으로 국제 금융시장의 주역은 런던에서 활동하던 미국과 다른 유럽 국가의 대형 금융기관들의 몫이 되었다.<sup>111)</sup>

#### 다. 캐나다와 호주의 규제 개혁

캐나다는 미국 경제와 밀접하게 연결되어 있었기에 1975년 월스트리트 개혁에 직접적 영향을 받았다. 그런데 토론토 증권거래소의 감독 권한이 있는 온타리오 증권위원회(Ontario Securities Commission: OSC)는 고정 커미션이 소액 개인 투자자들에게 보조금을 주는 정책이라며 만약 이를 폐지하면 개인 투자자에게 손해가 될 것이고 증권회사의 수익성이 떨어질 것을 염려한 나머지 커미션 자유화에 반대하였다.

그러나 1983년 영국이 부분적이지만 커미션 자유화를 선포하자<sup>112)</sup> 결국 1983년 4월 1일 온타리오 증권위원회와 퀘벡 증권위원회 모두 고정 커미션을 폐지하였다.<sup>113)</sup>

110) Michie(1999, p.594)

111) Harris(2010, pp.162-163), Michie(1999, pp.594-595)

112) 해외 증권 거래에 대해 고정 커미션을 폐지하였다.

113) Harris(2010, pp.160-161)

호주도 미국이나 영국과 마찬가지로 증권거래소 회원자격이 매우 엄격하여 은행은 회원이 될 수 없었다. 또한 강력한 고정 커미션 제도가 유지되어 가족이나 회원이 아닌 사람에게 커미션을 할인해주면 과중한 벌금을 물어야 했다.

하지만 1970년대 말부터 금융 산업에 대한 규제를 완화하여 금융시스템의 효율을 높이자는 주장이 힘을 얻어 갔고 결국 캐나다의 제도 개혁 1년 후인 1984년 4월 1일 고정 커미션을 폐지하고 커미션 결정을 자율에 맡겼다.<sup>114)</sup>

## 5. 소결: 배타적 구조의 개혁

근대적 증권거래소가 길거리나 다른 상품이 함께 거래되는 상품교역소의 증권 거래와 구별된 요소로는 증권 거래를 위한 전용 건물, 배타적 회원제 채택, 자율 규제라고 할 수 있다. 비록 17세기초 암스테르담에서 VOC 지분 거래가 시작되었으나 전업으로 주식만을 취급하는 브로커나 딜러의 존재는 미미했고 거래도 전용 건물에서 이루어지지 못했다. 18세기가 되어서야 최초로 파리에 근대적 증권거래소가 등장하였으나 유럽 대륙의 정세 불안은 런던 증권거래소를 유럽의 금융중심지로 만들었다.

한편 뉴욕은 필라델피아와의 금융중심지 경쟁에서 후발 주자에 불과했으나 필라델피아에 있던 합중국은행이 폐쇄되고 런던과의 정보 전달 편의성 덕분에 점점 입지를 높여 갔다. 특히 1869년 뉴욕의 양대 증권거래소가 통합되고 1850년대 이후 미국 국내와 유럽을 잇는 전신망이 보급되면서 뉴욕 증권거래소는 미국 최대 증권거래소의 지위를 차지하였다. 뉴욕 증권거래소의 발전은 혁신적 테크놀로지가 증권거래소의 경쟁력을 비약적으로 향상시킬 수 있음을 보여준 대표적 사례였다.

---

114) Ibid., pp.161-162

전신·주가표시기·전화의 보급은 기존 증권거래소의 정보 격차를 비약적으로 줄이면서 금융중심지의 대형 증권거래소를 중심으로 전국적 증권 시장 네트워크가 구축되는 계기가 되었다. 특히 새로운 테크놀로지 덕분에 런던 증권거래소는 국제적 증권 거래를 주도할 수 있었다.

국가적 규제를 받지 않던 미국의 증권 시장은 1930년대 중반부터 공적 규제가 도입되었으나 여전히 자율 규제가 중심적인 역할을 수행하였다. 그럼에도 증권거래소 회원들은 자신들의 정보 독점과 고정 커미션을 고수하면서 테크놀로지 발전에 따른 시장 변화에 저항하였다.

2차 세계대전 종전 후 기관투자자가 급성장하면서 증권거래소의 전통적 가격 체계인 고정 커미션에 대한 불만이 커졌다. 또한 브로커의 대형화는 증권거래소 회원의 동질성을 약화시켰는데 기관투자자를 고객으로 하거나 전국적 네트워크를 기반으로 하는 대형 증권회사가 등장하면서 전통적 파트너십 구조의 소규모 회원들과 증권거래소 제도 운영에 있어서 이해가 부딪혔다.

1975년 5월 1일 월스트리트 May Day 개혁으로 고정 커미션이 폐지되었는데 이로써 뉴욕 증권거래소의 내부 이해관계자들의 기득권이 약화되었고 증권업의 효율화 경쟁이 시작되었다. 또한 월스트리트 개혁은 1986년 영국의 Big Bang 개혁에 영향을 미치면서 런던을 국제적인 금융 중심지로 다시 부상할 수 있도록 하였다.

정리해 보면 증권거래소 초기 역사에서 필수적이었던 배타적 회원제 구조는 시간이 경과하면서 산업이 분화하고 새로운 테크놀로지가 도입됨에 따라 그 역할이 급격히 줄어들었으며 결국 1970년대 중반 미국 월스트리트부터 내부 이해관계자의 독점을 허무는 개혁이 시작되었다. 뉴욕 증권거래소의 스페셜리스트나 런던 증권거래소의 stockjobber들로 대표되는 증권거래소의 내부 이해관계자 그룹은 더 이상 예전과 같은 독점적 지위를 누리지 못하게 되었으며 컴퓨터의 도입이 본격화됨에 따라 거래소 산업은 새로운 시대를 맞이하였다.

### Ⅲ. 글로벌 경쟁 체제로의 개편

---

1. 컴퓨터의 도입
2. 지배구조 개편 과정
3. M&A 전개 과정
4. 관련 규제의 변화
5. 소결: 지배구조 개편의 효과



### Ⅲ. 글로벌 경쟁체제로의 개편

Ⅲ장에서는 컴퓨터와 인터넷으로 대표되는 새로운 테크놀로지의 도입이 증권거래소 산업을 변화시킨 과정을 추적하고 그 영향을 정리해본다. 또한 증권거래소의 전통적 지배구조의 변화 양상을 분석하고 거래소 산업을 재편한 주요 M&A 전개 과정과 특징을 살펴본다.

#### 1. 컴퓨터의 도입

##### 가. 장외주식 시장의 관리와 NASDAQ의 등장

증권 시장에서 컴퓨터 도입이 처음 논의되기 시작한 것은 1960년대로 거슬러 올라간다. 미국의 금융당국 SEC는 장외주식 시장(Over The Counter: OTC)<sup>115)</sup>의 질서를 바로 잡는 방안으로 컴퓨터를 도입하여 투명성을 높이려고 하였다. 미국의 장외주식 시장에 대한 규제는 1938년 제정된 ‘Maloney Act’에 근거하고 있다. Maloney Act에 따라 장외주식 브로커-딜러를 규제하기 위한 자율 규제 조직 NASD(National Association of Securities Dealers)가 1939년 설립되었다.<sup>116)</sup>

그러나 증권거래소를 통한 거래 내역이 어느 정도 포착되는데 반하여 자기 계정 거래와 고객 주문 거래가 동시에 발생하는 장외주식 시장의 상황은 외부에서 파악하기가 어려웠다. 따라서 NASD의 자율 규제는 초기부터 한계가 컸다고 할 수 있다.

1960년대초 미국에는 5,000개의 브로커-딜러 회사들이 존재하였는데 이중 3,300개는 장외 시장에서만 주식을 거래하였다. 이렇게 많은 회사들

115) OTC 주식은 전국 증권거래소(national exchanges)인 뉴욕 증권거래소나 AMEX(American Stock Exchange) 또는 지역 증권거래소에 상장되지 않고 거래되는 주식들을 지칭한다(Ingerbresten, 2002, p.47).

116) Coffee & Seligman(2003, p.673)

이 장외주식 매매에 집중한 것은 증권거래소에 내야 하는 회비가 필요 없었으며 특히 불투명한 시장 구조를 이용하여 높은 수익을 남길 수 있었기 때문이었다.<sup>117)</sup><sup>118)</sup> 결국 SEC는 1963년 장외주식 시장에 대한 규제 방향을 담은 보고서 ‘Special Study of the Securities Markets(이하, 스페셜 보고서)’를 작성하여 의회에 제출하였다. 스페셜 보고서는 장외주식 시장 개선 방향으로 NASD의 회원 규제 권한을 강화하고 컴퓨터 도입을 통한 자동화를 제안하였다.

스페셜 보고서는 NASD의 권한 확대를 하나의 대안으로 제시하였는데 1964년 미 의회가 1934년 증권거래법을 개정함으로써 받아들여졌다. 그런데 스페셜 보고서에서 제안한 컴퓨터의 도입은 1971년 NASD 회원의 호가를 컴퓨터를 통해 자동으로 표시해주는 시스템인 NASDAQ(National Association of Securities Dealers Automated Quotation)의 등장 때까지 미뤄졌다.<sup>119)</sup>

NASDAQ은 2,500개의 장외주식<sup>120)</sup>의 호가정보를 3가지 레벨로 구분하여 전산시스템을 통해 회원들에게 전송하였다. 레벨 1 자료는 매도/매수 호가 한 쌍이었는데 1980년 이전까지는 매도/매수 호가의 중위수 값만 제공되다가 나중에 최우선 호가로 바뀌었다. 레벨 2 자료는 모든 매도 호가와 매수 호가가 포함된 자료였다. 레벨 3 자료는 그 범위는 레벨 2와 동일하지만 시장조성자가 호가 입력과 수정을 할 수 있었다.<sup>121)</sup>

그러나 NASDAQ의 컴퓨터 시스템은 단순히 호가를 보여주는 용도에 그쳤으며 실제 주문 체결은 딜러들이 전화를 걸어서 수행하였다. NASDAQ

117) 1950~1960년대 미국 장외주식 투자자는 체결 관련 정보(호가 스프레드와 체결 장소 등)를 전혀 알 수 없었다(Ingerbresten, 2002, p.52).

118) 소매 브로커가 도매 브로커로부터 주식을 매입하여 25%를 더 얹어서 소매 고객에서 매도하는 경우도 종종 있었으며, 장외주식 발행기업의 25%는 어떠한 종류의 기업 정보도 공시하지 않았다(Ibid., p.49, 57).

119) 1970년 Midwest Stock Exchange가 NASDAQ에 앞서서 호가전송 시스템을 구축하였다(Ibid., p.74).

120) 당초 NASDAQ은 기존 뉴욕 증권거래소와 AMEX의 장내 주식 호가 정보도 함께 제공할 계획이었으나 뉴욕 증권거래소의 스페셜리스트 등 회원들은 독점적 호가 정보가 외부에 공개되는 것에 반대하면서 장내 주식은 제외되었다(Ibid., p.75).

121) Ibid., pp.78-80, Gorham & Singh(2009, loc.2010)

에서 거래체결 서비스가 이루어진 것은 1984년 체결지원 시스템 CAES(Computer Assisted Execution System)와 소량주문체결 시스템 SOES(Small Order Execution System)이 도입되면서 부터였다.<sup>122)</sup> 그러나 소량주문 처리를 위해 한정적으로 사용되었던 체결지원 시스템은 고객의 주문을 다른 고객의 주문과 직접 체결해주는 것이 아니라 딜러의 호가와 체결되는 구조였으며 딜러가 체결을 거절할 수 있는 선택권도 있었던 불완전한 형태였다.<sup>123)</sup>

한편 미국 의회는 전국적으로 거래되는 주식들에 대해 뉴욕 증권거래소에 필적하는 단일 시스템을 구축하도록 SEC에게 요구하였다.<sup>124)</sup> NASDAQ이 주도하는 단일 시스템에 편입되기 위해서는 높은 수준의 자격 기준을 충족해야 했기에 1982년 4월 1일 서비스 시작 당시 40개 종목을 대상으로 하였으나 10년 만에 2,500개 종목으로 늘어났다.<sup>125)</sup>

NASDAQ만 컴퓨터를 도입한 것은 아니었다. 뉴욕 증권거래소는 1976년 소량주문에 한해서 스페셜리스트에게 주문을 전송하는 시스템 DOT(Designated Order Turnaround)를 운영하였다.<sup>126)</sup> 그러나 뉴욕 증권거래소나 NASDAQ 모두 초기 컴퓨터 활용은 소액 주문을 대상으로 기존 플로어 거래를 단순 보조하는 역할에 그쳤다.

---

122) Ibid., loc.2076

123) 1987년 10월 ‘블랙 먼데이’ 국면에서 NASDAQ의 SOES 주문이 체결되지 않으면서 1988년부터 딜러들의 SOES 참여가 의무화 되었다. 또한 2001년 SuperSOES와 SuperMontage가 도입되면서 최우선 호가를 5개로 확장해서 보여주는 진전이 있었지만 주문 체결이 자동화 되지는 않았다(Ibid., loc.2084).

124) 전국 단일 시스템은 예를 들어 거래체결 후 90초 이내에 거래량과 가격 정보가 투자자에게 전달되어야 했다(Ingerbresten, 2002, p.90).

125) National Association of Securities Dealers(1992, p.63)

126) DOT은 1984년 SuperDot으로 업그레이드되었는데 주문 한도는 시장가 주문의 경우 2,099주였으며 지정가 주문은 30,099주까지 가능하였다(McAndrews & Stefanadis, 2000).

## 나. ECN의 파급 효과

미국 증권 시장의 컴퓨터 활용이 본격화 된 것은 뉴욕 증권거래소나 NASDAQ이 아니라 1990년대 중반부터<sup>127)</sup> 등장한 ECN(Electronic Communications Network) 때문이었다. ECN은 본래 고객의 주문을 제3자에게 자동으로 전송하는 트레이딩 시스템으로 고안되었는데 SEC의 브로커-딜러로 등록되어 규제를 받았다.<sup>128)</sup>

NASDAQ의 딜러는 관행적으로 고객의 지정가 주문(limit order)을 받은 경우 자신의 호가보다 더 좋은 호가를 무시하는 일이 많았으며 외부에 공개되지 않는 사적 정보망을 통해 더 높은 이익을 취하였다. NASDAQ의 불투명성이 개선되지 않자 SEC는 1997년 새로운 주문처리 규정(new order handling rule)을 제정함으로써 딜러들의 정보 독점을 없앴는데 이로 인해 ECN의 영역이 크게 확대되었다.<sup>129)</sup>

1997년 신설된 규정은 외부 지정가 주문을 다음과 같이 처리하도록 하였다. 첫째, 딜러가 반드시 지정가 주문을 반영하도록 하였고, 둘째, 딜러의 재고 주문과 즉시 체결하도록 하고, 그럴 수 없는 경우에는, 셋째, 다른 딜러 또는 ECN에 해당 주문을 전달하도록 하였다.<sup>130)</sup> 이 조치로 NASDAQ의 투명성이 크게 개선되어 딜러들은 가장 경쟁적인 호가를 외부에 공개해야만 했다. 또한 ECN은 NASDAQ에 점차 통합되었다.<sup>131)</sup>

127) 최초의 ECN은 1969년 설립된 Instinet이다(Domowitz & Lee, 2001).

128) McAndrews & Stefanadis(2000)

129) 특히 1994년 Journal of Finance에 발표된 William Christie와 Paul Schultz의 'Why do Nasdaq market makers avoid odd-eights quotes?' 연구에서 NASDAQ 딜러들이 1/8 달러의 호가 단위를 사용하면서도 유독 1/8, 3/8, 5/8 호가 단위를 회피고 있는 행태를 분석하였다. 결국 SEC의 지시로 2000년부터 호가 단위가 1센트로 변경되었는데 변경 이전 실질적 최소 호가인 2/8 달러(25센트)와 비교하면 1/25로 축소되었다(Gorham & Singh, 2009, loc.2084; Ingerbresten, 2002, p.277).

130) McAndrews & Stefanadis(2000)

131) 1997년 이후 여러 ECN들이 NASDAQ에 통합되었는데 2000년 1월 NASDAQ에는 Archipelago, Attain, Brut, B-Trade, Instinet, Island, NextTrade,

ECN은 컴퓨터 활용을 무기로 NASDAQ의 거래를 잠식하였는데 통합 3년 후인 2000년에는 ECN이 NASDAQ 거래량의 26%를 차지하였다. ECN의 장점으로는 다음과 같이 네 가지가 있었다.<sup>132)</sup>

첫째, 자동 커뮤니케이션과 체결 시스템은 딜러를 거칠 필요가 없게 만듦으로써 기존 방식에 비해 비용을 획기적으로 줄일 수 있었다. ECN의 거래량이 늘어나면서 호가 스프레드가 40%나 감축되었다.<sup>133)</sup>

둘째, ECN 등장으로 거래체결 속도가 빨라졌다. 증권거래소를 통한 거래체결 시간이 평균 22초 정도 걸렸으나 ECN을 이용하는 경우 2~3초에 불과하였다.

셋째, ECN은 고객에게 더 많은 정보를 제공하였다. 몇몇 ECN들은 기존 증권거래소에 비해서 더 많은 주문 정보를 투자자에게 알려주었는데 그동안 증권거래소나 NASDAQ 딜러들이 사적으로 관리하며 추가 수익의 원천으로 삼던 지정가 주문 현황을 처음으로 투자자에게 공개하였다. 덕분에 그동안 NASDAQ의 딜러나 뉴욕 증권거래소의 스페셜리스트만 파악할 수 있던 시장의 깊이(depth)를 일반 투자자도 파악할 수 있게 되었다.

넷째, ECN을 통한 거래는 익명성이 보장되었다. 그동안 기관투자자의 대량 주문은 정보가 누설되면서 선행매매(front running)의 대상이 되었다. 그러나 ECN의 전산적인 해법을 통해 주문자의 익명성이 보장되면서 기관투자자의 큰 호응을 얻게 되었다.

ECN은 서로 다른 전략을 구사하며 경쟁을 벌였는데 크게 지정가 주문만을 받아서 1차적으로 내부 체결을 시도하는 전략을 취하는 ECN(destination only ECNs)과 시장가 주문과 지정가 주문을 모두 받되 ECN 내부 체결 대신에 제일 좋은 가격 조건을 찾아서 NASDAQ 네트워크로 주문을 돌리는 ECN(Outbound-routing ECNs)으로 나뉘었다. ECN은 거래

---

Redibook, Strike 9개의 ECN이 등록되어 있었다(Ibid.).

132) Ibid.

133) 전통적으로 뉴욕 증권거래소와 NASDAQ 딜러들은 운영마진(operating margin)의 55%와 25%를 가져갔다(Ibid.).

체결 과정에서 속도, 질, 비용, 확실성 등 주요 특징을 강점으로 내세우며 분화하였고 결과적으로 다양하고 전문적인 서비스를 창출하였다.<sup>134)</sup>

전통적인 증권거래소는 ECN의 공세에 대해 딜러와 스페셜리스트가 보유하고 있는 재고로 인해 ECN에 비해 더 많은 유동성이 안정적으로 공급되고 있으며 가격안정성도 높다는 주장을 펼쳤다. 그러나 첨단 테크놀로지를 갖추고 투자자의 다양한 이해를 대변하려고 한 ECN의 성장세는 계속 이어졌다.<sup>135)</sup>

ECN의 성장은 ITS(Intermarket Trading System)를 포함한 기존 NASDAQ의 네트워크 시스템이 가지고 있는 문제점을 수면 위로 드러내기도 하였다. ECN 측에서는 기존 NASDAQ 네트워크가 딜러의 편의를 위해 구축되어 있다 보니 주문의 자동체결에 적합하지 않으며 ITS는 너무 느려서 기술 발전을 담보할 수 없다는 불만을 표시하기도 하였다.<sup>136)</sup>

결국 ECN의 등장과 성장은 미국 주식 시장의 컴퓨터 도입과 활용을 비약적으로 늘리는 계기가 되었다. ECN도 점차 발전해 가면서 일부는 정규 증권거래소로 인가 받거나 또는 기존 증권거래소에 합병되었다.<sup>137)</sup> 또한 ECN이 다양한 서비스로 점차 분화되자 증권 시장 통합에 대한 논의와 최선체결(best execution)을 구현해야 한다는 주장이 힘을 받았다.<sup>138)</sup>

---

134) Ibid.

135) Ibid.

136) Ibid.

137) ECN으로 설립된 BATS는 2008년 정규 증권거래소로 전환했으며, 또 다른 ECN인 Archipelago는 2006년 뉴욕 증권거래소에 인수되었다.

138) McAndrews & Stefanadis(2000)

## 다. 세계 증권거래소의 컴퓨터 도입

### 1) 증권거래소의 자동화

NASDAQ이 1971년 출범하면서 전산시스템을 구비하였지만 전술하였듯이 호가 정보 전송만 자동화한 것으로 실제 거래를 위해서는 딜러들이 일일이 전화를 걸어서 주문을 체결해야만 했다. 따라서 매우 제한적인 전산화였으며 거래체결이 자동화한 것은 30년이 지난 2001년에야 가능해졌다. 뉴욕 증권거래소도 1976년부터 컴퓨터를 도입하였으나 소량 주문을 스페셜리스트에게 효과적으로 전송하는 수준에 머물렀다. 뉴욕 증권거래소가 실질적으로 전산화된 시기는 2006년 3월 자동화된 거래체결 시스템을 갖춘 ECN Archipelago를 인수한 다음부터였다.

증권거래소가 거래체결을 자동화하기 위해서는 컴퓨터 시스템과 관련 인프라스트럭처 구축비용을 마련하는 것 이상의 난관을 돌파해야 했는데 바로 증권거래소를 소유하고 있는 브로커-딜러로 구성된 회원들의 반발을 극복하는 것이었다. 따라서 뉴욕 증권거래소나 런던 증권거래소처럼 전통적인 증권거래소에서 딜러가 필요 없는 자동화된 거래체결 시스템이 채택되기는 상당히 어려웠다. 따라서 전통적 증권거래소들의 컴퓨터 사용은 소규모 거래에 한해서 딜러들을 보조하는 수단으로 매우 제한적이었다.

뉴욕 증권거래소는 1976년 스페셜리스트 업무를 보조하기 위해서 DOT 시스템을 구축하였고, 런던 증권거래소는 1986년 SEAQ(Stock Exchange Automated Quotations)이라는 시장조성자용 호가전송 시스템을 도입하였다. 토론토 증권거래소는 1977년 저유동성 종목을 대상으로 거래체결이 가능한 CATS(Computer-Assisted Trading System)를 개발하였는데 CATS 역시 보조적 시스템에 불과했다. 호주 증권거래소는 1985년 토론토 증권거래소의 CATS 시스템을 본따서 전면적인 거래체결 시스템 SEATS(Stock Exchange Automated Trading System)를 구축하기로 계획하였다. 그러나 플로어 트레이더들이 자신의 이익이 줄어들다면서 반발하였고 서비스 개시 시점이 1987년 10월 19일 블랙 먼데이가 발

발하면서 SEATS는 이후 3년간 트레이딩 플로어를 보조하는 형태로 제한적으로만 운영되었다.<sup>139)</sup>

따라서 증권거래소의 자동화(또는 스크린 매매) 도입은 전통적 증권거래소보다 기존 회원의 반발에서 자유로운 새로 설립되는 증권거래소나 또는 지역 증권거래소부터 시작되었다. 증권거래소 중 최초로 거래체결의 자동화를 채택한 곳은 1980년 미국의 신시내티 증권거래소였다.<sup>140)</sup>

신시내티 증권거래소 이후 자동화된 증권거래소를 보면 1989년 칠레 증권거래소가 두 번째였고, 1990년 헬싱키 증권거래소, 사우디 증권거래소, 스톡홀름 증권거래소, 호주 증권거래소, 상하이 증권거래소 등 5개 증권거래소가 뒤를 따랐다. 그 후로도 동유럽과 오세아니아, 발틱 지역의 증권거래소가 자동화되었다.

특히 1995년에서 2001년 사이에는 매년 5개에서 10개의 증권거래소가 자동화되면서 세계 증권거래소의 자동화가 급격히 전개되었다. 2007년까지 세계 증권거래소의 스크린 매매 채택 통계를 보면 이 기간 동안 자동화된 증권거래소 중 80%는 트레이딩 플로어를 폐쇄하고 전환하였으며 20%는 신설 증권거래소였다.<sup>141)</sup>

---

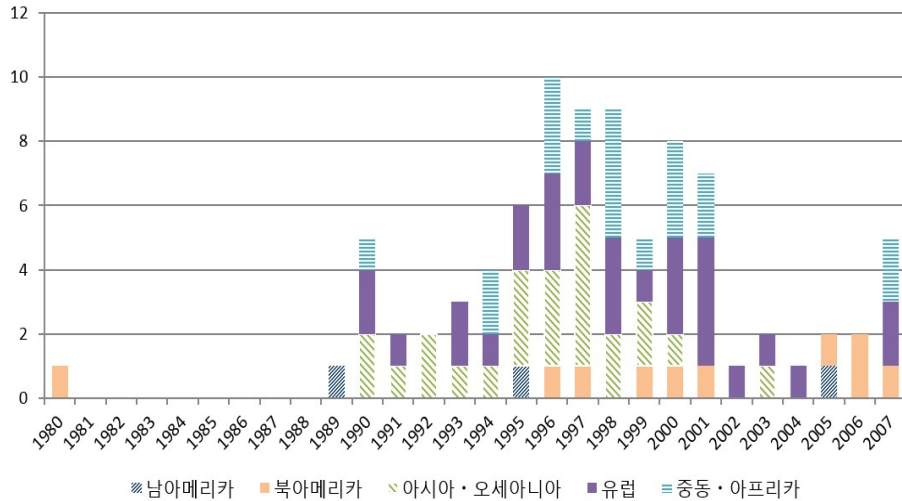
139) Gorham & Singh(2009, loc.2142-2157)

140) 신시내티 증권거래소는 나중에 이름을 National Stock Exchange로 변경한다.

141) Gorham & Singh(2009, loc.2056)

<그림 III-1> 세계 증권거래소의 스크린 매매 채택 추이

(단위: 개)



자료: Gorham & Singh(2009)

## 2) 파생상품 거래소의 자동화

증권거래소의 자동화는 파생상품 거래소의 자동화와 밀접한 관련이 있다. 물론 증권거래소와 파생상품 거래소의 자동화가 시작된 1980년대는 아직 두 거래소 간 직접적 통합이 나타나기 이전이지만 기존 거래소 회원의 반발과 새로 자동화 설비를 갖춘 후발 거래소 간의 경쟁은 파생상품 거래소 산업에서 보다 치열했다.

최초의 자동화된 파생상품 거래소는 1984년 서비스를 시작한 INTEX 였는데 미국에서 파생상품 거래소 인가를 받는 것이 기존 트레이딩 플로어 체제 파생상품 거래소의 반발로 어렵게 되자 본사를 카리브해 버뮤다로 옮겨서 네트워크를 통해 미국의 고객들을 유치하려고 하였다. 하지만 INTEX는 시카고 파생상품 거래소의 지속적인 견제를 받아야 했으며 안정적 사업 궤도에 오르지 못하고 4년 반 만에 Telerate에 인수되었다.<sup>142)</sup>

142) CME, CBOT, COMEX 등 미국 파생상품 거래소는 회원들의 준립기반이 위협받

INTEX 다음으로 스크린 매매를 채택한 파생상품 거래소는 뉴질랜드 선물옵션거래소(New Zealand Futures and Options Exchange: NZFOE)였다. 기존 파생상품 거래소가 없었기에 브로커와 딜러 등 별도의 이해관계자들의 영향에서 자유롭기도 했지만 뉴질랜드의 경우 새로운 거래소의 위치 설정을 둘러싼 어려움을 해결하기 위해 자동화가 결정되었다.

뉴질랜드의 양모업자들은 런던을 통하던 양모 선물 거래를 뉴질랜드 안에서 수행하기로 의견을 모았으나 이미 네 곳으로 분산되어 있던 양모 거래센터<sup>143)</sup> 중 어디에 선물 거래소를 만들지에 대해 합의를 보지 못하였다. 양모업자들은 지역 문제를 해결하기 위한 방안으로 스크린 매매 선물 거래소를 설립하기로 결정하였으며 1985년 서비스를 시작하였다.<sup>144)</sup>

세 번째 스크린 매매 파생상품 거래소는 스웨덴의 OM으로 미국에서 옵션 브로커를 하던 창업자 Stenhammer가 고향으로 돌아가 1985년 설립한 컴퓨터 기반 옵션거래소이다. OM은 당시 가장 성공적인 스크린 매매 파생상품 거래소였는데 2년 후 전통적 트레이딩 플로어 모델을 채택한 옵션거래소 SOFE와의 경쟁에서도 승리하였다.<sup>145)</sup>

스크린 매매가 새로 만들어질 파생상품 거래소의 물리적 소재지를 어디로 할 것인지에 대해 해법으로 등장한 국가로는 뉴질랜드 이외에도 스위스가 있다. 1982년 스위스에 금융파생상품 거래소를 도입하기 위한 논의가 시작되자 기존 7개의 증권거래소들은 트레이딩 플로어 기반의 전통적 파생상품 거래소를 설립하려고 하였다. 특히 대형 3개 증권거래소는 자신의 거래소에 파생상품 거래를 유치하고자 했다. 그러나 스위스도 뉴질랜드와 마찬가지로 자동화된 파생상품 거래소가 갈등을 최소화할 수 있다고 판단하면서 1986년 컴퓨터 기반의 스위스 옵션선물 거래소 SOFFEX가 설립되었다.<sup>146)</sup>

---

는 자동화를 원하지 않았으며 브로커들이 INTEX와 거래를 하지 못하도록 방해하였다(Ibid., loc.1069).

143) 네 곳은 Auckland, Wellington, Christchurch, Napier이다(Ibid., loc.1087).

144) 뉴질랜드 선물옵션거래소는 1991년 시드니 선물 거래소에 합병되었다(Harris, 2010, p.207).

145) Gorham & Singh(2009, loc.1125)

신설되는 파생상품 거래소의 위치로 인한 갈등은 독일에서도 발생하였다. 1980년대 말 독일 은행가들은 독일에 파생상품 거래소를 설립하기로 하였는데 두 가지 문제를 해결해야 했다. 하나는 선물 거래를 법적으로 도박에서 제외시키는 일이었고 다른 하나는 어느 지역에 파생상품 거래소를 설립할 지였다. 1989년 법적 난관은 해결되었는데 설립 지역 문제는 베를린, 슈트트가르트, 뮌헨, 하노버의 증권거래소들이 자신의 트레이딩 플로어에서 파생상품을 거래하고자 하면서 유치 경합을 벌였다. 결국 뉴질랜드나 스위스와 마찬가지로 신설 파생상품 거래소는 사람에 의존하지 않는 스크린 매매 방식을 채택하기로 하고 1990년 1월 독일 최초의 파생상품 거래소인 DTB(Deutsche Terminbörse)가 출범하였다.<sup>147)</sup>

파생상품 거래소 DTB의 출범은 소재지 이슈를 자동화로 해결했다는 점 이외에도 최초로 다른 파생상품 거래소에 이미 상장되어 거래되고 있는 상품의 유동성을 빼앗아 온 것으로도 유명하다. 1988년 런던의 파생상품거래소 LIFFE는 당시 선물 거래가 합법화되지 못한 독일의 상황에서 독일 국채 선물을 최초로 상장하였고 이후 독일 국채 선물은 LIFFE의 가장 대표적 상품으로 성장하였다.

그런데 1990년 DTB가 출범하자마자 독일 국채 선물을 상장하면서 두 거래소의 경쟁이 벌어졌다. 당시 파생상품시장에서는 이미 유동성을 확보한 선물 거래를 다른 거래소가 상장하여 따라잡는 것은 불가능하다고 생각하는 사람이 많았다. 실제로 1996년까지만 해도 LIFFE의 거래량이 DTB의 거래량을 두 배 이상 압도하고 있었다.

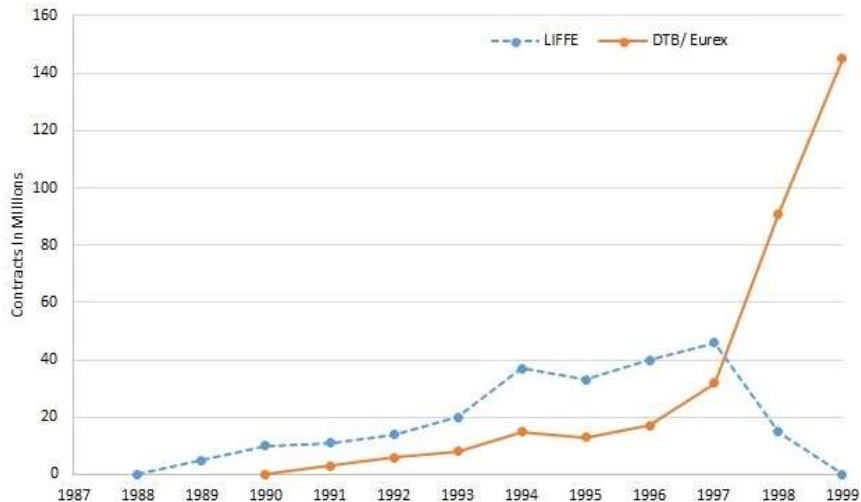
하지만 1997년 DTB는 거래 수수료를 인하하고 접속 터미널을 외국인(특히 미국, 영국, 프랑스)에게 일정 기간 무료로 개방하는 공격적인 전략을 취하기 시작하였다. 그러자 DTB의 거래량이 크게 증가하기 시작하여 1997년 거래량은 전년대비 두 배로 증가하였고 1998년 거래량은 3배로 급증하였으며 두 거래소 전체 거래량의 90%를 차지하였다. 그리고 1999년이 되자 LIFFE에서 독일 국채 선물은 더 이상 거래되지 않았다.<sup>148)</sup>

146) Ibid., loc.1144

147) Ibid., loc.1162

DTB의 독일 국채 선물 공략이 성공을 거둔 직후 DTB와 스위스의 SOFFEX는 합병을 결정하였고 그 결과로 유럽 최대 파생상품 거래소 Eurex가 탄생하였다. DTB가 독일 국채 선물 거래에서 LIFFE를 대상으로 거둔 승리는 스크린 매매 거래소가 전통적 방식의 거래소에 비해 가격 및 속도와 편의성에서 월등한 경쟁력을 가지고 있음을 보여준 사례라고 할 수 있다.

<그림 III-2> LIFFE와 DTB의 독일 국채 선물 거래량 추이

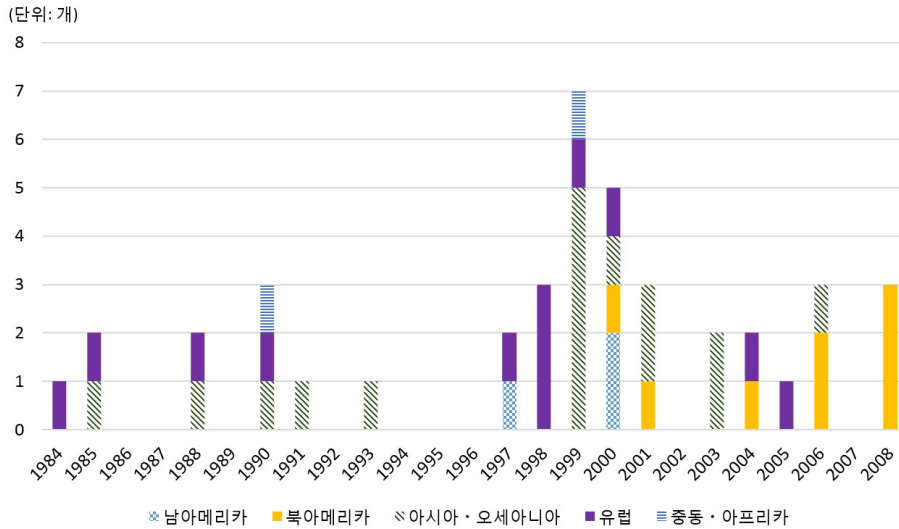


자료: Gorham & Singh(2009)

세계 파생상품 거래소의 스크린 매매 채택을 보면 증권거래소와 마찬가지로 전통적 파생상품 거래소가 기존 트레이딩 플로어를 폐쇄하고 컴퓨터를 도입하기 보다는 신설 거래소의 형태로 등장하였다. 특히 뉴질랜드, 스위스, 독일의 경우에서 볼 수 있듯이 신설 파생상품 거래소의 지역 소재지 문제를 해결하기 위한 방안으로 채택되기도 하였다. 자동화된 파생상품 거래소는 1999년을 정점으로 2000년대 초에 세계적으로 확대되었다.

148) Ibid., loc.1209

<그림 III-3> 세계 파생상품 거래소의 스크린 매매 채택 추이



자료: Gorham & Singh(2009)

### 라. 컴퓨터 도입의 효과

컴퓨터가 증권 및 파생상품 거래에 본격적으로 채택되면서 급격한 변화가 나타났다. 우선 거래 투명성이 획기적으로 개선되었다. 이전까지 딜러들은 지정가 주문 호가 정보를 독점적으로 소유하며 이익을 얻었는데 컴퓨터의 도입 덕분에 일반 투자자들도 접근이 가능해졌다. 다만 정보통신 기술의 제약으로 더 많은 정보를 받기 위해서는 거래소의 전송 대역폭(bandwidth)이 증설되어야 했고 수신자는 그 비용을 부담해야 했다.<sup>149)</sup> 그러나 컴퓨터 기술이 발달하면서 일반 투자자는 더 적은 비용으로 더 많은 호가 정보를 볼 수 있게 되었다.<sup>150)</sup>

149) Gorham에 따르면 뉴욕 증권거래소의 전체 호가장(order book)을 실시간으로 보기 위한 비용은 연간 6만달러에 이르렀으며 Euronext의 호가장은 4만유로를 지불해야 했다(Harris, 2010, p.218).

150) CBOT는 투자자들에게 매도와 매수 각각 10개씩의 호가 정보를 제공했으나 CME는 전산시스템의 한계로 각각 5개만 제공하였다. 2007년 CME의 CBOT

다음으로 컴퓨터는 거래 시간을 크게 단축시켰는데 전통적 거래방식에 비해 컴퓨터 거래는 900배가 빨랐다.<sup>151)</sup> 트레이딩 플로어 밖에서도 신속한 거래가 가능해지면서 새로운 거래 유형이 등장할 수 있었는데 고빈도 거래(Hight Frequency Trading: HFT), 알고리즘 거래, Co-location이 대표적이다. 고빈도 거래는 2005년 미국 주식 거래의 30%를 차지하였으나 2009년에는 70%로 성장하였다.<sup>152)</sup>

컴퓨터는 거래 비용을 크게 떨어뜨렸다. 첫째, 거래량이 증가하면서 스프레드가 감소하였고, 둘째, 거래 수수료가 하락하였으며, 셋째, 가격 정보의 가격이 떨어졌다. 1990년대까지 NASDAQ 주식의 최소 호가 단위는 25센트였으나 SEC의 개입과 컴퓨터의 도입으로 2000년 이후 호가 단위는 1센트로 낮아졌다. 거래 커미션은 1980년대 거래 당 1.25%를 받았으나 2000년대 후반에는 95~99%가 줄어들었다.<sup>153)</sup>

Domowitz & Steil(1999)의 연구에 따르면 자동화된 거래체결 시스템을 통하는 경우 NASDAQ 주식의 전체 거래 비용보다 32.5%를 절감할 수 있었으며 뉴욕 증권거래소의 주식은 28.2%를 절약할 수 있었다.<sup>154)</sup> 또한 거래소에 지급하는 거래 수수료도 감소하였는데 CME의 경우 2000년대 초와 비교하여 2010년 거래 수수료는 27%나 낮아졌다.<sup>155)</sup>

특히 거래 정보의 서비스 가격은 급격히 하락하였다. 1983년 미국에서 개인투자자가 뉴욕 증권거래소에 상장된 주식을 거래하기 위해서는 브로커에게 전화로 시장 동향을 물어봐야 했는데 브로커는 자신의 단말기에

---

인수 이후 호가 정보는 5개씩으로 감소하였으나, 2008년말 서비스 개선으로 다시 10개씩 보여줄 수 있게 되었다(Ibid., p.218).

151) Ibid., p.219

152) Ibid., p.220

153) 1980년대 미국 주식 시장에서 300주를 50달러에 거래하면 커미션은 187.5달러였으나 2000년 후반에는 1.5~10달러로 하락하였다(Ibid., p.221).

154) Ramos(2006)

155) 2010년 2월 기준으로 CME의 거래 수수료는 1.23달러로 2000년대 초 1.7달러에 비해 27% 하락하였다. 또한 고객이 플로어 브로커에게 매거래 당 지불하던 1달러는 자동화 이후 사라졌다(Harris, 2010, p.222).

올라온 마지막 호가 정보를 알려주는 정도에 그쳤다. 만약 개인투자자가 뉴욕 증권거래소의 매도/매수 호가와 최종 체결가격을 제한 없이 보기 원했다면 매월 168.5달러를 지불해야 했다.

그런데 컴퓨터의 도입이 확대되면서 1984년에 뉴욕 증권거래소는 개인투자자용 거래정보 서비스를 신설하였고 월 사용금액은 92%나 하락하였다. 그리고 온라인 증권회사들이 영업을 확대하면서 1988년까지 추가로 95%가 하락하였다.<sup>156)</sup>

**<표 Ⅲ-1> 개인투자자의 뉴욕 증권거래소  
월간 정보 사용료 추이**

(단위: 달러)

연도	매도/매수 호가와 최종 가격 정보 월간 조회 비용(개인투자자용)
1983	168.50
1984	13.50
1987	4.00
1992	4.25
1997	5.25
1999	1.00
2010	1.00

자료: Harris(2010)

컴퓨터 도입은 주문의 종류를 다변화 시켰다. 트레이딩 플로어에서 거래가 체결될 때는 투자자가 낼 수 있는 주문이 기껏해야 시장가 주문, 지정가 주문, 손절 주문(stop order) 정도였다. 그런데 전산화가 진행되면서 50여개의 주문 형태가 시장에 등장하였다. 대표적으로 ‘Iceberg order’는 대량 주문을 시장에 조금씩만 노출시키고 균등하게 분산시킴으로써 시장에 주는 충격을 완화시키도록 고안되었다. 특히 전통적 방식에서는 수행

156) Ibid., p.223

이 불가능한 주문도 나타났는데 ‘거래량 가중 평균 가격(Volume Weighted Average Price: VWAP)’으로 거래를 체결하는 주문형태는 컴퓨터의 도움이 없이는 등장할 수 없었다.<sup>157)</sup>

결과적으로 컴퓨터는 증권거래소 산업을 근본적으로 바꾸어 놓았다. 시장의 투명성을 증진시켰으며 관련 비용을 대폭 낮추었고 새로운 형태의 서비스가 등장할 수 있도록 환경을 조성하였다. 또한 트레이딩 플로어가 사라지면서 추가 거래에 따른 한계 비용이 ‘0’으로 수렴하면서 자동화된 거래소들은 대형화의 유인이 커졌고 경쟁도 점점 치열해졌다.<sup>158)</sup>

## 2. 지배구조 개편 과정

### 가. 회원소유 지배구조의 특징 및 한계

세계 증권거래소가 컴퓨터를 본격적으로 도입하며 기존의 트레이딩 플로어를 교체하던 1990년대 후반 증권거래소 시장에는 또 다른 구조적 변화가 나타나기 시작하였다. 미국과 유럽의 주요 거래소는 전통적으로 회원들이 소유하는 형태(member-owned exchange)였는데 1990년대 들어서 세계 증권거래소의 지배구조<sup>159)</sup>는 근본적인 변화를 겪기 시작하였다.

157) Ibid., pp.224-225

158) Ibid., p.229

159) Lee(2011)는 증권거래소를 비롯한 자본 시장 인프라스트럭처의 지배구조에 대해 비영리 소유(nonprofit) 형태, 조합 소유(cooperative) 형태, 영리소유(for profit) 형태, 공공소유(public) 형태, 하이브리드 소유(hybrid) 형태 등 5개로 구분하였다. 비영리 소유 형태는 어떤 이익도 증권거래소 밖으로 유출되지 않으며 누적 손실이 누적 이익을 넘어서지 않는 한 비즈니스가 유지되는 구조이다. 거래소의 사용자에게 원가보상의 서비스 제공을 목표로 한다. 조합 소유 형태는 회원에게만 서비스를 제공하며 회원들은 자신들에게만 부여된 투표권을 통해 의사결정에 참여한다. 실질적으로 증권거래소 지배구조에 있어서 비영리 소유 형태와 조합 소유 형태의 차이는 미미하다. 영리 소유 형태는 고객에 제한을 두

증권거래소가 처음 등장한 미국과 유럽에서 1990년대 초까지 지배적인 소유형태가 회원소유였던 것은 II장에서 살펴보았듯이 유동성을 확보하고 가격발견기능을 유지하기 위해서 제한적인 브로커와 딜러들의 폐쇄적 회원제 구조가 자연스러웠기 때문이었다. 회원들은 자신들의 비용으로 건물을 매입하고 트레이딩 플로어를 구축하였으며 전화기를 비롯한 통신수단과 청산 시스템을 갖추었다.<sup>160)</sup>

회원소유 지배구조의 거래소들은 회원들에게 다양한 혜택을 제공하였다. 회원들은 다음의 세 가지 방식으로 거래소를 통해 수익을 창출할 수 있었는데 첫째, 고객의 주문을 체결하고 커미션을 받을 수 있었으며, 둘째, 시장조성자가 되어 매도 및 매수 주문의 스프레드를 통해 이익을 취할 수 있었다. 마지막으로 트레이딩 플로어의 회원들만 가지고 있는 정보우위를 바탕으로 자기 매매를 통해 수익을 낼 수 있었다.<sup>161)</sup>

이밖에도 회원들은 거래상의 특혜뿐만 아니라 거래소의 운영 전반에 걸친 의사결정 과정에 투표권을 행사하거나 각종 위원회 구성에 참여함으로써 자신의 의사를 반영할 수 있었다.<sup>162)</sup> 또한 새로운 회원의 가입에 반대할 권한도 보유하고 있었다.

그러나 회원소유 지배구조는 몇 가지 점에서 한계를 나타낼 수밖에 없었다. 컴퓨터와 네트워크의 도입 속에 전통적 회원소유 거래소들의 회원

---

지 않으며 누구나 적절한 수수료를 지불하면 서비스를 이용할 수 있다. 지분을 소유할 수 있는 주인의 자격도 원칙적으로는 제한을 두지 않는다. 공공소유 형태는 정부가 증권거래소의 소유권을 가지는 구조로 선진국에서는 거의 사용되지 않고 있다. 마지막으로 하이브리드는 두 개 이상의 소유 형태가 결합된 구조이다(Lee, 2011, pp.248-253).

160) Gorham & Singh(2009, loc.2496)

161) 시장조성자의 경우 뉴욕 증권거래소는 각 주식별 한명의 스페셜리스트를 두었으나 NASDAQ은 여러 명의 딜러가 존재하였다. 파생상품 거래소인 CME, CBOT, LIFFE, EUREX, CBOE에서도 시장조성자 제도를 운영하였다. 회원들은 매우 저렴한 수수료만 지불하면 되는 특혜를 받았는데 CME의 경우 1990년대 회원은 거래 당 7센트만 지불하였으나 비회원은 70센트를 지불해야 했다. 특히 회원은 스크린을 통한 주가지수 선물 거래 당 70센트만 부담하였으나 비회원은 2.28 달러를 부담하도록 하였다(Ibid., loc.2506-2547).

162) Ibid., loc.2558

들은 자동화에 부정적이었고 트레이딩 플로어 내 정보 독점을 계속 유지하려 하였다. 특히 폐쇄적 네트워크에서 수작업으로 진행되는 체제에서 일부 회원들이 주도하는 불공정 거래의 근본적인 해결 방안을 찾기는 어려웠다.<sup>163)</sup> Lee(2011, p.296)는 비영리 지배구조에서 회원의 이익을 증진하기 위해 다른 이해관계자들의 비용이 증가할 수 있다는 점을 적시하였다.

또한 회원들은 자동화에 저항함으로써 증권거래소의 경쟁력을 심각하게 훼손시켰다. 미국 증권거래소들의 회원들은 트레이딩 플로어를 유지하기 위해 자동화에 반대하였고 뉴욕 증권거래소가 1999년 탈상호화와 기업공개를 추진하였으나 회원들의 반발로 성사되지 못하였다.<sup>164)</sup> 증권거래소에 대한 기존의 법률적 해석이 회원소유의 비영리 기업을 전제하는 것으로 해석되었던 것도 미국 증권거래소들의 지배구조 개편 움직임을 방해하였다.<sup>165)</sup>

특히 인도의 사례는 회원소유 증권거래소가 회원소유체가 아닌 자동화된 증권거래소와의 경쟁에서 승리하기 매우 어렵다는 것을 단적으로 보여 주었다. 1990년대 인도에는 22개의 증권거래소가 있었으며 아시아에서 가장 오래된 증권거래소인 봄베이 증권거래소(Bombay Stock Exchange: BSE)는 시장점유율 75%로 지배적 위치를 점하고 있었다. 1992년 인도 규제 당국은 봄베이 증권거래소에 브로커를 등록하고 커미션을 구체화시킬 것을 요구하였으나 회원들의 거센 반발로 개혁에 실패하자 새로운 거래소를 설립하기로 한다. 1992년 설립된 NSE(National Stock Exchange)는

163) 1986년 CBOT 트레이딩 플로어의 불공정 거래 혐의를 수사하기 위해 미연방수사국(FBI)는 4명의 요원을 CBOT에 위장 잠입시켜 대두, 미국채, 엔, 스위스 프랑 거래에서 불공정 거래를 벌인 48명을 기소하였다(Ibid., loc.2651; Berg, 1989).

164) 미국 증권거래소의 회원소유 형태가 지속된 데는 사법부와 규제 당국의 지지도 큰 역할을 하였다. 1963년 대법원이 증권거래소를 제한된 회원으로 구성된 기구로 정의하였으며, 1989년 제7항소법원은 증권거래소가 브로커 회원으로 구성된 조직으로 취급하면서 증권거래법을 개정하거나 SEC의 예외를 인정받지 못하면 탈상호화가 불가능하였다. SEC는 1998년 탈상호화에 반대하지 않는다는 입장을 발표하지만 회원들의 지속적 반발로 2000년대로 늦춰졌다(Fleckner, 2006).

165) 1999년 도입된 Reg ATS에서 증권거래소의 영리성이 공식적으로 인정되었다(Domowitz & Lee, 2001).

자동화된 증권거래소로 시장의 투명성을 높이고 시장참여의 한계를 없앴다. NSE는 BSE에 비해 틱 사이즈를 1/25로 낮추는 등 공세적인 영업을 취함으로써 설립한지 1년도 안 되어 인도의 지배적 거래소가 되었다.<sup>166)</sup>

시장 전체의 비용을 증대시켜 내부 이해관계자의 이익을 추구하는 것과 경쟁력이 떨어지는 문제 이외에도 회원소유 지배구조의 문제점으로 지적되는 것은 의사결정 프로세스의 비효율성과 자본조달의 어려움이다. 회원이 거래소의 주요 의사결정에 직접 참여할 수 있고 이사회와 각종 위원회에 투표할 수 있는 점은 민주적이라고 할 수 있으나 회원소유 지배구조는 의사결정이 유연하지 못하고 지체되는 경우가 많았고 시설투자나 인수·합병을 위한 자금조달도 용이하지 않았다.<sup>167)</sup>

전통적 회원소유 지배구조의 한계에 대해서 Hart & Moore(1996)는 증권거래소들이 경쟁에 직면하면서 외부인이 소유하는 지배구조의 효율성이 높아졌다고 분석했으며, Aggarwal(2002)은 회원소유 지배구조가 유연성과 경쟁 환경에서 필요한 자금조달에 실패했다고 평가하였다. Mendiola & O'Hara(2003)도 새로운 경쟁 환경에서 조합주의 체제의 조직화 비용이 혜택보다 더 많다고 정리하였다.

## 나. 탈상호화와 기업공개

### 1) 탈상호화

Lee(2011)는 조직의 최적 지배구조는 모든 이해관계자의 종합적 비용을 최소화 하는 형태라고 규정했는데<sup>168)</sup> 탈상호화 지배구조는 거래소로 하여금 10가지 일을 가능하게 만든다고 정리하였다.<sup>169)</sup>

166) Gorham & Singh(2009, loc.2570)

167) CME는 1997년 거래소 내 회원들로 구성된 위원회가 무려 297개에 달하였으며 이중 하나는 위원회를 관리하는 위원회(committee of committee)라고 불렀다(Ibid., loc.2690).

168) 원문에는 'patron'으로 표기되어 있다(Lee, 2011, p.253).

1. 테크놀로지를 현대화할 수 있다.
2. 전략적 제휴와 인수를 위한 자금을 마련할 수 있다.
3. 산업과 시장 변화에 보다 기민하고, 유연하며, 신속하게 대응되는 경영 구조를 구축할 수 있다.
4. 회원의 지분가치를 거래할 수 있게 되고 회원의 특권적 이익을 매입할 수 있다.
5. 거래소에 참여하는 특정 세력에게 소유권이 집중되는 것을 피할 수 있다.
6. 핵심 시장 참여자에게 지분을 보상으로 수여함으로써 이들이 거래소 사업에 더 적극적으로 참여할 수 있는 금전적 인센티브를 제공할 수 있다.
7. 새로운 사업 분야를 발굴하기가 용이하다.
8. 투자자를 위한 가격지표와 유동성을 제공할 수 있다.
9. 초기 투입할 자본을 얻을 수 있고 자본에 대한 수월한 접근도 가능하다.
10. 재무적 의사 결정을 통해 주주가치를 증대할 사업과 벤처 사업에 자원을 할당할 수 있다.

Lee(2011, p.260)는 이런 탈상호화 특징에도 불구하고 원칙적으로 모든 거래소에 적합한 최적 지배구조가 존재할 수 없다고 결론을 내렸지만, 컴퓨터의 도입으로 경쟁 환경이 조성되면서 위기의식을 느낀 거래소들의 탈상호화는 본격화되었다. 정치적으로도 대처 총리와 레이건 대통령의 규제완화 및 시장 자유화 정책이 확산되면서 미국과 유럽의 항공사, 철도, 에너지, 통신업의 구조 변화가 나타난 것도 거래소 산업의 지배구조 개편을 도왔다.<sup>170)</sup> 특히 1900년대 들어서 보험회사들이 기존 상호회사(mutual

---

169) Lee(2002)

170) Harris(2010, p.239)

company) 지배구조에서 주식회사로 대대적으로 전환한 것은 중요한 촉매제가 되었다.<sup>171)</sup>

최초의 탈상호화 증권거래소는 스웨덴의 스톡홀름 증권거래소였다. 스웨덴은 1980년대 증권거래소법을 개정하여 스톡홀름 증권거래소에 상장과 거래의 독점권을 부여하는 대신 정부가 증권거래소를 직접 통제하였다.<sup>172)</sup> 그러나 경쟁 환경이 조성되고 유럽 단일시장이 추진되자 스톡홀름 증권거래소는 1987년 트레이딩 플로어를 개혁하여 1990년 자동화로 전환하였고 1991년에는 트레이딩 플로어를 폐쇄하였다.

다음 단계로 스톡홀름 증권거래소는 법적 독점구조, 비영리 조항, 자기 지배구조(self-owned structure)의 제도적 난관을 극복하기 위해 관련법을 개정하고자 하였으며 과반수 이사를 정부가 지명하던 것도 개편하려고 하였다.<sup>173)</sup> 결국 1992년 법 개정에 성공하면서 스톡홀름 증권거래소는 1993년 1월 주식을 회원과 발행자가 반씩 소유하는 주식회사로 바뀌었다.

탈상호화된 스톡홀름 증권거래소의 이사회는 주주를 대표하도록 구성되었으며 그 수도 22명에서 8명으로 줄어들었다. 경영진은 50명으로 구성된 직원들에게 초과 이익의 20%를 배분하는 성과형 보수체계를 도입하였다. 또한 회원, 상장사, 투자자를 모두 고객으로 간주하기 시작하였다. 회원제도 유연하게 바뀌었는데 외국인도 원격지 회원으로 가입해서 온라인으로 거래할 수 있도록 하였다.<sup>174)</sup>

171) 미국 보험회사들은 초기에 상호회사 형태였으나 19세기 중반 주식회사로 전환하였다가 1905년까지 61%가 파산하면서 시장의 신뢰를 잃게 되자 다시 상호회사로 전환하였다. 1992년 The Equitable이 탈상호화를 한 이후 AXA에 인수되었으며, Metropolitan Life는 2000년 탈상호화를 거쳤다. Prudential은 2001년 탈상호화와 기업공개를 동시에 완료하였고 이후 미국, 캐나다, 유럽, 호주, 남아프리카 공화국, 일본의 보험회사들이 탈상호화를 진행하였다(Gorham & Singh, 2009, loc.2858).

172) Harris(2010, p.238)

173) 당시 22명의 이사진 중 14명은 정부가 지명한 이사들이었고 나머지도 회원과 상장 기업들을 대표하고 있었다(Ibid., p.241).

174) Ibid., pp.240-242

스톡홀름 증권거래소의 탈상호화가 순조롭게 진행되자 다른 증권거래소의 탈상호화도 이어졌다. 1995년 헬싱키 증권거래소, 1996년 코펜하겐 증권거래소, 1997년 암스테르담 증권거래소, 1998년 호주 증권거래소, 2000년 토론토 증권거래소, 홍콩 거래소, 런던 증권거래소가 탈상호화를 완료하였다.<sup>175)</sup> 북유럽에서 먼저 시작한 탈상호화 추세는 1999년에 가서는 돌이킬 수 없는 세계적 추세로 자리 잡았다. 1999년 11월 44개의 거래소가 탈상호화를 완료했거나 추진 중에 있는 것으로 조사 되었다.<sup>176)</sup>

미국에서는 회원들의 반발이 거셌던 뉴욕 증권거래소가 1999년 탈상호화를 시도하였다가 실패하며 지체되는 사이 신설 증권거래소들이 먼저 탈상호화 지배구조를 선택하였다. 1999년 Pacific Exchange가 주식 거래를 위해 별도로 세운 PCX Equities, Inc.가 미국 최초의 탈상호화 영리 추구 증권거래소가 되었다. 2004년 Pacific Exchange는 비슷한 방식으로 PCX Options, Inc.를 세웠으며 그리고 자신도 탈상호화 하였다. 한편 2000년 Pacific Exchange는 Archipelago Holdings와 공동으로 증권거래소 Archipelago Exchange를 설립했는데 점차 Pacific Exchange와 PCX Equities, Inc.를 대체해 갔으며 2004년 기업공개를 하였다. Philadelphia Stock Exchange도 2004년 탈상호화를 완료했으며, 2005년 Chicago Stock Exchange가 탈상호화 하였다.<sup>177)</sup> 한편 NASDAQ과 파생상품 거래소인 CME는 2000년 탈상호화를 마무리하였다.

뉴욕 증권거래소는 2005년에 가서야 탈상호화에 우호적 분위기가 조성되었다. 당시 뉴욕 증권거래소는 ECN과의 경쟁에서 크게 밀리고 있었는데 전술한 바와 같이 뉴욕 증권거래소의 커미션보다 ECN은 28.2%나 낮았으며 ECN이었던 Archipelago는 새벽 4시부터 거래를 시작하면서 뉴욕 증권거래소를 압박하였다.<sup>178)</sup> 이와 동시에 뉴욕 증권거래소 내부 사정도 악화되었는데 불공정거래 혐의로 스페셜리스트 회사들이 수사를 받았

---

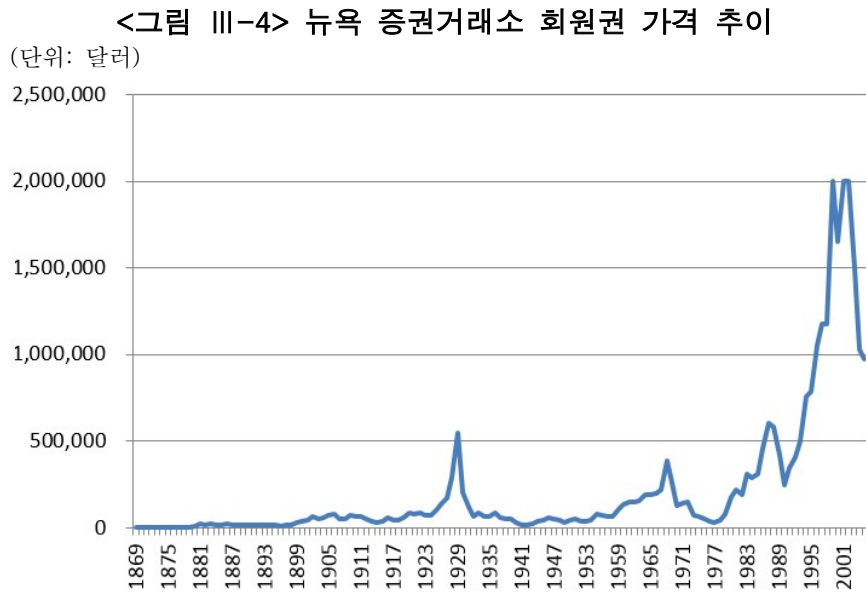
175) Morsy(2007)

176) Gorham & Singh(2009, loc.2738)

177) Fleckner(2006)

178) Ramos(2006)

고, 회원들의 지지가 높았던 Grasso 의장이 고액 임금과 보너스 스캔들로 불명예 퇴임하면서 안정적 리더십이 무너졌고,<sup>179)</sup> 동시에 회원권의 가격이 폭락하자(<그림 Ⅲ-4> 참조)<sup>180)</sup> 회원들이 위기의식을 크게 느끼기 시작하였다.<sup>181)</sup> 결국 뉴욕 증권거래소는 2005년 4월 이미 2004년 기업공개를 완료한 Archipelago를 인수함으로써 탈상호화와 기업공개 대열에 동참하였다.



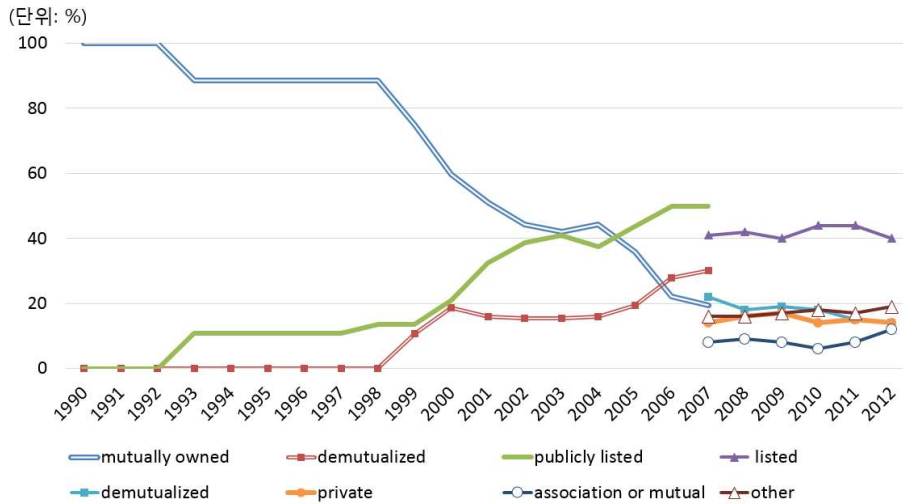
자료: 뉴욕 증권거래소

179) 2003년 5월 뉴욕 증권거래소의 의장이자 CEO인 Grasso가 2002년 1,000만달러 이상의 임금을 받았으며 퇴직 시 8,000만~1억달러의 보너스를 받는 것이 외부에 공개되자 지배구조에 대한 심각한 문제제기가 뒤따랐다. 특히 대형 연기금인 Calpers와 CalSTRS는 Grasso 의장의 사퇴를 강하게 주장하였다(Lee, 2011, p.194).

180) 뉴욕 증권거래소 회원권 가격은 1999년 이후 2005년까지 40%나 하락하였다 (Ramos, 2006).

181) Fleckner(2006)

<그림 III-5> 세계 거래소 지배구조 변화 추이



자료: Oldford & Othere(2011), WFE(시점에 따른 분류 기준 차이 존재)

## 2) 기업공개

탈상호화를 추진한 대다수 증권거래소들은 회원소유 지배구조에서 주식회사로의 전환에 머물지 않았다. 회원소유 지배구조에서 탈피한 증권거래소들은 Lee(2002)가 제시한 탈상호화 지배구조에서 가능한 10가지 기능을 충분히 활용하기 위해서 탈상호화 직후 빠른 시간 안에 IPO를 통해 공개회사(public company)로 전환하였다.

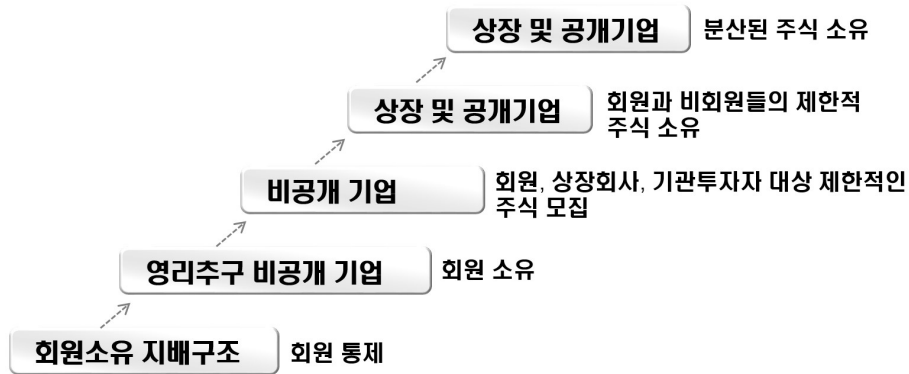
회원소유 지배구조에서 공개회사로 전환하는 과정은 <그림 III-6>에 나와 있듯이 우선 회원의 소유권을 주식으로 바꿔주고 회원과 상장회사 그리고 전략적 투자자를 대상으로 사모발행을 한 다음, 기업공개를 통해 다변화된 주주를 확보하는 단계로 마무리 된다.<sup>182)</sup> 한편 탈상호화 과정 중에서 탈상호화 거래소가 단일 회사가 아니라 다른 회사의 자회사가 되는 지주회사 체제의 거래소들도 나타났다.<sup>183)</sup> 런던 증권거래소, CME,

182) Aggarwal(2002)

183) 1993년 탈상호화를 거친 스톡홀름 증권거래소는 상장회사인 OM그룹의 자회사

NYMEX, 브라질 Bovespa가 지주회사로 전환하였다.<sup>184)</sup> 또한 증권거래소가 상장회사가 되기 위해서는 자신의 거래소에 상장하는 자기 상장(self-listing) 방식이어야 했다.

<그림 Ⅲ-6> 회원소유 증권거래소의 상장과정



자료: Aggarwal(2002)

최초의 자기 상장 증권거래소는 1996년 호주 증권거래소(ASX)였다. 호주 증권거래소는 1987년 6개의 지역 거래소가 합병하여 탄생하였는데 1996년 탈상호화를 완료하고 나서 1998년 IPO에 성공하였다. 호주 증권거래소가 성공하자 2000년 탈상호화에 성공한 런던 증권거래소가 2001년 자기 상장을 하였다. 독일 거래소, 홍콩 거래소, 싱가포르 증권거래소, 오슬로 증권거래소, Euronext가 2000년과 2001년 사이에 잇따라 상장하였다.<sup>185)</sup>

한편 탈상호화 지배구조 개편의 마지막이라고 할 수 있는 IPO는 상당한 비용이 지출되었는데, 독일 거래소는 IPO 비용으로 3,680만유로를 Euronext는 4,600만유로를 지출했다. 당시 두 거래소의 IPO 비용은 독일

가 되었다.

184) Gorham & Singh(2009, loc.2886)

185) Aggarawal(2002)

거래소 신규 수입(proceeds)의 3.7%에 이르렀으며 Euronext는 12.7%에 달하였다.<sup>186)</sup>

### 3) 자율 규제

탈상호화 증권거래소의 자기 상장은 증권거래소 업계 전반적인 추세로 굳어졌다. 그런데 공개기업이 된 증권거래소는 두 가지 문제에 부딪혔다. 하나는 적대적 인수의 목표가 될 수 있다는 것<sup>187)</sup>이었으며 다른 하나는 내부 통제와 이해상충의 해결 방법이었다.

각국의 금융당국은 주요 증권거래소의 지분 소유 한도를 일정 수준으로 제한함으로써 적대적 인수를 막으려 하였다. 호주는 지분 소유 한도를 당초 5%로 설정하였다가 15%로 늘렸으며 캐나다의 온타리오 당국도 지분 소유 한도를 5%로 설정하였다가 추후 10%로 인상하였다.<sup>188)</sup> 스웨덴은 지분 제한이 없으나 10% 이상 지분을 보유하려는 주주는 자격을 심사받아야 하며 지분율을 10% 이하로 낮출 것을 요구받을 수 있다.<sup>189)</sup>

이해상충의 문제는 공개기업이 된 증권거래소가 주주의 이익을 위해 상장 표준이 악화되고 공시 기준이 낮아지며 불공정 감시에 소홀할 가능성에 관한 것이었다. 따라서 회원소유 지배구조에서 증권거래소가 수행하던 자율 규제 역할을 탈상호화 체제에서도 계속 수행하는 것이 적정한지에 대한 논란이 불거졌다.

미국 SEC는 2004년 주주가 소유한 자율 규제 조직은 적절한 자율 규제에서 벗어날 것이며 규제 활동에 충분한 재정 지원을 하지 않을 수 있다고 우려를 표명하였다.<sup>190)</sup> 2005년 IMF(International Monetary Fund)

---

186) Serifsoy(2008)

187) 대표적으로 런던 증권거래소에 대한 여러 차례의 적대적 인수가 시도되었는데 2000년 스웨덴 증권거래소 OM, 2004년 독일 거래소, 2005년 Macquarie 은행, 2006년 NASDAQ이 주도한 사례들이 존재하였다.

188) Morsy(2007)

189) Islam & Islam(2011)

도 경영진이 영리를 추구할 때, 거래소가 규제 기능에 자원을 덜 배분할 수 있음을 경고하였다.<sup>191)</sup>

SEC나 IMF의 우려대로 탈상호화된 증권거래소의 자율 규제 수준이 낮아질 가능성이 있는 것은 무엇보다 영리 기업의 속성상 상당한 수준에 달하는 규제 비용을 절약할 유인이 크기 때문이다. 뉴욕 증권거래소의 인력 중 45%가 규제관련 부서에 배치되어 있었으며, 2004년 뉴욕 증권거래소는 시장 감시와 규제 예산을 2003년 순이익 규모인 5천만달러를 증액하였다. 그러나 2005년 순이익은 1991년 이래 가장 낮은 수준으로 떨어지면서 규제 비용이 결코 무시하고 넘어갈 수준이 아님이 확인되었다. 영리를 추구하는 증권거래소가 재무적으로 어려워졌을 때 규제 비용 삭감 유인을 억제할 수 있는지가 문제시 되었다.<sup>192)</sup>

이와 함께 영리 추구 증권거래소가 새로운 고객을 유치하고 기존 고객을 만족시키기 위해 규제 수준을 낮출 유인이 존재한다. 특히 추가 수익을 얻기 위해 주식 거래량이 많은 우량 고객에 대한 제재를 꺼릴 가능성이 존재하였다. 실제로 2001년 미국의 3대 증권거래소였던 AMEX에 대한 미국 회계감사원(General Accounting Office: GAO)의 조사에서 신규 상장된 기업의 20%가 뉴욕 증권거래소 상장 규정을 충족시키지 못하는 것으로 조사됨으로써 규제 완화로 수익 증대를 꾀하고 있음이 확인되었다.<sup>193)</sup> 마지막으로 자기 상장의 경우 증권거래소 자신에 대해 규정을 엄격하게 적용하지 않을 유인이 존재한다.<sup>194)</sup>

190) 'The profit motive of a shareholder-owned self-regulatory organization (SRO) could detract from proper self-regulation. For instance, shareholder-owned SROs may commit insufficient funds to regulatory operations(Reiffen, 2011).'

191) 'When operated by a management team whose main goal is to create'. 이 밖에 CFTC(Commodity Futures Trading Commission)도 2007년 영리형 거래소가 자율 규제를 오용할 위험을 다음과 같이 경고하였다. 'The presence (...) within a single entity of regulatory authority coupled with commercial incentives to misuse such authority constitutes a new structural conflict of interest(Ibid).'

192) Fleckner(2006)

193) Ibid.

그런데 탈상호화 증권거래소가 오히려 자율 규제 수준을 더 높일 유인도 있었다. 규제 위반에 따른 벌금 수입이 규제 비용을 초과한다면 규제를 강화할 유인이 발생한다.<sup>195)</sup> 무엇보다도 규제를 완화하는 것이 장기적으로 증권거래소의 평판을 떨어뜨려 고객이 이탈하는 위험도 존재하기에 탈상호화 증권거래소가 규제를 약화시킬 것이라고 단정할 수는 없다.

탈상호화 이후 자율 규제의 모델은 크게 3가지로 분화하였다.<sup>196)</sup>

첫째, 이전처럼 계속 내부에서 수행하는 방식으로 NASDAQ과 통합하기 전 스웨덴의 OM 그룹이 대표적이다.

둘째, 탈상호화 지배구조의 증권거래소가 자율 규제를 전담하는 별도의 자회사를 설립하는 방식이다. NASD는 2000년 탈상호화를 추진하면서 2개의 자회사를 설립하였는데 하나는 NASDAQ이었으며 다른 하나는 자율 규제를 담당하는 NASDR(NASD Regulation Inc.)이었다. 두 자회사 사이에 차이니즈 월(chinese wall)을 설정함으로써 자율 규제의 독립성을 유지하려고 하였다.

셋째, 자율 규제에 해당하는 업무를 외부에 위탁하는 방식이다. NASDAQ을 분리한 이후 NASD는 다른 증권거래소의 자율 규제를 위탁 받았다.<sup>197)</sup> 2007년 NASD가 뉴욕 증권거래소의 자율 규제 및 분쟁 중재 조직과 합병하면서 FINRA(Financial Industry Regulatory Authority)가 등장하였다.<sup>198)</sup> FINRA로 자율 규제 위탁이 집중됨에 따라 증권거래소 등록 유인은 더욱 증가하였다.<sup>199)</sup>

---

194) Ibid.

195) 하지만 규제가 남발하게 되면 법적 분쟁이 증가하면서 법률 비용이 증가할 가능성도 존재하였다(Fleckner, 2006).

196) Aggarawal(2002), Morsy(2007)

197) 미국 파생상품시장의 경우 파생상품 거래소들은 전미선물협회(National Futures Association: NFA)에 자율 규제를 위탁하였다(Aggarawal, 2002).

198) Masters(2007)

199) Carson(2011)

규제 당국이 기존의 자율 규제 업무 중 일부를 맡는 경우도 나타났다. 호주 금융당국 ASIC(Australian Securities & Investments Commission)은 호주 거래소에 한해서 상장 규칙 관리를 맡았다. 1999년 런던 증권거래소가 지배구조를 변경하려고 하자 1부 시장(primary market)의 규제를 금융당국인 FSA(Financial Services Authority)<sup>200)</sup>가 맡았다. 싱가포르 금융당국 MAS(Monetary Authority of Singapore)는 싱가포르 거래소(SGX)와 양해각서(MOU)를 맺고 상장 과정의 컴플라이언스를 감시하였다.<sup>201)</sup> 홍콩 거래소도 공익성을 담보하기 위해서 감독당국인 SFC(Securities and Futures Commission)가 상장 과정을 관리하였으며 정부가 지명하는 공익이사를 이사회에 두도록 하였다.<sup>202)</sup>

### 3. M&A 전개 과정

#### 가. M&A의 배경

트레이딩 플로어의 거래 환경에서는 새로운 상품이 추가되기 위해서는 거래를 위한 물리적 공간(pit)이 증설되어야 하고 상품을 실제 거래할 딜러와 트레이더들이 필요하였다. 결과적으로 신상품 도입은 전통적 거래소에게 적지 않은 비용 부담이 되었다.

그런데 증권거래소의 컴퓨터 도입이 본격화 되면서 규모의 경제 효과가 비약적으로 커지기 시작하였다. 컴퓨터 서버를 둘 작은 공간만 있으면 기존 설비를 활용해서 거래를 활성화 하고 신규 상품을 도입할 유인이 커졌다. 거래 증가에 따른 추가 비용이 거의 '0'으로 수렴하였다.<sup>203)</sup>

200) 2013년 4월 이후 FCA(Financial Conduct Authority)가 담당한다.

201) Islam & Islam(2011)

202) Hasan et al.(2013)

203) Gorham & Singh(2009, loc.4142)

특히 컴퓨터를 일찌감치 도입하고 다양한 서비스로 분화하기 시작한 ECN에 뿌리를 둔 ATS(Alternative Trading System)<sup>204)</sup>가 다양한 형태로 등장하면서 증권거래소와의 경쟁도 치열해졌다. 전통적 증권거래소들은 ATS와의 경쟁에서 살아남기 위해 영업의 효율성을 높이려고 하였고 이에 따라 규모를 확대하려는 유인이 커졌다.<sup>205)</sup>

자동화와 ATS와의 경쟁 이외에 증권거래소의 대형화를 용이하게 만든 것은 탈상호화였다. 회원이 소유한 거래소가 참여하는 합병이 역사적으로 계속 있었으나<sup>206)</sup> 회원들의 동의를 쉽게 구하지 못하는 경우에는 M&A 진행이 매우 더뎠다.

증권거래소는 아니지만 회원소유 지배구조였던 미국의 파생상품 거래소 NYMEX와 COMEX의 합병은 대표적 사례였다. 경영진은 1987년 비용을 절감하고자 합병하기로 결정하였다.<sup>207)</sup> 그러나 양 거래소 회원들이 반발하면서 실제 합병은 7년이 경과한 1994년에 가서야 성사되었다.<sup>208)</sup> NYMEX와 COMEX의 합병은 탈상호화와 IPO를 거친 거래소의 합병에 비해 회원소유 지배구조 거래소의 합병이 매우 까다롭다는 것을 단적으로 보여주었다.<sup>209)</sup>

반면에 상장된 공개기업의 M&A는 주주들을 설득하는 것이 가장 중요하였으나 주주들 또한 M&A를 유력한 투자기회로 바라봤기에 거래소의

204) 일반적으로 미국에서 ECN은 ATS의 하위 개념으로 취급되고 있으며 ATS에는 ECN과 달리 가격발견기능이 없는 Dark Pool을 포함하고 있다(Cox et al., 2013, p.554).

205) Cospormac(2009), Gorham & Singh(2009, loc.4142)

206) 1900년 미국내 증권거래소가 100개 이상 존재하였으나 통신수단의 도입으로 경쟁력이 약화되면서 M&A를 거쳐 1934년에는 34개로 감소하였으며 당시 소유구조는 회원이 지배하는 형태였다(II.라.2) 참조). 1991년 일본에는 17개의 원자재 파생상품 거래소가 존재하였으나 2007년 4개로 통합되었다. 통합에 참여한 모든 거래소들은 회원소유구조였다(Gorham & Singh, 2009, loc.4182).

207) 컨설팅회사 Arthur D. Little, Inc.는 두 거래소의 이사회, 행정조직, 청산시스템을 통합하라는 제안을 하였다(Ibid., loc.4198).

208) Ibid., loc.4198

209) Ibid., loc.4209

M&A가 확대될 수 있었다. 그리고 상장된 거래소의 주식가치가 고평가되어 있으면 M&A 자금으로 주식을 활용하는 것이 가능해져 M&A가 수월하게 집행되었다.

한편 미국에 비해 탈상호화가 빨랐던 유럽은 보다 먼저 거래소 간 M&A를 시작할 수 있었다. EU의 단일자본시장 정책도 M&A가 활성화되는데 유리한 환경으로 작용하여 덕분에 최초의 증권거래소 간 다국적 M&A가 유럽에서 등장할 수 있었다.<sup>210)</sup>

#### 나. Euronext의 등장

2000년 9월 파리 증권거래소,<sup>211)</sup> 브뤼셀 증권거래소, 암스테르담 증권거래소가 합병을 하면서 최초의 범유럽 증권거래소인 Euronext가 출범하였다. Euronext는 2001년 IPO를 마치고 2002년에는 리스본 증권거래소가 합류하면서 유럽 대륙 4개국을 아우르게 되었다.

Euronext는 서로 다른 규제 환경과 거래 시스템의 통합이 관건이었는데 암스테르담은 규제 수준이 4개 지역 중 가장 높았으며 파리는 규제 당국 인력이 제일 소규모로 규제 수준이 낮았다. 이러한 환경 차이를 극복하고자 Euronext는 상장 요건이 모두 동일한 두 개의 시장<sup>212)</sup>을 개설함으로써 통합을 촉진하였다.<sup>213)</sup>

Euronext는 2001년 새로운 M&A에 나선 당시 유럽 2위의 파생상품 거래소로 런던에서 영업 중인 LIFFE를 인수하였다. 합병 직전 LIFFE는

210) Cospormac(2009)

211) 합병의 주축이 된 파리 증권거래소는 1980년대 중반까지 프랑스 정부의 통제를 받는 공적 기구였으나 1988년 은행, 보험회사, 증권회사의 통제로 전환되었다. 1999년 파리 증권거래소는 프랑스 내 다른 군소 증권거래소와 파생상품 거래소와 통합되었다(Callaghan, 2012).

212) 전통적 기업들을 대상으로 한 NextPrime과 테크기업을 대상으로 한 NextEconomy가 신설되었다.

213) Pownall et al.(2011)

전술한대로 자동화가 늦어지면서 후발 주자였던 DTB와의 독일국채선물 경쟁에서 패배하였고 뒤늦게 자동화 시스템 LIFFE CONNECT를 구축하면서 재무적 어려움에 빠진 상황이었다. 런던 증권거래소, 독일 거래소, Euronext는 모두 LIFFE를 M&A의 목표로 삼았는데 이중 런던 증권거래소와는 청산회사인 LCH를 공동으로 사용하고 있어서 편의성 제고와 함께 여러 거래의 증거금을 통합할 수 있는 크로스마진(cross margining)을 통한 담보 절약의 효과를 기대할 수 있었다. 또한 런던 증권거래소의 인수 제안 금액은 Euronext보다도 높았다. 그러나 LIFFE 측은 인수 대금 전액을 현금으로 제시하고 LIFFE CONNECT를 그대로 활용할 수 있었던 Euronext를 인수기업으로 선택하였다.<sup>214)</sup> Euronext의 LIFFE 인수는 증권거래소와 파생상품 거래소의 합병이자 유럽 대륙과 영국 거래소의 통합으로 상품과 고객이 서로 보완적이었다는 장점 이외에도 전산시스템 활용이 중요한 분수령이 되었고 인수 대금의 종류<sup>215)</sup>와 경영진 보상 체계의 차별이 M&A 결과에 영향을 미친 사례였다.<sup>216)</sup>

한편 Euronext는 2006년 뉴욕 증권거래소와 통합하면서 미국과 유럽을 포괄하는 범대서양 통합거래소로의 도약을 꾀하였다. 하지만 결과적으로 국가 간 규제 차이와 플랫폼 통합에 실패하면서 2013년 ICE에 뉴욕 증권거래소와 함께 인수된 이후 2014년 분리되어 독자 생존의 길을 걷고 있다. 결과적으로 Euronext는 LIFFE와도 분리되면서 초기 형태로 되돌아갔다.<sup>217)</sup>

---

214) Lee(2011, p.177)

215) 2000년 재무적 어려움이 컸던 LIFFE는 Blackstone Group과 Battery Ventures로부터 4,400만파운드를 투자받았는데 이들은 합병 제안 중 자금 회수가 용이한 즉, 현금 비중이 높았던 Euronext 제안을 선호하였다(Ibid., p.178).

216) Ibid., pp.179-180

217) Geranio(2016, loc.876)

## 다. 뉴욕 증권거래소와 관련된 M&A

뉴욕 증권거래소는 전술하였듯이 2000년대 초까지 회원들의 반발로 자동화나 탈상호화가 모두 지체되고 있었다. 뉴욕 증권거래소 역사상 최초의 M&A는 ECN으로 출발한 자동화된 증권거래소이자 뉴욕 증권거래소에 상장된 공개기업 Archipelago로 뉴욕 증권거래소의 자동화와 탈상호화를 동시에 해결해 주었다. 글로벌 경쟁에서 낙오될 수도 있다는 위기의식이 팽배하였기에 합병안에 대해 뉴욕 증권거래소 회원 1,366명은 2005년 12월 6일 90% 이상 참석하여 95%가 찬성표를 던졌다.<sup>218)</sup>

뉴욕 증권거래소는 Archipelago 합병 이후 뉴욕 증권거래소 그룹이 되었으며 서로 분리된 두 개의 증권거래소를 운영하였다. 하나는 전통적 방식으로 상장 주식을 거래하던 뉴욕 증권거래소였고 다른 하나는 전자거래 플랫폼으로 자동화된 거래소인 NYSE Arca였다. NYSE Arca에서는 ETF(Exchange Traded Fund)와 개별주식 옵션을 거래하였다.

Archipelago와의 합병을 완료한 뉴욕 증권거래소는 바로 Euronext와 합병 논의를 시작하였다. 두 증권거래소의 통합은 대서양을 사이에 둔 미국과 유럽 증권거래소의 통합이라는 국제적 성격과 함께 뉴욕 증권거래소가 Euronext의 LIFFE를 활용할 수 있게 되는 파생상품 거래소와의 통합 성격도 내포하였다. 당시 뉴욕 증권거래소 CEO인 John Thain은 Euronext와의 합병으로 총 3억 7,500만달러의 혜택이 발생할 것이라고 전망하였다.<sup>219)</sup>

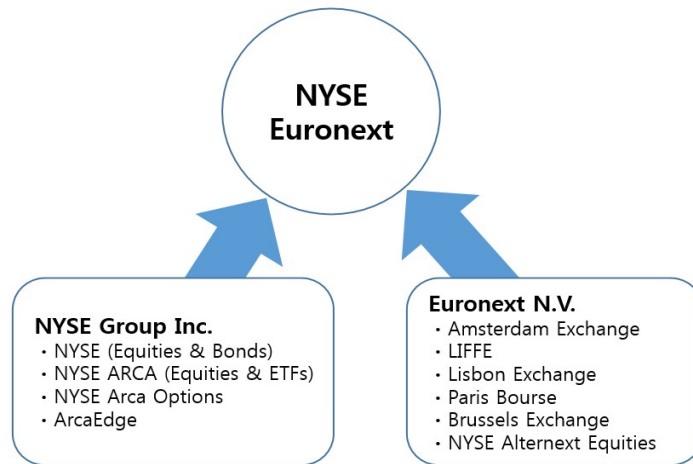
그런데 Euronext 합병에는 경쟁자가 있었다. 독일 거래소는 2006년 5월 Euronext에 인수 대금으로 현금과 주식을 합쳐서 102억달러를 제시하였는데 Euronext 주주들은 뉴욕 증권거래소와의 통합을 선호하였으며 반독일 경제애국주의가 프랑스에서 나타나면서 결국 독일 거래소는 M&A

218) Gorham & Singh(2009, loc.4288)

219) 특히 6개의 트레이딩 플랫폼이 2개로 줄어들면서 2억 7,500만달러의 기술적 절감 효과가 기대되었다(Ibid., loc.4300).

경쟁에서 탈락하였다.<sup>220)</sup> 뉴욕 증권거래소의 Euronext 인수 대금은 142억달러까지 올랐지만 양쪽 주주의 적극적인 지지로 통합은 탄력을 받았다. 결국 2006년 12월 유럽과 미국 금융당국의 합병 승인으로 최초로 미국과 유럽을 포괄하는 통합거래소 NYSE Euronext가 출범하였다.

<그림 III-7> 뉴욕 증권거래소와 Euronext의 합병



자료: Gorham & Singh(2009)

Euronext와 합병한 이후에도 뉴욕 증권거래소 그룹은 새로운 M&A를 모색하였는데 세 번째 합병은 뉴욕 증권거래소의 오랜 경쟁자였던 미국 3위 증권거래소 AMEX였다. AMEX의 강점은 1993년부터 시작한 ETF 거래에 있었다. 합병 당시 AMEX의 ETF 개수는 381개로 뉴욕 증권거래소 그룹의 NYSE Arca의 ETF 240개보다 141개가 많았다. NASDAQ이나 CBOE에서는 각각 25개, 1개의 ETF가 거래되고 있었다.

220) Euronext의 주요 거점이자 주주들이 속해 있었던 프랑스에서 독일 거래소와의 통합에 반대하는 애국주의적 흐름이 나타났는데 반대자들은 독일 거래소와의 통합을 유럽 단일시장의 강화보다는 금융 주권이 독일로 넘어가게 되는 제국주의적 침략으로 바라보았다(Callaghan et al., 2012).

그런데 AMEX는 ETF 시장에서의 우위에도 불구하고 주식 거래량은 미국 전체의 1%에 불과해서 ETF의 추가적인 성장뿐만 아니라 1위 지위를 지키는데도 어려움이 있었다. 당시 ETF 거래량도 NYSE Arca에 밀리기 시작하였다.<sup>221)</sup> 한편 뉴욕 증권거래소 그룹도 AMEX를 인수함으로써 미국 전체 ETF의 96%를 확보할 수 있게 되었고 모든 ETF를 전자거래 플랫폼인 NYSE Arca에서 거래함으로써 거래비용을 더 절감시킬 수 있었다. 이에 뉴욕 증권거래소 그룹과 AMEX 회원 모두 합병에 큰 지지를 보냈다.<sup>222)</sup>

그런데 뉴욕 증권거래소의 세 차례 합병이 모두 성공적이지는 않았다. 국경 간 합병이었던 Euronext와의 통합은 미국과 유럽에 40개의 회원을 확보할 수 있었으나 규제 차이를 극복하지 못하였고 유기적 거래(seamless trade)를 구축하지도 못하였다. 결국 첫번째 대서양 통합거래소(NYSE Euronext)는 2012년 다시 M&A 대상이 되었으며 독일 거래소가 인수 의지를 보였으나 EU 집행위원회(European Commission)의 반대로 무산되었다.<sup>223)</sup>

2013년 NYSE Euronext는 에너지 파생상품 거래소로 출범한 ICE에 인수되었다. ICE는 주식 거래의 경우 미국 시장에 보다 주력할 의도를 분명히 하면서 Euronext는 분할하였다. 하지만 파생상품 거래소 LIFFE는 ICE Future Europe으로 이름을 변경하여 ICE에 잔류시켰다.<sup>224)</sup>

뉴욕 증권거래소는 2005년까지만 해도 미국 주식거래량의 79%를 담당하며 독보적 지위를 누렸으나 ICE에 인수되던 2013년에는 23%로 위축되었다. 그나마 크게 성장하고 있는 ETF 시장에서 뉴욕 증권거래소는 점유율 23.4%를 차지하며 주식시장의 부진을 만회하고 있었다.

---

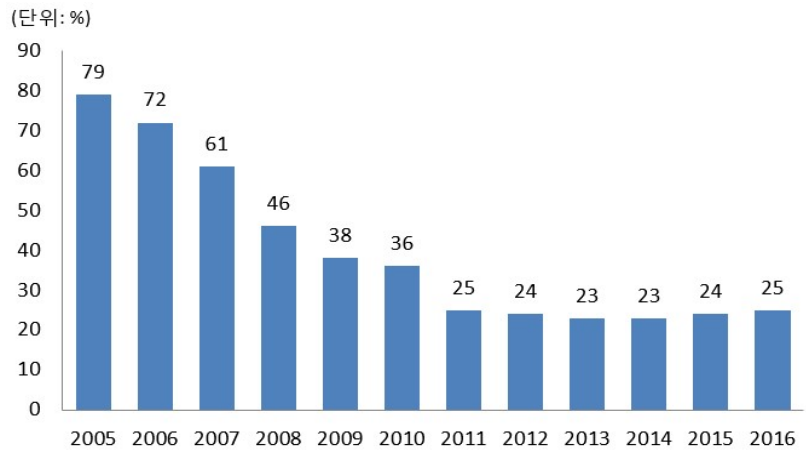
221) Gorham & Singh(2009, loc.4316)

222) AMEX 회원들은 투표에서 84%나 찬성표를 던졌다(Ibid., 2009, loc.4326).

223) Barker(2012)

224) Geranio(2016, loc.891)

<그림 III-8> 뉴욕 증권거래소의 미국 주식 거래 비중 추이



주 : 2016년 6월말 기준

자료: 뉴욕 증권거래소

### 라. 런던 증권거래소와 독일 거래소의 통합

증권거래소의 글로벌 M&A 흐름에서 런던 증권거래소는 늘 핵심에 있었다. Euronext의 통합 논의가 진행되던 2000년 5월 런던 증권거래소와 독일 거래소는 대등 합병 추진을 발표하였다. 당시 두 거래소의 통합 계획은 2단계로 구성되어 있었는데 하나는 'iX'라는 새로운 통합 거래소를 만들어 유럽 블루칩의 상장과 거래를 담당하도록 하는 것이었다.

다음 단계로 신설 거래소 iX와 NASDAQ 사이에 조인트 벤처로 범유럽 성장기업 거래시장(high-growth market)을 만들어 기존의 성장기업 거래장이었던 런던 증권거래소의 techMark와 독일 거래소의 Neuer Mark 그리고 NASDAQ의 NASDAQ Europe를 대체할 계획이었다.<sup>225)</sup> 당초 합병안에 따르면 새로 만들어지는 거래소 iX는 단일 플랫폼을 구축하여 통합의 효과를 최대한 높이되 본사는 런던에 두고 실무적 운영은 프랑크푸르트에서 진행할 계획이었다.<sup>226)</sup>

225) Lee(2011, p.170)

iX의 목표는 가장 저렴한 비용으로 유럽 블루칩을 거래할 수 있도록 하는 것이었는데 브로커는 단일 전자거래 플랫폼 사용으로 기술적 복잡성을 덜 수 있었으며, 낮은 비용과 접근성의 개선이 가능했다. 투자자에게는 낮은 거래비용을, 발행자에게는 폭넓은 투자자 층과 높은 유동성 제공을 기대할 수 있었다.<sup>227)</sup>

그러나 범유럽 프리미엄 거래소의 출범은 예정대로 흘러가지 않았다. 당시 런던 증권거래소의 시가총액이 독일 거래소의 2배나 되었지만 50대 50 합병은 매우 불리한 결정이라는 런던 증권거래소 주주들의 반발이 거세졌다. 또한 Euronext 출범에 자극을 받아 너무 서두르고 있다는 비판도 생겼다. NASDAQ과의 2차 통합은 더욱 가능성이 떨어졌는데 NASDAQ이 강점이었던 성장기업 유치 전략을 크게 수정하여 신설 조인트벤처로 권한을 넘기기를 기대하기는 어려웠다.<sup>228)</sup>

영국과 독일 규제 당국의 부정적 의견도 합병을 어렵게 만들었다. 2000년 8월 양국의 규제 당국은 실무그룹을 결성하고 규제 이슈를 검토하기로 하였으나 누가 iX를 규제할 것인지를 놓고 양국 간 갈등이 나타났다.<sup>229)</sup> 동시에 아직 회원소유 구조를 탈피하지 못했던 런던 증권거래소는 합병을 위한 회원 75%의 동의에 어려움이 있었다. 소규모 브로커들과 딜러들은 iX 계획을 소수 런던 소재 소수 미국 투자은행들이 주도하고 있다며 반발하였다.<sup>230)</sup>

이밖에도 애국주의적 반발과 유로 사용 이슈 등 다양한 문제가 합병 의

226) 한편 런던 증권거래소 의장이 통합거래소의 의장을 맡고 CEO는 독일 거래소 CEO가 맡는 형태였다. 또한 통합거래소의 청산을 담당할 CCP(Central Counterparty)를 새로 구축하되 결제는 기존의 방식을 유지하기로 하였다(Ibid., p.170).

227) Geranio(2016, loc.891)

228) Lee(2011, p.173)

229) 영국 규제 당국인 FSA는 통합거래소 iX의 규제 당국이 FSA가 되어야 함을 계속 주장하였고, FSA 의장인 Howard Davies는 iX의 의미 '9'의 영어 발음이 독일어로는 'nein'이라며 공개석상에서 부정적 언급을 하기도 했다(Ibid., p.174).

230) 실제로 Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter가 iX 계획을 적극 찬성하고 나섰다(Ibid., p.175).

사결정에 앞서서 불거졌는데<sup>231)</sup> 결정적으로 합병 투표 3주 전에 스웨덴 통합거래소 OM이 런던 증권거래소의 인수를 전격적으로 제안하고 자신들의 제안이 거절되자마자 적대적 인수를 피하면서 상황이 급변하였다. 결국 런던 증권거래소는 OM의 적대적 인수 방어에 집중하느라 영국법상 합병 일정을 충족할 수 없다는 이유로 독일 거래소와의 iX 추진을 포기하였다.<sup>232)</sup>

1차 시도가 무위로 돌아갔지만 독일 거래소의 런던 증권거래소 합병 의지는 사라지지 않았다. 2004년 독일 거래소는 런던 증권거래소에 인수 의향을 다시 보였는데 이때 호주의 Macquarie 은행도 인수전에 가담하였다. 그러나 런던 증권거래소는 모든 제안을 거절하면서 독일 거래소의 2번째 시도도 실패하였다. 이어서 Euronext도 런던 증권거래소 인수를 모색했으나 역시 거절당하였다. 런던 증권거래소 인수에 실패한 독일 거래소와 Euronext는 서로 합병 논의를 벌이기도 하였으나 Euronext는 2006년 뉴욕 증권거래소와의 합병을 선택하였다.<sup>233)</sup>

2006년 3월 런던 증권거래소 인수전에 NASDAQ이 가담하였다. NASDAQ은 24억파운드를 인수 대금으로 제시하였으나 런던 증권거래소로부터 거절당하였다. 그러자 NASDAQ은 런던 증권거래소의 지분을 매집하기 시작하였는데 전체 보유 비중이 29%에 달하면서 최대 주주가 되었다. 그러나 NASDAQ의 인수 시도도 실패로 돌아갔다. NASDAQ은 런던 증권거래소 인수 실패 후 역시 런던 증권거래소 인수에 실패했던 OM과 합병하였다.<sup>234)</sup>

한편 런던 증권거래소는 잇따른 인수 제안을 거절하면서도 이탈리아 거래소(Borsa Italiana)와의 창립 이래 최초의 M&A에 성공하였다. 당시

231) 독일 투자자들과 기업들은 합병으로 독일 주가지수인 DAX가 무력화 되거나 독일 기업들의 비중이 낮아질 것을 우려했으며, 포르체는 런던 상장을 반대한다고 발표하였다. 또한 성장기업을 대상으로 한 거래시장 Neuer Markt가 영국으로 이전될 것이라는 우려도 커졌다. 한편 영국에서는 모든 상장이 유로로 진행될 것이라며 반EU 정서를 자극하였다(Ibid., p.175).

232) Gorham & Singh(2009, loc.4359)

233) Ibid., loc.4372

234) Lee(2011, p.188)

이탈리아 거래소는 유럽 4위 증권거래소였는데 런던 증권거래소는 이탈리아 거래소가 보유한 유럽 채권거래 플랫폼인 MTS 인수에 관심이 많았다. 최대 주주인 NASDAQ이 동의하면서 2007년 8월 합병되었다.<sup>235)</sup>

런던 증권거래소는 이후 M&A를 지속하여 2009년에는 투자은행들이 세운 Dark Pool 플랫폼인 ‘Turquoise’의 지분 60%를 매입하였다.<sup>236)</sup> 2011년에는 청산 프로세스를 담당하며 특히 2008년 글로벌 금융위기 이후 중요성이 부각된 청산 회사인 LCH.Clearnet을 인수하였다. 또한 2014년 런던 증권거래소는 주가지수 관리 회사인 Russell을 인수하면서 전통적인 사업 모델 이후 중요성이 커진 정보사업과 지수관리 업무에 투자하였다.<sup>237)</sup>

그런데 런던 증권거래소는 2016년 2월 독일 거래소와 대등한 조건으로 합병할 계획임을 발표하였다.<sup>238)</sup> 런던 증권거래소가 독일 거래소의 3번째 합병 제안을 받아들인 것인데 2016년 9월 현재 양측 주주들의 동의를 마치고 각각의 규제 당국 승인을 기다리고 있다.<sup>239)</sup>

#### 마. NASDAQ과 OMX의 통합

NASDAQ이 1971년 설립 이래 최초로 2006년 M&A 시장에 뛰어들어 런던 증권거래소를 인수하려고 한 이유는 치열해지는 글로벌 거래소 재편 과정에서 낙오되지 않으려는 의도였으나 무엇보다도 가장 큰 경쟁자인 뉴욕 증권거래소가 만에 하나 런던 증권거래소를 합병하여 미국과 영국에 걸친 통합거래소를 구축하는 것을 예방하기 위한 목적이었다.<sup>240)</sup>

235) Gorham & Singh(2009, loc.4397)

236) Harris(2010, p.314), Grant(2009.12.21)

237) Geranio(2016, loc.833)

238) Financial Times의 보도에 따르면 통합거래소 지분의 54.4%는 독일 거래소가 소유하고 나머지 지분은 런던 증권거래소가 소유할 계획이다(Stafford & Massoudi, 2016.2.24).

239) Stafford(2016.9.12)

따라서 NASDAQ의 런던 증권거래소 인수 제안도 기업이 뉴욕과 런던에 동시 상장(dual listing)이 가능하다는 것을 장점으로 내세웠다.<sup>241)</sup> 인수 가액도 매우 파격적이었는데 2006년 3월 1주당 950펜스로 현금 24억 파운드를 제시하였다. 이 금액은 3개월 전인 2005년 12월 Macquarie의 인수가액이 1주당 580펜스로 총 13.5억파운드였다는 점을 감안하면 NASDAQ의 인수 가액은 매우 높은 것이었다.

그러나 런던 증권거래소가 NASDAQ의 제안을 거절하자 NASDAQ은 적대적 인수를 시도하며 런던 증권거래소의 지분을 매집하였고 최대 29.9%에 이르렀다. 하지만 NASDAQ이 주식 매입 자금을 마련하기 위해 차입이 급증하면서 S&P와 무디스가 신용등급을 강등하였고 두 거래소의 합병이 자칫 미국 규제가 런던 증권거래소에 영향을 미치는 것을 우려한 영국 정부의 부정적 기류까지 나타나면서 NASDAQ의 인수시도는 실패하였다.<sup>242)</sup>

NASDAQ의 런던 증권거래소 합병 실패는 이미 2000년 런던 증권거래소 인수에 실패했던 스웨덴 거래소 그룹 OMX와의 합병 논의로 발전하였다.<sup>243)</sup> 2007년 5월 NASDAQ은 OMX와 37억달러를 지급하기로 하면서 합병안에 합의하였다. 그러나 8월 들어서 두바이 증권거래소(Borse Dubai)가 OMX 인수전에 가담하여 NASDAQ보다 10% 높은 40억달러를 OMX에 제안하였다.<sup>244)</sup>

NASDAQ은 별도의 접촉을 통해 두바이 증권거래소가 원하는 것은 OMX의 IT 테크놀로지임 확인하고 나서 두바이 증권거래소를 전략적 파트너로 한 복잡한 합병 계획을 추진하였다. 그 결과 2007년 9월 NASDAQ과 OMX는 합병에 합의하였으며, 두바이 증권거래소는 NASDAQ 주식 19.99%를 소유하게 되었고<sup>245)</sup> NASDAQ이 소유하고 있던 런던 증권거래

240) Lee(2011, p.189)

241) NASDAQ은 두 거래소가 통합되는 경우 상장 기업 수가 6,266개에 이르고 상장 기업 전체 시가총액이 7.3조달러에 달할 것이라고 주장하였다(Ibid., p.190).

242) Ibid., p.191

243) OMX은 2003년 헬싱키 증권거래소와 합병 후 OMX로 명칭이 바뀌었다.

244) Gorham & Singh(2009, loc.4414)

245) 의결권은 5%로 제한되었다.

소의 주식은 두바이 증권거래소가 매입하였다.<sup>246)</sup>

NASDAQ-OMX의 등장은 세 번째 대륙 간 증권거래소 통합이었으며 두바이 증권거래소와 런던 증권거래소의 지분을 보유한 카타르 투자청까지 합류하면서 거래소 간 경쟁과 합병이 미국과 유럽을 넘어서 중동까지 확대되고 있음을 보여주었다.

한편 2016년 3월 NASDAQ은 독일 거래소가 2007년 4월 인수하여 운영하고 있던 미국의 옵션거래소 ISE(International Securities Exchange) 인수를 발표하였다. 독일 거래소는 ISE를 28억달러에 인수하였으나 당초 기대한 양대륙의 통합된 파생상품 시장 구축은 세계적 파생상품 시장의 위축 속에 어려워졌다. ISE의 손실이 지속되자 독일 거래소는 NASDAQ에 매입 가격의 절반도 안 되는 11억달러에 ISE를 매각하였다.<sup>247)</sup>

일련의 M&A를 통해 NASDAQ-OMX는 대륙 간 통합과 함께 주식과 파생상품을 모두 포괄하는 상품 간 통합 서비스의 제공 및 IT 테크놀로지를 주요한 수익원으로 삼을 수 있게 되었다.

#### 바. BATS Global Market의 등장과 M&A

2005년 미국 캔사스에서 ECN으로 설립된 BATS(Better Alternative Trading Systems)는 뉴욕 증권거래소와 NASDAQ 과점체제인 미국 주식 시장에 경쟁과 혁신을 가져왔다. BATS는 공격적인 리베이트 지급 전략과 거래 비용의 할인 정책을 통해 주식 거래량을 늘려왔으며 2008년에는 ECN을 벗어나 정규 증권거래소(national securities exchange)로 전환하였다. BATS는 정규 증권거래소가 되면서 증권거래뿐만 아니라 기업의 상장, 증권거래소 간 가격 정보 교환을 비롯한 증권거래소의 모든 활동이 가능해졌다.<sup>248)</sup>

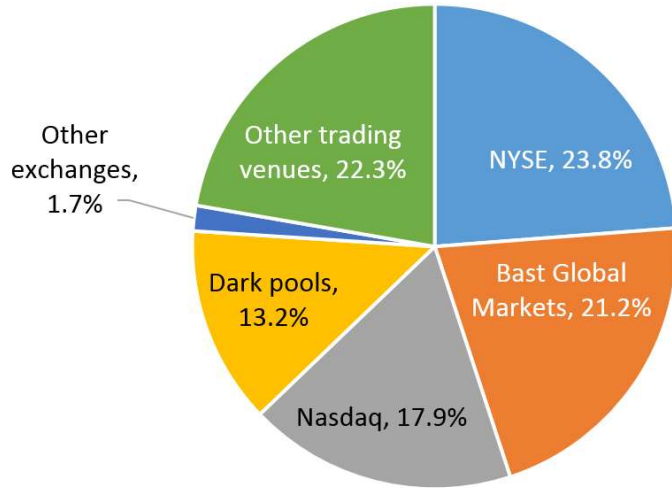
---

246) Lee(2011, p.193)

247) Bullock(2016.3.10)

248) Geranio(2016, loc.967)

<그림 III-9> 미국 주식 거래 비중

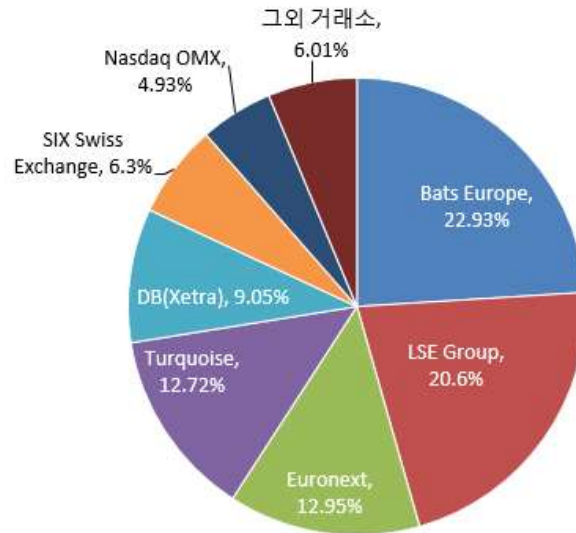


주 : 2015년 기준  
 자료: Credit Suisse

2008년 BATS는 유럽에 진출하여 BATS Europe을 설립하였고 2010년 미국에서 개별주식 옵션을 거래하기 시작하였다. 2012년 BATS는 미국 시장에서 ETF를 거래하기 시작하였고 유럽의 경쟁자였던 Chi-X를 인수함으로써 유럽 주식거래량 점유율이 21%인 유럽에서 가장 큰 다자간거래시설(MTF: Multilateral Trading Facility)이 되었다. 미국에서도 2014년 BATS가 ECN이었던 Direct Edge를 인수하면서 주식거래량 점유율이 20% 전후에 이르게 되었고 뉴욕 증권거래소와 NASDAQ의 과점체제를 무너뜨렸다.<sup>249)</sup>

249) Ibid., loc.974

<그림 Ⅲ-10> 유럽 주식 거래 비중

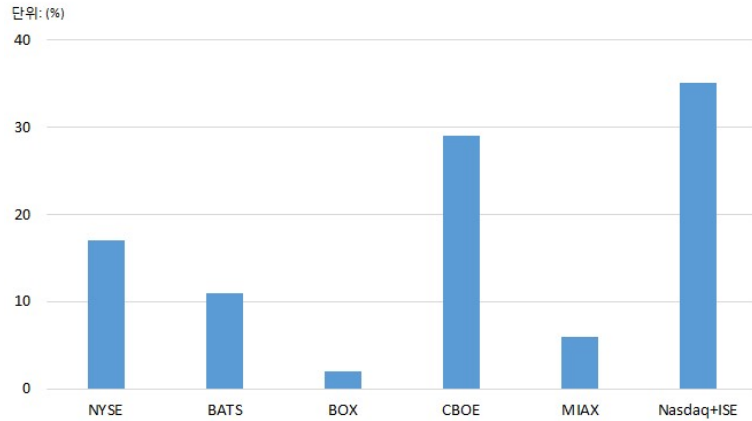


주 : 2016년 6월 30일 기준  
 자료: BATS Europe

2012년 BATS는 IPO에 도전했다가 중대한 시스템 결함으로 IPO를 철회했는데 2016년 9월 옵션거래소 CBOE와의 합병 추진을 발표하면서 ISE를 인수한 NASDAQ과 본격적인 경쟁을 벌일 전망이다.<sup>250)</sup>

250) Massoudi(2016.9.26)

<그림 III-11> 미국 옵션 거래 비중



주 : 2016년 9월 22일 기준  
 자료: OCC, Financial Times

### 사. 홍콩과 일본 증권거래소의 M&A

홍콩 거래소(HKEx)는 산하에 증권거래소(Stock Exchange of Hong Kong Limited), 파생상품 거래소(Hong Kong Futures Exchange Limited), 청산회사(Hong Kong Securities Clearing Company Limited)를 두고 있는 지주회사이다. 2000년 증권거래소와 파생상품 거래소가 통합되면서 상장되었다.

홍콩 거래소는 수직통합 구조 형태로 발달하였는데 2012년 런던금속거래소(London Metal Exchange: LME)를 인수하면서 국경 간 M&A에 동참함으로써 글로벌화가 진행되고 있다. 2014년 상하이 증권거래소와의 교차거래(후강통)에 이어 2016년 8월 쉐젠 증권거래소와의 교차거래 방안이 발표되면서 홍콩 거래소와 중국 자본 시장과의 유기적 관계도 확대되고 있다.<sup>251)</sup>

251) Geranio(2016, loc.997)

일본의 양대 증권거래소인 도쿄 증권거래소와 오사카 증권거래소는 각각 2002년과 2001년에 탈상호화를 완료했으나 독자적 성장 경로를 밟다가 2013년 JPX Group으로 통합하였다. JPX 등장은 이웃한 홍콩 거래소를 비롯해 글로벌 거래소의 통합 움직임에 자극을 받은 것으로 청산회사인 JSCC가 모든 청산을 맡게 되는 수직통합 구조를 통해 매출을 증대하고 비용을 절감하고자 하였다. 그런데 JPX는 영업 범위가 일본 국내에 머물러 있는 한계가 있다.

#### 4. 관련 규제의 변화

##### 가. 전국거래시장시스템(NMS) 구축

미국의 1975년 증권거래법 개정은 고정 커미션을 폐지하며 증권거래소의 폐쇄적 구조를 허물고 경쟁을 독려하고자 하였다. 당시 미국 의회는 미국 증권거래소들의 거래를 효과적으로 통합하여 투자자들이 유리한 조건으로 거래할 수 있는 전국거래시장시스템(National Market System: NMS)을 구축하는 방안 모색을 SEC에 주문하였는데 당시에는 SEC가 구체적인 방안을 제시하지는 못하였다.<sup>252)</sup>

SEC는 NMS를 구현하기 위한 5개의 목표를 다음과 같이 제시하였다.<sup>253)</sup>

첫째, 경제적으로 효율적인 거래체결

둘째, 브로커-딜러 간, 증권거래소 간, 증권거래소와 다른 시장 간 공정한 경쟁

셋째, 호가 및 거래 정보의 브로커-딜러 및 투자자 공개

252) Cox et al.(2013, p.556)

253) Coffee & Seligman(2003, p.650)

넷째, 브로커-딜러의 최선 시장(best market) 거래 체결

다섯째, 딜러의 개입이 없는 투자자의 주문 체결

SEC는 NMS를 구축하기 위해 몇 가지 기술적 장치들을 마련했는데 우선 거래 자료의 통합 기록 장치를 만들었다. 기존까지 뉴욕 증권거래소 상장 주식이 다른 증권거래소나 장외에서 거래되는 경우 뉴욕 증권거래소 거래 tape에 기록이 되지 않았던 것을 개선하기 위해 1976년 CTS (Consolidated Trade System)을 만들어서 뉴욕 증권거래소, AMEX, NASDAQ, Instinet, 제3시장의 거래 정보(거래량 및 가격)를 취합하도록 하였다.<sup>254)</sup>

다음으로 1978년에 증권거래소와 시장조성자들의 호가 정보를 취합하는 CQS(Consolidated Quotation System)을 구축하였다. CQS를 통해 거래자의 주문이 가장 좋은 조건의 가격(best price)이 있는 증권거래소로 전달되기를 기대하였다.<sup>255)</sup>

마지막으로 각 증권거래소의 주문을 연결해주는 ITS를 1978년부터 단계적으로 구축하였다.<sup>256)</sup> ITS를 통해 1978년 뉴욕 증권거래소와 필라델피아 증권거래소 사이에 11개 주식의 거래가 연결되었고 1982년에는 NASDAQ이 ITS에 합류하였다.<sup>257)</sup>

그런데 미국 전체 증권거래소와 새로 등장하는 ATS를 모두 유기적으로 연결시키기에는 몇 가지 중요한 문제가 있었다. 우선 가장 유동성이 높은 뉴욕 증권거래소에 주문이 집중되면서 뉴욕 증권거래소의 경쟁 우위가 더욱 심화되었다. 또한 ATS는 호가 게시 의무도 없었다.<sup>258)</sup>

당초 증권거래소 간 경쟁을 촉진하고 투자자의 효율적 거래를 도모하기 위해 제안된 NMS 구축이 완료되기 위해서는 ATS의 참여와 시장분할을 극복할 방안이 필요했다.

---

254) Ibid., p.30

255) Ibid., p.31

256) Ibid., p.34

257) 김근수 · 변진호(2002, p.81)

258) 엄경식 · 장병훈(2007, p.18)

## 나. Reg ATS 제정과 Rule 390의 폐지

미국 증권 시장에서 ATS의 고유한 특징과 역할을 이해하기 위해서는 증권 관련 규제에서 증권거래소의 개념이 어떻게 변화했는지를 살펴볼 필요가 있다. 1934년 증권거래법에서 증권거래소<sup>259)</sup>는 실질적으로 당시 지배적 증권거래소였던 뉴욕 증권거래소를 의미하였다.<sup>260)</sup>

그런데 1990년말 SEC는 증권거래소의 개념을 보다 새롭게 해석했는데 증권거래소가 브로커-딜러 및 다른 법적 주체들과 근본적으로 구별되었던 특징은 중앙집중적인(centralizing) 거래와 거래자가 호가 가격에 거래가 체결될 것이라는 합리적 기대를 갖도록 만드는 것이었다. 다만 거래가 체결되는 수단은 트레이딩 플로어에서 전산화된 트레이딩 시스템까지 다양성을 인정했다.<sup>261)</sup>

증권거래소는 기본적으로 SEC에 등록하고 법률과 각각의 규정을 회원에게 준수할 것을 강제하는 자율 규제 기구로서의 의무를 부담해야 했다. 또한 브로커-딜러들이 회원으로 가입할 수 있어야 하며 증권거래소의 의사결정에 대표자로서 참여할 수 있어야 했다. 단, 증권거래소의 규정 변경은 모두 SEC의 승인사항이었다. 또한 등록 증권거래소는 NMS에 합류하여 CQS, CTA, ITS를 통해 자신의 거래 정보를 제공해야만 했다.<sup>262)</sup>

반면에 브로커-딜러는 반드시 자율 규제 기구의 회원이 되어야 했으나 거래 시스템이라고 해도 브로커-딜러로 등록되면 증권거래소에 비해 의무가 제한적이었다. SEC는 브로커-딜러의 규제 목적을 이들이 상대하는 고객의 보호로 설정하고 있었기에 회원도 없이 브로커-딜러로 등록된 거래 시스템은 자율 규제 수행 필요성이 없다고 판단하였다.<sup>263)</sup>

259) 당시 정의는 II장 1절을 참조한다.

260) Domowitz & Lee(2001)

261) Ibid.

262) Ibid.

263) Ibid.

한편 컴퓨터의 발달이 가속화되면서 다양한 형태의 거래 시스템이 주식 시장에 등장하자 SEC는 1989년 사설 거래 시스템이라고 할 수 있는 PTS(Proprietary Trading System)라는 새로운 개념<sup>264)</sup>을 제안하였다. 특히 PTS에 대한 규제의 적용을 브로커가 자신의 소매 고객을 위한 시스템으로 사용하고 있거나 주식이 아닌 증권(국채 또는 지방채)을 거래하기 위한 목적인 경우, 혹은 등록 증권거래소가 운영하는 거래 및 정보 시설에 한해서는 예외를 인정할 것을 고려하였다. 하지만 1994년에 가서는 상황이 크게 바뀌었다며 이를 철회하였다.<sup>265)</sup>

결국 SEC는 1999년 4월 Reg ATS를 도입함으로써 증권거래소에 대한 보다 포괄적인 개념을 정립하고 다양한 용어로 불리던 새로운 형태의 거래 시스템(PTS, ECN, 브로커-딜러 트레이딩 시스템 등)을 모두 ATS라는 범주에 포함시켜 통합적인 규제안을 마련했다. 새로운 증권거래소의 개념은 ‘(1) 다수의 매수자와 매도자로부터 주문을 모아오고(brings together), (2) 이미 정립된 비재량적 방법(established non-discretionary methods)을 사용하여 매수자와 매도자의 주문을 처리하는 조직/협회/단체’<sup>266)</sup>로 정의하였다.

증권거래소의 새로운 개념 중 유의할 부분은 전통적으로 증권거래소의 필수적 기능이었던 주문의 집중화(centralization)와 가격발견기능이 대폭 완화되어 지정가 주문의 수집이나 가격발견기능이 없이 외부 가격으로 거래를 체결하는 방식도 모두 증권거래소의 개념에 부합할 수 있도록 하였다. 다만 정립된 비재량적 방법이라는 단서를 통해 거래가 체결되지 않는 시설은 증권거래소에서 계속 제외하도록 하였다.<sup>267)</sup>

264) PTS의 정의를 보면 다음과 같다. ‘Any system providing for the dissemination outsider the sponsor and its affiliates of indications of interest , quotations, or orders to purchase or sell securities, and providing procedures for executing or settling transactions in such securities(Ibid.).’

265) Ibid.

266) ‘Any organization, association, or group of persons that: (1) brings together the orders of multiple buyers and sellers; and (2) uses established, non-discretionary methods (whether by providing a trading facility or by setting rules) under which such orders agree to the terms of a trade(Ibid.).’

Reg ATS는 증권거래소의 개념을 크게 확장시킴으로써 ATS로 하여금 증권거래소나 또는 브로커-딜러 중에서 선택을 할 수 있도록 하였다. ATS의 증권거래소 진입이 용이해지면서 ATS의 NMS 편입이 가능해졌다. 한편 ATS가 증권거래소를 법적 형태로 선택하는데 있어서 자율 규제 기구의 지정은 또 다른 부담이 되었는데 2000년 NASDR이 NASD의 자회사로 분리되면서 ATS의 자율 규제를 위탁받을 수 있게 되면서 부담을 덜 수 있었다.<sup>268)</sup> 이밖에 Reg ATS는 증권거래소의 영리추구를 명시적으로 인정하였고 ATS가 취급하는 주식의 거래량이 일정 수준 이상이 되면 자동으로 증권거래소로 전환하도록 규정하였다.<sup>269)</sup>

한편 2000년에는 뉴욕 증권거래소의 상장 증권을 회원들이 영업시간 내 장외에서 거래하는 것을 금지하는 규정인 Rule 390이 폐지되었다. 뉴욕 증권거래소는 전통적으로 상장된 주식의 외부 거래를 엄격히 금지해왔다. 1975년 월스트리트 개혁으로 뉴욕 증권거래소의 폐쇄성이 문제가 되면서 1978년 뉴욕 증권거래소의 비회원들에게 거래가 허용되었고 회원에 대한 영업시간 내 장외 거래를 엄격히 금지하는 Rule 390이 1976년 제정되었다. Rule 390의 제정은 뉴욕 증권거래소 회원인 브로커와 딜러들의 거래의 내부화를 막고 폐쇄성을 유지하기 위한 조치였다.<sup>270)</sup>

하지만 증권 시장의 경쟁을 독려하는 분위기 속에서 결국 Rule 390이 2000년 폐지되면서 ATS 거래 및 내부화가 활성화되었다. Rule 390의 폐지는 1997년 주문처리 규정의 제정과 1999년 Reg ATS 제정과 맞물려 증권거래소와 ATS의 경쟁은 급속도로 가열되었다.<sup>271)</sup>

---

267) Ibid.

268) Ibid.

269) ATS는 취급 주식 종목이 일정 조건(거래대금 5% 또는 일평균거래대금 40% 이상)을 넘어서면 증권거래소로 전환하도록 하였다(이인형·강소현·김준석, 2012, pp.36-37).

270) 김근수·변진호(2002, p.93)

271) 엄경식·장병훈(2007, p.24)

### 다. Reg NMS와 MiFID의 제정

2005년 제정되어 2007년부터 시행된 미국의 증권 시장 규제 Reg NMS는 1975년 월스트리트 개혁 당시 제시된 NMS의 5가지 목표를 구현하기 위한 30년간의 노력을 집대성한 결과라 할 수 있다.<sup>272)</sup> Reg NMS는 ‘Order Protection Rule’을 포함해서 4가지 핵심 규정으로 구성되어 있다.<sup>273)</sup> 이중에서 Order Protection Rule은 1975년 NMS를 처음으로 구상했을 때 5개의 목표 중 하나였던 최선체결을 보장하기 위한 규정으로 이전보다 대상 범위를 크게 확대하였다. Reg NMS로 인해 100주 이하의 소량 주문이라고 해도 NMS 내에서 가장 좋은 가격으로 거래가 체결될 수 있게 되었다.<sup>274)</sup>

Reg NMS의 시행으로 미국 주식 시장에서 ATS의 활동이 더욱 활발해졌는데 특히 새로 설립되거나 또는 증권거래소가 소유한 ATS의 활동이 증가하였다. ATS의 공격적인 시장 진입은 2000년대 중반까지 미국 주식 거래의 대부분을 차지하던 뉴욕 증권거래소의 위상을 떨어뜨렸다. 2005년 뉴욕 증권거래소의 미국 주식 시장 내 비중은 79%에 달했지만 Reg NMS가 시행된 2007년에는 61%로 하락했으며 2008년에는 46%로 떨어졌다. 2011년 이후에는 25% 수준을 유지하고 있다(<그림 III-8> 참조).

2013년 10월 미국 주식 시장에는 35개의 브로커-딜러들이 44개의 ATS를 운영하고 있는 것으로 조사되었으며 이중 40개는 Dark Pool이었다.<sup>275)</sup> 이로써 미국의 주식 거래는 전통적 증권거래소와 별도로 OTC 및 ATS로 나뉘어졌으며 ATS 거래는 다시 가격발견기능이 있는 ECN과 그렇지 않은 Dark Pool로 구분되었다.

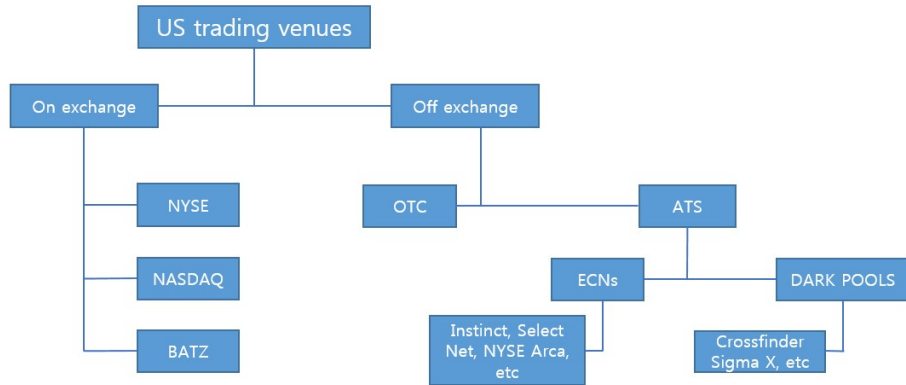
272) 2004년 뉴욕 증권거래소 스페셜리스트 20여명이 연루된 선행매매 스캔들로 2.41억달러의 벌금을 낸 사건이 Reg NMS를 촉발시켰다는 분석도 있다(Lewis, 2015, p.96).

273) 나머지 세 개는 ‘Access Rule’, ‘Sub-penny Rule’, ‘Market Data Rule’으로 자세한 개념은 이인형·강소현·김준석(2012, pp.38-40)을 참조한다.

274) 이인형·강소현·김준석(2012, p.38)

275) Geranio(2016, loc.1588)

<그림 Ⅲ-12> 미국 증권 시장의 거래시설 구조도



자료: Geranio(2016)

미국의 Reg NMS 시행과 발맞추어 유럽에서도 이에 상응하는 증권 시장 규제안인 MiFID(Market in Financial Instruments Directive)가 2007년 시행되었다. MiFID는 1993년 유럽 금융서비스산업을 통합하여 단일한 규제 환경을 조성하고자 ‘단일통행권제도(single passport)’ 도입을 주요 골자로 한 ISD(Investment Services Directive)의 한계를 극복하려는 취지에서 고안되었다.<sup>276)</sup>

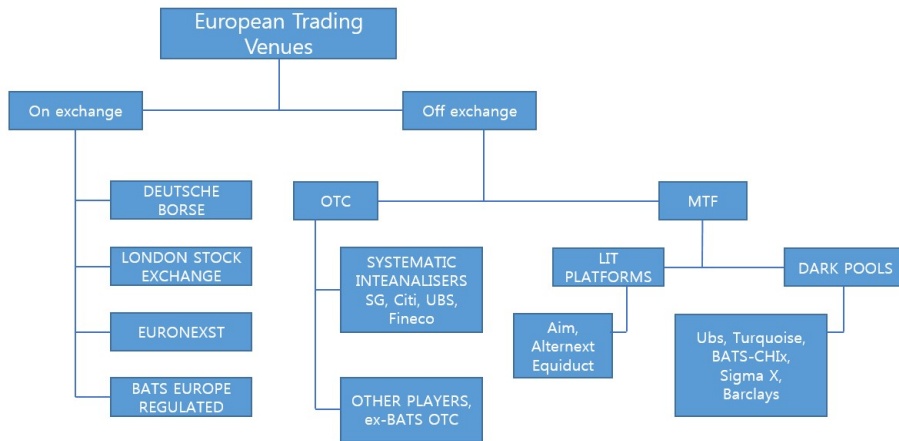
ISD는 유럽 주식 시장에서 런던 증권거래소의 비중이 점점 커지는 것을 억제하고자 주식의 거래체결과 보고를 해당 주식이 상장된 증권거래소에서만 가능하도록 하는 ‘집중의무 규정(concentration rule)’을 두었다. 그러나 집중의무 규정은 결과적으로 런던 증권거래소와 경쟁 관계였던 Euronext나 기타 국가별 증권거래소의 지위를 높일 수는 있었으나 유럽 단일 시장의 효과를 저해하였고 증권산업의 경쟁력을 떨어뜨렸다.

이에 MiFID는 집중의무 규정을 폐지하고 증권 거래시설을 폭넓게 인정하여 미국의 ATS에 대응하는 MTF의 등장을 독려했다. 그리고 미국 Reg NMS과 마찬가지로 주식 거래에 있어서 최선 집행 의무를 각 거래시

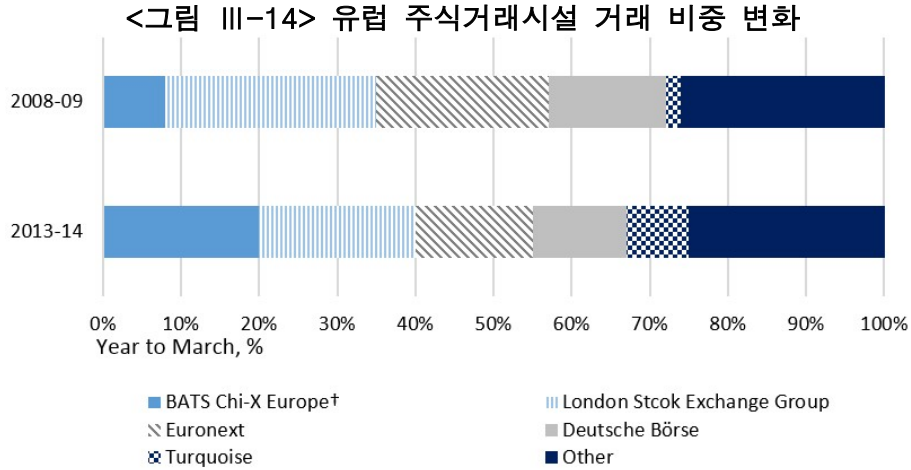
276) 유럽 MiFID의 상세한 도입 배경에 대해서는 엄경식 · 장병훈(2007, pp.63-67)을 참조한다.

설에 부과함으로써 증권거래소와 MTF의 경쟁을 촉발시켰다. 유럽 증권 시장은 MiFID 도입 이후 미국과 마찬가지로 정규 증권거래소와 함께 OTC 및 MTF로 재편되었다. 그 결과 유럽 증권 시장에서 전통적 증권거래소인 런던 증권거래소, 독일 거래소, Euronext의 거래 비중은 급격히 하락하였으며 MTF로 시작한 BATS Chi-X Europe과 Turquoise의 거래 비중은 크게 증가하였다(<그림 III-14> 참조).

<그림 III-13> 유럽 증권 시장의 거래시설 구조도



자료: Geranio(2016)



주 : BATS and Chi-X Europe separate entities until 2011  
 자료: Thomson Reuters

### 5. 소결: 지배구조 개편의 효과

세계 증권거래소의 탈상호화와 IPO는 1990년대 중반부터 글로벌 금융 위기 직전까지 큰 흐름이 되었다. 시간이 경과하면서 탈상호화와 IPO 이후의 효과들이 분석되었는데 지배구조 개편의 긍정적 효과가 다수 관측되었다.

Mendiola & O'Hara(2003)는 8개의 탈상호화 및 상장 증권거래소에 대한 분석을 통해 상장 증권거래소의 주가수익률이 다른 IPO 기업의 수익률에 비해서 우수함을 보였다. 특히 외부인에게 매각되는 주식의 양과 수익률 사이에 양의 상관관계가 있음을 보임으로써 탈상호화가 거래소의 가치 증대에 긍정적 효과가 있음을 밝혔다. 다만 일부 회계지표들은 탈상호화의 효과가 뚜렷하게 나타나지 않았다.

Aggarwal & Dahiya(2006)는 20개의 상장 증권거래소의 자기자본수익률(Return Of Equity: ROE)과 자기자산수익률(Return Of Assets: ROA)이 향상됨을 보였으며, 단기적 성과뿐만 아니라 장기적 성과도 상장 증권거래소 20개 중 4개만 대응되는 증권거래소에 비해 저조한 성과를 나타내 상장 증권거래소의 수익성이 우수함을 밝혔다. Worthington & Higgs(2006)는 런던 증권거래소, 독일 거래소, 호주 증권거래소 주식의 성과분석을 통해 벤치마크 지수와 비교하여 성과가 긍정적이었다고 결론을 내렸다. Pownall et al.(2011)은 Euronext의 유동성 효과를 분석하여 합병 이후 기업들의 상장과 트레이딩 매출이 증가했음을 보였다.

대부분의 정량적 분석들은 탈상호화와 IPO 이후 거래소들의 수익성과 효율성이 개선되었음을 보여주고 있다. 특히 IPO 당일 성과에 대한 Aggarwal & Dahiya(2006)의 분석에서 20개 거래소 중 4곳만 음의 수익률을 보였으며 중위수 수익률은 17.3%에 이르면서 IPO가 성공적인 것으로 나타났다. 한편 Morsy(2007)는 탈상호화 증권거래소가 주주 이익을 극대화하기 위해 예전보다 더 위험한 새로운 사업을 벌이고 있다는 우려에 대해 실증 분석을 통해 근거를 찾을 수 없다고 주장하였다.

이에 반해 탈상호화와 IPO가 꼭 긍정적 효과만을 발생시키지 않는다는 연구도 있다. Lee(2002)는 개발도상국의 경우 금융기관의 설립이 어렵는데 특히 투자자 그룹 창출은 더 어렵다며 이들 국가에서는 증권거래소 탈상호화가 선진국의 긍정적 결과를 따르지 않을 수 있음을 주장하였다. 또한 탈상호화가 거래소의 자율 규제와 상충할 것이라고 경고하였다. Steil(2002)은 탈상호화 거래소의 상장, 공시, 불공정 거래 감시 능력에 의문을 제기하였다.

<표 III-2> 세계 주요 거래소의 상장 효과 비교

	IPO 시점	IPO 당일 수익률(%)	상장 이후 2005년 9월 30일까지 누적 수익률(%) 비교		
			거래소	벤치마크 지수	차이
DB <sup>277)</sup>	2001	11.40	149.9	-13.5	163.4
Euronext	2001	-8.40	65.3	-14.9	80.2
LSE <sup>278)</sup>	2001	-5.20	65.6	17.0	48.7
TMX <sup>279)</sup>	2001	13.10	385.9	83.6	302.3
NASDAQ	2002	0.00	69.0	53.3	15.7
CME	2002	22.57	705.4	41.6	663.8
Archipelago	2004	6.96	224.0	17.9	206.1
ASX <sup>280)</sup>	1998	3.70	753.8	151.7	602.1
HKEx	2000	17.90	343.9	38.4	305.5
SGX	2000	21.80	223.5	120.7	102.8

자료: Aggarwal & Dahiya(2006) 일부 발췌 및 수정

Serisfoy(2008)는 다양한 지역의 28개 거래소를 대상(1999~2003년)으로 분석했지만 탈상호화에 따른 효율성이나 생산성 증가의 단초를 얻지는 못했다. 또한 독일 거래소와 Euronext가 2001년 IPO 비용으로 각각 3,680만유로와 4,600만유로를 지출했으며 이 비용은 독일 거래소 신규 수입의 3.7%, Euronext의 12.7%에 달하는 금액임을 지적하였다.

Morsy & Rwegasira(2010)는 1996~2004년에 탈상호화를 거친 증권 거래소를 대상으로 한 분석에서 수익성 지표의 개선에도 불구하고 유동성, 자산관리와 부채 관련 지표에서는 의미 있는 변화가 나타나지 않았다

277) Deutsche Börse를 DB로 표기한다.

278) 런던 증권거래소의 상장일은 2001년 7월 20일이지만 1년 전부터 장외에서 거래가 되었다.

279) 상장 당시 법인은 Toronto Stock Exchange였다.

280) 상장 당시 법인은 Australia Stock Exchange였다.

면서 탈상호화가 재무지표를 더 개선시켰다고 볼 수 없다고 주장하기도 하였다. Oldford & Otchtere(2011)는 ROE, ROA, 순이익 분석에서 상장 이후 수익성의 개선이 나타났지만 강건성 분석을 통해 영업성과의 의미 있는 개선이 나타나지 않았음을 보였다. 연구진은 상장으로 주식의 가치 평가를 얻을 수 있지만 탈상호화만으로도 증권거래소 주주들이 새로운 수익을 얻을 수 있다며 상장과 탈상호화의 효과를 구분하였다.

<표 III-3> 세계 주요 거래소의 재무 실적 비교

	수익성(%)			5년 성장성(%)		Leverage Debt/Total Assets (%)	Dividend Payout (%)
	ROE	ROA	Op. Margin	Sales	Op. Income		
OMX	7.6	4.2	17.8	9.4	-0.2	17.6	0.0
DB	10.9	3.2	29.4	10.6	20.7	16.1	29.4
Euronext	9.5	6.3	23.2	10.6	20.7	16.1	48.9
LSE	20.0	14.5	32.7	8.9	16.4	0.1	289.5
TMX	39.5	15.8	51.1	13.6	45.6	0.2	39.9
NASDAQ	11.3	0.4	1.5	-3.2	-42.9	32.5	0.0
CME	31.9	5.7	50.0	29.0	123.2	67.9	16.0
ASX	65.3	51.1	58.9	12.5	19.0	0.0	59.0
HKEx	21.9	5.1	47.0	5.7	14.9	49.1	90.0
SGX	19.6	16.8	50.4	13.7	10.1	0.5	223.5

자료: Aggarwal & Dahiya(2006) 일부 발췌

Hazarika(2005)는 2000~2001년에 탈상호화와 상장을 거쳤던 런던 증권거래소와 1996~1998년에 동일한 과정을 거쳤던 이탈리아 거래소를 비교 분석하였다. 런던 증권거래소의 증권거래량은 탈상호화를 거치면서 크게 증가하였는데 이탈리아 거래소는 탈상호화 이후 거래량이 오히려 감소하였다. 그리고 두 거래소의 차이를 경쟁의 유무 때문이라고 해석했는데 치열한 경쟁에 노출되었던 런던 증권거래소가 탈상호화와 IPO를 통한

서비스 개선에 적극적이었지만 이탈리아 정부가 주도한 이탈리아 거래소의 탈상호화는 그 이전과 구별되는 변화가 없었다고 할 수 있다.

한편 주요 증권거래소의 탈상호화와 IPO가 1990년대 후반에서 2000년대 중반에 거의 대부분 이루어진 것도 유의할 대목이다. 주식 시장이 세계적으로 크게 성장하던 시기에 주식 시장을 통해 수익을 창출하는 증권거래소의 성장성은 매우 높았다고 할 수 있다. 또한 이탈리아 거래소의 탈상호화 과정에서 볼 수 있듯이 경쟁적 환경의 조성 여부가 탈상호화와 IPO에 중요하다고 할 수 있다.



## IV. 거래소 산업의 환경 변화와 재편 방향

---

1. 글로벌 금융위기 이후의 환경 변화
2. 거래소 산업의 재편 방향



## IV. 거래소 산업의 환경 변화와 재편 방향

IV장에서는 세계 주요 증권거래소들이 글로벌 금융위기 이후 어떤 변화에 직면하고 있는지를 살펴본다. 또한 글로벌 거래소<sup>281)</sup> 그룹의 재편 방향을 정리한다.

### 1. 글로벌 금융위기 이후의 환경 변화

#### 가. 주요 거래소의 운영 실적

##### 1) 거래대금과 상장 기업 추이

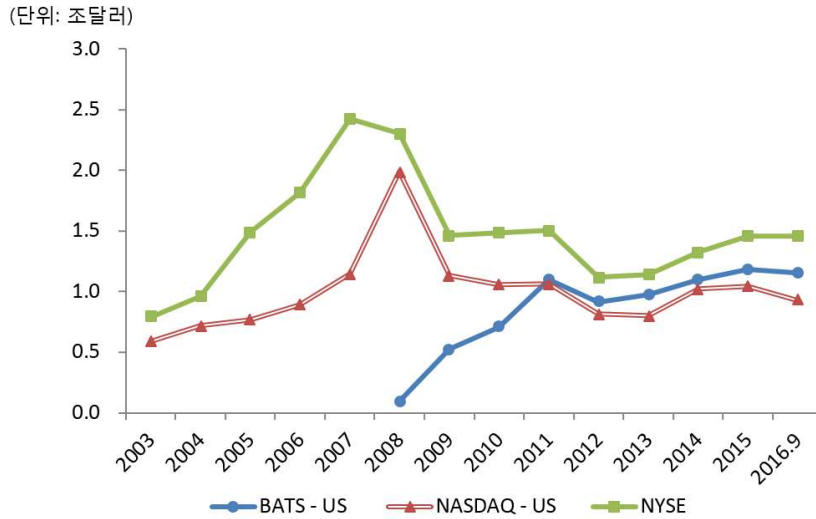
1993년 스톡홀름 증권거래소가 최초로 탈상호화에 성공한 이래로 2006년 뉴욕 증권거래소와 Euronext의 합병, 2007년 NASDAQ과 OMX와의 합병 등 대륙 간 합병이 이어지면서 세계 거래소 산업은 큰 변화를 겪었다. 거래소 산업은 규모 면에서 상위 6개 정도의 글로벌 거래소 그룹(CME, ICE, 독일 거래소, 런던 증권거래소, NASDAQ-OMX, 홍콩 거래소)으로 재편<sup>282)</sup>되고 있으며 주식 거래 규모에 있어서는 ATS로 출범한 BATS가 기존 거래소를 위협하고 있다.

그런데 세계적으로 거래소의 지배구조 재편과 M&A가 활발했던 2000년대는 주식 거래대금이 계속 증가하던 시기였지만 2008년 9월 글로벌 금융위기가 발생하면서 미국과 유럽의 주식 거래대금은 급격히 감소하였다. 또한 위기 이후의 회복세도 미미한 상황이다.

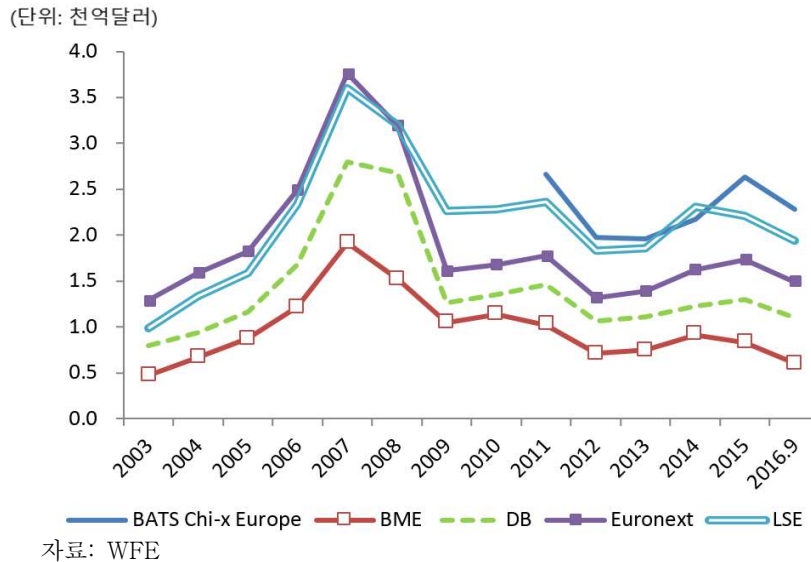
281) IV장에서는 증권거래소와 증권거래소를 자회사로 소유하고 있는 거래소 그룹 그리고 증권거래소는 아니지만 거래소 그룹 간 경쟁에서 주요한 위치를 차지하고 있는 CME를 포괄하기 위해 거래소라는 용어를 사용하며 의미가 보다 명확한 경우에는 증권거래소라는 용어도 함께 사용하고 있다.

282) 2016년 6월 시점에서 시가총액 100억달러 이상의 거래소를 의미한다.

<그림 IV-1> 미국 거래소별 월별 주식 거래대금 추이



<그림 IV-2> 유럽 주요 거래소별 월별 주식 거래대금 추이

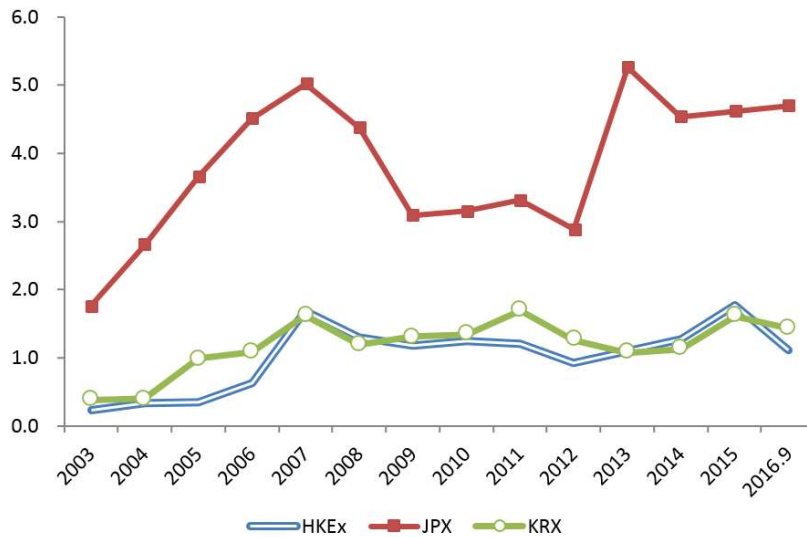


미국 주식 시장은 2014년부터 다시 거래가 증가하였지만 증가 속도가 완만한 편으로 뉴욕 증권거래소의 경우 2005년 수준에 불과한 실정이다. 유럽 주식 시장은 미국보다도 더 큰 침체를 겪고 있는데 2007년 거래대금이 정점에 달한 이후 시장이 위축되었다가 2013년부터 다소 반등하였지만 2016년 다시 하락하고 있다. 특히 런던 증권거래소보다 독일 거래소와 Euronext의 거래 위축이 보다 심각한 상황으로 모두 2016년 9월까지의 거래대금 평균이 2004년 거래대금 수준에 머물고 있다.

JPX, HKEx, KRX로 대표되는 아시아 주식 시장의 거래 변화를 살펴 보면 미국과 유럽에 비해 침체 정도가 상대적으로 심각하지 않았다. JPX의 거래대금은 2013년, 2007년 수준으로 회복했으며 HKEx와 KRX는 2008년 이후 거래대금이 큰 변화를 보이고 있지 않다.

<그림 IV-3> 아시아 주요 거래소별 월별 주식 거래대금 추이

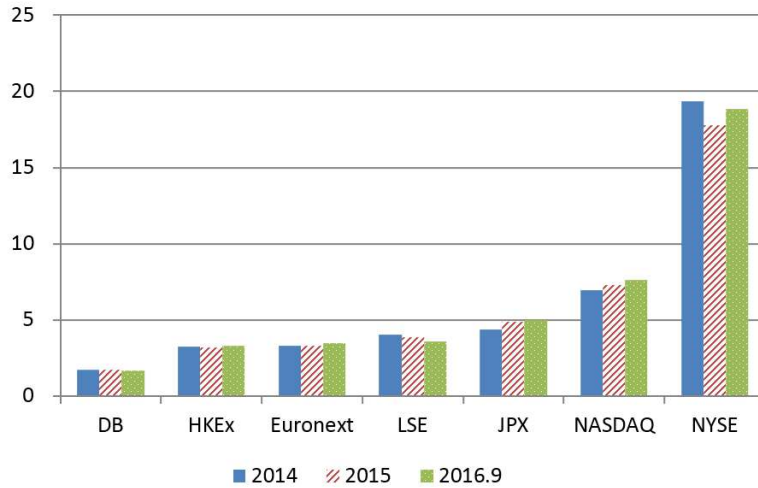
(단위: 천억달러)



주요 거래소들의 상장 기업 현황을 살펴보면 달러로 환산한 각 거래소 상장 기업의 시가총액은 뉴욕 증권거래소와 Euronext를 제외하고 모두 감소하고 있다.

<그림 IV-4> 세계 주요 거래소별 상장 기업 시가총액 추이

(단위: 조달러)



자료: WFE

## 2) 수익성

WFE(World Federation of Exchanges)가 집계한 세계 거래소들의 2012년까지 수익성 지표를 총매출(total revenue), 총비용(total cost), 순이익(net income), 이익률(net profit margin), ROE로 나누어 보면 총매출과 총비용은 2008년까지 크게 증가했으나 그 이후 성장이 둔화되는 추세였고 2012년에는 하락하였다. 전체 순이익은 2007년까지 상승하였으나 2008년 크게 하락한 이후 2011년까지 다시 상승하였다. 이익률도 마찬가지로 2007년까지 크게 오른 이후 급격히 떨어졌다가 2012년 반등 후 다시 하락하고 있다.

&lt;표 IV-1&gt; 세계 거래소 수익 지표 추이

(단위: 억달러, %)

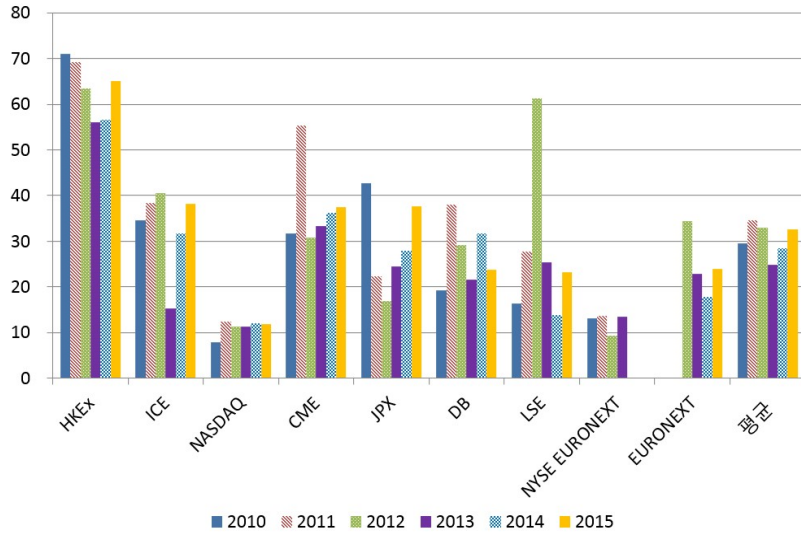
	총매출	총비용	순이익	이익률	ROE
2004	107	79	19	18.2	10.5
2005	112	77	26	22.7	15.7
2006	146	80	41	27.8	21.0
2007	227	109	88	38.7	23.5
2008	263	143	54	20.5	8.7
2009	268	148	69	25.7	9.8
2010	277	143	85	30.7	11.3
2011	310	160	116	38.8	12.9
2012	280	152	87	32.0	9.5

자료: WFE

2010년 이후의 수익성 지표를 주요 거래소 중심으로 살펴보면 이익률은 2013년까지 평균적으로 하락하였으며 2014년 이후 회복하는 모습을 보이고 있다. ROE는 상대적으로 안정적이지만 역시 2013년과 2014년 평균값이 17% 이하로 하락하였다가 2015년 반등하였다. 그런데 이익률과 ROE에서 높은 수익성을 보이고 있는 홍콩 거래소가 분석대상 거래소들의 수익성에 기여한 부분이 크다고 할 수 있다.

<그림 IV-5> 세계 주요 거래소별 이익률(profit margin) 추이

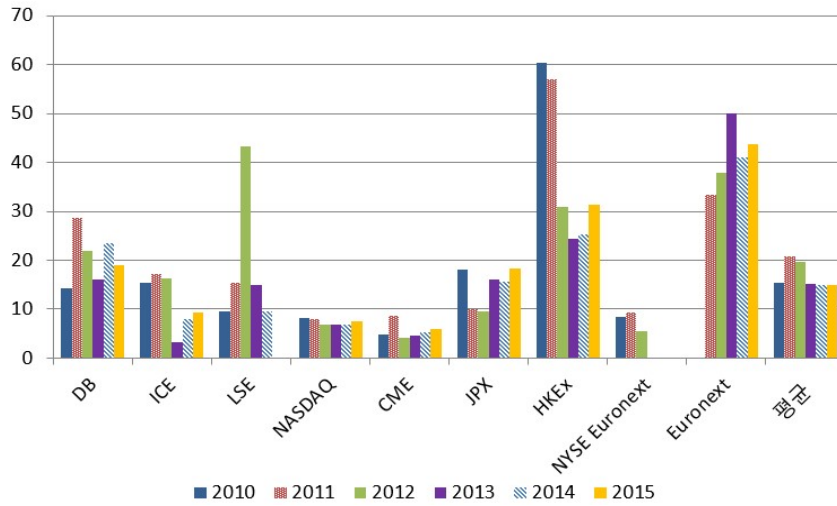
(단위: %)



자료: Datastream

<그림 IV-6> 세계 주요 거래소별 ROE 추이

(단위: %)

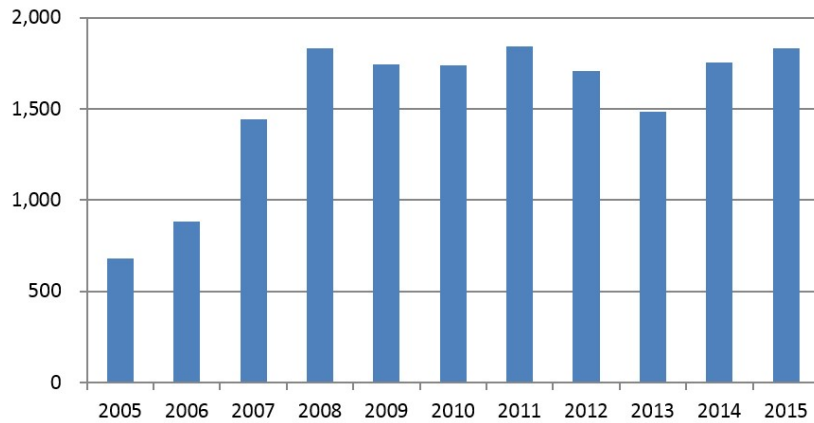


자료: Datastream

주요 거래소의 수익성을 정리해 보면 2000년대 중반까지의 성장세가 글로벌 금융위기 이후 정체를 보이고 있으며 총매출액과 함께 수익성도 답보 상태라고 할 수 있다. 주요 거래소<sup>283)</sup>의 총매출액 추이(<그림 IV-7> 참조)를 보면 2008년 이후 170억달러 전후로 정체된 상황이다. 주요 거래소의 수익성 정체는 주가수익률(P/E 비율) 추이(<그림 IV-8> 참조)에서도 나타나고 있다. 2006년 36.3, 2007년 47.9, 2008년 26.8에 이르렀던 주요 거래소<sup>284)</sup>의 평균 P/E 비율은 2012년 15까지 하락했다가 2015년 다시 반등했지만 2016년 6월말 기준으로 30 내외에 머물고 있다.

<그림 IV-7> 세계 주요 거래소 총매출액 추이

(단위: 억달러)

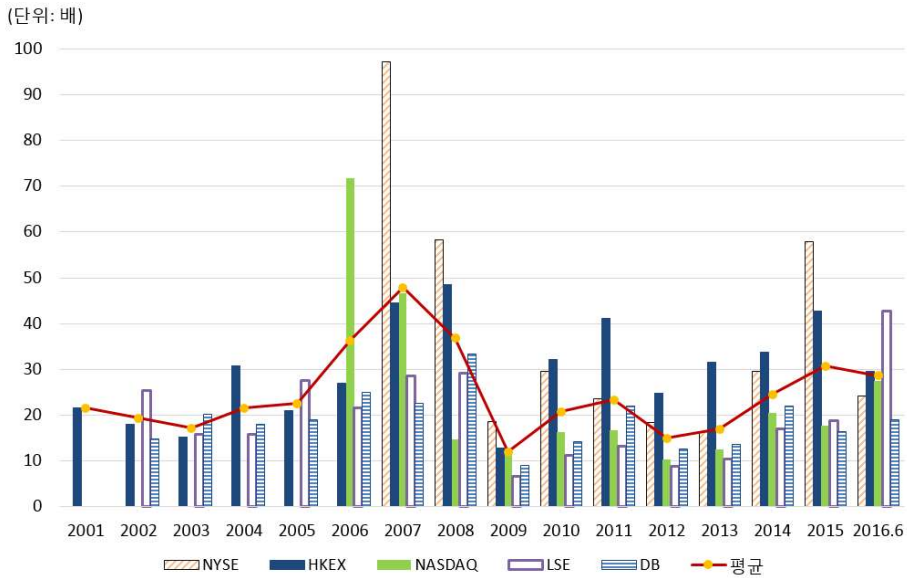


자료: Datastream,

283) 런던 증권거래소, 독일 거래소, 뉴욕 증권거래소, CME, NASDAQ-OMX, 홍콩 거래소의 매출과 뉴욕 증권거래소의 합병을 고려하여 Euronext와 ICE의 매출을 모두 포함하였다.

284) 뉴욕 증권거래소, NASDAQ, 런던 증권거래소, 독일 거래소, 홍콩 거래소를 의미한다.

<그림 IV-8> 세계 주요 거래소 주가수익비율(P/E) 추이



자료: Datastream

### 나. 가치사슬(value chain)의 변화

세계 주요 거래소의 매출 및 수익성 정세 상황이 계속 이어지면서 수입 구조의 변화도 나타나고 있다. 거래소의 전통적 수입원은 상장 수수료와 거래 수수료라고 할 수 있다. 2008년 WFE의 조사에 따르면 회원 거래소의 전체 매출수입 중 53%가 거래 수수료였다.<sup>285)</sup>

그런데 WFE 조사에서 회원이 소유한 거래소의 거래 수수료가 매출수입에서 차지하는 비중은 80%이지만 탈상호화를 거친 거래소의 거래 수수료 비중은 40~50% 수준이었고 기타 서비스 부분이 25% 이상을 차지하였다. 특히 상장 거래소는 기타 서비스 부분 매출이 40%를 차지하였다.

285) 53%의 거래 수수료 비중은 1998년 39%와 2003년 43%에 비해서도 증가한 것으로 이는 수수료 하락에도 불구하고 거래량이 증가하면서 수수료 수입이 증가했기 때문이다(Harris, 2010, p.313).

또한 다양한 상품을 거래하는 거래소의 거래 수수료 비중이 57%였으나 단일 상품을 거래하는 증권거래소는 75%에 이르렀고 파생상품 거래소는 90% 이상에 달하였다. 상장 수수료는 2008년 WFE 조사에서 매출수입의 6%를 차지하였는데 10년 전 18%에 비해서 12%p 감소하였다.<sup>286)</sup> 정리하면 회원제 거래소에 비해 탈상호화 거래소가 그리고 단일 상품 취급 거래소에 비해서 통합 상품 거래소가 거래 수수료 의존도가 낮으며 전체적으로 상장 수수료 비중은 하락하고 있음을 알 수 있다.<sup>287)</sup>

세계 주요 거래소로 제한하여 최근 상황을 살펴보면 독일 거래소는 상장 수수료에 거의 의존하지 않고 있으며 런던 증권거래소는 2009년 10.7%에서 2015년 6.3%로 상장 수수료 비중이 크게 감소하였다. 거래 수수료 수입 비중도 NASDAQ-OMX, 런던 증권거래소, Euronext는 2009년에 비해 2015년에는 크게 감소하였다.

반면에 청산 등 거래체결이후 단계의 수입을 비교해 보면 NASDAQ-OMX, 런던 증권거래소, Euronext, 홍콩 거래소에서 2009년 대비 2015년에 큰 폭으로 증가하였다. 특히 NASDAQ-OMX는 IT 서비스 수입 비중이 2015년 매출에서 15%를 차지할 정도로 높아서 IT 부분에 특화되어 있음을 알 수 있다.

---

286) Ibid., p.319

287) Ibid., p.321

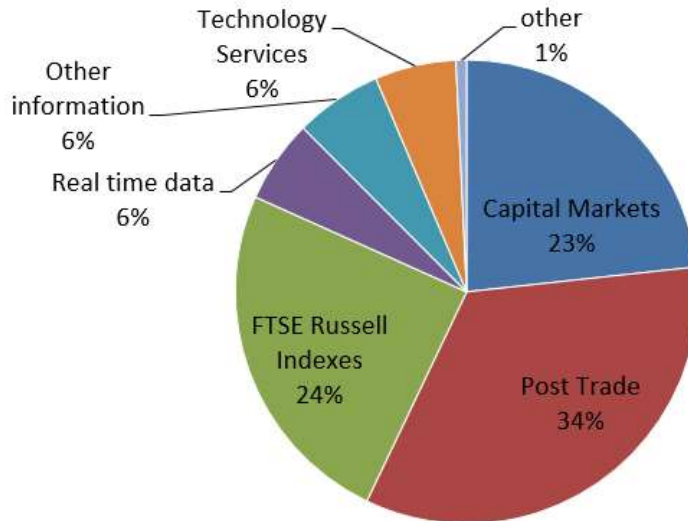
<표 IV-2> 세계 주요 거래소 매출 구조 비교

거래소	연도	상장	거래	거래채결 이후	데이터 판매	IT 서비스	기타
JPX 백만엔 (%)	2009	13,271 (21.9)	21,727 (35.8)	7,247 (11.9)	10,727 (17.7)		7,691 (12.7)
	2015	13,248 (11.5)	52,469 (45.7)	23,138 (20.2)	17,704 (15.4)		8,207 (7.2)
NASDAQ 백만달러 (%)	2009	324 (9.5)	2,105 (61.8)	499 (14.6)	325 (9.5)	145 (4.3)	11 (0.3)
	2015	264 (7.8)	1,315 (38.6)	769 (22.6)	512 (15.1)	543 (15.9)	
LSE 백만파운드 (%)	2009	69.1 (10.7)	235.6 (36.5)	91.6 (14.2)	173.6 (26.9)	33.9 (5.3)	40.9 (6.4)
	2015	88.8 (6.3)	241.5 (17.0)	479.8 (33.8)	517.4 (36.5)	80.6 (5.7)	10.5 (0.7)
ICE 백만달러 (%)	2009	407 (8.7)	3,427 (73.2)		403 (8.6)	223 (4.7)	224 (4.8)
	2015	405 (8.7)	3,228 (68.9)		871 (18.6)		178 (3.8)
DB 백만유로 (%)	2009		1,007.2 (48.9)	768.6 (37.3)	188.5 (9.1)	97.4 (4.7)	
	2015		1,378.5 (49.8)	942.4 (34.0)	447.9 (16.2)		
CME 백만달러 (%)	2009		2,161.9 (82.7)		331.1 (12.7)	45.6 (1.8)	74.2 (2.8)
	2015		2,783.9 (83.7)		399.4 (12.0)	86.1 (2.6)	57.4 (1.7)
HKEx 백만홍콩달러 (%)	2011	949 (14.0)	2,936 (43.3)	1,663 (24.5)	637 (9.4)		595 (8.8)
	2015	1,114 (9.4)	5,469 (46.2)	3,118 (26.4)	803 (6.8)		1,326 (11.2)

자료: 각 거래소 홈페이지

런던 증권거래소의 2015년 매출을 세분하여 보면 가장 비중이 큰 부분은 거래체결이후 단계로 34%를 차지하고 있으며 다음으로 주가지수 관련 사업으로 24%에 이르고 있다. 세번째로 많은 수입은 거래 수수료로 23%이다. 그밖에 실시간 데이터 전송 비중이 6%, 기술 관련 서비스 비중이 6%, 기타 정보사업 비중이 6%로 전통적 수입 분야가 아닌 사업 비중이 점차 커지고 있는 추세이다.

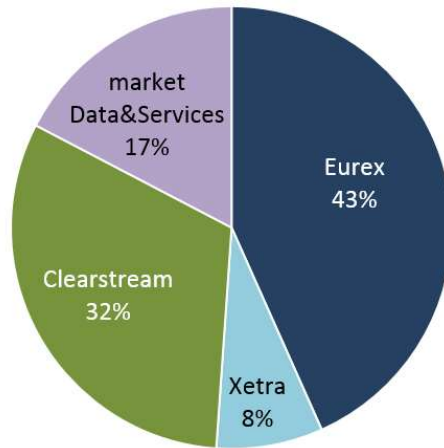
<그림 IV-9> 런던 증권거래소 부분별 매출 비중



주 : 2015년 기준  
 자료: 런던 증권거래소

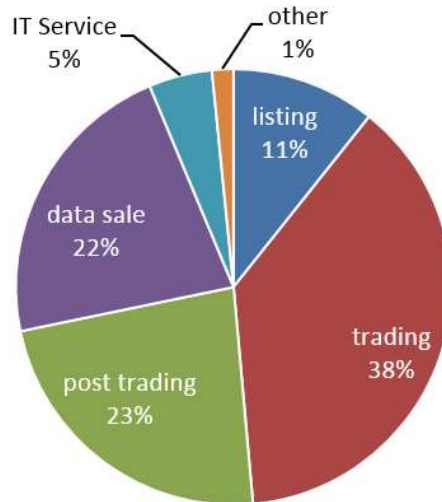
독일 거래소는 2015년 매출 중 거래 수수료 비중이 52%로 매우 높지만 이중 43%가 Eurex를 통한 파생상품 거래 수수료 비중으로 주식 거래 수수료 비중 8%에 비해 월등히 높다. 또한 Clearstream을 통한 결제 부분 수입 비중이 32%로 거래체결이후 서비스 비중이 매우 높은 것을 알 수 있다. 거래정보 판매 비중도 17%에 이르고 있다.

<그림 IV-10> 독일 거래소 부분별 매출 비중



주 : 2015년 기준  
자료: 독일 거래소

<그림 IV-11> 세계 주요 거래소 부분별 매출 비중



주 : 2015년 기준 (DB, NASDAQ, LSE, Euronext, JPX, TMX)  
자료: 각 거래소 홈페이지

그런데 세계 주요 거래소의 가치사슬이 바뀌는 주된 이유 중 하나는 실제 기업이 IPO에 적극적이지 않고 상장을 하지 않고도 주식을 거래할 수 있는 환경이 조성되고 있기 때문이다. Doidge et al.(2015)에 따르면 1975년에서 2012년까지 미국의 상장 기업 수는 14%나 줄어들었다. PEF(Private Equity Fund)가 발달하면서 미국 기업들이 굳이 규제 비용이 많이 드는 상장을 적극 모색할 이유가 없기 때문이라는 분석이 나오고 있다.<sup>288)</sup> 또한 비상장 회사여도 최근 크게 발달한 사적 자본 시장을 통해 주식을 거래할 수 있게 된 것도 상장을 과거만큼 선호하지 않게 된 이유로 제시되고 있다.<sup>289)</sup>

이런 상황을 고려하면 거래소 산업의 가치사슬이 기존 상장 및 거래 수수료에서 후선업무나 거래정보 판매, IT 서비스로 바뀌는 것은 불가피한 변화라고 할 수 있다.

#### 다. 지배 주주와 경영진의 변화

거래소 산업을 둘러싼 환경이 크게 변하면서 전체 산업의 매출이 정체되어 있고 전통적 수입원인 거래 수수료와 상장 수수료는 계속 하락하고 있다. 이러한 경영 환경의 변화 속에서 2000년 이후 주식을 공개하고 투자자를 모집했던 상장 거래소의 주주들 구성도 바뀌고 있다.

먼저 거래소의 회원으로 탈상호화 과정에서 지분을 다수 보유하였던 증권회사들의 주주 구성 비중이 급격히 하락하고 있다. IPO 당시 기존 회원들의 주식이 보다 많이 매각되지 않는 것이 우려될 정도였으나<sup>290)</sup> 시간이 경과함에 따라 증권회사들은 거래소 주식을 매각하였다.

288) Wigglesworth(2016.4.1)

289) The Economist(2016.10.22)

290) IPO 당시 기존 주주가 자기 지분 매각에 부정적이어서 소량의 주식만 거래되는 현상이 나타나기도 하였다. NYMEX는 공모상장일에 7%의 주식만 매각되었다. 한편 뉴욕 증권거래소 회원들은 Archipelago와의 합병 과정에서 5년간 주식을 팔지 못하였다(Gorham & Singh, 2009, loc.4263).

2015년 10월 기준으로 주요 거래소의 주주 구성을 분석하면 증권회사의 비중은 JPX의 7.95%를 최고로 ICE-NYSE 2.89%, NASDAQ-OMX 2.23%, CME 2.11%, CBOE 1.39%에 불과하다. 가장 지분을 많이 확보한 투자자들은 대형 펀드를 운용하는 자산운용회사와 국부펀드 등 재무적 투자자들로 ICE-NYSE 87.10%, 런던 증권거래소 72.08%, 독일 거래소 60.70%에 이르고 있다. 특히 BlackRock, Vanguard, 노르웨이 국부펀드가 글로벌 거래소의 주요 주주가 되었다.<sup>291)</sup>

일부 거래소에서는 적대적 M&A를 방어하거나 업무 제휴를 위해 전략적 투자자가 주요 주주로 등장하고 있다. 홍콩 거래소와 싱가포르 거래소는 각각 홍콩 정부와 싱가포르 정부가 직접 지분을 소유하고 있으며, 스페인 거래소 BMX와 Euronext에는 각각 스페인 은행들과 프랑스 은행들이 주요 주주로 나서고 있고 ASX와 TMX도 적대적 M&A를 막기 위한 장치로 기관투자자들의 투자가 유지되고 있다. 업무 제휴를 위한 거래소 간 지분 참여로는 두바이 거래소의 NASDAQ 투자와 브라질 BM&F Bovespa의 CME 지분참여가 대표적이다. 또한 국제 결제 서비스를 제공하는 Euroclear는 Euronext의 주요 주주로 참여하고 있다.<sup>292)</sup>

---

291) BlackRock은 ASX, CBOE, CME, DB, HKEx, ICE-NYSE, LSE, NASDAQ-OMX의 5대 주주이며, Vanguard는 ASX, BME, CBOE, CME, DB, HKEx, ICE-NYSE, JPX, NASDAQ-OMX, SGX, TMX의 5대 주주이다. 노르웨이 국부펀드는 ASX, BME, Euronext, HKEx, SGX, TMX의 5대 주주이다 (Geranio, 2016, loc.1905). 주요 주주 구성은 <부록-1>을 참조한다.

292) Ibid., loc.1953

<표 IV-3> 세계 주요 거래소의 주주 구성

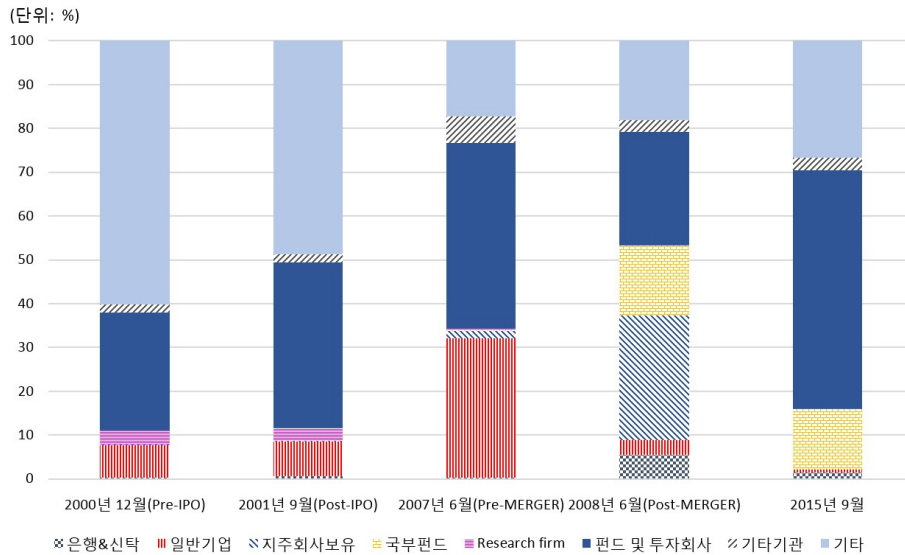
거래소	상장시기	투자자 유형 (%)			
		재무적 투자자	증권회사	전략적 투자자	전체
ASX	1998	26.55	NA	NA	26.55
BME	2006	24.05	-	8.32	32.37
CBOE	2010	69.28	1.39	0.97	71.64
CME	2002	76.74	2.11	4.49	83.34
DB	2001	60.70	-	-	60.70
Euronext	2001	48.43	-	18.00	66.43
HKEx	2000	14.59	-	5.63	20.21
ICE-NYSE	2006	87.10	2.89	1.61	91.60
JPX	2013	42.33	7.95	6.36	56.63
LSE	2001	72.08	-	18.66	90.74
NASDAQ-OMX	2002	76.19	2.23	18.44	96.86
SGX	2000	15.94	-	23.43	39.37
TMX	2005	28.34	-	0.79	29.13

자료: Geranio(2016) 재구성(2015. 10. 31. 기준)

런던 증권거래소의 주요 주주 구성 변화를 보면 IPO 직전 장외시장에서 주식이 거래되던 시점부터 대형 펀드가 26.98%를 투자하였으며 2007년 이탈리아 거래소와의 합병 직후 25.95%로 낮아졌으나 2015년 9월 시점에는 54.44%를 보유함으로써 가장 큰 투자자 그룹이 되었다.<sup>293)</sup>

293) 구체적 자료는 <부록-2>를 참조한다.

<그림 IV-12> 런던 증권거래소 주주 구성 변화 추이



자료: Geranio(2016) 재구성

세계 주요 거래소의 주요 주주로 대형 펀드가 등장하면서 경영진들은 주주가치를 더욱 높이려는 압박을 받기 쉽다. 탈상호화와 IPO로 소유권과 사용권이 분리된 상황에서 기존 회원들의 지분이 감소하고 전통적 수입원인 상장 및 거래 수수료가 줄어들자 주요 주주가 된 재무적 투자자들은 보다 공격적 경영을 요구할 가능성이 커졌다.

2009년 런던 증권거래소의 CEO로 취임한 Xavier Rolet은 57세(1959년 출생)로 리먼 브라더스의 프랑스 대표 출신이며, 2015년 독일 거래소의 CEO가 된 Carsten Kengeter는 49세(1967년 출생)로 UBS 중역 출신이다. 2003년 이후 NASDAQ-OMX의 CEO를 맡고 있는 Robert Greifeld는 59세(1957년 출생)로 IT 솔루션 회사인 선가드 중역 출신이다. 2010년 홍콩 거래소의 CEO가 된 LI Xiaojia는 55세(1961년 출생)로 JP Morgan 출신이다. 창립자가 계속 CEO를 맡고 있는 ICE-NYSE와 내부 승진으로 CEO가 된 CME를 제외하면 세계 주요 거래소의 CEO들은 대부

분 40대 후반에서 50대 정도의 투자은행 경력자라고 할 수 있다.<sup>294)</sup> 즉, 거래소 산업의 환경이 변화하면서 보다 젊고 공격적 성향의 외부인이 세계 주요 거래소의 CEO가 되는 경향이 나타나고 있다.<sup>295)</sup>

## 2. 거래소 산업의 재편 방향

### 가. 대형화

세계 증권거래소들은 1993년 스톡홀름 증권거래소의 탈상호화 이래로 지배구조의 큰 변화를 겪었으며 2000년부터 국경 간 합병이 본격화되면서 2016년 현재 합병을 통한 규모를 키우려는 경향이 나타났다. 자동화된 거래 시스템을 채택하면서 거래소 산업은 추가 거래에 따른 비용이 급격히 하락하였고 규모의 경제 효과를 얻기 위한 대형화가 가속화되었다.

특히 2013년 ICE의 뉴욕 증권거래소 합병으로 이미 2007년 CBOT, 2008년 NYMEX와의 합병으로 미국 최대 파생상품 거래소가 된 CME에 이어 시가총액 300억달러가 넘는 새로운 거래소 그룹이 탄생하였다.<sup>296)</sup> 두 거래소 그룹에 이어서 시가총액 3위는 중국 경제 성장의 효과를 크게 얻고 있는 294억달러의 홍콩 거래소이다. 시가총액 기준으로 4위와 5위는 각각 158.2억달러와 119.4억달러의 독일 거래소와 런던 증권거래소이며 2016년 합병이 마무리되면 시가총액이 300억달러에 가까운 글로벌 거래소가 될 전망이다.

294) Euronext의 CEO인 Stéphane Boujnah는 51세로 산탄데르 은행 출신이다.

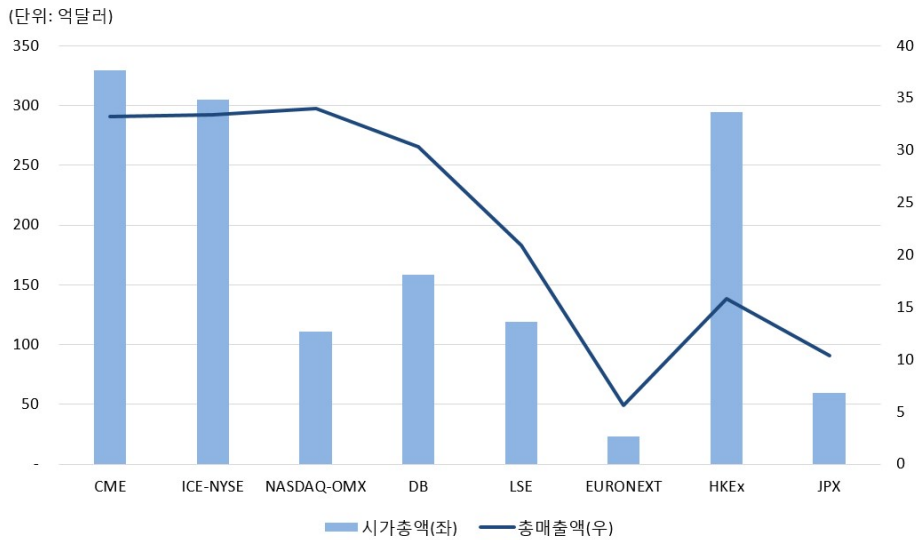
295) NASDAQ-OMX의 경우도 IT 솔루션 사업 비중이 다른 거래소에 비해서 높다는 점을 감안하면 IT 업계 경력의 CEO를 선정한 것도 공격적 경영을 위협이라고 볼 수 있다.

296) 2016년 6월말 기준으로 CME 그룹의 시가총액은 329.8억달러, ICE는 304.7억달러이다. 나머지 거래소의 시가총액도 모두 2016년 6월말 달러 환산 기준이다.

선두 그룹에 이어서 시가총액 111억달러인 NASDAQ-OMX, 뉴욕 증권거래소 및 LIFFE와 분리된 Euronext, 2013년 도쿄 증권거래소와 오사카 증권거래소의 통합으로 탄생한 JPX가 있지만 시가총액의 차이는 매우 크다. 두 거래소 그룹의 시가총액은 23.3억달러와 59.3억달러에 그치고 있다.

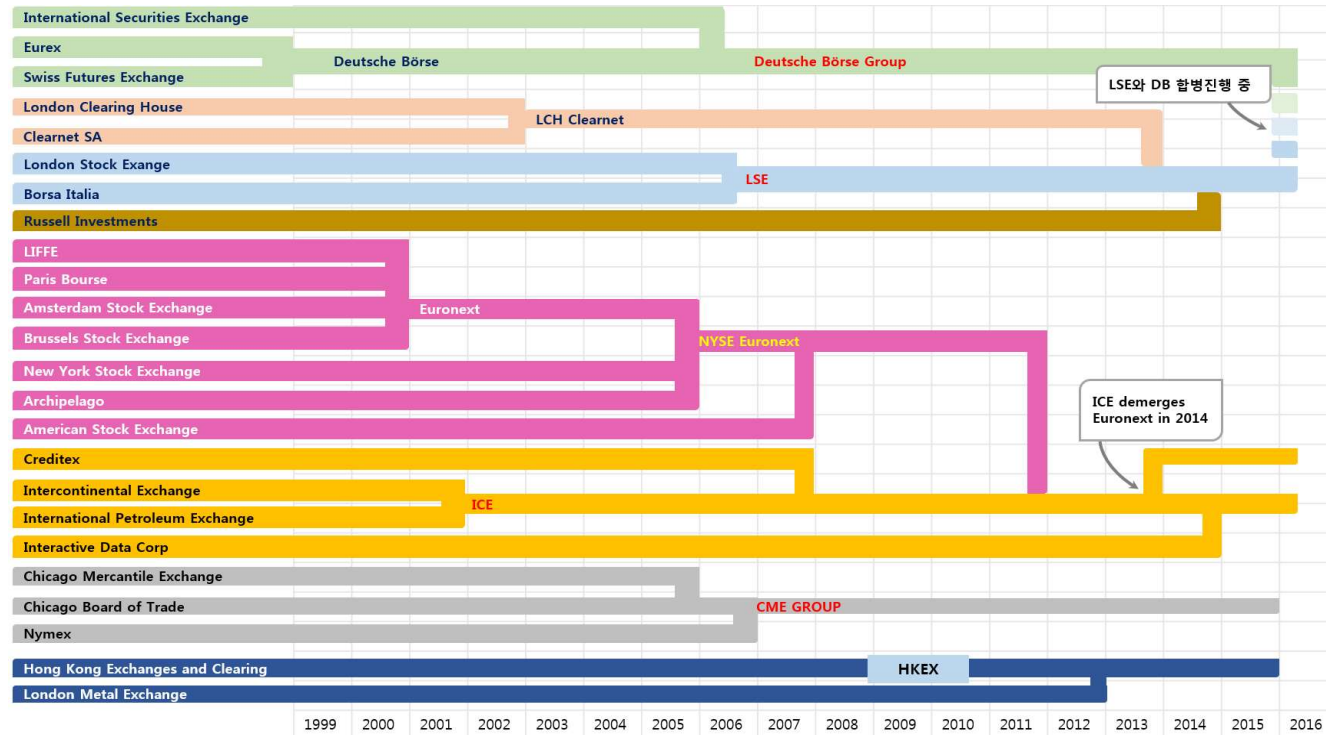
결과적으로 지금까지의 세계 거래소 산업 재편으로 시가총액 100억 달러 이상의 6개 거래소 그룹이 등장하였으며 조만간 300억달러 전후의 '빅4'로 재편될 가능성이 크다. 규모 면에서 상당히 큰 격차를 보이고 있는 2위 그룹의 상황을 볼 때 향후 거래소 산업은 중국을 제외하면 빅4가 주도할 가능성이 점차 커지고 있다(<그림 IV-14> 참조).

<그림 IV-13> 세계 주요 거래소 시가총액과 총매출액



주 : 시가총액은 2016년 6월말, 총매출액은 2015년 기준  
 자료: Bloomberg

<그림 IV-14> 글로벌 M&A 전개 과정



자료: Financial Times

## 나. 글로벌화

세계 거래소 산업의 두 번째 변화 방향은 글로벌화이다. 2000년 파리, 암스테르담, 브뤼셀 증권거래소의 합병으로 Euronext가 등장한 이후 2006년 뉴욕 증권거래소와 Euronext의 합병과 2007년 NASDAQ과 OMX 그룹의 합병은 모두 국경 간 합병으로 글로벌화를 지향하고 있다.<sup>297)</sup> 특히 2016년 합병이 추진 중인 독일 거래소와 런던 증권거래소는 2000년 이후 지속적으로 시도된 유럽 대표 거래소 창출 노력의 결실이라고 할 수 있다.

글로벌화는 미국과 유럽을 중심으로 한 소수의 초대형 거래소 그룹을 만들어 냈지만 2000년대 붐을 이루었던 미국과 유럽의 거래소 통합과 같은 대륙 간 M&A는 뉴욕 증권거래소와 Euronext가 결국 분리된 것처럼 당초 기대한 시너지 효과를 거두지는 못하였다.<sup>298)</sup> 이는 너무 차이가 큰 대륙 간 규제 체계가 합병 효과를 떨어뜨렸다고 할 수 있다.<sup>299)</sup>

그러나 빅4에 해당하는 글로벌 거래소 그룹과 NASDAQ-OMX를 제외하면 글로벌화는 뚜렷하지 않다. 홍콩 거래소가 2012년 LME를 인수하는 국경 간 합병에 성공했지만 기존 플랫폼의 통합이 아닌 원자재 파생상품 거래소의 인수였다. JPX는 별도의 국경 간 M&A 시도를 하지 않고 있다.

특히 2010년 10월 싱가포르 거래소가 호주 증권거래소를 83억달러에 인수하여 당시 기준으로 세계 5위의 글로벌 거래소 그룹을 만들겠다는 계획을 발표하였으나<sup>300)</sup> 호주 정부와 의회의 반대로 무위로 돌아갔다.<sup>301)</sup>

297) 증권거래소의 국경 간 합병 이외에도 파생상품 거래소가 개입된 글로벌화 경향도 뚜렷하다. 2001년 ICE와 IPE(International Petroleum Exchange) 합병, 2002년 Euronext와 LIFFE의 합병, 2007년 독일 거래소의 ISE 합병, 2012년 홍콩 거래소의 LME이 합병이 대표적이다.

298) Gorham & Singh(2009, loc.4338)

299) Hasan et al.(2010)은 계량분석을 통해 M&A나 조인트 벤처가 재무적으로 양의 효과를 거두었다고 분석했지만 규제 차이로 인해 효과가 저하될 것을 우려하였다.

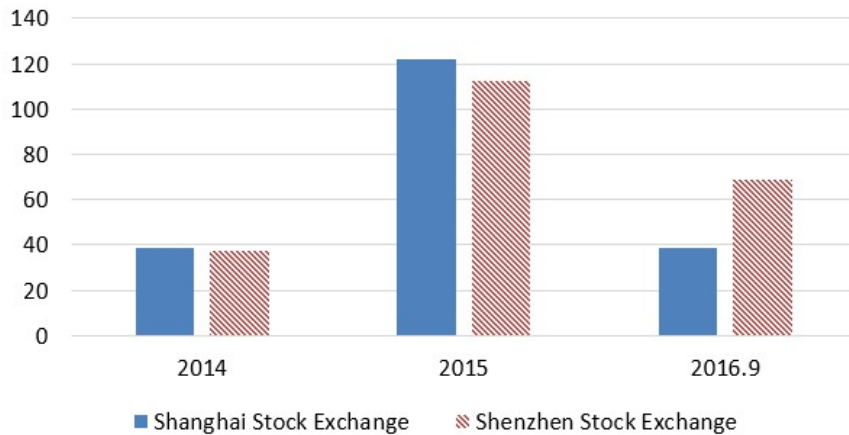
300) Thurlow & Venkat(2010.10.25)

싱가포르 거래소의 호주 증권거래소 인수 실패는 거래소 산업의 글로벌화에 있어서 각국의 애국주의적 경제정책이 걸림돌이 되고 있음을 보여주었다.<sup>302)</sup>

지금 시점에서 글로벌화의 주요한 과제는 가장 역동적인 시장이라고 할 수 있는 중국 주식 시장의 진출이라고 할 수 있다. 중국의 양대 증권거래소인 상하이 증권거래소와 셴젠 증권거래소의 월별 주식 거래대금은 2015년 뉴욕 증권거래소를 넘어설 정도로 급격한 성장세를 보이고 있다. 비록 중국 당국의 과열 방지 조치로 2016년 들어서 상하이 증권거래소의 거래대금은 뉴욕 증권거래소의 39%, 셴젠 증권거래소의 거래대금은 69% 수준으로 낮아졌지만 중국 주식 시장의 잠재적 성장성은 미국과 유럽 주식 시장을 넘어서고 있다.

<그림 IV-15> 중국 주요 증권거래소의 거래대금 비중 추이

(단위: %)



주 : 뉴욕 증권거래소 대비 월별 거래대금 비중  
 자료: WFE

301) Smith & Kok(2011)

302) Reuters(2011)

## 다. 수직통합화

세계 주요 거래소들은 2000년대 이후의 M&A를 통해 자신과 비슷한 유형의 거래소를 통합함으로써 규모의 경제 효과, 즉 수평적 통합을 추구하였다. 특히 EU는 미국에 비해 10배나 높은 유럽의 국경 간 증권 결제 비용을 낮추기 위해서 자본 시장 인프라스트럭처 기구들의 경쟁력을 높이고자 하였다. 그 결과 유럽집행위원회는 2006년 ‘유럽 청산·결제시장에 대한 행동규약(European Code of Conduct for Clearing and Settlement)’을 발표하면서 청산과 결제 서비스 제공자 간의 경쟁을 독려하였다.<sup>303)</sup> 그리하여 2006년과 2009년 사이 유럽 주식 시장에서 거래체결이후 단계 비용이 25% 하락하는 성과를 거두었다.<sup>304)</sup>

그러나 최근 들어 거래체결에서 청산 및 결제에 이르는 전 과정을 단일한 주체가 일관되게 처리하는 수직적 통합이 오히려 더 큰 힘을 얻고 있다. 특히 글로벌 금융위기 이후 새로 정립된 ‘금융시장 인프라스트럭처에 대한 원칙(Principles for Financial Market Infrastructures: PFMI)’에서 시장의 안정성을 위해 청산 및 결제 기구 간 과도한 경쟁을 지양할 것을 명시하면서 경쟁을 통해 비용을 낮추자는 EU의 의도는 약화되었다. 또한 각각 전체 거래 비용의 19%와 4%를 차지하고 있는 청산 및 결제 서비스는 급격히 하락하고 있는 거래체결 비용에 비해 상대적으로 안정적 수입원이 되고 있고<sup>305)</sup> 다른 한편으로 고객 이탈을 방지<sup>306)</sup>할 수 있어서 주요 거래소는 수직적 통합을 중시하게 되었다.

가장 대표적인 수직통합 모델은 독일 거래소이다. 독일 거래소는 상장, 주식/채권/파생상품 거래체결, 청산, 국내 및 국제 결제, 데이터 판매, IT 서비스에 걸친 제반 서비스를 모두 직접 수행하고 있다.

303) 남길남 · 이종은(2008)

304) Oxera(2011)

305) 2009년 유럽 주식 시장의 거래체결 비용은 2006년에 비해 73% 하락하였다 (Ibid.).

306) 고객은 담보관리를 제공하는 청산 서비스를 쉽게 교체하기 어렵다.

<표 IV-4> 세계 주요 거래소의 기능 비교

	DB	LSE	Euronext	ICE	CME	NASDAQ-OMX	HKEx
상장	V	V	V	V		V	V
주식 거래	V	V	V	V		V	V
채권 거래	V	△	V	V	V	△	V
파생상품 거래	V	△	V	V	V	△	V
기타 상품 거래	V	V	V	V	V		V
청산	V	V	V	V	V	△	V
국내 예탁결제	V	V	△				V
국제 예탁결제	V	V	△				
데이터 판매	V	V	V	V	V	V	V
IT 서비스	V	V				V	

주 : △는 일부 지역에 한정된 서비스  
 자료: Geranio(2016) 재구성

런던 증권거래소와 Euronext는 청산과 결제를 외부 전문 업체에 의뢰하는 수평적 모델이었으나 2008년 런던 증권거래소가 청산회사인 LCH.Clearnet을 인수하면서 수직통합을 이루었다. Euronext는 2018년까지 LCH.Clearnet의 청산서비스를 이용할 계획이지만 2016년 8월 또 다른 청산회사 EuroCCP의 지분 20%를 매입하면서 수평적 모델에서 수직적 통합으로 방향을 선회하고 있다.<sup>307)</sup> 이밖에 ICE, CME, 홍콩 거래소는 모두 직접 소유한 청산 자회사를 통해 주식과 파생상품의 청산을 직접 처리하고 있다.

307) Euronext(2016.8.17)

## 라. 증권과 파생상품 거래의 통합화

글로벌 거래소들은 규모의 경제 효과와 함께 증권거래소와 파생상품 거래소의 통합을 통해 범위의 경제 효과를 추구하고 있다. 전통적으로 증권거래소와 파생상품 거래소는 독립적으로 발달해 왔으나 1990년대 이후 주요 거래소들은 증권과 파생상품을 동시에 취급하려는 경향이 뚜렷해지고 있다.

스웨덴 스톡홀름 증권거래소가 1998년 파생상품 거래소 OM에 인수된 것을 시초로 2000년 홍콩 증권거래소와 홍콩 선물거래소가 합병되었으며, 2001년 Euronext는 영국의 파생상품 거래소 LIFFE를 인수하였고 2006년 호주 증권거래소가 시드니 선물거래소를 인수하면서 통합 거래소가 되었다.

뉴욕 증권거래소와 런던 증권거래소는 전통적으로 파생상품을 취급하지 않았으나 거래소 산업의 변화 속에서 파생상품 시장으로의 확대를 모색하였다.<sup>308)</sup> 오랜 노력 끝에 뉴욕 증권거래소는 ETF와 함께 주식 옵션을 주로 거래하던 AMEX를 2008년 인수하였으며 2012년 에너지 파생상품 거래로 성장한 ICE에 인수되면서 파생상품과의 시너지를 높일 수 있게 되었다. 런던 증권거래소도 Eurex를 소유한 독일 거래소와의 합병이 성공하면 주식과 파생상품 거래 통합 효과를 누릴 전망이다. 2016년 9월 CBOE가 인수를 발표한 BATS의 경우도 파생상품 거래소와 주식 및 ETF 거래소의 통합이라는 점에서 최근의 흐름을 반영하고 있다고 할 수 있다.

## 마. 대체거래시설과의 경쟁 격화

글로벌 거래소의 다섯 번째 흐름은 전통적인 증권거래소들과 새롭게 등장한 대체거래시설인 미국의 ATS와 유럽의 MTF 그리고 OTC 거래시설과의 경쟁 심화이다. 미국의 ATS는 1980년대 중반 등장하였으며 초기

308) Harris(2010, p.247)

에는 고객의 주문을 자동으로 전송하는 단순 ECN 형태였으나 점차 다양한 매매 기법을 구현하며 뉴욕 증권거래소나 NASDAQ을 위협했다. 미국에서 ATS가 본격적으로 제도권에 들어온 계기는 SEC가 1998년 제정한 Reg ATS의 도입이다. 특히 2007년 미국의 Reg NMS와 유럽의 MiFID 도입으로 거래시설 간 경쟁이 더욱 격화되었다. 미국의 트레이더들은 다양한 거래시설 중에서 SOR(Smart Order Router)의 도움을 받아 최선체결이 가능한 거래소나 ATS를 찾아내 거래를 체결하였다.

또한 시장 충격을 최소화하고 정보유출에 따른 선행매매를 방지할 수 있도록 기관투자자의 대량 주문을 익명으로 처리하는 Dark Pool이 크게 발달하기 시작하였다. 2013년 10월 기준으로 미국의 44개 ATS 중 40개가 Dark Pool로 조사되었으며 2015년 10월 기준으로 S&P 500 종목 거래의 67%만이 주문이 표시되는 'Lit market'에서 거래된 것으로 조사되었다.<sup>309)</sup>

특히 미국 주식 시장은 대형 증권거래소가 다수의 대체거래시설을 직접 소유하는 형태로 시장에 참여하고 있는데 S&P 500 종목을 거래는 거래시설의 종류와 관계없이 증권거래소별로 구분하면 NASDAQ 계열<sup>310)</sup>이 49%, 뉴욕 증권거래소 계열<sup>311)</sup>이 32%, BATS 계열<sup>312)</sup>이 19%를 점유하는 것으로 조사되었다. 결과적으로 미국 주식 시장에서는 대형 증권거래소가 대체거래시설을 소유하는 방식으로 대체거래시설과의 경쟁에 맞서고 있음을 알 수 있다.<sup>313)</sup>

---

309) Geranio(2016, loc.1587)

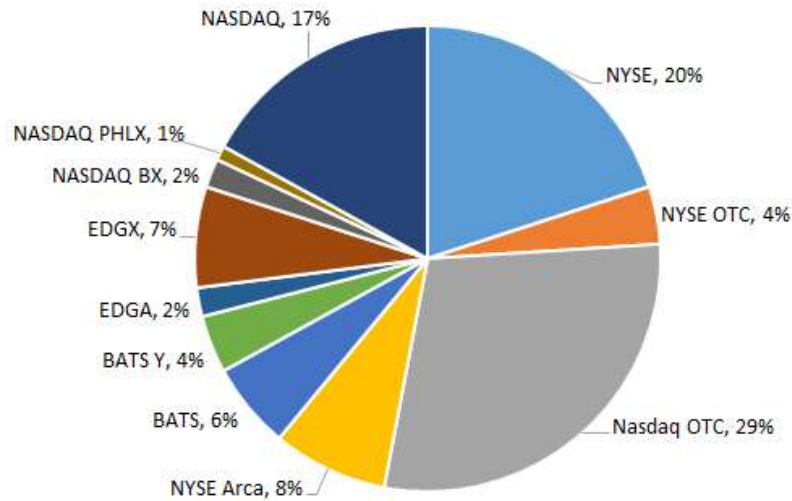
310) NASDAQ, Nqpx, Nsdq, Nqdx, NASDAQ OTC

311) NYSE, Arca, NYSE Mkt, Amex, NYSE OTC

312) BATS, Edga, Edgx, Byx, Bzx

313) Geranio(2016, loc.1609)

<그림 IV-16> 미국 S&P 500 종목의 거래시설별 거래 비중

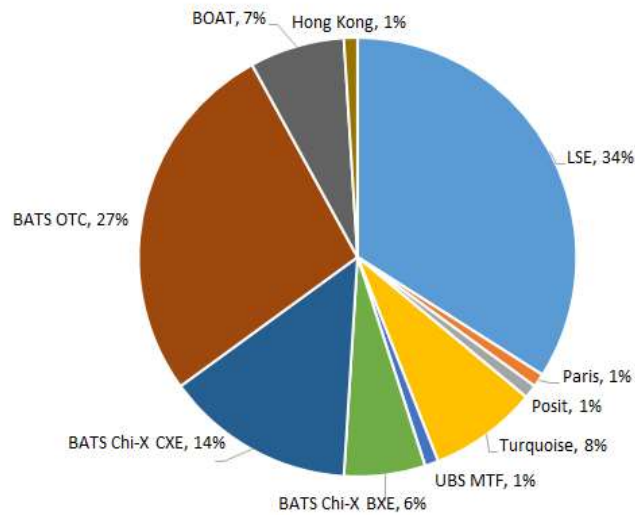


주 : 2015년 10월 12~16일  
 자료: Geranio(2016)

유럽의 경우 대체거래시설의 등장은 미국에 비해 상당히 늦게 나타났다. MiFID 도입 이전까지 ISD에 의해 모든 주식의 거래는 1차로 상장된 증권거래소에서 하도록 하는 집중의무 규정으로 인해 미국의 ATS와 유사한 형태의 거래시설이 등장할 수 없었다.

그런데 MiFID 도입으로 거래시설 간 경쟁이 가능해지자 유럽판 ATS인 MTF가 본격적으로 등장하였다. 영국의 경우 FTSE 100 종목 거래의 44%만이 Lit market에서 거래되는 것으로 조사되었다. 영국의 주식거래는 MTF인 Turquoise를 인수한 런던 증권거래소가 전체 거래의 42%를 차지하고 있으나 BATS 계열은 총 47%에 이르고 있어서 후발주자인 MTF의 영향력이 미국에 비해서 더 크다고 할 수 있다.

<그림 IV-17> 영국 FTSE 100 종목의 거래시설별 거래 비중



주 : 2015년 10월 12~16일  
 자료: Geranio(2016)

한편 기관투자자의 익명 거래를 보장하기 위해 등장한 Dark Pool의 불공정성에 대한 시장의 우려가 점점 커지면서 규제 움직임이 나타나고 있다. Dark Pool에 대한 문제제기는 무엇보다 사용자가 Dark Pool의 운영 정보를 알지 못하고 있으며 따라서 서비스에 대한 평가가 어렵다는 점이다. 특히 전문적 트레이더들과 대형 은행들이 사용 고객의 정보를 알아내기 위한 미끼 주문을 던지는 경우도 나타나고 있다.<sup>314)</sup>

특히 미국에서는 Dark Pool의 불투명성을 이용하여 수익을 내는 HFT 거래자들에 대한 사회적 문제제기가 커졌으며,<sup>315)</sup> SEC는 일련의 조사를

314) Ibid., loc.1722

315) 2014년 출간된 Michael Lewis의 'Flash Boys'로 인해 Dark Pool의 정보를 이용하여 빠른 매매속도를 기반으로 고객의 주문을 통해 수익을 창출하는 HFT에 대한 미국 내 부정적 인식이 크게 확대되었다. 그런데 Lewis는 Reg NMS의 최선체결 규정과 거래소마다 다양한 거래 수수료와 리베이트로 인해 HFT 트레이더가 미끼 호가를 통해 다른 거래자의 거래 비용을 높여 수익으로 삼았다고 주

통해 불공정 행위가 드러난 Dark Pool 운영업체들을 제재하였다.<sup>316)</sup> 기존 Dark Pool에 대한 대안으로 HFT의 속도차별을 통제하여 불공정 가능성을 낮춘 새로운 형태의 Dark Pool이 나타나고 있다. 독립적 Dark Pool을 내세웠던 IEX가 2013년 설립되었으며 2016년에는 SEC로부터 증권거래소로 인가를 받았다.<sup>317)</sup> 또한 Dark Pool의 주요 고객이었던 기관투자자들이 직접 Dark Pool을 설립하는 사례도 나타났다.<sup>318)</sup>

미국 이외의 지역에서는 Dark Pool을 아예 제도적으로 제한하려는 경향이 커지고 있다. 2018년부터 시행될 MiFID II에서는 Dark Pool에서 거래되는 개별 주식의 거래한도를 부여할 예정이다.<sup>319)</sup> 홍콩 규제 당국은 Dark Pool을 기관투자자 전용으로 제한하여 개인투자자의 접근을 막았으며, 캐나다와 호주는 Dark Pool로 전송되는 주문은 더 좋은 가격조건이 있을 때로만 한정하였다.<sup>320)</sup>

결과적으로 미국과 유럽에서 2000년대 중반 이후 거래시설 간의 경쟁이 촉진되면서 BATS를 비롯한 대체거래시설이 성장하였고 전통적 증권거래소의 입지가 크게 위축되었다. 이에 대해 증권거래소들은 대체거래시설을 인수하거나 설립하는 방식으로 대응하였다. 한편 Dark Pool과 HFT에 대한 규제 당국의 부정적 인식이 확대되면서 각종 규제가 도입되는 추세이다.

---

장하였다(Lewis, 2014, p.96).

316) 2015년 8월 SEC는 ITG의 Dark Pool에 대한 불법행위에 대한 책임을 물어 2억 300만달러를 과징금으로 부과하였으며 2016년 1월 Dark Pool을 운영하던 Barclays와 Credit Suisse의 불법행위에 대해 1억 5,430만달러의 과징금을 부과하였다(Robinson & Mamudi, 2015.8.12, Hope & Strasburg, 2016.1.31).

317) Michaels(2016)

318) 주요 자산운용사가 포함된 73개 기관투자자들은 Luminex라는 컨소시엄을 구성해서 HFT가 배제된 Dark Pool 창설에 합의하였다(Hope, 2015.10.29).

319) 개별 Dark Pool의 한도는 개별 주식 거래량의 4%이며 Dark Pool 전체로는 개별 주식 거래량의 8%를 넘지 못하게 할 전망이다(Detrixhe, 2016.1.14).

320) Geranio(2016, loc.1780)

## 바. 종합 가격 정보 비즈니스 구축

글로벌 거래소들은 전통적 수입 모델이었던 상장 및 거래 수수료에 대한 의존도를 낮추고 사업을 다각화하고 있는데 특히 기존 취급상품인 장내 증권과 파생상품 영역을 벗어나 장외 상품으로 사업 범위를 넓히고 있다.

대표적으로 2013년 뉴욕 증권거래소를 인수한 ICE는 2014년 리스크 관리 비즈니스와 장외 파생상품 평가정보를 제공하는 SuperDerivatives를 인수했으며 2015년 채권을 비롯한 장외 거래 상품의 평가정보를 제공하는 IDC를 인수했다. 이어서 에너지 장외파생상품 전자거래 플랫폼 회사인 Trayport를 CME의 경쟁을 물리치고 인수했다.<sup>321)</sup> 장외 거래 상품 영역에 대한 진출은 독일 거래소도 마찬가지로 2015년 외환거래 플랫폼 회사인 360T를 인수하였다.<sup>322)</sup> 글로벌 거래소들의 장외 상품 관련 업체 인수는 비즈니스를 다각화하기 위한 전략의 일환이지만 이제는 장내외를 구분하지 않고 최대한 많은 자산의 가격 정보를 확보하여 정보 사업을 구축하려는 목적이 담겨 있다.

증권거래소의 가격 정보 활용은 1867년 주가표시기 도입부터 시작되었으나 초기에는 수익 모델이라기보다 트레이딩 플로어의 독점적 가격 정보를 제한적으로 배포하는 수동적 서비스에 그쳤다. 그런데 컴퓨터와 네트워크의 발달로 전통적 거래소의 거래체결 우위가 점점 사라지자 글로벌 거래소들은 그동안 부가서비스에 그쳤던 가격 정보를 점점 수익 모델로 삼게 되었으며 현재는 장내외 상품을 포괄하는 방향으로 발달하고 있다.

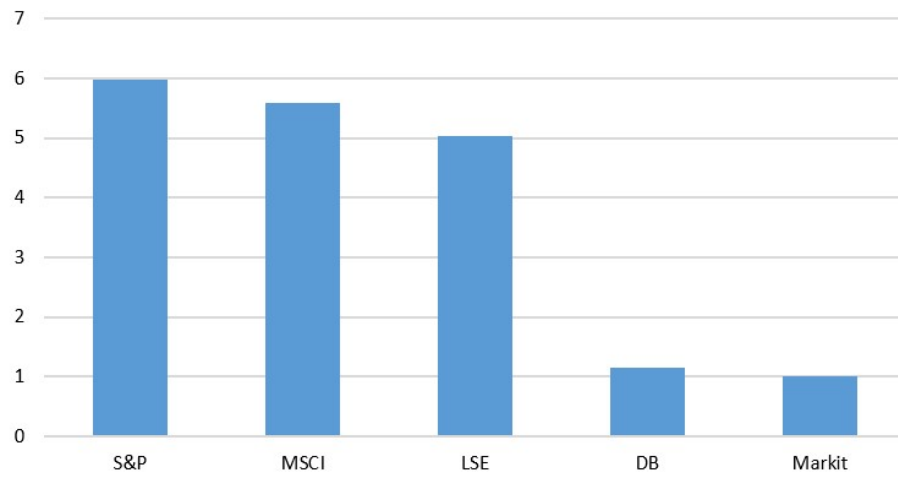
또한 글로벌 거래소들은 기존 주식 가격 정보를 활용한 주가지수 서비스 사업에도 적극 참여하고 있다. 런던 증권거래소는 2011년 FTSE 지수, 2014년 Russell 지수를 매입하였다. 독일 거래소는 2015년 Stoxx 지수를 인수하였는데 두 거래소의 합병은 지수 부분의 통합으로 이어져 기존 지수 사업자들인 S&P와 MSCI를 위협할 전망이다.

321) Stafford(2015.11.8)

322) Vasagar & Stafford(2015.7.26)

<그림 IV-18> 주요 지수 사업자 매출 비교

(단위: 억달러)



주 : 2015년 기준

자료: Thomson Reuters Datastream, S&P Capital IQ, ETFG

## V. 시사점

---



## V. 시사점

세계 거래소 산업의 변화 속에서 국내 관련 산업도 여러 차례에 걸쳐 구조적 변화를 겪었다. 2000년 들어 정부는 자본 시장의 효율성 제고와 경쟁력 강화를 위해서 증권선물시장의 개편 필요성을 제기하였고 2003년 8월 정부의 ‘증권선물시장 선진화를 위한 추진계획(이하, 선진화 계획)’으로 구체화되었다. 선진화 계획은 국제경쟁력이 있는 증권선물시장의 구축을 목표로 매매, 청산, 결제 및 예탁, 전산을 3단계에 걸쳐 통합하는 방안을 담고 있었다.<sup>323)</sup>

선진화 계획의 1단계에 따라 2005년 1월 통합거래소인 KRX가 출범하였다. 2006년 9월에는 상장추진위원회가 구성되어 IPO를 위한 공동주관회사 선정까지 마쳤다. 그러나 영리기업으로 전환될 KRX의 공익성을 어떻게 확보할지에 대한 논쟁이 커지면서 IPO 추진은 중단되었다.

그 후 KRX의 지배구조 개편은 2015년 지주회사 전환을 목표로 다시 추진되었다.<sup>324)</sup> 지주회사 개편을 위해 자본시장법을 개정하고 지주회사의 자회사로 코스피, 코스닥, 파생상품시장을 두고 개별 자회사에서 체결된 거래의 청산은 전문화된 청산회사가 담당하고 시장감시 기능은 별도로 분리된 비영리의 시장감시법인에 위탁할 계획이었다. IPO는 지주회사를 상장하는 방식으로 추진할 예정이었다.

그러나 현재 국내 거래소 산업의 개편은 국제적으로 거래소의 IPO가 가장 활발했던 2000년대에 결실을 맺지 못하면서 세계적 흐름과 격차를

---

323) 1단계로 통합거래소를 설립하고 청산 등 지원기능을 통합하는 장내시장 통합을 이루고, 2단계로 장내시장 청산기능을 재편하고 회원제도 및 수수료 체계를 개편하여 장내시장의 효율성을 제고하며 3단계로 장내외 거래에 대한 통합 청산·결제 시스템을 구축하여 선진화를 완료할 계획이었다.

324) 2015년 7월 금융위원회는 ‘거래소 시장 경쟁력 강화 방안 추진’을 통해 한국거래소지주를 설립할 계획을 발표하였다. 이 계획에는 가칭 한국거래소지주의 설립, 코스닥과 코넥스 시장의 경쟁력 강화, 한국거래소지주의 IPO 및 국제화 추진, ATS 규제 완화 등 거래소 산업의 경쟁 환경을 조성할 수 있는 방안들이 포함되어 있었다.

보이고 있다. 2003년의 선진화 계획에서 2015년 지주회사 개편 사이에는 12년의 시간차가 존재하는데 IV장에서 살펴보았듯이 글로벌 금융위기 이후 거래소 산업 환경은 그 사이 크게 바뀌었다.

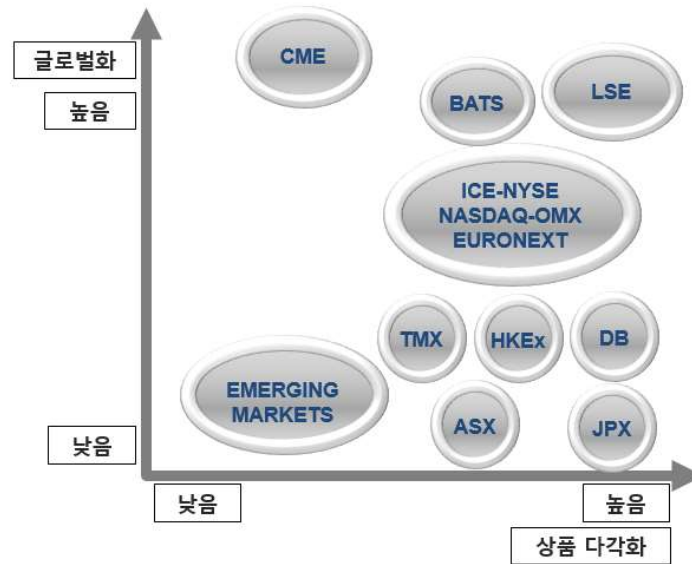
미국과 유럽의 주요 거래소들은 매출이 정체되고 있으며 수익성도 과거에 비해 둔화되었고 이 과정에서 주요 거래소의 수입 구조도 달라졌다. 거래 수수료나 상장 수수료의 비중은 큰 폭으로 감소하였으며 거래체결이 후 단계와 데이터 판매나 주가지수 관련 수수료 등 정보 부분의 수입 비중이 상당히 증가하였다.

IPO를 마친 주요 거래소의 주주 구성도 변화었는데 IPO 초기에는 거래소의 기존 회원들이 주요 주주였으나 현재는 뮤추얼 펀드나 국부펀드 등 재무적 투자자가 주요 주주의 자리를 차지하였다. 재무적 투자자의 증가와 가치사슬의 변화로 인해 주요 거래소의 경영진은 더욱 공격적인 경영 전략을 취하게 되었다. 그 결과 주요 거래소들은 M&A를 통해 몸집을 키우면서 글로벌화와 상품의 다각화를 선도하고 있다(<그림 V-1> 참조).

따라서 국내 거래소 지배구조의 개편은 이제 새롭게 변한 국제적 상황을 감안하여 기계적 답습이 아니라 보다 현실적 관점에서 방향을 설정할 필요가 있다. 2000년대 미국과 유럽 대형 거래소의 초기 개편 모습을 모범답안으로 설정하기 보다는 거래소 시장의 제반 참가자들의 이해를 반영하고 산업 경쟁력을 높이기 위한 방향으로 지배구조 개편 논의가 진행되어야 한다.

무엇보다 거래자들의 다양한 요구에 부응할 수 있는 거래 서비스를 제공할 수 있어야 한다. 체결 속도의 개선은 물론 대형 연기금의 등장으로 시장충격비용에 대한 거래자들의 커져가는 관심을 반영해야 할 것이다. 미국에서 기관투자자의 요구를 반영하여 거래 주문의 익명성을 보장한 Dark Pool 방식의 'Instinet Crossing'이 1986년 최초로 등장한 것을 감안하면 국내 자본 시장 서비스의 개선은 때늦은 면도 있다.

<그림 V-1> 세계 주요 거래소의 변화 방향



자료: Geranio(2016)

또한 전통적 수익 부문의 침체로 증권회사들의 비용 절감 압박은 매매 체결 비용의 감축 시도로 나타날 가능성이 있으며 주문의 내부 체결을 모색하거나 별도의 ATS 설립 유인이 커질 수 있다. 물론 매매체결의 경쟁 구도가 무조건 정답이라고 할 수는 없다. 대안적 모델로 미국과 유럽의 사례에서 볼 수 있듯이 대형 거래소 그룹의 자회사로 ATS를 설립하는 방안도 고려할 수 있다.

결론적으로 향후 개편 논의는 경쟁력 있는 자본 시장 인프라스트럭처의 구축을 전제로 자본 시장 참여자들의 분화된 요구를 충족시키는 방향으로 전개되어야 할 것이다.



## 참 고 문 헌

---



## 참 고 문 헌

- 김근수·변진호, 2002, 『시장간 경쟁과 그 대응: NYSE와 NASDAQ을 중심으로』, 자본시장연구원 조사보고서 02-02.
- 남길남·이종은, 2008, 유럽 청산·결제서비스시장의 변화, 자본시장연구원 『자본시장포럼』 여름호.
- 변진호·엄경식·공경신·윤지아, 2002, 『주식거래 ATS의 의미와 전망 -ECN을 중심으로』, 자본시장연구원 조사보고서 02-06.
- 엄경식·장병훈, 2007, 『미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 07-01.
- 이인형·강소현·김준석, 2012, 『글로벌 거래소 변화양상과 시사점』, 자본시장연구원 연구보고서 12-05.
- 이효섭, 2016, 『글로벌 파생상품 거래소의 혁신 전략 및 시사점』, 자본시장연구원 조사보고서 16-01.
- Aggarwal, R., 2002, Demutualization and corporate governance of stock exchanges, *Journal of Applied Corporate Finance* 15(1), 105-113.
- Aggarwal, R., Dahiya, S., 2006, Demutualization and public offerings of financial exchanges, *Journal of Applied Corporate Finance*, 18(3), 96-106.
- Akhtar, S., 2002, *Demutualization of Stock Exchanges: Problems, Solutions and Case Studies*, Asian Development Bank.
- Altaf, S., 2009, Demutualization of stock exchanges; a case study: London Stock Exchange and Hong Kong Stock Exchange, University of SKOVDE-School of technology and society.

- Amira, K., Muzere, M.L., 2011, Competition among stock exchanges for equity, *Journal of Banking & Finance* 35(9), 2355-2373.
- Andersen, A., 2005, Essays on stock exchange competition and pricing, Helsinki School of Economics.
- Angel, J.J., 2003, Discussion of 'Stock exchange governance and market quality' by Krishnamurti, Sequeira, and Fangjian, *Journal of Banking & Finance* 27(9), 1878-1881.
- Angulo, L.P., Slimane, F.B., Alidou, D., 2014, The London Stock Exchange strategic corporate governance restructuring after demutualization, *Journal of Applied Business Research* 30(1), 211-226.
- Arnett, G.W., 2011, *Global Securities Markets: Navigating the World's Exchanges and OTC Markets*.
- Arnold, T., Hersch, P., Mulherin, J.H., Netter, J., 1999, Merging Markets, *The Journal of Finance* 54(3), 1083-1107.
- Barker, A., 2012. 2. 1, Europe thwarts DB-NYSE deal, Financial Times.
- Berg, E.N., 1989. 1. 30, F.B.I. commodities 'sting': fast money, secret lives, New York Times.
- Bodek, H., 2013, *The Problem of HFT - Collected Writings on High Frequency Trading & Stock Market Structure Reform Paperback*, CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Bodek, H., Dolgoplov, S., 2015, *The Market Structure Crisis: Electronic Stock Markets, High Frequency Trading, and Dark Pools*, CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Boskovic, T., Cerruti, C., Noel, M., 2010, Comparing european and U.S. securities regulations: 184, World Bank working papers.

- Bradley, C., 2001, Demutualization of financial exchanges: business as usual, *Northwestern Journal of International Law & Business* 21(3), 657-702.
- Brown, W.O., Mulherin, J.H., Weidenmier, M.D., 2008, Competing with the New York Stock Exchange, *The Quarterly Journal of Economics* 123(4), 1679-1719.
- Bullock, N., 2016. 3. 10, Nasdaq shares fall after deal to buy options business ISE, Financial Times.
- Callaghan, H., Lagneau-Ymonet, P., 2012, The phantom of Palais Brongniart: economic patriotism and the Paris Stock Exchange, *Journal of European Public Policy* 19(3), 388-404.
- Carruthers, B.G., 2013, Diverging derivatives: law, governance and modern financial markets, *Journal of Comparative Economics* 41(2), 386-400.
- Carson, J., 2011, Self-Regulation in Securities Markets, World Bank Policy Research working paper No. 5542.
- Cary, W.L., 1963, Self-regulation in the securities industry, *American Bar association Journal* 49(3), 244-247.
- Cespa, G., Foucault, T., 2014, Sale of price information by exchanges: does it promote price discovery? *Management Science* 60(1), 148-165.
- Chancellor, E., 1999, *Devil Take the Hindmost: a History of Financial Speculation*, Farrar, Straus and Giroux.
- Christiansen, H., Koldertsova, A., 2009, The role of stock exchanges in corporate governance, *Financial Market Trends* 10(1), 191-220.

- Claessens, S., Djankov, S., Nenova, T., 2000, Corporate risk around the world, World Bank Policy Research working paper No. 2271.
- Choi, S. J., Pritchard, A.C., 2005, *Securities regulation: cases and analysis*, Foundation Press.
- Coase, R. H., 1937, The nature of the firm, *Economica*, New Series 4(16), 386-405.
- Coffee, J.C., Seligman, J., 2003, *Securities regulation: cases and materials*, Foundation Press.
- Cospormac, G., 2009, Demutualization of stock exchanges: a case study: London Stock Exchange and Hong Kong Stock Exchange, Master Degree Project In Economics And Finance, University Of Skovde.
- Coughenour, J.F., Deli, D.N., 2002, Liquidity provision and the organizational form of NYSE specialist firms, *Journal of Finance* 57(2), 841-869.
- Cowan, T., Da Silva Rosa, R., Walter, T.S., 2004, The demutualisation of the Australian Stock Exchange: causes and consequence, SAI Global Ltd, Sydney, Australia.
- Cox, J.D., Hillman, R.W., Langevoort, D.C., 2013, *Securities Regulation: Cases and Materials* (7th), Wolters Kluwer Legal & Regulatory.
- Detrixhe, J., 2016. 1. 14, European dark pools expand, spiting regulators' ambitions, Bloomberg.
- Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M., 2015, The U.S. listing gap, NBER working paper No. 21181.

- Domowitz, I., Lee, R., 2001, On the road to Reg ATS: a critical history of the regulation of automated trading system, *International Finance* 4(2), 279-302.
- Domowitz, I., Steil, B., 1999, Automation trading costs and the structure of the securities trading industry, Brookings Wharton Papers on Financial Services, 33-92.
- Dorodnykh, E., 2014, Determinants of stock exchange integration: evidence in worldwide perspective, *Journal of Economic Studies* 41(2), 292-316.
- Easley, D., Hendershott, T., Ramadorai, T., 2014, Leveling the trading field, *Journal of Financial Market* 17, 65-93.
- Elliott, J., 2002, Demutualization of securities exchange: a regulatory perspective, IMF working paper NO. 02119.
- Euronext NV, 2016. 8. 17, Euronext to buy 20% stake in EuroCCP, Finextra.
- Fleckner, A.M., 2006, Stock exchanges at the crossroads, *Fordham Law Review* 74(5), 2541-2620.
- Floreani, J., Polato, M., 2013, Listed securities exchanges, a value analysis, Università Degli Studi Di Udine.
- Garbade, K., Silber, W., 1978, Technology, communication and the performance of financial markets: 1840-1975, *Journal of Finance* 33(3), 819-831.
- Geranio, M., 2016, *Evolution of the Exchange Industry*, International Publishing Switzerland.
- Gibson, G., 1889, *The stock exchanges of London, Paris, and New York : a comparison*, New York and London: G. P. Putnam's Sons.

- Gordon, J., S., 1999, *The Great Game*, New York: Simon & Schuster.
- Gorham, M., Singh, N., 2009, *Electronic Exchanges: the global transformation from pits to bits*, Financial Markets Press.
- Grant, J., 2009. 12. 21, LSE buys Turquoise share trading platform, Financial Times.
- Grundfest, J.A., 1990, Internationalization of the world's securities markets: economic causes and regulatory consequences, *Journal of Financial Services Research* 4, 349-378.
- Haentjens, M., Gioia-Carabellese, P., 2015, *European Banking and Financial Law*, Routledge.
- Harris, L., 2010, *Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth*, WFE.
- Hart, O., Moore, J., 1996, The governance of exchanges: members' cooperatives versus outside ownership, *Oxford Review of Economic Policy* 12(4), 53-69
- Hart, O., Moore, J., 1998, Cooperatives vs. outside ownership, NBER working paper No. 6421.
- Hasan, I., Malkamaki, M., 2001, Are expansions cost effective for stock exchanges? A global perspective, *Journal of Banking & Finance* 25(12), 2339-2366.
- Hasan, I., Schmiedel, H., Song, L., 2010, Growth strategies and value creation what works best for stock exchanges? ECB working papers No. 1201.

- Hasan, M.B., Ahsan, A.F.M.M., Rahaman, M.A., 2013, Is demutualization of dhaka stock exchange desirable? *International Journal of Management Research and Business Strategy* 2(3), 1-13.
- Hasbrouck, J., Sofianos, G., Sosebee, D., 1993, New York Stock Exchange systems and trading procedures, NYSE working paper 93-01.
- Hazarika, S., 2005, Governance change in stock exchanges, City University of New York, Baruch College.
- Herring, R., Litan, R., 2002, The future of securities markets, The Brookings Institution conference report No. 10.
- Ho, B.M., 2002, Demutualization of organized securities exchanges in Hong Kong: the great leap forward, *Law and Policy in International Business* 33(2), 283-367.
- Hope, B., 2015. 10. 29., Exclusive club: no high-frequency traders allowed at luminex, The Wall Street Journal.
- Hope, B., Strasburg, J., 2016. 1. 31, Credit Suisse, Barclays to pay \$154.3 million to settle 'Dark Pool' investigations, The Wall Street Journal.
- Ingerbretsen, M., 2002, *Nasdaq: A History of the Market That Changed the World*, New York: Forum Books.
- IOSCO, 2000, *IOSCO Discussion Paper on Stock Exchange Demutualization, Technical Committee Consultation Draft*.
- IOSCO, 2010, *Objectives and Principles of Securities Regulation*.

- Iskandar, S., 2014, Shareholder types, their concentration and its effects on demutualized exchanges' operating and financial results - an empirical study, *Corporate Ownership & Control* 11(4), 107-123.
- Iskandar, S., 2015, The adjuvant effect of financial regulation in the context of technological change, Department of Finance-ESCP Europe.
- Islam, Md.S., Islam, M.R., 2011, Demutualization: pros and cons for Dhaka Stock Exchange(DSE), *European Journal of Business and Management* 3(12), 24-34.
- Krishnamurti, C., Sequeira, J.M., Fangjian, F., 2003, Stock exchange governance and market quality, *Journal of Banking & Finance* 27(9), 1859-1878.
- Kuan, J.W., Diamond, S.F., 2006, Ringing the bell on the NYSE: might a nonprofit stock exchange have been efficient? Santa Clara Univ. Legal Studies Research Paper 06-06.
- Lee, R., 2002, The future of securities exchange, The Wharton Financial Institutions Center at Wharton School working paper, 1-26.
- Lee, R., 2011, *Running the World's Markets: The Governance of Financial Infrastructures*, Princeton University Press.
- Lewis, M., 2014, *Flash Boys: A Wall Street Revolt Paperback*, W. W. Norton & Company.
- London Economic, 2011, *Understanding the impact of MiFID in the context of global and national regulatory innovations*.
- Lucy, J., 2004, Market demutualisation and privatisation: the Australian experience, International Organisation of Securities Commissions, Amman 2004 Annual Conference.

- Macey, J.R., O’Jara, M., 1999, Regulating exchanges and alternative trading systems: A law and economics perspective, *The Journal of Legal Studies* 28(17), 17-54.
- Massimb, M.N., Phelps, B.D., 1994, Electronic trading, market structure and liquidity, *Financial Analysts Journal* Jan.-Feb., 39-50.
- Massoudi, A., 2016. 9. 26, CBOE to buy smaller rival Bats global markets in \$3.2bn deal, Financial Times.
- Masters, B. 2007. 7. 31, US investors gain top cop to police brokers, Financial Times.
- McAndrews, J., Stefanadis, C., 2000, The emergence of electronic communications networks in the U.S. equity markets, *Current Issues in Economics and Finance* 6(12), 1-6.
- Mendiola, A, O’Hara, M., 2003, Taking stock in stock markets: the changing governance of exchanges, Cornell University working paper.
- Michaels, D., 2016. 6. 17, IEX gains SEC Approval for New Stock Exchange, The Wall Street Journal.
- Michie, R., 1987, *The London and New York Stock Exchanges 1850 - 1914*, Allen & Unwin.
- Michie, R., 1988, Different in name only? The London Stock Exchange and Foreign Bourses, c.1850-1914, *Business History* 30(1), 46-68.
- Michie, R., 1999, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press.

- Michie, R.C., 1998, Insiders, outsiders and the dynamics of change in the city of London since 1900, *Journal of Contemporary History* 33(4), 547-571.
- Moss, D., Kintgen, E., 2010, The dojima rice market and the origins of futures trading, Harvard business School Case Study No. 9-709-044.
- Morsy, A.M., 2007, The impact of demutualization on the performance of stock exchange, Unpublished Master's thesis, Maastricht School of Management (MSM), the Netherlands.
- Morsy, A., Rwegasira, K., 2010, Does demutualization matter to the financial performance of stock exchanges? an investigation of demutualized member stock exchanges of the world federation of exchanges, *International Research Journal of Finance and Economics* 40, 155-167.
- Mulherin, J.H., Netter, J.M., Overdahl, J.A., 1991, Prices are property: the organization of financial exchanges from a transaction cost perspective, *Journal of Law and Economics* 34(2), 591-644.
- National Association of Securities Dealers, 1992, *Nasdaq Handbook: The Stock Market for the Next 100 Years*, Probus Publishing Co.
- Nguyen, V.T., Van Ness, B.F., Van Ness, R.A., 2005, Archipelago's move towards exchange status: an analysis of archipelago trading in NYSE and NASDAQ stocks, *Journal of Economics and Business* 57(6), 541-554.
- Nielsson, U., 2009, Stock exchange merger and liquidity: the case of Euronext, *Journal of Financial Markets* 12(2), 229-267.

- Noia, C. D., 1998, Customer-controlled firms: the case of stock exchanges, Rodney L. White Center for Financial Research working paper 2-98.
- Oakley, D., 2016. 10. 18, IPOs brought down to earth amid market uncertainty, Financial Times.
- Oldford, E., Otchtere, I., 2011, Can commercialization improve the performance of stock exchanges even without corporatization? *The Financial Review* 46(1), 67-87.
- Oppenheimer, H.R., Sabherwal, S., 2003, The competitive effects of US decimalization: evidence from the US-listed canadian stocks, *Journal of Banking & Finance* 27(9), 1883-1910.
- Otchtere, I., 2006, Stock exchange self-listing and value effects, *Journal of Corporate Finance* 12(5), 926-953.
- Oxera, 2011, Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services, Report prepared for European Commission DG internal market and services.
- Palmiter, A.R., 2014, *Examples & Explanations: Securities Regulation* (6th), Wolters Kluwer Law & Business.
- Patterson, S., 2013, *Dark Pools: The Rise of the Machine Traders and the Rigging of the U.S. Stock Market Paperback*, Crown Business.
- Petram, L., 2014, *The World's First Stock Exchange*, Columbia University Press.
- Pirrong, C., 1995, The self-regulation of commodity exchanges the case of market manipulation, *Journal of Law and Economics* 38(1), 141-206.

- Pirrong, C., 1999, The organization of financial exchange markets: Theory and evidence, *Journal of Financial Markets* 2(4), 329-357.
- Pirrong, C., 2000, A positive theory of financial exchange organization, *Journal of Law and Economics*, 43(2), 437-471.
- Pirrong, C., 2005, The Thirty Years War, *Regulation* 28(2), 54-61.
- Poitras, G., 2012, *Handbook of Research on Stock Market Globalization*, Edward Elgar.
- Pownall, G., Vulchena, M., Wang, X., 2011, The post-merger segmentation of Euronext: a solution to the inadequacy of national securities regulators? working paper.
- Rajan, R.G., Zingales, L., 2003, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics* 69(1), 5-50.
- Ramos, S.B., 2006, Why do stock exchanges demutualize and go public? Swiss Finance Institute Research Paper 06-10.
- Reiffen, D., Robe, M., 2011, Demutualization and customer protection at self-regulatory financial exchanges, *Journal of Futures Markets* 31(2), 126-164.
- Reiffen, D., Robe, M.A., 2008, *Ownership structure and enforcement incentives at self-regulatory financial exchanges*, Berkeley Electronic Press working paper.
- Reuters, 2011. 4. 21, How the ASX-SGX merger failed, The Sydney Morning Herald.
- Robinson, M., Mamudi, S., 2015. 8. 12, ITG pays record dark pool fine for secret trading desk, Bloomberg.

- Schmiedel, H., 2001, Technological development and concentration of stock exchanges in Europe, Bank of Finland Discussion Paper No. 21.
- Schmiedel, H., 2002, Total factor productivity growth in European stock exchanges: a non-parametric frontier approach, Bank of Finland Discussion Paper No. 11.
- SEC, 1997, *62 Federal Register 30485*.
- SEC, 2010, *Concept Release on Equity Market Structure*.
- Serifsoy, B., 2008, Demutualization, outsider ownership, and stock exchange performance: empirical evidence, *Economics for Governance* 9(1), 305-339.
- Smith, M., Kok, C., 2011. 4. 8, Singapore Exchange ends ASX bid after Australia rebuff, Reuters.
- Sobel, R., 1965, *The Big Board: A History of the New York Stock Market*, New York: The Free Press.
- Sobel, R., 1970, *The Curbstone Brokers: The Origins of the American Stock Exchange*, New York: Macmillan.
- Stafford, P., 2016. 9. 12, UK is the key unknown for the LSE-Deutsche Börse deal, Financial Times.
- Stafford, P., 2015. 11. 18, Exchanges and interdealer brokers reshape to face fragmenting market, Financial Times.
- Stafford, P., Massoudi, A., 2016. 2. 24, Deutsche Börse lines up swoop for LSE, Financial Times.
- Steil, B., 2002, Changes in the ownership and governance of securities exchanges: causes and consequences, Wharton Financial Institutions Center working paper, 1-29.

Stringham, E., 2002, The emergence of the London Stock Exchange as a self-policing club, *The Journal of Private Enterprise* 17(2), 1-19.

The Economist, 2016. 10. 22, Float like a butterfly.

Thurlow, R., Venkat, P.R., 2010. 10. 25, ASX, Singapore Exchange face deal hurdles, *The Wall Street Journal*.

Vasagar, J., Stafford, P., 2015. 7. 26, D Börse buys forex platform in sign of currency trading's allure, *Financial Times*.

Wigglesworth, R., 2016. 4. 1, IPO market decrepit as going public loses its allure, *Financial Times*.

Worthington, A.C., Higgs, H., 2006, Market risk in demutualised self-listed stock exchanges: An international analysis of selected time-varying betas, *Global Economic Review* 35(3), 239-257.

## 부록

---



**<부록-1> 세계 주요 거래소 주주 구성 특징**

Exchange	Investor type (% of shares held)				Top five shareholders
	Investment managers	Brokerage firms	Strategic entities	Total	
ASX	26.55	NA	NA	NA	Perpetual, Unisuper, Veritas, Vanguard, Blackrock, Norges Bank (17.49 %)
BME	24.05	-	8.32	32.37	Corporacion Alba, Norges Bank, Vanguard, Montanaro, Invesco (13.86%)
CBOE	69.28	1.39	0.97	71.64	TRowe, Vanguard, BlackRock, Renaissance, Herndon CM (32.98%)
CME	76.74	2.11	4.49	83.34	Cap. World Investor, Vanguard, Blackrock, BM&F Boverspa, State Street (29.05%)
DB	60.70	-	-	60.70	Blackrock, INVESCO, Capital Research, Doodged&Co, B. Gifford Vanguard (19.26%)
EURONEXT	48.43	-	18.00	66.43	Euroclear, BNP Paribas, Caisse de Depot, UBS, SFPI Norges Bank
HKEx	14.59	-	5.63	20.21	HK Gov., Blackrock, Vanguard, Oppenh., State Street, Norges Bank (10.8%)
ICE-NYSE	87.10	2.89	1.61	91.60	T Rowe, Vanguard, Blackrock, State Street, Jackson Square (24.9%)
JPX	42.33	7.95	6.36	56.63	BGifford, Mitsubishi Trust, SMBC Friend, JOHambro, Thornburg, Vanguard (20.83%)
LSEG	72.08	-	18.66	90.74	Qatar Investment Authority, Blackrock, Invesco, Lindsell Train, Veritas (28.9%)
NASDAQ-OMX	76.19	2.23	18.44	96.86	Borse Dubai, Investor AB, MFS Investment Vanguard, Vulcan, Blackrock (47.138%)
SINGAPORE	15.94	-	23.43	39.37	Sel Holdings, Columbia W., Vanguard, Epoch, Blackrock, Norges Bank (28.27)
TMX	28.34	-	0.79	29.13	Canada Pension Plan, Caisse de Depot Quebec, Royce, Fidelity, Mawer Norges Vanguard (22.61%)

자료: Geranio(2016) 2015년 10월 30일 기준

**<부록-2> 런던 증권거래소 주주 구성 변화 비교**

Investor type	Dec 2000 Pre-IPO		Sep 2001 Post-IPO		June 2007 Pre-MERGER		June 2008 Post-MERGER		Sep 2015	
	Number	% of capital owned	Number	% of capital owned	Number	% of capital owned	Number	% of capital owned	Number	% of capital owned
Bank and trust	2	0.34	2	0.68	11	0.24	10	5.51	20	1.48
Corporation	20	7.41	20	7.86	6	31.79	10	3.36	8	0.61
Holding company	1	0.15	1	0.15	2	1.79	4	28.42	-	-
Sovereign fund	-	-	-	-	4	0.37	5	16.01	7	13.92
Research firm	10	3.14	9	2.8	2	0.06	1	0.02	-	-
Individual investor	11	1.79	13	1.84	35	1.71	37	1.41	37	0.67
Investment advisor	53	26.98	65	37.99	198	42.36	207	25.95	331	54.44
Hedge fund	-	-	-	-	3	2.97	1	0.01	2	0.01
Pension fund	-	-	-	-	17	0.88	15	1.14	24	1.92
Insurance	-	-	-	-	3	0.12	2	0.01	5	0.2
Venture capital	-	-	-	-	1	0.52	-	-	-	-
Grand total	97	39.81	110	51.32	282	82.81	292	81.84	434	73.31
Total Institutional investors	53	26.98	65	37.99	221	46.33	225	27.11	362	56.57

자료: Geranio(2016)

남길남 (Nam, Gilnam)

선임연구위원 / 통계학 박사

연구분야

· Derivatives

자  
본  
시  
장  
연  
구  
원



**자본시장연구원**  
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143  
T 02.3771.0600 [www.kcmi.re.kr](http://www.kcmi.re.kr)

값 10,000원



9 788960 891647 93320  
ISBN 978-89-6089-164-7