

# 거래소 주식회사화: 한국주식시장에의 적용

2003. 4.

연구위원 김 형 태

연구위원 엄 경 식

연구위원 한 상 범

연구원 윤 지 아

연구원 이 은 정

한국증권연구원  
Korea Securities Research Institute



## 序 言

IT 혁신을 통한 주식거래 자동화의 발전과 주식투자의 글로벌화, 주식문화의 확산 등은 전세계적으로 하나의 보편적인 현상이 되어 가고 있다. 특히, 이렇게 고양된 주식투자에 대한 관심과 주식거래 인프라로서의 거래시스템의 자동화로 인해 유동성 확보에 대한 잠재적 또는 실제적, 대내적 또는 대외적인 경쟁이 세계 주요 증권거래소들의 생존차원에서 치열하게 전개되고 있는 실정이다.

세계 주요 증권거래소들은 생존경쟁의 심화라는 세계증권시장의 환경변화에 대해 유동성 확보를 위한 다양한 방식을 수행함으로써 대응하고 있다. 이 중 주식회사화는 거래소의 생존확보와 더 나아가 거래소가 거래소의 본질적 기능을 수행하여 자본시장의 발전을 이루기 위해, 거래소가 기본적으로 추구해야 할 목표인 듯 하다. 거래소 주식회사화란 그동안의 전통적 회원제 소유구조로부터 영리 목적의 상업적 베이스를 갖춘 주식회사제로 소유구조를 전환하는 것을 의미한다.

비록 정도의 차이는 있겠지만 한국증권시장도 이러한 세계증권시장을 둘러싼 환경변화에 예외일 수는 없을 것이다. 이러한 환경변화에 적극적으로 대응하기 위해서, 또 다른 한편으로 한국증권시장이 동북아 증권시장의 주변부(marginal) 시장으로 전락하지 않기 위해서는 보다 시급히 한국증권시장의 구조적 비효율성을 제거하고 장기적인 안목에서 거시적인 비전을 수립해야 한다. 이러한 논의 한가운데에 KSE 주식회사화(또는 KOSDAQ의 실질적 주식회사화)가 자리잡고 있다.

그러나 현재 진행되고 있는 한국 증권거래소 시장의 주식회사화에 대한 논의를 살펴보면 매우 단순한 논리에 의해 피상적으로 이루어지고 있는 듯 하다. 따라서 회원제와 주식회사제 거래소의 장단점, 거래

소 주식회사화의 핵심적인 동인, 거래소 소유구조와 자본시장과의 관계 및 한국 증권거래소 시장에 있어서 주식회사제 전환 여부 등에 대한 심도있는 이론적 분석이 절실히 요청되고 있다.

본 연구보고서는 이러한 목적에 바탕을 두고, 하나의 경제주체로서의 거래소에 대한 소유·지배구조의 효율성을 고찰함으로써, 거래소 주식회사화에 대한 보다 근본적인 경제학적 논의를 전개하고 있다. 따라서 논의의 중요성에도 불구하고 국내에서 거래소 주식회사화에 대한 연구가 매우 빈약한 현 시점에서, 회원제 및 주식회사제 거래소의 경제학적 분석을 시도하는 것은 매우 의미 있는 작업이라 생각한다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 김형태, 엄경식, 한상범 박사와 윤지아, 이은정 연구원에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 훌륭한 조언을 해준 본 연구원의 정윤모 연구위원, 조성훈 박사, 증권업협회의 안수현 박사, 증권거래소의 송영훈 과장, 그리고 원고 정리에 도움을 준 본 연구원의 강대일 연구원에게 고마움을 전하고 싶다. 마지막으로 본 보고서는 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀 둔다.

2003년 4월  
한국증권연구원  
원장 박상용

## <목 차>

---

---

Executive Summary .....	ix
<b>I. 서론 .....</b>	<b>3</b>
1. 연구 목적 .....	3
2. 연구의 필요성 .....	4
3. 연구 체계 .....	8
<b>II. 거래소 주식회사화의 정의 및 핵심 동인 .....</b>	<b>13</b>
1. 거래소 주식회사화의 정의 .....	13
2. 거래소의 정의와 자본시장과의 관계 및 세계 주요 증권거래소의 주식회사화 현황 .....	16
3. 거래소 주식회사화의 핵심 동인 .....	33
4. 요약: 거래소 주식회사화의 의미 .....	43
<b>III. 거래소 소유구조에 대한 경제학적 논거 .....</b>	<b>47</b>
1. 거래소 소유구조에 대한 기존의 연구 .....	47
2. Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a) 모형의 비교 .....	51
<b>IV. 주식회사화와 자율규제기능 .....</b>	<b>61</b>

1. 세계 주요 주식회사제 거래소의 자율규제 현황 .....	61
2. 자율규제기능 관련 회원제 및 주식회사제 거래소의 효율성 비교 I: 기능별 비교 .....	66
3. 자율규제기능 관련 회원제 및 주식회사제 거래소의 효율성 비교 II: 경제학적 비교 분석 .....	75
4. 주식회사제 거래소와 자율규제기능에 관한 몇 가지 논의 사항 ..	80
<b>V. 우리나라 증권거래소 시장의 소유구조 및 자율규제기능: 현황 및 문제점 .....</b>	<b>93</b>
1. 한국증권거래소(KSE) .....	93
2. KOSDAQ .....	98
<b>VI. KSE 주식회사화에 대한 시사점 및 정책제언 .....</b>	<b>105</b>
1. 주식회사로의 전환 여부 .....	105
2. 주식회사로 전환시 고려해야 할 사항 .....	122
<b>참고문헌 .....</b>	<b>135</b>
<b>&lt;부록 I&gt; 세계 주요 증권거래소 주식회사화의 현황, 전환 배경 및 전환 방법 .....</b>	<b>145</b>
<b>&lt;부록 II&gt; 세계 주요 주식회사제 거래소의 자율규제기능 현황 .....</b>	<b>177</b>

## <표 목 차>

---

---

<표 II-1> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 사례 .....	23
<표 II-2> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 배경 .....	28
<표 II-3> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 방법 .....	31
<표 III-1> Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a) 연구의 요약 .....	55
<표 IV-1> 세계 주요 주식회사제 거래소의 자율규제기능 현황 .....	63
<표 IV-2> 자율규제 항목별 유리한 소유구조 .....	74
<표 V-1> (주)코스닥증권시장 소유구조 .....	99
<표 VI-1> 일반적인 거래소 주식회사화의 핵심 동인(기저 및 촉매 요 인), 기타 요인과 KSE의 현황 비교 .....	113
<표 VI-2> 증권 관련기관별 내부적립금 규모 .....	119
<표 부록 I-1> CBOT 지분 분배표(案) .....	171

## <그림 목 차>

---

---

<그림 II-1> 거래소 주식회사화의 핵심 동인 .....	44
<그림 부록 I-1> OM Gruppen 소유구조 .....	147
<그림 부록 I-2> DB 소유구조 .....	150
<그림 부록 I-3> Euronext 소유구조 .....	153
<그림 부록 I-4> SGX 조직구조 .....	159
<그림 부록 I-5> HKEx 소유구조 .....	161

## 약어

---

---

ADF	Alternative Display Facility
AIM	Alternative Investment Market
AMEX	American Stock Exchange
ASIC	Australian Securities and Investments Commission
ASX	Australian Stock Exchange
ATS	Alternative Trading System
AZX	Arizona Stock Exchange
BCG	Boston Consulting Group
CBOT	Chicago Board of Trade
CDNX	Canadian Venture Exchange
CME	Chicago Mercantile Exchange
DB	Deutsche Börse
DR	Depository Receipt
ECN	Electronic Communications Network
FP	For-Profit
FSA	Financial Services Authority
FWA	Frankfurter Wertpapier Börse
GDP	Gross Domestic Product
HKCC	Hong Kong Clearing Company
HKEx	Hong Kong Exchange
HKFE	Hong Kong Futures Exchange
IB	Investment Bank
IDA	Investment Dealers Association of Canada
IPO	Initial Public Offering
iX	international Exchange
KOFEX	Korea Futures Exchange
KSE	Korea Stock Exchange

MAS	Monetary Authority of Singapore
MOU	Memorandum of Understanding
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDR	NASD Regulation
NYSE	New York Stock Exchange
OHR	Order Handling Rule
OMSE	OM Stockholm Exchange
OSC	Ontario Securities Committee
OSE	Osaka Stock Exchange
PCX	Pacific Stock Exchange
RS	Regulation Service
SEC	Securities and Exchange Commission
SEHK	Security Exchange of Hong Kong
SES	Stock Exchange of Singapore
SIA	Securities Industry Association
SIMEX	Singapore International Monetary Exchange
SFC	Securities and Futures Commission
SRO	Self-Regulatory Organization
SGX	Singapore Exchange
SPV	Special Purpose Vehicle
SSE	Shanghai Stock Exchange
SSE	Stockholm Stock Exchange
TSEC	Taiwan Stock Exchange Corporation
TSE	Tokyo Stock Exchange
TSX	Toronto Stock Exchange



## <Executive Summary>

자본시장은 직접금융시장으로서, 은행 중심의 간접금융시장과 더불어 금융시장의 양대 축을 이룬다. 자본시장이 “기업자본조달비용의 최소화”와 “거래비용 최소화를 통한 투자자 수익 제고”를 목표로 기업과 투자자를 연결하는 추상적 시장이라면, 이를 실현하는 구체적 시장이 증권거래소이다. 따라서 한정된 자금을 투자자와 기업들에게 효율적으로 배분해야 하는 자본시장의 기능이 효과적으로 달성되기 위해서는 무엇보다도 풍부한 유동성 확보를 통한 거래소의 효율적인 가격발견 기능이 원활히 작동되어야 한다. 이를 위해, 거래소는 IT 발전, 대내외적 경쟁 등 거래소 비즈니스 환경변화에 전략적으로 대응할 수 있는 조직구조를 확보함으로써 “유동성 확보를 통한 가격발견의 효율성 제고”를 달성하고자 한다. 이러한 논의의 중심에는 최근 세계 주요 증권거래소들이 수행한(또는 추진 중에 있는) 거래소의 주식회사화가 자리하고 있다.

본 연구의 목적은 세계 전역에서 발생하고 있는 경제현상인 거래소 주식회사화의 의미를 명확히 하고 경제적 논리를 파악하여 그 핵심 동인을 분석한 후, 이를 바탕으로 한국 거래소시장에의 적용 가능성을 모색하는 데에 있다. 거래소 주식회사화란 그동안의 전통적 회원제 소유구조로부터 “거래권과 소유권의 완전한 분리”를 통해 영리 목적의 상업적 베이스를 갖춘 주식회사제로 소유구조를 전환하는 것을 의미한다. 그렇다면 어떠한 경제적 요인들이 거래소 주식회사화를 추진하게 만들었는가? 본 보고서 연구 결과, 세계 주요 증권거래소의 주식회사화라는 경제현상에는 핵심 동인인 “기저 요인”과 “촉매 요인”이, 이외 각 국의 상황에 따라 특수하게 작용하는 “기타 요인”이 “일반적으로” 내재되어 있는 것으로 나타났다.

거래소 주식회사화라는 경제현상의 “기저 요인”으로는 “거래자동화와 이에 따른 거래소와 회원의 유인구조 변화 및 이해의 상충”을 들 수

있다. IT 발전에 따라 현재 대부분의 거래소는 전자거래를 수행하는 자동화된 거래소가 되었다.

이러한 형태의 거래소에서는 기술 및 거래메커니즘의 혁신, 투자자 및 발행기업 중심의 경영전략적 포지셔닝 등을 통해 “거래소의 경제적 가치”가 증대됨에도 불구하고, “거래소 회원”은 자신의 중개서비스에 대한 수요가 줄어들 것을 우려하여 이를 거부하려는 유인이 존재하게 된다. 즉 거래자동화로 인해 거래소 자체와 소유자인 회원간의 이해상충이 발생한다. 따라서 회원이 거래소의 소유자인 경우, 거래소의 가치가 증가하여 회원 자신의 몫도 증가한다 하더라도 이 증가분이 중개 이익의 감소분보다 작다면 거래소의 기술 및 경영혁신을 저지하는 의사결정을 하게 된다. 이러한 이해상충은 거래소로 하여금 거래권과 소유권의 분리를 가능하게 하는 주식회사제로의 전환을 내생적으로 요구하게 된다.

거래소 주식회사화의 또 다른 핵심 동인인 “촉매 요인”으로는 거래소가 직면한 “경쟁” 및 “거래소 회원의 이질성 심화”의 정도이다. 대내외적으로 직면한 잠재적 또는 실질적 경쟁이 치열하면 할수록 거래소는 자신의 경쟁력을 유지 또는 증진시키기 위하여 거래소 본연의 기능인 유동성 확보를 통한 가격발견 기능의 효율성을 제고하고자 한다. 이러한 상황 하에서 회원들이 자신의 중개권만을 보호하기 위해, 시장의 경쟁력을 저하시키는 조직구조를 유지하는 것은 정당성을 찾기가 어렵다. 또한, 최근 들어 거래소 회원들간에도 그동안 수행해 온 전통적인 중개 기능에 중점을 두는 회원과 투자은행 또는 국제업무에 중점을 두는 회원 등으로 급격한 이질화가 진전되고 있다.

이 경우 후자는 전자에 비해 회원제를 고집하여야 할 유인이 적어진다. 후자에게는 오히려 그 지역에서 자신들의 중개서비스를 유지하기를 원하는 지역중개기관들이 방해가 될 뿐이다.

따라서 이들은 지역중개기관들에 대한 전략적 통제력을 증가시키기

위한 지분확보를 원하게 되고, 1회원 당 1표만을 행사하는 회원제보다 주식보유수에 따라 1주당 1표를 행사하는 주식회사가 더 적절하다고 판단하게 된다.

이러한 분석들을 토대로 우리나라 거래소 시장(특히 KSE)을 살펴보면, KSE의 경우 첫째, 거래소 주식회사화의 핵심 동인 중 “기저 요인”의 한 축인 거래자동화는 이미 달성된 상태이다. 일반적으로 이러한 경우 한국에서도 기저 요인의 또 다른 한 축인 거래소와 회원간의 유인구조 변화 및 이해상충 문제가 발생하여야 하나, 현재 KSE는 이와 같은 상황이 수면위로 드러나 있지 않은 상태이다. 따라서 유동성 확충에 따른 가격발견의 효율성 달성이라는 거래소의 본질적 기능 측면에서 볼 때, 투자자 및 발행기업의 이익 중심으로 전략적 포지셔닝을 갖는다는 것이 거래소의 경영전략상 매우 중요한 사항임에도 불구하고, 현재의 KSE 소유·지배 구조 하에서 이러한 변화에 대한 요구는 아직 무리인 것으로 판단된다.

둘째, KSE의 경우 KOSDAQ이라는 매우 제한된 국내경쟁자만이 존재하고 있으며 아직까지 국외경쟁도 매우 낮은 수준이고, 거래소 회원간의 이질성 또한 이제 막 드러나기 시작한 상태이다. 이렇듯 거래소 주식회사화의 핵심 동인 중 “촉매 요인”은 KSE 주식회사화의 경우 그다지 작동되고 있지 못한 실정이다. 따라서 거래소 경영진이 거래소 비즈니스의 수요자인 투자자 및 발행기업의 이익을 중심으로 한 조직 개편을 스스로 추구할 유인은 적다고 생각된다. 하지만 KSE를 둘러싼 잠재적 경쟁은 향후 심화될 가능성이 높기 때문에 KSE의 주식회사화의 경우 기저 요인보다는 촉매 요인이 “현실적인 측면에서” 보다 중요하게 작용할 가능성이 크다.

셋째, 거래소 주식회사화의 핵심 동인인 기저 및 촉매 요인 이외의 “기타 요인”을 살펴보면, 시장통합의 전제조건으로 거래소를 주식회사화 하는 것은 KSE(또는 한국증권시장)의 경우에 중요한 요인으로 작용할 것으로 보인다.

그리고 시급한 것은 아니지만 선진국 거래소 기준에 맞는 거래시스템 백업 용량을 늘이기 위한 자금조달 필요성도 일정 부분 요인으로 작용하리라 판단된다.

마지막으로, KSE의 주식회사화를 정책당국자의 입장에서 보면 KSE를 포함한 한국증권시장과 한국자본시장의 효율성 및 역할 제고라는 정책적 측면에서의 접근은 매우 중요하다. 정책당국자의 입장에서도 거래자동화를 이룩한 KSE가 회원의 통제에서 벗어나 유동성 확충을 통한 효율적 가격발견의 달성이라는 거래소의 본질적 기능을 전략적으로 추진하는 것이 매우 바람직하다. 왜냐하면 이를 통해서 투자자와 발행기업에 각각 저렴한 비용으로 거래와 자본조달을 가능하게 해야 하는 한국자본시장의 본질적 기능을 보다 효율적으로 달성할 수 있기 때문이다. 또한 한국증권시장 체제 개편의 전제 조건으로서의 주식회사화를 논할 때에도 정부의 정책적 판단은 중요하다. 왜냐하면 한국증권시장의 체제를 개편하는 문제는 정부의 거시적 정책 판단에 해당되기 때문이다.

이상의 논의를 종합해 보면, KSE 주식회사화의 기본방향은 KSE가 자발적으로 주식회사화를 추구하고 정부가 환경을 조성해 주는 것이 가장 바람직할 것이다. 이때 정부는 최대한 객관적으로 추진 환경을 선도하는 역할을 해야 한다. 물론 이 경우에도 관치금융의 오해가 없도록 정부는 투명한 정책목표와 객관적이고도 투철한 사명의식을 가지고 이를 수행하여야 할 것이다.

KSE를 실제로 주식회사로 전환하는 경우, 현재 회원제로 한정되어 있는 거래소에 관한 법적 환경의 개선, 영리목적의 거래소에 대한 자율규제기능의 조정 여부, 지분의 확정 및 분배 방법, 법적 독점력을 가진 KSE의 기존 경제적 렌트에 대한 주식분배의 공평성 및 이에 따른 특별공익기금 조성 여부, 기업공개(IPO)의 시기, 주식회사화의 실효성 확보 등과 같은 현실적 문제들이 선결되어야 한다.

## I. 서론

---



# I. 서론

## 1. 연구 목적

본 보고서는 다음과 같은 목적을 갖는다.

첫째, 현재 제각기 다양한 형태로 사용되는 거래소 주식회사화 (demutualization)에 대한 정의를 명확히 하여 그 포괄적 의미를 파악하고, 거래소 주식회사화의 핵심 동인(기저 및 촉매 요인)과 관련 사항의 학제적 논리를 연구한다.<sup>1)</sup>

둘째, 이러한 논의를 한국증권거래소(Korea Stock Exchange: KSE)에 적용하여, ① KSE가 주식회사의 형태로 소유구조를 전환하여야 하는지의 여부<sup>2)</sup>, ② 만일 주식회사로 전환하여야 한다면 그 이유는 무엇이며 전환할 경우에 고려해야 할 사항은 무엇인지를 고찰한다.

셋째, ① 최근 논란이 되고 있는 KSE 주식회사화의 당위성에 대한 이론적 근거를 제시하고, ② 논란의 당사자인 KSE 및 정책 당국에 전략적·정책적 제언을 제공하는데 그 목적이 있다.

상기의 목적 중에서도 본 보고서에서 가장 비중이 높은 부분은 거래소 주식회사화의 이론적 설명이다. 따라서 본 보고서에서는 세계 주요

---

1) 본 보고서에서 “거래소”라 함은 증권거래소를 의미한다. 단지 증권거래소라는 의미를 명확하게 하고자 할 경우에는 증권거래소를 거래소와 혼용하여 사용한다.

2) V장에서 후술하는 바와 같이 (주)코스닥증권시장(KOSDAQ)은 비록 형식적이지만 주식회사의 형태를 갖고 있다. 본 보고서에서는 현재 회원제 구조를 가지고 있는 KSE를 위주로 논리를 전개하려고 하므로 KOSDAQ의 경우는 본 보고서의 논리를 유추하여 생각하기를 바란다. 그러나 KOSDAQ에 주는 시사점이 매우 명확한 경우에는 본 보고서에서도 이를 명시적으로 제시한다.

## 4 거래소 주식회사화

거래소 주식회사화 흐름에 내재되어 있는 일반적인 현상에 대한 경제학적 논리를 우선적으로 분석하고, 이를 한국 증권거래소 시장(KSE, KOSDAQ; 주로 KSE)이라는 개별시장에 적용하여 시사점을 구하고 정책 제언을 제공한다.

### 2. 연구의 필요성

#### 가. 경제주체로서의 거래소 운영 효율성과 관련한 회원제와 주식회사제 비교분석에 대한 국내 연구의 미흡

“A거래소는 왜 회원제를 채택하고 있을까?” “B거래소는 왜 주식회사제를 채택하고 있을까?” 거래소가 서로 다른 소유구조를 채택하고 있는 것은, 아마도 여느 다른 기업(firm)과 마찬가지로, 급변하는 거래소 비즈니스 환경변화에 하나의 경제주체로서 거래소 자신의 조직목표를 보다 효율적으로 달성하기 위해 두 가지 일반적 소유구조 중에서 하나를 선택하였기 때문인 것으로 추측할 수 있다.

여기에서 우리는 거래소를 하나의 기업으로 파악하여 어떠한 소유구조가 조직목표를 보다 효율적으로 구현할 수 있는지를 살펴보는 것이 매우 자연스럽고 중요한 주제임을 알 수 있다. 왜냐하면 주식거래 자동화의 발전과 이로 인한 거래소와 회원간의 이해상충 발생, 거래소 비즈니스의 실제적 또는 잠재적 경쟁심화, 회원제의 경우 회원들의 이질성 심화 등과 같은 거래소 비즈니스의 환경변화로 인해 회원제와 주식회사제 거래소와 관련한 효율성 비교분석은 거래소라는 기업의 발전, 나아가 자국 자본시장의 발전이라는 차원과 연결된 매우 중요한 주제이기 때문이다. 결국 경제주체로서의 거래소에 대한 소유·지배구조 관련 효율성 고찰은 거래소 주식회사화에 대한 “근본적 측면”에서의 경제학적 논의

를 의미한다고 볼 수 있다.

그러나 이러한 중요성에도 불구하고 현재 국내에서 이에 대한 경제학적 논의는 매우 빈약한 실정이다.<sup>3)</sup> 물론 이에 대한 외국에서의 학술적 연구도 활발하다고 할 수는 없다. 그럼에도 불구하고 주식회사화 당시 외국의 경우 자국 거래소 비즈니스 환경변화의 양태가 매우 명확하여 거래소 참여자에게 회원제 거래소의 한계가 자명하였기 때문에 주식회사화의 논의가 매우 자연스럽게 받아들여졌다. 하지만 현재 우리나라의 경우 거래소 비즈니스의 환경변화가 가시적으로 투명하지 않아 관련 당사자간에 이해상충의 여지가 많기 때문에 외국에 비해 경제학적 측면에서의 이론적 고찰이 더욱 더 절실하게 요청되고 있는 실정이다. 따라서 현시점에서 회원제와 주식회사제 거래소의 경제학적 분석을 시도하는 것은 매우 의미 있는 작업이라 생각한다.

#### 나. 활발하지만 매우 단편적인 거래소 주식회사화에 대한 논의

최근 2~3년 동안 한국증권시장을 둘러싼 가장 중요한 관심사는 “증권시장 체제(market macrostructure)”를 개편하는데 집중되어 있다. 증권시장 체제를 개편한다는 것은 현물시장, 선물시장, 증권거래 관련 IT, 청산, 결제, 예탁 등 한국증권시장을 구성하고 있는 모든 기관의 소유·지

3) 이에 대한 연구로 신인석(2002)을 들 수 있다. 그는 거래소 소유구조의 가장 중요한 내적 요인으로 “가격발견”이라는 증권시장의 본질적 산출물에 대한 다음 두 가지 특성을 기술하고 있다. 첫째는 정보비대칭성에 따른 “레몬시장(lemon market)의 문제”이고, 둘째는 “자연독점(natural monopoly)의 경향성에 따른 문제”이다. 그의 연구에서는 둘 중에서도 특히 레몬시장의 문제가 큰 비중을 차지하는데, 유통시장에서의 가격발견기능을 주기능으로 하는 거래소시장을 레몬시장의 성격을 가지는 것으로 규정한다는 것은 적절치 않다고 판단하여, 본 보고서에서는 참고하는 정도로만 언급하고자 한다.

## 6 거래소 주식회사화

배구조를 재구성하는 것을 의미한다.

재정경제부, 금융감독위원회, 금융감독원 등 공적 규제기관뿐만 아니라, 현물시장, 선물시장, 증권거래 IT기관, 결제·예탁기관 및 증권·금융 관련 연구기관 등 거의 모든 관련기관이 빠짐없이 증권시장 체제 개편을 연구하였다. 이 기관들이 공통적으로 제기하고 있는 한국증권시장 체제 개편의 필요성에 대해서는 다음과 같은 요인을 들 수 있을 것이다.<sup>4)</sup>

첫째, 세계증권시장의 구조적 환경변화에 한국도 예외일 수 없다는 것이다. 전세계적인 정보기술의 혁신과 각 국에서의 주식문화 확산으로 인한 주식투자의 글로벌화 및 증권화로 주식거래의 국경이 사라졌고, 이에 따라 각 국 거래소들간의 생존경쟁이 치열해졌으며, 비록 잠재적인 측면이 강하지만 한국증권시장도 이에 예외일 수는 없다. 투자자에게 풍부한 유동성을 제공하는 것이 거래소 생존을 위한 중요한 기능으로 작용하게 되었기 때문에 거래소는 보다 낮은 비용으로 더 효율적인 가격 발견기능을 제공해야만 한다. 즉, 투자자중심으로의 거래소 비즈니스의 사고전환이 필요하게 된 것이다. 거래기능의 효율화만이 아니라 이에 수반되는 청산·결제·예탁 등의 후선업무(back office)와의 관련성 또한 중요하기 때문에 기능 중복에 의한 경제적 비효율성을 제거하기 위한 시장의 구조개편이 요구되었고 유럽 및 아시아 지역의 국가들은 이미 생존 차원에서 자국 시장의 구조개편에 나서고 있는 실정이다.

둘째, 이러한 변화에 대해 적극적인 대응을 할 수 있도록 한국증권시장에 대한 거시적 비전을 수립해야 할 필요성이 있다. 한국증권시장을 구성하고 있는 각 기관은 상기한 세계증권시장의 패러다임 변화에 적극 대응하기 위해서 각 기관들의 위상에 대한 거시적인 비전을 마련해야 한다. 그렇지 못한다면 한국증권시장은 동북아 증권시장의 주변부 시장

4) 이에 대한 자세한 논의는 다음을 참고하시오: 한국증권연구원, 2001. 6., “한국주식시장 구조 연구”, mimeo.; 금융발전심의위원회 증권분과위, 2001. 7., “증권시장체제 개편 방안”, mimeo.

(marginal market)으로 전락할 수밖에 없을 것이다.

셋째, 한국증권시장의 구조적 비효율성이다. 한국증권시장은 현물시장간, 그리고 현·선물시장간의 거래기능이 중복되어 투자서비스와 시장 운영비용 측면에서 비효율성이 발생하고 있다. 이외에도 결제방식이 동일한 시장에 대해 각각의 다른 청산·결제 시스템을 운영하는 등 한국증권시장의 구조적 불완전성으로 인하여 각 증권기관 내 혹은 증권기관간에 갈등의 소지가 존재하고 있어 한국증권시장의 효율성 저하를 초래하였다. 이에 대한 개선이 시급하다.

넷째, 더 이상은 늦출 수 없는 한국증권시장 구조개선의 시급성이다.<sup>5)</sup> 앞서서도 언급한 바와 같이 세계증권시장의 패러다임의 변화에 대해 효과적으로 대응하고 한국증권시장의 구조적 비효율성을 개선하여 한국증권시장, 더 나아가 한국경제의 질적 도약을 모색하기 위해서는 한국증권시장 구조개선이 시급한 문제이다.

그러나 만일 어떠한 방식으로든 한국증권시장의 체제를 개편한다면 소유·지배구조의 성격이 서로 다른 기관들을 대상으로 하여야 하는데 이는 기술적으로 해결하기에 상당히 어려운 문제일 것이다. 예를 들면 KSE와 한국선물거래소(KOFEX)는 회원제이지만 (주)코스닥증권시장 및 (주)한국증권전산은 주식회사이다. 이외에도 한국증권예탁원은 증권거래법에 의해 설립된 법인으로 상법 중 주식회사에 관한 규정(173조 5)에 준용하여 운영되고 있다.

이러한 문제를 해결하기 위해서는 우선 한국증권시장 체제 개편에 관련된 모든 기관들을 주식회사로 전환하는 것이 우선적으로 시행되어야 할 것이다. 그러나 이에 대한 논의는 다음의 두 가지 단순한 논리에

5) 본 보고서 작성을 마무리 짓는 동안 재정경제부는 한국증권시장 체제의 통합에 대한 구체적 방안을 발표하였다. 이 안에서는 관련기관의 주식회사화를 통합의 전제조건으로 발표하고 있으나, 후술하고 있듯이 주식회사화의 경제적 논의에 대한 언급은 없다.

의해 피상적으로 이루어지고 있다. 첫째, 한국증권시장 체제 개편이라는 너무나도 큰 목표에 밀려 주식회사화에 대한 세부적인 논의조차 이루어지지 않은 채, “거래소의 현행 회원제 소유구조를 주식회사제로 전환해야 한다”라는 간단한 명제만이 구호처럼 외쳐지고 있을 뿐이다. 둘째, “NYSE를 제외한 세계 주요 증권거래소가 소유구조를 주식회사로 전환하였거나 전환중인데 국내에서의 거래소 주식회사화에 대한 논의도 이에 한정되어 이루어지고 있다. 즉, “이러한 세계적 추세에 발맞춰 한국의 증권시장도 (실질적인) 주식회사로의 조직개편을 해야 하지 않는가?”라는 매우 단순한 논의에 머물고 있는 실정이다.

따라서 ① 회원제 거래소와 주식회사제 거래소의 장·단점을 비교 분석하고, ② 거래소의 주식회사화의 핵심 동인(기저 및 촉진 요인)은 무엇이며, ③ 경제환경의 변화에 따라 어느 형태의 거래소 조직이 한 나라의 자본시장 효율성을 달성하는데 더 바람직한지를 고찰하고, 이를 한국증권시장에 적용하여 ④ 현재 회원제 형태인 KSE의 경우 어떠한 소유구조를 갖추어야 하는지에 대한 보다 심도 있는 이론적 분석이 절실히 요청되고 있다.

### 3. 연구 체계

이를 위해서 본 연구보고서는 다음과 같은 연구 체계를 갖는다.

먼저 매우 다양한 의미로 사용되고 있는 거래소 주식회사화에 대한 정의를 정리한다(II장 1절, 3절). 그리고 NYSE를 제외한 대부분의 세계 주요 증권거래소가 주식회사로 전환한 배경 및 방법을 통해 주식회사화의 핵심 동인은 무엇인지를 파악하고(II장 2절), 거래소 소유구조에 대한 기존의 경제학적 연구를 바탕으로 회원제 및 주식회사제에 대한 이론적 논거를 고찰한다(III장).

다음으로 주식회사제 거래소의 자율규제기능 운영 현황을 살펴보고(IV장 1절), 자율규제기능과 관련한 회원제 및 주식회사제 거래소의 효율성을 자율규제의 기능별 및 경제학적 논리별로 비교 분석한다(IV장 2절, 3절). 그 외 ① 주식회사제 거래소의 과도한 금융위험 초래 가능성, ② 공적 규제기관이 규제 책임을 거래소에 이양할 경우의 문제점, ③ 거래소와 독립적으로 존재하는 비영리 자율규제기구의 설립 여부를 추가적으로 고찰한다(IV장 4절).

마지막으로 우리나라 증권거래소 시장(KSE, KOSDAQ)의 소유구조 및 자율규제기능의 현황과 문제점 파악한다(V장).

이상의 연구결과를 바탕으로 한국 증권거래소 시장에 대한 시사점을 파악하고 다음과 같은 정책 방향을 제시할 것이다(VI장). 첫째, 현재 각각 회원제와 형식적 주식회사제 형태를 취하고 있는 KSE와 KOSDAQ이 실질적(또는 본 보고서가 정의하는) 주식회사제 형태로 전환하여야 하는지의 여부, 전환하여야 한다면 그 논거는 무엇인지에 대하여 논한다. 둘째, 주식회사제로 전환할 경우 고려해야 할 사항에 대하여 논한다. 전환시 고려할 사항으로는 ① 지분 확정 및 배분, ② 법적 환경 개선, ③ 자율규제기능의 조정 여부, ④ 주식회사화의 실효성 확보 여부 등이 논의된다.

이외에 II장과 IV장 1절에서 각각 다루고 있는 세계 주요 증권거래소 주식회사화의 배경 및 방법과 자율규제기능 운영 현황의 자세한 내용은 보고서 본문의 명료성을 유지하고자 부록으로 따로 떼어서 다룬다.



## II. 거래소 주식회사화의 정의 및 핵심 동인

---



## II. 거래소 주식회사화의 정의 및 핵심 동인

### 1. 거래소 주식회사화의 정의

거래소의 주식회사화에 대한 표준적인 정의는 아직까지 존재하지 않는다. 단지, 거래소가 영리를 추구하는지의 여부를 비공식적인 준거로 삼고 있을 뿐이어서, 이로 인해 거래소 주식회사화의 개념을 이해하는데 혼란이 발생할 수 있다. 따라서 이하에서는 몇 가지 거래소 주식회사화 정의에 대해 살펴보고 본 연구에서 사용할 정의를 명확히 하고자 한다.

첫째, 일반적인 관점에서의 거래소 주식회사화란, 비주식회사 형태의 거래소를 주식회사로 전환하는 것을 의미한다. 이 같은 광의의 정의는 단순히 거래소의 법률적 형태가 비주식회사에서 주식회사로 전환됨을 의미한다. 이 정의에 의하면, 기존의 회원들에게만 주식이 배분되어 거래권과 소유권이 분리되지 않은 경우에도 주식회사에 해당한다.<sup>6)</sup> 그러나 거래권과 소유권이 분리되지 않은 단순한 법률적 형태로서의 주식회사화는 후술하는 이유에서 진정한 의미의 주식회사화가 아니다.

둘째, 현실에서 주로 사용되는, “거래권과 소유권이 분리(separation between membership and ownership)”된다는 의미에서의 주식회사화이다. 단순히 거래소의 법률적 형태가 주식회사인 것만으로는 부족하고 거래소회원이 아닌 투자자들이 소유권을 가질 수 있어야 한다는 것이다. 즉 주식회사화를 통해, 거래권과 소유권을 모두 갖는 기존 회원들 외에, 소유권만을 갖는 주주들이 존재하게 된다. 소유권만을 갖는 주주의 경

---

6) 비록 중소기업진흥공단이 주주로 포함되어 있지만, 우리나라 (주)코스닥증권시장이 이미 주식회사 상태에 있다는 주장은 바로 이 같은 정의에 입각한 주식회사의 범주에 속한다고 볼 수 있다. 이에 대해서는 V장을 참고하기를 바란다.

우, 비록 정규시장에서는 아니지만 “장외시장”에서 자유롭게 소유권이 이전될 수 있어야 한다. 이 점이 후술하는 세 번째 정의와 다른 점이다. 또한 주식회사의 소유주, 즉 주주라면 기업의 성과에 따른 이익을 정기적으로 배분받는 것이 당연하다. 그러나 거래권과 소유권이 분리된 경우라도 거래소 이익이 주주들에게 배분되지 않는 경우가 존재하기 때문에, 이하의 주식회사화 논의는 주주들에게 거래소 이익이 배분되는 경우를 전제로 하도록 한다.<sup>7)</sup>

이 같은 정의는 학문적으로나 실무적으로 가장 많이 사용되는 주식회사화에 대한 정의이고 본 연구에서도 이 정의를 따르도록 한다. 이 정의에 의하면 거래소 주식회사화를 정의함에 있어 가장 중요하게 고려하여야 할 요인은 “누가 거래소를 소유하느냐?” 즉 “누가 주주인가?”하는 것이다.

증권설계(security design)의 관점에서 볼 때 주식은 소유형증권(ownership-type security)의 대표적 형태로 정의된다. 즉 거래소가 주식회사로 전환되어 투자자가 주식을 소유하게 되면 이는 곧 거래소를 소유하고 있다는 의미가 된다. 사전적으로 미래에 발생가능한 상태를 모두 정확히 예상하여 계약에 규정할 수 없다는 불완전계약(incomplete contract) 패러다임 하에서 보면, 소유(ownership)란 자산에 대한 잔여통제권(residual control right)을 의미한다.<sup>8)</sup> 현금흐름 관점에서 보면 소유란 잔여지분청구권(residual claimant)의 소유를 의미한다. 잔여통제권이란 사전에 계약에서 규정되지 않은 상태(state)가 발생하였을 때 의사결정 할 수 있는 권한을 의미한다. 따라서 소유자, 즉 주주는 사전에 규정되지 않은 상태발생시 의사결정 할 수 있는 권한을 갖는 것이다.<sup>9)</sup>

7) 거래소 주주들에게 이익이 배분된다는 것은 거래소가 이익을 목적(For-Profit: FP)으로 경영된다는 것을 전제로 한다.

8) 소유의 의미는 통제권 배분의 관점에서뿐만 아니라 현금흐름 배분과 위험 배분의 관점에서도 살펴볼 수 있다.

9) 상태의존성(state dependence)을 포함한 소유형증권의 구체적 특성에 대해

사전적으로 미래에 발생가능한 상태를 모두 정확히 예상하여 계약에 규정할 수 있는 완전계약(complete contract) 상황 하에서는 의사결정권의 배분문제는 발생하지 않는다. 왜냐하면, 미래에 발생가능한 모든 상태가 계약에 포함되어 있으므로 계약에 규정된 대로 기업자산에 대한 통제권을 행사하면 되기 때문이다. 그러나 현실에서는 계약당사자들간에 어떠한 상태가 미래에 발생할지 사전에 규정하기 힘들고, 규정할 수 있다고 하더라도 비용이 지나치게 많이 든다. 이와 같이 미래의 상태를 사전에 모두 규정할 수 없는 불완전계약 상황에서는 “누가 소유권을 보유하는가?” 즉 “누가 주주가 되는가?”하는 것이 중요한 이슈가 된다. 따라서 앞에서 논의한 주식회사화, 즉 기존의 회원들만이 주식을 배분받고 소유권을 보유하는 주식회사화는 진정한 의미의 주식회사화가 될 수 없는 것이다. 통제권은 투표권(voting right)을 통해 구현된다. 소유자로서의 주주는 투표권 행사를 통해 자신의 이익에 부합되는 방향으로 의사결정을 한다. 거래권과 소유권이 분리된 상태에서는, 회원 주주들이 자신들만이 소유한 거래권으로 인한 이익 증대를 위해 비회원 주주들의 관심사인 주가를 희생시키려 할 경우, 비회원 주주들은 투표권행사를 통해 이를 저지할 수 있는 것이다.

셋째, 보다 완벽한 형태의 거래소 주식회사화는, 단순히 소유권과 거래권이 분리되는 단계를 넘어서, IPO가 수반되는 주식회사화이다. 거래소가 IPO되면 거래소 주식을 시장에서 자유롭게 거래할 수 있다. 또한 시장메카니즘에 의해 거래소 주식의 가치가 결정되기 때문에 정확한 가치평가가 가능하다. 따라서 가격에 근거하여 효율적 자원배분이 가능해진다. 거래소 IPO에 대해서는 추후 논의하기로 한다.

---

서는 다음을 참조하기 바란다: 김형태, 2001, 『구조설계채권 활성화를 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원, Issue Paper 01-07.

## 2. 거래소의 정의와 자본시장과의 관계 및 세계 주요 증권거래소의 주식회사화 현황

세계 주요 증권거래소가 주식회사로 전환한 핵심 동인(動因)(기저 및 촉매 요인)이 무엇인지를 심도 있게 고찰하기 위해서는 한 나라의 경제에서 거래소가 수행하는 역할과 거래소 비즈니스 환경변화에 따른 이러한 역할의 동태적 변화 등을 우선적으로 살펴보아야 할 것이다.

따라서 본 장에서는 ① “거래소”란 무엇이며, 어떤 경제적 기능이 향후 거래소의 역할을 지배할 것인가에 대한 논의와, ② 거래소와 자본시장의 경제적 역할에 대한 상호관계, 그리고 ③ 세계 주요 증권거래소의 주식회사로의 전환 현황, 전환 배경 및 전환 방법 등을 고찰한다.

### 가. 거래소 정의

일반적으로 거래소란 주식거래가 체결되는 개념적·물리적 공간으로 인식되고 있으며, 증권시장에서 주식거래란 일반적으로 다음과 같은 하나의 표준 사이클을 구성하는 활동으로 언급되고 있다: ① 투자자에게 거래 전·후의 가격 및 호가 정보 제공, ② 주문회송, ③ 주문체결, ④ 대조(matching)<sup>10)</sup>, ⑤ 청산, ⑥ 결제, ⑦ 예탁 등.

거래소의 정의에 대한 보다 심도 깊은 논의는 본 보고서의 범위를 넘어서는 것으로 판단된다. 본 보고서에서는 IT 발전에 따라 급변하고 있는 증권거래소의 모습이 향후 어떻게 달라질 것인가를 정보 측면에서 논의함으로써, “거래소란 무엇인가”에 대한 상기의 일반적 정의를 보충

---

10) 이는 청산의 한 기능으로서 거래체결 후 매수자와 매도자를 대조한다는 의미이며, 청산의 마지막 단계에서 행하는 확인(confirmation)과는 구별하여 사용된다.

적으로 설명하고자 한다.

### 1) 거래소란 무엇인가?

과연 거래소란 무엇인가? Lee(1998)<sup>11)</sup>의 논의에 따르면 증권거래소는 증권거래소가 수행하는 기능을 어떠한 관점에서 바라보느냐에 따라 여러 가지로 정의될 수 있다. 본 보고서에서는 Lee(1998)가 주창한 방식에 따라 거래소를 “거래시스템의 제공자(provider of trading system)”로 정의한다. 이 경우 거래소의 기능은 상기한 주식거래의 표준 사이클 중 처음 세 가지 기능인 ① 거래 전·후로 투자자에게 가격 및 호가 정보 제공, ② 주문회송, ③ 주문체결 활동을 의미한다.

### 2) 정보 측면에서 본 거래소의 미래상

급속하게 발전하고 있는 IT 부문의 영향을 고려할 때 거래시스템 제공자로서의 거래소는 향후 어떤 모습으로 변모할 것인가? 이에 대해서 Lee(2002)는 정보(information), 산업(industry), 소유·지배구조(governance), 정책(politics) 측면에서 매우 흥미로운 거래소의 미래상을 제시하고 있는데, 이 중에서도 정보 측면에서 증권거래소가 “미디어 회사(media company)”화할 것이라고 예상한 그의 주장은 매우 설득력이 있다.<sup>12)</sup>

11) Lee R., 1998, *What is an Exchange?*, Oxford University Press, Chapter 1.

12) 본 보고서를 통해 저자들은 거래소 주식회사화의 핵심 동인에 대한 경제학적 논리를 제시하고자 하기 때문에, Lee(2002)의 거래소 소유·지배구조에 대한 예상은 여기에서 언급할 필요가 없다고 생각한다. 또한 그가 예상하는 산업측면에서의 거래소 통합과 정책측면에서의 공적 규제기관의 규제 정도의 변화 등에 대한 저자들의 관점은 보고서의 범위를 벗어난다고 생각한다. 이에 대해 관심 있는 독자들은 다음을 참고하기 바란다: Lee, R., 2002, “The Future of Securities Exchanges,” working paper, Financial Institutions Center at University of Pennsylvania.

이는 향후 거래소의 역할이 변화되어 거래소의 주수입원은 호가 및 체결 관련 데이터를 판매하는 콘텐츠 제공업무가 될 것이라는 논리와 맥을 같이 하고 있다. 그러면 거래소의 역할은 어떻게 변할 것인가? 이를 위해서는 앞에서 논의한 것처럼 거래소 기능을 주식거래 활동과 관련한 표준 사이클로 구분하지 말고, 이를 좀 더 구체적이며 경제적 의미를 지닌 기능으로 구분하는 것이 필요하다.

Macey and O'Hara(1999)의 연구에 의하면, 전통적인 거래소 기능(function 또는 service)은 크게 다음의 다섯 가지로 구분할 수 있다: ① 유동성 제공, ② 주가조작 및 내부자거래에 대한 모니터링 제공, ③ 투자자들의 거래비용을 줄일 수 있는 정형화된 규칙 제공, ④ 거래소에 상장되어 있다는 사실이 좋은 기업이라는 신호 제공, ⑤ 유통시장에서 증권과 대금의 대차를 보장하는 청산기능 제공 등이다.<sup>13)</sup> 물론 여기에 가격발견이라는 기능이 주기기능으로서 추가되어야 할 것이다(이에 대해서는 다음의 II장 2절 나항을 참고하기 바란다). 그러나 거래소가 효율적인 가격발견기능을 수행하기 위해서는 유동성 제공을 포함한 상기의 모든 기능이 한데 유기적으로 작동되어야 하므로, Macey and O'Hara(1999)의 전통적인 거래소의 기능 구분은 가격발견기능이라는 거래소의 주기능의 하부기능을 구분한 것이라고 할 수 있다.

하지만 상기한 다섯 가지 중에서 유동성 제공이라는 기능을 제외한 다른 전통적 기능은 IT가 급속히 발전하여 상기 기능에 대한 거래소의 진입장벽이 매우 낮아진 현시대에는 거래소만의 고유기능이라고 하기가 힘들게 되었다. 따라서 오직 유동성 기능만이 거래소의 기능으로 아직도 유효하다고 할 수 있으나, 유동성 제공 기능 또한 거래소의 수입원 증가라는 측면에서는 한계점을 가지고 있다. 예를 들어 향후 궁극적으로 거

13) Macey, J. R. and M. O'Hara, 1999, "Globalization, Exchange Governance, and the Future of Exchanges," working paper, Brookings-Wharton Papers on Financial Services.

래소가 투자자에게 직접접속(direct access) 등과 같은 서비스를 통해 제아무리 풍부한 유동성을 제공한다 하여도 이것이 거래소의 수수료 증가로 연결되기가 매우 어렵다는 것이다. 왜냐하면 IT 발전으로 이러한 서비스를 제공하는 한계비용이 거의 영(0)에 가깝게 하락하였고, 기술 또한 업계에 매우 보편화되어 있기 때문이다. 결국 거래소가 법적·규제적으로 소유할 수 있는 호가 및 체결 관련 데이터의 판매를 통한 수입이 거래소의 주수입원이 될 것이고, 이러한 수입은 풍부한 유동성을 제공하여 효율적인 가격발견기능을 수행하는 거래소만이 향유할 수 있을 것이다.<sup>14)</sup>

#### 나. 경제적 역할 측면에서 거래소와 자본시장의 상호 관계

자본시장은 직접금융시장으로서, 은행중심의 간접금융시장과 더불어 기업과 투자자를 연결하는 금융시장의 양대 축을 이룬다. 자본시장은 기업과 투자자를 연결하는 시장이므로 그 기능 또한 기업과 투자자의 양 측면에서 살펴 볼 수 있다. 기업 입장에서는 자본조달비용(cost of capital)을 감소시키는 것, 투자자 입장에서는 거래비용을 감소시켜 투자수익(returns on investment)을 높이는 것이 자본시장의 주기능이자 목표인 것이다. 자본시장은 발행되는 증권에 따라 주식시장, 채권시장 등으로 구분될 수 있지

14) 호가 및 체결 관련 데이터를 제공하는 서비스와 관련하여, 이에 대한 가격 결정방법에 “한계비용가격결정방법(marginal cost pricing)”을 사용하는 것은 적절하지도 않을 뿐만 아니라 최적의 방법도 아니라는 주장은 설득력이 있다. 그 동안 호가 및 체결 관련 정보는 독점적 공급자에 의해서 제공되었지만 공공재로 인식되어 무료로 제공되거나 적어도 정보제공에 따른 한계비용에 의해서 가격이 결정되어야 한다는 의견이 지배적이었다. 그러나 거래소를 호가 및 체결 관련 정보를 생산하는 기업으로 파악하게 되면 이러한 논리는 더 이상 성립하기가 어렵다(실제로 최근 이러한 경향이 두드러짐). 또한 IT의 발전으로 거래소의 호가 및 체결 정보를 생산하는 한계비용이 거의 영(0)으로까지 감소하게 되어 영리를 추구하는 기업의 입장에서는 한계비용가격결정방법에 의해서는 기업운영의 총비용을 충당하기가 어렵게 되었다.

만, 본 연구에서는 주식시장에 초점을 맞추어 논의를 전개하도록 한다.

자본시장이 기업과 투자자를 연결하는 추상적 시장인데 반해, 이를 실제로 실천하는 구체적 시장이 증권거래소이다. 증권거래소에서는 발행 기업, 투자자, 중개기관이 참가하여 거래시스템을 통해 주식을 거래하는데, 증권거래소의 주기능은 가격발견이다. 그런데 앞서도 언급하였듯이 효율적인 가격발견을 위해서는 풍부한 유동성이 전제되어야 하기 때문에 결국 거래소의 주기능은 유동성 확보를 통한 가격발견이라고 말할 수 있다.<sup>15)</sup> 따라서 유동성이 풍부하여 가격발견이 효율적인 거래소만이 자본시장의 목표인 “기업자본조달비용 최소화”와 “거래비용 최소화를 통한 투자자 수익 제고”를 동시에 달성할 수 있다. 이제 거래소의 기능 즉, 유동성 확보를 통한 가격발견기능이 어떻게 자본시장의 궁극적 목표인 기업자금조달의 효율성과 투자자 수익제고에 연결되는가를 살펴보자.

유동성이 증대되면 신속하고 저렴한 비용으로 주식을 거래할 수 있기 때문에 투자자의 매매체결비용(execution cost)이 감소된다. 즉, 유동성위험(liquidity risk)이 감소되는 것이다.<sup>16)</sup> 이같은 유동성위험의 감소는 투자자들의 기업에 대한 요구수익률(required premium)을 감소시킨다. 따라서 기업의 입장에서는 자본비용이 감소되는 효과를 얻을 수 있다. 가격발견기능이란 기업의 내재가치(intrinsic value)를 반영하는 가격 즉, 효율적 가격을 발견할 수 있는 시장기능을 의미한다. 시장가격이 얼마나 신속하고 정확하게 본질적 가치를 반영하느냐가 그 거래소의 효율성 정도를 결정한다. 투자자의 입장에서 볼 때, 가격발견의 효율성 정도는 주식보유로 인한 위험정도에 영향을 미친다. 정보불균형이 존재하는 주식거

15) O'Hara, M., 2001, "Designing Markets for Developing Countries," presented in Asian/Pacific Finance Association Meetings, Bangkok, Thailand.

16) 최근의 재무학계에서는 유동성을 하나의 위험으로 인식하여 자산가격결정(asset pricing theory) 모형을 분석하는 연구가 활발하다. 이에 대해서는 다음을 참고할 것: Pástor, Ľ. and R. F. Stambough, 2001, "Liquidity Risk and Expected Stock Returns," working paper, University of Chicago.

래의 경우에서와 같이 시장이 정보를 정확하고 신속하게 가격에 반영하지 못할 경우, 투자자들은 그 같은 주식의 보유에 대해 추가적인 보상을 요구하게 된다. 이는 결국 기업의 자금조달비용 증대로 이어질 것이다. 공시제도의 개선, 내부자거래의 규제 등이 중요한 이유가 바로 여기에 있다.

이상에서 설명한 바와 같이 거래소는 유동성제고와 가격발견기능을 통해 자본시장의 궁극적 목표인 기업의 자금조달비용 축소와 투자자의 수익제고 기능을 구현한다. 따라서 회원제 및 주식회사제와 같은 거래소 운영시스템의 최적성(또는 적절성) 평가도 이같은 자본시장의 본질적 기능을 얼마나 효율적으로 수행할 수 있느냐의 관점에서 판단하는 것이 합리적일 것이다.

#### 다. 세계 주요 증권거래소 주식회사화의 현황, 전환 배경 및 전환 방법<sup>17)</sup>

##### 1) 현황

유럽의 증권거래소들은 IT 발전에 따른 증권거래의 자동화 및 국제화, 거래소들간의 통합 등 세계증권시장을 둘러싼 금융환경변화와 유럽통합이라는 정치적 변화에 대응하기 위해서 주식회사로의 전환을 적극적으로 추진하게 되었다. 유럽의 경우 OMSE(OM Stockholm Exchange(1998))<sup>18)</sup>, DB(Deutsche Börse(2001. 2.)), Euronext(2001. 7.), LSE(London Stock Exchange(2001. 7.)) 등 거의 모든 주요 증권거래소들이 IPO와 자체상장을 완료하였다. 이들 거래소들은 기존 회원에 한정하여 분배하였던 거래소 주식을 상장함으로써 거래권과 소유권의 분리 및 소유권의 자유로운 거

17) 세계 주요 증권거래소 주식회사화의 현황, 전환 배경, 전환 방법에 대한 구체적인 사항은 본 보고서의 <부록 I>을 참고하기 바란다.

18) OMSE는 OM Gruppen의 자회사로서 지주회사인 OM Gruppen의 주식이 OMSE에 상장되어 있다.

래를 통해서 실질적인 주식회사로의 전환을 완성하고자 하였다.

아시아의 경우 TSE(Tokyo Stock Exchange), SGX(Singapore Exchange), HKEx(Hong Kong Exchange), 심지어 ASX(Australian Stock Exchange)조차 가장 경계심을 가지고 주시하는 시장은, 향후 아시아 최대 주식시장으로 부상할 상하이증권거래소(Shanghai Stock Exchange: SSE)이다. 이는 해외 기관투자자들의 주문흐름이 SSE로 이동하여 자국의 “유동성 풀(liquidity pool)” 약화 현상이 발생함으로써 역내에서 상호 연계 및 경쟁이 심화될 것으로 전망되기 때문이다. 향후 이러한 아시아 금융시장간 경쟁에 대비하기 위해 ASX(1998), HKEx(2000. 6.), SGX(2000. 11.)는 이미 주식회사화 및 거래소 주식의 자체 상장을 완료하였고 TSE(2001)도 주식회사로 전환하였다.<sup>19)</sup>

미국<sup>20)</sup>의 Nasdaq은 2003년 상반기에 자체 상장을 완료할 예정이라고 발표하였다. NYSE는 1997년 주식회사로의 전환을 논의하였으나 현재는 논의조차 중단된 상태이다. NYSE의 주식회사 전환 논의가 중단된 주요 이유로는 주식회사로 전환함으로써 인한 사적 이윤추구와 거래소의 준 공공적인 기능과의 이해상충을 우려한 SEC가 NYSE의 자율규제기능을 박탈하려고 하였기 때문이다.<sup>21)</sup>

---

19) TSE는 2005년 경 IPO를 예정하고 있다.

20) 미국의 경우 NYSE, Nasdaq 이외에 퍼시픽증권거래소(Pacific Stock Exchange: PCX) 등 지역 거래소와 CBOT(Chicago Board of Trade), CME(Chicago Mercantile Exchange) 등 파생상품 거래소도 주식회사화 이슈와 관련되어 있다. 본 절에서는 주식거래소에 초점을 맞추고, 지역 및 파생상품 거래소의 주식회사화에 대한 자세한 사항은 <부록 I>에서 다룬다.

21) Schroeder, M. and G. Ip, 1999, “Levitt Says For-Profit Big Board Can’t Run Regulatory Unit,” *Wall Street Journal*, August 31.

<표 II-1> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 사례

	증권 거래소	전환 년도	비 고
유럽	스웨덴 SSE	1993년	- 1994년부터 주식의 자유양도를 허용함. - 1998년 OM Gruppen에 합병되어 자회사가 됨.
	독일 DB	1991년	- 1994년 현·선물시장을 통합하여 지주회사 형태의 종합거래소인 DB 설립 - 2001년 2월 IPO를 실시하여 실질적인 주식회사가 됨.
	프랑스 Paris Bourse	1988년	- 2000년 9월 Euronext가 탄생하면서 자회사가 됨. - 2001년 7월에 IPO를 실시하여 실질적 주식회사로 전환
	영국 LSE	1986년	- 2000년 6월부터 회원 이외의 투자자에게 주식을 분배 - 2001년 7월 IPO를 실시하여 자체 상장함.
아시아	싱가포르 SGX	1999년	- 2000년 11월 SGX 주식을 자체 거래소에 상장함.
	홍콩 HKEx	2000년	- 주식회사로의 전환 3개월 후인 2000년 6월 HKEx 주식을 자체 거래소에 상장함.
	일본 TSE	2001년	- 2000년 7월 향후 “바람직한 조직구조를 확립하기 위한 특별위원회(ad hoc committee)”를 구성 - 2001년 3월 첫 번째 중간보고서에서 주식회사로 의 전환이 가장 바람직한 조치라고 권고 - 형식적 주식회사임. 2003년 3월 현재 IPO는 시행 되지 않았음. - 2005년 IPO 예정
	일본 OSE	2001년	- 2001년 2월 특별주주총회에서 주식회사로의 전환 을 승인 - 2001년 4월 형식적 주식회사로 전환
	호주 ASX	1998년	- 주식회사로의 전환과 동시에 ASX 주식을 자체 거래소에 상장함.

주: 여기서 기술하는 주식회사제는 각국의 법적인 정의에 의한 기술임. 따라서 본  
보고서의 정의에 따른 구분과는 일치하지 않는 경우도 있음.

<표 II-1> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 사례(계속)

	증권 거래소	전환 년도	비 고
북 미	미국 Nasdaq	2001년	- 2000년 6월, 기존의 NASD 보유주식을 사모방식으로 1차 매출함. - 2001년 1월, 기존의 NASD 보유주식을 사모방식으로 2차 매출함. - 2002년 상반기에 IPO를 하여 현재의 형식적 주식회사에서 2002년 6월 (본 보고서 정의에 따른) 주식회사로의 전환이 완료될 예정이었으나, ADF 확보, SuperMontage 시행, 거래소 지위 확정 등의 문제 해결이 지연되어 2003년 상반기에 가서야 완료 가능할 것으로 전망됨.
	미국 NYSE	-	- 1999년 일시적으로 주식회사로의 전환을 고려하였으나 현재는 이에 대한 필요성을 느끼고 있지 않는 듯함.
	미국 CBOT	추진 중	- 2001년 6월에 주식회사제를 포함한 구조개혁에 관하여 회원들의 최종투표 실시
	미국 CME	2000년	- 주식을 일반적인 보통주인 Class A주식과 보통주이면서 거래권을 포함하는 Class B주식으로 구분하여 발행함. - 2002년 12월 IPO 완료
	캐나다 TSX	2000년	- 이사회나 주주총회의 의결이 없다면 2년 동안 TSX 주식을 거래할 수 없도록 제한함. - 2002년 12월 IPO 후 자체 상장

주: 여기서 기술하는 주식회사제는 각국의 법적인 정의에 의한 기술임. 따라서 본 보고서의 정의에 따른 구분과는 일치하지 않는 경우도 있음.

## 2) 전환 배경

### 가) 주요 공통 요인

세계 주요 증권거래소가 주식회사로 전환한 배경은 각 증권거래소가 처해 있던 상황에 따라 매우 다양하게 나타나고 있다. 이에 대한 내용은

각 증권거래소별로 <표 II-2>에 요약 제시되고 있다. 이를 범주별로 정리하여 세계 주요 증권거래소가 공통적으로 느끼는 (실제적 또는 잠재적) 주식회사화의 필요성을 살펴보면 다음과 같다.

### ① 경쟁력 강화(잠재적 경쟁 포함)

거래소 비즈니스와 증권시장의 변화에 보다 신속하고 유연하게 대응할 수 있는 기업지배구조 및 경영구조를 획득하고, 교차상장(cross listing)의 활성화로 인한 자국내 시장 잠식에 대한 유동성 및 거래소 위상을 재확보 또는 재확립하기 위하여 주식회사제 거래소로 전환한다.

### ② 거래소 소유권의 분산 추구

회원[거래권 소유자(중개회사를 의미)]들의 지분과 기득권을 제거하고, 거래소 참여자 중 특정 그룹에 소유권이 집중되는 것을 방지하기 위하여 주식회사제로 전환한다. 이는 거래소의 이해관계가 소유자인 회원으로부터 투자자와 발행기업으로 이동하고 있음을 시사하는 것이다. 즉, 핵심적인 시장 참여자에게는 주식으로 보상함으로써 해당 거래소의 비즈니스에 보다 적극적으로 참여하도록 금융적 유인(financial incentive)을 부여하는 효과를 가지게 된다.

또한 거래소의 가장 중요한 기능이라 할 수 있는 가격발견의 효율화를 위해서는 유동성의 확보가 필요하다. 이에 거래소는 유동성에 중대한 영향을 미치는 기관투자자를 주주에 포함시키려고 하는데, 이 경우 거래소가 주식회사 형태여야 가능하다.

### ③ 자금조달의 용이성

거래시스템의 현대화 등 회원제 하에서는 수행하기 어려운 대규모 자금을 조달하기 위하여 주식회사로 전환한다. 거래소 소유구조를 주식

회사제로 전환할 경우, 주식회사화 초기 한 번에 대규모 자금조달을 할 수 있고, 향후에도 자금조달을 용이하게 할 수 있는 장점이 있다. DB, Euronext, Nasdaq 등이 대표적인 거래소라 할 수 있고, TSE도 향후 대규모로 자금을 조달할 필요성을 예상하여 주식회사로 전환하였다.

이외에도 전략적 제휴와 M&A 수단으로서 주식교환(stock swap)의 필요성이 증대하게 된 것도 주식회사로 전환하게 된 주요 동기 중의 하나이다.

④ 의사결정의 합목적성 증대

주주가치를 제고할 수 있는 사업부문에 적절히 자원을 분배할 수 있도록 재무의사결정을 개선하여 경영의 효율성을 제고하기 위하여 주식회사로 전환한다.

⑤ 거래소 가치평가 및 거래소 투자자(주주)에게 유동성 제공

거래소 투자자에게 자신들의 투자에 대한 정확한 가치평가와 유동성을 제공하기 위한 목적으로 주식회사로 전환한다. 주식가격은 전략적 제휴 특히 M&A를 시도할 경우 합병비율 산정에 필요한 매우 유용한 가치평가 측정치이다. DB의 경우가 대표적인 예이다. 주식회사화는 또한 거래소에 출자한 회원들에게 해당 출자금을 용이하게 현금화 할 수 있는 기회를 제공한다.

나) 특수 요인

HKEx, DB, Nasdaq의 경우에는 위에서 기술한 거래소 주식회사화의 주요 공통 요인 이외에 또 다른 특수한 이유가 있었는데 이는 다음과 같다.

① 홍콩 HKEx

HKEx는 1997년 금융위기 이후 증권시장의 안정화와 중국증권시장의 성장에 대해 적극적으로 대응하기 위하여 2000년 현·선물거래소를 통합하였다. 이때 HKEx는 주식회사화가 거래소 통합의 선행·필수요건이라고 판단하였다.

② 독일 DB

2000년 영국의 LSE와 합병을 통한 iX(international Exchange) 설립을 시도할 당시, DB 스스로는 자신의 가치가 LSE보다 크다고 생각하였으나 지명도를 앞세운 LSE에게 자신의 가치를 제대로 평가받지 못했다. 따라서 당시 형식적인 주식회사였던 DB는 실질적인 주식회사로 전환하여(즉, IPO를 단행하여) 자신의 가치를 시장에서 평가받고자 하였다.

③ 미국 Nasdaq

Nasdaq의 주식회사화는 NASD가 1938년 “멀로니법(Maloney Act)”의 정신으로 돌아가 자율규제기관(Self-Regulatory Organization: SRO)으로서의 역할에만 충실하고자, Nasdaq을 영리목적의 주식회사로 전환하여 이를 분리하고자 한 측면이 강하게 작용하였다. 물론 앞에서 논의한 바와 같이 Nasdaq은 ECN(Electronic Communications Network)의 급성장에 따른 시장잠식에 대한 대응으로 SuperMontage라는 새로운 시스템 구축에 많은 자금을 필요로 하기도 하였다. 이외에도 세계 전역을 하루 24시간 동안 연계하여 거래하고자 아시아 및 유럽에 Nasdaq 거래소를 설립하는데 자금이 필요하였다.

<표 II-2> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 배경

	증권 거래소	전환 배경
유럽	스웨덴 SSE	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유럽내 SSE의 경쟁력 취약: 스웨덴 기업들로 상장기업이 한정된 협소한 지역거래소에 불과</li> <li>- 1%의 증권거래세 도입 등으로 투자자와 발행회사들이 외국거래소로의 교차상장(cross-listing)에 관심을 가지게 됨.</li> <li>- 유럽 내 비중 있는 거래소로서의 위상 재정립을 절실하게 느낌.</li> </ul>
	독일 DB	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국제적 금융센터가 되기 위해 증권거래소 시스템 개선을 통한 증권거래 효율성 향상의 필요성 절감</li> <li>· 독일 내 증권거래소의 유동성이 8개 지방거래소로 분할되어 있었음.</li> <li>· 독일 국채(Bund) 거래의 70%, 독일 주식거래의 10%가 런던 시장에서 이루어짐.</li> <li>- 감독체계의 정비를 통한 건전성 제고를 도모</li> </ul>
	프랑스 Paris Bourse	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유럽경제의 통합추세에 따른 대외경쟁력 확보 필요: Euronext로 재탄생</li> <li>- 직접금융시장의 성장에 따른 제도의 선진화를 위해 보다 유연한 의사결정과 대규모 자금조달의 필요성 대두</li> </ul>
	영국 LSE	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 형식적인 주식회사로서 급변하는 환경변화에 적절히 대응하지 못함. 특히 당시 LSE가 채택하고 있었던 부분적 스크린베이스 시스템이 증권거래의 전자화에 대해 적합한지가 의문시 됨.</li> <li>· 전자거래소의 형태를 갖춘 Euronext가 강력한 경쟁자로 등장하고, Nasdaq이 유럽에 진출(Nasdaq Europe의 설립)하는 등 유럽내 LSE의 독보적인 위치가 흔들림.</li> <li>- 소유구조의 불완전성으로 인한 DB와의 합병을 통한 iX 설립의 무산 및 OM Gruppen의 적대적 합병 시도에 따른 경영에 대한 각성</li> </ul>

주: 여기서 기술하는 주식회사제는 각국의 법적인 정의에 의한 기술임. 따라서 본 보고서의 정의에 따른 구분과는 일치하지 않는 경우도 있음.

<표 II-2> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 배경(계속)

	증권 거래소	전환 배경
아시아	싱가포르 SGX	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국제적인 경쟁력을 갖춘 국제금융센터로서의 위상정립</li> <li>- 증권시장에 대한 정부의 확고한 비전(vision) 설정이 수반됨.                         <ul style="list-style-type: none"> <li>· 소규모인 기존 주식시장과 파생상품 시장의 유동성 통합의 필요성</li> </ul> </li> </ul>
	홍콩 HKEx	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 국제금융센터로서의 역할 및 경쟁력 강화</li> <li>- 금융위기 이후 증권시장의 안정화를 위한 적절한 위험관리와 증권시장의 교란요인에 대한 규제를 용이하게 하기 위하여 현· 선물거래소를 통합함.                         <ul style="list-style-type: none"> <li>· 통합의 선행요건이 주식회사제로의 전환이라고 생각함.</li> </ul> </li> <li>- SGX의 성장 및 기타 중국 증권시장의 도전 등 환경 변화에 대응</li> </ul>
	일본 TSE	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 거래소의 보다 바람직한 소유 및 지배 구조로서 다음과 같은 주식회사제의 장점을 높이 삼.                         <ul style="list-style-type: none"> <li>· 경영의 합리화, 사용자의 욕구에 부합하는 거래소로의 변화</li> <li>· 세계시장과의 연계 및 상호협력 체계 구축시 TSE의 역할 강화</li> <li>· 의사결정과정의 투명성 및 공개성을 통한 경영성과에 대한 책임성을 명확히 함.</li> <li>· IT 시스템 구축을 위한 용이한 자금 조달</li> <li>· 소유권과 거래권 분리를 통해 증권거래의 참여성을 높여 사회적인 비용 감소</li> <li>· 기존회원들의 투자기회 극대화</li> </ul> </li> <li>- 그러나, 세계 다른 증권거래소의 추세에 수동적으로 따라가는 측면이 농후함.</li> </ul>
	호주 ASX	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 회원들간의 이해상충으로 인한 의사결정 과정상의 비효율성 타파</li> <li>- 거래소 발전을 위한 추가자금 조달</li> <li>- 자국내 투자자에게 충분한 유동성을 제공하지 못하여 ASX를 이탈하는 기업이 발생하게 됨에 따라 유동성 확보가 긴요하였음.</li> <li>- 보다 중요한 요인은 중국 증권시장의 성장을 예상하여 아시아, 태평양 지역의 주요 거래소로의 위치를 확보하여 전략적 포지셔닝을 용이하게 하려는 시도였음.</li> </ul>

주: 여기서 기술하는 주식회사제는 각국의 법적인 정의에 의한 기술임. 따라서 본 보고서의 정의에 따른 구분과는 일치하지 않는 경우도 있음.

<표 11-2> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 배경(계속)

	증권 거래소	전환 배경
북 미	미국 CME	- 주식회사화로 투자자를 위한 CME 본연의 업무(core business)에 집중하고 급속한 시장 환경변화에 유연하게 대처하고자 함. · 주식회사화 이전의 CME는 회원 구성이 상이한 집단으로 이루어져서 공통의 이익을 위한 합의를 도출하는데 많은 시간이 걸림. 특히, 투자은행과 투기적 투자자(speculator)간의 욕구가 상이
	캐나다 TSX	- NYSE, Nasdaq과 동일 시간대에서 거래소를 운영하고 있기 때문에 이들과의 경쟁에서 생존하기 위해서는 신속한 의사결정을 할 수 있고, 명확하고 책임 있는 경영을 할 수 있는 소유·지배구조가 필요함. - 대규모 투자를 해야 하는 경우 회원으로부터 자금을 조달하는 방법과 수수료를 인상하는 방법 외에는 달리 대안이 없었으므로 주식회사화로 이를 타개하고자 함.

주: 여기서 기술하는 주식회사제는 각국의 법적인 정의에 의한 기술임. 따라서 본 보고서의 정의에 따른 구분과는 일치하지 않는 경우도 있음.

### 3) 전환 방법

세계 주요 증권거래소가 주식회사로 전환한 방법은 전환 배경만큼 다양하다. 자본금 규모도 각 증권거래소가 속한 나라의 GDP 등 거시경제변수와의 별도 상관관계가 없이 산정된 것으로 보인다. 전환방법도 회원에게만 한정하여 분배한 거래소(LSE, HKEx, CME 등 대부분의 거래소)로부터, 발행기업·기관투자자·일반투자자를 포함하여 분배한 거래소(SSE 등 일부 거래소), 증권산업 및 증권시장의 발전을 위한 공익기금을 조성한 거래소(SGX)까지 매우 다양하다.

흥미로운 사실은 거래소의 주식회사 전환 방법은 해당 증권거래소가 속한 국가의 정부가 취한 역할에 따라서 달라진다는 점이다. 예를 들어, 싱가포르의 경우 정부기구인 싱가포르통화청(Monetary Authority of

Singapore: MAS)이 주식회사로의 소유구조 전환과정을 처음부터 주도하였다. 그 결과 SGX의 지분 중 28%만이 기존 회원에게 분배되고, 나머지는 정부와 SGX 어디에도 속하지 않는 공익기금에 분배될 수 있었다.<sup>22)</sup> 이에 비하여 미국 및 영국의 경우 정부의 개입 없이 거래소가 독자적으로 주식회사화를 진행하였다(또는 진행중이다).

<표 II-3> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 방법

		발행주식수	주당 가격	주식 배분 방법
유럽	스웨덴 SSE	249,500주 신규발행	SEK 100.00	- 124,500주는 회원, 125,000주는 발행기업에게 주어짐. 이미 500주가 한 회원에게 팔렸음.
	독일 DB	모집: 2,546,000주 매출: 264,151주	Euro 335*	- 공모 이전 주주는 323명이고, 공모 이후에는 이 중 53명의 주주가 구주매출을 함. - 공모주는 외국의 기관투자자(77%), 독일 기관투자자(17%), 독일 내 일반투자자(6%)에게 분배됨.
	프랑스 Euro-next	모집: 16,666,666주 매출: 12,209,609주	Euro 24.00*	- 프랑스, 벨기에, 네덜란드의 개인투자자에게 4,342,503주, 기관투자자에게 24,533,772주가 분배됨.
	영국 LSE	297,000,000주(보통주 1주당 보너스 9주 부여)	Pound 3.85	- 회원, 기관투자자, 상장기업에 분배 - 일반투자자가 회원이 되기 위한 주식소유는 불가능(LSE가 명시하는 기준을 충족시키는 기업만 가능)
아시아	싱가포르 SGX	1,000,000,000주	SD 1.10	- SGX의 주식은 SES와 SIMEX 회원들에게 28%가 분배되고, 47%는 사모로 현금화되어 Financial Development Fund를 만들고 25%는 SPV가 주식형태로 보유
	홍콩 HKEx	수권주식수 2,000,000,000주	HKD 1.00	- 수권주식수 중 1,040,664,846주가 발행됨. SEHK : HKFE = 7 : 3(100%) - 거래량 비중의 대소와 무관하게 모든 회원에게 동일하게 지분 배분
	일본 TSE	9,200,000주	Yen 10,000	- 회원에게 총 2,300,000주를 발행 - 정규회원은 각 20,000주를 받음.
	호주 ASX	100,596,000주	AUD 4.20	- 회원에게 전부 분배함.

주: \*로 표시된 거래소의 경우 IPO 당시의 주식배분 및 IPO 주당 가격임.

22) 회원에게 28%의 지분만을 분배한 것에 대한 회원사들의 불만은 SGX의 주가가 IPO 후 3배 이상 상승한 것으로 무리 없이 해소되었다. 자세한 분배방식에 대해서는 <부록 I>을 참고하기 바란다.

<표 II-3> 세계 주요 증권거래소의 주식회사 전환 방법(계속)

		발행주식수	주당 가격	주식 배분 방법
북 미	미국 Nasdaq	- 2차례의 사모 · 1차: 23,663,746주 · 2차: 1억8천만USD에 해당하는 주식발행 - NASD는 Nasdaq이 사모 를 통해 발행한 신주인수 권 43,200,000주를 제외하 고는 보유하고 있던 모든 주 식매각(2002. 2)	USD 11.00	- Member offeree, 시장참가 자, 발행기업에 분배함.
	미국 CBOT	- Class A: 전통적인 보통주 - Class B: 보통주에 거래권 포함	-	- 독립적인 “지분분배위원회 (Independent Allocation Committee)”가 권고한 분배 방법에 따라 회원들에게 분 배(案) - 현재 주식회사화가 진행중임.
	미국 CME	- Class A: 보통주 (4,751,070주) - Class B: 보통주에 거래권 포함 (약 5,000주)	USD 35.00*	- CME회원에게 분배 - NYSE에 상장(2002. 12.)
	캐나다 TSE	- 보통주 18,978,238	CAD 18.00*	- 회원권당 20개의 보통주를 배분

주: \*로 표시된 거래소의 경우 IPO 당시의 주식배분 및 IPO 주당 가격임.

전환 방법과 관련하여 또 한가지 특이사항은 미국의 CME, CBOT(예  
정)의 경우 거래소를 주식회사제로 전환하면서 주식을 Class A와 Class  
B 등 이중구조로 구분하여 배분하였다는(또는 하고 있는 중이라는) 점이  
다. 이때 Class A는 전통적으로 우리가 말하는 보통주를 의미하고,  
Class B는 거래권이 포함된 주식을 의미한다. 이는 선물거래소의 경우  
회원의 종류가 매우 다양한 수준으로 구분되어 계약이 이루어져 있었기  
때문에 주식회사화 하면서 이를 정리하는 과정에서의 편의를 도모하기  
위한 목적에서 비롯된 것이다.

### 3. 거래소 주식회사화의 핵심 동인<sup>23)</sup>

본 장에서는 앞 절에서 기술한 거래소의 정의, 거래소와 자본시장의 경제적 상호관계, 세계 주요 증권거래소 주식회사화의 현황 등을 종합하여, 세계 주요 증권거래소 주식회사화 흐름에 “일반적으로” 내재되어 있는 주요 핵심 동인을 자본시장의 본질적 기능 및 환경변화에 따른 역할 변화와 함께 고려하여 도출한다. 본 장에서의 “핵심 동인”이란 거래자동화에 따른 거래소와 회원의 유인구조 변화 및 이해상충이라는 “기저 요인”과 경쟁 및 거래소 회원의 이질성 심화라는 “촉매 요인”을 의미한다.(<그림 II-1>을 병행하여 참고하면 본 장의 논리에 대한 이해를 보다 편리하게 도모할 수 있을 것이다.)

#### 가. 기저 요인: 거래자동화와 이에 따른 거래소와 회원의 유인구조 변화 및 이해상충 발생

##### 1) 전통적 입회장 거래와 거래자동화(전자거래) 방식의 비교

거래시스템이라는 것은 간단히 말해 “거래행위를 규정짓는 규칙”이다. 따라서 협동조합(cooperative: co-op, 회원제(mutual)) 형태를 갖춘 전통적인 거래소의 입회장(floor) 거래의 경우 협동조합 자체(즉, 거래자들)에 의해 운영되었는데, 이는 매우 자연스러운 현상이었다. 전통적으로 거래소가 입회장 거래방식을 갖춘 것은 전자거래 기술이 가능하지 않았던 “기술적 측면”에 의한 당연한 결과였으며, 주식회사가 아닌 회원제를 채택한 것은 낮은 단계의 기업문화에 기인한 “사회·경제적 측면”에서 그 원인을 찾아 볼 수 있을 것이다.<sup>24)</sup>

23) 이에 대해 보다 정치한 내용은 다음을 참고하기 바란다: 김형태·엄경식·한상범, 2003, “거래소 주식회사화의 기저 요인 및 경제학적 논거: 한국주식시장에의 정책적 함의”, mimeo.

전통적인 거래소의 구체적인 운영방법은 다음과 같다. 우선 회원들이 초기가입비와 연회비를 지불하면 거래소(즉, 입회장)에의 접근이 가능해진다. 이는 특히 대규모 거래자들(대량주문을 확보하는 회원들)에 의한 자기선택(self-selecting) 과정이라고 할 수 있다. 이때 비회원들(non-members)은 거래가 집중된 네트워크로부터 발생하는 이익인 소위 네트워크 외부효과(network externality)를 얻기 위해서 회원들에게 거래소 입회장에서 그들의 매수·매도주문을 대표하도록 하고 이에 대한 대가를 지불한다. 그 결과 회원들은 투자자들(비회원 즉 일반투자자, 소규모 브로커 등)의 거래를 중개하게 된다.

반면에, 전자거래시스템(automated trading system)을 통한 거래의 경우에는 전자거래시스템에 접속하는 위치나 원하는 접속 포인트의 수 등에 대한 제약 없이 거래가 가능하다.<sup>24)</sup> 또한 거래 네트워크에 접속하는 신규 회원들에게 부과되는 한계비용이 영(0)에 가깝기 때문에 이들에게 회원비 혹은 고정적인 접속비용을 부과해야 할 하등의 이유가 없다. 따라서 전자적으로 거래가 이루어지는 완전경쟁시장에서는 전통적인 개념의 거래권(회원권)은 그 경제적인 의미를 상실하게 된다. 이 경우 단

24) 1962년에 KSE가 채택하였던 주식회사제가 하나의 좋은 예이다. 1962년 제정 당시 증권거래법은 KSE의 조직 형태를 주식회사로 규정하였다. 이렇게 시작된 주식회사제 KSE는 증권과동을 거치면서 1963년 공영체로 바뀌기 전까지 약 1년 남짓 지속되었다. 주식회사제에서 공영체로 소유구조가 바뀌게 되는데 결정적 역할을 한 증권과동은 일정 기간 동안의 거래를 모아서 한꺼번에 결제하는 청산거래라는 매매거래제도의 문제점에 일정 부분 기인하였으나, 준 공공적 성격의 서비스를 제공하는 거래소를 당시 사회적으로 익숙하지 않은 주식회사제로 운영하는데 대한 경험 부족과 제도상의 미비 등에서 비롯되었다고 볼 수 있다. 이에 대해서는 다음을 참고하기 바란다: 남상구, 1992, 『증권시장』, 태진출판사. 또한 거래기술의 발전과 거래소 소유구조의 변화에 대해서는 다음을 참고하기 바란다: Arnold, T., P. Hersch, J. H. Mulherin, and J. Netter, 1998, "Merging Markets," *Journal of Finance* 54, 1083-1107.

25) 주지하다시피, KSE는 전자거래를 수행하고 있지만 회원제 형태를 취하고 있다.

지 거래량에 따라 부과되는 변동비 성격을 지닌 이용료가 거래소 접근 비용이 되어야 할 것이다. 예를 들어 DB, OM Stockholm의 경우 주식회사로 전환 후 회원비를 부과하지 않고 있으며, LSE는 주식회사제로 전환한 이후 원화로 1억원 정도까지 회원비(거래권 보유)가 하락하였다.<sup>26)</sup>

이처럼 점차 입회장이 없어지는 추세이기 때문에 전자 네트워크 상의 거래자(즉, 증권회사)는 회원이라기 보다는 일반적인 고객(client)이 되어 가고 있다. 하지만 전자거래시스템은 거래자가 복제할 수 없는 사적소유물이며 이를 구축하는 데는 상당한 비용이 발생하는 것이기 때문에 당연히 무상으로 사용할 수는 없을 것이다.

따라서, 소유자는 시스템을 운영하고 접속에 대한 서비스를 매매하는 등 여타 상업적인 기업과 마찬가지로 “영리를 위하여(for-profit)” 비용을 부과하는 것이 타당성을 가지게 된다. 이에 비해 전통적인 입회장 거래소의 가치는 전적으로 물리적인 거래자의 존재로 인해 발생한다는 차이점이 있게 된다.

## 2) 회원제와 주식회사제의 운영에 대한 유인구조 비교

전자거래를 수행하는 자동화된 거래소(automated exchange)가 앞에서 언급한 것처럼 영리로 “운영될 수 있다”는 것 그 자체가 곧 바로 소유(지배)구조가 회원제(mutual)에서 주식회사(corporate)로 “변화되어야 한다”는 경제적 논리가 될 수는 없다. 보다 중요한 것은 회원제 및 주식회사제 거래소가 가지고 있는 각각의 운영에 대한 유인구조(incentive structure)의 분석을 통해서만 경제적 논거로서 확립될 수 있다는 점이다.

26) 이는 매우 중요한 포인트이다. 왜냐하면 이러한 주식회사제로 인한 회원비의 감소는 경제적·법적 독점력을 보유하고 있는 거래소가 투자자에 대해 “불공정한 거래” 또는 최소한 “투자자를 고려한 경영을 소홀히” 수행한 것으로 연결될 수 있는 고리이기 때문이다. 자세한 것은 VI장을 참조하기 바란다.

협동조합(co-op, 회원제) 형태를 갖춘 전통적 입회장 거래에서 회원은 비회원을 대표하여 비회원의 거래를 중개한다. 이러한 형태의 “거래소”에서는 기술 및 거래메커니즘의 혁신을 통해 거래소의 경제적 가치가 증대됨에도 불구하고, “거래소 회원”은 자신의 중개서비스에 대한 수요가 줄어들 것으로 예상하여 기술의 발전을 거부하려는 유인이 존재한다. 즉 전자거래의 발전으로 인해 거래소 자체와 소유자인 회원간의 이해상충이 발생한다. 따라서 회원이 거래소의 소유자인 경우, 거래소의 가치가 증가하여 회원 자신의 몫도 증가한다 하더라도 이 증가분이 중개 이익의 감소분보다 작다면 거래소의 기술 혁신을 저지하는 의사결정을 할 것이다. 실제로 LSE, NYSE, Nasdaq의 경우 전자거래시스템 도입에 대한 시장조성인(market maker)들의 반대가 매우 극심하였다.<sup>27)</sup>

이에 반해 전자거래시스템을 통한 거래를 하는 주식회사제 거래소는 자동화된 경쟁매매 메커니즘(auction mechanism)을 이용하여 중개기관 없이 거래를 수행하려는 유인을 갖게 된다. 즉, 거래소는 주식거래에 있어서 거래중개기관의 역할(필요성)을 제한(또는 제거)하려 하며, 더 나아가 향후 궁극적으로는 기관투자자들에게 거래소에 직접접속 할 수 있도록 하려는 유인을 갖는다. 단지 거래소가 일반(소매)투자자에게까지 직접접속을 확산하지 못하는 이유는 일반투자자의 신용위험(credit risk) 가능성에 기인한다고 예상할 수 있다.

### 3) 거래자동화에 따른 회원제와 주식회사제의 효율성 비교

전자거래시스템을 채택할 수 있을 정도로 기술이 발전했음에도 불구하고 거래소가 계속 회원제로 운영될 경우 발생하는 효율성 비용

27) 다시 한 번 강조하지만, 본 보고서의 II, III, IV장의 내용은 세계 주요국에서 발생한(또는 발생하고 있는) 거래소 주식회사화라는 경제현상에 대한 “일반적인” 논의사항이다. 여기서 논의된 사항의 한국 증권거래소 시장(그중에서도 특히 KSE)에 대한 적용은 VI장을 참고하기 바란다.

(efficiency cost)은 무엇인가? 이에 대한 답은 아마도 높은 거래비용으로 인해 투자자는 낮은 투자수익을 획득하게 되고 발행기업은 높은 자본비용을 부담해야 한다는 점일 것이다.

Domowitz and Steil(2001)은 미국의 경우 자동거래시스템이 순수 거래비용(청산·결제 비용 제외) 측면에서 기존의 거래시스템보다 28~33% 효율적인 것으로 보고하였다.<sup>28)</sup> 이들은 Instinet, AZX(Arizona Stock Exchange), POSIT 등 자동거래시스템을 사용한 대체거래시스템(Alternative Trading System: ATS)<sup>29)</sup>와 NYSE의 스페셜리스트에 의한 전통적 입회장 거래 및 Nasdaq의 딜러 메커니즘을 비교하였다. 연구결과 ATS의 거래비용은 NYSE에 비해서 28.2%, Nasdaq에 비해서 32.5% 저렴한 것으로 파악되었다. 이들은 또한 현재의 NYSE와 Nasdaq의 거래시스템을 시장조성인(스페셜리스트, 딜러)의 중개기능이 없는 자동화시스템으로 대체한다면 발행기업의 자본비용을 약 4% 정도 감소시킬 것으로 전망하였다.

유럽의 경우에 대부분의 주요 거래소들이 자동화된 거래시스템으로 전환하였다. 물론 아직도 기관투자자 등의 직접접속이 일반화되지 않았기 때문에 중개기관의 중개기능은 여전히 남아 있다. Domowitz and Steil(2001)에 따르면 자동화의 결과 유럽 거래소의 중개기능을 제외한 순수 거래비용은 미국의 1/3~1/4 정도로 감소되어 매우 효율적으로 변화하였다. 그러나 중개기관의 중개기능을 포함하면 아직도 미국에 비해 거래비용이 3~4배 높다. 이는 유럽 중개기관의 효율성이 미국에 비해

28) Domowitz, I. and B. Steil, 2001, "Innovation in Equity Trading Systems: The Impact on Trading Costs and the Cost of Equity Capital," in Steil, B., D. G. Victor, and R. R. Nelson (eds.), *Technological Innovation and Economic Performance*, Princeton: Princeton University Press.

29) ATS에 관해서는 다음을 참고하기 바란다: 변진호·엄경식·공경신·윤지아, 2002, "주식거래 ATS의 의미와 전망: ECN을 중심으로", 한국증권연구원, 조사 02-06.

매우 낮기 때문에 발생하는 현상이라고 이들은 주장하고 있다.

다시 한번 강조하자면 거래소의 본질적인 기능은 투자자에게는 낮은 거래비용(따라서 높은 투자수익)을, 발행기업에게는 낮은 자본비용 구조를 이끌어 내는 것이어야 한다. 이러한 측면에서 볼 때 전통적 입회장 거래 하에서는 회원제가 어느 정도 거래 효율성을 가질 수 있으나, 자동 거래시스템 하에서는 주식회사제가 거래 효율성이 높다는 것을 알 수 있다.

#### 4) 거래자동화의 진전과 이에 따른 거래소와 회원의 이해상충 발생

세계 유수의 증권거래소들이 주식회사로의 전환 및 IPO를 시행하는 이유는 무엇일까? 거래소가 회원제에서 주식회사제로 전환하고 IPO 또는 상장을 하여 자기 주식을 유통시키는 경우 발생할 수 있는 효익이 무엇인가에 대한 질문에 TSE(2001)가 주장한 다음의 내용은 전형적인 대답 중의 하나가 될 것이다.<sup>30)</sup>

앞에서 잠시 언급한 바와 같이 “주식회사로의 전환 및 IPO를 시행함으로써 ① 경영자와 일반 종업원의 의식(mind set)을 개선시켜 거래소의 경영을 합리화하고 거래소를 사용자의 욕구에 맞는 체질로 변모시킴으로써 국제경쟁에서 성공할 수 있는 기반을 조성한다. ② 의사결정과정을 투명하게 공개하고 경영에 대한 책임을 명확히 하여 투자자의 욕구를 더 잘 반영하는 기업구조를 가능하게 한다. ③ 거래소의 상업적 베이스로의 전환은 세계시장과의 연계 및 상호 협력체계를 구축함에 있어 운신의 폭을 확장시킨다. ④ 주식발행 및 다른 종류의 다양한 자금조달기법을 사용할 수 있게 함으로써 자금조달을 용이하게 한다. ⑤ 소유권과 거래권이 분리되어 신규 증권회사들이 막대한 자금을 지불하지 않고도

30) 東京証券取引所, 2001, “東証の組織形態のあり方について: 中間取りまとめ”.

증권거래에 참여할 수 있어 사회적인 비용이 감소하게 되고 시장참여기반이 확대된다”.

그러나 무엇보다도 거래소가 주식회사화제로 전환하려는 가장 중요한 이유는 거래소 발전을 위한 전략적 포지셔닝(strategic positioning)<sup>31)</sup>에 대한 중개기관들(특히 지역중개기관들)의 통제로부터 벗어나기 위한 것이다. 회원제의 경우 회원(중개기관)들은 거래중개로부터 자신의 이익극대화를 추구하기 위하여 “발행기업과 투자자에게 최대한의 효율성을 가지고 봉사”하려 하는 거래소의 능력, 거래소 본래의 기능에 손상을 가할 수 있다. 이 때문에 거래소 자체와 소유주인 회원(중개기관) 간의 역할에 관한 이해상충이 발생한다.

특히 거래소가 경쟁적 금융시장 환경에서 영업을 수행한다면 거래소는 자본시장의 궁극적인 목표인 낮은 자본조달비용(발행기업), 높은 투자수익률(투자자)을 조성해 주는데 있어서 다른 경쟁거래소보다 효율적이어야 할 것이다. 즉, 거래소 기능을 발행기업과 투자자의 이익증진에 충실하도록 하여야 한다. 그러나 대부분의 회원제 거래소의 경영진들은 이를 공공연히 언급하지 못하고, 대신에 자본을 조달하기 위해 주식회사화를 추진한다고 주로 주장하지만 이것은 진실이 아니며 일종의 핑계에 불과하다.<sup>32)</sup>

현실적으로 그리고 향후 궁극적으로 거래소는 ① 중개기관(증권회사)

31) 거래소의 전략적 포지셔닝이란 거래소가 “하나의 조직체로서” 자신의 발전을 위해서 취하는 경영상의 전략적 위상정립으로 정의할 수 있다. 본 보고서에서는 세계 주요 거래소에서 확인할 수 있는 기존의 회원 중심에서 발행기업과 투자자 중심으로 경영 전략축이 변화하는 것을 주로 의미한다.

32) 사실상 회원제 거래소에서도 자본이 필요하면 얼마든지 회원들로부터 추가조달이 가능하다. 극단적인 예로써, Amsterdam Stock Exchange의 경우에는 잉여현금이 너무 많아 이를 보다 용이하게 분배하기 위하여 주식회사화를 추진하였다.

이 덜 필요한 거래구조, ② 외국인이나 기관투자자들의 직접접속이 가능한 거래구조, 그리고 ③ 타 거래소와의 원활한 합병 등을 통해 자신의 가치를 최대화하고자 할 것이다. 그러나 이것이 회원들의 이해와 상충(현 회원들의 서비스에 대한 수요 감소)되어 회원들이 이를 반대하는 일이 발생하기 때문에, 이러한 회원들의 통제력에서 벗어나기 위해 주식회사화를 추구한다는 것이 보다 본질적인 이유일 것이다. 결국 거래소의 주식회사제로의 전환 및 IPO(또는 상장)의 적절한 완성은 거래소 비즈니스에 직·간접적으로 연결된 자본시장의 효율성 증가(사회적 비용의 감소)로 이어져, 경제 전체의 효율성 달성에 큰 역할을 할 수 있을 것으로 전망된다.

#### 나. 거래소 주식회사화에 대한 촉매 요인: 경쟁 및 거래소 회원의 이질성 심화

앞(II장 3절 가)에서 언급한 것처럼 “거래기술의 변화와 발전”, 그리고 이에 따른 “거래소와 회원의 유인구조 변화 및 이해상충의 발생”은 거래소 소유(지배)구조 변화에 하나의 핵심 동인으로서 그 역할을 수행하여 왔다. 그러나 거래소와 회원간의 이해상충이 발생할 경우, 일반적으로 거래소의 의사결정은 거래소 소유주인 회원의 이해에 충실한 방향으로 이루어질 것이다. 따라서 거래소가 아무리 자신의 전략적 포지셔닝을 추구하고 싶어도 이것이 회원의 이해와 합치되지 않으면 거래소는 어쩔 수 없을 것이다. 그러면 이러한 갈등이 존재하는 상황 하에서 세계의 주요 증권거래소의 회원들이 “자발적으로” 거래소의 주식회사화를 수락할 수밖에 없게 만드는 요인은 과연 무엇인가?

본 보고서는 이 대목에서 거래소 주식회사화의 또 다른 핵심 동인인 “경쟁” 및 “거래소 회원의 이질성 심화”에 주목한다. 이 두 가지 요소는

“일반적으로” 거래기술의 변화에 따른 거래소와 회원의 유인구조 변화 및 이해상충의 발생이라는 거래소 주식회사화를 위한 도도한 물결에 작용하여, 실제로 거래소가 주식회사제로 전환하는 촉매 역할을 수행한다. 본 보고서에서는 거래소가 직면한 (잠재적 또는 실제) 경쟁의 정도 및 거래소 회원의 이질성 심화라는 두 가지 핵심 동인을 촉매 요인이라고 규정한다.

### 1) 거래소가 직면한 (잠재적 또는 실제) 경쟁의 정도

거래소가 직면한 치열한 경쟁(또는 잠재적 경쟁)은 회원들이 자신의 중개권(intermediation franchise)을 보호하기 위한 논리의 정당성을 약화시켰다. 따라서 회원들은 소유(지배)구조의 개혁 및 외부의 소유권에 대해 보다 개방적인 태도를 취하게 되었다. 예를 들면 거래소 주식회사화의 선구자 격인 북구의 세 거래소(스톡홀름, 헬싱키, 코펜하겐)와 암스테르담증권거래소(Amsterdam Stock Exchange)는 ① 소규모이며 개방화 정도가 높은 국가 경제(small and highly open economy), ② 자국내 블루칩 거래에 대한 LSE의 상당한 위협(자국내 거래를 외부에 빼앗김) 등을 공통점으로 갖고 있었다. 이에 비하여 유효한 경쟁이 현실화되지 않은 NYSE의 경우에는 아직도 회원제인 것으로 보아 경쟁이 소유(지배)구조 변화의 기저 요인 중의 하나임을 알 수 있다.

### 2) 거래소 회원의 이질성(Heterogeneity) 심화

#### 가) 회원의 국제화(Internationalization of Membership)

거래소 비즈니스에서 국내 회원과 국제 회원간의 갈등 및 국제 회원들의 역할이 증대되고 있다는 점이 거래소 회원간의 이질성을 심화시키는 중요한 요인 중의 하나이다. 대규모 투자은행(Investment Bank: IB)들은 동

시에 세계 다수 거래소의 회원이기 때문에 굳이 회원제를 고집할 유인이 적다. 국제적인 투자자들에게는 그 지역에서 자신들의 중개서비스를 유지하기를 원하는 지역거래자들(local players)이 오히려 방해가 될 뿐이다. 따라서 거래소가 지역거래자들에 대한 전략적 통제력(직접접속 등 앞서 언급한 세 가지)을 증가시키기 위한 지분을 확보하기 위해서는 1회원당 1표를 행사하는 현재의 회원제보다는 주식보유수에 따라 표를 행사하는 주식회사가 더 적절할 것이다. 이 때문에 국제 회원들은 소유(지배)구조의 개혁에 보다 적극적인 역할을 수행하게 되었다.

#### 나) 최대 회원사(증권사)의 국제적 영업화 정도

회원의 국제화에 대해서 가)에서 언급한 논리는 그 범위를 국내에만 적용해도 마찬가지이다. 개별 투자은행의 발전 정도(또는 선진화 정도)에 따라 거래소 비즈니스에 대한 각 회원들의 이해는 제각각 달라지게 된다.

예를 들어 A증권회사가 주식중개보다는 투자은행업무에 치중할 경우 A증권회사의 주요 고객층은 거래소 비즈니스의 세 축 중 투자자와 발행기업이지 주식중개기관이 아닐 것이다. 이러한 경우 A증권회사는 거래소를 소유하고 있는 회원인 중개회사의 이익에 봉사하는 거래소보다는 투자자와 발행기업의 이익에 봉사하는 거래소를 선호하게 되며, 이는 회원제 주식회사보다 주식회사제 거래소를 선호한다는 것을 의미한다. 물론 A증권회사 이외에 전통적인 비즈니스인 중개매매업을 위주로 하는 회원사의 경우에는 주식회사제로의 전환에 훨씬 소극적(또는 반대) 입장을 취할 것이다.

투자은행업무로 무장한 국내 증권회사가 국제적인 플레이어로 성장할 경우 이러한 투자은행은 더욱 더 투자자와 발행기업의 이익에 봉사하는 거래소를 선호하게 된다. 따라서 회원제보다는 주식회사제 거래소

를 선호하는 것은 매우 당연한 현상이다.

#### 4. 요약: 거래소 주식회사화의 의미

“비회원에게 소유권이 있다(주식회사화 되었다)”는 것이 반드시 거래소와 투자자 및 발행회사의 이해가 일치한다는 것을 의미하는 것은 아니다. IPO 이전의 DB와 Euronext-Paris의 예를 들어보면 DB 및 Euronext-Paris의 IPO 이전의 소유주는 그 자체가 회원제로 구성되었거나 비영리단체였다. 이 경우 주식회사로의 전환은 회원제와 별반 다르지 않다. 따라서, 성공적인 주식회사화를 위해 중요한 것은 비회원들이 주식지분을 자유롭게 매매할 수 있게 되는 것이다. (물론 지배구조의 안정을 위해서 5% 대주주 제한 등과 같이 거래권의 제한은 일부 있을 수 있다.) 물론 거래소 운영에 대한 거래소와 회원의 유인구조의 변화가 전제되어야 함은 말할 것도 없다. 본 보고서에서는 소유권과 거래권(회원권)의 분리를 주식회사화의 정의로 사용하였다.

그러나 보다 진정한 의미의 주식회사화는 시장에 의해 거래소의 가치가 평가·결정되어 거래소 자산의 효율적 분배(*efficient asset allocation*)가 이루어지는 것이다. 이를 위해서는 시장에서 주식가치를 평가받기 위하여 거쳐야 하는 과정인 IPO(또는 상장)가 절대적으로 필요하다.

거래소가 주식회사화 하는 경우 거래소의 주주인 회원(거래권 소유)은 주주로서의 이익 극대화를 추구하게 되고 이는 결과적으로 주식회사인 거래소의 궁극적인 이해와 일치하게(*aligning*) 될 것이므로 거래소 운영의 효율성 달성도 보다 용이해질 것으로 예상된다.

44 거래소 주식회사화

<그림 II-1> 거래소 주식회사화의 핵심 동인

### III. 거래소 소유구조에 대한 경제학적 논거

---



### III. 거래소 소유구조에 대한 경제학적 논거

#### 1. 거래소 소유구조에 대한 기존의 연구

2003년 1월 현재까지 거래소 소유구조 선택의 균형이론에 관한 학술 논문은 Hart and Moore(1996)<sup>33)</sup>와 Pirrong(2000a)<sup>34)</sup>의 두 연구에 불과하다. 그러나 이 두 논문은 거래소의 소유구조와 회원의 특성에 대해 매우 단순하고 특정한 측면에만 초점을 맞추고 있다는 한계점이 있다. 물론 이는 모형화를 위한 어쩔 수 없는 선택이었겠지만, 거래소 주식회사화에 대한 현재의 다양한 동인들을 이해하기에는 많은 한계를 드러내고 있다는 점을 염두에 둘 필요가 있다.

한국의 경우 거래소 주식회사화는 주로 증권시장의 체제 개편 방안에 관한 연구와 더불어 논의된다.<sup>35)</sup> 그러나 이들 연구는 예외 없이 주식회사제 거래소의 장·단점을 단순히 기술하는데 그치고 있으며, 거래소 주식회사화에 대한 이해 당사자들간의 다양한 역학관계에 대한 논의가 없다는 한계를 가지고 있다.<sup>36)</sup> 본 보고서는 주식회사화의 장·단점을

33) Hart, O. and J. Moore, 1996, "The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives Versus Outside Ownership," *Oxford Review of Economic Policy* 12, 53-69.

34) Pirrong, C., 2000a, "A Theory of Financial Exchange Organization," *Journal of Law & Economics* 53, 437-471.

35) 이에 대해 관심이 있는 독자들은 다음을 참고하기 바란다: 한국증권연구원, 2001. 6., "증권시장 구조 연구, mimeo.; 금융발전심의회 증권분과 위 태스크포스, 2001. 7., "증권시장체제 개편 방안", mimeo.

36) 이들 연구가 주장하는 주식회사화의 장·단점은 다음과 같다. (1) 장점: ① 거래소의 경영 측면: 경쟁력을 중시하는 경영마인드, 신속하고 효율적인 의사결정구조, 회원들 사이의 이해상충 문제에 따른 비효율성 제거, 경영자에 대한 효과적인 감시체계의 확립, 필요시 기업구조 개편 용이, 투자를 위한 자금조달의 용이, 진입장벽 제거를 통한 유동성 확대, ② 회원사 측

“단순히 기술”하는 데는 별 관심이 없다. 왜냐하면 본 보고서는 이들 연구가 기술한 장·단점에 대해 모두 동의하지 않을 뿐만 아니라 장·단점의 구분보다는 역사적 변천과정에서 발생한 거래소 특성의 변화에 맞추어 탐구하는 접근법이 훨씬 명확하고 효과적이라고 생각하기 때문이다(참고 II장). 본 장에서는 Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a)의 연구를 살펴보고 이들 분석의 한계점과 시사점을 파악한다.

### 가. Hart and Moore(1996)의 연구

Hart and Moore(1996)의 연구 목적은 회원제 거래소와 주식회사제 [영리를 추구하는 주주(이들의 논문에서는 외부소유자로 표기)로 구성] 거래소간의 효율성(efficiency)을 비교하고자 하는 데 있다. 여기서 효율성은 각 소유구조 하에서 “거래소 서비스” 1단위당 책정된 가격과 비용의 근접한 정도(proximity)로 측정하고 있으며, 거래소 서비스란 거래량(trading volume), 또는 거래규모(size)를 의미한다.

Hart and Moore(1996) 연구의 중요한 가정을 살펴보면, 첫 번째로 회원제(member's cooperative structure)는 이익을 모든 회원에게 균등하게 모두 분배하며 주식회사제(outside ownership)는 주주에게 1주당 균등하게 분배한다고 가정하고 있다. 이에 따라 거래소 소유주인 회원(또는 주식회사제의 경우 거래권을 가지고 있는 주주)들은 낮은 거래비용의

---

면: 매몰원가(sunk cost) 회수를 통한 투자 자산배분 효율화, 회원사의 자본이득 가능성, ③ 기타 이용자 측면: 투자자 거래비용의 감소 가능성, 낮은 거래비용으로 비회원 중개회사들이 참여 가능, 상장회사에 대한 상장 서비스 개선 가능성. (2) 단점: ① 공공성의 훼손 및 자율규제와의 이해상충 심화(영리목적 거래소의 투자자보호 저해 가능성, 영리추구와 시장건진성 제고를 위한 자율규제기능 사이의 이해상충 가능성), ② 경쟁 부재시 이용자의 부담증가 가능성(거래소의 수익성 추구가 독점으로 인한 수수료 인상에 의존할 경우, 상장사 등 이용자의 비용증가 가능성) 등이다.

추구와 거래소 이익(exchange profit)의 더 많은 분배 사이에서 이해상충 관계(trade-off)에 직면하게 된다. 다음으로 회원제와 주식회사를 막론하고 거래를 수행하는 회원들[즉, 거래권과 회원권을 동시 보유한 회원들(회원제) 또는 거래권을 가지고 있는 주주들(주식회사제); trader-members]은 “거래소 서비스에 대한 그들의 수요”로만 구별되며, 거래소 정책은 전적으로 회원들의 “다수결에 의한 투표(majority voting)”에 의해서만 결정된다고 가정하고 있다(회원제: 1 회원 1 표; 주식회사제: 1주 1표).

Hart and Moore(1996)는 회원의 이질성 정도와 거래소의 경쟁 도입 여부에 따라 각각 다음과 같은 결론을 제시하고 있다. 먼저 회원의 이질성 정도에 따라 효율적인 구조가 달라지는데, 회원들의 거래규모가 동일할 경우, 즉, 회원들이 동질적인 경우에는 가격과 비용이 같아짐으로써 회원제가 가장 효율적인 구조라고 주장하고 있다. 반면에, 회원들의 거래규모 분포의 왜도(skewness)가 커질수록(즉, 회원간의 이질성 정도가 심화될수록) 주식회사제가 보다 더 효율적이 된다고 주장하고 있다. 다음으로 거래소가 경쟁적으로 될 경우(다시 말하면, 경쟁적인 다른 거래소가 거래소 비즈니스에 진입하는 경우) 회원제는 거래소 가격결정정책(수수료 측면, pricing policy)에 영향을 주지 못하며, 주식회사제는 상대적으로 효율성을 증가시키는 방향으로 거래소의 가격정책에 영향을 준다는 것을 발견하였다.

#### 나. Pirrong(2000a)의 연구

Pirrong(2000a)의 연구 목적은 Hart and Moore(1996)와 마찬가지로 회원들의 이질성 정도가 거래소의 지배구조에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 또한 추가적으로 거래소의 시장지배력(market power)에 대해서도 분석하고 있다.

Pirrong(2000a)의 주된 가정을 살펴보면, 먼저 회원제(not-for-profit structure)의 경우에는 이익을 분배하지 않으며, 주식회사제(for-profit structure)는 소유권과 거래권을 분리하지 않고 단지 회원에게 이익을 분배한다고 가정하고 있다. 또한 효율성의 정도에 따라 회원들을 구분하고 있다(효율성이 높은 회원: low cost member, 효율성이 낮은 회원: high cost member).

Pirrong(2000a)은 회원의 이질성 정도가 심화되면 회원제 구조를 선호하게 된다고 주장하고 있다. 이는 Hart and Moore(1996)와 반대되는 결과인데, 그 이유는 다음과 같다. 효율성이 높은 회원으로부터 효율성이 낮은 회원으로 “부의 이전(surplus exploitation)”이 발생하게 되는데, Pirrong(2000a)의 경우 상기의 부의 이전은 주식회사화제 거래소에서만 발생한다(왜냐하면 주식회사제 거래소의 경우에만 렌트(rent)를 분배하므로). 따라서 회원들이 동질적인 경우 주식회사제로 전환하게 되는 반면, 회원들의 이질성이 심화되면 효율성이 높은 회원이 부의 이전을 제한하고자 하므로 회원제를 유지하도록 유도하게 된다. 한편 거래소 비즈니스에 경쟁이 존재할 경우 효율성이 높은 회원은 다른 거래소로 이전한다고 위협하면서 효율성이 낮은 회원이 자신들로부터 이익을 빼앗아 가는 부의 이전 문제를 방지할 수도 있다.

Pirrong(2000a)은 거래소가 보유하고 있는 시장지배력의 정도가 소유(지배)구조와 맞물려 거래소 효율성의 정도에 영향을 준다고 주장하고 있다. 즉, 회원(주주) 전체의 이익 극대화에 잘 부응하기 위해서 고안된 소유(지배)구조가 필연적으로 효율적인 것은 아니라는 것이다. 이 경우 오히려 거래소 서비스를 사용하는 소비자(중개기관, 투자자, 발행자)의 이익을 침해할 수 있다고 지적하고 있다.

## 2. Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a) 모형의 비교

### 가. 분석 결과의 상이점

Hart and Moore(1996)는 회원의 이질성 정도가 심화되면 주식회사제 구조를 선호하게 된다고 주장하는 반면, Pirrong(2000a)은 회원제 구조를 선호하게 된다고 주장하고 있다. 이렇듯 동일한 현상에 대해 너무나 상반된 결과가 도출되는 첫 번째 이유는 Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a)이 소유구조에 대해 상이한 정의를 내리고 있기 때문이다. 먼저 전통적인 회원제에 대해 Hart and Moore(1996)는 모든 이익을 회원들에게 동일하게 분배하는 것으로 정의하고 있는데 반하여 Pirrong(2000a)은 이익을 분배하지 않는다고 정의하고 있다. 또한 주식회사제에 대해 Hart and Moore(1996)는 소유권과 거래권의 분리라고 정의한 반면 Pirrong(2000a)은 소유권과 거래권을 분리하지는 않고 단지 회원에게 이익을 분배하는 것으로 정의하였다. Pirrong(2000a)의 주식회사제 정의는 결국 Hart and Moore(1996)의 회원제 정의와 동일한 것이다.

둘째, Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a)의 두 모형간에는 회원의 이질성을 구분하는 기준이 서로 다르다. Hart and Moore(1996)는 거래소 서비스의 양(즉, 거래량)에 의해서 회원의 이질성을 구분하였는데, Pirrong(2000a)은 회원의 비용 효율성에 따라 구분하였다.

마지막으로, Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a)은 회원간 담합(collusion)의 허용 및 거래소로부터의 탈퇴 여부에 대해서도 가정을 달리하였다. Hart and Moore(1996)는 회원간 공모와 거래소 회원의 자유로운 탈퇴를 허용하지 않은데 비해, Pirrong(2000a)은 이를 허용하였다.

## 나. 분석의 한계점

Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a) 두 모형은 거래소의 주식회사화에 대해 현재 전세계적으로 발생하고 있는 추세의 동인을 이해하는데 제한적인 도움만을 제공하고 있다.

Hart and Moore(1996)의 경우 거래소의 정책은 회원들에 의해서 전적으로 결정(1 회원 1 표)된다고 하였으나, 이 가정은 경쟁이 존재하거나 또는 경쟁이 가능한 환경 하에서는 적합하지 않다. 왜냐하면 거래규모가 큰 회원은 자신의 거래활동을 다른 거래소로 옮길 수 있다고 위협할 수 있고(credible threat) 실제로 옮길 수도 있으므로, 거래규모가 작은 회원보다 실질적으로 더 큰 영향을 미칠 수 있기 때문이다(거래활동은 거래소 수익의 주요 원천임).

Pirrong(2000a)의 경우 또한, 현재 주식회사화의 가장 주된 특징인 소유권과 거래권의 분리 가능성을 처음부터 배제하였다는 한계점이 있다. 즉 회원이 아닌 소유자가 있을 수 있는 거래소를 배제하고 있는데, 이는 Pirrong(2000a)의 영리목적 거래소가 전통적 의미의 비영리 회원제에 훨씬 가깝다는 것을 보여주는 것이다. 또한 II장에서 논의한 바와 같이 회원제의 경우 낮은 거래 비용과 높은 거래소 수익을 추구하고 주식회사제의 경우에는 오로지 높은 거래소 수익만을 추구하는데, Pirrong(2000a)의 경우 이러한 운영에 대한 서로 다른 유인구조가 거래소 정책에 상당한 영향을 미친다는 사실을 간과하고 있다.

## 다. 주식회사제 거래소에 대한 두 모형의 현실에서의 예

### 1) Hart and Moore(1996) 모형

Hart and Moore(1996) 모형의 현실에서의 예로는 virt-X로 전환하기 이전의 Tradepoint를 들 수 있다. Tradepoint는 AIM(Alternative Investment Market)에 상장된 회사로서 ECN이었다. 당시 Tradepoint는 특별히 회원이라고 불릴 만한 주체가 존재하지 않았고, 전적으로 사용자들의 거래비용에만 의존하여 운영되었다는 점에서 Hart and Moore(1996) 모형에서의 주식회사제 거래소를 의미한다.

### 2) Pirrong(2000a) 모형

Pirrong(2000a) 모형의 현실에서의 예로는 2001년 IPO 이전의 DB와 Euronext-Paris를 들 수 있는데, 이들 거래소는 합법적으로는 주식회사였으나 실제로는 소유자와 (거래권을 보유한) 회원이 동일하였다.

앞에서 설명한 회원의 이질성 및 효율적 회원(low-cost member)의 역할을 결합할 경우, 현실에서의 구체적인 예는 Pirrong(2000a)의 주장과 관련이 있다. 비록 현실적으로 설명력이 다소 미약하기는 하지만, 거래시스템의 자동화와 거래소 소유구조와 관련하여 Pirrong(2000a)이 언급한 회원간의 이질성 심화는 NYSE의 specialist, DG의 Kursmakler, Amsterdam Stock Exchange의 Hoekman과 같은 소위 “특수한 중개기관”의 역할에 대한 거래 자동화의 영향을 의미한다. 이러한 특수한 중개기관의 역할은 입회장에서 주문의 결집 및 거래활동을 활성화시키는 것인데, 자동화로 인해 회원제 하에서는 전통적으로 매우 중요한 이들의 이러한 역할이 무력화되었다. 따라서 이들이 현실적으로 거래소의 주식회사로의 전환을 반대하는 것은 매우 자연스러운 현상이다. 그러나 역설적이게도 이들은 Pirrong(2000a)이

주장하는 효율적 회원이 아니라 비효율적 회원(high-cost intermediary)이라는 점(자동화된 회원과 자연인에 의한 중개와 연관된 회원 중 후자가 더 비용이 많이 소요됨)에서 Pirrong(2000a)의 거래시스템의 자동화와 거래소 소유구조에 대한 언급은 그 논의가 매우 제약적일 수밖에 없다는 한계에 봉착하게 된다.

### 라. 두 모형에 관한 결론

Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a) 두 모형에서는 거래권을 가진 회원간의 이질성(traders' heterogeneity)이 거래소 소유구조 문제에서 가장 중요한 설명변수이다. 두 모형은 서로 다르지만 수학적으로 증명 가능한 모형을 제시하기 위해 경제학의 표준적인 모형 기법을 적용하다 보니까 하나의 “부산물”로서 거래권을 가진 회원의 이질성의 정도가 중요한 변수로 등장하게 되었다. 그러나 이러한 거래권을 가진 회원의 이질성은 거래소가 채택한 거래기술 발전의 “산출물”이라는 것 또한 명백한 사실이다. 예를 들어 전통적 비영리 회원제 구조는 전통적 입회장 거래의 직접적인 산물이다. Steil(2002)<sup>37)</sup>이 지적하듯이 이 점에 관한 Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a) 두 모형 모두의 한계는 거래기술과 거래소 소유구조와의 인과 관계(causal relation)의 부재라고 할 수 있다.

이에 관해서 Steil(2002)은 거래기술이 원인 변수라는 “거래기술 결정론(technological determination)”을 제시하였는데, 이는 Arnold *et al.*(1999)의 연구에 비추어 볼 때 타당성이 매우 높다고 할 수 있다. 그는 Arnold *et al.*(1999)처럼 자동화 이전의 모든 거래소는 회원제로 시작하였으며, 거래시스템 자동화 이후에서만 주식회사제라는 것이 거래소 소

37) Steil, B., 2002, “Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences,” Brookings-Wharton Papers on Financial Services, working paper, University of Pennsylvania.

유구조의 실현 가능한(viable) 하나의 형태로 언급되기 시작하였다고 주장하고 있다.

<표 III-1> Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a) 연구의 요약

	저자	내 용
목적	Hart and Moore	- 회원제와 주식회사제 거래소간의 “효율성(efficiency)” 비교
	Pirrong	- 회원들의 이질성 정도와 거래소의 시장지배력이 거래소의 소유(지배)구조에 미치는 영향 분석
가정	Hart and Moore	- 회원제(member’s cooperative structure): 모든 회원에게 이익을 균등하게 분배 - 주식회사제(outside ownership): 주주에게 1주당 균등하게 분배(소유권과 거래권의 분리)
	Pirrong	- 회원제(not-for-profit structure): 이익이 분배되지 않음. - 주식회사제(for-profit structure): 소유권과 거래권을 분리하지 않고 단지 회원에게 이익을 분배
결론	Hart and Moore	- 회원들이 동질적일 경우 회원제가 가장 효율적인 구조임. - 회원들이 이질적일수록 주식회사제가 더 효율적임. - 거래소가 경쟁적으로 될 경우 회원제는 거래소 가격 정책에 영향을 끼치지 못하는 반면, 주식회사제는 상대적으로 효율성을 증가시키는 방향으로 거래소의 가격결정에 영향을 줌.
	Pirrong	- 회원의 이질성 정도가 심화되면 회원제를 선호함. - 회원들이 동질적인 경우 주식회사제로 전환하게 됨. - 거래소가 보유하고 있는 시장지배력의 정도가 소유(지배)구조와 맞물려 거래소 효율성의 정도에 영향을 줌.
한계점	Hart and Moore	- 거래소의 정책이 회원들에 의해서 전적으로 결정된다고 하였으나 이 가정은 경쟁이 존재하는 환경에서는 적합하지 않음.
	Pirrong	- 주식회사화의 가장 주된 특징인 “소유권과 거래권의 분리”의 가능성을 배제하였음.

거래소 주식회사화에 대한 Hart and Moore(1996)와 Pirrong(2000a)의 논의를 한국의 상황에 적용할 경우 소유권과 거래권의 분리라는 정의, 회원의 이질성에 대한 정의, 이익에 대한 분배 등의 측면에서 볼 때 Hart and Moore(1996)의 모형이 Pirrong(2000a)의 모형보다 KSE의 상황에 더 적합하다는 것을 알 수 있다.

따라서 ① 회원들이 동질적일 경우 회원제가 가장 효율적인 구조이며, 회원들이 이질적일수록 주식회사제가 더 효율적이고, ② 거래소가 경쟁적으로 될 경우 회원제는 거래소 가격정책에 영향을 끼치지 못하는 반면, 주식회사제는 상대적으로 효율성을 증가시키는 방향으로 거래소의 가격결정에 영향을 준다는 Hart and Moore(1996)의 결론은 KSE의 주식회사화를 위한 논의에 중요한 시사점을 제공한다. 이에 대해서는 VI장에서 자세히 논의한다.

## 마. 참고 사항

다시 언급하지만 본 보고서는 거래소 주식회사화의 장·단점의 기술에는 큰 관심이 없다. 그러나 Karmel(2002)<sup>38)</sup>이 지적한 거래소 주식회사화 자체가 가져올 수 있는 위험(risk)을 한 번 숙고할 필요는 있다. Karmel(2002)에 따르면 1990년대 동안 주식문화의 확산과 이로 인한 주식시장의 호황은 사적 기업 및 경영자에 대한 사회적 존경을 유발하였다(거래소 주식회사화도 이러한 흐름의 연장선에 있다). 그러나 2000년 이후 주식시장의 불황으로 더 이상 이러한 사회적 존경이 존재하지 않게 될 수도 있다. 한편 주식회사제 거래소는 사적 대기업에 비해 그 규

---

38) Karmel, R., 2002, "Turning Seats into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges," *Hastings Law Journal* 367.

모가 매우 왜소하다. 사적 대기업에 대한 사회적 존경이 사라지는 마당에 이보다 훨씬 왜소한 사적 거래소에 대한 사회적 존경도 낮아지고 사적 거래소가 추구하는 준 공공적 서비스(semi-public service)에 대한 신뢰도 낮아질 것이므로 Karmel(2002)은 신중한 거래소 주식회사화를 주장하고 있다. 물론 Karmel(2002)의 논리는 어느 정도 타당성이 있다. 그러나 II장에서 논의한 본 보고서의 논리와 비교해 볼 때 이는 매우 지엽적인 논의로서 하나의 위험으로 주의는 해야 할 사항이지만 거래자동화와 이에 따른 거래소와 회원의 유인구조 변화 및 이해상충 발생, 경쟁, 회원의 이질성 등과 같은 본질적 논의의 핵심은 아니라고 판단된다.

본 보고서가 견지하고 있는 논리는, II장에서 언급하였듯이 “일반적으로” 전자거래시스템의 발전에 따른 거래소와 회원간 유인구조의 변화 및 이해상충 발생이 거래소의 주식회사제 전환에 큰 배경을 이루는 기저 요인이라면, 거래소 비즈니스의 경쟁적 환경에의 노출은 현실적인 측면에서 거래소가 자발적으로 주식회사제로 전환하게 만드는 촉매 요인이라는 점이다. 이에 덧붙여 한 나라의 거래소가 대내 또는 대외적으로 경쟁적 환경에 노출되기 위해서는 규제 환경의 변화가 주된 요인이 된다는 점이다. 규제 환경, 특히 거래소 주식회사화와 자율규제와의 관계에 대한 논의는 다음 장에서 다루고자 한다.



#### IV. 주식회사화와 자율규제기능

---



## IV. 주식회사화와 자율규제기능

### 1. 세계 주요 주식회사제 거래소의 자율규제 현황

세계 주요 거래소의 주식회사화가 급격히 진전되면서 각국의 증권시장 담당자와 시장 참여자들은 영리목적의 주식회사제 거래소(for-profit corporate exchange, 이하에서는 이를 FP로 표시함)가 자율규제기능을 담당할 때 발생할지 모르는 이해상충 문제에 우려를 표명하고 있다.<sup>39)</sup> 이들은 회원제 하의 자율규제기구(Self-Regulatory Organization: SRO)에서 담당하던 자율규제기능을 FP에서 어떤 형태로 담당해야 할 것인지 고민하였다. 그 결과 거래소의 자율규제 권한에 대한 변화는 각국의 독특한 법적 환경과 증권시장에서 거래소가 담당하는 역사적 역할에 따라 차별화된 형태로 나타나고 있다(<그림 IV-1> 및 <부록 II> 참조).

2003년 1월 현재까지 주식회사화가 마무리된 주요 증권거래소의 자율규제 권한에 대한 변화 현황은 각자 독특한 형태이기는 하지만, 거래소의 자율규제 권한의 분리 정도에 따라 크게 세 가지 형태로 구분할 수 있다.

첫 번째 유형은 거래소의 주식회사화가 완료된 후에도 자율규제 권한을 거래소가 계속 유지하는 형태이다. 이 유형의 거래소는 자율규제기능을 담당하는 부문의 독립성을 강화함으로써, FP의 자율규제 수행시 발생할지도 모르는 이해상충 문제를 해결하려고 시도하였다. 이 유형의 특징은 거래소 내에 자율규제기능을 존속시켜 자율규제기능 이관 등에 수반되는 불필요한 비용이 발생하지 않으며, 시장운영기관인 거래소에 의한 신속성과 전문성 같은 자율규제의 장점을 계속 유지할 수 있다는 점이다. 여기에 속하는 주식회사제 거래소로는 도쿄증권거래소(TSE), 독일 거래소(DB), 스톡홀름증권거래소(OMSE), 싱가포르거래소(SGX), 유로넥스트-

---

39) 이에 대한 논리는 본 장 2절을 참고하기 바란다.

파리(Euronext-Paris), 호주증권거래소(ASX) 등을 들 수 있다.

두 번째 유형은 자율규제기능을 담당하는 별도의 전담기구를 마련하여 FP에서 소위 자율규제 권한을 완전히 배제한 형태이다. 이는 현재 회원제 형태의 SRO와는 다른 유인구조를 갖는 FP가 회원제의 경우와 동일하게 거래소의 시장운영과 자율규제를 한 조직 내에서 수행하게 되면, 규제기능이 약화되거나 남용될 가능성이 있으므로 이를 배제하자는 목적에서 비롯된 분리정책이다.

이와 같은 조치를 통해서 영리추구 조직에서 잠재적으로 발생할 수 있는 이해상충 문제를 원천적으로 해결하여, 자율규제의 공정성과 비영리성을 확고하게 보장하고자 하는 것이다. 이 유형의 특징은 자율규제기능이 FP와 분리되어 시장이 성장함에 따라 발생할 여지가 있는 이해상충 문제가 근본적으로 발생하지 않는다는 점이다. 그러나 다른 유형과 비교해 볼 때 비용측면에서는 비효율적이다. 여기에 속하는 예로 NASD와 토론토증권거래소(TSX)를 들 수 있다. NASD를 살펴보면, NASD 산하 시장운영기관인 Nasdaq(실질적인 거래소)은 자율규제기능을 담당하는 NASD Regulation, Inc.와 완전히 분리되어 있다.<sup>40)</sup> 현재, SEC는 NASD의 사례를 본받아 NYSE의 주식회사화에서 건전성 규제와 행위규제 등 비시장 규제(non-market regulation) 관련 자율규제기능의 분리를 주장하고 있으나, NYSE는 첫 번째 유형을 근거로 반대하는 입장이다. 이에 따라, NYSE의 주식회사화는 답보상태에 있다.

세 번째 유형은 상기 두 유형의 절충적인 형태로서 자율규제 권한의 일부를 이관하는 형태로서 여기에 해당하는 사례로는 런던증권거래소(LSE), 홍콩증권거래소(HKEx)를 들 수 있다. HKEx가 절충적인 형태를 취하게 된 것은 홍콩자본시장의 독특성에서 비롯되었다. 홍콩자본시장의

40) NASD가 시장운영기관인 Nasdaq과 자율규제기능을 담당하는 NASDR을 구분하고 향후(2003년 예정) Nasdaq에 대한 소유권을 완전히 이양하여 순수한 SRO로서의 역할만을 수행하려는 이유는 NASD가 Maloney Act(1938)의 정신으로 돌아가려 것도 큰 비중을 차지하고 있다.

규제는 증권선물위원회(SFC)와 현·선물 거래소(결제기관 포함)가 분담하고 있었으며 이 두 규제기관의 중복 규제가 문제되어 왔었다. 중복 심사 등 규제 비효율성을 제거하기 위해서 2000년 3월 증권, 선물 거래소의 통합과 주식회사화를 계기로 규제체계 조정이 이루어지면서 현재와 같은 절충적인 형태를 보이게 된 것이다.

<표 IV-1> 세계 주요 주식회사제 거래소의 자율규제기능 현황

증권거래소	내 용
스웨덴 SSE	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 거래소의 주식회사화 후 조직개편 없이 기존 부서에서 자율규제권한을 계속 수행하고 있음.</li> <li>· 단, 금융감독당국으로부터 거래소 상장조건 등을 사전에 승인 받음.</li> <li>- 주식회사제 거래소로서의 영리추구라는 이해상충 문제를 해결하기 위해 특별히 보강된 자율규제를 실시</li> </ul>
독일 DB	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주식회사화에 따른 규제기능 손상을 불식시키기 위해 연방 및 주정부의 감독 하에 증권거래 감독자로서 역할을 수행하고자 노력하고 있음.</li> <li>· DB는 일상적인 거래활동에 대한 감시, 거래자료의 수집 및 분석, 거래소에서 결정된 가격확인, 공인중개인의 자기계정에 대한 감독 수행</li> <li>· 주정부는 DB의 시장감시기준을 결정하며, 감독당국은 시장감시에 대한 기능적 권한을 보유하고, 연방감독당국은 내부자거래 등에 대한 감독과 외국 감독기관간의 협력 등의 사안을 해결하는 역할 수행</li> </ul>
프랑스 Euronext Paris	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주식회사화 이후 별도의 중간감독기관을 설립하여 거래감시, 상장·퇴출심사 및 거래 중지 등의 거래소의 자율규제기능을 위임받아 이를 수행하고 있음.</li> <li>· 중간감독기관은 증권시장위원회로서 증권회사, 상장회사, 종업원, 정부 대표로 구성</li> <li>· 증권시장위원회는 증권시장 운영 및 통제 제도, 증권사의 설립인가 및 취소와 업무감리, 상장 및 퇴출규정, 거래정지 규정, 시장운영규정 등 제정</li> <li>· Euronext 산하 각 중간감독기관들 사이에 MOU 체결(2002. 3.)</li> </ul>
영국 LSE	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 실질적인 주식회사화 이후에도 자율규제 기능을 계속 수행함으로써 자율규제의 효율성을 보장하였음.</li> <li>- 그러나 종래 자율규제기관과 공적 규제기관으로 이원화되어 있던 인·허가권, 전국거래소 상장심사권한 등의 규제 기능을 공적 규제기관(FSA)으로 일원화하였음.</li> </ul>

자료: 한국증권연구원, 2001. 6., “증권시장 구조 연구”, mimeo.

&lt;표 IV-1&gt; 세계 주요 주식회사제 거래소의 자율규제기능 현황(계속)

증권거래소	내 용
싱가포르 SGX	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 현·선물 거래소 통합 후에도 자율규제 계속 유지</li> <li>· 정부기구인 “싱가포르 통화청(MAS)”이 금융시장의 최종 규제·감독기관이나, 현·선물 시장에 대해서는 거래소에 의한 자율규제를 원칙으로 함.</li> <li>- SGX는 현·선물 거래소의 규제 관련 부서들을 통합하여 지주회사 내에 “Risk Management and Regulation Division”이라는 규제부문을 설치하고, 시장참가자 감독, 시장감시, 회원관계자 조사, 위험관리, 상장법인 규제 등을 수행</li> <li>- 거래소 통합 후 기존 거래소(SES, SIMEX)는 완전한 영업조직으로서 마케팅, 신상품개발 등 이윤추구 활동에 전념하고, 지주회사인 SGX는 자회사 지원기능과 함께 자율규제기능을 총괄적으로 수행함.</li> <li>- 또한 규제의 공정성을 확보하기 위해 별도의 입법(거래소합병법)을 통해 MAS의 지시권, 규정개정 승인권, 검사권 등을 명시함으로써 SGX를 규제·감독할 수 있는 제도적 장치 마련</li> </ul>
홍콩 HKEx	<ul style="list-style-type: none"> <li>- HKEx는 “증권선물위원회(SFC)”와 규제체계 조정에 관한 양해각서를 체결하여 회원규제 권한의 일부를 이관함.</li> <li>· 이에 따라 거래소가 담당하던 회원에 대한 일상검사, 재무보고서 심사, 행위규제 등 일선 규제기관의 역할을 SFC가 수행하게 됨.</li> <li>- HKEx는 SFC와 체결한 양해각서를 통해 회원검사업무를 제외한 상장, 시장감시, 회원징계 등의 규제업무 수행근거를 명확히 함.</li> <li>· 이러한 규제기능은 HKEx 이사회의 통제를 받는 상장, 규제 및 위험관리 부서에서 담당</li> </ul>

자료: 한국증권연구원, 2001. 6., “증권시장 구조 연구”, mimeo.

<표 IV-1> 세계 주요 주식회사제 거래소의 자율규제기능 현황(계속)

증권거래소	내 용
일본 TSE	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 별도의 조직개편 없이 내부부서에서 자율규제권한을 계속 유지하며 수행할 방침임.</li> <li>· 다만, 이사회는 자율규제 및 시장참가자 징계와 관련하여 자율규제위원회(Committee on Self-Regulation)와 규율위원회(Committee on Discipline)로부터 자문을 받을 수 있음.</li> </ul>
호주 ASX	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 주식회사화 이후에도 ASX가 상장규정, 업무규정, 청산기관 규정을 통해 상장법인과 회원(임직원 포함)을 규제·감독</li> <li>· 그러나 회원의 업무규정 위반행위에 대한 징계(회원권 박탈 및 정지, 이익반환, 벌금부과, 교정교육이수 등)는 외부전문가로 구성되는 “심판위원회(National Adjudicatory Tribunal)”에서 결정되며, 회사법 위반행위에 대한 징계는 “호주증권투자위원회(ASIC)”로 이첩됨.</li> <li>- 주식회사화 이후 규제문제와 관련하여 ASX는 ASIC와 MOU를 체결</li> <li>- ASIC에게 등록거래소 및 결제·청산기관의 시장감시활동에 대한 검사(audit) 권한 부여</li> <li>· 이에 따라 ASIC은 ASX의 자율규제의무 수행이 회사법에 따라 적절하게 이루어졌는지를 검사하여 정부에 보고하게 됨.</li> <li>- ASX는 정부의 감독체계 개편방침에 대응하여 2000년 11월 거래소의 규제행위에 대한 감시기능을 수행하는 “ASX Supervisory Review Pty Ltd(ASX SR)”을 설립</li> <li>· ASX SR은 ASX의 자회사임에도 불구하고 독립적인 지배 구조를 가지며, 이를 바탕으로 ASX가 수행하는 규제업무가 제대로 이루어지고 있는지를 상시 감시함.</li> </ul>
미국 NASD	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 100% 자회사인 “NASD Regulation, Inc(NASDR)”를 설립하여 자율규제기능을 일임</li> <li>· 이로써 NASD는 ① 회원서비스(NASD; 비영리조직, 세금 면제), ② 시장운영(Nasdaq Stock Market; 영리조직, 세금 납부), ③ 자율규제(NASDR; 비영리조직, 세금면제)로 삼분되었음.</li> <li>- 실제의 규제업무는 NASDR이 수행하나, 자율규제와 관련한 최종적인 법적 책임은 NASD에게 있으며 이를 완수하기 위해 NASDR에 대한 일정한 통제수단을 보유함.</li> </ul>

자료: 한국증권연구원, 2001. 6., “증권시장 구조 연구”, mimeo.

&lt;표 IV-1&gt; 세계 주요 주식회사제 거래소의 자율규제기능 현황(계속)

증권거래소	내 용
캐나다 TSX	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 규제업무를 별도의 독립기구인 “Market Regulation Service”에 일임</li> <li>· “Market Regulation Service”는 캐나다증권업협회인 IDA와 TSX가 각각 50%씩 출자함.</li> <li>- “Market Regulation Service”는 TSX와는 완전히 독립적으로 운영되고 있으며, 캐나다의 공적 규제기관인 OSC와 직접적으로 연결되어 있음.</li> </ul>

자료: 한국증권연구원, 2001. 6., “증권시장 구조 연구”, mimeo.

## 2. 자율규제기능 관련 회원제 및 주식회사제 거래소의 효율성 비교 I: 기능별 비교

앞에서 언급한 것처럼 공적 규제기관[예: 재정경제부, 금융감독위원회, 금융감독원(한국), SEC(미국) 등] 및 투자 관련기관에서는 주식회사제 거래소에 대한 우려의 목소리가 매우 높다. 이는 FP 거래소에서의 자율규제비용의 축소(자율규제 서비스의 질적 저하) 가능성 때문이다. 대개 공적 규제기관에는 FP의 주주가 자율규제비용을 축소하여 이익을 증가시킬 유인이 존재한다고 생각하는 경향이 있다(1999년 당시 SEC의 장인 A. Levitt의 코멘트).<sup>41)</sup> 따라서 거래소의 주식회사화가 자율규제기능을 관리하고 실행하는데 있어서 전통적인 회원제 거래소보다 덜 적극적이거나 혹은 비효율적인지를 살펴보는 것은 매우 중요한 문제라고 할 수 있다.

Karmel(2000)에 따르면 일반적으로 자율규제기능은 다음과 같이 네

41) Schreoder, M. and G. Ip, 1999, “Levitt Says For-Profit Big Board Can’t Run Regulatory Unit,” *Wall Street Journal*, August 31.

가지로 분류된다.<sup>42)</sup> 첫째, 상장 및 공시 기능인데 여기서 Karmel이 지적한 상장기능은 “특정 거래소가 아닌 어떠한 거래소(복수여도 무방함)”에 상장될 수 있는 자격에 대한 심사기능을 의미한다(다음의 IV장 2절 가항 참고). 둘째, 시장과 스페셜리스트, 브로커 및 시장조성인에 대한 거래감시 및 규율이다. 셋째는 회원사의 재무 및 운영 컴플라이언스에 대한 감리이며, 마지막으로 투자자에 대한 공정하고 정당한 대우로 분류된다. 이하에서는 회원제와 영리추구 주식회사제 거래소의 효율성을 자율규제기능의 각 기능별로 비교하여 고찰한다.

### 가. 상장 및 공시

앞에서도 지적하였듯이 본 장에서의 “상장”기능이란, “특정 거래소가 아닌 어떠한 거래소(복수여도 무방함)에 상장될 수 있는 자격에 대한 심사”기능을 의미한다. 즉 영국의 FSA(Financial Services Authority)에서처럼 영국이라는 1국내에 등록된 거래소에서 상장되어 거래될 수 있는 자격에 대한 포괄적인 심사기능과 동일한 기능으로서의 상장을 의미한다(특정 거래소가 “품질관리(quality control)” 측면에서 수행하는 상장을 본 보고서에서는 “협의를 상장”으로 정의한다). 영국에서는 일단 FSA에서 자격이 부여되면 LSE(London Stock Exchange), virt-X 등은 자체 기준에 의해 “협의를 상장”을 결정하고 있다.

따라서 상기 정의에 의한 상장기능이 거래소가 수행해야 하는 기능인지 아니면 공적 규제기관의 기능(regulatory function)인지에 대해서 살펴보는 것은 매우 중요하다. 참고로 이에 대해 IOSCO(2001)는 상장기능이 공적 규제기관의 기능이라고 주장하고 있다.<sup>43)</sup>

42) Karmel, R., 2000, “Demutalization-Implications for the Regulation and Governance of Securities Exchanges,” 25th IOSCO Annual Conference.

### 1) 공적 규제기관의 기능으로서의 상장

“협의를 상장”이란 기본적으로 어떤 기업의 주식이 특정 거래소에서 거래되기 위해서는 일정한 요건(기업의 규모, 연혁에 적절한 공시요건들)을 충족하여야 하는데 이를 위하여 고안된 소위 거래소의 품질관리를 의미한다. 재차 강조하지만 본 보고서에서는 상장기능을 “특정 거래소가 아닌 어떠한 거래소(복수여도 무방함)에 상장될 수 있는 자격에 대한 심사”기능을 의미한다. 즉 1국의 특정 거래소에 “협의를 상장”이 될 수 있는 풀을 만드는 기능을 상장기능으로 정의한다.

그렇다면 이러한 본 보고서에서 정의한 상장기능을 거래소만이 할 수 있는지에 대한 해답은, 첫째, 채권시장에서의 “신용평가기능”의 예를 살펴봄으로써 “유추”해 볼 수 있다. 상기 정의에 의한 상장기능의 역할은 비록 메커니즘은 다르지만 채권시장에서의 신용평가기능과 그 역할이 유사하다.<sup>44)</sup> 채권시장에서의 신용평가회사(bond rating agency)는 경쟁적인 시장원리에 의해서 자신의 이익이 극명하게 평가를 받기 때문에 다른 경쟁사보다 보다 정확하게 신용평가를 수행할 강한 인센티브가 존재한다.

이와 마찬가지로 소위 “(가상의) 상장평가회사(listing agency)”도 상장을 원하는 기업이 실제가치보다 과소 또는 과대 평가되지 않고 가치를 정확하게 평가받아 거래소에 상장될 수 있도록 할 강한 유인이 있다.<sup>45)</sup> 만일 대상 기업의 규모나 연혁에 비해서 과도한 상장요건(또는 공시요건)이 부과되면 고객인 기업이 해당 상장평가회사를 기피함으로써 해당 기관의 이익은 감소하게 된다. 또한 상장요건(또는 공시요건)이 너무 약하게 부과되면 재무적 성과 및 규모 등의 면에서 불건전한 기업들

43) IOSCO Technical Committee, “Issues Paper on Exchange Demutualization,” June 2001.

44) 물론 투자자 보호의 필요성 측면에서 볼 때, 채권신용평가는 “(가상의) 상장평가회사”보다 상대적으로 낫다는 점은 유의해야 한다.

45) 물론 이 경우 상장평가회사간에 유효한 경쟁이 존재하는 것을 전제로 한다.

까지도 상장하게 되고, 이는 후에 해당 상장평가회사의 명성 및 시장점유율에 악영향을 끼치게 된다. 따라서 상장평가회사는 자신의 고객인 기업에 대해 정확한 평가를 수행할 유인이 존재하게 된다. 이로써 상장기능이 상장평가 시장에서 보다 효율적으로 수행될 수 있다.

둘째, 무엇보다도 상기 정의에 의한 상장기능은 역사적으로나 논리적으로 자율규제기능이 아니고, 단지 역사적 산물일 뿐이라는 점이다. 하나의 예로써 NYSE의 경우에는 1856년부터 철저히 자신의 이익을 위해서 “스스로” 상장기준을 갖추기 시작하였다. 이렇듯 거래소가 상장기준을 스스로 갖추는 중요한 이유는, 첫째, 자신의 계정으로 거래하는 거래소 회원을 보호하기 위해서(일정 수준 이상의 기업의 주식을 거래해야 함)이고, 둘째, 발행기업에게는 투자자에게 해당 기업의 재무 건정성과 안정성에 대해 긍정적 신호(signal)를 줄 수 있다는 유인 때문이다.<sup>46)</sup> 셋째, 최근 거래소의 발전(또는 생존)에 중요한 요소로 등장하고 있는 교차상장(cross listing)<sup>47)</sup>을 들 수 있다. 교차상장의 동기에 대해서는 여러 가지 논의가 있지만 크게 ① “market segmentation hypothesis[교차상장으로 시장분할을 극복하여 유동성 베이스를 확충한다는 가설(Foerster and Karolyi(1999) 등 다수)]와 ② “bonding hypothesis[기업이 높은 수준의 상장기준, 소액주주 보호, 기업지배구조 등을 요구하는 거래소에 교차상장을 함으로써 투자자에게 자신의 질적 수준을 현시하려 한다는 가설(Coffee, Jr.(2002), Reese and Weisbach(2002) 등 다수)]로 구분할 수 있다. 결국 거래소가 교차상장을 추구하는 이유는 교차상장으로 시장규모가 작은 고립된 지역 거래소에서 유동성을 제고하고 시장규모가 큰 통합된 주요 거래소로 변모함으로써, 거래소의 이익 추구에 도움이 되기

46) Macey and O'Hara(1999).

47) 엄밀하게 논의하면 교차상장과 동시상장(co-listing)을 구분하여 사용해야 하지만, 본 보고서에서는 교차상장이 동시상장을 암묵적으로 고려하는 보다 일반적인 용어라고 생각되어 편의상 교차상장만을 사용한다.

때문이다.

한편 거래소가 상장기능을 자신의 이익을 위해서 수행하고 있다는 예시적 증거는 상장으로 인한 연간 수익이 거래소 수익에서 차지하는 비중이 NYSE의 경우 34%, FIBV<sup>48)</sup> 산하 거래소 평균이 21%으로 매우 높다는 점에서 찾아볼 수 있다(1999년 기준).

## 2) 상장기능 측면에 있어서 회원제와 주식회사제의 차이

자신의 거래소에 적절한 “상장(협의의 상장)이 아님” 및 공시 기준을 개발하는데 있어서 FP가 회원제 거래소에 비해 부적절해야 할 하등의 이유는 없다(본 보고서에서 “상장”이란 여타 상장평가회사가 참여한 상태에서 특정 거래소도 상장기능을 수행하는 것을 의미). 오히려 앞에서 언급한 바와 같이 비거래소(non-exchange)인 주식회사 형태의 상장평가회사가 상장 관련 비즈니스에 진입하게 되면 상장(공시)기준에 대한 경쟁이 발생하여 공익을 추구하는 공적 규제기관의 입장에서는 ① 상장비용의 감소, ② 다양한 특성을 지닌 기업들에 대해 그에 가장 적절한 최적의 상장기준의 제시 등을 달성할 수 있는 장점이 있게 된다.

결론적으로 거래시스템 운영자<sup>49)</sup>가 (독점적으로) 상장기능을 수행하여야 하는 논리적인 이유는 없으며, 오히려 회계법인이나 상장평가회사에 의해서도 수행될 수 있다는 것이다. 또한 비록 분석의 차원은 다르지만 “협의의 상장”이 완전히 상업적 동기에 의해서 수행될 경우(주식회사제 거래소) “협의의 상장”기준이 매우 낮아질 위험성이 있다는 의견도 제시되고 있는데, 2000년에 심각한 증권시장의 하락세(1년 동안에 시가의 70%이상이 감소)를 경험한 독일의 신시장인 노이어 마르크트(Neuer

48) 세계거래소연맹(World Federation of Exchanges)의 불어식 표현(Federation Internationale des Bourses de Valeurs)의 약어이다.

49) 거래소에 대한 Lee(1998)의 정의이다.

Markt)의 경우 “협의를 상장”기준을 주시장인 프랑크푸르트(FWB)보다 강화하였다는 점은 이에 대한 하나의 반대 증거가 될 수 있을 것이다.

### 나. 거래감시

주식시장에서 스페셜리스트와 시장조성인 등과 같은 “자연인에 의한 중개(human intermediation)”가 존재할 경우 실수, 불일치, 그리고 불법행위 등이 종종 발생할 수 있다. 또한 회원제 거래소는 “태생적으로” 회원들의 이익을 우선적으로 추구하게 되고 만약 이를 효과적으로 수행하지 못한다면 구조 개편이 되거나 해산되어야 할 것이다. 미국시장에서 거래소가 이러한 회원(중개기관)의 이익을 우선적으로 추구할 수 있다는 많은 사례 중에서 최근의 것으로써, 첫째, Oakford 증권사의 조직적인 프런트러닝(front-running or flipping)에 NYSE가 일정부분 연루된 “Oakford 사건(1998)”을 들 수 있다. 프런트러닝이란 딜러나 스페셜리스트가 고객의 주문을 접수한 후에 고객의 주문가와 동일하거나 더 낮은 가격으로 자기계정의 주문을 고객의 주문보다 먼저 체결하는 것을 의미한다. 이와 같이 입회장 브로커가 프런트러닝을 통한 자기거래를 하거나 이로부터 발생한 수익을 공유하는 것이 법적으로는 금지되어 있다. 그런데 Oakford 증권사는 조직적으로 이를 범하였고, NYSE는 일정부분 이를 묵인하였던 것이다.

두 번째 예는 Nasdaq 딜러들의 담합사건이다. 이는 복수의 Nasdaq 시장조성인들이 자신의 이익을 극대화하기 위해 담합을 통하여 스프레드를 부당하게 확대한 사건으로 이후 주문처리규정(Order Handling Rule, OHR)의 제정 등 Nasdaq 제도의 근본적 변화를 몰고 온 스캔들이다.<sup>50)</sup>

50) Nasdaq 시장조성인들의 공모 사건과 OHR의 제정에 대해서는 다음을 참

위의 예에서 어느 정도 확인하였듯이 회원제 거래소는 FP보다 이해상충 문제에 직면할 가능성이 높고, 따라서 자율규제기능 중 거래감시 항목의 경우 FP가 회원제 거래소보다 더 유리한 것 같다. 이러한 가능성은 FP의 경우 “비회원 소유자(거래권을 보유하지 않은 소유자)가 존재한다”는 특성으로 인해 더욱 더 설득력을 갖게 된다. 그 이유는 다음과 같다. II장에서 살펴본 바와 같이 기술 발전에 따른 거래소와 회원간의 유인구조 변화 및 이해상충 발생이 주식회사화의 가장 중요한 동인 중의 하나이기 때문에, FP의 경우 회원제보다 거래 중개업자가 덜 필요하게 된다. 또한 비회원 소유자는 회원 소유자(거래권을 보유한 소유자)보다 회원의 이익을 추구할 유인이 적다. 따라서 거래감시 기능에서는 FP가 회원제 거래소보다 더 유리하다고 볼 수 있다.

#### 다. 회원사 감리

회원제의 경우 모든 회원들에 대한 신용확보 여부가 거래소 이익 측면에서 매우 중요한 요소이다. 그러나 회원들이 다른 회원과 즉각적이고 안전하게 거래할 수 있도록 하는 것을 자율규제기능이라고 말하기는 매우 어렵다. 왜냐하면 이는 거래소가 회원들의 이익을 효과적으로 추구하기 위해 필수 불가결한 사항이기 때문이다(즉, 당연히 매우 중요한 사항임). 또한 이러한 문제는 FP에서도 여전히 중요한 사항이다. 왜냐하면 거래 관련기관의 신용 및 거래의 위법성 차단을 확보하는 것은 FP라고

---

조하기 바란다: 변진호·엄경식·공경신·윤지아(2002); Christie, W. and P. Schultz, 1994, “Why Do Nasdaq Market Makers Avoid Odd-eighth Quotes?,” *Journal of Finance* 49, 1813-1840; Christie, W., J. Harris and P. Schultz, 1994, “Why Did Nasdaq Market Makers Stop Avoiding Odd-eighth Quotes?,” *Journal of Finance* 49, 1841-1860; NASD, 1995, “The NASD Select Committee on Structure and Governance (Rudman Committee Report).”

예외일 수 없기 때문이다. 따라서 회원사 감리는 회원제나 주식회사제의 경우 모두 중요하게 다루어져야 할 문제이므로 특별히 주식회사제에서 제대로 수행하지 못할 이유가 없는 듯이 보인다.

그러나 거래소와 중복되는 업무영역의 상장기업(예를 들면, ECN 또는 IT 기업)에 대한 감리의 경우 경쟁사인 FP의 이해상충 가능성이 존재하므로, 이 비용에 대한 적절한 평가는 회원제와 FP의 자율규제기능 중 회원사 감리에 대한 효율성 비교분석에 있어서 매우 중요하다. 예를 들어 NYSE의 경우 향후 상장할 ECN과의 이해상충 가능성 문제, SGX의 경우 IT회사 또는 증권회사와의 이해상충 문제, NASD와 ECN과의 자율규제기능을 둘러싼 문제 등을 들 수 있다. 특히 NASD와 ECN의 경우에서 볼 수 있는 것처럼, (ECN이) 경쟁업체(Nasdaq)에게 규제에 대한 비용을 보조해 줌으로써 시장운영자간의 공정한 경쟁을 제한하는 위험이 존재할 수 있다. 즉 업무영역에서 거래소와 중복되는 상장기업에 대해서는 FP의 경우 이해상충의 문제 및 공정경쟁을 제한하는 위험성이 존재한다.

따라서 회원사 감리 측면의 경우 일반적으로 회원제 거래소나 FP 중에서 특정 소유구조가 그 기능을 수행하는데 우위에 있다고 단정하기는 매우 어렵다. 그러나 업무영역에서 거래소와 중복되는 상장기업의 경우 회원제가 보다 유리하다고 볼 수 있다.

#### 라. 공정하고 정당한 투자자 대우

이는 회원제 거래소가 SRO로서 가장 심각한 이해상충 문제를 겪고 있는 부분이다. 회원은 자신이 소유하고 자신의 이익에 봉사하도록 설립된 거래소가 회원 자신의 이익이 아닌 다른 어떤 것(투자자 이익 우선 추구도 포함)도 추구하는 것을 원하지 않는다. 반면 FP는 자신의 거래시

시스템으로 주문흐름(order flow)을 제공할 수 있는 영향력을 보유한 투자자, 특히 기관투자자(중개기관이 아님)를 만족시키는 것을 경영의 우선적인 목표로 선택하게 된다. 왜냐하면 FP의 경우 회원이 없으므로 회원제보다 거래소 비즈니스 성패의 가장 중요한 요소라고 할 수 있는 유동성 확보를 무엇보다 중시하는 정책을 수행할 수 있기 때문이다. 이는 물론 거래소라는 준 공공적 특성에 기인한 공적 규제 대상으로서 준수하여야 할 일반투자자와 기관투자자에 대한 공정한 대우의 범위 내에서 이루어진다는 전제 하에서이다. 이러한 전제 하에서 FP는 회원제 거래소보다 투자자를 보다 더 공정하고 정당하게 대우할 수 있을 것으로 예상할 수 있다.

**마. 요약**

<표 IV-2>은 상기한 자율규제 관련 네 기능에 대해 회원제 거래소와 FP 별로 각각의 장·단점을 비교 요약한 것이다.

**<표 IV-2> 자율규제 항목별 유리한 소유구조**

자율규제기능	회원제 vs. FP 거래소 중 보다 유리한 구조
상장 및 공시	- 무차별함.
거래감시	- 주식회사제
회원사 감리	- 일반적으로는 무차별함. · 단, 업무영역에서 거래소와 중복되는 상장기업의 경우 회원제 유리
투자자 대우	- 주식회사제

### 3. 자율규제기능 관련 회원제 및 주식회사제 거래소의 효율성 비교 II: 경제학적 비교 분석<sup>51)</sup>

거래소의 양대 소유구조인 회원제 및 주식회사제의 자율규제기능 관련 효율성 분석은, “기업의 소유구조와 산출물(output) 특성과의 관계”를 “유인구조(incentive structure)”를 이용하여 고찰하는 경제학의 “기업이론(firm theory)”을 원용하여 살펴볼 수 있다. 이하에서는 이에 관한 연구를 정리하여 살펴본다.

#### 가. 기업 소유구조, 유인구조 및 산출물 특성과의 관계

회원제 및 주식회사제 등으로 파악할 수 있는 기업 소유구조를 유인구조 측면에서 살펴보면 다음 두 가지 형태로 구분할 수 있다. 첫째는 “성과변동에 대해 민감하게 연동되지 않은 유인구조(low-powered incentive regime, 이하에서 ‘low-powered 유인구조’라 표기)”이며, 두 번째는 “성과변동에 대해 민감하게 연동된 유인구조(high-powered incentive regime, 이하에서 ‘high-powered 유인구조’라 표기)”<sup>52)</sup>이다.

유인구조로 파악한 기업 소유구조와 해당 기업의 산출물 특성과의 관계를 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 만일 노동자의 성과나 산출물(제품)의 질적 수준에 대해 관찰이 불가능하다면(unobservable), low-powered

51) 이에 대해 보다 정치한 내용은 다음을 참고하기 바란다: 김형태·엄경식·한상범, 2003, “거래소 주식회사화와 자율규제기능: 한국주식시장에의 정책적 함의”, mimeo.

52) Low-powered 및 high-powered 유인구조와 연관된 가장 고전적인 예는 GM과 하청업체인 Fisher Body를 둘러싼 최적유인구조와 최적위험부담(optimal risk sharing) 간의 이해상충관계에 대한 논의이다. 이에 대해서는 Hart(1995)와 Bolton and Scharfstein(1998)을 참고하기 바란다.

유인구조가 바람직하다. 둘째, 만일 노동자의 성과나 산출물의 질적 수준에 대해 관찰은 가능하지만 계약을 통해 실현할 수 없다면 (non-contractable), low-powered 유인구조가 바람직하다. 셋째, 계약 체결은 가능하지만 계약된 성과나 산출물의 수준이 제3자에 의해 실제로 달성되었는지에 대한 검증이 불가능한 경우에도 low-powered 유인구조가 바람직하다.<sup>53)</sup>

Hansmann(1996), Easley and O'Hara(1983), Glaeser and Schleifer(1998) 등의 이와 같은 주장에 대한 논리적 근거는, 기업의 산출물에 대한 질적 수준을 관찰할 수 없거나 계약할 수 없다면 질적으로 높은 수준의 산출물 생산을 유도하기가 어렵다는 데 있다. 실제로, 이러한 환경 하에서 관찰 가능한 변수와 보상을 연결하면 왜곡된 유인구조를 만들 수 있다. 즉, 조직구성원이 자신의 성과에 대한 질적 수준이 관찰되어 계약에 명기될 경우 자신의 보상이 영향을 받게 되므로 열심히 노력하게 되지만, 관찰 및 측정이 불가능할 때는 태만하게 되는 유인구조로 귀결될 가능성이 높다. 이는 결국 성과에 대한 관찰 및 계약 가능성 여부가 보상과 상충관계를 갖는다는 것인데, 이러한 상황 하에서는 조직구성원이 향유하고 있는 관찰 및 계약 가능한 성과에 대한 보상을 감소시키면 조직구성원의 관찰 불가능하고 계약 불가능한 성과가 증대될 가능성이 있기 때문이다. 물론 이러한 전환은 자동적으로 이루어지는 것은 아니고, 관찰 가능하고 계약 가능한 준 최적(suboptimal) 질적 수준의 성과로 또는 보다 높은 산출(생산)비용의 형태로 나타나는 비용을 수반하게 된다. 그러나 성과에 대한 관찰 및 계약 불가능한 측면이 매우 중요할 경우에는 low-powered 유인구조가 “최적의 유인구조(second best incentive scheme)”가 될 수 있을 것이다. 이는 low-powered 유인구조에서 발생하

53) 이에 대한 연구는 수없이 많지만, 본 보고서가 회원제 거래소 및 FP의 효율성 분석만을 대상으로 하기 때문에, low-powered 유인구조로 비영리 조직의 경제학을 분석한 Hansmann(1996), Easley and O'Hara(1983), Glaeser and Schleifer(1998)의 연구결과를 주로 참고하고자 한다.

는 조직구성원 성과의 질적 수준의 증가가 이에 수반되는 비용의 증가를 상회하기 때문이다.

Hansmann(1996), Easley and O'Hara(1983), Glaeser and Schleifer(1998) 등에 의한 기업의 유인구조와 산출물의 특성과의 관계 분석을 정리하여, 영리 기업에 비해 비영리 기업이 효율적인 소유구조일 경우는 다음과 같다.

- (1) 성과 및 산출물 질적 수준의 주요 측면에 대해 관찰과 계약은 불가능하지만 이러한 측면이 매우 가치있는 경우
- (2) 비용 감소를 위한 노력과 관찰 및 계약 가능한 성과를 창출하기 위한 노력이 궁극적으로 관찰 및 계약 불가능한 성과를 낮추는 행동과 연결되어 나타날 경우
- (3) 경쟁이 제한되어 있는 경우(여기서의 경쟁의 제한이란 인위적인 거래소 비즈니스의 경쟁 제한을 의미함)
- (4) 소비자들이 해당 기업과 지속적인 상호 관계를 유지하지 않는 경우
- (5) 혁신(innovation)이 성과 및 산출물의 질적 수준을 증가시키거나 비용을 감소시킬 수 있는 범위가 매우 제한적일 경우
- (6) 비영리 기업에 내재적으로 존재하는 “잉여를 배분하지 않는다는 제약조건(non-distribution constraint)”이 관찰 및 계약이 불가능한 질적 수준을 감소시켜 기업 전체의 암묵적 비용을 증대시키는 조직구성원의 능력을 상당히 감소시키는 경우

#### 나. 거래소 자율규제기능의 특성: 관찰 및 계약 가능성

거래소 비즈니스 산출물 중의 하나인 “거래소 자율규제기능이 관찰될 수 있고 또한 계약으로 체결될 수 있는가?”라는 질문은 “거래소 자

율규제기능은 관찰될 수 있고 계약될 수 있는 특성을 가지고 있다”라는 주장에서 그 해답을 찾아볼 수 있다. 이하에서는 이를 거래소 자율규제 기능 중 거래감시와 관련한 거래 관행, 회원사 감리인 영업 관행, 그리고 증권사 재무건전성에 대한 컴플라이언스 등의 세 가지 측면에서 고찰하여 논의를 전개하고자 한다.

### 1) 거래 관행

거래 관행과 관련된 자율규제기능의 경우 시장의 질적 수준을 나타내는 변수(스프레드, 시장의 깊이 등)와 투자자의 거래이익 등과 같은 변수를 이용하여 관찰 및 계약이 가능하다. 예를 들어, 거래소 회원처럼 자율규제에 관심이 있는 기관들은 일반적으로 정보보유자(informed trader), 그 중에서도 내부거래자(insider trader)의 거래를 제약하기 위한 조치(자율규제)를 취하곤 한다.<sup>54)</sup> 이러한 조치는 결국 bid-ask 스프레드와 시장의 깊이 등 시장의 질적 수준을 나타내는 변수에 영향을 주는데, 시장참여자들은 이러한 변수들을 관찰할 수 있다.<sup>55)</sup> 시장조작의 경우도 결국에는 시장의 질적 수준을 나타내는 변수에 영향을 미치므로 거래소 자율규제기능이라는 서비스 수준은 관찰 가능하다고 볼 수 있다. 단지

54) Chowdhry, B. and V. Nanda, 1991, “Multi-Market Trading and Market Liquidity,” *Review of Financial Studies* 3, 483-511.

55) 정보보유자, 정보비보유자, 시장조성인 등 정보비대칭 하에서 시장참여자들의 역학관계를 분석하여 시장의 질적 변수에 미치는 영향에 대한 이론적 연구로서는 다음을 참조하기 바란다: Glosten, L. and P. Milgrom, 1985, “Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Investors,” *Journal of Financial Economics* 14, 71-100; Kyle, A., 1985, “Continuous Auctions and Insider Trading,” *Econometrica* 53, 317-355; Easley, D. and M. O’Hara, 1987, “Price, Trade Size, and Information in Securities Markets,” *Journal of Financial Economics* 19, 69-90. 국내문헌으로는 엄경식·윤지아(2001)의 <부록>을 참고하기 바란다.

고객인 투자자의 비용으로 중개기관이 이득을 취하는 (불법) 거래 관행 (예: 프론트러닝, 허위 호가 등)의 경우 거래소가 관찰하여 적발하는 것이 쉽지는 않으나, 이 또한 불가능한 것은 아니다.

## 2) 영업 관행

거래소 회원인 중개기관의 (불법) 영업 관행을 바로잡기 위한 거래소의 자율규제 서비스 수준이 관찰될 수 있는지에 대해서는, 거래소 서비스가 “경험재(experience goods)”의 성격을 갖는다는 점이 매우 중요한 사항으로 작용한다. 거래소 시장참여자의 행동은 소위 “1회적 게임(one-shot game)”이 아니고 “반복게임(repeated game)”이다. 따라서, 회원사의 불법적인 영업 관행은 언론, 소송, 업계의 불평등으로 결국에는 발각되고, 투자자들은 불법적인 영업 관행에 대한 비용을 거래수익의 감소 등을 통해서 관찰하여 거래소 자율규제 서비스 수준으로 내부화할 수 있다.

## 3) 재무건전성에 관한 컴플라이언스

거래소 회원인 중개기관의 재무건전성(또는 이에 대한 컴플라이언스)에 대한 거래소 자율규제기능의 수준을 파악하는 것은 다른 자율규제기능에 비해서 비교적 어렵다. 그러나 거래소가 재무건전성 악화로 파산한 중개기관의 비용을 떠 안는 것으로 자율규제기능에 대한 메커니즘을 디자인하여 계약한다면 이로 인한 문제를 어느 정도 해소할 수 있을 것이다.

## 다. 종합

자율규제기능 수행하는데 있어서 FP가 회원제 거래소보다 덜 적극적이고 비효율적이라는 우려에 대한 상기 경제학적 논의의 결과를 종합해

보면 다음과 같다. 경제학적 기업이론에 따르면, 기업의 산출물이 관찰되거나 계약될 수 없는 경우 회원제와 같은 low-powered 유인구조가 주식회사제와 같은 high-powered 유인구조보다 질적으로 높은 수준의 산출물을 제공한다. 그러나 이러한 논리는 거래소 비즈니스의 산출물인 자율규제 서비스 수준에는 적용될 수 없다. 왜냐하면, 거래소의 자율규제기능이 제공하는 다양한 서비스는 증권시장의 질적 수준을 나타내는 변수와 거래이익 등을 통하여 관찰될 수 있거나 계약으로 체결될 수 있기 때문이다.

#### 4. 주식회사제 거래소와 자율규제기능에 관한 몇 가지 논의 사항

##### 가. 주식회사제 거래소의 과도한 금융위험 초래 가능성

FP가 자신의 전통적인 거래체결기능과 이와 관련된 업무 이외에 다른 비즈니스에 진입하여 새로운 금융위험을 초래할 가능성이 높다는 우려는 다음의 두 가지 이유에 근거해 볼 때 기우임을 알 수 있다. 첫째, 회원제 거래소(영리든지 비영리든지)도 FP와 유사하게 사업확장을 위해 많은 노력을 한다는 점이다. 이에 대한 예로는 IPO 이전의 DB의 예탁기관 인수, IPO 이전의 Euronext-Paris의 선물거래소(Matif) 인수, Nasdaq의 (AMEX) 및 해외 거래소 인수 등을 들 수 있다. 둘째, 회원제 거래소와 비교해 볼 때 FP가 부수적인 영역으로의 사업확장을 더 심하게 하지는 않는다는 점이다. 예를 들어 거래(trading) 이외의 서비스(회원비, 청산, 결제, 예탁, 데이터 관리 및 보급)로부터의 이익을 살펴보면, FP의 경우에는 29.4%, 순수 회원제 거래소(mutual association)는 27.5%, 회원에 의해 소유된 주식회사(limited company owned by the members)는

32.2%로 서로 별 차이가 없는 것으로 나타났다[FIBV survey(1999)].

설령 거래소(회원제 거래소든지 FP든지)가 과도한 금융위험을 발생시킨다고 하더라도 규제당국은 은행과 같이 지급불능 가능성을 감소시키기 위해 “자본요건(capital requirements)” 등을 부과함으로써 이를 해결할 수 있으며, 이는 거래소의 소유구조와는 무관한 문제이다.

### 나. 공적 규제기관이 규제 책임을 거래소에 이양할 경우의 문제점

전통적 회원제 거래소가 FP보다 위임된 자율규제기능의 수행에 더 적합한 구조라는 것이 일반적으로 널리 인식된 견해이다. 그러나 앞에서(본 장 2절과 3절 가항) 살펴본 바와 같이 이에 대한 근거는 별로 없다. 즉, FP가 회원제 거래소보다 자율규제기능에 비효율적인 것은 아니다. 오히려 많은 경우 FP가 자율규제 측면에서 보다 효율적이다.

그러나 주식회사제가 회원제보다 자율규제기능을 수행하는데 비효율적이지 않다는 점이 FP가 수행하는 자율규제기능의 적절성을 고려할 필요가 없다는 것은 아니다. 오히려 거래소간 경쟁(특히 해외로부터 경쟁)이 증가함으로써 FP의 회원(거래권이 있는 소유주)과 소유주(거래권이 없는 소유주)의 상업적 이해와 자율규제 의무간의 이해상충 문제는 더 악화될 우려가 있다(참고: IV장 2절 다항)는 점을 간과해서는 안된다. 왜냐하면 이러한 이해상충 문제가 많으면 많을수록 거래소는 경쟁과 규제를 효율적으로 수행하기가 힘들어지기 때문이다.

그러면 공적 규제기관은 어느 수준까지의 규제를 SRO에 이양하여야 하는가? 이에 대한 논의는 본 보고서의 연구 범위를 벗어나는 것으로 본 보고서에서는 이와 관련하여 공적 규제기관이 유념하여야 할 다음

두 가지 사항을 논하는 것으로 대신하고자 한다.

첫째, 만약 공적 규제기관이 대부분의 규제를 SRO에게 이양한다고 하더라도 “내부자거래(inside trading) 및 불공정거래”는 공적 규제기관이 SRO와 협력하여 집행하여야 할 것이다. 내부자거래가 정보를 일정 부분 즉각적으로 반영한다고 볼 수 있는 측면에서는 이것이 오히려 시장의 효율성을 증가시킨다고도 말할 수 있으므로, 내부자거래를 용인할 유인이 거래소에 어느 정도 존재한다고 판단할 수 있다. 하지만 공적 규제기관은 불공정하게 발생하는 내부자거래를 시장의 질적 측면에서 접근하면 안되며 타인의 부를 부당하게 훔친다는 “도덕적 측면”에서 접근해야 할 것이다.

둘째, 공적 규제기관이 거래소로 규제를 이양할 경우에는, 보이지 않는 비용(implicit cost) 중 하나인 “시장간 경쟁을 제한시키는 위험”에 주의하여야 할 것이다. 예를 들어 Nasdaq에서 활동하는 ECN의 경우 자신이 NASD에 지불하는 규제비용이 실질적으로는 Nasdaq 거래시스템(즉 거래소)을 보조하는데 사용된다는 것에 대해 불평하고 있다. 왜냐하면 NASD는 Nasdaq의 지배적 소유자이(었)며, Nasdaq은 ECN과 경쟁관계에 있기 때문이다. 즉 시장 운영자(거래소)가 잠재적 경쟁자를 포함한 경쟁자를 규제적으로 통제할 수 있는 상황에서는 자율규제 권한이 이양되어서는 안될 것이다. 영국의 경우 거래소의 주식회사화와 더불어 거래소(LSE, virt-X 등)에 “상장”될 수 있는 자격에 대한 심사기능을 LSE에서 FSA(UK Listing Authority, UKLA)로 이전하였다는 점은 공적 규제기관인 FSA가 이러한 위험에 유념하였다는 하나의 예이다.

DeMarzo, Fishman, and Hagerty(2000)는 SRO의 회원 및 투자자와의 관계에서 공적 규제기관의 역할에 대한 경제학적 접근을 시도하였다.<sup>56)</sup>

56) DeMarzo, P. M., M. J. Fishman, K. M. Hagerty, 2000, “Contracting and Enforcement with a Self-Regulatory Organization,” working paper, University of California at Berkeley.

물론 이들은 자율규제기능의 매우 다양한 측면을 모두 분석할 수는 없었고 단지 SRO가 제정한 “반사기(anti-fraud) 규정”에 한정하여 분석할 수 있었다. 이들의 연구는 위에서 기술한 공적 규제기관의 자율규제기관에 대한 규제 이양에 대해 적절한 시사점을 제공하고 있다. 이를 간단히 기술하면 다음과 같다.

DeMarzo, Fishman, and Hagerty(2000)는 SRO의 회원 및 투자자의 관계를 계약과 집행(contracting/enforcing)을 이용한 2단계 문제(two-tier problem)로 파악하였다. 구체적으로는 먼저 SRO로서의 거래소가 집행정책(enforcement policy)을 선택한다. 이들의 논문에서 집행정책이란 사기 행위를 한 회원이 조사를 받고 페널티를 부여받을 확률 및 페널티 스케줄을 의미한다. 다음으로 이러한 집행정책 하에서 거래소 회원들은 고객(투자자)들의 기대효용을 극대화하기 위한 계약을 고객들에게 제시하면서 자신들의 이익을 위해서 상호 경쟁한다. 물론 SRO는 자신의 소유주인 회원들의 후생(welfare)을 극대화하기 위하여 업무를 수행한다.

이러한 모형 하에서 DeMarzo, Fishman, and Hagerty(2000)는 매우 흥미로운 결론을 도출하였다. 공적 규제기관의 개입이 없는 경우 SRO는 고객(투자자)들이 원하는 수준보다는 느슨한 집행정책을 선택한다. 즉 사기행위에 대한 조사 가능성이 낮고 페널티 수준도 낮은 집행정책을 수행한다는 것이다. 그러나 공적 규제기관의 “믿을 만한 위협(credible threat)”이 존재하는 경우 SRO는 회원에 대한 자신의 규제 집행(enforcement)을 강화시켜, 보다 투자자를 보호하는 정책을 선택한다는 것이다. SRO가 이렇게 투자자를 보호하는 정책을 수행하게끔 하는데는 공적 규제기관의 (보이는 또는 보이지 않는) 개입뿐만 아니라, 투자자들이 회원인 중개기관의 과거 업무수행에 대한 모니터링을 강화할 경우에도 달성할 수 있다고 이들은 주장하였다.

결국 DeMarzo, Fishman, and Hagerty(2000)는 공적 규제기관이 SRO

에 자율규제기능을 (일부 또는 전부) 이양한다 하더라도 SRO에 대한 공적 규제기관의 믿을 만한 위협이 가해질 경우 SRO가 투자자를 더 보호한다는 시사점을 제공하고 있다.

## 다. 거래소와 독립하여 존재하는 비영리 자율규제기구의 설립 여부

### 1) 거래소 서비스(산출물)의 관측 및 계약 가능성

거래소가 영리목적의 주식회사로 전환할 경우 거래소의 자율규제기능을 박탈하고 독립적인 비영리 SRO를 설립하는 방안에 대한 논의가 활발하게 진행되고 있다. 여기서 말하는 비영리 SRO는 자율규제기능 관련규정의 제정(setting) 및 집행(enforcing)에 대해 모두 책임지는 것을 의미한다.<sup>57)</sup> 실제로 NASD는 이 방식을 채택하여 추진 중에 있는데, NASD의 경우 비록 Nasdaq이 NASDR에 자율규제기능에 대해 아웃소싱한다고 발표하였으나 이것이 모든 SRO를 흡수·총괄하는 “superregulator”를 의미하는지는 불분명하다. 단지 이와 관련하여 SEC는 superregulator도 포함하여 자율규제기능에 대한 큰 그림을 구상하고 있는 듯하다. 앞에서 언급하였듯이 SEC의 전 의장인 Levitt은 “NYSE도 NASD와 동일한 방법으로 자율규제기능의 개선을 도모하는 것이 적절한 방법이 아니겠느냐”는 의

57) 이는 거래소가 자율규제기능에 대한 규정을 제정하고 제3자(독립적인 비영리 SRO)에게 집행(주가감시, 회원 감리 및 컴플라이언스 등)을 아웃소싱 하는 방법과는 다르다. 자율규제기능의 집행부문만 비영리 독립 SRO에게 부여할 경우 자율규제기능에 대한 규모의 경제가 존재할 수 있고, 거래소 비즈니스에 경쟁이 존재하여 진입에 대한 장벽이 없을 경우 여타 거래소가 쉽게 진입할 수 있어 1국 경제 주체의 자율규제기능의 개선이 도모될 수 있다. 그러나 본 절에서 기술하는 Pirrong(2000b)의 분석의 경우 SRO가 자율규제기능에 관한 규정의 제정 및 집행을 통괄하는 일종의 “superregulator”의 역할을 하기 때문에 이와는 구별된다.

사를 표명하였다.<sup>58)</sup>

이와 같은 논리는 거래소에 참여하는 구성원이 거래소 산출물의 질적 수준을 관측할 수 없는 경우에 설득력이 있다. 앞에서 논의한 것처럼 Hansmann(1996), Glaeser and Schleifer(1998), 그리고 Easley and O'Hara(1983) 등에 따르면 비영리기업의 경우 거래참여자가 자신의 산출물을 관측할 수 없을 때 최적의 질적 수준보다 낮은, 그러나 영리기업보다는 높은 질적 수준의 산출물을 생산한다고 한다. 자신의 산출물의 질적 수준에 대해 관찰할 수 없거나 계약을 체결할 수 없다면, 비영리기업이 영리기업보다 질적으로 높은 산출물을 생산한다는 것이다.<sup>59)</sup> 즉, 관찰될 수 없거나 계약으로 체결될 수 없는 거래소 서비스에 거래소의 자율규제기능이 영향을 줄 수 있다면 회원제 거래소가 FP보다 자율규제 측면에서 효율적이라고 말할 수 있다.

그러나 IV장 3절에서 논의한 것처럼 이러한 관찰 및 계약 불가능성과 소유구조에 대한 경제학적 연구 결과를 증권거래소에 적용하는 것이 적절한 논리는 아니다. 왜냐하면 관찰 및 계약 불가능성은 거래소 서비스의 질적 특성이라고 볼 수 없기 때문이다. 거래소 고객(기관투자자와 대부분의 개인투자자)들에게 거래소 서비스는 계속 반복하여 구매하는 경험재라고 볼 수 있으며, 궁극적으로 거래소 고객들의 주 관심사는 거래에서 발생하는 수익률과 위험이다. 그런데 거래소 서비스의 질적 수준은 수익률과 위험에 영향을 미치므로 거래소 고객들은 자신들의 거래 경험에 의해서 거래소 서비스의 가치에 대해 학습을 할 것이고, 이에 따라 거래소 산출물(즉 서비스)의 질적 수준은 비록 완전하지는 않지만 대개의 경우 관찰가능하게 된다. 따라서 “성과변동에 민감하게 연동되지 않

58) Schroeder and Ip(1999).

59) 그러나 비영리 기업은 (산출물의 질적 수준을 관찰할 수 있거나 계약 가능할 경우에도) 질적 수준을 혁신하거나 비용 개선을 추구할 유인이 적다 (이에 대한 문제점은 후술함).

은 유인구조(low powered 유인구조)의 특징을 갖는 회원제 거래소의 경우 주로 거래소 서비스를 관찰할 수 없을 때 바람직한 소유구조이므로, 회원제 거래소가 FP보다 자율규제기능을 효율적으로 수행할 수 있다는 어떤 타당한 근거는 없다고 할 수 있다[참고 Pirrong(2000b)<sup>60</sup>].<sup>61</sup>

실제 이를 바탕으로 한 연구에서 Pirrong(2000b)은 다음과 같은 구체적인 결과를 제시하고 있다. 즉 거래소와 독립하여 존재하는 비영리 SRO를 설립하는 것은 ① 거래소 기준 또는 규칙의 효익·비용의 내재화(internalization), ② 규제의 혁신, ③ 비용절감, ④ 거래소가 시장지배력을 가지고 있는 경우, 이의 폐해를 시정하는 측면에서 FP보다 바람직하지 않다는 것이다. 이하에서는 Pirrong(2000b)이 제시한 예를 이용하여 상기한 논리를 설명하고자 한다.

## 2) 비영리 독립 SRO와 주식회사제 거래소의 효율성에 대한 모형 분석

먼저 Pirrong(2000b)은 다음과 같은 가정을 하고 있다. 첫째, FP는 비영리 독립 SRO가 제정한 규정을 가지고 거래소를 운영한다. 둘째, 비영리 독립 SRO는 거래소가 직접 또는 간접적으로 지불하는 수수료에 의해서 (완전히는 아니지만 적어도) 부분적으로 예산을 충당한다. 셋째, 비영리 독립 SRO와 이러한 SRO가 규제하는 FP는 거래소 규정과 수수료에 대해 협상(bargain)을 한다. 넷째, FP의 경우 상기한 규정이 일단 채

60) Pirrong, C., 2000b, "Technological Change, for Profit Exchanges, and Self-Regulation in Financial Markets," working paper, Washington University.

61) 경쟁이 제한적일 경우 회원제가 FP보다 자율규제기능을 효율적으로 수행할 수 있다는 지적이 있다(IV장 3절 가항). 그러나, 여기서의 경쟁의 제한이란 인위적인 거래소 비즈니스의 경쟁 제한을 의미하지 자연독점성을 의미하지는 않는다. 설령 거래소 비즈니스가 자연독점적인 성격을 가지고 있다는 사실과 경쟁의 제한을 연관짓는다 하더라도, 이는 궁극적으로 국제적인 유동성 경쟁으로 항상 체크될 수 있다고 볼 수 있다.

택되면 “거래소 서비스의 수요 증대를 통하여” B금액만큼의 혜택(benefit)을 창출할 수 있고, 거래소는 그 혜택의  $kB$ 만큼( $k$ 는 1보다 적은 일종의 비중(weight)임)을 확보할 수 있다. 다섯째, 규정을 제정·집행하는데 C만큼의 비용이 수반된다.

Pirrong(2000b)은 자율규제에 대한 책임이 거래소에 있는 경우와 비영리 독립 SRO에 있는 경우로 구분하여 결론을 제시하고 있다. 먼저 거래소에 자율규제기능에 대한 책임이 있는 경우,  $kB > C$ 이면 거래소는 규정을 채택할 것이다.

다음으로 비영리 독립 SRO에 자율규제기능에 대한 책임이 있는 경우를 살펴보면, 첫째, 정보가 대칭인 경우에는 ① 거래소는 비영리 독립 SRO에게 새로운 규정의 채택에 대하여 협상을 제의할 것이다. ② 만일 비영리 독립 SRO가 (예산, 수입, 또는 재정 등에 관하여) 적은 것 보다 많은 것을 선호한다면<sup>62)</sup>, 거래소는 비영리 독립 SRO가 새 규정을 채택하도록 규정으로부터 발생할 혜택의 일부를 서로 공유해야 할 것이다. 또한 ③ 내쉬 균형(Nash equilibrium)이 성립하는데, 이 경우 거래소와 비영리 독립 SRO가 거래소 혜택인  $kB$ 의 1/2씩 공유하게 된다. ④ 비영리 독립 SRO는 새 규정으로 인해 C만큼의 비용이 수반되므로  $kB > C > 0.5kB$  일 경우 비록 새 규정이 효율적인 규정임에도 불구하고 비영리 독립 SRO는 이 규정을 채택하려 하지 않는다. 그러나 비록 비영리 독립 SRO가 “비영리 독립”이라는 목적에 투철하여 새 규정으로 인한 비용(C)을 커버할 수 있는 거래소가 요청하는 모든 새 규정을 채택하여 준다 할지라도, 비영리 독립 SRO는 자율규제기능의 효율성을 개선할 수 없는데, 이는 거래소는 새 규정에 대해 C와  $kB$  중 작은 것을 제안할 것이기 때문이

62) 비영리 독립 SRO의 경우 거래소와 새 규정에 대한 협상으로 발생한 잉여는 분배되지 않는다. 그럼에도 불구하고 잉여의 발생으로 혜택을 누릴 수 있는데, 이는 비영리 독립 SRO 구성원들의 임금인상, 보다 나은 업무 여건 또는 임직원에게 대한 특전(perks), 보다 많은 인력구성 등으로 나타나게 되기 때문이다.

다. 이러한 경우에는  $kB > C$ 이면 새 규정은 수행될 것이다. 그러나 이 조건은 거래소에 자율규제기능의 책임이 있을 경우 거래소가 채택하는 조건과 동일한 것이어서 기껏해야 FP가 직접 SRO로서의 역할을 하는 것과 그 효과가 같을 수 있을 뿐이다.

둘째, 정보가 비대칭인 경우, 비영리 독립 SRO의 설립으로 인한 자율규제기능의 효율성은 정보가 대칭인 경우 보다 더욱 더 감소된다. 거래소는 외부의 비영리 독립 SRO보다 “규정이라는 거래소 서비스에 대한 수요 및 그로부터 발생하는 수익에 대한 영향”에 대해 더 좋은 정보를 보유하고 있다. 이 경우 비록 비영리 독립 SRO가 아무리 투철한 사명감으로 무장되어 있어 잉여에 대한 유인구조가 사전에 봉쇄된다 할지라도, 거래소가 새 규정의 가치에 대한 잘못된 정보를 제공해 준다면 자율규제기능이 비효율적으로 수행될 가능성이 매우 높게 된다(이는 코스닥시장에 매우 의미있는 시사점을 제공해 준다). 따라서 이러한 정보 비대칭이 존재하는 경우 협상은 매우 비효율적인데, 이는 새 규정이 채택되어야 하는 조건인  $kB > C$ 일 경우에도 비영리 독립 SRO는 이 규정의 채택을 거부하려는 경우가 발생되기 때문이다.

### 3) 비영리 독립 SRO와 관련한 기타 사항

비영리 독립 SRO와 관련한 기타 논의사항을 제시하면 다음과 같다. 첫째, 비영리 독립 SRO의 경우 주어진 규정을 집행하기 위한 직접비용을 통제하려는 유인이 매우 적다.

둘째, 비영리 독립 SRO의 경우 관찰 및 계약 가능한 규제라는 산출물의 질적 수준을 개선하기 위한 혁신을 추구할 유인도 적다. 특히 역동적인 시장구조에 있어서 이와 같은 혁신의 결핍은 치명적이라고 할 수 있다. 주지하다시피 현재 금융시장은 거래기술과 거래할 수 있는 상품에 있어서 급격하고 역동적인 변화를 경험하고 있다. 즉, 거래기술의 급속

한 변화로 ECN 또는 인터넷 거래 등과 같은 새로운 거래 플랫폼이 양산되고 있으며, 파생금융시장의 발달로 새로운 상품의 신속하고 다양한 개발이 가능하여 투자자들은 날씨위험, 신용위험, 이자율위험 등 다양한 체계적 위험을 회피할 수 있게 되었다. 따라서 비영리 독립 SRO의 상기한 혁신의 결핍은 역동성이라는 특성을 가지고 있는 금융시장에서는 매우 비효율적인 구조일 가능성이 높다.

셋째, 비영리 독립 SRO의 (좋은 의미든 나쁜 의미든 간에) 독점성으로 인한 비효율이 발생 가능하다. 이는 거래소의 자율규제기능이 경쟁적으로 수행될 수 있는 상황 하에서는 자율규제기능의 비효율성을 시장의 힘을 통해 어느 정도 제어할 수 있으나, 독점적인 경우 이러한 제어를 수행하지 못할 가능성이 존재한다

#### 4) 종합

거래기능과 규제기능을 서로 독립적인 조직으로 구분하여 비영리 독립 SRO가 자율규제를 전담(규정의 선정 및 집행)한다면 거래소가 거래소 서비스의 수요에 영향을 주는 새로운 규정의 채택으로 획득하는 혜택을 내부화(internalizing)할 수 없기 때문에 비효율성은 개선되지 않을 뿐만 아니라 오히려 악화될 수도 있다.

이러한 혜택의 내재화 측면에 관한 분석적 결과 이외에도, 비영리 독립 SRO은 주어진 규정을 집행하기 위한 직접비용을 통제하려는 유인이 매우 적고, 규제라는 산출물의 질적 수준을 개선하기 위한 혁신을 추구할 유인도 적으며, (좋은 의미든 나쁜 의미든 간에) 독점성으로 인해 비효율적으로 될 수 있다.



V. 우리나라 증권거래소 시장의 소유구조 및  
자율규제기능: 현황 및 문제점

---



## V. 우리나라 증권거래소 시장의 소유구조 및 자율 규제기능: 현황 및 문제점

### 1. 한국증권거래소(KSE)

#### 가. 소유구조

1956년 2월 클럽(俱樂部) 형태로 출발한 KSE는 주식회사제(1962년)<sup>63)</sup>, 공영제(1963) 등을 거쳐 1988년 3월 1일에 회원제로 전환되어 현재에 이르고 있다. 회원은 KSE의 승인을 받은 증권회사이며 이러한 회원만이 거래소 시장에서 유가증권의 매매거래에 참여할 수 있다. KSE의 회원 증권회사에게는 거래소 시장에서 매매거래에 직접 참여할 수 있는 시장 참여권(거래권)이 주어진다. 회원은 정회원과 특별회원의 두 종류가 있는데<sup>64)</sup>, KSE 정관상 특별회원은 의결권을 보유하지 못하므로 회원총회는 정회원만으로 구성된다. 정회원은 ① 회원 탈퇴시 회원자격이 있는 자에게 지분을 양도할 수 있는 권리(거래소 승인 필요), ② 거래소의 회원 지분비율 조정시 지분을 반환 받을 권리, ③ 회원 탈퇴시 회원금을 반환 받을 권리 등을 지니게 된다. 또한 정회원은 의결권(단, 총회의 결의에 관하여 특별한 이해관계가 있는 자는 의결권이 없음)과 임원 피선출권(비상임 이사, 비상임 감사)을 갖는다.

정회원과 특별회원은 가입할 때 회원의 의무로써 부담금과 회비를

---

63) KSE가 1962년에 채택하였던 주식회사제의 의미에 대해서는 II장 3절 가항의 주석 22)를 참고하기 바란다.

64) 증권거래법(제28조 제2항 제4호)에 의하면 거래소의 회원에는 정회원 및 특별회원 이외에도 전자거래중개회원이 있다. 현재 전자거래중개회원은 (주)한국ECN증권이 유일하다.

납부하여야 한다. 회원 가입시 부담금은 정회원의 경우에는 기본가입비 241억원, 특별가입금 18억원, 신원보증금 1백만원이며, 특별회원은 특별가입금과 신원보증금만을 납부하고 있다.<sup>65)</sup>

회비제도를 살펴보면 정회원은 거래소에 대한 출자의무(“기본가입비”)를 지는 반면, 특별회원은 정회원 기본가입금의 1년 이자 상당액을 “연회비”로 매년 납부하고 있다. 또한, 정회원과 특별회원은 “정률회비”를 납부하도록 하고 있다.<sup>66)</sup> 정률회비는 정회원, 특별회원 상관없이 시장이용도(즉, 거래소 서비스 이용)인 거래대금에 비례하여 지불한다.

KSE는 매매거래로 인한 채무의 불이행 사태에 대비하기 위한 장치(별도기금)로 “위약손해배상공동기금”을 운영하고 있다. 즉 거래소 시장에서 회원이 행한 매매거래의 위약으로 인하여 발생하는 손해의 배상수단으로 회원에게 배상기금을 적립하도록 하고 있다. 1,000억 원으로 책정되어 있는 규정상의 위약손해배상공동기금 상한액의 적립은 이미 완료되어 있는 상태이지만, KSE가 거래대금에 비례(주식 및 옵션: 거래대금의 1.00/100,000, 선물: 0.15/100,000)하여 부가적으로 계속 적립하고 있다.

### 나. 자율규제기능<sup>67)</sup>

증권시장에 대한 규제는 크게 법적 규제와 자율규제로 나누어 볼 수

65) 전자거래중개회원은 가입금(4억정도)과 매달 일정액(거래대금의 0.06/10,000)을 납부하고 있다.

66) 주식(0.65/10,000), 선물(0.06/10,000), 옵션(3.60/10,000)(2001년 8월부터 시행).

67) 이에 대해서는 다음을 참고하시오: 한국증권법학회, 2001. 12., “건전한 증시질서 구축을 위한 자율규제기관의 역할”; 금융감독위원회, 2001. 7., “자율규제기능 제고방안: 한국증권업협회 사례를 중심으로”, mimeo; 정윤모, 2001. 6., “협회의 자율규제기능 정립방안”, 한국증권연구원, mimeo.

있는데, 법적 규제에 비해 자율규제는 그 의미를 이해하기 어려울 뿐만 아니라 그 기능이나 당위성에 대해서도 정의가 모호한 실정이다. 원론적으로 자율규제는 법률적 위임 또는 피규제대상자들의 자율적 합의에 근거하여, 시장참여자들이 자율규제기관(SRO)을 만들어 시장의 공정성 및 건전성을 확보하기 위하여 스스로 행하는 자발적인 규제라고 할 수 있다.

시장에서 영업활동을 하는 사업자(KSE 회원사 및 KOSDAQ에 거래권을 가지고 있는 증권사)들도 장기적으로는 시장이 제대로 운영되는지의 여부와 이해관계를 갖고 있기 때문에 스스로 정한 일정한 규정을 지켜나갈 유인이 있다. 그러나 우리나라에서는 자율규제가 이러한 인식을 바탕으로 하여 자발적으로 성립된 것이 아니기 때문에 제대로 이행되지 못하고 있는 실정이다. 아래에서는 이에 대해 보다 구체적으로 살펴본다.

### 1) 현황

일반적으로 SRO로서 거래소의 자율규제기능은 회원의 영업활동에 관한 조사가 가장 핵심적이다. 이에 반해 공적 규제기관은 기본적으로 시세조정이나 내부자거래 적발에 중점을 두는 경향이 있다.

2002년 1월 증권거래법 개정[증권거래법 제73조의2(KSE), 제162조의3(한국증권업협회, 즉 KOSDAQ)]을 통해 매매심리 및 회원감리 업무가 KSE와 협회 등 SRO의 업무로 법제화되어 KSE와 한국증권업협회(이하 협회로 표기)의 회원감리업무가 강화되었다.<sup>68)</sup> 아울러 회원에게 이상매매심리 및 회원감리업무 수행에 필요한 자료 제출, 관계자 출석 및 진술

68) 증권거래법에서 SRO에 대한 규제내용 및 그로 인한 한계 또한 동일하기 때문에, KSE와 중복되는 KOSDAQ의 자율규제기능에 대한 현황 및 문제점은 본 항에서 함께 다룬다. KSE에 특수한 현황 및 문제점은 본 항에서, KOSDAQ에 특수한 현황 및 문제점에 대해서는 다음 절에서 분리하여 기술한다.

을 요청할 수 있는 법적 근거 역시 마련되었다. 이로써 KSE와 관련한 이러한 규제 논리에 발맞춰, 현재 KSE와 협회의 자율규제기능도 법률적으로 일정 수준 그 역할이 담보되어 있는 상태이다. 그러나 이러한 개선에도 불구하고, SRO로서의 KSE와 협회의 자율규제기능은 다음과 같은 문제점과 한계를 가지고 있다.

## 2) 문제점

첫째, 개정된 증권거래법[제73조의2(KSE)와 제162조의3(협회, 즉 KOSDAQ)]은 회원감리업무를 ① “이상매매 혐의종목의 매매거래상황 파악”과 ② “매매 관련규정의 준수여부 확인”으로 규정하고 있으나, 실제 회원감리방법에 있어서는 “당해 매매거래”와 관련된 업무·재산상황·장부·서류 등에 대한 감리로 국한하고 있다. 따라서 회원감리업무가 사전에 선정된 특정종목(이상매매 혐의종목, 매매 관련규정 위반 혐의종목)에 국한될 수밖에 없어 회원의 매매거래에 대한 포괄적인 감리가 곤란하다.

둘째, 상기한 증권거래법의 개정에도 불구하고, SRO의 감리자료 확보근거가 불명확하다. 현재 SRO는 금융실명법에 대한 재정경제부의 유권해석(1994. 7.)에 근거하여 회원사로부터 감리에 필요한 위탁자정보를 입수할 수 있다. 그러나 금융실명법 제4조(금융거래의 비밀보장)가 증권거래법에 우선적으로 적용되고 있어 일부에서 SRO의 위탁자정보 확보에 대한 금융실명법 위반여부가 논란이 되고 있다. 또한 비회원에 대한 자료요청근거가 제약되어 SRO의 불공정거래에 대한 예비적 조사(preliminary investigation) 기능을 약화시킬 뿐만 아니라 회원감리업무의 정밀도 저하로 금융감독원에 지나치게 많은 종목을 통보하여 회원감리업무의 효율성을 해치고 있다.

셋째, 회원의 증권거래법 및 금융감독위원회 규정 위반사항은 SRO의 조사대상에서 실질적으로 제외되고 있다. 이는 SRO가 이상매매에 대한 회원감리 결과, 증권거래법 또는 금융감독위원회 규정을 위반한 혐의를 알게 된 경우 금융감독위원회에 통보하도록 증권거래법(제206조의3 제6항)이 규정하고 있기 때문이다. 이로써 자율규제의 실질적 의미가 약화되고, 불공정거래 행위에 대한 신속한 조사가 곤란하게 된다.

넷째, 현재 공적 규제기관과 SRO와의 역할 분담은 매우 제한적이다. 공적 규제기관인 금융감독원은 SRO의 심리자료를 단순히 참고만 할 뿐 조사자료의 일부로 간주하지 않고, SRO의 통보종목에 대한 감독원의 재조사가 관행으로 되어 있다. 따라서 추가적인 사회적 비용이 발생함은 물론 조사기간도 장기화되고 있다. 또한 수시공시 측면에서도 SRO와 공적 규제기관이 중복적으로 규제하여 SRO의 수시공시 의미가 약화되어 있는 상태이다.

다섯째, 한국증권시장은 비록 외형상으로 KSE와 협회가 SRO 역할을 수행하지만 실질적으로 정부가 직접 규제하고 있다. 물론 이는 그 동안 SRO들이 이익단체적 행태를 보이면서 시장질서를 바로잡고 투자자의 신뢰를 확보하는 노력을 소홀히 한 결과 규제의 권한과 책임이 공적 규제기관에 집중된 측면이 있다. 그러나, 무엇보다도 그 동안 한국의 거래소 시장의 형성·운영 등에 관한 추진 주체가 정부였다는 사실이 SRO의 자율규제기능의 위축에 더 큰 요인으로 작용하고 있다. 복잡하고 빠르게 변화하는 증권산업의 특성에 맞춰 공적 규제기관이 SRO의 기본적인 기능을 인정할 필요가 있게 되었다. 즉, 증권시장에서 발생하는 불공정 거래의 적절한 규제를 위하여 법적 규제와 자율규제의 적절한 조화가 필요하다고 본다.

## 2. KOSDAQ

### 가. 소유구조

(주)코스닥증권시장은 210억 3천만원의 자본금을 가진 주식회사로서, 주주는 협회, 30개 증권사, 증권전산, 증권예탁원, 증권금융, 중소기업진흥공단으로 구성되어 있다(<표 V-1> 참조할 것). 중소기업진흥공단을 제외하면 협회가 직접 또는 증권유관기관의 협조 하에 (주)코스닥증권시장을 실질적으로 통제할 수 있는 지분구조이다. 또한 주주 중 증권사 이외의 주주는 시장이용자가 아니고 영리를 목적으로 업무를 수행하는 회사도 아니라는 특징이 있다.

본 보고서에서는 소유권과 거래권의 분리로 거래소 주식회사화를 정의한다. 보다 구체적으로 말하면, 거래권과 분리된 소유권이 비록 상장에 의해 정규 시장에서 유통되지 않는다 하더라도 장외시장에서 자유롭게 소유권이 이전될 수 있어야 한다는 것이다. KOSDAQ은 중소기업진흥공단처럼 거래권이 없는 소유자가 존재하여 명목상으로는 소유권과 거래권이 분리되어 있다. 그러나 실질적으로는 장외시장에서 소유권의 자유로운 이전이 제한되어 있기 때문에 본 보고서에 의한 주식회사제 거래소는 아니라고 할 수 있다.

KOSDAQ의 시장업무를 담당하고 있는 (주)코스닥증권시장이 명목상이지만 주식회사이므로 KSE와 같은 회원은 존재하지 않는다. 후술하겠지만 KOSDAQ의 조직은 3분화되어 있고 법적 운영주체가 협회이기 때문에, KOSDAQ에서 거래를 하고자 하는 중개회사들은 협회의 회원 또는 준회원의 자격을 갖추어야 한다. 협회의 회원과 준회원은 각각 12억원, 2억원을 일시불로 지불하여 KOSDAQ에서의 거래권을 획득할 수 있다. 협회 회원의 경우 협회 총회에서 의결권을 가지게 되는데, 준회원의

경우는 이러한 의결권을 부여받지 못한다.<sup>69)</sup> 또한, 협회의 회원이든 준 회원이든 간에 시장이용도(즉, 거래소 서비스 이용)인 거래대금에 비례하여 정률회비를 지불하여야 한다. 이는 KSE가 회원에게 요구하는 정률 회비와 동일하다.

<표 V-1> (주)코스닥증권시장 소유구조

자본금	210억3천만원					
주주	증권업 협회	30개 증권사	증권 전산	증권 예탁원	증권금융	중소기업 진흥공단
구성비	10.4%	32.6%	7.1%	9.5%	16.6%	23.8%

자료: (주)코스닥증권시장, 2001. 4. “코스닥시장 현안에 대한 견해”.

## 나. 자율규제기능

### 1) 현황

KOSDAQ은 협회, 협회중개시장운영위원회<sup>70)</sup>, (주)코스닥증권시장 등 3개의 조직이 업무를 분리하여 시장을 운영하는 구조이다. 협회는 시장 개설의 주체로서 KOSDAQ의 관리 및 운영에 대해 법적인 책임과 권한을 갖고 있고, 협회중개시장운영위원회는 시장운영에 관한 모든 업무를 관장하고 있으며 (주)코스닥증권시장의 영리행위와 관련되지 않은 시장 운영상의 건전성에 대한 의사결정기구로 조직되어 있다. 한편, (주)코스닥증권시장은 협회로부터 시장업무 중 일부를 독점적으로 위임받아 동 업무를 수행하는 증권회사이다.

69) ATS인 (주)한국ECN증권은 협회에 4억원의 가입금을 일시불로 지불하고 KOSDAQ에서의 거래권을 부여받았다.

70) 2001년 4월 1일 개정 증권거래법에서 코스닥위원회가 “협회중개시장운영위원회”로 개명되어 법제화되었다.

KOSDAQ 관련 자율규제기능은 협회중개시장운영위원회에서 수행하고 있다. V장 1절 나항에서 논한 것처럼, 2002년 1월 증권거래법 개정 [증권거래법 제162조의3(협회, 즉 KOSDAQ)]을 통해 협회의 자율규제기능이 KSE의 경우처럼 강화되었다. 하지만 KSE가 SRO로서 부닥치고 있는 여러 가지 문제점들은 KOSDAQ의 SRO인 협회 또한 봉착하고 있다 (이에 대해서는 V장 1절 나항 참조). 이하에서는 KOSDAQ이 자율규제기능과 관련하여 독자적으로 가지고 있는 문제점을 기술한다.

## 2) 문제점

현행 KOSDAQ이 자율규제에서 직면하고 있는 문제점을 조직구조 측면에서 살펴보면, KOSDAQ이 협회, 협회중개시장운영위원회, 그리고 (주)코스닥증권시장 세 기관으로 분리되어 있기 때문에 자율규제기능을 효과적이고 신속하게 수행할 수 없으며 기관간에 이해상충 문제가 발생할 수 있다는 것이다. 일상적인 장중 실시간 시장감시(stock watch and trade watch) 기능 및 상장심사에 대한 업무를 시장의 실제 운영기관인 (주)코스닥증권시장이 담당하지 못하고 코스닥위원회가 담당하고 있는 것도 조직구조상의 난점을 잘 보여주고 있는 전형적인 예이다. 또한 (주)코스닥증권시장은 일상적 시장운영에 관한 세부규칙인 “협회중개시장 운영규정 시행세칙”에 대한 제정 및 개정 권한을 보유하고 있지 못하여 급변하는 시장의 요구변화에 탄력적으로 대응하기가 힘든 구조적 특성을 지니고 있는 상태이다.<sup>71)</sup>

협회는 상당한 비용을 지불하면서 협회중개시장 관련업무를 수행하고 있으나 동 비용의 원천은 (주)코스닥증권시장의 수익으로부터가 아닌 회원사의 회비와 회원사의 증권거래소 및 코스닥시장 거래대금에 따른

71) 최운열, 2001. 8., “증시환경변화와 코스닥시장 발전방안”, 2001년도 코스닥 시장 발전방안 증권정책 심포지엄.

수수료로 충당하고 있기 때문에 운영과 수익구조가 일치하지 않아 합리적인 구조라고 할 수 없다.<sup>72)</sup> 또한 이는 코스닥시장의 3분화된 구조적 특성과 맞물려 자율규제기능 수행시 이해상충 가능성을 야기하고 있다.<sup>73)</sup>

---

72) 미국 NASDR의 경우 Nasdaq 감독을 위해 행하는 업무에 소요되는 비용을 내부가격결정(internal pricing)을 통해 Nasdaq의 수익으로부터 충당 받고 있다.

73) 최운열(2001).



## VI. KSE 주식회사화에 대한 시사점 및 정책제언

---



## VI. KSE 주식회사화에 대한 시사점 및 정책제언

### 1. 주식회사로의 전환 여부

#### 가. 정책제언: 시급한 KSE 주식회사화

이상에서 거래소 주식회사화의 기저 요인과 촉매 및 기타 요인, 거래소 소유구조의 이론적 근거, 소유구조와 관련한 자율규제기능 등에 대해 상세히 연구하였다. 이하에서는 이 같은 분석의 틀을 KSE에 적용하여, KSE의 주식회사화 필요성에 대한 논거를 제시하고, KSE가 주식회사로 전환시 고려해야 할 사항에 대해 논의를 전개하고자 한다.

결론부터 말하면, 현재 KSE는 IPO를 포함한 실질적 의미의 주식회사로 시급히 전환할 필요가 있다고 판단된다. 이는 KOSDAQ의 경우도 마찬가지다. 구체적인 논거는 이하에서 상세히 논의될 것이다.

KSE를 주식회사화하는 방법으로는 거래소가 자발적으로 추진하고 정부는 환경을 조성해 주는 것이 가장 바람직하다고 판단된다. 그러나 KSE의 임직원간에는 KSE 주식회사화에 대한 일치된 공감대가 정립되어 있는 것 같지 않다. 만일 KSE의 준비가 부족하다면 정부가 최대한 객관적으로 추진 환경을 조성하는 것도 한 방법일 것이다. 그러나 관치금융의 오해 가능성이 있을 수 있으므로 이를 충분히 불식시키면서 주식회사화를 추진하도록 하여야 한다. 이 경우, 거래소의 준 공공적 특성에서 비롯되는 일정 측면을 제외하고는 여타 영리목적의 주식회사처럼 KSE가 경영의 자율성과 주식회사로서의 이점을 최대한 향유할 수 있도록 하여야 한다.

이하에서는 KSE 주식회사화의 시급성에 대한 본 보고서의 정책제언

에 대한 논리와 도출과정을 서술하고자 한다.

### 나. KSE 주식회사화에 대한 논거

거래소 주식회사화의 “일반적” 논리는 본 보고서의 “핵심 사항”으로서 II장~IV장에 걸쳐서 자세하게 연구·논의하였다. 본 항에서는 먼저 일반적 논리를 간단히 정리한 후, 이를 다시 KSE에 적용하여 위에서 제시한 정책제언이 어떠한 논리에 의해 도출되었지를 기술하고자 한다.

#### 1) 거래소 주식회사화의 핵심 동인(기저 및 촉매 요인)과 기타 요인<sup>74)</sup>

가) 기저 요인: 거래자동화와 이에 따른 거래소와 회원간의 유인구조 변화 및 이해상충 발생

본 보고서 II장~IV장의 연구 결과, “일반적으로” 거래소가 주식회사화로 전환하는데 있어서 가장 큰 바탕을 이루는 요인은 “거래자동화와 이로 인해 거래소와 소유주인 회원간의 유인구조가 변화하고 이해상충 문제가 발생한다”는 점이다. 거래소는 거래 기술 및 메커니즘의 혁신을 통해 경제적 가치를 증대시키고, 자동화된 경쟁매매 메커니즘을 이용하여 중개기관의 개입이 덜 요구되는 거래를 수행하고, 투자자와 발행기업 중심의 거래소 경영을 수행하려는 유인을 갖는다. 보다 구체적으로 거래소는 중개기관(회원)이 덜 필요한 거래구조 및 향후 궁극적으로 외국인이나 기관투자자들이 직접접속이 가능한 거래구조의 구축과 타 거래소와의 원활한 합병 등을 통해 자신의 가치를 증대시키고자 한다. 결국 거래소는 자신의 가치증대를 위해 발행기업과 투자자의 이익을 증대시키

74) 포괄적 이해를 위해 <그림 II-1>을 다시 한 번 참고하기 바란다.

려는 유인을 갖게 된다.

이에 반해 거래소 소유주인 회원은 비록 거래소의 가치가 증가하여 회원 자신의 몫도 증가한다 하더라도 이 증가분이 중개 이익의 감소분보다 작다면 거래소의 기술혁신을 저지하는 의사결정을 할 것이다. 이러한 회원의 이익은 발행기업과 투자자들의 이익과 상반되고, 궁극적으로는 거래소의 이익과 상치될 가능성이 높다.

따라서 거래자동화에 따른 거래소와 회원간의 유인구조 변화, 경제발전에 따른 자본시장의 성숙, 자본시장과 관련한 효율적 거래소의 역할 증대 등의 이유로, 거래소는 자신의 발전 전략을 추구하는데 있어서 이해관계를 달리하는 소유주인 중개기관(회원)들의 통제를 벗어나는데 도움이 되는 소유구조를 채택하고자 한다. 이 소유구조가 바로 상업적 베이스의 주식회사제인 것이다.

나) 촉매 요인: 거래소가 직면한 (잠재적 또는 실제) 경쟁의 정도 및 거래소 회원의 이질성 심화 정도

앞에서 설명한 기저 요인 측면에서 거래소 주식회사화의 타당성이 아무리 명백하다 할지라도, 거래소의 자발적 추진으로 연결되는 것은 아니다. 즉, 실제로 거래소의 소유주인 회원의 이익과 합치되지 않으면 거래소가 자발적으로 주식회사화를 추진하는 것을 기대하기는 매우 어렵다. 이러한 이해상충 갈등이 존재하는 상황 하에서 세계 주요 증권거래소의 회원들이 “자발적으로” 거래소 주식회사화에 동의하지 않을 수 없었던 촉매 요인으로는 거래소 비즈니스를 둘러싼 경쟁의 심화와 거래소 회원간의 이질성 심화 정도를 들 수 있다.

먼저 경쟁의 정도를 살펴보자. 대내외적으로 직면한 잠재적 또는 실질적 경쟁이 치열하면 할수록<sup>75)</sup> 거래소는 자신의 경쟁력을 유지 또는

증진시키기 위하여 거래소 본연의 기능인 유동성 확보를 통한 가격발견의 효율성을 제고하고자 한다. 이러한 상황 하에서 회원들이 자신의 중개권만을 보호하기 위해, 시장의 경쟁력을 저하시키는 조직구조를 유지하는 것은 그 정당성을 갖기가 어렵다.

다음으로 회원간 이질성의 심화 정도를 살펴보자. 최근 들어 세계 주요 증권거래소의 회원들 사이에서는 그 동안 수행해 온 전통적인 중개 기능에 중점을 두는 회원과 투자은행 또는 국제업무에 중점을 두는 회원(외국회원 포함) 등으로 급격히 이질화가 진전되고 있다. 이 경우 후자는 전자에 비해 회원제를 고집하여야 할 유인이 적게 된다. 후자에게는 오히려 그 지역에서 자신들의 중개서비스를 유지하기를 원하는 지역 중개기관들이 방해가 될 뿐이다. 따라서 이들은 지역중개기관들에 대한 전략적 통제력을 증가시키기 위한 지분확보를 원하게 된다. 이 경우 1회원당 1표만을 행사하는 회원제보다 주식보유수에 따라 1주당 1표를 행사하는 주식회사가 더 적절하다고 판단할 수 있다. 특히 투자은행 또는 이를 지향하는 회원들의 주요 고객층은 거래소 비즈니스의 세 축 중 투자자와 발행기업이지 주식 중개기관은 아니다. 결국 이러한 회원들은 거래소가 중개기관의 이익에 봉사하는 것보다 투자자와 발행기업의 이익에 봉사하는 것을 선호하게 되며, 거래소 주식회사화에 대해 보다 적극적 입장을 취하게 된다.

거래소 주식회사화에 대한 일반적 기저 요인은 “거래자동화에 따른 거래소와 회원의 유인구조 변화 및 이해상충 발생”이다. 그리고 거래소가 자발적으로 주식회사화를 추진하는데 영향을 미치는 촉매 요인으로서는 “거래소가 직면한 (잠재적 또는 실제) 경쟁 심화”, “거래소 회원의 이질성 심화”를 들 수 있다. 이같은 거래소 주식회사화의 핵심 동인인

75) 세계 주요 국가는 미국 정도를 제외하고 대개 1국 1거래소 체제를 가지고 있다. 따라서 대내적인 경쟁보다는 교차상장 및 원격지 회원제 등을 통한 대외적인 경쟁이 거래소 비즈니스에 훨씬 크게 영향을 미친다고 볼 수 있다.

기저 요인과 촉매 요인 외에 주식회사화가 필요한 이유로는 첫째, 현·선물 거래소 및 거래 관련기관간의 시장 통합 필요성, 둘째, 거래소간 연계와 제휴의 용이성 추구, 셋째, 자금조달의 용이성 추구, 넷째, 경영자 및 종업원 의식수준의 변화 필요성, 다섯째, 의사결정의 합목적성 증대, 여섯째, 거래소 가치평가 및 거래소 투자자(주주)에게 유동성 제공 등을 들 수 있다.

## 2) 주식회사화와 관련한 KSE의 현황과 요인별 비교 분석

<표 VI-1>은 거래소 주식회사화의 “일반적” 핵심 동인(기저 및 촉매 요인)과 기타 요인을 KSE 현황과 비교분석하여 요약한 것이다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

### 가) 기저 요인: 거래자동화에 따른 거래소와 회원간의 유인구조 변화 및 이해상충 발생

KSE 설립 당시 우리나라 증권시장의 발전 정도는 초기 단계였기 때문에 대부분의 국민들은 주식회사에 대한 이해가 매우 낮은 수준이었고 중개기관인 증권회사와 같은 증권시장 인프라도 제대로 갖추어 있지 않은 상태였다. 당시 KSE는 증권거래법에 의해 주식회사제를 채택하였으나, 준 공공적 성격의 서비스를 제공하는 거래소를 당시 사회적으로 익숙하지 않은 주식회사제로 운영하는 것에 대한 경험 부족과 제도상의 미비 등으로 곧바로 공영제로 전환되었다. 물론 거래는 “입회장”에서 이루어졌다. 공영제 실시로 결국 KSE는 초기부터 정부가 실질적으로 영향력을 행사하는 구조(effectively state-controlled institution)를 가지게 되었고, 이러한 영향력은 “회원제”인 현재까지도 어느 정도 발휘되고 있는 상태이다. 설립 당시 KSE는 한국경제의 미성숙, 거래자동화 및 인프라가

미발달된 한국증권시장을 정착화·발전시키려는 정부의 의지 등으로 인해 참여자인 증권회사, 발행기업 및 투자자간의 이해상충 여지는 거의 없었다고 볼 수 있다. 오히려 거래소인 KSE가 성장하기 위해서는 증권회사(회원)의 발전이 수반되어야 하였으므로 거래소와 회원은 상호 유인이 합치(incentive compatibility)되는 구조를 가졌다.

거래방식은 1975년 포스트매매제도의 도입 이후, 1988년 전산매매의 병행을 거쳐 1997년 9월부터 전 종목을 전산 시스템으로 매매함으로써 그 동안의 입회장 거래에서 탈피하여 “거래자동화를 이룩한 상태”이다. 그러나 비록 KSE가 외국거래소에 비해 상대적으로 일찍 거래소 주식회사화 기저 요인의 한 부분인 거래자동화를 달성하였지만, 아직도 거래소 주식회사화에 대한 자발적인 시도를 하지 않은 것은 다음 두 가지로 이해할 수 있을 것이다: 첫째, KSE에서는 거래자동화로 인한 거래소 소유주인 회원과 거래소간의 유인구조의 변화와 이해상충 문제가 아직까지 수면위로 드러나지 않은 상태인 것 같다. 둘째, 거래소 서비스 수요자이며 향후 거래소 비즈니스의 가장 중요한 두 축인 투자자와 발행기업에 대한 고려가 아직은 부족한 상태인 듯하다.

#### 나) 촉매 요인

##### (1) 거래소가 직면한 (잠재적 또는 실질적) 경쟁의 정도

법적인 독점 거래소로서의 KSE는 1996년 KOSDAQ이 설립되기 전까지만 해도 국내 경쟁적 요소가 전혀 없었던 상태였으나, 벤처기업 육성 차원에서 설립된 KOSDAQ이 하나의 시장으로서 등장하면서 제한된 형태의 국내경쟁이 발생하게 되었다. 즉, KSE와 KOSDAQ에 상장·등록되는 (발행)기업의 특성이 다르기 때문에 상장·등록 요건을 모두 충족시킬 수 있는 기업을 대상으로 하는 경쟁적 요소가 발생하였으나, 현재까

지도 그 범위는 매우 제한적이다.

원주를 통한 KSE 또는 외국증권시장에 상장된 기업의 교차상장이 전무하여 국외경쟁의 정도가 매우 미약한 상태이다. 단지, 최근 일부 국내 기업을 중심으로 일본, 북미, 나아가 유럽의 우수한 증권거래소에 원주 교차상장을 시도하려는 움직임이 일어나고 있을 뿐이다. 그동안 한국 기업의 해외 직접금융을 통한 자금조달은 Euro채를 중심으로 한 회사채 발행과 일부 예탁증서(Depository Receipt: DR) 상장을 중심으로 이루어졌고, 이러한 DR을 통한 외국증권거래소 상장도 미국시장에 편중되어 있는 상태이다. 최근 교차상장과 관련하여 법적인 환경은 어느 정도 개선되었으나, DR 형태가 아닌 원주 형태로 국내기업(해외기업)의 외국(국내)증권거래소에의 교차상장(또는 동시상장)은 아직 선례가 없는 실정이다. 1997~1998년 외환위기 이후 최근 수년간 기업의 해외증권발행 요건과 절차가 완화되고 DR과 원주의 상호전환이 허용되어 시장원리를 통한 자율적인 해외증권발행이 이루어지고 있으나, 해외증권발행 규모는 아직도 거래소간의 경쟁을 논할 단계만큼 크지 않은 상태이다.

결론적으로, 한국의 경우 증권거래법상 유사시설의 개설이 금지(증권거래법 76조)되어 있는 등, KSE가 직접적 경쟁에 노출되어 있지 않기 때문에 제한된 형태의 국내경쟁만 발생하고 있으며 실질적 국외경쟁은 아직 매우 낮은 단계이다. 따라서 거래소 효율화에 대한 철저한 추구와 투자자 및 발행기업으로 비즈니스 축을 이동하는 것에 대한 고려가 낮을 수밖에 없는 구조인 듯하다. 그러나 교차상장(또는 동시상장), 특히 국내기업 원주의 외국증권거래소 교차상장의 가능성은 항상 잠재하고 있고, 일단 교차상장이 성사되기 시작하면 급격히 이루어질 것으로 예상되고 있기 때문에 경쟁은 생각보다 빠른 시일 내에 가시화될 수도 있을 것이다.

## (2) 거래소 회원의 이질성 심화 정도

KSE 회원인 증권회사의 경우 전체 영업수익에서 위탁매매수수료가 차지하는 비중을 살펴보면, 수익증권 판매수수료수익이 절대적 비중을 차지하는 신설·전환사를 제외하고, 대형, 중소형, 외국계 공히 50%를 상회할 정도로 매우 크다.<sup>76)</sup> 그러나 이러한 비중은 점차 감소하고 있는 추세이며 증권회사의 영업은 투자은행업무, 자산관리업무, 위탁매매업무 등으로 분화하고 있는 상태이다.

향후 대형 선도증권회사의 경우 비록 이들 업무를 종합적으로 수행할 것이지만 투자은행 및 자산관리 업무에 보다 중점을 두는 전략을 시도할 것으로 예상된다. 이 경우 이 회사들의 이익은 주로 발행기업과 투자자 관련 업무로부터 발생하게 되며, 이는 거래자동화 이후 발행기업 및 투자자 중심으로 거래소 운영을 변화시켜야 하는 KSE에 잠재하고 있는 전략과 그 이해를 같이 하게 된다. 이에 반해 중소형 증권회사의 경우 위탁매매업무로 특화하고 있으며, 이러한 추세는 계속될 것으로 보인다. 회원제 구조 하에서 회원간의 이질성이 심화하면 할수록 본 보고서의 III장에서 논의한 바와 같이 주식회사제로의 전환이 거래소의 효율성을 증가시키게 될 것이다[Hart and Moore(1996)].<sup>77)</sup>

결국 KSE는 이제 막 회원사들간의 이질성이 드러나기 시작하는 단계이다. 즉, 한국의 경우 투자은행 및 자산관리 업무에 중점을 두는 선도 증권회사가 이제 막 등장하려 하고 있으며, 이러한 측면에서 볼 때 KSE의 거래소로서의 전략적 포지셔닝 추구에 따른 회원들과의 이해상충 발생은 매우 초기 단계이다. 그러나 이러한 선도증권회사의 출현은 점차

76) 김형태·김근수·오승현·조성훈·한상범·김란영, 2002, 『증권회사 경영전략』, 한국증권연구원, 조사 02-05.

77) 여기서 효율성은 거래소 서비스 1단위당 책정된 가격 대비 비용의 근접한 정도를 의미한다. 자세한 것은 III장을 참조하기 바란다.

주식회사제 거래소의 역할을 옹호하게 될 것이며, KSE의 소유·지배 구조의 변화에도 일정한 역할을 수행할 것으로 판단된다.

<표 VI-1> 일반적인 거래소 주식회사화의 핵심 동인(기저 및 촉매 요인), 기타 요인과 KSE의 현황 비교

	항목	KSE 현황	비교
핵심 동인 (기저 요인)	거래자동화와 이에 따른 거래소와 회원간의 유인구조 변화 및 이해상충 발생	-거래자동화: 세계 주요 거래소에 비해 상대적으로 일찍 자동화 달성 ·따라서, KSE의 소유주인 회원의 이익보다는 발행기업과 투자자의 이익을 중심으로 하려는 KSE의 역할변화의 가능성이 잠재적으로 존재하고 있는 상황임. -거래소 주식회사화에 대한 자발적인 시도는 가시화 되지 않았음.	-일찍 거래자동화 달성 ·거래자동화에 따른 소유주인 회원과 거래소간의 유인구조 변화와 이해상충 문제가 아직 수면위로 드러나지 않은 듯 ·거래소 서비스 수요자인 투자자와 발행기업에 대한 고려 부족함 듯
	(잠재적 또는 실질적) 경쟁 정도	-1997년 KOSDAQ의 등장으로 매우 제한적인 형태의 국내경쟁 발생 -DR 형태가 아닌 원주 형태의 국내(해외)기업의 외국(국내)거래소 교차상장(또는 동시상장)은 아직 선풍이 없음.	-KSE의 국외경쟁은 아직까지 매우 낮은 단계임. ·그러나 교차상장, 특히 국내기업 원주의 외국증권거래소 교차상장 가능성은 항상 잠재되어 있고, 일단 이루어지기 시작하면 급격히 이루어질 것으로 예상됨.
핵심 동인 (촉매 요인)	거래소 회원간의 이질성 여부	-KSE의 회원사인 증권회사들의 전체 영업수익에서 위탁매매수수료가 차지하는 비중은 신설·전환사를 제외하고, 대형, 중소형, 외국계 공히 50%를 상회할 정도로 매우 큼. -그러나 대형 선도증권회사의 경우 투자은행 및 자산관리 업무에 중점을 두는 전략의 추구를, 중소형 증권회사의 경우 위탁매매업무로 특화되는 전략의 추구를 시도하는 중	-KSE 회원사들간의 이질성이 이제 막 드러나기 시작하는 단계임. -KSE의 거래소로서의 전략적 포지셔닝 추구에 따른 회원들과의 이해상충 발생은 매우 초기 단계임.

<표 VI-1> 일반적인 거래소 주식회사화의 핵심 동인(기저 및 촉매 요인), 기타 요인과 KSE의 현황 비교(계속)

	항목	KSE 현황	비교
기타 요인 I	현·선물 거래소 및 관련 기관간의 시장 통합 필요성	-최근 2~3년 동안 한국증권시장을 둘러싼 증권시장 체제 개편 논의는 시장통합의 형태가 어느 정도 윤곽을 잡아가는 단계라 할 수 있음.	-시장통합의 전제 조건으로서 주식회사화의 필요성이 요구되고 있음.
	거래소간 연계와 제휴의 용이성 추구	-현재 8개의 외국증권사와 MOU를 체결하고 있지만 회원제 소유구조 등으로 상호주식보유 등과 같은 주식을 통한 거래소간 전략적 연계는 할 수 없는 상태임.	-KSE가 상호주식보유를 통한 외국거래소와의 연계를 고려할 만큼 전략적 경영의 필요성에 대한 내부적 요구가 있는지는 불확실함.
	자금 조달의 용이성 추구	-상대적으로 일찍 거래자동화를 추구하였기 때문에 Nasdaq, DB 처럼 부족한 자금을 조달하기 위하여 주식회사화와 IPO를 시급히 시도할 유인은 적음.	-그러나 선진국 거래소 수준에 맞게 거래시스템 백업(back-up) 용량을 증설하기 위한 비용 등을 충당하기 위해서는 상당량의 추가적인 자본이 요청됨. · 이를 회원들의 추가적 출자로 충당하는데는 회원간의 이질성이 심화되기 시작한 현시점에서는 어려울 듯함.
	의사결정 합목적성 증대 및 경영자와 종업원의식수준의 변화	-거래소의 시장운영에 대한 자율성이 제고되는데 도움이 된다면 영리 목적의 기업으로 거래소를 운영할 수 있다는 견해도 존재하는 듯함.	-좌동

<표 VI-1> 일반적인 거래소 주식회사화의 핵심 동인(기저 및 촉매 요인), 기타 요인과 KSE의 현황 비교(계속)

	항목	KSE 현황	비교
기타 요인 II	정책당국의 목표 측면 I: KSE 효율성을 통한 한국증권시장의 역할 제고	-KSE 초기에는 공영제 실시로 정부가 실질적으로 거래소에 영향력을 행사하는 구조(effectively state-controlled institution)였음. -이는 회원제로 소유구조가 변경된 현재까지도 상당 부분 그 영향력이 유지되고 있음.	-거래소 주식회사화에 대한 정부의 명확한 정책목표와 객관적이고도 사명감 있는 판단과 의지가 KSE의 주식회사화에 매우 중요한 요인임.
	정책당국의 목표 측면 II: KSE의 실질적 독점성에 대한 부작용 제거	-현재 정회원이 되기 위해서는 약 270억원(특별회원의 경우 30억 연회비)이 소요됨. · 이 비용은 투자자 또는 발행기업으로부터의 수익으로 보전되고 있음. -KSE는 현재 3,000억원 정도의 적립금을 보유 · 이 역시 투자자 또는 발행기업으로부터의 수수료에 기인함.	-물론 여기에 경쟁 요소가 포함되어야 하나, 외국증권거래소의 경우에 비추어 볼 때 주식회사로 전환하면 이러한 부작용의 상당부분이 감소될 가능성이 높음. -시장통합이 된다면 이로 인한 국내독점의 부작용을 방지하기 위하여 교차상장을 장려하는 정책을 수행하여 국외경쟁을 통한 경쟁적 요소를 확보하는 보완책이 수반되어야 할 것임.

다) 기타 요인 I

거래소 주식회사화에 있어서 지금까지 언급한 일반적 핵심 동인인  
기저 요인과 촉매 요인 이외에 본 보고서의 II장에서 논의한 기타 중요  
한 요인을 KSE 현황과 비교하여 살펴보면 다음과 같다.

① 현·선물 거래소 및 거래 관련기관간의 시장 통합 필요성

KSE와 KOSDAQ, 그리고 거래의 표준 사이클(청산, 결제, 예탁 등)에  
관련된 기관들간의 소위 증권시장 체제 개편 논의는 최근 2~3년 동안  
한국증권시장을 둘러싼 가장 중요한 관심사였으며, 이제는 시장통합의  
형태가 어느 정도 윤곽을 잡아가는 단계라 할 수 있을 정도로 그 논의  
가 성숙되어 있다. 따라서 시장통합의 전제조건으로서 현재 회원제인  
KSE의 소유구조를 주식회사로 전환해야 할 필요성이 요구되고 있는 실  
정이다. 이 요인은 HKEx의 경우처럼 KSE 주식회사화의 중요한 촉매 요  
인으로 작용할 것으로 판단된다.

② 거래소간 연계와 제휴의 용이성 추구

KSE는 몇몇 세계 주요 거래소와 MOU<sup>78)</sup>를 체결하고 있지만 아직 회  
원제 소유구조 및 금융실명법상 위탁자 정보 입수의 법적 근거 제한에  
따른 자율규제권한의 한계<sup>79)</sup> 때문에, 상호주식소유 등과 같은 주식을 통

---

78) 2003년 3월 현재 KSE는 ASX, LSE, SGX, TSE, 말레이시아증권거래소  
(KLSE), 시드니선물거래소(SFC), 타이완증권거래소(TSEC) 등 8개 거래소와  
MOU를 체결하고 있다.

79) 증권시장의 세계화 시대를 맞이하여 시장간 연계 및 정보교환이 활발하게  
이루어지고 있으나, 우리나라의 경우 KSE는 물론 금융감독위원회도 해외  
증권감독 및 증권거래소와 정보교환협정을 체결하기가 힘든 상황이다. 예  
를 들어, KSE의 경우 1990년대 중반부터 미국의 NYSE, AMEX를 비롯하

한 거래소간의 전략적 연계는 할 수 없는 상태이다. 또한 KSE가 상호주식소유를 통한 외국증권거래소와의 연계를 고려할 만큼 전략적 경영의 필요성에 대한 내부적 요구가 있는지도 불확실한 상태이다. 따라서 아직까지 이 요인은 KSE의 주식회사화의 주된 요인으로 작용할 것 같지는 않다.

### ③ 자금조달의 용이성 추구

앞에서 언급한 것처럼 KSE는 상대적으로 일찍 거래자동화를 추구하였기 때문에, Nasdaq, DB처럼 부족한 자본을 조달하기 위하여 주식회사화 및 IPO를 시급히 시도해야 할 유인은 부족하다. 그러나 예를 들어 선진국 거래소의 기준에 맞게 거래시스템 백업(back-up) 용량을 증설하기 위해서는 상당한 금액의 추가적인 자본이 요구될 것으로 예상된다. 회원들간의 이질성이 심화되기 시작한 현 시점에서 볼 때, 이를 회원들의 출자로서만 충당하는 데는 어려움이 클 것으로 보인다. 따라서 KSE는 진정한 의미의 주식회사제 소유구조를 통하여 향후 대규모 자본조달 가능성에 대비할 필요가 있다고 판단된다.

### ④ 의사결정의 합목적성 증대 및 경영자와 종업원 의식수준의 변화 필요성

이 항목은 거래소의 전략적 포지셔닝을 거래소가 추진력을 가지고 행할 수 있는지의 여부와 관련이 있다. 현재 외부적으로 드러나 있지는 않지만, KSE 내부에서는 시장운영에 대한 자율성 제고에 도움이 된다면 실질적인 영리 목적의 기업으로 거래소를 운영할 수 있다는 견해도 존재하는 것 같다. 그러나 아직까지 주식회사화에 대한 가시적인 시도가

---

여 세계 주요 증권거래소로부터 감리정보교환협정의 체결을 요청받았으나 금융실명법을 이유로 협정체결을 하지 못하고 있는 실정이다.

없는 것으로 보아 KSE 경영진 및 종업원 사이에 주식회사에 대한 일치된 견해가 정립되어 있지 않은 듯하다.

#### 라) 기타 요인 II

지금까지는 거래소 주식회사화의 “일반적인” 핵심 동인(기저 및 촉매 요인)과 기타 요인을 살펴보았다. 이하에서는 KSE의 주식회사화에 작용하는 다른 요인들에 대해서 살펴본다.

##### ① 정책당국의 목표 I: KSE 효율성 증대를 통한 한국자본시장의 역할 제고

거래소의 본질적 기능인 유동성 확보를 통한 가격발견기능의 효율성을 제고하여, 궁극적으로 투자자와 발행기업에 보다 낮은 거래비용과 자본조달비용을 각각 제공하려는 한국 정책당국의 의지는 KSE 주식회사화의 중요한 요인으로 작용할 것이다. 한국정부는 KSE의 초기부터 공영제를 실시하여 실질적으로 거래소에 영향력을 행사하였는데, 이러한 정부의 영향력은 1988년 회원제로 소유구조가 변경된 이후 현재까지도 상당부분 지속되고 있어 정부의 정책적 판단과 의지가 KSE 주식회사화의 성공에 매우 중요한 요인으로 작용하리라 생각된다. 특히, 앞서서도 언급하였듯이 KSE 경영진 및 종업원들 사이에 주식회사화에 대한 일치된 견해가 정립되어 있지 않은 듯한 현 상황 하에서는 정부의 한국자본시장에 대한 객관적이고 사명감 있는 판단과 의지가 매우 중요할 것으로 사료된다.

② 정책당국의 목표 II: KSE의 실질적 독점성에 대한 부정적 요소의 제거

현재 KSE의 정회원이 되기 위해서는 약 270억원(특별회원의 경우 30억원의 연회비)이 소요되며 이 비용은 투자자 또는 발행기업으로부터의 수익으로 보전되고 있다. 또한 KSE는 현재 약 3,000억원 정도의 적립금을 보유하고 있는데(<표 VI-2> 참조), 이 역시 투자자 또는 발행기업으로부터의 수수료에 기인하고 있다. 이와 같은 상황은 한국증권시장에서 KSE가 실질적으로 누리고 있는 독점으로부터 발생하는 것으로 볼 수 있다.

<표 VI-2> 증권 관련기관별 내부적립금 규모  
(2002. 12. 31. 기준)

단위: 억원

기관	적립금	주수입원
증권거래소	3,095	거래소주식 선물·옵션수수료
증권예탁원	2,585	거래소+코스닥수수료
코스닥증권시장	1,162	코스닥수수료
증권업협회	1,050	거래소+코스닥수수료
증권전산	542	전산정보사용료
증권금융	1,084	예탁금 이용 등
<b>합 계</b>	<b>9,518</b>	

자료: 한겨레신문, 2003. 1. 15.

이를 제거하기 위해서는 경쟁적 요소를 도입하여 시장원리를 적용하는 것도 고려해 볼 필요가 있다. 그러나 시장통합이라는 한국증권시장의 체제 개편은 하나의 시대적 흐름으로 여겨지므로 이러한 독점적 요소를 보완하는 조치가 필요하다고 판단된다. 우선, 외국증권거래소의 경우에 비추어 볼 때, 정부의 보완책이 수반될 경우 KSE를 주식회사로 전환하

면 이러한 부정적 요소의 상당 부분이 해소될 가능성이 높다. 시장통합의 전제 조건으로서 KSE의 주식회사화를 추구할 경우, 이로 인한 국내 독점의 부정적 요소를 방지하기 위하여 교차상장을 장려하는 정책을 수행하여 국외경쟁을 통한 경쟁적 요소를 확보하는 것이 하나의 방법일 수 있을 것이다.

#### 4) 정책제언 도출

첫째, KSE는 본 보고서에서 논구한 거래소 주식회사화의 “일반적인” 핵심 동인 중의 하나인 기저 요인의 한 축인 거래자동화를 이미 달성한 상태이다. 따라서, 본 보고서 II장의 연구 논리로 생각하면 일반적으로 한국에서도 거래소와 소유주인 회원간의 유인구조의 변화 및 이해상충 문제가 발생하여야 하나, 현재 KSE는 이러한 상황이 수면위로 드러나 있지 않은 상태이다. 아직까지 KSE는 주식회사화에 대한 가시적인 시도가 없다. 이는 향후 거래소 비즈니스의 가장 중요한 두 축인 투자자와 발행기업에 대한 KSE의 고려가 아직 부족하다는 하나의 반증이다. 따라서 유동성 확충에 따른 가격발견의 효율성 달성이라는 거래소의 본질적 기능 측면에서 볼 때, 투자자 및 발행기업의 이익 중심으로 전략적 포지셔닝을 갖는다는 것이 거래소의 경영전략상 매우 중요한 사항임에도 불구하고, 현재의 KSE 소유·지배 구조 하에서는 아직 무리인 것처럼 보인다.

그러나 정책당국자의 입장에서 보면 KSE를 포함한 한국증권시장과 한국자본시장의 효율성 및 역할 제고라는 정책적 측면에서의 접근은 매우 중요하다. 정책당국자의 입장에서 거래자동화를 이룩한 KSE가 소유주인 회원의 통제에서 벗어나 유동성 확충을 통한 효율적 가격발견의 달성이라는 거래소의 본질적 기능을 전략적으로 추구하여야 한다. 그 결과, 투자자와 발행기업에 각각 저렴한 거래비용 및 자본조달비용을 제공

하여 한국자본시장의 본질적 기능을 효율적으로 달성할 수 있어야 한다. 이를 위해서는 KSE가 투자자 및 발행기업 중심의 조직으로 운영되어야 한다. 그럼에도 불구하고 만일 회원의 이익에 발목이 잡혀있으면 결국, 투자자 및 발행기업에 저렴한 거래비용 및 자본조달비용의 제공이라는 자본시장의 본질적 기능을 효과적으로 수행할 수 없게 되기 때문이다. 따라서 정부의 정책적 목표의식과 객관적 의지는 KSE 주식회사화의 매우 중요한 요인이다.

둘째, KSE의 경우 KOSDAQ이라는 매우 제한된 국내경쟁자가 존재하고 있으며 아직까지 국외경쟁도 매우 낮은 수준이다. 또한 거래소 회원간의 이질성은 이제 막 드러나기 시작한 실정이다. 이렇듯 본 보고서에서 논구한 거래소 주식회사화의 “일반적인” 핵심 동인 중의 하나인 촉매 요인은 KSE 주식회사화의 경우 그다지 작동되고 있지 못한 상태이다. 따라서 거래소 경영진이 거래소 비즈니스의 수요자인 투자자 및 발행기업의 이익을 중심으로 한 조직 개편을 스스로 추구할 유인은 적다고 생각된다. 하지만 KSE(또는 한국증권시장)를 둘러싼 잠재적 경쟁은 향후 심화될 가능성이 존재하고 있기 때문에 KSE의 주식회사로의 전환에 기저 요인보다는 촉매 요인이 “현실적인 측면에서” 보다 중요하게 작용할 가능성이 높다. 이 대목에서도 앞서와 마찬가지로 KSE가 한국 자본시장에서 차지하는 역할을 고려해 볼 때 정부의 명확한 정책적 목표의식과 객관적 의지가 매우 중요하다고 판단된다.

셋째, 거래소 주식회사화의 핵심 동인인 기저 및 촉매 요인 이외의 기타 요인을 살펴보면, 시장통합의 전제조건으로 거래소를 주식회사화하는 것은 KSE(또는 한국증권시장)에서 중요한 요인으로 작용할 것으로 보인다. 그리고 시급한 것은 아니지만 선진국 거래소의 기준에 맞는 거래시스템 백업 용량을 증설하기 위한 자금조달 필요성도 일정부분 요인으로 작용하리라 판단된다. 그러나 이외의 기타 요인은 KSE(또는 한국증권시장)의 주식회사화에 그다지 주요한 요인은 아닌 듯 하다.

넷째, 한국증권시장의 체제를 개편할 경우, 현재 실질적으로 독점적 지위에 있는 KSE의 국내 독점성은 더욱 강화될 것이고, 투자자 및 발행 기업이 보전하고 있는 높은 수준의 회원비 및 적립금으로 거래소 서비스의 수요자에 대한 고려는 개선되지 않을 가능성이 높다. 이때 정부의 정책적 판단의 중요성을 논할 수 있다. 왜냐하면 한국증권시장의 체제를 개편하는 문제는 정부의 거시적 정책 판단에 해당되기 때문이다. 외국증권거래소들의 예를 살펴보면 해당 정부의 정책적 보완을 수반한 거래소 주식회사화로 상기의 우려가 상당 부분 불식되는 것을 알 수 있다. KSE의 현실에 맞춘 하나의 예로써 국내독점의 부정적 요소를 방지하기 위하여 교차상장을 장려하는 정책을 수행하여 국외경쟁을 통한 경쟁적 요소를 확보하는 것 등을 들 수 있다.

이상을 종합해 보면, KSE 주식회사화의 기본방향은 KSE가 자발적으로 주식회사화를 추구하고 정부가 환경조성을 해주는 것이 가장 바람직할 것이다. 그러나, 만일 KSE의 준비가 부족하다면 정부가 최대한 객관적으로 추진 환경을 선도하여야 할 필요성이 있다. 물론 이 경우 관치금융의 오해가 없도록 정부는 투명한 정책목표와 객관적이고도 투철한 사명의식을 가지고 수행하여야 할 것이다.

## 2. 주식회사로 전환시 고려해야 할 사항

### 가. 주식회사로 전환시 지분의 확정 및 배분

#### 1) 회원권 및 주식가치의 일반적 평가방법

거래소를 회원제에서 주식회사제로 전환할 경우 일반적으로 행해지는 회원권 및 주식가치의 평가방법은 다음과 같다:<sup>80)</sup> ① 회원권에 대한 수요와 공급에 기초한 “희소성 가치 평가방법(scarcity value)”, ② 거래

소의 자산과 기금 등을 기초로 가치를 평가하는 방법, ③ 사업계획으로부터 수익성을 파악하여 현금흐름 등으로 평가하는 방법 등이다. 이 중에서도 회소성 가치에 의한 평가방법이 다른 방법에 비해 보다 많이 사용되고 있지만, 각 거래소가 처한 상황에 따라 그 방법은 달라진다. 예를 들어, SGX의 경우에는 회소성 가치에 의한 평가방법을 따랐고, 최근 주식회사제로 전환할 것을 선언한 TSE의 경우에는 (재무제표를 중심으로 한 평가가 아닌) TSE 사업계획으로부터 수익성을 파악하여 현금흐름을 중심으로 한 평가방법을 사용하였다.<sup>81)</sup> 이하에서는 KSE를 주식회사제로 전환할 경우 적정 자본금 규모의 추정 방향에 대해서 살펴본다.

## 2) 주식회사로 전환시 KSE 적정 자본금(지분) 규모의 추정 방향<sup>82)</sup>

KSE를 실제로 주식회사화할 경우, 기존 회원들의 회원권이나 지분에 대한 가치평가와 병행하여 주식회사제로 전환될 KSE의 적정 자본금에 대한 추정이 필요하다. 물론 일반적으로 거래소가 주식회사화할 경우에도 거래소라는 준 공공적 서비스를 제공하는 회사의 자본금이 가지는 기능은, 주식회사 형태의 일반기업이나 금융회사에서와 크게 다르지 않다. 기본적으로 거래소의 자본금은 ① 거래소가 당면하고 있는 위험을 흡수하는 완충적 작용으로써의 기능과 ② IT 및 증권거래를 위한 인프라 구축에 소요되는 대규모 자금을 제공하는 기능이라는 두 가지 경제적 역할을 수행한다. 그러나 거래소는 한 나라의 자본시장을 구성하는 가장 중요한 조직 중의 하나이기 때문에, 주식회사화될 거래소의 자본금 규모는 해당 국가의 경제규모, 잠재적 주식거래량, 그리고 잠재적 상장

80) Singapore Exchange, 1999, *Report of the Committee on Governance of the Exchanges*.

81) 구체적 평가방법의 적용은 후속 연구("거래소 IPO")에서 살펴볼 예정이다.

82) KOSDAQ이 실질적인 주식회사로 전환할 경우에도 KSE와 유사한 가치평가 방법을 사용할 수 있을 것이다.

기업의 수 등과도 밀접한 관련을 가지게 된다. 따라서, 주식회사제로 소유구조를 전환할 경우 KSE도 먼저 이러한 요소들을 충분히 고려한 후 자본금의 적정 규모를 추정하여 확정하고, 기존 회원사들의 회원권이나 지분에 대한 가치평가와 (필요한 경우) 공익기금의 규모 등을 산정해야 될 것으로 보인다.

이상의 논의를 보다 구체적으로 살펴보자.<sup>83)</sup> 첫째, 거래소 위험의 흡수 기능에 근거한 KSE 자본금 규모의 추정을 위해서는 거래소 위험에 대한 정의가 먼저 필요하다. 본 보고서에서는 거래소 이익(earnings)의 변동성을 거래소가 당면하는 가장 큰 위험으로 보았다. 거래소의 이익은 크게 상장수수료, 거래수수료, 서비스수수료 및 기타 수수료로 분류될 수 있다. 거래수수료에는 장내파생상품거래가 이루어지고 있는 경우 주식거래수수료뿐만 아니라 이들 파생상품거래수수료까지 포함되며, 기타 수수료는 상장회사 및 거래 관련정보 판매 등으로 얻는 수입이 포함된다. 세계 대부분의 거래소들은 수수료 수입의 많은 부분을 거래수수료에 의존하고 있는데, 거래수수료를 통한 수입은 시황과 밀접한 관계를 맺고 있어 그 불확실성의 정도가 매우 높다. 즉, 거래소들은 상대적으로 불확실성이 높은 수익구조를 내생적으로 갖고 있음으로 해서, 자연스럽게 거래소 위험을 측정하는 변수로 거래소 이익의 변동성을 상정할 수 있게 된다. 따라서, KSE가 당면하고 있는 위험을 흡수하는 완충적 작용으로 기능하는 KSE의 자본금 규모는 이미 주식회사제로 전환한 세계 주요 거래소들의 이익 변동성과 자본규모와의 상관관계를 통해 어느 정도 가늠해 볼 수 있을 것이다.

둘째, KSE의 IT 인프라 투자에 근거한 KSE의 적정 자본 규모의 추정이 필요하다. 앞서서도 언급하였듯이 일반적으로 거래소는 IT 및 증권

83) 본 보고서는 적정 자본금의 추정 방향에 대해서만 논의하고, 데이터 분석을 통한 적정 자본금의 추정은 추후에 연구될 보고서(거래소 IPO)에서 구체적으로 다루고자 한다.

거래를 위한 인프라 구축에 소요되는 대규모 자금을 자본금 증액을 통하여 조달한다. 따라서 주식회사화될 거래소의 IT 투자 규모와 자본금 규모와의 관계를 파악하는 것이 매우 중요하다. 이를 KSE의 적정 자본금 추정에 적용하기 위해서는 이미 주식회사로 전환한 세계 주요 거래소들의 비용분석을 통해 총비용 중 IT 인프라 투자비용을 구하고, 이를 해당 거래소의 시가총액(market capitalization)으로 조정된 자본으로 나눈 비율을 KSE와 비교하는 작업이 이루어져야 할 것이다.

셋째, 한국경제 규모와 KSE의 가치<sup>84)</sup>에 근거하여 KSE의 자본금 규모를 추정할 필요가 있다. 이를 위해서 이미 주식회사화된 세계 주요 거래소들의 시가총액조정자본(market-capitalization-adjusted capital)을 1인당 GDP(per capita GDP)로 나눈 비율, 또는 일평균 거래량으로 조정된 거래소자본과 1인당 GDP(per capita GDP)와의 비율 추정을 통하여 KSE의 한국경제 규모대비 필요 자본의 크기를 가늠해 볼 수 있을 것이다.<sup>85)</sup> 또한 보조 지표로써, 이미 거래소 주식을 상장한 세계 주요 거래소들의 시가총액이 해당 거래소에 상장된 모든 기업의 시가총액에서 차지하는 비중과 각 국 거래소의 순자산가치 대비 자본비율 등도 KSE의 거래소 적정자본을 구하는데 요긴한 참조 자료로 사용될 수 있으리라 생각된다.

### 3) 주식분배 방법

본 보고서는 KSE의 IPO 바로 전 단계의 주식회사화를 논의하고 있

84) 여기서 “가치”란 앞에서 논의한 희소성 가치(scarcity value), 자산과 기금 등의 가치, 수익성에 기초한 현금흐름 가치 등을 의미한다.

85) 이미 주식회사화된 거래소의 자본금 규모가 자국의 경제규모와 비교하여 비교적 “적정”하다는 전제가 필요하다. 세계 주요 거래소의 자본금 및 거래량 규모에 대한 분석은 Hasan and Malkamäki(2001), Hasan, Malkamäki, Schmiedel(2002) 등이 수행한 바 있다.

기 때문에, 향후 거래소가 IPO를 할 경우에 대한 논의는 여기에서 다루지 않는다.<sup>86)</sup> KSE를 주식회사로 전환할 경우의 주식분배 방법은 KSE가 가진 법률적 독점성으로 인해 KSE가 적립한 지금까지의 경제적 렌트(economic rent)가 “KSE의 회원에게만 귀속되느냐”, 아니면 “거래참여자에게도 귀속되어야 하느냐, 거래참여자에게도 귀속될 수 있다면 누구까지 포함해야 하느냐”에 따라 결정된다.

첫째, 기존의 KSE 회원에게만 주식을 분배하는 방법을 생각할 수 있다. 이는 현행 법리를 엄격하게 적용할 경우에 해당될 수 있는 분배방법일 것이다. 그러나 이 방법은 증권거래법의 유사시설개설금지 조항에 의한 KSE의 사실상 독점에 따른 경제적 렌트에 대한 귀속문제가 사회적인 이슈로 크게 부각될 가능성이 높다.

둘째, 경제적 논의는 회원뿐만 아니라 거래참여자에게도 KSE의 독점성에 따른 경제적 렌트를 귀속시키는 방법을 통해 해결할 수 있다. 그러나, 현행 증권거래법과 거래소 정관상 회원이 100% 지분을 소유하게 되어 있어서 아무리 주식회사제로 소유구조 형태가 바뀌더라도 지분(또는 소유)비율이 변경되지 않기 때문에, 법리적 측면에서 문제 발생의 소지가 있다. 이 방법은 공익기금의 확보 여부에 따라 다시 두 가지 방법으로 세분될 수 있다.

먼저, 공익기금을 확보하지 않을 경우이다. 이 경우에는 KSE 회원 이외의 기관투자자 등을 포함시킴으로써, 기존의 회원에게 할당하는 지분이 KSE 전체 지분 중에서 일정 비율을 초과하지 않도록 하는 것을 고려하는 방법이다. 이는 한국증권시장의 장기적인 발전을 위하여 전략적 투자자(strategic investor)들의 시장참여를 확대하고, 주식분배를 다양하게 함으로써 거래소가 건전한 주식회사로 성장하도록 유도하기 위해서이다.<sup>87)</sup> 여기서 전략적 투자자라 함은 한국증권시장의 장기적 성장에 관심을

86) 본 보고서의 후속 보고서로 예정중인 “거래소 IPO”에서 다룰 예정이다.

87) 향후 KSE가 IPO를 행할 경우에도 현재의 회원인 증권회사들의 전체 지분

갖고 있는 투자자를 의미한다. 예를 들어 SGX는 기존 SES 및 SIMEX의 회원과 주주에게 SGX 지분의 28%를 분배하였으며, 스톡홀름증권거래소(SSE)는 기존의 회원 및 발행회사에게 각각 동일 지분을 할당하였다.

다음으로 공익기금을 확보할 경우이다. 회원, 기관투자자 및 공익기금 등에 주식회사화된 KSE의 지분을 할당하면 한국증권시장의 발전에 공헌해 온 모든 계층의 거래참여자에게 그동안 KSE가 획득한 독점적 렌트를 공정하게 분배하는 결과를 가져올 것이다. 이에 대해서는 다음의 4)를 참고하기 바란다.

#### 4) 특별공익기금 조성 여부

앞에서 논의한 법리적 문제를 논외로 한다면, KSE를 주식회사제로 전환할 경우 전체의 지분 중에서 회원(또는 기관투자자) 이외에 한국증권시장 발전 및 역량 강화를 위한 “특별공익기금(special purpose fund)”을 따로 적립하는 방안을 고려할 필요가 있다. 이는 거래소가 비록 회원제로 운영되고 있지만 그동안 증권거래법의 보호를 받아 독점적인 지위를 유지할 수 있었고, 이로 인한 경제적 렌트가 KSE의 가치에 포함되어 있기 때문이다. 특별공익기금은 정부와 주식회사제 KSE와는 완전히 독립적인 위치에 있는 위원회에 의해서 운영되어야 하며, 특별공익기금에 속하는 주식은 무의결권 주식이어야 한다. 이 자금은 대외적으로 심화되고 있는 증권시장간 경쟁에 대처하고, 또한 새로운 사업기회를 포착하고자 하는 증권산업 전체의 발전을 위한 공동의 노력을 경주하는데 사용되어야 한다. 이에 대해서는 추후 심도 있는 연구가 필요할 것이다. 참고로 싱가포르의 거래소를 주식회사로 전환하면서 특별공익기금을 조성하였다. 싱가포르의 경우 초기에는 특별공익기금을 주식 형태로 보

---

이 일정비율 이상 또는 이하가 되지 않도록 제한하는 것이 바람직한 것 같다. 이는 한국증권시장의 장기적 성장에 관심을 갖고 있는 투자자들을 주주로서 참여하게 하는 것이 필요하기 때문이다.

유하다가, 일정 기간 후에 사모(private placement)를 통하여 일부 현금화하였다(자세한 것은 <부록 I>을 참고하기 바란다).

KSE를 주식회사로 전환하면서 공익기금을 설정하여 주식을 분배할 경우, 거래소의 법적 소유주인 회원들이 자신들에게 할당되는 지분의 몫이 작아지는 것에 대한 불만 또는 반발이 예상된다. 이러한 사회적 충동을 최소화하기 위한 조치를 강구하는 것이 필요하다. SGX가 채택한 방법처럼 KSE가 IPO를 시행할 때 KSE 주식의 가치 상승이 높게 실현될 수 있도록 KSE의 주식회사화를 진행시키는 것이 하나의 방법일 수도 있을 것이다. 그러나 이 방법을 채택할 경우 IPO 자금의 외부유출에 따른 상법상 자본충실의 원칙의 위배 등과 같은 문제점이 발생할 소지가 있어 면밀한 논의가 이루어져야 할 것이다.

## 5) IPO 시기

ASX를 제외한 세계 대부분의 거래소는 주식회사 전환 후에 IPO(또는 상장)까지 시차를 두는 것을 원칙으로 하고 있다. 이는 주식회사화라는 변화에 거래소가 안정적으로 적응하기 위한 것이다. 그러나 주식회사의 근본 취지인 시장유동성 확보를 통한 효율적 가격기능 제고 측면에서 볼 때 너무 긴 시차를 두는 것은 바람직하지 않다. 예를 들어 HKEx, SGX, SSE는 각각 3개월, 1년, 1년 이내의 시간이 소요되었으며, Nasdaq은 1년 정도로 예정하였으나 시황이 너무 좋지 않아 연기하고 있는 상태이다. 또한 주식회사로의 전환 이후 IPO(또는 상장)까지의 주식양도에 대해서는 이사회가 승인을 받도록 제한하여 문제발생의 소지를 사전에 제거하도록 하여야 한다. 이상의 논의를 종합해 볼 때, KSE의 주식회사화 이후 1년 이내에 IPO를 행하는 것이 바람직하다고 판단된다.

### 나. 주식회사제 전환을 위한 법적 환경 개선

증권거래법 6장 한국증권거래소 전문은 회원제를 근간으로 하여 KSE를 규정하고 있다(증권거래법 71조 2항에 거래소는 “회원조직으로서의 법인으로 한다”라고 명시적으로 규정되어 있음). 따라서 한국증권시장에 주식회사제 거래소를 허용하기 위해서는 ① 증권거래법 6장의 전 조문을 일일이 수정하거나, ② 증권거래법에 회원제와 주식회사제 거래소별로 각각의 조문을 신설해야 할 것이다.<sup>88)</sup>

먼저 KSE를 주식회사로 전환할 경우 증권거래법 6장 한국증권거래소의 “설립”과 “지배구조” 및 “자율규제” 등 전 조문이 “회원제 조직”을 전제로 일관성있게 기술되어 있기 때문에 증권거래법을 조문별로 수정하는 것은 상당히 복잡한 작업이라고 생각한다. 따라서 이보다는 일본증권거래법이 채택한 방식처럼 주식회사제 거래소를 위한 별도의 조문을 신설하는 것이 바람직한 듯하다.

### 다. 자율규제기능의 조정 여부

본 보고서의 IV장에서 논의한 결과에 따르면 자율규제기능을 수행하는데 있어서 영리 목적 주식회사제(FP)는 기능별, 그리고 경제학적 측면에서 공히 회원제에 비해서 결코 비효율적이지 않다. 먼저 기능별 측면에서 볼 때, 거래감시 및 투자자에 대한 서비스 측면에서는 FP 거래소가 회원제 거래소보다 더 훌륭한 서비스를 제공한다. 상장<sup>89)</sup> 및 공시,

88) KSE 주식회사화와 관련하여 법적 환경 개선에 대해 많은 조언을 해주신 한국증권연구원의 정윤모 연구위원, 증권업협회의 안수현 박사께 고마움을 전한다.

89) 본 보고서에서 거래소 자율규제기능으로서의 상장기능이란 “특정 거래소가 아닌, 한 나라의 어떠한 거래소(복수여도 무방함)에도 상장될 수 있는 자격에

회원사 감리의 경우에는 FP 거래소와 회원제 거래소는 서로 비슷한 질적 서비스를 제공한다. 단지, 회원사 감리의 경우 업무영역에서 거래소와 중복되는 상장기업에게는 회원제 거래소가 유리하다.

다음으로 경제학적 측면의 경우에서도, 자율규제기능을 수행하는데 있어서 FP 거래소가 회원제 거래소에 비해 비효율적이라는 가설은 그 근거가 미약하다. 경제학의 기업이론에 따르면, 기업의 산출물이 관찰 불가능하거나 계약 불가능한 경우 회원제와 같은 low-powered 유인구조가 주식회사제와 같은 high-powered 유인구조보다 질적 수준이 높은 산출물을 제공한다. 하지만 이러한 논리는 거래소 비즈니스의 산출물인 자율규제 서비스 수준의 관찰 및 계약 가능성으로 인해 거래소 소유구조에는 적용될 수 없는 것 같다.

이를 종합하여 판단하면 첫째, 결국 KSE가 회원제에서 주식회사제로 소유구조를 전환한다 하더라도 자율규제기능의 효율성 측면에 있어서는 큰 문제점이 없을 것이라는 시사점을 발견할 수 있다. 둘째, 자율규제기능 중 상장기능은 KSE가 독점적으로 하는 것보다 소위 “(가상의) 상장평가회사” 등의 시장참여를 통해 경쟁적으로 수행되도록 하는 것이 바람직할 수도 있다는 것을 알 수 있다.

마지막으로, KSE 주식회사화와 더불어 관심을 불러일으키고 있는 것은 현재 KSE가 가지고 있는 자율규제기능을 독립적으로 운영되는 SRO로 분리하여 수행하도록 하자는 주장이다. 이는 현재 NASD가 Nasdaq의 주식회사제로의 전환과 동시에 추진하고 있는 NASDR의 독립적 자율규제기관화에 관한 상황과 일맥상통하는 주장이다. 경제학적 관점에서만 살펴보면, 이러한 비영리 독립 SRO가 규정의 선정 및 집행을 포함한

---

대한 심사기능을 의미”한다. 한국증권시장의 경우에는 KSE와 KOSDAQ에 상장·등록 여부를 심사하는 기능을 의미한다. 따라서 소위 “(가상의) 상장평가회사”에서 상장·등록 여부를 심사한 다음, KSE와 KOSDAQ은 각각의 “협회의 상장” 기준에 맞게 품질관리를 수행하면 된다.

자율규제기능을 전담한다면, 거래소가 거래소 서비스의 수요에 영향을 주는 새로운 규정의 채택시 획득하는 혜택을 내부화할 수 없기 때문에 비효율성이 더 악화될 수 있다. 여기서 비영리 독립 SRO의 비효율성이란 ① 규정집행에 소요되는 직접경비를 줄이려는 내재적 유인이 낮은데서 발생하는 비효율성, ② 규제의 혁신을 추구하려는 유인이 낮은데서 발생하는 비효율성, ③ 독점성으로 인한 비효율 등을 의미한다. 경제학적 측면에서의 논의를 종합하면, 비영리 독립적 SRO화가 바람직하지 않음을 알 수 있다(이는 KSE의 경우에도 해당된다).<sup>90)</sup> 그러나 현실적으로 SEC는 NASD의 방안을 지지하고 있는데, 이는 주식회사제 거래소와 자율규제기능과의 이해상충의 정도를 경제적 측면보다는 “정책적 측면”에서, 보다 심각하게 고려하고 있기 때문인 것으로 보인다.

주식회사제 거래소와 자율규제기능의 관계는 상기의 시사점과 더불어 한국증권시장 체제 개편에 대한 정치한 논의를 포괄적으로 고려한 연후에 신중한 정책이 도출되어야 할 것이다. 그러나 이는 본 보고서의 범위를 벗어나는 것으로 판단된다.

## 라. 주식회사화의 실효성 확보

거래소가 주식회사로 전환하여 영리목적의 회사가 될 경우, 거래소 자신의 전략적 포지셔닝을 추구하는데 있어서 무엇보다도 중요한 것은 경영의 자율성 확보이다. 물론 주식회사제 거래소가 영리를 추구한다해도 여전히 준 공공적 기관으로서의 특성을 가지고 있기 때문에, 내부자 거래를 포함한 불공정거래 등과 같은 일정 측면에서 공적 규제기관의

90) 현재 조직이 3분화되어 운영되고 시장운영기관과 SRO가 분리·운영되고 있는 KOSDAQ의 경우, 경제학적 측면에서 본다면 매우 비효율적으로 자율규제기능을 수행하고 있음을 알 수 있다.

규제와 이러한 공적 규제기관과 SRO간의 협조는 필수적일 것이다. 그러나 이와 같은 일정 측면을 제외하고는 여타 영리목적의 주식회사처럼 경영의 자율성 및 주식회사로서의 이점을 최대한 향유할 수 있도록 하여야 한다. 이를 위해서는 정부가 정치적 논리에 의해서 경영의 자율성 및 책임경영에 제약을 가하지 말아야 할 것이다.

## 참고문헌

---



## 참고문헌

### <국내문헌>

- 김형태, 2001, 『구조설계채권 활성화를 위한 제도개선 방안』, 한국증권연구원, Issue Paper 01-07.
- 김형태 · 김근수 · 오승현 · 조성훈 · 한상범 · 김관영, 2002, 『증권회사 경영전략』, 한국증권연구원, 조사 02-05.
- 김형태 · 엄경식 · 한상범, 2003, “거래소 주식회사화의 기저 요인 및 경제학적 논거: 한국주식시장에의 정책적 함의,” mimeo.
- , 2003, “거래소 주식회사화와 자율규제기능: 한국주식시장에서의 정책적 함의,” mimeo.
- 금융감독위원회, 2001. 7., “자율규제기능 제고방안: 한국증권업협회 사례를 중심으로”, mimeo.
- 금융발전심의위원회 증권분과위 태스크포스, 2001. 7., “증권시장체제 개편 방안”, mimeo.
- 남상구, 1992, 『증권시장』, 태진출판사.
- 변진호 · 엄경식 · 공경신 · 윤지아, 2002, 『주식거래 ATS의 의미와 전망: ECN을 중심으로』, 한국증권연구원, 조사 02-06.
- 신인석, 2002. 10., “증권시장 소유구조 변혁의 경제학”, 『주식』, 3-27.
- 엄경식 · 윤지아, 2001, 『시간외 거래: 주요국 거래 메커니즘별 역할 및 교훈』, 한국증권연구원, 연구 01-04.
- 정윤모, 2001. 6., “협회의 자율규제기능 정립방안”, 한국증권연구원, mimeo.
- 최운열, 2001. 8., “증시환경변화와 코스닥시장 발전방안”, 2001년도 코스닥시장 발전방안 증권정책 심포지엄.

코스닥증권시장, 2001 4, “코스닥시장 현안에 대한 견해.”

한겨레신문, 2003. 1. 15.

한국증권법학회, 2001. 12., 『건전한 증시질서 구축을 위한 자율규제기관의 역할』.

한국증권연구원, 2001. 6., “증권시장 구조 연구”, mimeo.

#### <외국문헌>

東京証券取引所, 2001, “東証の組織形態のあり方について: 中間取りまとめ”.

志谷 匡史, 2001, “株式會社化と 商法改正”, 野村総合研究所, 月刊資本市場 189, 25-35.

Arnold, T., P. Hersch, J. H. Mulherin, and J. Netter, 1999, “Merging Markets,” *Journal of Finance* 54, 1083-1107.

Bloomfield, R., M. O'Hara, and G. Saar, 2002, “The ‘Make or Take’ Decision in an Electronic Market: Evidence on the Evolution of Liquidity,” working paper, New York University.

Blume, M., 2002, “The Structure of the US Equity Markets,” Wharton working paper 02-16, University of Pennsylvania.

Bolton, P. and D. S. Scharfstein, 1998, “Corporate Finance, the Theory of the Firm, and Organizations,” *Journal of Economic Perspectives* 12, 95-114.

Chowdhry, B. and V. Nanda, 1991, “Multi-Market Trading and Market Liquidity,” *Review of Financial Studies* 3, 483-511.

Christie, W. and P. Schultz, 1994, “Why Do Nasdaq Market Makers Avoid Odd-eighth Quotes?,” *Journal of Finance* 49, 1813-1840.

- Christie, W., J. Harris, and P. Schultz, 1994, "Why Did Nasdaq Market Makers Stop Avoiding Odd-Eighth Quotes?," *Journal of Finance* 49, 1841-1860.
- Coffee, J. C. Jr., 2002, "Competition among Securities Markets: A Path Dependent Perspective," working paper, Columbia University.
- DeMarzo, P. M., M. J. Fishman, K. M. Hagerty, 2000, "Contracting and Enforcement with a Self-Regulatory Organization," working paper, University of California at Berkeley.
- Deutsche Börse AG, 2001, Prospectus.
- Di Noia, C., 1998, "Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access," Wharton working paper 98-03, University of Pennsylvania, 1998.
- Domowitz, I. and B. Steil, 2001, "Innovation in Equity Trading Systems: The Impact on Trading Costs and the Cost of Equity Capital," in Steil, B., D. G. Victor, and R. R. Nelson (eds.), 2001, *Technological Innovation and Economic Performance*, Princeton University Press.
- Easley, D. and M. O'Hara, 1983, "The Economic Role of the Nonprofit Firms," *Bell Journal of Economics*, 531-538.
- , 1987, "Price, Trade Size, and Information in Securities Markets," *Journal of Financial Economics* 19, 69-90.
- Elliot, J., 2002, "Demutualization of Securities Exchanges: A Regulatory Perspective," working paper, International Monetary Fund.

Euronext NV, 2001, Prospectus.

Foerster, S. R. and A. Karolyi, 1999, "The Effects of Market Segmentation and Investor Recognition on Asset Prices: Evidence from Foreign Stocks Listing in the United States," *Journal of Finance* 54, 981-1013.

Glaeser, E. and A. Schleifer, 1998, "Non-for-Profit Entrepreneur," NBER working paper, W6810.

Glosten, L. and P. Milgrom, 1985, "Bid, Ask, and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Investors," *Journal of Financial Economics* 14, 71-100.

Hansmann, H., 1996, *The Ownership of Enterprise*, Harvard University Press.

Harris, L., 2002, *Trading and Exchange: Market Microstructure for Practitioner*, Oxford University Press.

Hart, O., 1995, *Firms Contracts and Financial Structure*, Oxford University Press.

Hart, O. and J. Moore, 1996, "The Governance of Exchanges: Members' Cooperatives Versus Outside Ownership," *Oxford Review of Economic Policy* 12, 53-69.

Hasan, I. and M. Malkamäki, 2001, "Are Expansion Cost Effective for Stock Exchanges?: A Global Perspective," *Journal of Banking and Finance* 25, 2339-2366.

Hasan, I., M. Malkamäki, and H. Schmiedel, 2002, "Technology, Automation, and Productivity of Stock Exchanges: International

- Evidence," discussion paper, Bank of Finland.
- Hong Kong Exchange, 2000, Prospectus.
- IOSCO SRO Consultative Committee, 2000, "Model for Effective Regulation."
- IOSCO Technical Committee, 2001, "Issues Paper on Exchange Demutualization."
- Karmel, R., 2000, "Demutalization - Implications for the Regulation and Governance of Securities Exchanges," 25th IOSCO Annual Conference.
- , 2002, "Turning Seats into Shares: Causes and Implications of Demutualization of Stock and Futures Exchanges," *Hastings Law Journal* 367.
- Kyle, A., 1985, "Continuous Auctions and Insider Trading," *Econometrica* 53, 317-355.
- Lee R., 1998, *What is an Exchange?*, Oxford University Press.
- , 2002, "The Future of Securities Exchanges," working paper, Financial Institutions Center at University of Pennsylvania.
- Lo, A. W. (eds.), 1996, *The Industrial Organization and Regulation of the Securities Industry*, University of Chicago Press.
- London Stock Exchange, 2001, Prospectus.
- Macey, J. R. and M. O'Hara, 1999, "Globalization, Exchange Governance, and the Future of Exchanges," Brookings-Wharton Papers on Financial Services, working paper, University of Pennsylvania.

NASD, 1995, "The NASD Select Committee on Structure and Governance (Rudman Committee Report)."

O'Hara, M., 2001, "Designing Markets for Developing Countries," presented in Asian/Pacific Finance Association Meetings, Bangkok, Thailand.

Pagano, M., A. A. Roell, and J. Zechner, 2003, "The Geography of Equity Listing: Why Do Companies List Abroad?," *Journal of Finance*, forthcoming, 2003.

Pástor, Ľ. and R. F. Stambough, 2001, "Liquidity Risk and Expected Stock Returns," working paper, University of Chicago.

Pirrong, C., 1999, "The Organization of Financial Exchange Markets: Theory and Evidence," *Journal of Financial Markets* 2, 329-357.

-----, 2000a, "A Theory of Financial Exchange Organization," *Journal of Law & Economics* 53, 437-471.

-----, 2000b, "Technological Change, for Profit Exchanges, and Self-Regulation in Financial Markets," working paper, Washington University.

Ramos, S. B. and E. von Thadden, 2002, "A Model of Stock Exchanges Competition," working paper, University of Lausanne.

Reese Jr., W. A. and M. S. Weisbach, 2002, "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings," *Journal of Financial Economics* 66, 65-104.

Schreoder, M. and G. Ip, 1999, "Levitt Says For-Profit Big Board Can't Run Regulatory Unit," *Wall Street Journal*, August 31.

- SIA, 2000, "Reinventing Self-Regulation: White Paper for the Securities Industry Association's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of De-Mutualization."
- Singapore Exchange, 1999, "Report of the Committee on Governance of the Exchanges."
- , 1999, Prospectus.
- Steil, B., 2002, "Changes in the Ownership and Governance of Securities Exchanges: Causes and Consequences," Brookings-Wharton Papers on Financial Services, working paper, University of Pennsylvania.
- Stockholmsbörsen, 1992, "Report on Stockholm SE Demutualization and New Issue Prospectus."
- Tokyo Stock Exchange, 2001, "Schematic Summary of the Tokyo Stock Exchange Demutualization and its Post-Demutualization Structure."



## 부록 I

---

세계 주요 증권거래소 주식회사화의 현황, 전환  
배경 및 전환 방법



## <부록 I> 세계 주요 증권거래소 주식회사화의 현황, 전환 배경 및 전환 방법<sup>91)</sup>

### 1. 유럽

#### 가. 스톡홀름증권거래소

##### 1) 소유구조 전환 배경

스톡홀름증권거래소[Stockholm Stock Exchange: SSE, 1998년 OM Gruppen과 합병 후 OMSE(Stockholmsbörsen)가 됨]가 소유구조를 회원제에서 주식회사체로 전환한 가장 큰 요인은 유럽 내 SSE의 경쟁력 취약에 있다.<sup>92)</sup> 1980년대 SSE의 상장기업들은 주로 스웨덴 기업들로 한정되어 있었기 때문에 SSE는 매우 협소한 지역 거래소였다. 따라서 SSE는 국내 비즈니스에 치중하고 있었는데, 그에 반해 스웨덴의 투자자와 발행회사들은 국제적 투자와 외국거래소에의 상장에 눈을 돌리고 있었다. 이럴 즈음 정부에서 1%의 증권거래세를 도입하자 스웨덴 기업의 주식에 대한 거래가 SSE에서 LSE International로 이전되어 갔으며, 국내 일반투자자들의 거래도 침체의 기미를 보이기 시작하는 등 외부의 금융환경 변화로 말미암아 SSE는 심각한 위협을 받게 되었다.

---

91) 본 보고서 <부록 I>에서 기술한 각 거래소의 주식회사화 관련현황은 다음을 참고 하였다: 志谷 匡史(2001), Euronext NV(2001), Hong Kong Exchange(2000), London Stock Exchange(2001), Stockholmsbörsen(1992).

92) 세계 최초의 주식회사체 거래소로 SSE가 자주 인용되고 있다. LSE, Paris Bourse, DB 등 SSE보다 주식회사체로 먼저 전환한 거래소가 있음에도 불구하고, SSE가 최초의 주식회사체 거래소로 인용되고 있는 것은 SSE가 본 보고서가 정의하는 “거래권과 소유권의 분리”를 행한 최초의 거래소이기 때문이다.

따라서 SSE는 이러한 환경변화에 대응하여 스웨덴 기업의 주식거래를 위한 본연의 기능을 강화하여 유럽 내 주요 거래소로서의 자신들의 위상을 재정립하기 위하여 ① 거래 시스템 개선 ② 주식회사제로의 소유구조 전환 ③ SSE의 국제화 ④ 다른 관련 기구 또는 조직과의 역량 통합이라는 4가지 운영전략을 수립하였다. 이중에서도 특히 거래소 주식회사화는 이후 SSE가 추구했던 “조직목표의 명확화”, “신속한 의사결정”, 그리고 “환경변화에 대한 신속한 대응” 등의 목적을 달성하는데 매우 중요한 역할을 하였다.

## 2) SSE 소유구조 및 지배구조의 변화: OM Gruppen 지주회사 탄생

SSE는 1993년 회원제에서 주식회사로 전환하였으며, 주식분배는 기존의 거래소 회원 및 발행회사<sup>93)</sup>에게 각각 50%씩 동일 지분으로 분배하는 방식으로 이루어졌다. 주식분배에 관한 구체적인 사항은 SSE 이사회가 결정하였고 청약권리의 분배 결정시에는 초기 가입비, 상장비, 연회비 등 거래소 회원과 발행회사가 1988년에서 1992년 동안에 거래소에 지불한 비용을 기준으로 하였다. 주식회사로 전환하고 1년이 지난 1994년부터는 이들 주식의 자유로운 양도가 허용되었다.

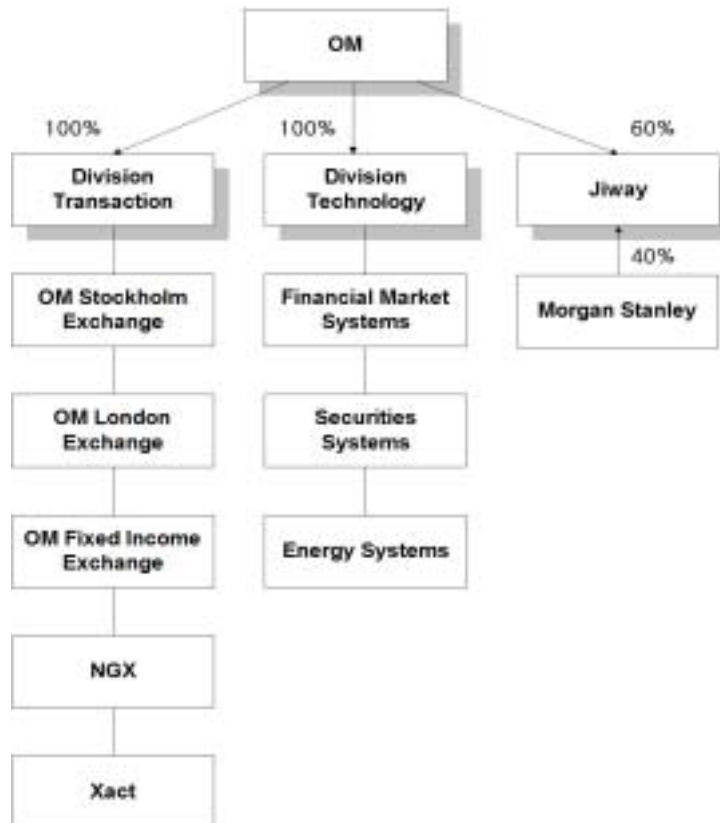
SSE가 주식회사화를 완료함에 따라 지배구조 또한 새롭게 변모되었다. 이사회 구성원이 22명에서 9명으로 축소되었고, 회원사를 대표하는 이사는 3명만 남고 나머지 6명은 발행회사와 투자자를 대표하는 각각 3명의 이사들로 동등하게 구성되었다. 현재 이사는 주주에 의해 선출되고 있다. 통합 지주회사의 자회사들은 실질적으로 지주회사의 한 내부 부서

93) 1992년 6월 30일 현재, 주식이나 등록된 유가증권이 거래소에 상장되어 있는 발행기업에게 청약자격이 주어졌다.

처럼 운영되고 있으며, 각 부문들의 고유영역은 각각 별도로 운영되며 관리기능은 지주회사에 의해서 통합적으로 이루어지고 있다.

1998년 1월 SSE는 OM Gruppen의 파생상품거래소와 합병하여 OM Stockholm Exchange(OMSE)라는 OM Gruppen의 자회사가 되었다(<그림 부록 I-1> 참조). OM Gruppen의 주식은 OMSE에 상장·거래되고 있으며 증권 관련기관이 67.6%, 개인이 32.4%를 보유하고 있다.

<그림 부록 I-1> OM Gruppen 소유구조



### 3) 소유구조 및 지배구조의 변화에 따른 효과

주식회사형태로의 전환에 따른 첫 번째 변화는 원격지 회원제(remote membership)의 허용으로 스웨덴 이외의 다른 지역으로부터 직접 접수된 주문이 체결되도록 하는 것이다. 48명의 회원 중 27명이 외국회원이며, 외국회원 중 15명이 스웨덴에 지점이 존재하지 않는 완전한 원격지 회원이다.

SSE의 경우 소유구조 및 지배구조 변화 이후 8년만에 시가총액은 5배, 거래량은 20배로 증가하여 유동성이 급격히 제고되었다. 또한 NYSE에 동시 상장되어 있는 주식의 경우 총 거래량의 90%가 OMSE에서 거래되고 있다. 회원에 대한 참가비는 75%, 거래수수료는 66% 하락하였고 시가총액의 31%를 외국인 투자자가 보유하고 있으며 회원 중 30%가 순수한 원격지회원이다. 소유 및 지배구조 변화 이후 발생한 상기한 효과들은 스웨덴자본시장의 하부구조를 개선시키는 효과를 불러일으켜 OMSE의 세계적인 위상도 강화되었고 사회 전체의 이익 또한 제고되었다.

## 나. 독일거래소

### 1) 소유구조 전환 배경

1980년대 후반에 접어들면서 독일증권시장은 스웨덴의 경우처럼 외부로부터 심각한 위협을 받고 있었다. 독일 증권거래의 유동성은 프랑크푸르트증권거래소(Frankfurter Wertpapier Börse: FWB)를 포함하는 8개의 지방증권거래소로 분할되어(fragmented) 있었고, 당시 독일 유가증권거래의 주요 거래장소는 독일이 아니라 영국의 런던이었다. 독일 주식거래의 10%가 런던시장에서 이루어졌고, 독일국채선물(Bund)의 경우 70%가 런던에서 거래되었다. 또한 독일 증권감독체계의 불완전성으로 인하여 독일증권시장은 외국인 투자자에게 건전성이 결여된 시장으로 인식

되고 있었다.

국제적 금융센터로서 독일의 국제적 위상을 높이고 외국시장으로 유출되는 독일 증권에 대한 거래를 다시 국내로 유인하기 위해서는 증권거래소 시스템의 개선을 통한 증권거래의 효율성 향상과 감독체계의 정비를 통한 건전성 제고가 절실하였다. 이를 위해서 FWB는 거래소의 소유구조 등을 포함한 운영체계 자체를 변화시키게 되었다.

## 2) FWB의 소유구조 변화 및 그 효과

1990년 프랑크푸르트증권거래소(FWB)는 자신의 운영주체를 프랑크푸르트상공회의소로부터 신설된 주식회사 독립법인인 FWB로 이관하고 거래소의 내적 소유구조를 회원제에서 주식회사제로 전환하였다. 이후 FWB는 1992년 12월 설립된 지주회사인 독일거래소(Deutsche Börse: DB)에 흡수되었다.<sup>94)</sup>

설립 당시, DB 지분의 81%는 은행, 10%는 7개의 지방증권거래소 출자회사 그리고 나머지 9%는 거래소의 공인중개인과 자유중개인들(specialists)에게 분배되었다. 81%에 해당되는 은행지분의 대부분은 Deutsche Bank가 소유하고 있었으며 외국은행들의 지분은 미미한 수준

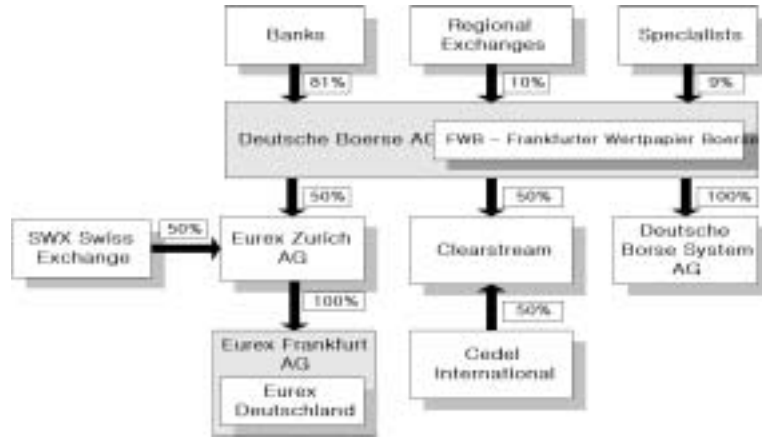
---

94) 설립 당시 DB는 증권거래소인 FWB와 선물거래소인 DTB의 경제적 소유자임과 동시에 법적 책임자의 위치에 있었다. DB는 기술센터인 DB System과 결제회사인 Deutsche Börse Clearing도 거래소 내에 소유하였다. 이후 1999년에 결제회사인 Deutsche Börse Clearing과 국제결제회사인 Cedel International은 50/50의 지분구조로 통합되어 유럽최대의 결제회사인 Clearstream으로 탄생하게 되었다. DB는 중소기업의 성장성 기업을 유치하기 위한 혁신적 시장인 Neuer Markt를 1997년 3월에 개설하였으나, 2003년말에 이를 폐쇄하고 FWB의 한 부분으로 통합할 예정이다. 또한 1996년 12월 DB와 스위스증권거래소(Swiss Stock Exchange: SWX)간의 합의로 양거래소 산하 DTB와 SOFFEX(Swiss Options and Financial Futures Exchange)를 분할하여 새로운 독립적인 파생상품시장을 구성하여 1998년 5월 Eurex를 출범시켰다.

이었다.

7개 지방증권거래소들은 아직도 자신들의 지역에서 틈새업자로 활동하고 있으며 DB의 전자거래시스템인 Xetra를 통해서 FWB에 접근할 수 있다.

<그림 부록 1-2> DB 소유구조



FWB의 소유구조 변화와 함께 독일정부의 금융감독체계의 재정립 (1994년 제2차 금융시장촉진법 제정) 역시 여러 관점에서 성공적이었다고 평가되고 있다. 시장의 건전성 제고를 통한 신뢰회복으로 외국인 투자자의 유입이 촉진되어 독일증권시장에 대한 국제적 신뢰성이 크게 향상되었고 독일자본시장 전체의 위상도 높아졌다.

소유구조의 변화와 금융감독체계의 재정립으로 유동성은 크게 증가한 반면 운영비용은 눈에 띄이게 감소하는 효과가 나타났고 독일증권에 대한 거래 중 DB가 차지하는 비중도 1990년 62%에서 1998년 말 80%까지 증가하였다.

### 3) 기업공개

2001년 2월 3일 DB는 Deutsche Bank에 집중되어 있는 지분구조를 분산시켜 거래소 소유구조에 대한 시장참가자들의 참여확대를 도모하고 추가 자금을 보다 용이하게 조달하기 위하여 기업공개(IPO)를 실시하였다. 그러나 이는 명목상의 이유였고, 실제적으로는 다른 거래소와 제휴·합병 등 경영전략적 선택을 할 경우 DB 자신의 정확한 가치를 시장에서 객관적으로 평가받고자 하였기 때문이었다. 공모 이전에는 323명의 주주가 회사주식을 소유한 상태였고 이중 주주 56명이 모집 2,546,000주, 매출 264,151주로 진행된 공모에 구주매출을 하였다. 처음 내정한 IPO 가격범위는 285Euro(266.7USD)~335Euro(313.49USD)이었고 이 중 최고 가격인 335Euro로 IPO를 진행하였다. 공모주에 대한 수요는 DB가 제시한 공모주식수보다 23배나 많을 정도로 관심을 모았는데 공모주식수의 약 77%는 영국, 이탈리아, 스위스, 스페인, 미국의 기관투자자들에게, 17%는 독일 기관투자자에게, 나머지 6%는 독일 내 일반투자자의 몫으로 분배되었다.

IPO로 인하여 약 9.8억Euro의 공모수익을 얻은 DB는 향후 추구할 유럽 타 거래소와의 합병 등 유럽에서 자신의 영향력을 확대하는데 이를 사용할 것이라고 발표하였다. 따라서 DB의 IPO는 유럽 자본시장의 연계성이 강화됨에 따라 DB가 지역적 한계를 벗어나 유럽 전역으로 자신의 활동무대를 확대하려는 국제화 전략의 일환으로 해석할 수 있을 것이다.

## 다. 유로넥스트-파리(Euronext-Paris)

### 1) 소유·지배구조 전환 배경

프랑스에서는 유럽경제의 통합추세에 따른 대외경쟁력을 확보하고 직접금융시장 성장에 부응하는 제도의 선진화를 위해서, 보다 신속하고 유연한 의사결정과 대규모 자금조달이 용이하도록 거래소의 변화가 필요하다라는 인식이 팽배해졌다.

한때 유럽 최대 주식시장인 영국과 독일의 주도로 유럽 8개 주식시장의 합병 논의가 진행되었으나 전산통합에 대한 이견 등으로 합의가 이루어지지 않았다. 이에 유럽시장에서 주변부시장으로의 전략을 우려한 파리거래소(Paris Bourse)는 브뤼셀증권거래소(Brussels Stock Exchange), 암스테르담증권거래소(Amsterdam Stock Exchange)와 지주회사 형태의 통합을 추진하여 마침내 Euronext로 재탄생하게 됨으로써 자국 증권거래소의 생존 및 발전을 모색하게 되었다.

### 2) Paris Bourse의 소유구조 변화: Euronext의 탄생

1988년 Paris Bourse는 주식회사제로 전환하였으나, 전환 초기에는 주식보유를 회원으로 제한하였다. 이 규정은 1997년에 폐지되었다. 1998년 1월 SBF(현물), MATIF(선물), MONEP(옵션), Nouveau Marche(신시장) 등 4개 시장운영기구와 3개 청산기구를 지주회사인 SBF-Paris Bourse Group의 자회사 형태로 통합하였다. 이후 1998년 6월 4개 현·선물시장을 단일 거래소인 Paris BourseSBF SA로 통합하여 상기의 4개 시장운영기구를 각기 하나의 사업부문화(division) 하고, 청산(ClearnetSBF SA)과 IT부문(EuronextSBF SA)은 자회사로 분리하였다.

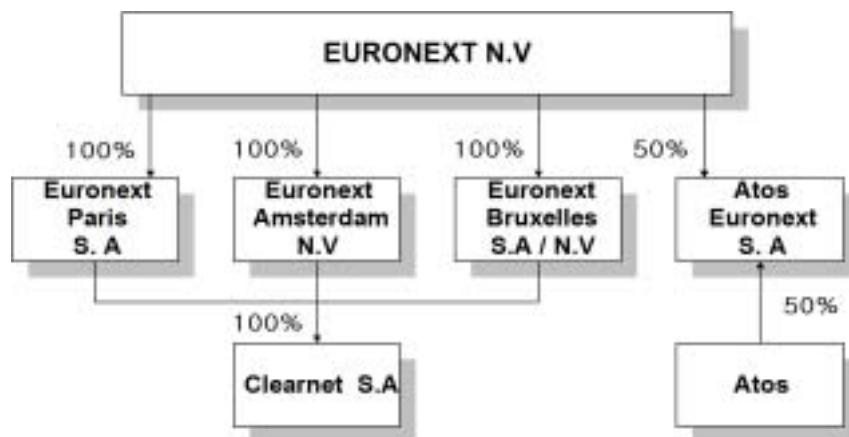
2000년 3월 Paris Bourse, Brussels Stock Exchange, Amsterdam

Stock Exchange 등 세 거래소간의 통합으로 Euronext가 설립되었으나, Euronext는 지주회사제의 형태를 갖고 있어서 기존 3국 거래소들은 Euronext의 자회사로 존속하고 3국 거래소 회원들은 신규 지주회사의 주주가 되었다.

청산 측면에서는 기존 Paris BourseSBF SA의 청산회사인 “Clearnet”이 잔여 청산소 두 곳을 흡수합병하여 3국 거래소의 공동 자회사가 되었으며, 예탁·결제는 3국 모두 독립된 별개 기관으로 존속하고 있다 (Euronext의 소유구조는 <그림 부록 I-3>을 참고하기 바란다).

Euronext는 2001년 7월 5일 주당 24Euro로 IPO를 단행하였다. 총발행주식수는 28,876,275주였고 이중 모집은 16,666,666주, 매출은 12,209,609주였으며, IPO 이후 주식 수는 [할증배당옵션(over-allotment option)을 완전히 행사했을 경우] 119,836,544주가 되었다. 즉, 발행주식수는 IPO 이후 총주식수의 약 28%였다. 발행된 주식은 프랑스, 벨기에, 네덜란드의 개인투자자에게 4,342,503주, 기관투자자에게 24,533,772주가 분배되었다.

<그림 부록 I-3> Euronext 소유구조



## 라. 런던증권거래소

### 1) 소유구조 전환 배경

런던증권거래소(London Stock Exchange: LSE)의 영리목적 주식회사제 형태로의 소유구조 전환은 거래소 영업환경이 LSE의 생존에 영향을 미칠 수 있을 정도로 급변하고 있었기 때문에 내려진 결정이었다. 그동안 영국의 금융환경은 급변하고 있었으나 형식적인 주식회사로서의 LSE는 이러한 환경 변화에 적절한 대응을 하고 있지 못하다는 비판을 받아왔다. 즉, LSE는 주주들의 이익과 거래소 자체의 생존을 위한 신속한 의사결정 및 전략 수행을 하지 못했다는 것이다. 또한 LSE는 그동안 LSE 경영진이 보다 명확한 목표설정과 핵심분야 집중 전략을 용이하게 수행할 수 있도록 하는 지배구조를 제공하지 못했다. 이러한 소유구조의 불완전성은 DB와의 합병을 통한 iX(international Exchange) 설립의 무산, OM Gruppen의 적대적 합병시도 등 일련의 과정에서 적나라하게 노정되었다.

특히 국내외에서 전개되고 있는 증권거래의 전자화로 인해 증권거래가 특정 시스템에서 다른 시스템으로 쉽게 옮겨갈 수 있기 때문에, 부분적인 스크린베이스 시스템을 사용하는 LSE로서는 더 이상 현재 상태에 안주하고 있을 수 없는 형편이었다. 특히 당시 Tradepoint라는 전자거래소와 기관투자자들이 모여 설립한 전자거래소인 E-crossnet이 이미 경쟁자로 부상하여 향후 LSE의 거래량을 잠식하리라는 예상이 대두되고 있었다.<sup>95)</sup> 뿐만 아니라 2000년 3월에 설립된 Euronext는 전자거래소의 형태를 갖추어 LSE의 강력한 경쟁자로 등장하고 있었다. Nasdaq의 경우에도 전세계적 경쟁을 염두에 두고 주식회사제를 추진하는 동시에 Nasdaq-Europe을 설

95) ECN이었던 Tradepoint는 2000년 7월 스위스증권거래소(SWX)와 지분제휴를 통해서 virt-x로 재탄생하였다.

립(2001. 4.)하여 유럽지역에서의 영업을 강화하였다. 이처럼 거래소 비즈니스에 경쟁이 심화되면서 상장된 주식의 시가총액이 세계 거래소 중 4위인 LSE는 자발적으로 실질적인 주식회사체로의 전환 필요성을 느끼게 되었다.

## 2) 실질적인 주식회사체로의 소유구조 변화 및 기업공개

LSE는 200년 이상 유지해왔던 클럽형식의 회원제를 탈피하고 대신 영리목적 주식회사로 변신할 것을 1999년 7월 선언하고 2000년 3월 회원총회의 승인을 얻어 소유구조의 전환을 최종적으로 결정했다. 이미 1986년 LSE는 주식회사화 하였지만 거래소 주식이 회원에게만 한정되어 있는 회원제 형태의 회사였다. 당시 회원총회에서 영리법인으로의 전환에 대한 안건에 300개 회원사 중 270개사가 동의하여 실질적인 주식회사체로의 전환이 확정되었다.

1999년 9월말 결산기준으로 순자산은 £2억1천1백3십만, 기업가치는 £3억 정도로 추정되어 각 회원사는 최소한 £1백만 정도를 받게 될 것으로 예상되었다. IPO는 2001년 7월에 단행되었고 1인 소유지분의 상한은 4.9%로 책정되었다. 주식은 회원, 기관투자자 및 상장기업에 분배되었다.

## 2. 아시아

### 가. 싱가포르거래소

도시국가의 특성을 지닌 싱가포르의 경우 증권시장에 대한 정부의 확고한 비전 설정과 이를 달성하고자 하는 노력이 현재의 소유구조 및 지배구조를 갖게 된 가장 큰 원동력이었던 것으로 판단된다.

싱가포르 당국은 우선적으로 현물거래소와 선물거래소의 통합에 대한 커다란 밑그림을 그린 이후에, 이를 실천하기 위한 선행·필수조건으로서 주식회사제로의 전환을 고려하였기 때문에 주식회사제로의 전환과 거래소간의 통합은 상호 연결된 일련의 과정이었다.

### 1) 소유구조 전환 배경

주식시장이나 파생상품시장 모두 소규모시장이었기 때문에 유동성 풀(liquidity pool)이 필요했다. 통합 전의 SES(Stock Exchange of Singapore)는 국내기업과 내국인 투자자 중심의 소규모시장으로서 상장 상품, 거래제도, 회원제 등 질적인 측면에서 역내외 경쟁시장에 비해 상대적으로 낙후되어 있었다. 이에 비하여 SIMEX(Singapore International Monetary Exchange)는 상당한 지명도를 지닌 국제적인 파생상품시장으로 성장한 상태였는데 주요 거래상품이 외국의 주가지수나 통화에 편중되어 있었고 전체 거래규모가 상대적으로 적다는 문제점을 지니고 있었다.

따라서 투자자의 유동성 증대에 대한 욕구를 충족시키기 위해서는 세계 주요 거래소와의 연계가 필요하였고 이를 추구하기 위해서는 상업적 베이스를 갖춘 주식회사제가 회원제의 경우보다 훨씬 효과적이라고 판단하였다.

또한 싱가포르 정부는 점차 심화되고 있는 세계증권시장의 국제경쟁에 대비하고 역내 경쟁시장인 홍콩에 대항하여 국제적인 경쟁력을 갖춘 국제금융센터로 거듭나기 위해, 싱가포르 국내의 증권시장 전반에 대한 통합과 소유 및 지배구조의 개혁을 시도하게 되었다.

## 2) 현·선물 거래소 통합과 소유구조 변화: SGX 창설

1999년 12월 SES와 SIMEX가 통합하여 싱가포르거래소(Singapore Exchange: SGX)를 창설하면서 소유구조를 회원제에서 주식회사제로 전환하였다. 이는 아시아 지역에서 이루어진 최초의 주식회사화 및 현물과 선물 거래소간의 통합사례였다. 이때 거래소간의 통합은 정부감독기관인 MAS(Monetary Authority of Singapore)의 주도로 이루어졌다.

통합거래소인 SGX는 5개의 자회사<sup>96)</sup>(100% 소유)로 구성되어 있으며 지주회사가 자회사의 일상적인 운영에 관한 모든 업무처리를 중앙집권적(centralized management)으로 실행하며, 다양한 주식 및 파생상품 영업에 자회사들이 능력을 최대한 발휘할 수 있도록 자회사가 자기 고유의 영업과 운영을 스스로 담당하도록 조직되어 있었다(<그림 부록 I-4> 참고). 그러나 그룹 전체의 효율성을 증진시킨다는 지주회사의 판단이 있으면 자회사간의 인사교류 등도 가능하다. 이러한 구조에서는 자회사가 자신의 고유업무에만 에너지를 집중할 수 있기 때문에 그룹 전체의 합병시너지 효과를 극대화하는 장점이 있다.

주식회사로의 전환과 거래소의 통합시 SGX 주식은 SES와 SIMEX의 가치비율에 따라 통합 전 SES와 SIMEX 회원들 및 특별펀드와 SPV(Special Purpose Vehicle)에 분배되었다(회원에게 28%, 자세한 것은 다음 항을 참조). 그러나 싱가포르거래법(Exchange Act)은 궁극적으로 SES와 SIMEX의 기존회원들에게 분배한 SGX에 대한 지분(전체의 28%)을 35~50% 정도로 낮추고 나머지는 SGX의 사업과 장기이익에 기여도가 큰 국제적인 전략적 기관투자자들에게 배정해야 한다고 명기하였다. 2000년 11월 SGX 주식이 SGX에 자체 상장되었고 한 개인이 SGX 주식의 5% 이상을 보유하지 못하도록 규제되었다.

96) 5개의 자회사는 SGX 파생상품거래회사, SGX 파생상품 결제회사, SGX 증권거래회사, SGX IT회사, 그리고 중앙예탁회사이다.

### 3) 공공재인 회원제 거래소: 주식회사로 전환시 공익기금 설립

MAS는 SES와 SIMEX가 비록 회원제로 운영되고 있었지만 싱가포르 법의 보호를 받아 독점적인 지위를 유지할 수 있었고 이로 인한 경제적 렌트(economic rent)가 SES와 SIMEX의 가치에 포함되어 있다고 판단하였다. 물론 이러한 철학에 대해 정도의 차이는 있지만 SES와 SIMEX 회원들도 공유하고 있었는데 이는 주식회사제로 전환한 다른 국가의 거래소들과는 매우 다른 (독특하지만 합리적인) 시각이라고 여겨진다.

MAS는 상기의 경제적 렌트를 증권산업 인프라를 확충하는데 사용할 목적으로 “Financial Sector Development Fund”라는 특별펀드와 페이퍼 회사인 SPV를 설립하였다. 이 특별펀드와 SPV는 정부와 SGX 어디에도 속하지 않는 독립적인 펀드이며 기구였다.

통합된 SGX 주식수는 10억주이고 1주당 액면가격은 1.1SD로 총 11억SD의 가치를 가졌다. 통합 전 SIMEX의 회원권은 이미 거래가 형성되어 있었기 때문에 회원권의 가치평가가 용이하였으나 SES의 경우 오래 전 단 한번만 거래가 행해진 적이 있을 뿐이어서 가치평가에 어려움이 있었다. 그러나 MAS는 이러한 사항을 고려하여 회원권의 가치를 후하게(generous) 평가하였기 때문에 이로 인한 갈등은 없었다고 주장하였다.

구체적으로 MAS는 먼저 SGX 총발행주식의 28%(306백만SD)를 SES 및 SIMEX 회원들에게 주식으로 분배하였고 나머지 72%를 특별펀드와 SPV에 귀속시켰다. 총발행주식의 47%는 사모(private placement)로 현금화하여 “Financial Sector Development Fund”를 만들고 나머지 25%(2억 5천만주)는 SPV가 주식형태로 보유하고 있다. SGX는 주식회사로의 전환과 거래소 통합을 먼저 진행하고 약 1년 후인 2000년 11월 자체 상장하였다.

회원들은 주식회사제로의 전환시 자신들의 회원권 가치가 50% 정도 저평가되어 있기 때문에 전환 직후 상장되었으면 2배의 이득을 얻으리라 예상했는데, 실제로 1년 후에 상장되었을 때 3배 이상의 가치 상승이 실현되었다. 이러한 주식가치 상승으로 인하여 회원사들은 주식회사화 및 통합에 대해 상당히 긍정적인 평가를 내리고 있으며 이 가격결정 방법이 기존 회원사들의 주식회사제로의 전환 및 통합에 대한 인센티브로 크게 작용한 것으로 보인다.

<그림 부록 I-4> SGX 조직구조



자료 : [http://info.sgx.com/SGXWeb\\_CORPCOM.nsf/DOCNAME/Background\\_On\\_SGX](http://info.sgx.com/SGXWeb_CORPCOM.nsf/DOCNAME/Background_On_SGX)

## 나. 홍콩거래소

금융위기를 겪은 후 증권시장의 안정화를 도모하려 한 홍콩 당국의 의도와 중국증권시장의 성장에 대한 업계의 대응노력이 현·선물거래소의 통합이라는 형태로 나타났고, 홍콩 역시 싱가포르에서처럼 주식회사

화가 거래소 통합의 선행·필수조건이라고 생각하였다. 홍콩의 경우 싱가포르처럼 주식회사화와 통합이 동시에 진행되었으나 통합지주회사 주식의 자체상장은 싱가포르보다 일찍 이루어졌다.

### 1) 소유구조 전환 배경

1997년 헤지펀드의 공격으로 증권시장의 위기를 경험한 홍콩 당국은 적절한 위험관리와 증권시장의 교란요인에 대한 규제를 용이하게 하기 위하여 현·선물거래소를 통합하고자 하였다. 또한 역내 SGX의 성장 및 특히 중국 상하이증권거래소(Shanghai Stock Exchange)의 도전 등 홍콩을 둘러싼 증권시장의 환경변화에 따른 HKEx(Hong Kong Exchange)의 국제금융센터로서의 역할 및 경쟁력 강화를 위하여 홍콩 거래소간의 통합과 소유 및 지배구조의 개혁을 시도하게 되었다.

### 2) 현·선물 거래소 통합과 소유구조 변화: HKEx 창설

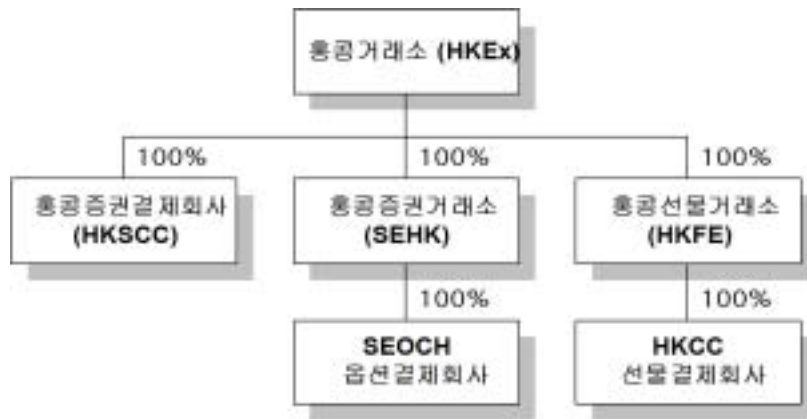
2000년 3월 6일, 홍콩 또한 싱가포르처럼 SEHK(Security Exchange of Hong Kong), HKFE(Hong Kong Futures Exchange), HKCC(Hong Kong Clearing Company)가 합병을 하면서 회원제에서 주식회사제로 전환하였다. 통합거래소인 HKEx는 SEHK, HKFE, HKCC를 모두 100%로 소유하고 SEHK와 HKFE는 SEHK옵션결제회사(SEHK Options Clearing House Ltd.)와 HKFE결제회사(HKFE Clearing Corporation Ltd.)를 각각 100% 자회사로 소유하게 되었다(<그림 부록 I-5> 참고). 현재 HKEx 산하의 3개 결제회사를 하나로 통합하는 작업이 진행중이다.

주식회사화와 통합과정에서는 오직 회원(약 500명)들에게만 주식이 분배되었다. 통합 당시 지주회사인 HKEx는 SEHK와 HKFE의 회원에게 통합 거래소인 HKEx의 주식 전량을 7:3으로 분배하였는데 이때 거래량

비중의 대소와 무관하게 모든 회원들에게 동일한 지분이 분배되었다. 2000년 6월 27일, HKEx 주식은 HKEx에 자체 상장되었다. 수권주식수 20억주 중 약 10억4천만주를 주당 가격 1HKD로 발행하였다. 2002년 9월 30일 현재 주식 총수는 상장 당시 그대로 약 10억4천만주이며 시가 총액은 약 106억HKD이다.

주식의 최초 발행시 창립주주를 기존 회원에 한정하는 사모방식을 택하였고 거래권과 소유권을 창립주주에게 모두 부여하였다. 그러나 주식의 최초 발행 이후에는 창립주주의 거래권과 소유권이 분리되어 양도 될 수 있도록 하였고, 동일 주주가 5% 이상을 소유할 수 없도록 하는 소유상한제를 실시하고 있다.

<그림 부록 I-5> HKEx 소유구조



통합 전 회원가격은 600만HKD 수준이었으나 통합 후 회원들의 보유 주식 가치가 약 1500만HKD로 상승하여 회원들은 통합의 혜택을 향유하게 되었다. 또한 주식 상장으로 인하여 시장을 통한 규제가 이루어져 거래소 운영의 투명성이 제고되었고 투자자들에게 또 하나의 새로운 우량

투자대상을 제공하는 효과를 가져왔다.

## 다. 도쿄증권거래소

세계 증권시장의 변화에 대한 일본 신시장의 활발한 대응과는 달리, 실질적으로 일본의 유일한 거래소인 도쿄증권거래소(Tokyo Stock Exchange: TSE)의 대응은 상대적으로 매우 미온적이었다.

처음 주식회사화를 검토하던 2001년 초만 하더라도 TSE가 취하고 있던 태도는 “소유·지배구조를 주식회사제로 전환하는 것이 가장 바람직한 것이 아니겠느냐”며 이를 고려해보는 정도의 수준이었다. 이는 자국의 경제 및 증권시장 규모에 대한 너무나 낙관적인 일본의 자신감에서 연유하고 있었던 것 같다. 또 한편으로는 당면한 금융위기에 대한 처방책에 치우친 정책 집중으로 오히려 증권시장의 개혁에 대해서는 주목하지 않고 있었던 것도 하나의 이유인 듯하다. 그러나 이후 TSE는 2001년 10월 1일, 전격적으로 주식회사화를 진행하였다.<sup>97)</sup>

### 1) 거래소 소유구조 변화를 위한 제도 정비

2000년 5월 일본국회는 증권거래법(Securities and Exchange Law)과 금융선물법(Financial Futures Law)을 개정하여 증권 및 선물 거래소가 기존의 회원제에서 주식회사제로 전환할 수 있도록 하였다. 또한 개정법은 서류제출만이 허용되던 회계보고서와 명세서를 전자식 형태로 제출하는 것도 허용할 뿐만 아니라 일본에서 ECN이 쉽게 설립될 수 있도록

---

97) 일본의 또다른 대표적인 Osaka Securities Exchange(OSE)의 경우 2001년 2월 특별주주총회에서 주식회사화를 승인하고 세부적인 절차에 관해서는 FSA(Financial Services Agency)와 협의를 거쳐 2001년 4월 1일 주식회사화 하였다.

하는 조항을 포함하였다.

## 2) 소유구조 변화

이러한 제도 정비에 대한 대응의 일환으로 TSE는 2000년 7월 향후 “바람직한 조직구조를 확립하기 위한 특별위원회(ad hoc committee)”를 구성하고 2001년 3월에 첫 번째 중간보고서(interim report)를 제출하였다. 특별위원회는 주식회사화가 TSE에게는 가장 바람직한 조치라고 권고하면서 다음과 같은 장점을 피력하였다.

- ① 주식회사제는 경영자와 일반 종업원의 마음가짐(mind set)을 개선시켜 경영을 합리화하고 사용자의 욕구에 맞는 거래소로 TSE의 체질을 변모시킴으로써 국제경쟁에서 성공할 수 있는 기반을 제공함.
- ② TSE의 상업적 베이스로의 전환은 세계시장과의 연계 및 상호 협력체계를 구축하는데 있어서 TSE 운신의 폭을 확장시킴.
- ③ 주식회사로의 전환은 의사결정과정을 투명·공개화하고 경영에 대한 책임을 명확히 하여 투자자의 욕구를 더 잘 반영하는 기업구조를 담보하게 함.
- ④ TSE가 새로운 IT 시스템을 2006년 3월까지 구축하기 위해서는 400억엔이 소요되는데 이 경우 주식회사화는 주식발행 및 다양한 다른 종류의 자금조달기법을 사용할 수 있게 함으로써 자금조달을 용이하게 함.
- ⑤ 소유권과 거래권이 분리되어 신규 증권회사들이 막대한 자금을 지불하지 않고도 증권거래에 참여할 수 있어 사회적인 비용이 감소하게 됨.

- ⑥ 기존회원들 또한 거래권을 유지한 채로 자신의 소유권을 처분하여 다른 사업기회에 투자할 수 있게 되어 자신의 투자기회를 극대화할 수 있게 됨.

TSE는 주식회사화(2001. 10. 1.) 하기 전날, 정회원들에게 각각 2만주의 주식을 분배하였고 전체 회원에게 총 2백3십만주의 주식을 발행했다. 현재로서는 TSE 주식을 양도할 경우 이사회 승인이 필요하다. 또한 주식 양도와 관련한 서비스, 이에 관한 수수료 등은 이사회에서 채택한 규정을 따라야 한다. TSE는 매년 3월 31일에 주주들에게 배당을 지급할 것이며 중간배당제도를 도입하여 매년 9월 30일에 중간배당을 지급할 예정이다.

## 라. 호주증권거래소

호주증권거래소(Australian Stock Exchange: ASX)는 주식회사화와 함께 자체상장을 동시에 진행시켜 향후 그 전개 상황에 대해 세계의 이목을 집중시켰다. 특히 주식회사화에 따른 공공성의 침해 가능성을 방지하기 위한 ASX 및 호주 당국의 노력은 한국증권시장의 구조개선 노력에 좋은 시사점을 제공하고 있다.

### 1) 소유구조 전환 배경

주식회사화 이전에 ASX의 소유 및 의사결정 구조는 회원제가 공통적으로 갖는 (다양하고 중요한 시점에서의) 의사결정과정 상의 비효율성을 극명하게 드러내고 있었다. 회원들간의 이해가 다양하게 상충되어 있어 거래시간 연장이나 원격지 거래와 같은 문제에 대한 합의를 이끌어

내기가 매우 어려웠다. 또한 회원들간의 이해 또한 ASX 자체의 이해와 항상 일치하는 것이 아니었다. 뿐만 아니라 회원제 형태의 소유구조는 거래소 발전을 위한 추가자금조달에 있어서 매우 비효과적이었다.

주식회사화 이전에 James Hardy사처럼 ASX에 상장하지 않고 Nasdaq에 직상장 하는 회사들이 발생하는 등 유동성 확보를 위해 ASX를 이탈하는 경향(flight for liquidity)이 자주 발생하였다. 따라서 ASX는 SGX의 경우와 유사하게 거래소의 생존을 위해서 자국 내 투자자에게 충분한 유동성을 제공하여야만 하였으나, 상기한 거래소의 소유구조상의 문제점으로 인하여 이를 실행하는데 어려움이 발생하게 되자 소유구조를 주식회사체로 전환하게 되었다.

## 2) 소유구조 전환 직후 자체 상장 실시

1998년 10월 ASX는 소유구조를 주식회사체로 전환하고 바로 다음날 자사의 주식을 ASX에 자체 상장하였다. 이와 같이 소유구조 전환 직후 상장을 실시한 것은 세계 거래소 역사상 처음 있는 일이었다. 이는 ASX의 소유권을 회원들로부터 주주에게 양도하는 것으로서 거래권과 소유권을 분리하기 위한 것이었다.

주식회사화에 대한 논의가 처음 시작되었을 때는 회원들간의 이해 상충으로 단일한 의견수렴이 어려웠으나, 2차 논의시에는 97%의 압도적인 찬성표를 얻어 주식회사로 전환되었다. 이는 증권거래의 세계화에 대한 회원들간의 공감대 형성(intellectual agreement)과 주식회사화에 따른 회원의 금전적 이득에 기인한 것이었다.

주식회사로의 전환시 IPO는 진행하지 않았으며 거래소의 총주식 100,596,000주 전부는 회원에게 분배되었다. 상장 전 주당가치는 3.0AUD로 책정되었으나 상장시 가격은 4.2AUD이었고 단기간에 16.0AUD로 상

승하였다가 12.0AUD 전후로 안정적인 가격변동을 보이고 있다. 주식소유자는 상장 당시 606명이었으나 2001년 3월 현재 약 170,000명으로 증가하였다.

주식회사화 당시 1인당 ASX 주식 보유 상한선이 5%이었으나, 증권거래의 세계화로 인한 거래소의 안정적 정책수립 및 경영을 위하여 (2001년 7월 “Financial Services Reform Bill”의 시행으로) 주식 보유 상한선이 15%로 증가하였다.

### 3. 북미

#### 가. 뉴욕증권거래소

##### 1) 소유구조 변화를 모색했던 이유

뉴욕증권거래소(New York Stock Exchange: NYSE)는 1999년에 일시적으로 주식회사화를 고려하였으나 현재는 이에 대한 필요성을 느끼고 있지 않은 듯 하다. 1999년 당시 주식회사제를 고려했던 이유는 Nasdaq과 ECN의 성장에서 비롯된 시장간 경쟁 및 이에 대응하여 생존의 길을 모색하던 세계 주요 증권거래소들의 움직임으로부터 위협을 느꼈기 때문이었다. 이 중에서도 가장 위협적인 요소는 ECN의 급성장이었다.

그러나 LSE와 DB의 통합 거래소인 iX 설립의 무산과 (ECN이 보여준 성과를 바탕으로 분석한) 향후 ECN의 시장잠식 가능성에 대한 평가절하로 NYSE는 자신들의 시스템과 소유·지배구조에 대해 자신감을 회복하여 회원제 유지를 “공식적으로” 주장하였다. 하지만 이보다는 NYSE가 주식회사화 될 경우 SEC가 NYSE의 자율규제권한을 분리하여 독립적인 SRO에게 이양하도록 할 것이므로 이를 피하기 위해서 주식회사화

하지 않았다는 주장이 보다 실질적인 이유인 듯하다.

## 2) 회원제 소유구조 유지

“공식적으로” NYSE는 다음과 같은 이유로 인하여 주식회사제로의 전환에 대한 필요성을 느끼지 않는다고 주장하고 있다.

- ① NYSE의 하루 거래량은 1억 주 정도이지만 최대 10억 주를 거래할 수 있는 용량을 이미 갖추고 있기 때문에 기술 인프라에 대한 투자를 위한 자금조달의 필요성이 없음.
- ② 이사회는 회원들로부터 대부분 독립적이어서 회원들이 NYSE의 행보를 임의로 좌우할 수 없음.
- ③ 위원회가 의사결정을 신속하게 할 수 있도록 제도화되어 있음.
- ④ 영리법인으로 전환되더라도 여전히 SEC의 통제 하에서 영업해야 하고 거래소의 공익기관(utilities)으로서의 성격이 완전히 배제될 수 있는 것이 아님.

결국 NYSE는 현재의 “회원제”를 고수한다 할지라도 자신의 자본력, 경영효율성 등이 세계의 다른 주요거래소들을 주식회사제로 전환시킨 불안 요인들을 충분히 상쇄할 수 있기 때문에 현재의 소유구조를 바꿀 유인이 전혀 없다고 주장하고 있다.

## 나. Nasdaq

### 1) 소유구조 전환 배경

NASD(National Association of Securities Dealers Inc.)는 5,500~5,600명의 회원제 조직인데 이들 중 약 4,000명의 회원들은 아무 활동도 하지 않고 있고 500~600명의 회원만이 활발히 활동 중이다. NASD의 자회사인 Nasdaq은 그 동안 자신의 업무와 아무 관련이 없는 이러한 대다수의 회원들 때문에 경영상 많은 지장을 받았다. 또한 전환 당시 Nasdaq은 ECN의 급성장으로 인한 시장점유율 감소(2001년 현재 Nasdaq의 거래량 중 30%를 차지)를 극복하기 위하여 지속적인 기술투자 와 국제적 연계에 필요한 자본조달의 필요성을 절실히 느끼고 있었다.

### 2) 소유구조 변화: 주식회사로 전환 중

NASD 이사회는 Nasdaq을 영리목적 주식회사제 거래소로 전환할 것을 2000년 1월 만장일치로 합의하였고, 현재의 계획대로라면 Nasdaq과 NASD의 완전한 분리는 2003년도에 완료되리라 예상된다. Nasdaq이 주식회사제로 전환을 하기 위해서는 두 차례에 걸친 사모(private placement)를 통한 주식발행이 완료되어야 한다.

1차 주식 사모발행(phase I private placement)의 주요 내용은 다음과 같다. Nasdaq은 23,663,746주의 보통주를 11.00USD에 발행(총 2억 6천만 USD)하고 NASD는 6,415,049주의 신주인수권(warrant)을 발행하였다. 이때 NASD가 발행한 신주인수권은 25,660,196주의 Nasdaq 보통주와 323,196주의 “신주인수권 대신의 보통주(common stock in lieu of warrant)”로 전환되었다. 주식의 분배에서 시장참가자는 19,500,850주의 보통주와 4,218,750주의 신주인수권을 매입하고 Nasdaq의 발행기업

(issuer)은 4,162,896주의 보통주와 1,720,000주의 신주인수권을 매입하였다. “회원사(member offeree)”는 476,229주의 신주인수권과 323,196의 “신주인수권 대신의 보통주”를 매입하였다. 1차 주식 사모발행 완료 후 (신주인수권이 모두 행사되어)에 NASD의 Nasdaq 지분 비율은 약 60%로 감소되었다(40%는 2,800여명의 투자자들이 소유함).

2차 주식 사모발행(phase II private placement)에서 NASD는 총 1억 8천만USD의 주식발행을 2001년 1월에 완료하였다. 이후, Nasdaq은 2002년 2월 21일 NASD가 보유하고 있던 보통주 1천3백5십만주를 현금으로 매입한 1단계에 이어, 2002년 3월 8일 Nasdaq은 NASD가 보유하고 있던 보통주 7천7백만주 중 3천3백80만주를 주당 13USD(약 4억 3천9백만USD)에 재매입하였다. 이러한 주식 재매입은 Nasdaq이 NASD로부터 분리되기 위한 중요한 단계를 지난 것을 의미하며, 이를 통해 Nasdaq은 독립적인 실체가 됨으로써 보다 높은 유동성을 가진 효율적 시장으로 성장할 것으로 자체 예상하고 있다. NASD가 보유한 나머지 4천3백2십만주는 Nasdaq이 사모를 통해 발행한 신주인수권이다. NASD가 나머지 신주인수권 매각을 완료하고 Nasdaq이 SEC로부터 전국적인 증권거래소(national securities exchange)로 등록되는 것을 허가받을 때까지는 NASD가 지속적으로 Nasdaq을 관리할 예정이다.

Nasdaq과 NASD의 완전분리 후 Nasdaq은 가능한 빨리 IPO에 들어가기에 희망하고 있다. IPO를 하려는 이유는 자본조달보다는 Nasdaq 주식의 유동성을 높이기 위한 목적이 더 크다. 그러나 2001년 이후 Nasdaq의 급락으로 Nasdaq은 IPO를 미루고 있는 실정이다.

## 다. CBOT

### 1) 회원제 소유구조

CBOT(Chicago Board of Trade)는 회원제 구조이지만 주식회사화를 추진하고 있다. 현재 약 3,600여 명의 회원이 있으며 정회원은 약 1,400명이다. CBOT의 회원들은 취급할 수 있는 상품의 종류에 따라 다섯 종류의 회원으로 분류되는데, 투표권의 유무에 따라 다시 다음과 같이 분류할 수 있다.

- ① 투표권 있음: 정회원, 준회원(associate; 정회원의 1/6 권한)
- ② 투표권 없음: GIM(Government Instruments Market), IDEM(Index, Debt, and Energy Market), COM(Commodity Options Market)

## 2) 주식회사제로의 전환을 계획 중

SEC에 제출한 S-4 form에 따르면 CBOT는 자신들의 경쟁력 향상을 위해서 다음 세 가지 방향의 구조조정을 계획 중이다.

- ① 주식회사화: CBOT를 비영리 회원제 조직에서 영리목적의 주식회사제로 전환시키고 주식은 회원들에게 분배함.
- ② 지배구조의 개선: 이사회의 능력을 제고하고(streamlining), 의사결정의 효율성을 향상시킴. 새로운 경영진이 들어섬(회장은 2000년 12월, 사장은 2001년 2월 20일).
- ③ 전자거래 비즈니스의 개선: 현재 Ceres에 의해 부분적으로 운용되고 있는 전자거래 사업을 자회사인 eCBOT로 합침.

주식회사제로 전환할 경우 CBOT는 전자거래를 위한 자회사인 Ceres 사에게 전환우선주(Series A convertible preferred stock)를 발행해서 Ceres사의 “유한 파트너쉽 지분(limited partnership interests)”을 소멸시킬 예정이다.

### 3) 주식분배(案)

CBOT는 주식을 Class A와 Class B 등 이중구조로 분리하여 분배할 계획이다. Class A 보통주는 일반적으로 전통적 성격의 보통주로 CBOT의 현재 지분을 대표하는데 CBOT 회원들은 이사회(“독립적 지분분배 위원회(Independent Allocation Committee)”)의 권고에 따라 만들어진 분배 방법에 기초하여 Class A 보통주를 분배받게 될 것이다. Class B 보통주는 CBOT 회원들의 회원권에 따라 회원들에게 나누어 질 예정이다. Class B 보통주는 지분뿐 아니라 회원의 범주에 따른 거래의 권리와 특권을 규정하며 회원권에 따라 다섯 개의 Series(B-1, B-2, B-3, B-4, B-5)로 분류된다(<표 부록 I-1> 참고). Class A와 B는 모두 배당금을 지급받게 되며 Class A와 Class B-1의 주주는 하나의 투표권을 Class B-2는 1/6의 투표권을 갖게 된다.

<표 부록 I-1> CBOT 지분 분배표(案)

회원 분류	회원수	Class A 보통주	Class B 보통주
정회원	1,402	25,000	1 share of Series B-1
준회원	779	5,000	1 share of Series B-2
GIM	171	2,500	1 share of Series B-3
IDEM	642	300	1 share of Series B-4
COM	643	350	1 share of Series B-5

### 라. CME

#### 1) 소유구조 전환 배경

전환 당시 CME(Chicago Mercantile Exchange)는 회원 구성이 상이

한 집단으로 이루어져서 공통의 이익을 위한 합의를 이끌어 내는데 많은 시간이 걸리는 등 어려움을 겪었다. 특히 회원들의 대표적인 두 집단인 투자은행과 투기적 투자자(speculator)간의 욕구가 상이하였다. 따라서 주식회사제로 전환하면 부수 업무에서 벗어나 투자자를 위한 CME 본연의 업무(core business)에 집중할 수 있고 급속한 시장 환경의 변화에 유연하게 대처할 수 있을 것으로 기대하고 주식회사화를 모색하게 되었다.

## 2) 소유구조 전환

CME는 2000년 11월 13일에 소유구조를 주식회사제로 전환하였다. Class A 주식(약 2천6백만주)은 일반적인 보통주로 CME회원에게 분배되었고 “주식가격결정 시간”을 주기 위하여 6개월간 매매를 제한하였다. Class B 주식(약 5천주)은 보통주이면서 거래권을 포함하는 주식으로 역시 CME회원(전체 회원의 숫자는 약 3,200)에게 분배되었고 회원권처럼 매매될 수 있었다.<sup>98)</sup>

CME는 주식회사화와 더불어 경영효율성 제고를 위해 이사회 인원도 감소시켰다. CME의 주식은 NYSE에서 거래되고 있으며 2002년 12월 11일 거래소는 Class A 보통주 4,751,070주를 주당 35USD에 IPO하였다. 이 중 약 3백만주는 거래소가 보유한 것이었고 나머지는 기존 주주들이 보유한 주식을 매도하는 것이었다.

---

98) 회원은 다음과 같이 분류된다: ① CME member (625명, B-1 shares), ② IMM(International Money Market: 813명, B-2 shares), ③ IOM(Index and Option Market: 1,287명, B-3 shares), ④ GEM(Growth and Emerging Markets Division: 467명, B-4 shares).

## 마. 토론토증권거래소

### 1) 소유구조 전환 배경

토론토증권거래소(Toronto Stock Exchange: TSX)는 NYSE, Nasdaq과 동일 시간대에서 거래소를 운영하고 있기 때문에 이들과의 경쟁에서 생존하기 위해서는 신속한 의사결정을 할 수 있고, 명확하고 책임있는 경영을 할 수 있는 소유·지배구조가 필요하였다. 대규모 투자를 해야 하는 경우 TSX는 회원으로부터 자금을 조달하는 방법과 수수료를 인상하는 방법 외에는 달리 대안이 없었기 때문에 주식회사제로의 전환으로 이것을 타개하고자 하였던 것이다.

### 2) TSX의 위상 재정립

비전 설정에 대해 고심하던 TSX는 주식회사제로 소유구조를 전환하기 전에 자신들의 미래상에 대한 용역을 Boston Consulting Group(BCG)에 주어 다음의 네 가지 전략적 대안들을 비교하였다.

- ① 중·대형 규모의 캐나다 기업들을 위한 세계적 시장을 지향
- ② 중형 규모의 캐나다 기업들을 위한 상장 및 거래 시장을 지향
- ③ 좀더 세분화된 시장(narrowly defined segments)을 대상으로 하는 세계적 시장을 지향
- ④ 주식과 파생상품을 거래하는 복미 중심의 거래비용(low-cost)이 낮은 시장을 지향

그러나 TSX는 자신들이 세운 비전을 시도하기도 전에 캐나다 정부의 중재로 캐나다 전역의 거래소들을 재배치(realignment)하게 되어 “복미

지역의 주요한 경쟁력 있는 거래소"를 지향하도록 (스스로를) 자리매김 하게 되었다.

### 3) 소유구조 변화 및 기업공개

2000년 4월 TSX는 거래권과 소유권이 분리된 주식회사로 전환하였다. 주식회사로 전환시 시트(seat)당 20개의 보통주를 분배하여 총 2,660주의 보통주를 발행했다.

TSX는 이사회나 주주총회의 동의 없이는 2년 동안 이 주식을 거래할 수 없도록 제한하였고, 어떤 사람도 단독으로 혹은 공동으로(jointly) 5% 이상의 주식을 소유할 수 없도록 하였다. 만일 seat의 교환으로 인해 5% 이상의 주식을 가지게 된(grandfathered) 사람은 5% 이상에 해당하는 주식에 대해서는 의결권을 행사할 수 없도록 하였다. TSX의 거래시스템에 대한 접근은 소유권이 아닌 계약에 의해 이루어질 수 있으며, 기존 주주가 거래권을 가지고 있는 한 주권을 상실하더라도 거래를 수행할 수 있고 새로운 거래권의 승인을 받은 거래자는 반드시 주주가 될 필요는 없었다.

TSX는 2002년 11월 12일, 주당 18CAD로 보통주 18,978,238주를 IPO 하였으며 TSX의 주식은 TSX에서 거래종목명(ticker) "X"로 거래되고 있다.

## 부록 II

---

세계 주요 주식회사제 거래소의 자율규제기능 현황



## <부록 II> 세계 주요 주식회사제 거래소의 자율 규제기능 현황

### 1. 규제부문의 독립성 강화 추구

#### 가. 스웨덴

스톡홀름증권거래소 (SSE, 1998년 합병 이후 OMSE로 상호 변경)는 거래소가 순수 영리기업 형태인 주식회사제로 전환되어 거래소의 사적 이윤추구가 자율규제기능을 수행하는데 필요한 공익적 성격을 침해할 수 있다는 우려를 불식시키기 위해서 강화된 형태의 자율규제를 실시하고 있다. OMSE는 투자자들을 위한 최선의 시장관리가 이루어지도록 하기 위해서 금융감독당국으로부터 거래소 상장요건 등을 사전에 승인받는 등의 시장건전성 감독기능을 강화하였고, 거래소 자신의 시장에 대한 강력한 자율규제를 수행하고 있다.

#### 나. 독일거래소

독일거래소(DB)가 영리추구의 실질적인 주식회사로 전환됨에 따라 공익성 훼손과 시장독점에 따른 폐해에 대한 우려가 고조되었다. 이와 같은 거래소 주식회사화에 따른 규제기능 손상을 불식시키기 위하여 DB는 연방 및 주정부의 감독 하에 증권거래 감독자로서의 자율규제기능을 강화하여 공익성을 보장하고자 노력하고 있다. DB는 일상적인 거래활동에 대한 감시, 거래자료의 수집 및 분석, 거래소에서 결정된 가격 확인, 공인중개인의 자기계정에 대한 감독 등 증권거래 전반에 대한 감독자로서의 기능을 수행하고 있다.

주정부 감독당국은 DB가 수행하는 시장감시(market surveillance)에 대한 기준 승인권을 가지고 있다. 연방 감독당국은 내부자거래 등에 대한 감독과 외국 감독기관의 협력 문제 등에 대한 역할을 수행하고 있다.

2003년 1월 1일부터 DB는 투명성을 기준으로 기업을 “General Standard”와 “Prime Standard” 두 종류의 시장으로 구분하고 그 자율규제 내용을 차별화하고 있다. General Standard 소속 기업은 Official Market(Amtliche Markt) 또는 Regulated Market(Geregelter Markt)의 규정에서 최소 요건을 만족하도록 하고 있다. 반면, Prime Standard 소속 기업은 General Standard 소속부에서 요구하는 규제내용뿐만 아니라 국제적인 회계기준에 따른 회계처리(IFRS 또는 US GAAP) 등과 같은 높은 수준의 투명성을 충족하도록 규제되고 있다.

#### 다. 유로넥스트-파리(Euronext-Paris)

영리 목적의 주식회사화 및 통합을 이룬 후 Euronext의 실질적 주체인 Euronext-Paris는 별도로 중간감독기관을 설립하여 자율규제기능을 수행하고 있다.<sup>99)</sup> (Euronext 산하 각 중간감독기관들은 상호간에 MOU를 체결하여(2002. 3.) 규제의 하모니를 추구하고 있다.)

Euronext-Paris의 자율규제기능을 수행하는 중간감독기관으로는 증권시장위원회가 있다. 증권시장위원회는 증권회사 대표 10인, 상장회사 대표 1인, 종업원 대표 1인, 정부 대표 1인으로 구성되어 있고 다음과 같은 기능을 수행한다.

##### ① 증권시장 운영제도 및 증권회사 통제규정의 제정

---

99) 중간감독기관은 Euronext-Amsterdam과 Euronext-Brussels에도 설립되어 있다.

- ② 증권사 설립인가 및 취소 규정과 업무감리규정의 제정
- ③ 상장 및 퇴출 규정과 거래중지규정의 제정
- ④ 시장운영규정의 제정
- ⑤ 증권업종사자 자격규정의 제정 등

Euronext-Paris는 증권시장위원회의 위임을 받아 시장 운영, 거래권을 가진 증권회사의 승인 및 감리, 상장·퇴출 심사, 거래 중지 등과 같은 자율규제기능을 수행한다.<sup>100)</sup>

## 라. 싱가포르거래소

통합된 싱가포르거래소(SGX)는 정부기구인 통화청(MAS)으로부터 증권 및 선물 거래소 업무인가를 받아 운영하고 있으며 MAS는 여러 경우의 장·단점을 고려하여 SGX가 자율규제 및 시장감시 기능을 계속적으로 수행하도록 하고 있는데, MAS의 거래소 운영에 대한 감독도 또한 강화되었다.

즉, MAS가 금융시장의 최종 규제·감독기관인 것은 사실이나 증

---

100) Euronext-Paris는 특별한 소속부 없이 다양한 지수를 통해서 시장을 구분하고 있다. Euronext 100는 Euronext-Paris에서 시가총액기준 상위 100개의 기업으로 구성된 지수이며, Next 150는 Euronext-Paris에서 시가총액기준 상위 101위에서 250위까지의 기업으로 구성된 지수이다. 2002년 1월부터 국제적 투명성 기준에 따라 NextPrime(투명성 높은 기업으로 구성)과 NextEconomy(투명성이 덜 높은 기업으로 구성)로 구분하여 운영하고 있으며 이 두 소속부의 주식가격과 수익률을 반영하여 NextPrime All-Share Index, NextPrime All-Share Total Return Index, NextEconomy All-Share Index, NextEconomy All-Share Total Return Index 등 4개의 지수를 발표하고 있다. Euronext-Paris는 다양한 지수에 대하여 지수의 계산과 유지를 위한 기술적 기준을 주요 내용으로 하는 자율규제 성격의 규정을 두고 있다.

권·선물시장에 대해서는 SGX에 의한 자율규제를 원칙으로 하며 이러한 기조는 거래소 통합 이후에도 계속 유지되고 있다. 증권업법과 선물거래법에 의해 거래소로서 영업허가를 받고자 하는 자는 법과 거래소규정을 위반한 회원에 대한 제재, 거래상품의 상장요건, 시장에서의 매매거래기준, 거래소의 위원회 구성, 결제이행장치 등에 관한 적절한 규정을 구비하여야 한다. 또한 거래소가 이들 규정을 개정하고자 하는 경우에는 MAS의 승인을 받아야 하며 영업 중인 거래소가 공익에 반하는 경우 MAS가 영업허가를 취소할 수 있다. 이에 따라 SGX는 양 거래소의 규제관련 부서들을 통합하여 지주회사 내에 “Risk Management and Regulation Division”을 설치하고 시장참가자에 대한 감독, 시장감시, 회원관계자 조사, 위험관리, 상장법인 규제 등을 수행하도록 하고 있다.

거래소 통합 후 기존 거래소(SSE, SIMEX)는 완전한 영업조직으로서 마케팅, 신상품개발 등 이윤추구 활동에 전념하고 지주회사(SGX)는 자회사 지원기능과 함께 자율규제기능을 총괄적으로 수행하고 있다. 즉, 별도의 규제전문회사를 설립하거나 규제기능의 일부를 정부에 이관하는 등의 개편은 없었지만 공공성이 강한 규제기능을 지주회사인 SGX에 통합함으로써 규제(지주회사)와 시장운영(자회사)간 기능적 분리를 명확히 하고 있다.<sup>101)</sup> 또한 규제의 공정성을 확보하기 위해 별도의 입법(거래소합병법)을 통해 MAS의 지시권, 규정개정 승인권, 검사권 등을 명시함으로써 지주회사(SGX)를 규제·감독할 수 있는 제도적 장치를 갖추고 있다. 특히 인사선임위원회(Nominating Committee)를 통해 SGX의 임원 선임에 정부가 관여할 뿐만 아니라 이해상충위원회를 설치하여 MAS가 이해상충 가능성을 상시감시 할 수 있는 체계를 구축하고 있다.

그러나 SGX 스스로가 자체 상장을 한 영리회사가 됨으로써 다른 증

101) 이는 HKEx의 경우도 마찬가지이다. 즉, 자율규제기능을 지주회사에 집중시키고 자회사는 영업활동에 전념케 함으로써 이해상충 가능성을 최소화하고자 한 것이다.

권 관련 상장회사들은 거래소인 SGX의 규제를 받는 동시에 업무에 있어서 경쟁자가 되는 상황이 발생하고 있다. 이러한 미묘한 상황으로 인하여 증권회사들이 느끼는 SGX의 역할충돌(conflict of role)에 대한 대책이 업계 및 정책당국 차원에서 각각 논의되고 있다.

### 마. 도쿄증권거래소

주식회사화와 더불어 도쿄증권거래소(TSE)는 증권시장의 공정성 및 투명성 제고와 투자자 보호를 강화하기 위해 자율규제기능 및 규제부문의 독립성을 최대한 강화하는 것을 기본방침으로 하고 있다. 이를 위해 TSE는 거래참여자에게 거래와 관련한 감독, 조사권, 자료요청권을 가진다. 거래참여자들이 법과 규제를 위반했을 경우에는 벌칙(벌금, 6개월 이하의 거래정지, 거래 및 청산자격 박탈 등)이 부여된다. TSE가 거래참여자의 재무상태에 문제가 있다고 지적하거나 거래참여자의 사업이 청산되거나 주된 영업활동이 이전되었음에도 불구하고 거래참여자가 자발적으로 자격취소를 신청하지 않는 경우에는 TSE가 거래참여자들을 정리(disposition)할 수 있다.

이와 같이 강화된 자율규제기능은 별도의 조직개편 없이 내부부서에서 수행한다. 즉, 규제관련 부서를 분리하거나 별도의 감시회사를 설립하지 않고 종래와 같이 이사회 및 집행임원위원회(board of executive officers)의 지휘를 받는 내부부서에서 규제업무를 수행한다. 그러나 엄격한 자율규제가 TSE의 영리추구와 상치되는 것이 아니라 공정한 시장으로서의 명성을 확고히 하는 것이기 때문에 오히려 TSE의 장기적인 영리획득에 기여한다는 인식 하에, 규제부문에 대한 독립성 강화를 강구하고 있다.

## 바. 호주증권거래소

ASX에 대한 감독권한은 호주증권거래소(ASX)의 주식이 ASX에서 상장되어 거래가 되고 있기 때문에 “호주증권투자위원회(Australian Securities and Investments Commission: ASIC)”로 이양되었다. 호주정부는 호주판 Big Bang인 “Financial Services Reform Bill(금융서비스개혁법)”을 시행하여(2001. 7.) ASIC에게 등록거래소 및 결제·청산기관의 시장감시활동에 대한 검사(audit) 권한을 부여하였다. 이에 따라 ASIC은 ASX의 자율규제의무 수행이 회사법에 따라 적절하게 이루어졌는지를 검사하여 정부에 보고해야 한다.

ASX는 정부의 감독체계 개편 방침에 대응하여 자신들의 규제행위에 대한 감시기능을 수행하는 별도의 회사설립을 통해 2001년 1월부터 규제기능을 분리하여 실행 중이다. 즉, 주식회사화로 영리를 추구하는 사기업이 되었으므로 주식거래의 공공성과 ASX의 사적이익 추구로 인한 이해상충을 방지하기 위하여 ASX Supervisory Review Pty Ltd.를 자회사로 설립하여 규제를 강화하였다. 규제기능을 수행할 회사는 ASX Supervisory Review Pty Ltd.로서 NASD를 벤치마킹하여 ASX의 100% 자회사형태로 설립되었으며 다음의 기능을 수행하고 있다.

- ① 공정하고, 질서정연하며, 투명한 시장(fair, orderly and transparent markets)을 조성하기 위한 시장감시와 조사 및 집행(investigation and enforcement) 기능을 수행함.
- ② ASX의 자금조달을 포함한 ASX의 정책 및 절차를 검토함.
- ③ ASX의 기준 제정과 자금원천에 대하여 ASX의 이사회에 보고서와 의견을 제시함.
- ④ ASX가 의무를 잘 이행하고 그 스스로 책임 있고 윤리적으로 행동하는지, 이해상충에 대하여 적절한 제어기능을 가지고 있는지에

대한 확인작업을 수행함.

- ⑤ ASX가 주식회사이기 때문에 발생할 수 있는 다른 상장회사와의 이해상충 여부를 감시함.

ASX Supervisory Review Pty Ltd, ASX, ASIC의 관계는 이해상충의 정도에 따라 ASX Supervisory Review Pty Ltd가 ASX 이사회에 보고하는 것과 ASX를 거치지 않고 ASIC에 직접 보고하는 것을 구분하여 ASX Supervisory Review Pty Ltd 권한의 독립성을 보장하였다.

## 2. 자율규제기능을 별도의 전담기구에서 수행

### 가. NASD

NASD는 이미 시장운영과 시장감독기능을 별도의 기관인 Nasdaq과 NASDR로 각각 분리하여 운영하고 있다. NASD와 NASDR의 관계를 살펴보면, 실제의 규제업무는 NASDR이 수행하나 자율규제와 관련한 최종적인 법적 책임은 NASD에게 있으며 이를 완수하기 위해 NASDR에 대한 일정한 통제수단을 보유하고 있다. NASD는 규제권한 위임 및 위임 철회에 대한 기본적 권한을 가지며, 자회사의 규정개정 및 징계결정에 대하여 심사, 재가 및 거부할 수 있고 자회사간 분쟁이 발생할 경우 이를 조정할 수 있다. 또한 자회사 이사회에 대한 선임권을 가지며, 자회사 운영에 필요한 공통 제경비(common overhead)를 관리하고, 보상위원회(의장은 NASD의 CEO가 담당)를 통해 계열사 임원에 대한 보수를 결정한다.

Nasdaq의 주식회사화가 완료되더라도 Nasdaq에 대한 감독체계는 크게 변화되지는 않을 것이다. 다만, Nasdaq이 많은 투자자들에 의해 소유되는 주식회사가 될 경우 지불해야 하는 감독수수료의 결정문제는 다소 조정이 있을 것이나 그 체계 자체에는 커다란 변화가 있을 것 같지 않을 것으로 예상된다. 주식회사로의 전환시 자율규제기능의 처리가 NYSE에게는 상당히 큰 문제점으로 부각될 것임에 반해 내부가격결정모형(internal pricing)에 따라 시장 감독에 소요되는 비용을 NASDR에 지불하고 있는 Nasdaq에게는 상대적으로 쉬운 문제로 보인다.<sup>102)</sup>

## 나. 토론토증권거래소

토론토증권거래소(TSX)의 거래기능은 주시장인 TSE(Toronto Stock Exchange)와 신시장인 TSX Venture Exchange로 나누어져 있다. 2001년 이전 TSE와 TSX Venture Exchange의 전신 CDNX(Canadian Venture Exchange)는 회원과 참가기관에 대한 시장 감독 및 거래 규제를 직접 수행하였다(2001년 TSE는 CDNX를 통합하여 TSX가 되었음). 그러나,

102) 자율규제기능과 관련하여 NYSE, NASD 이외에 미국 증권업협회(Securities Industry Association: SIA)의 주장을 들 수 있다. SIA는 현행 규제체계가 이해상충, 중복검사, 규정적용상의 혼선 등 문제를 가지고 있다고 지적하고, 이를 개선하기 위해 자율규제기능을 전담하는 단일기구(Super SRO 또는 Central SRO)를 설립해야 한다고 주장하고 있다. 즉, 현재 SRO들이 수행하고 있는 규제업무 중에서 회원가입심사, 상장, 시장감시 등 시장규제(market regulation)는 기존의 SRO가 계속 수행하고, 증권업자 규제, 시장간 규제 등 비시장규제(non-market regulation)는 Super SRO에 일원화하자는 입장이다. 이러한 SIA의 주장은 미국의 대형 증권사들의 입장을 반영한 것이지만 영리목적 주식회사제 거래소의 규제기능 분리를 주장해온 SEC와 일정한 공감대를 형성하고 있다. 이에 대해서는 다음을 참고하기 바란다. SIA, 2000, "Reinventing Self-Regulation: White Paper for the Securities Industry Association's Ad Hoc Committee on Regulatory Implications of De-Mutualization."

2001년 12월부터 캐나다증권위원회는 새로운 “ATS 규정”을 적용하기 시작하였고, TSX는 이 ATS 규정에 의거하여 주식회사화에 따른 규제와 시장운영간의 이해상충 문제를 해결하기 위해 거래소와 분리된 계열 기관(separate company)인 “Market Regulation Service Inc.(RS)”에 규제기능을 일임하였다. RS는 온타리오, 퀘벡, 마니토바, 앨버타, 브리티시 콜롬비아 증권위원회(Ontario, Quebec, Manitoba, Alberta, and British Columbia Securities Commission)에서 ATS 규정에 의거한 규제 서비스 제공기관으로 인정되었다.

RS는 ATS 규정에 의거하여 TSE와 TSX Venture Exchange의 대리인으로서 규제 서비스를 제공하는 협정을 체결하고, 각 거래소 참가기관의 거래 활동을 규제하고 있다. 또한 RS는 참가기관 및 그들의 이사, 사무관, 고용인 등 시장참여자의 요구사항에 따라 시장 활동, 거래 조건, 시장 감시, 집행 준수 등의 제반 사항에 대한 규제기능을 수행하고 있다.

TSX는 RS의 50% 지분을 소유하고 있으며 캐나다증권협회(IDA)가 나머지 50%를 보유하고 있다. RS의 이사회는 1명의 의장과 10명의 이사로 구성되며, 이 가운데 이사 5인은 TSX 및 IDA에 독립적인 이사들이 선임되고 나머지 이사 5인은 TSX 및 IDA에서 선임한다. RS 이사회의 의장은 TSX와 계약관계에 있는 자로 선임되지만, TSX와 운영 측면에서 독립되어 있다. RS는 비영리기관으로 운영되며, 회원 또는 시장 참가기관에게 부과되는 수수료는 규제활동에 소요되는 실비를 충당하는 선(cost recovery basis)에서 운영비용을 조달하도록 되어 있다.

### 3. 공적 규제기관으로 자율규제기능의 일부 이관

#### 가. 런던증권거래소

런던증권거래소(LSE)는 주식회사 형태의 영리법인이 되면서 사적 이

윤 추구와 공공적 규제기능의 유지하는 이해상충 문제를 해결하기 위해 종래 자율규제기관과 공적 규제기관으로 이원화되어 있던 인·허가권 등 규제기능을 공적 규제기관(Financial Services Authority: FSA)으로 일원화하였다. 증권감독정책에 대한 실질적 권한은 신설된 FSA로 일원화한 반면, 상장기업의 연차보고서는 재무성을 경유하여 의회에 제출하도록 함으로써 권한에 따른 감독기관의 책임소재와 절차를 명확히 하였다.

그러나, LSE 등 자국내 거래소와 CREST 등 결제기관에 대해서는 기존에 실시하여 오던 자율규제를 계속하여 유지하도록 함으로써 자율규제의 효율성을 보장하였다. 자국내 거래소 및 결제기관은 거래권을 가진 증권회사의 영업 및 재무 상태에 대한 조사권과 제재권한을 활용하여 시장질서 유지의 효율성을 높이도록 하였다(Financial Services and Markets Act).

## 나. 홍콩거래소

홍콩거래소(HKEx) 설립 이전에 홍콩증권시장은 시장감시(market surveillance)에 대한 현·선물 거래소와 SFC(Securities Futures Commission)간의 업무영역이 명확하지 못하였고, 회원사들을 포함한 중개회사들에 대한 SFC의 재무내용 심사와 거래소의 회원검사 및 재무내용 심사가 중복되는 등 비효율성이 존재하였다.<sup>103)</sup> 이에 따라 거래소 통합 및 주식회사화를 계기로 규제체계 조정 필요성이 정부와 SFC를 중심으로 제기되었다.<sup>104)</sup>

103) 본래 SFC는 비정부기구(non-governmental statutory body)로서 증권·선물 시장의 통합적 규제를 위해 설립(1989. 5.)되었다. 설립 당시에는 증권·선물 중개기관의 영업면허 심사, 위법행위 조사, 회원사들의 프런트러닝 등과 같은 특정 불법행위와 관련한 특별검사를 주임무로 수행하였다.

104) 홍콩의 규제체계 조정은 ① 규제기관간의 합리적 권한 분배, ② 영리목적

그 결과, HKEx는 SFC와 규제체계 조정에 관한 양해각서(MOU)를 체결하여 회원규제 권한의 일부를 SFC로 이관하였다. 이에 따라, 영리법인인 거래소의 사적이윤추구와 거래소의 공공성에서 비롯한 이해상충을 회피하기 위해 상장신청 및 이후 상장유지와 관련된 모든 의사결정을 HKEx 대신에 SFC가 맡기로 하였다. 시장규제 및 감시와 관련한 HKEx와 SFC의 역할은 다음과 같다.

시장의 규제와 감시는 종전과 마찬가지로 HKEx가 계속해서 맡기로 하였는데 구체적으로 HKEx는 거래운영과 위험관리를 맡기로 하였다. 반면에 SFC는 거래소들이 담당하던 회원에 대한 일상검사(routine inspection), 재무보고서 심사, 행위규제(conduct regulation) 등 일선규제기관(front-line regulator)의 역할을 수행하기로 하였다.

---

주식회사제 거래소의 자율규제에 따른 이해상충 가능성 제거, ③ 규제의 효율성 제고, ④ 시장참가자의 규제부담 경감 등 네 가지 원칙에 따라 이루어졌다.