

# 교차거래의 법·경제적 고찰\*

엄경식(한국증권연구원)\*\*

정순섭(홍익대학교)

## <요약>

교차거래란 전략적 이해를 공유하는 거래소간에 상호 전산시스템을 연결하여, 양국 투자자들이 자국 증권회사를 통해 상대방 거래소에 상장되어 있는 주식(또는 금융상품)에 자유롭게 투자할 수 있는 연계거래로 정의된다. 본 논문은 KRX가 추진하고 있는 교차거래의 의의와 이의 도입을 둘러싼 법·제도적 고려사항에 대해 고찰하였다. 교차거래의 경제적 의의는 교차상장의 기존 이론으로부터 유추하였다. 이를 위해, KRX의 모든 주식을 KOSPI200 주가지수 선물처럼 KRX의 일개 “총체적 상품”으로, KRX를 이러한 총체적 상품을 교차상장하려는 하나의 “기업”으로 간주하여, KRX가 현재 교차거래 대상으로 고려하고 있는 구체적 예(SGX(주식 및 선물), CME(선물))에 적용하여 논리를 전개하였다. 이를 통해 교차거래가 상장기업 및 투자자에게 미치는 영향을 예측해보면, SGX와의 교차거래의 경우 “시장분할의 극복 및 유동성 확충효과(MSH)”를 어느 정도 기대할 수 있다. 반면, CME와의 교차거래의 경우 KRX에게는 “본당 및 신호전달 효과(BH)”가, CME에게는 시장분할의 극복 및 유동성 확충효과가 발생하여, 두 거래소의 이해가 서로 긍정적으로 일치할 수 있다고 예상된다. 물론 이상의 논리에는 시장에서 제기되고 있는 거래소와 증권회사간의 이해상충 요소에 대한 조정이 반드시 수반되어야 한다. 또한 주식시장과 거시경제에 미치는 영향과 관련하여 교차거래로 인한 “전이효과”, “가격발견효과”, “하루 24시간 글로벌 주식(또는 금융상품)거래의 동아시아 타임존 허브 구축효과”는 SGX에서 보다 CME와의 교차거래에서 훨씬 크게 실현될 것으로 예상된다. 한편, 교차거래의 법률적 논의에서는 교차거래 허용시 필수적으로 제기되는 PD의 설립 및 업무에 대한 법적 허용 여부와 특수법인 증권회사인 PD에 대한 증권회사에 적용되는 제반 규제의 완화 등이 교차거래의 실행에 있어서 핵심 논점이라 판단된다. 여기에 더해 PD를 통한 교차거래와 관련하여 외국인투자등록제도의 개선 또한 요구된다.

*First Idea: 2006. 8*

*Current Version: 2006. 11*

\* 자료 정리 및 훌륭한 코멘트를 해주신 한국증권연구원의 장병훈 연구원께 감사드립니다.

\*\* 연락담당 저자. 주소: 서울시 영등포구 여의도동 45-2, 한국증권연구원 연구위원, 150-974.

E-mail: kseom@ksri.org; Tel.: 02)3771-0670; Fax: 02)786-7571.

## I. 서론

주식 및 선물거래 IT의 급속한 발전과 함께 1990년대 중반 이후 유럽에서 시작된 거래소간 연계, 통합 또는 치열한 합병 경쟁은 이제 전세계적 현상으로 심화되고 있다. 예를 들면, 범유럽거래소(pan-European exchange)를 확보하기 위한 유럽 주요 거래소간의 치열한 주도권 다툼은 이제 더 이상 뉴스거리도 되지 않을 만큼 일상화되었다. 이와 관련한 이슈에서 그동안 한발 물러서 있다고 생각했던 미국의 주요 거래소도 자국 ECNs (electronic communications networks)과의 통합을 완료한 후, 이제는 유럽거래소와의 통합마저 시도하고 있다. 유럽과 미국의 거래소와는 지정학적 위상이 다른 아시아의 주요 거래소는 자국내 시장간 또는 거래소간 통합을 통해 내부정비를 마치고 지역내 경쟁 가능성에 대비해 다음 단계를 준비하고 있다. 비록 현재 놓여 있는 위상과 추구하는 방향은 각기 다르지만, 이들 전세계 주요 거래소가 공통적으로 취하고 있는 중점 전략으로서의 국제화는 이미 이들 거래소에게 가장 시급한 화두가 되었다.<sup>1)</sup>

한국증권선물거래소(KRX) 역시 이와 같은 환경변화에 대한 인식을 바탕으로 “Global KRX: 동북아 최고의 자본시장”을 비전(vision)으로 설정하고, 이를 달성하기 위하여 국제화를 추진하고 있다. 점차 가시화되고 있는 세계(또는 아시아) 주요 거래소간 경쟁에서 KRX의 경쟁력 제고는 정부가 추진하고 있는 동북아 금융허브 달성에도 매우 중요하며, 또한 현재 한창 논의 중에 있는 「자본시장및금융투자업에관한법률」의 경제적 효과와도 매우 밀접하게 연관되어 있다.<sup>2)</sup>

그러면 거래소의 국제화와 관련된 전략에는 무엇이 있을까? 실무에서 일반적으로 논의 되는 것으로는 교차거래(co-trading), 원격지회원제(remote membership)를 이용한 연계거래(이하 “원격지거래”), 교차상장(cross-listing), (외국)거래소간 인수·합병(M&A) 등을 들 수 있다. 이 중에서도 본 논문의 논의 대상인 교차거래는 그동안 전세계적으로 호주증권거래소(ASX)와 싱가포르거래소(SGX)간에 행해진 실험이 유일할 정도로 매우 독특하고 우리에게 생소한 연계방식인데, 2006년초 들어 KRX는 시카고상품거래소(CME), SGX, 도쿄증권거래소(TSE) 등과의 교차거래 가능성에 대해 빈번하게 언급하기 시작하였다.<sup>3)</sup>

- 1) 거래소란 자본시장에서 저렴한 비용으로 자금을 조달하고자 하는 기업의 욕구와 다양한 투자기회를 얻고자 하는 투자자의 욕구를 동시에 효율적으로 충족시켜야 한다. 지금처럼 거래소 비즈니스 환경이 국제화된 시기에 이를 충족시키지 못한다면 당해 거래소는 지역내 중심 거래소로 성장하기 어렵다는 것이 세계 주요 거래소의 공통된 인식이다. 유동성 외부효과(liquidity externality)가 존재하는 거래소 비즈니스의 특성상, 국제화를 이용하여 유동성 풀(pool)을 확충하는 것은 매우 자연스러운 전략적 수순이라 할 수 있다.
- 2) 정부는 2003년 말 한국경제의 한 단계 도약을 목표로 동북아 금융허브 육성에 대한 청사진을 제시하였다(재정경제부(2003), Urade(2005) 참조). 이를 달성하기 위해 정부가 설정한 7대 과제 중 KRX가 담당해야 할 역할 및 비중이 매우 큰데, 이 모든 사항은 KRX가 다각적으로 국제화 전략을 수행할 수 있는지의 여부와 연관되어 있다. 이는 금융부문의 발전과 실물부문의 성장에 대한 인과관계에서 전자가 후자를 선도한다는 King and Levine(1993)의 관점에 암묵적으로 그 이론적 기반을 두고 있는 듯하다.
- 3) 현재 진행되고 있는 논의에서 교차거래의 대상은 다음과 같다. 주식시장의 경우에는 주식과 ETFs(exchange-traded funds)를 포함하며, 선물시장의 경우에는 KOSPI200 주가지수 선물 제외한 모든 상품을 포함한다.

본 논문은 KRX가 추진하고 있는 이러한 교차거래의 경제적 의의와 이것이 성사가 될 경우에 발생할 수 있는 법·제도적 고려사항에 대해 고찰하는 것을 목적으로 한다. 교차거래란 전략적 이해를 공유하는 거래소간에 상호 전산시스템을 연결하여, 양국 투자자들이 자국 증권회사를 통해 상대방 거래소에 상장되어 있는 주식(또는 금융상품)에 자유롭게 투자할 수 있는 연계거래로 정의된다(III장 참조). 이는 원격지거래와 더불어 거래소간 연계거래의 가장 기본적인 유형이라 할 수 있음에도 불구하고, 이에 대한 학계의 연구는 국내외를 막론하고 거의 전무한 실정이다. 본 논문은 교차거래와 관련하여 심층적 논의를 시도하는 최초의 논문이라는 점에서 그 학문적 의의가 있다고 할 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 최근 급속하게 진전되고 있는 세계 주요 거래소시장의 환경변화와 이로부터 도출할 수 있는 KRX에 대한 시사점을 논의한다. 다음으로 국제화 전략의 기본 유형이라 할 수 있는 교차거래의 구체적 정의와 구조를 III장에서 기술한다. IV장에서는 그동안 무수한 논의가 이루어진 교차상장으로부터 교차거래의 경제적 의의를 유추하고, 이를 시행할 경우 발생할 수 있는 다양한 법·제도적 이슈를 V장에서 논의한다. VI장에서는 결론과 함께 정책적 시사점을 제시하고 논문을 마무리한다.

## II. 거래소시장의 환경변화와 거래소의 국제화 전략

최근 수년간 세계 주요 거래소를 둘러싸고 거세게 진행되고 있는 현상은 “거래소간 합병(또는 제휴) 추진”으로 요약할 수 있으며, 이에 대한 원천적 동인(driving force)은 “시장간 경쟁, 궁극적으로 대형 투자은행(IB)과의 경쟁”으로 규정할 수 있다.<sup>4)</sup> 본 장에서는 먼저, 세계 주요 거래소 비즈니스의 최근 동향을 주제별로 기술하면서 향후 전개 과정을 예상해 본다. 다음으로, 이러한 현상이 KRX를 포함한 동북아 주요 거래소에 미치는 영향을 고찰하고, KRX 국제화 전략에 주는 시사점을 간략히 기술한다.

### 1. 세계 주요 거래소 비즈니스의 최근 동향 및 예상

#### 가. 미국과 유럽의 통합 거래소(Trans-Atlantic Exchange)의 가능성

2005년 중반 이후, 미국의 대표적 거래소인 뉴욕증권거래소(NYSE)와 나스닥(Nasdaq)은 유럽의 대표적 거래소인 유로넥스트(Euronext)와 독일거래소(DB), 런던증권거래소(LSE)

4) 여기에서 언급된 시장은 광의로 정의된 시장을 의미한다. 즉, 거래소시장, ECNs으로 대표되는 대체거래시스템(ATS)은 물론이고, IB 내부에서 주문이 매칭(matching)되어 거래가 체결되는 소위 내부화(internalization)가 발생하는 추상적 장소도 포함한다(엄경식·장병훈(2006) 참조).

를 각각 대상으로 하여 경쟁적으로 합병을 시도하고 있다.<sup>5)</sup> 과연 대서양을 사이에 두고 치열하게 전개되고 있는 미국과 유럽의 통합 거래소는 출현할 수 있을까? 경제적 논리에 한해서만 보면 이는 가능하다고 볼 수 있으며, 그 이유는 다음과 같다.<sup>6)7)</sup>

첫째, 유럽거래소를 대상으로 합병을 할 경우 “사일로 모형(silo model)”<sup>8)</sup>을 채택하지 않은 거래소가 유리한데, 미국거래소는 사일로 모형을 따르지 않는다. 따라서 미국거래소가 유럽거래소를 합병하려는 의지만 있으면 유럽의 경쟁 거래소보다는 구조적으로 우위에 서있는 것이다. 범유럽거래소 비즈니스에 대한 EU의 입장을 대변하는 Lamfalussy Group(2001)은 EU내 통합 거래소는 여러 개 존재할 수 있으나, 후선업무인 청산·결제는 독립하여 존재하는 단일(또는 복수)기관이어야 할 것을 권고하고 있다. 이는 청산·결제와 관련한 비효율성이 유럽거래소가 미국거래소에 비해 낙후되었다고 평가받는 주원인이라고 판단했기 때문이다. 따라서 이에 대한 EU의 입장은 매우 단호하다. 최근의 예로, 사일로 모형이었던 Euronext와 DB가 LSE를 합병하려 했을 때 영국의 FSA(Financial Services Authority)에서 전제조건으로 내세운 것이 당해 청산·결제기관을 거래소로부터 분리하는 것이었다. Euronext는 이를 받아들여 더 이상 사일로 모형을 추구하지 않고 있으나, DB는 청산·결제기관인 Eurex Clearing과 Clearstream을 포기하지 않고 있다.

둘째, 2007년 10월과 11월로 미국과 유럽에서 각기 그 시행이 예정된 Regulation NMS(National Market System)와 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)의 영향을 들 수 있다. 거래소 비즈니스와 관련한 이 두 규정의 핵심은 주식거래의 “최선체결(best execution)의무”이다. 그런데 이들 규정이 시행되면 주식거래의 내부화가 급격히 증가하여 향후 주문흐름(order flow)을 둘러싸고 거래소와 IB간의 경쟁이 심화될 것으로 전문가들은 예상하고 있다(엄경식·장병훈(2006) 참조). 특히 미국거래소의 경우 Regulation NMS가 시행되면 전자주문거래를 (반드시) 실행해야 하는데, 이미 전자주문장(electronic limit order book)제도를 채택하고 있는 유럽거래소를 합병하는 것은 미국거래소에게 커다란 매력일 수 있다.

셋째, 「Sarbanes-Oxley Act 2002」의 역풍으로 상장수익이 악화된 것도 미국거래소가

---

5) 합병 대상인 유럽거래소들은 한편으로는 상대방 미국거래소의 제의에 대응하면서, 다른 한편으로는 유럽내의 다른 거래소와의 합병도 모색하고 있다.

6) CME와 CBOT(Chicago Board of Trade)의 합병 발표(2006. 10)로 거대한 파생상품거래소의 등장 가능성은 현재 진행되고 있는 NYSE와 Euronext와의 합병을 더욱 촉진시킬 것으로 전망케 한다. 왜냐하면 NYSE가 Euronext와 합병하는 주요 이유로, 수익성이 높은 상품(파생상품)으로 거래소의 비즈니스 영역을 확장하려는 의도도 있기 때문이다.

7) 통합 거래소에 대한 공적규제의 관할권 문제는 그 이해관계가 복잡하게 얽혀있지만 매우 중요한 이슈이다. 이것이 하나의 걸림돌로써 작용하여 미국과 유럽의 거래소간 통합이 이루어지지 않을 수도 있다는 예측도 만만치 않다.

8) 유럽의 국가간 거래소 통합의 형태로는 크게 사일로 모형(수직적 통합모형)과 수평적 통합모형이 있다. DB는 시장뿐만 아니라 청산·결제(또는 예탁)를 수직적으로 포괄하는 사일로 모형의 대표적 예이다. 반면, Euronext는 4개국 시장을 수평적으로 통합할 뿐 자체내에 청산·결제(또는 예탁)기관을 보유하지는 않는다(물론 이를 수행하는 Euroclear와 밀접한 비즈니스 관계를 가지고는 있지만).

유럽거래소의 합병을 적극적으로 추진하는 또 다른 요인이다.<sup>9)</sup> 이는 미국거래소가 주식회사로 전환한 후 진정한 주식회사로서 기능하기 시작하면서, 일정 수준의 자율규제기능 (self-regulatory function)을 유지하면서 최대한의 이윤을 추구하는 방식으로 비즈니스 마인드에 변화가 발생했기 때문인 것으로 판단된다.

## 나. DB와 OMX의 움직임과 예상 가능한 선택

유럽내 거래소간 합병을 주도했던 두 거래소인 DB와 OMX의 범유럽거래소에 대한 의지는 희망사항으로 끝날 가능성이 높아 보인다.

DB의 경우를 보면 거래소 비즈니스에 아직도 국가적 자존심이 엄존하고 있음을 알 수 있다. 물론 원칙적이고 명목적으로는 비즈니스 원리가 우선시 되고 있지만, 독일에 대한 다른 유럽국가들의 정서는 무시할 수 없는 것으로 보인다. NYSE Euronext가 탄생한 후 NYSE Euronext가 DB를 합병할 수 있다고 언급할지라도, DB는 스위스거래소(SWX), 비엔나거래소(WB) 등과 연합할 것으로 예상된다. 현재 상하이증권거래소(SSE)에 시스템을 공급하고 있기 때문에 중국주식시장과의 연대도 강화할 것으로 전망된다.

지속적으로 LSE를 합병코자 했던 OMX의 노력도 성사되지 못하였다. Nasdaq의 영향권 하에 들어선 LSE가 뒤늦게 OMX와의 비즈니스 연계를 모색하고 있지만 실현 가능성이 매우 적다고 할 수 있다. 현재 OMX는 북구 및 발트해 연안국가들과 NOREX Alliance를 통해 시스템 및 규정이 통합된 상태이다. 즉, 단일 스크린으로 이들 시장간에 상호 접속할 수 있다. DB의 예에서처럼 거래소 비즈니스에도 역시 민족적, 문화적 유사성이 작용하고 있음을 알 수 있다. 아직 구체적으로 논의되고 있지는 않지만 태생적으로 시장이 협소하기 때문에 다른 대형 거래소와의 합병 가능성은 항상 열려 있다고 볼 수 있다.

## 다. 아시아거래소의 발전 전략

아시아의 주요 거래소들도 국제화를 통한 경쟁력 제고를 위해 외국거래소와의 전략적 제휴를 활발히 추진하고 있다. 그러나 아시아거래소들의 이러한 노력은 시장간 연계 및 통합 측면에서 SGX를 제외하고는 미국과 유럽의 거래소들에 비해 비교적 초기 단계라 할 수 있다. 왜냐하면 거래소가 전략적으로 국제화를 추구할 수 있기 위해서는 주식회사로의

9) 「Sarbanes-Oxley Act 2002」 제정 이전인 2000년에는 전세계 10대 IPO(initial public offering) 중 9개사가 NYSE에서 이루어진데 비해, 2005년에는 거꾸로 9개사가 LSE와 Euronext에서 성사되고 오직 1개사만이 NYSE에서 이루어졌다. 이와 관련하여 Steil의 다음과 같은 표현은 의미심장하다: “The NYSE is not buying a foreign exchange; the NYSE is buying a foreign jurisdiction.” 이러한 현상은 Nasdaq의 LSE 합병 시도에도 동일하게 적용된다(Clary(2006)).

전환(demutualization)과 IPO가 구조적인 전제조건인데, 대부분의 아시아거래소들은 이를 완료하지 못했기 때문이다. 아시아 주요 거래소의 국제화 전략을 살펴보면 다음과 같다.

SGX는 아시아 지역에서 가장 먼저 공격적이고 다양한 형태의 국제화를 활발히 추진하고 있다. 대상 부문도 주식과 파생상품 부문을 망라하고 있다. 주식 부문의 대표적인 국제화 사례로는 ASX와의 교차거래를 들 수 있다. SGX는 2001년 12월 세계 최초로 ASX와 교차거래를 개시하였다. 그러나 거래량 부족으로 2006년 9월로 종료되어서 이 시도는 일단 실패로 막을 내렸다(de Terán(2006)). 이 외 SGX는 아메리카증권거래소(AMEX)와 제휴하여 ETFs의 교차상장과 거래를 활성화시키려 하고 있으며, 말레이시아거래소(Bursa Malaysia), TSE 등과의 교차거래도 추진하고 있다. 파생상품 부문의 국제화와 관련한 성과도 최근 다소 주춤하고 있다. SGX는 CME와 제휴로 1984년 이래 양 거래소간 선물거래 링크인 MOS(mutual offset system)를 통해 세계 최초로 “상호청산(offset)거래”를 성공적으로 수행해왔다. 그러나 최근 CME의 GLOBEX Alliance와 제휴관계가 성립되지 않아 MOS를 통한 유동성이 급감하였고, 이는 SGX 총수익 자체를 급감시키는 요인으로 작용하고 있다.<sup>10)</sup> 또한 CBOT와 합작으로 “Joint Asian Derivatives Pte. Ltd.”를 설립(2006. 1)하여 운영하고 있으며, SET(Stock Exchange of Thailand)와 파생상품 교차거래도 성사 단계에 있다.

SSE의 경우 아직까지는 자본시장의 확립에 중점을 두고 있다.<sup>11)</sup> 그러나 2006월 3월 CFETS(China Foreign Exchange Trade System)가 CME와 GLOBEX Alliance를 통해 중국 시장에 CME의 환율 및 이자율 선물상품을 거래할 수 있도록 계약한 것은 국제화 전략에 있어서 향후 SSE의 행보를 가늠해 볼 수 있는 중요한 사건이라 할 수 있다. 즉, 하루 24시간 금융상품거래를 목적으로 운영 중인 GLOBEX Alliance의 취지로 볼 때, 아시아 금융허브에 대한 SSE와 CME의 이해가 일치한 것으로 짐작된다.

TSE는 SGX와 달리 눈에 띄는 국제화 전략을 수행하지 않았고, 단지 세계자본시장에서 차지하는 자신의 위상을 손상시키지 않을 정도의 기본적인 국제화 및 성장전략만을 추구해왔다. 그러나 최근 이러한 전략에 변화가 발생하고 있다는 징후가 자주 나타나고 있다. 첫째, 작년 11월 POSCO의 교차상장 유치에서 볼 수 있듯이, “하루 24시간 글로벌 주식거래”의 아시아 지역 허브로서의 주도적 역할을 수행하려 하고 있다. 둘째, NYSE와의 지분 교환(10%, 2009년 예정)을 하기로 합의(2006. 10)하고 또 KRX, SSE 등과의 연계를 거론하는 등, 보수적인 경영으로 유명한 TSE가 기존과는 매우 상이한 움직임을 보이고 있다.

10) 2006년 10월 CME와 SGX는 MOS를 재개하기로 합의하였다. 이는 세계 주요 거래소간 전략적 제휴가 얼마나 변화무쌍하고 급박하게 전개되고 있는지를 명확히 보여주는 하나의 사례이다.

11) SGX와 함께 아시아의 대표적 국제거래소인 홍콩거래소(HKEX)는 중국에 반환되면서 국제화와 관련한 아시아의 선도적 지위를 크게 잃어 가고 있다.

## 2. 동아시아거래소에 미치는 영향 및 KRX에 주는 시사점

언어, 문화(민족적 자긍심), 경제적 통합, 거래소 수준 등과 같은 측면에서 볼 때 동북아거래소간에 통합은 단기간 내 성사되기는 힘들 것으로 전망된다. 그러나 미국과 유럽의 통합 거래소 또는 다른 대형 거래소(예: CME, NYSE)가 동아시아거래소(예: TSE)와 통합에 가까운 연계를 할 가능성은 우리의 예상 보다 훨씬 빠르게 진전될 수도 있다. 이러한 전망은 현재 발생하고 있는 미국과 유럽거래소의 합병 움직임이 예상과는 달리 매우 신속하게 전개되고 있기 때문이다. DB가 SSE와 시스템 통합을 통해 중국주식시장에 접근하려는 시도와 최근 부쩍 뉴스에 등장하는 CME와 NYSE의 아시아 관련 움직임은 이러한 변화의 시초라 볼 수 있다. 이는 세계 주요 거래소 대부분이 IPO를 통해 주식회사로의 전환을 완성함으로써, 일정 부분 영리를 목적으로 하는 기업으로서의 거래소 비즈니스 문화가 정착된 것을 의미한다. 따라서 공적 기능에 해당되는 업무는 가급적 공적규제기관에 의지하거나 독립된 기관에 의해 수행하고, 운영부문은 철저히 기업경영의 논리가 작동하고 있는 것을 알 수 있다.

결국 KRX는 비전을 가지고 비교우위가 큰 부문에 역량을 집중하여 세계 수준의 거래소와 연계하면서 거래소간 경쟁에 대비해야 할 것이다. 현재 KRX가 추구하는 CME, SGX, TSE 등과의 교차거래도 이러한 시대적 흐름을 반영한 국제화 전략이라 할 수 있다.

## III. 교차거래의 정의 및 구조

### 1. 개관

전술한 바와 같이 거래소 국제화에는 교차거래, 원격지거래와 같은 거래소간 연계(exchange-to-exchange linkage), 거래소간 M&A, 브로커나 정보판매자 등 시장참가자의 국제화 등 다양한 전략적 접근이 가능하다. 그 중에서 거래소간 연계란 관련 거래소가 법적 독립성을 유지하면서 상호 연계를 모색하는 방안으로서 양자간 연계방식과 다자간 연계방식으로 구분할 수 있다. 본 연구에서 대상으로 하고 있는 교차거래는 양자간 연계방식에 속한다고 할 수 있다. 거래소간 M&A는 관련 거래소가 법적 독립성을 상실하면서 상호 협력을 모색하는 방안이며, 시장참가자의 국제화는 브로커나 정보판매자 등 시장참가자가 그 업무범위를 국제화함으로써 간접적으로 거래소의 국제화를 이루는 방안을 말한다. 거래소 국제화의 최종적이면서 가장 확실한 방안은 거래소간 M&A라고 할 수 있지만, 대부분 현실적 실현가능성이 부족하기 때문에 거래소간 연계 방안을 추구하게 되는 것이라고 할 수 있다.

## 2. 교차거래

### 가. 의의

교차거래란 거래소간 전산시스템 연결을 통하여 양국 투자자들이 자국 증권회사를 통하여 상대방 시장에 상장되어 있는 주식(또는 금융상품)에 자유롭게 투자할 수 있는 방식을 말한다. 동일 종목에 대해서는 단일 주문장(order book)을 활용함으로써 유동성의 이전(liquidity migration)을 방지하면서 상장기업, 투자자, 거래소 모두에 유용한 거래방식이라고 할 수 있다. 물론 외국으로부터 위탁중개업무를 수행하는 국내증권회사의 수익 침해와 같이 거래소와 국내증권회사와의 이해상충도 발생할 수 있다. 이 경우 양 거래소간 또는 거래소와 국내증권회사간 수익분배(revenue sharing)가 핵심과제로 등장하게 된다.

### 나. 종류

#### 1) 원격지회원

원격지회원(remote member)이란 증권회사 국내지점 또는 현지법인을 별도로 설립하지 아니하고 국내시장의 매매·결제기능을 부여받은 회원을 말한다. 다시 말해 외국법에 의하여 설립되고, 외국 현지에서 영업을 행하는 외국증권업자에 대하여 회원가입을 허용하는 것을 말한다. 실제 거래는 당해 회원과 거래소간 직접 연결된 매매시스템을 통해 이루어지게 되고, 동 회원이 국제결제기구를 통해 직접 결제하거나 다른 결제회원을 통하여 결제를 처리하게 된다. EU 국가간 단일증권업 면허제 채택에 따라 서유럽거래소의 다수가 원격지회원제도를 도입하고 있다.

#### 2) 교차회원

교차회원(cross member)이란 거래소간 연계시 상대방 거래소의 회원에 대하여 자신의 거래소시장을 이용할 수 있도록 회원자격을 상호 인정하는 방식을 말한다. 쌍방 거래소의 합의에 의해 회원권을 일괄적으로 상호인정하는 것이다. 거래소간 시스템 연계 및 공동 플랫폼을 통해 매매하고 상대방 거래소가 동 회원의 결제이행책임을 부담하며 중앙예탁기관(CSD)이 개입하게 된다. 실제 도입한 사례로는 Euronext(2000. 10)와 NOREX Alliance(1999. 6)를 들 수 있다.

#### 3) 포털딜러

포털딜러(portal dealer, PD)란 교차회원제도를 운영하는 하나의 방식으로 별도의 PD에

해당하는 회사를 설립하거나 지정하여 시장참가가 가능하도록 하는 제도를 말한다. 교차회원제도를 도입할 경우 소속된 다수 회원에 대한 결제보증책임 및 결제위험을 최소화하기 위하여 PD를 거래소의 자회사로 설립운영하기 때문에 사실상 특수한 형태의 교차회원제도라 할 수 있다. PD를 이용한 대표적인 교차회원제도는 ASX-SGX간 연계모델의 사례이다.

## 다. 평가

먼저 교차거래는 종래의 외국증권거래에 비해 ① 환리스크를 최소화하는 등 거래비용이 절감되고, ② 국내거래와 마찬가지로 평소 거래관계가 있는 증권회사로 주문을 할 수 있으며, ③ 매매에 따른 현금이나 증권관리가 안전하고 효율적이고, ④ 외국투자자의 투자를 가능하게 함으로써 관련 거래소 상장기업의 교차상장 유인을 감소시킬 수 있고, ⑤ 거래소간 M&A에 비해 관련 거래소가 중심적 역할을 계속 유지할 수 있다는 것이 장점으로 지적되고 있다.

반면, 실제로는 다음과 같은 단점이 발생된다는 지적도 있음을 유의하여야 한다. ① 국제분산투자를 행하는 기관투자자로서는 교차거래를 통한 매매발주가 전체 수수료 절감으로 연결되지 않는다는 점이다. 기관투자자의 경우 통상거래에서는 증권회사와 수수료 협상을 통해 거래량에 따라 대규모 할인을 받고 있다. 그러나 교차거래를 통한 발주는 통상거래와는 별도로 집행·결제되어, PD 및 중개증권회사간에 발생하는 수수료 이외에 중개증권회사에 대한 수수료, 청산수수료가 발생하게 된다. ② 개인투자자는 국내증권투자보다 리스크가 높고 비용도 소요되는 외국증권투자에 대하여 관심이 적기 때문에 다소 비용이 절감된다 해도 적극적으로 투자하지는 않을 것으로 판단된다는 점이다. 또한 ③ 양국 투자자는 외국증권투자에 대한 이해나 거래대상 기업의 인지도와 관련하여 차이가 있기 때문에 거래소 쌍방이 동등한 효과를 기대하기는 어렵다는 지적도 있다.

## 3. 구조--ASX-SGX간 교차거래

### 가. 배경 및 경과

ASX와 SGX가 교차거래에 나서게 된 배경을 이들 거래소의 전략적 위상과 관련하여 정리하면 다음과 같다. 먼저, ASX의 경우 1998년 주식회사화 당시 ASX의 사업에 대한 위협요인으로, 호주의 주요 기업이 브로킹(broking) 집중을 통한 국제화를 하기 위해 경쟁 거래소로 이전할 가능성과 이에 따른 유동성 감소에 대한 우려가 제기되었다. 이에 대한 대응으로 ASX는 ASX World Link(미국 및 싱가포르), Nasdaq Alliance 및 NYSE GEM Alliance를 포함하는 국제화 전략을 채택하였다.<sup>12)13)</sup> SGX와의 교차거래는 ASX World Link를 통하여

12) ASX World Link는 ASX International Services Pty. Ltd.에 의하여 제공되는 서비스의 브랜드명이다. 동 서비스를 통하여 투자자들은 국제시장에 상장된 “참가국제증권(participating international securities)”에 대하여 호주브로커를 통하여 호주달러로 투자할 수 있다. Nasdaq Alliance 및 NYSE GEM Alliance를 통한 거래소간

2001년 12월 20일 개시되었으나 거래량 부족으로 2006년 9월 30일 중단되었다. 한편, SGX는 시장간 연계를 통한 역내 금융허브 구상을 전략적으로 추진하고 있는데, ASX와의 교차거래도 그러한 전략의 일환이었던 것으로 판단된다. ASX와의 교차거래가 중단된 현재, SGX는 Bursa Malaysia, TSE, SET와의 교차거래를 협의 중인 것으로 알려져 있다. SGX와 ASX간의 교차거래 진행경과를 보면 <III-1>과 같다.

**<표 III-1> ASX-SGX간 교차거래 진행 경과**

일자	내용
2000. 3	ASX-SGX간 교차거래 계획 발표
2000. 6. 6	매매 및 결제시스템 연계에 관한 합의서 작성
2001. 4.17	ASX-SGX 협력 및 정보교환에 관한 MOU 체결
2001.11. 9	규제 및 심리 관련 정보교환을 위한 MOU 체결 교차거래 대상을 SGX 49, ASX 50종목으로 확정
2001.11.15	시스템 시험 가동(live broker-pilot test)
2001.12.20	교차거래 개시
2003. 3.31	교차거래 대상 종목을 각기 100종목으로 확대
2005.12.31	ASX outbound 교차거래 서비스 중단
2006. 9.30	ASX inbound 교차거래 서비스 중단

#### 다. 방식 및 절차

통상 특정 증권거래소에 상장된 증권을 당해 거래소가 개설한 시장에서 거래하기 위해서는 당해 거래소에 매매주문을 낼 수 있는 거래참가자격을 가진 증권회사를 통해야 한다. 예를 들면, 국내개인투자자가 미국주식을 NYSE에서 매입하고자 할 경우에는 국내증권회사를 경유하여 NYSE에 거래참가자격을 가진 현지 증권회사에 발주하는 형태를 취하게 된다. 그러나 ASX-SGX 교차거래시스템은 일방 거래소의 거래참가자(증권회사)가 상대방 거래소의 거래자격을 가지지 않아도 아래에 기술하는 구조를 통해 상대방 거래소에 사실상 직접 매매발주가 가능한 시스템을 구축하고 있다.<sup>14)</sup>

##### 1) PD의 설립 및 운영

PD는 교차거래의 게이트웨이(gateway)로서 거래참가자(증권회사)를 대표하고 상호거래 링크에서의 취급 증권만을 대상으로 하는 국제주문의 집행 및 청산·결제를 담당한다. SGX는

연계는 아직까지 실현되지 못한 상태이다.

- 13) 주식회사화 이후 1998년~2004년간 ASX의 4대 전략은 ① 핵심사업의 제고(to enhance the core business), ② 시장의 확대(to extend our core marketplace services to other markets), ③ 서비스의 확대(to extend the range of marketplace services that we offer), ④ 국제화(to extend our international reach)였다. ASX의 동기간 중 위협요인 분석과 전략에 대해서는 Richards(2005)를 참조하기 바란다.
- 14) ASX-SGX 교차거래시스템의 방식과 절차에 대해서는 SGX(2000), ASIC(2001), ASX(2002), 吉川眞裕(2002), 橋本基美(2003)를 참조하기 바란다.

SGX-SPV(SGX Link Pte. Ltd.), ASX는 ASX International Services Pty. Ltd.라는 PD를 100% 출자로 설립하였다. PD를 통하여 상대방 거래소에 대한 매매체결과 청산·결제 등 일체의 서비스를 제공함으로써 국제거래에 따른 각종 문제점을 원천적으로 제거할 수 있게 된다.

ASX PD는 “거래소 또는 거래소의 관계 단체”로 규정되어 ① ASX의 거래참가자(증권회사)를 대신하여 SGX 상장증권의 주문을 SGX로 발송하는 대리인으로서 행위하고, ② SGX PD로부터 접수한 ASX 상장증권의 주문을 ASX에 발주하는 것을 주된 역할로 한다(ASX Business Rules Rule 15). ASX PD의 업무는 호주회사법(Corporations Act 2001)상 딜러의 업무에 해당하므로 딜러 면허를 받고 있지만, 그 회원사나 SGX PD로부터 주문을 받아 연계하는 기계적인 업무에 한정된다.

SGX PD는 “회원증권회사나 외국증권거래소의 거래참가자에 교차거래, 청산, 결제 서비스를 제공하는 SGX의 자회사”로 규정되어 있는 SGX의 회원사이지만, 그 업무는 교차거래와 관련된 거래로 한정되어 있다(SGX-ST Rules & By-laws Rule 14). PD는 회원으로서 업무수행과 위험관리에 필요한 자본, 설비 및 인적자원을 갖추도록 요구되며, PD에 대해서는 청산회원임에도 불구하고 일반적인 자본금요건을 완화하여 적용한다.<sup>15)</sup>

## 2) 매매체결

매매절차는 다음과 같다(<그림 III-1> 참조). 호주투자자에 의한 SGX 상장증권의 매매주문은 ASX의 거래참가자(증권회사)로부터 ASX PD를 경유하여 SGX PD에게 발송되고, SGX의 전자거래시스템인 CLOB에서 집행된다. 싱가포르투자자에 의한 ASX 상장증권의 매매주문은 SGX의 회원증권회사로부터 SGX PD를 경유하여 ASX PD에게 발송되고, ASX PD에 의하여 SEATS(ASX 자동거래시스템)에서 집행된다. 이와 같이 교차거래시스템에서는 일방의 PD에 집중된 주문이 상대방의 PD에게 발송되고 집행되기 때문에 PD의 주문으로 표시되고, 개별증권회사로부터의 주문이 직접적으로 상대방 거래소의 주문장에 표시되지는 않는다.

매매제도는 “매매가 이루어지는 시장에서 채택한 제도”가 적용된다. ASX 상장증권의 주가는 호주달러로, SGX 상장증권의 주가는 싱가포르달러로 표시된다. SGX의 표준거래단위는 1,000주 이상이지만, ASX에서는 1주부터 거래가 가능하므로 투자자는 거래대상 기업이 상장되어 있는 거래소의 표준거래단위로 거래해야 한다.

교차거래대상 종목의 경우 거래개시 시점에는 SGX 49, ASX 50종목으로 출발하였으나, 각 시장별 100개 상장종목으로 확대되었다. 이는 교차거래시스템의 용량을 고려하여 점진적으로 확대한 것이다(ASX-SGX(2003) 참조). 교차거래대상 종목은 각 거래소가 주요 주가지수의 구성종목을 중심으로 유동성, 업종 대표성, 시가총액, 투자자의 인지도를 감안하여 선정하며, 선정된 종목에 대해서는 양 거래소가 상호 승인하는 절차를 밟는다.

15) 일반회원이 500만 호주달러인데 비해, PD는 100만 호주달러이다.

### 3) 청산·결제

교차거래대상 종목에 대한 청산·결제는 PD의 위임을 받은 각 시장의 청산·결제기관이 담당하고 양 거래소가 협정에 의하여 PD의 결제의무 이행을 보증한다. ASX는 SGX PD에 대하여 ASX PD의 결제이행을, SGX는 ASX PD에 대하여 SGX PD의 결제이행을 각각 보증하는 형태이다.

싱가포르투자자에 의한 ASX 상장증권의 거래결제는 다음과 같이 이루어진다. 우선, 자금결제는 SGX PD와 SGX 거래참가자(증권회사)간에는 싱가포르달러로 이루어지지만, 증권회사와 투자자간에는 싱가포르달러, 호주달러 양자 모두 가능하다. 증권결제는 호주에 있는 CHESS를 통하여 이루어진다. 교차거래를 통한 ASX 상장증권 거래에는 SGX의 100% 자회사인 CDP(Central Depository Pte. Ltd.)가 싱가포르투자자를 위한 지정인(nominee)이 되고, 싱가포르투자자는 CDP에 직접 자기명의로 증권계좌를 보유하거나, CDP에 증권계좌를 가진 SGX 회원증권회사에 하위계정(sub-account)을 보유해야 한다. 후자의 경우 회원증권회사가 CDP로부터 송부된 통지에 따라 투자자의 하위계정으로 대체하게 된다. CDP는 호주에 있는 CHESS에 ASX 상장증권을 보유하므로 현지 수탁기관(custodian) 겸 결제대리인을 지정해야 한다. CHESS는 현지 수탁기관이 관리하는 CDP의 증권계좌로 매입된 ASX 상장증권을 증가기재한다. 싱가포르에 있는 CDP에서는 CHESS에 보관된 ASX 상장증권의 투자자보유분이 T+3(거래일로부터 4일) 후에 CDP에 있는 각 투자자의 증권계좌로 증가기재함으로써 결제를 완성한다.

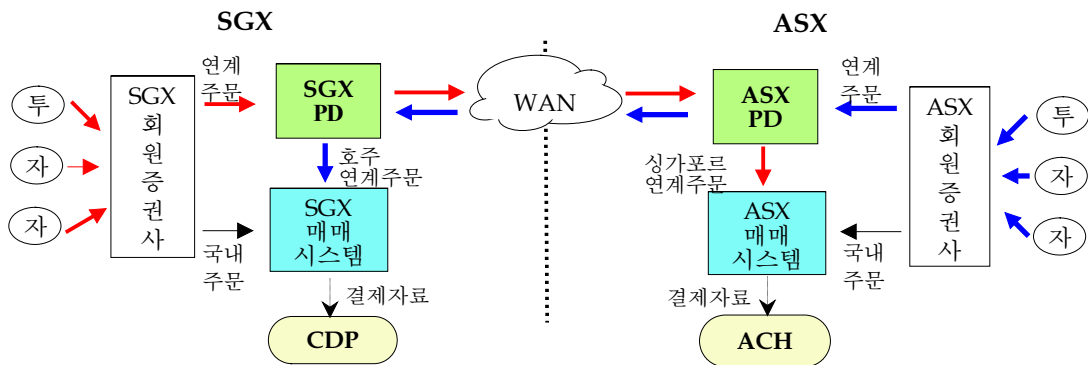
호주투자자에 의한 SGX 상장증권의 거래결제는 다음과 같이 이루어진다. 호주달러로 결제되므로 ASX PD는 SGX 상장증권의 거래금액을 싱가포르달러 표시에서 일괄적으로 호주달러 표시로 환산하여 호주달러로 결제하기 위한 조정을 행하게 된다. 호주투자자에 의하여 매입된 SGX 상장증권은 싱가포르의 CDP에서 CHESS의 예탁 관련 수탁기관인 CDN(CHESS depository nominee)의 명의로 보유되는 옴니버스계좌(CDN이 지정하는 글로벌 수탁기관이 포괄적으로 보유하는 계좌)를 통하여 보관된다. 싱가포르에서 CDN이 SGX 상장증권을 수령할 때 CDP에 기장된 보유분을 기초로 CHESS가 스폰서가 되어 “외국예탁증서(FDI)”가 발행되고, 진정한 소유자인 호주투자자 명의로 호주에 있는 CHESS에 등록되는 절차를 취하게 된다. CHESS는 투자자에 대하여 FDI의 보유 상황을 설명하는 보고서를 제공하게 되고, FDI의 수도는 ASX가 싱가포르에서 결제를 확인한 후 통상 T+4(거래일로부터 5일째)에 이루어진다. SGX 상장증권의 매입대금은 적어도 SGX 결제일의 1일 전에는 증권회사로부터 지급되어야 한다. 시차와 국제거래인 점 등을 고려하면 지급기한은 T+2(거래일로부터 3일째)가 된다.

#### 4) 권리행사

ASX 상장증권을 취득한 싱가포르투자자는 CDP에 소정의 방법으로 의결권행사의 지시를 할 수 있다. CDP는 의결권행사의 개별지시를 정리하여 수탁기관에 통지하게 되고, CDP는 수탁기관을 통하여 수취한 배당을 수표나 은행이체를 통하여 지급하게 된다. 기타 투자자의 구체적인 대응이 필요한 권리행사(corporate action)에 대해서는 지시서를 송부한다.

SGX 상장증권을 취득한 호주투자자는 CHESS에 등록된 FDI를 수령할 뿐, 당해 SGX 상장기업의 주주로서 의결권과 같은 법률상 권한을 행사할 수 없다. 따라서 연차보고서나 주주총회소집통지 등은 투자자에게 송부되지 않는다. 투자자는 CHESS에 있어서의 FDI라는 보유형태를 다른 수탁기관을 통한 직접보유로 변경할 수 있지만, 이 경우 보유주식을 교차거래시스템을 통하여 매각하는 것은 불가능하게 된다.

<그림 III-1> ASX-SGX간 연계 구성도



ACH: Australian Clearing House, CDP: Central Depository, PD: Portal Dealer, WAN: Wide Area Networks.

#### 5) 투자자보호 및 기타 사항

거래대상 증권의 발행주체에 대해서는 자국의 상장·공시규정이 적용되고, 발행기업의 공시정보의 정확성에 대해서도 자국 감독당국이 감시하게 된다. 호주증권회사로부터의 PD를 통해 SGX에서 집행된 경우 싱가포르감독당국은 호주감독당국에 대하여 부정행위를 한 호주증권회사에 대한 제재를 요구할 수 있는 권한이 인정된다. PD에게는 이러한 부정거래가 국외로 나가지 않도록 혹은 국내로 들어오지 않도록 미연에 방지하는 역할이 요구된다. 이러한 기능을 가진 PD를 지배하는 친회사는 특별한 업무규정을 정하거나 외국거래소와의 상호 공통규칙을 적용하여 정보교환이나 조사권을 행사할 수 있는 수단을 필요로 하게 된다. 이러한 이유로 인해 PD의 형태가 규칙제정권이나 감독집행권한을 가진 거래소의 자회사에 한정되는 것이다.

#### 4. 평가

ASX는 ASX World Link 서비스를 국외투자(outbound)에 대해서는 2005년 12월 31일, 국외로부터의 투자(inbound)에 대해서는 2006년 9월 30일에 각각 중단하였다. 전술한 바와 같이 교차거래는 종래의 외국증권거래에 비해 비용 절감 및 안전성 등에 있어서는 장점이 인정되고 있지만, 동시에 기관투자자와 개인투자자의 입장에 따라 다양한 단점이 존재한다는 점도 확인되고 있다. 이에 2005년 6월 30일 당시 ASX CEO(Tony D'Aloisio)는 거래량 부족을 표면적 이유로 하여 ASX World Link의 축소를 발표하고, 관련 투자액 730만 호주달러를 손실처리하였다(ASX(2005) 참조). 그리고 호주에 대한 “싱가포르의 중요성을 고려하여” 유지해 오던 싱가포르로부터 호주로의 투자(inbound)도 2006년 9월 30일 역시 중단하였다. 이는 ASX가 교차거래의 목적을 명백히 상업적 이익의 확보에 두고 있었으며, 그러한 목적을 달성할 수 없다는 사실이 확인되자 거래를 중단한 것을 시사하는 것이다. 반면, SGX는 ASX와의 교차거래의 유지에 관심이 있었다. 이는 SGX가 교차거래의 목적을 시장간 연계를 통한 역내 금융허브의 설립에 목적을 두고 있었으며, 따라서 단기적인 상업적 성과는 SGX에게 중요하지 않았던 것을 의미한다.

이와 같이 교차거래에 대해서는 수행주체의 경영목적에 따라 다양한 평가가 가능하지만, 관련 증권시장의 환경을 고려하여 보다 장기적인 관점에서 검토할 필요가 있다고 본다. 또한 교차거래가 가능하기 위한 전제조건으로 공동의 문화적 환경과 제도적 기반, 상대시장 및 기업에 대한 인지도 등을 들 수 있는데, 호주와 싱가포르는 그러한 요건을 갖추고 있었다고 판단된다.<sup>16)</sup>

“ASX-SGX간 교차거래의 중단을 시장간 연계 혹은 교차거래 모형의 실패사례로 볼 것인가”라는 질문에 대해서는 시장간 연계 혹은 교차거래의 목적에 따라 다른 반응을 보이고 있는 점도 주목되는 현상이다. 상업적 이윤의 확보를 목적으로 하고 있는 ASX는 명백히 실패 사례로 보고 있는 것으로 파악된다. 그러나 시장간 연계 혹은 교차거래 모형의 성공 여부는 각 당사자의 환경과 여건에 따라 다를 수 있으므로, ASX-SGX 모형을 교차거래의 성공 혹은 실패로 일반화하기는 어렵다고 판단된다. 반면, 역내 금융허브를 목적으로 하고 있는 SGX는 보다 장기적인 시각에서 검토가 필요하다는 의견으로 파악된다. TSE 역시 교차거래 목적을 시장간 밀접한 관계의 형성 및 상업적 이윤의 확보로 파악하고 있으며, 그 성과를 장기적인 시각에서 예측해야 한다는 관점을 가진 것으로 판단된다.

16) ASX에서는 오히려 ASX-SGX 보다 Bursa Malaysia-SGX간에 이러한 요건이 보다 완비되어 있어 성공적인 교차거래가 가능할 것이라는 의견을 피력하기도 하였다.

## IV. 교차거래의 경제적 의의

서론에서 기술했듯이 본 논문의 주 연구 대상인 교차거래의 경우 이를 실행하고 있는 거래소가 매우 제한적이어서 이에 대한 학계 연구는 거의 없는 반면, 국제화 전략, 그 중에서도 연계거래와 관련한 거의 모든 연구는 교차상장에 집중되어 있다. 따라서 교차거래에 대한 경제적 의미는 교차상장의 경제적 의미에 대한 기존 연구로부터 유추하는 것이 현재로서는 최선의 방법이라 판단된다. 본 절에서는 먼저 교차상장에 대한 경제적 의의를 기술하고 난 후, 교차거래에 대한 경제적 의의를 기술한다.

### 1. 교차상장

교차상장에 대해서는 크게 ① 상장기업, ② 투자자, 그리고 일국의 자본시장 발전과 연결된 ③ 증권시장 및 ④ 거시경제 측면 등으로 세분하여 그 동기 또는 효과를 파악할 수 있다. 그러나 상장기업과 투자자 측면에서 본 교차상장의 경제적 의의는 서로 동전의 양면과 같은 성격을 지니고 있기 때문에 이에 대해서는 본 항에서 함께 다루고, 증권시장과 거시경제 측면에 대해서는 다음 항에서 별도로 구분하여 기술한다.

#### 가. 상장기업 및 투자자에게 미치는 영향

교차상장이 상장기업과 투자자에게 미치는 영향에 대해서는 여러 가지 세부 가설이 논의되고 있지만, 일반적으로 “Market Segmentation Hypothesis”와 “Bonding Hypothesis”의 두 가설로 구분되고 있다. 여기에 더해 본 논문에서는 Bonding Hypothesis와 매우 밀접한 Signalling Hypothesis를 따로 구분하여 기술한다.

##### 1) 시장분할의 극복: Market Segmentation Hypothesis

Market Segmentation Hypothesis(이하 MSH라 함)는 저발전 단계의 시장에 속한 기업이 세계 유수의 시장에 접근하여 보다 저렴한 자본비용으로 자금을 조달하기 위해 교차상장을 시도한다는 가설이다.<sup>17)</sup> 이에 대한 논리는 다음과 같다. 세계자본시장에 충분히

17) 이와 밀접하게 연관된 가설로 “주식보유자기반확충가설(Shareholder Base Hypothesis: 이하 SBH라 함)”이 있다. SBH는 외국의 주요(또는 여타) 거래소와 연계 없이 국내거래소에만 한정되어 거래되던 당해 기업의 주식이 분할된 시장을 극복한다는 측면에서는 MSH와 동일한 의미를 갖는다. 그러나 외국거래소의 투자자들은 교차상장을 했다는 이유 하나만으로 선뜻 이러한 주식에 투자하지는 않는데, MSH는 이에 대한 설명을 하지 못한다. 이에 비해, SBH는 MSH에 근거를 두고, 교차상장이 투자자 기반의 확대로 이어져 유동성과 자본조달의

편입되지 못한 국가의 기업은 대부분 낮은 수준의 기업 경영환경(즉, 기업 경영환경과 관련하여 높은 위험 수준)으로 말미암아 자본비용이 상대적으로 매우 높다. 이 경우에 당해 기업이 유동성이 높은 선진시장에 교차상장을 하면 자국시장의 저발전에 따른 내생적 위험을 다른 선진국가의 투자자와 공유할(risk-sharing) 수 있으므로 자본비용을 절감시킬 수 있다. 즉, 당해 기업과 관련한 위험 프리미엄의 감소로 자본비용은 낮아지게 된다.<sup>18)</sup>

이는 교차상장과 관련한 가장 오래된 가설로서, 국제투자에 대한 진입장벽<sup>19)</sup>이 매우 높았던 시기에 교차상장을 설명하는 가설이다. 그러나 미국주식시장에 교차상장된 사건연구(event study)를 통해 본 결과에 의하면, 교차상장으로 인해 기업의 자본비용은 감소하지만(Miller(1999)) 그 결과가 MSH에 의한 것이라는 데는 의견이 일치하지 않는다. 오히려 교차상장과 관련하여 MSH로 설명할 수 있는 것보다 설명할 수 없는 부분이 더 많다는 것이 현재 학계의 공통된 의견이라 할 수 있다(Foerster and Karolyi(1999), Karolyi(2004) 참조). 한편, 국내기업의 DRs(depository receipts) 교차상장을 대상으로 MSH를 검증한 김재명·안희준(1999)은 국내기업의 NYSE 교차상장으로 이들 기업이 세계자본시장에 통합되는 긍정적 효과가 나타나지만, 국내기업의 LSE 또는 Luxembourg Stock Exchange의 교차상장으로는 이러한 효과가 나타나지 않는다고 보고하였다.

## 2) 투자자보호 강화

### 가) Bonding Hypothesis

Bonding Hypothesis(이하 BH라 함)<sup>20)</sup>는 현재 교차상장에 대한 법적·경제적 논의(law and finance)로 광범위하게 수용되고 있는 가설이다. BH는 당해 기업이 보다 엄격한 상장요건, 강화된 소액주주보호, 보다 양호한 기업지배구조(corporate governance)를 요구하는 거래소에 교차상장을 함으로써, 자신의 최소 질적 수준을 국내보다 투자자보호에 엄격한 제도적 환경에 접목시켜(bonding, 이하 “본딩”으로 기술), 투자자에게 보다 적극적으로

---

조건 및 기회를 증대시킨다는 방향으로 논의를 확대한 가설이다. 이는 일국에서 거래되던 당해 주식이 또 다른 나라의 거래소에서 상장되어 거래되는 것이므로 아주 일차원적이기는 하지만 명백한 논리이다. 본 논문에서는 이 둘을 MSH로 통합하여 사용한다(Karolyi(1998), Foerster and Karolyi(1999) 참조). 이외, 시장분할을 정보 측면(informational segmentation)에서 접근하여, 교차상장을 기업재무와 연결한 흥미로운 연구로는 Foucault and Gehrig(2006)을 참조하기 바란다.

- 18) 이 부분은 후술하는 Bonding Hypothesis로도 설명이 가능하다. 즉, Bonding Hypothesis에서는 지배구조의 의미가 매우 중요한데 교차상장으로 인해 “법적인 본딩(legal bonding)”을 하면 소유구조가 분산되어 자본비용은 감소하게 된다(Himmelberg, Hubbard and Love(2002) 참조).
- 19) 진입장벽에는 보유제한, 세금과 같은 직접적 진입장벽과 정보 접근 가능성, 회계기준 또는 유동성 위험의 차이와 같은 간접적 진입장벽으로 구성된다(Miller(1999) 참조).
- 20) 또는 “Functional Convergence Hypothesis”라 한다. Functional Convergence Hypothesis란 한 나라의 법적 체계가 다른 나라의 법적 체계와 일치되는 방향으로 변모한다는 “Formal Convergence”와 대칭되는 용어이다. 정치적·문화적 이유로 인해 법적 환경에서 Formal Convergence와 같은 거시적 차원(macro-level)의 변화가 발생하기 힘든 이유에 대해서는 Ribstein(2005)을 참조하기 바란다.

자신의 가치를 신호하려(signal) 한다는 가설로 정의된다.<sup>21)</sup>

BH에 대한 지금까지 대부분의 연구 결과는 이를 지지한다고 할 수 있다. 그러나 최근 몇몇 연구는 이를 기각하거나 제한적으로 지지하는 결과를 보고하고 있다.

BH를 지지하는 대표적인 연구결과를 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 투자자보호가 허술한 국가의 기업의 경우 미국주식시장으로 활발하게 교차상장을 시도하지는 않으나, 일단 시도하면 많은 주식을 발행하면서 교차상장을 하는 것으로 나타난다(Reese and Weisbach(2002)). 둘째, 교차상장시 당해 기업의 지배주주(controlling shareholder)가 대리인비용을 적게 발생시키는 경우 이들 기업의 지배주주는 미국주식시장에 교차상장함으로써 얻을 것은 많은데 비해 잃을 것은 아주 적다. 그 이유는 지배주주 스스로가 보호해야 할 자신의 기득권적 혜택은 적은 반면, 보다 우수한 자본시장에 진입하여 취할 수 있는 성장 기회는 훨씬 크기 때문이다. 따라서 당해 기업은 자신의 가치를 보다 정상적으로 평가받을 수 있게 된다(Doidge, Karolyi and Stulz(2004)). 셋째, “미국주식시장에 교차상장된 주식일지라도 미국주식시장에서 높은 유동성을 보일 경우에 한해서” 본딩효과가 발생한다(King and Segal(2004)).<sup>22)</sup>

BH를 기각하는 연구로 Siegel(2004)을 들 수 있다. 미국주식시장에 ADRs(American depositary receipts)을 교차상장한 멕시코기업을 대상으로 분석한 결과에서, 그는 미국증권법이 부당 내부자거래 및 횡령 등을 처벌하는데 매우 비효율적이라고 주장하였다. 이러한 현상은 미국에 교차상장된 멕시코기업의 자산이 미국내 존재하지 않은 경우에 특히 심하게 나타났다.

#### 나) Signaling Hypothesis

BH와 밀접하게 연관되어 있는 주요 가설로 “신호전달가설(Signaling Hypothesis, 이하 SH라 함)”을 들 수 있다. 교차상장에 대한 BH와 SH는 둘 다 당해 기업이 교차상장 대상 국가의 법적 구속력에 스스로를 노출시켜 자신이 질적으로 우수한 기업이라는 신호를 보낸다는 점에서는 그 차이점을 발견하기가 어렵다. 그러나 SH는 다음과 같은 점에서 BH와 구별된다. 첫째, BH가 법적 구속력에 의존하는데 비해, SH는 그렇지 않다. 미국의 법적 구속력이 이스라엘의 법적 구속력보다 결코 그 강도가 높지 않음에도 불구하고, 이스

21) BH의 이론적 출발에 대해서는 La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer and Vishny (1998), Stulz(1999), Coffee (1999, 2002) 등을 참조하기 바란다.

22) King and Segal(2004)은 미국주식시장에 교차상장한 캐나다기업을 대상으로 명성관련본딩가설을 검증하였다. 캐나다기업에 한해서는 미국주식시장에 교차상장할 경우 다른 국가의 기업과는 달리 원주만이 허용된다. Jordan(2006)은 이러한 특성을 이용하여 캐나다기업은 본딩효과를 향유하기 위해 미국주식시장에 교차상장하는 것이 아니라, 미국기업처럼 취급받아 소위 “home bias” 효과를 누리기 위해 교차상장을 한다고 주장하고, 이를 “카멜레온효과(chameleon effect)”라 하였다.

라엘기업이 미국주식시장에서 IPO를 수행하는 것은 하나의 좋은 예이다(Blass and Yafef(2001)). 둘째, BH에서는 당해 기업이 질적으로 보다 우수한 법률체제를 가진 외국거래소에 교차상장한다고 규정하는데 비해, SH에서는 자신이 질적으로 보다 우수한 기업이라는 사실을 신호하기 위해 당해 기업은 비록 완전정보 세계의 측면에서 보면 비효율적일 수도 있는 법률체제를 가진 거래소에도 교차상장할 수 있다. 예를 들면, SH의 경우 교차상장으로 인해 과도한 소송이 발생할 수 있는 법률체제를 가진 거래소에도 당해 기업은 자신의 질적 우수성을 신호할 수만 있다면 교차상장을 추진할 수 있다(Iacobucci(2004)).

### 3) 하루 24시간 글로벌 주식거래 편의 제공

기업이 자신의 주식(또는 DRs)을 둘 이상의 해외 주요 증권시장에 교차상장한다는 것은 투자자에게 전세계적으로 하루 24시간 중단 없이 예측 불가능한 위험을 효율적으로 헤지할 수 있는 수단을 제공하는 것이라고 볼 수 있다. 이는 물론 교차상장으로 인해 하루 24시간 글로벌 주식거래가 가능하다는 전제 하에서이다.

투자자(특히 기관투자자)에게 하루 24시간 글로벌 주식거래를 통해 헤지 거래를 수행할 수 있게 한다는 것은, 먼저 관련 파생상품의 유동성이 제고되고 이것이 차례로 당해 주식의 유동성 증가로 이어지게 되는, 소위 증권시장의 선순환 구조를 형성시킬 수 있다는 점에서 중요한 의미를 지닌다.<sup>23)</sup> 이 경우 당해 기업은 투자자의 거래 편의를 매우 중요하게 고려하는 차원 높은 회사라는 긍정적 기업 이미지를 얻을 수도 있다.<sup>24)</sup>

## 나. 주식시장 및 거시경제에 미치는 영향

### 1) 교차상장 상대방 주식시장으로 거래이동 가능성과 이의 개별기업 및 국가경제에 미치는 효과

교차상장기업이 ① 교차상장을 하지 않은 기업(이하 “비교차상장기업”)에 미치는 영향, ② 국내주식시장의 성장에 미치는 영향, ③ 국내경제(자본시장 발전)에 미치는 영향에 대한 연구 결과는 매우 상반되게 나타나고 있어 아직도 논쟁 중임을 알 수 있다. 논의의 초

23) 주식 관련 파생상품의 유동성 증가가 주식시장의 가격 및 유동성에 미치는 영향에 대해서는 그 결과가 일의적이지 않다. 이에 대해서는 Easley, O'Hara and Srinivas(1998), Eom and Hahn(2005)을 참고하기 바란다.

24) KRX와 중첩되지 않는 시간대(미국증권시장의 거래시간)에 KOSPI200 주가지수 선물을 달러로 교차상장하자는 CME의 제안도 이러한 경제적 의의에 기반을 둔 것으로 해석할 수 있다. KRX의 이익(즉, KOSPI200 주가지수 선물의 브랜드 고급화)에 충실할 수 있도록 세부적인 방안이 선행적으로 모색되어야 하는 것은 물론이다. 교차상장에 의한 하루 24시간 주식거래가 주식시장 및 거시경제에 미치는 영향은 후술한다.

점은 교차상장을 시장의 통합으로 보느냐, 아니면 시장의 분할로 보느냐에 있다. 또한 분석대상 기업의 자료(일별, 월별, 연도별 등 시계열 자료 및 개별기업 또는 거시경제 수준 변수 등)에 따라 그 결과가 상반되어 나타나는 것도 논쟁을 야기하는 한 요인이다.

가) 국내주식시장의 질적 수준 제고: 전이효과발생가설

“전이효과발생가설(spillover effect)”에 의하면 교차상장은 일국의 주식시장이 세계자본시장의 질서 속에 편입되는데 있어서 촉매 역할을 수행하며 자국의 경제발전과 경제성장을 촉진시킨다. 따라서 교차상장은 당해 주식시장 자유화와 질적 수준을 향상시키는데 상당한 기여를 하는 사건(event)이다. 예를 들면, 교차상장기업 때문에 비교차상장기업(주로 교차상장기업의 경쟁기업)의 주식에 외국인투자자의 관심이 발생해서 이들 기업에 대한 신뢰와 유동성이 제고될 수 있다(Hargis(2000), Fernandes(2003)). 또한 국내증권회사는 교차상장이 몰고 오는 선진주식시장으로부터의 경쟁에 효율적으로 대처하기 위한 조치(즉, 브로커 업무의 효율화, 시장조성인의 경우 거래방식의 개선 등)를 취하게 될 수 있다. 개별기업 및 개별증권회사에서의 이러한 효과를 극대화하기 위해 국내주식시장도 보다 높은 투명성과 엄격한 공시제도를 구비하려 할 것이다(Hargis and Ramanlal(1998)).

나) 국내주식시장의 질적 수준 저하: 역전이효과발생가설

“역전이효과발생가설(adverse spillover effect)”에 의하면 교차상장은 국내주식시장으로부터 투자자본 및 거래활동을 이탈시켜 국내주식시장의 질적 수준을 저하시킨다. 따라서 세계주식시장에 접근하기 어려운 기업이 주로 남게 된 국내주식시장은 국제주식시장으로부터 고립된(fragmented) 시장으로 전락할 수 있다.

역전이효과발생가설이 지지되는 경우는 다음과 같다. 첫째, 교차상장으로 시장이 확대되면 될수록 당해 주식시장은 발전하고 질적 수준도 개선된다. 그러나 이러한 효과의 대부분은 ADRs 발행기업에서만 나타날 뿐이어서 비교차상장기업의 주식에 대한 국내주식시장의 질적 수준은 악화된다(Karolyi(2006)). 둘째, 당해 국가에서 상당한 영향력을 행사하는 글로벌 기업의 주식이 교차상장을 통해 유동성의 일부가 선진주식시장으로 이동할 경우 국내주식시장의 유동성은 더욱 더 교차상장기업으로 집중되고 비교차상장기업의 유동성은 악화되는 현상이 발생한다(Levine and Schmukler(2006)). 이러한 현상은 1인당 GDP 수준이 낮고, 법적 시스템이 비효율적이며, 국내주식시장의 유동성이 낮은 국가에서 강하게 나타난다(Claessens, Klingebiel and Schmukler(2002)).

## 2) 거래소 가격발견기능에 미치는 영향

교차상장과 관련하여 당해 주식의 균형가격이 국내주식시장에서 형성되는지, 아니면 교차상장된 외국주식시장에서 형성되는지는 정책당국자, 거래소, 투자자, 당해 기업 등 이해 당사자간에 매우 민감한 이슈이다. 원래 가격발견기능이라는 것이 현대 거래소의 가장 중요한 기능이라 할 수 있으므로(Macey and O'Hara(1999)), 이 기능이 교차상장 관련 두 시장 중 어디에서 주로 이루어지는지는 주식시장의 미시적·거시적 구조에 대한 세부 논의에서 매우 중요하기 때문이다.

결론부터 말하면 이에 대한 논의는 아직까지 진행형이다. 다만, 당해 주식의 거래가 더 활발하게 형성되는 거래소에서 가격발견기능이 이루어진다는 것이 현재까지 학계의 일치된 견해라 할 수 있다.<sup>25)</sup>

## 다) 주식시장과 거시경제에 미치는 하루 24시간 글로벌 주식거래의 영향

둘 이상의 거래소에 교차상장하여 당해 주식이 전세계적으로 하루 24시간 거래될 수 있을 경우 당해 주식의 가격발견은 보다 효과적으로 달성될 수 있으며,<sup>26)</sup> 관련 주식시장의 효율성 또한 개선될 수 있다. 이는 선물시장보다 국제적 브랜드가 낮은 KRX의 현물시장 경쟁력 강화에 교차상장이 일정한 공헌을 할 수 있다는 것을 의미한다.

동북아 금융허브라는 자본시장에 대한 국가 정책적 측면에서 살펴보아도 하루 24시간 글로벌 주식거래를 가능케 하는 교차상장이 주는 경제적 의의는 대단히 크다. 예를 들어 보자. 앞서서도 언급했듯이, TSE는 2005년 11월 POSCO 주식을 ADRs 형태로 상장시키면서, 이제 그동안 명목적으로 수행해온 “하루 24시간 글로벌 주식거래”의 동아시아 타임존(time-zone) 허브로서의 역할을 보다 실제적으로 추구한다는 신호를 보내기 시작하였다. 이는 TSE가 그동안 주로 미국 및 유럽기업의 교차상장에 치중했던 것과 비교해볼 때, 매우 중요한 정책적 선회라 할 수 있다. 만일 KRX가 하루 24시간 글로벌 주식거래의 동아시아 타임존 허브를 인접한 경쟁 국가의 거래소에 빼앗길 경우 KRX의 동북아 금융허브로서의 역할은 타격을 받을 수밖에 없다. 이러한 측면에서도 교차상장의 중요성은 간과될 수 없는 매우 중요한 이슈이다.

25) 국내주식시장에서 균형가격이 형성되는 것을 지지하는 대표적인 연구로는 Grammig, Melvin and Schlag(2005), 엄경식·빈기범·이현진(2006)을, 외국주식시장에서 균형가격이 형성되는 것을 지지하는 연구로는 Eun and Sabherwal(2003), Menkveld, Koopman and Lucas(2003)를 들 수 있다.

26) 주식시장의 휴장기간 동안 주식수익률의 변동성은 장중기간 동안의 변동성 보다 평균적으로 작다. 이에 대한 원인으로 French and Roll(1986)은 장중기간 동안 사적 정보의 반영을 들고 있다. 이를 본 항에 적용하면, 당해 주식이 하루 24시간 글로벌 거래가 가능할 경우 24시간 내내 사적 정보가 실시간으로 반영될 수 있으므로 효과적인 가격발견이 이루어질 수 있다.

## 2. 교차거래의 경제적 의의: KRX 사례에 적용

### 가. 교차상장이론으로부터 도출된 경제적 의의

#### 1) 방법론

교차상장의 동기 또는 효과를 설명하는 이론은 교차거래에도 변형하여 적용될 수 있다. 물론 이를 위해서는 다음에 기술하는 것과 같은 다소 강한 가정이 필요한데, 이는 교차거래와 관련한 기존의 연구가 거의 없는데서 비롯한 어쩔 수 없는 선택이라 할 수 있다.<sup>27)</sup>

교차거래의 경제적 의의를 교차상장이론으로부터 도출하기 위해, 본 논문에서는 KRX의 모든 주식을 KOSPI200 주가지수 선물처럼 KRX의 일개 “총체적 상품”으로, KRX를 이러한 총체적 상품을 교차상장하려는 하나의 “기업”으로 간주하여, KRX가 현재 교차거래 대상으로 고려하고 있는 구체적 예(SGX(주식 및 선물), CME(선물))에 적용하여 논리를 전개한다. 따라서 KRX가 SGX(또는 CME)와 교차거래를 시도할 때 고려해야 하는 사항은 KRX가 하나의 기업으로서 자신의 총체적 상품(즉, 일반 상장기업의 경우 “주식”)을 외국 거래소에 교차상장하려 할 때 고려하는 효과와 동일하게 된다. 좀 더 구체적으로 보면, 교차거래를 시도할 경우 KRX는 거래소에 유동성이 유입되는지(MSH), 세계적 거래소의 명성 및 규제체계에 본딩 및 신호전달효과가 있는지(BH, SH)를 고려할 것이다. 또한 한국자본시장에서 KRX가 차지하는 중요성으로 인해, 한국자본시장 및 한국경제에 전이효과가 발생하는지, 가격발견기능은 개선되는지도 고려할 것이다.

상기한 바와 같이 본 논문의 방법론은 KRX가 최근 들어 시도하고 있는 교차거래의 성격을 이해하는데 큰 도움이 될 수 있다. 뿐만 아니라, 이는 지금까지 세계 주요 거래소에서 교차거래가 빈번하게 발생하지 않는 일반적 이유를 설명하는데도 매우 유용하게 적용될 수 있다.<sup>28)</sup>

---

27) 교차거래의 한 형태로서 Nasdaq의 SuperMontage(현재 National Stock Market으로 개명)를 들 수 있다. 이는 Nasdaq 상장주식에 대해 ECNs의 호가참여를 허용한 시스템으로서 ASX-SGX의 연계거래와 시스템 측면에서 큰 차이가 없다. 그러나 SuperMontage는 본 논문이 논의하는 교차거래와는 그 성격이 매우 다르다. 왜냐하면 본 논문의 논의는 국가간 거시적 차원에서의 교차거래인데 비해 SuperMontage는 일국내 미시적 차원에서의 교차거래이기 때문에, 교차거래에 대한 SuperMontage로부터의 시사점은 그 활용도가 매우 제한적이라 할 수 있다.

28) 아래의 예에서 논하는 주요 이유 이외에 다음 사항도 현실에서 거래소간 교차거래가 발생하기 어려운데 대한 설명이 될 수 있다. 교차거래에 대한 거의 유일한 예로 거론되고 있는 ASX-SGX 연계거래의 경우 양국이 영어를 공용어로 사용함에도 불구하고, 물리적 산업이 존재하는 ASX 상장기업(광업 및 농업 분야에서 세계적인 기업을 보유)에 대한 싱가포르투자자는 어느 정도 존재하고 있으나, 역으로 호주투자자의 SGX 상장기업에 대한 투자는 거의 없었다는 사실은 ASX-SGX의 연계가 더 이상 지속되지 못하는 또 하나의 중요한 이유임을 시사한다(한국증권연구원(2006) 및 ASX, SGX와의 면담 참조).

## 1) 상장기업 및 투자자와 관련한 교차상장이론으로부터의 교차거래 의의

먼저, KRX가 SGX와 교차거래(주식 및 선물)를 추진할 경우를 예로 하여 교차거래의 경제적 의의를 살펴보자. SGX는 비록 동아시아의 선진 거래소라 할 수 있지만 북미와 유럽의 주요 거래소와 비교해볼 때 상장기업 및 투자자에게 주는 의의는 별로 크지 않다. 따라서 SGX 정도의 명성, 질적 수준 및 규모를 가진 거래소와 교차거래를 수행한다면, KRX는 하나의 기업으로서 유동성 확충(liquidity expansion 즉, MSH)이라는 효과는 다소 달성할 수 있겠지만, 거래소 차원의 법적 본딩과 신호전달효과(즉, BH와 SH)는 거의 발생하지 않을 것으로 전망된다.

반면, KRX가 CME와 교차거래(선물)를 할 경우, 교차거래는 세계적 거래소라는 CME의 명성 및 질적 수준으로 인해 SGX를 대상으로 하는 것과는 크게 다른 경제적 의의를 가질 것으로 예상된다. CME는 KOSPI200 주가지수 선물(U.S. 달러 표시)을 한국의 야간 시간대(overnight, 거래시간이 서로 중첩되지 않음)에 교차거래(또는 교차상장)하려는 노력을 지속적으로 시도하고 있다. 이는 KRX 입장에서의 본딩 및 신호전달효과(BH, SH)와 CME 입장에서의 유동성 확충효과(MSH)라는 두 거래소의 이해가 일치할 수 있다는 판단에서 비롯된 것이라 볼 수 있다.<sup>29)</sup>

## 2) 주식(파생상품)시장 및 거시경제와 관련한 교차상장이론으로부터의 교차거래 의의

교차상장에 대한 경제적 논의를 교차거래에 대한 이론으로 확보하려 할 경우 교차상장으로 인한 거래이동 가능성과 이에 따른 개별기업과 개별국가에 미치는 미시적·거시적 효과(전이발생효과) 및 가격발견기능에 대한 효과도 교차거래에 맞게 변형하여 함께 논의되어야 한다.

교차거래가 전이효과를 발생시켜 한국자본시장의 질적 수준을 제고하는지에 대한 논의는 이에 대한 교차상장의 효과와 유사할 것으로 보이나, 효과의 정도는 교차거래 대상 거래소의 명성에 의해 결정될 것으로 판단된다. 예를 들어, SGX와의 교차거래는 다수의 국내기업이 세계 유수의 시장에 교차상장할 경우에 나타나는 효과보다도 그 강도가 약할 것이다. 그러나 CME와 같은 세계적 거래소와 교차거래를 할 경우 교차상장이 한국자본 시장에 몰고 올 긍정적 효과와 동일한 수준의 효과를 달성할 수 있을 것으로 보인다. 물론 교차거래 대상 거래소로 KRX의 거래량이 이동한다든지 또는 교차거래 대상 국가의 증권회사(또는 외국 증권회사)로 주문흐름이 이동할 경우 한국자본시장의 질적 수준 및 발전은 악화될 수도 있다는 것은 항상 염두에 두어야 할 것이다.

<sup>29)</sup> 이 경우 거래량이동(trading migration) 가능성에 대한 분석 및 방지조치가 필수적으로 동반되어야 할 것이다.

교차거래가 가격발견기능에 미치는 영향 또한 교차거래가 한국자본시장의 질적 수준을 제고하는지에 대한 논의와 동일한 논리라고 판단된다. 그러나 이 경우에도 교차거래가 시장 분할을 극복한다는 측면(MSH) 이외에 시장을 분할(market segmentation)할 수도 있다는 면도 함께 강조되어야 한다.

## 나. 시장에서 바라본 경제적 의의

이론적으로 도출된 경제적 의의는 아니지만 KRX에서 교차거래를 시행할 경우 합의하는 경제적 의의는 다음과 같다.

**<상장기업 측면>** 물론 그 효과의 정도에 대해서는 증권(선물)회사와 KRX간에 시각차가 존재하지만, 세계 주요 거래소와의 교차거래는 외국인투자자의 투자수요가 저조한 대부분의 상장기업에게 추가적인 비용부담 없이 이들의 투자가 유인될 수 있는 효과가 있다.

**<투자자 측면>** 현재 국내투자자(개인 및 기관)가 외국증권을 거래하고자 할 때 관심종목에 대한 정보와 관련 시장에 대한 정보에의 접근, 그리고 거래를 위한 연계수단(주로 통신)은 매우 제한적이다. 교차거래를 실시할 경우 이러한 불편이 해소될 수 있다. 물론 이러한 효과는 “교차거래 상대방 거래소에 상장된 증권에 대해 국내투자자의 투자수요가 일정 수준 존재한다”는 것을 전제로 한다.<sup>30)</sup> 또한 기존의 외국주식 거래방법과 비교해볼 때 교차거래는 투자자에게 보다 저렴한 거래비용을 제공할 수 있다. 이는 교차거래가 국내증권회사를 통한 주문(inbound)을 상대방 거래소의 주문에 직접 매칭할 수 있는 수단을 제공하기 때문이다. 이외, 교차거래는 자신의 포트폴리오를 보다 국제적으로 구성하여 위험을 헤지하려는 국내투자자의 외국증권에 대한 투자욕구를 보다 효과적으로 충족시킬 수 있다.

**<증권회사(선물회사) 측면>** 증권회사는 자국의 거래소시스템을 통해 교차거래 상대방 거래소의 상장주식을 거래할 수 있어, 주문처리, 매매거래, 체결내역 확인, 시장정보 열람 등을 국내 거래와 동일한 환경에서 처리할 수 있다. 즉, 국내증권회사가 교차거래 상대방 거래소의 상장주식을 거래하기 위해 상대국 증권회사와 개별적으로 접촉할 필요가 없게 된다. 그러나 일반적으로 실행되고 있는 교차거래방식이 국내로 유입되는 주문전달을 거래소의 자회사인 PD가 수행하는 구조이므로, 외국인투자자를 위한 위탁중개를 주요 국제업무로 수행하는 증권회사(선물회사)와 KRX와의 영역 침해에 대한 이해상충의 문제가 발생할 소지가 크다.<sup>31)</sup>

30) 따라서 이러한 전제 조건이 충족되지 않는 거래소를 교차거래 상대방 거래소로 지정하여 연계할 경우 교차거래의 편익은 구체화될 수 없다.

31) 이는 실질적인 주식회사제를 완성하지 못한 KRX 입장에서 볼 때 교차거래를 실행할 경우 매우 중요한 걸림돌이라 할 수 있다. 현재 KRX는 (IPO 이전의) 형식적 주식회사화를 달성한 상태이다. 따라서 회원제 하의 소

**<증권시장 측면>** 교차거래 상대국 투자자의 KRX 상장주식에 대한 매매 편의, 관련 공시 및 시장정보에 대한 용이한 접근 등으로 한국주식시장에 대한 이미지 개선효과를 얻을 수 있다. 경제적 편익의 발생 여부를 떠나서도, KRX가 교차거래를 통해 국제거래의 편의를 도모한다는 것은 지역 거래소로 한정된 KRX 이미지를 개선하는데 도움이 될 것이다. 외국거래소와 교차거래를 실제로 수행할 수 있게 될 경우 국제업무에 대한 KRX 내부 역량도 크게 강화될 것이다. 그러나 국내기업이 수행한 대부분의 교차상장과는 달리, 현재 논의되고 있는 KRX와 SGX와의 교차거래는 관련 거래소간 거래시간이 중첩된다는 큰 약점을 가지고 있다. 가격발견기능의 개선 및 헤지수단 제공이라는 측면에서 볼 때, 거래시간의 중첩은 교차거래의 효과를 매우 제한하는 요소이다. 따라서 이 경우 KRX의 시장효율성 제고에 매우 제한적인 효과를 보일 것으로 예상된다.

**<거시경제 측면>** 동북아 금융허브로서 중추적 역할을 담당해야 할 KRX가 이를 달성하기 위해서는 여러 각도에서 다양한 국제화 전략을 수행해야 하는데, 전문가들은 이에 대비한 시간적 여유가 생각보다 없다고 판단하고 있다. 따라서 교차거래든 교차상장(선물의 경우)이든 어떠한 식으로라도 국제업무를 추진하는 것은 한국자본시장 발전에 매우 중요할 것으로 예상된다. 한편, 교차거래의 수행은 동북아 금융허브를 위해 필요한 금융 관련 규제환경을 완화하는 계기가 될 수 있다. 또한 증권거래의 글로벌화에 대응하여 한국자본시장이 국제경쟁력을 갖추기 위해서는 교차거래든 교차상장(선물의 경우)이든 세계 어디에서든 직접 접근할 수 있는 글로벌 네트워크의 구축 및 역량 확보는 절대적으로 필요하다. 교차거래는 이러한 작업의 시발점이 될 수 있다.

## V. 교차거래의 법·제도적 고려사항

### 1. 국제적 불공정거래 규제 문제

교차거래의 허용 여부를 둘러싼 법률적 논의에서 가장 중요한 것은 국제적인 불공정거래의 가능성과 그에 대한 대책이다. 많은 국가의 감독당국에서 교차거래의 허용에 대해 소극적인 입장을 가진다면 그러한 태도의 가장 중요한 원인은 규제의 실효성에 대한 우려에 기인하는 것으로 볼 수 있을 것이다. 그러나 교차거래는 거래소 국제화의 일환으로서 자본시장의 국제화에 따른 국제증권거래의 한 유형에 불과할 뿐이라는 점에 주목할 필요가 있다. 따라서 현재 논의되고 있는 국제증권거래에 대한 감독체계의 구축, 특히 외

---

유주였던 회원사(증권회사, 대형·중소형 구분 없이)가 아직도 소유주로 남아 있다. 이 경우 제 아무리 KRX가 상장기업, 투자자, 거시경제적 효과 등을 명분으로 하여 교차거래를 위한 노력을 기울인다 해도 소유주인 증권회사(선물회사)의 현실적인 이익을 침해하면서까지 교차거래를 수행하기란 매우 어려울 것으로 예상되기 때문이다.

국감독기관과의 감독공조에 관한 일반적인 논의의 범위를 벗어나지 않는 문제라고 파악된다(김건식·정순섭(2004) 참조). 현재 이러한 국제증권거래에 따른 불공정거래에 대한 규제를 위하여 감독기관간 공조와 거래소간 공조의 필요성에 대해서는 국제적인 합의가 어느 정도 이루어져 있는 것으로 생각된다.

이를 위해 증권거래법은 금융감독위원회(이하 금감위라 함)나 증권선물위원회가 외국의 증권감독기관이 목적과 범위 등을 명시하여 불공정거래행위와 같은 사안에 대해 증권거래법에 의한 조사 또는 검사를 요청하는 경우 그에 협조할 수 있도록 하고 있다(제206조의4 제3항). 최근에는 국내 감독당국 또는 거래소의 외국 관련 기관이나 거래소에 대한 자료제공과 관련하여 「금융실명거래및비밀보장에관한법률」의 저촉에 대한 우려를 불식시키기 위한 법개정이 이루어졌다.<sup>32)</sup>

## 2. 증권업무 및 선물업무의 허가

교차거래를 위해서는 일반적으로 관련국에 PD라는 SPV(special purpose vehicle)가 각각 설립되어 상대국 거래소시스템에 제출된 주문을 본국 거래소시스템에 전달해야 한다. 현행 증권거래법(법) 제2조 제8항은 증권업의 범위에 유가증권의 매매, 위탁매매, 인수 등을 포함시키고 있는데, “법 제28조 제1항”은 이러한 증권업은 영업의 종류별로 금감위의 허가를 받은 주식회사가 영위할 수 있도록 하고 “법 제28조 제2항”은 증권회사의 자본금을 10억원 이상으로서 영업의 범위에 따라 대통령령이 정하는 금액 이상으로 하도록 규

32) 제4조 (금융거래의 비밀보장) ①금융기관에 종사하는 자는 명의인(신탁의 경우에는 위탁자 또는 수익자를 말한다)의 서면상의 요구나 동의를 받지 아니하고는 그 금융거래의 내용에 대한 정보 또는 자료(이하 “거래정보 등”이라 한다)를 타인에게 제공하거나 누설하여서는 아니되며, 누구든지 금융기관에 종사하는 자에게 거래정보 등의 제공을 요구하여서는 아니된다. 다만, 다음 각호의 1에 해당하는 경우로서 그 사용목적에 필요한 최소한의 범위 안에서 거래정보 등을 제공하거나 그 제공을 요구하는 경우에는 그러하지 아니하다. <개정 2002.3.30, 2006.3.24>

6. 금융감독위원회 및 금융감독원장이 그에 상당하는 업무를 수행하는 외국금융감독기관(국제금융감독기구를 포함한다. 이하 같다)과 다음 각 목의 사항에 대한 업무협조를 위하여 필요로 하는 거래정보 등의 제공

가. 금융기관 및 금융기관의 해외지점·현지법인 등에 대한 감독·검사

나. 「증권거래법」 제206조의4 및 「선물거래법」 제95조의7의 규정에 의한 정보 등의 교환 및 조사 등의 협조

7. 「한국증권선물거래소법」에 의하여 설립된 한국증권선물거래소(이하 “한국증권선물거래소”라 한다)가 다음 각 목의 경우에 필요로 하는 증권회사 및 선물업자가 보유한 거래정보 등의 제공

가. 「한국증권선물거래소법」 제19조의 규정에 의한 이상거래에 대한 심리 또는 감리를 수행하는 경우

나. 이상거래에 대한 심리 또는 감리와 관련하여 한국증권선물거래소에 상당하는 업무를 수행하는 외국거래소 등과 협조하기 위한 경우. 다만, 금융감독위원회의 사전 승인을 얻은 경우에 한한다.

④제1항 각호의 규정(중전의 금융실명거래에관한법률 제5조제1항제1호 내지 제4호의 규정 및 금융실명거래및비밀보장에관한긴급재정경제명령 제4조제1항 각호의 규정을 포함한다)에 의하여 거래정보 등을 알게 된 자는 그 알게 된 거래정보 등을 타인에게 제공 또는 누설하거나 그 목적외의 용도로 이를 이용하여서는 아니되며, 누구든지 거래정보 등을 알게 된 자에게 그 거래정보 등의 제공을 요구하여서는 아니된다. 다만, 금융감독위원회 또는 금융감독원장이 제1항제4호 및 제6호의 규정에 의하여 알게 된 거래정보 등을 외국금융감독기관에 제공하거나 한국증권선물거래소가 제1항제7호의 규정에 의하여 외국거래소 등에 거래정보를 제공하는 경우에는 그러하지 아니하다. <개정 2006.3.24>

정하고 있다.

PD가 수행하는 교차거래 관련 업무는 현행 증권거래법상 증권업의 범위에 포함되기 어려울 것으로 본다. 따라서 외국과의 연계거래를 위한 업무를 증권업의 범위 내에 포함시키고 PD가 증권회사에 해당될 수 있도록 법을 개정해야 할 것이다. 다만, PD는 특정 목적만을 위해 설립된 법인이므로 자본금요건을 비롯하여 증권회사에 적용되는 제반 규제 중 상당 부분에 대한 면제를 향유할 수 있게 해야 할 것이다. 전술한 ASX-SGX 교차거래 모형에서 ASX PD인 ASX International Services와 SGX PD인 SGX Link는 모두 ASX와 SGX의 100% 자회사로서 자본금과 같은 증권회사에 적용되는 법률상의 요건을 상당 부분 면제받고 있고, 각 거래소의 회원 자격을 취득하여 교차거래와 관련된 내용의 업무만을 수행하고 있는 점도 참고할 수 있을 것이다. PD는 외국증권거래소에서의 거래가 원활히 이루어지는 데 필요한 장비와 시설을 갖추고 리스크 관리 능력, 보안 장치 등을 갖출 것만을 요구 받으면 충분하다.

또한 특별 요건에 의해 PD에게 증권업을 허가하면 사실상 외국증권업자에 대해 “증권거래법 제28조의2”에 의한 허가 요건(국내 지점 또는 영업소 요건 포함)을 완화하는 결과가 되는 점을 우려하는 견해가 있을 수 있지만, 정책적 판단에 속하는 사항이라고 본다. KOSPI200 주가지수 선물을 교차거래의 대상으로 할 경우 본 논문에서 상정하고 있는 교차거래 구조가 현행 선물거래법상 가능한 것인지가 문제될 수 있다. 그러나 증권업에 관하여 논의한 사항이 대부분 준용될 수 있을 것으로 본다.

### 3. 외국인투자등록 문제

증권업감독규정 제7-10조는 외국인이 최초로 유가증권을 취득하거나 처분할 경우 금감위에 사전에 본인의 인적 사항을 등록해야 하는 외국인투자등록제도를 규정하고 있다. 이는 교차거래 서비스의 주이용자인 외국인 개인투자자에게 불편 요인으로 작용할 가능성이 있음을 부정할 수 없다. 일반적으로 외국인투자등록제도는 일본을 포함하여 주요 자본시장국에서는 찾아 볼 수 없는 제도로서 투자등록을 통해 포지션의 노출이 가능하므로 투자 및 자산운용 전략의 노출을 꺼리는 투자자들에게는 투자 장애요인이 될 수 있다. 교차거래를 실시할 경우 상대국 PD가 대표로 외국인투자등록을 할 수 있도록 제도개선이 선행되어야 할 것이다.<sup>33)</sup>

33) 그 밖에 KRX나 KRX의 자회사로 설립될 SPV, 그 임직원들에게 교차거래의 수행과정에서 발생하는 “기술적인 문제”와 관련한 책임을 면제해 주는 조치에 대해서도 논의가 필요할 것이다.

## VI. 결론

본 논문에서는 교차거래의 경제적 의의와 한국주식시장에 도입시 필요한 법·제도적 개선사항에 대해 고찰하였다. 범유럽거래소를 확보하기 위한 치열한 주도권 다툼에서 시작된 세계 거래소시장간의 경쟁은 이제 미국과 유럽간의 통합 거래소 추구, 거래소와 IB간의 경쟁 심화, 미국과 유럽의 대형 거래소와 동아시아거래소간의 빠른 연계 가능성 등으로 심화·확산되고 있다. 이는 IPO를 통해 주식회사로의 전환을 완성한 세계 주요 거래소가 일정 수준의 자율규제기능은 유지하면서 최대한의 영리를 추구하는 방식으로 기업문화가 전환되었다는 것을 의미한다. 교차거래는 이러한 시대적 조류를 반영한 것으로서, 크게는 한국주식시장, 좁게는 KRX가 향후 세계 주요 거래소와의 경쟁에 대비하기 위해 고래해볼 만한 하나의 국제화 전략이다.

지금까지 전세계적으로 유일한 교차거래 사례였던 ASX-SGX 교차거래는, PD라는 SPV를 통해 소속 회원증권회사들간의 결제위험을 최소화시키고 매매체결 및 청산·결제와 관련된 일체의 서비스를 효율적으로 처리하여, 국제증권거래에 수반되는 각종 문제를 원천적으로 제거할 수 있음을 보여주었다. 그러나 ASX-SGX 교차거래의 평가에 대해서는 관련 거래소가 처한 환경 및 도입 목적에 따라 상이할 수 있으므로 단기적인 시각보다는 장기적인 관점에서 판단해야 할 것이다.

교차거래에 대한 기존 연구는 거의 전무하다 할 수 있다. 따라서 본 논문에서는 교차거래의 경제적 의의를 교차상장의 기존 이론으로부터 유추하였다. 이를 위해, KRX의 모든 주식을 KOSPI200 주가지수 선물처럼 KRX의 일개 “총체적 상품”으로, KRX를 이러한 총체적 상품을 교차상장하려는 하나의 “기업”으로 간주하여, KRX가 현재 교차거래 대상으로 고려하고 있는 구체적 예(SGX(주식 및 선물), CME(선물))에 적용하여 논리를 전개하였다. 이를 통해 교차거래가 상장기업 및 투자자에게 미치는 영향을 예측해보면, SGX와의 교차거래의 경우 “시장분할의 극복 및 유동성 확충효과(MSH)”를 어느 정도 기대할 수 있다. 반면, CME와의 교차거래의 경우 KRX에게는 “본딩 및 신호전달 효과(BH)”가, CME에게는 시장분할의 극복 및 유동성 확충효과가 발생하여, 두 거래소의 이해가 서로 긍정적으로 일치할 수 있다고 예상된다. 물론 이상의 논리에는 시장에서 제기되고 있는 거래소와 증권회사간의 이해상충 요소에 대한 조정이 반드시 수반되어야 한다. 또한 주식시장과 거시경제에 미치는 영향과 관련하여 교차거래로 인한 “전이효과”, “가격발견효과”, “하루 24시간 글로벌 주식(또는 금융상품)거래의 동아시아 타임존 허브 구축효과”는 SGX에서 보다 CME와의 교차거래에서 훨씬 크게 실현될 것으로 예상된다.

교차거래 도입을 둘러싼 법률적 논의의 핵심은 국제적인 불공정거래 가능성에 대한 대책이다. 그러나 관련 규제의 실효성에 대한 감독당국의 우려와는 달리, 교차거래는 거래소 국제화의 일환으로서 자본시장 국제화에 따른 국제증권거래의 한 유형이라는 점에 주목해

야 한다. 따라서 현재 논의되고 있는 국제증권거래에 대한 감독체제 구축, 특히 외국감독 기관과의 감독공조에 대한 일반적인 논의의 틀을 벗어나지 않는 문제라고 판단된다.

일반적으로 교차거래를 효율적으로 수행하기 위해서는 관련국에 PD라는 SPV가 존재해야 한다. 그러나 현행 증권거래법상 제2조 제8항, 제28조 제1항과 제2항에 의하면 PD가 수행하는 교차거래 업무는 증권업의 범위 및 허가요건 등의 측면에서 제약을 받게 된다. 따라서 외국과의 연계거래에 관한 업무를 증권업의 범위에 포함시키고 PD가 증권회사가 될 수 있도록 법을 개정해야 할 것이다. 또한 PD는 특정 목적만을 위해 설립된 법인이므로 자본금요건을 비롯하여 증권회사에 적용되는 제반 규제 중 상당 부분(특히, 자본금요건)에 대한 면제를 고려해야 할 것이다. 아울러 외국인투자등록제도는 포지션의 노출을 꺼리는 투자자들에게 장애요인이 될 수 있으므로, 교차거래시 상대국 PD가 대표로 외국인투자등록을 할 수 있도록 제도개선이 요구된다.

## 참고문헌

### <국내 문헌>

- 김건식·정순섭, “증권거래법의 역외적용 및 외국감독기관과의 공조제도 정비방안 연구”, 금융감독위원회 연구보고서, 2004.
- 김재명·안희준, 1999, “해외증시 상장이 주식의 국내가격에 미치는 영향”, 증권·금융연구 5, 1-25.
- 엄경식·빈기범·이현진, 2006, POSCO의 KRX, TSE 교차상장을 통해 본 가격발견효과“, mimeo, 한국증권연구원.
- 엄경식·장병훈, “미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점”, 한국증권연구원 연구보고서, 발간 예정, 2006.
- 재정경제부, “동북아 금융허브 추진전략, (2003. 12).
- 한국증권연구원, “KRX와 해외증권(선물)거래소간 연계타당성에 관한 연구”, 학술용역보고서, 2006.

### <외국 문헌>

- 橋本基美, “進展するシンガポール取引所と豪州取引所の相互取引リンク”, 資本市場クォタリ, (2003 夏), 1~10.
- 吉川眞裕, “オーストラリアとシンガポール取引所間リンク-クロスボ-ダ-ネットワークの試み”, 證研資レポート, (2002. 1), 13~24.
- ASIC, 2001, ASX-SGX market linkage project: overview of the Australian Stock Exchange/Singapore Exchange link, public consultation paper.
- ASX, 2002, ASX World Link: investing in overseas markets, mimeo.
- ASX, ASX profit & loss drivers review, market announcement (May 25, 2005).
- ASX·SGX, SGX and ASX to add more stocks to co-trading link, news release (March 27, 2003).

- Blass, A. and Y. Yafef, 2001, Vagabond shoes longing to stray: why foreign firms list in the US? *Journal of Banking and Finance* 25, 555-572.
- Claessens, S., D. Klingebiel and S. Schmukler, 2002, Explaining the migration of stocks from exchanges in emerging economies to international centers, working paper, World Bank.
- Clary, I., Euronext agrees to terms with NYSE, [www.efinancialnews.com](http://www.efinancialnews.com) (June 2, 2006).
- Coffee, J.C., 1999, The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications, *Northwestern University Law Review* 93, 641-708.
- Coffee, J.C., 2002, Racing towards the top? the impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance, *Columbia Law Review* 102, 1757-1831.
- de Terán, N., SGX cuts off ASX trading link, [www.efinancialnews.com](http://www.efinancialnews.com) (August 9, 2006).
- Doidge, C., A. Karolyi and R. Stulz, 2004, Why are foreign firms listed in the U.S: worth more? *Journal of Financial Economics* 71, 205-238.
- Easley, D., M. O'Hara and P.S. Srinivas, 1998, Option volume and stock prices: evidence on where informed traders trade, *Journal of Finance* 53, 431-465.
- Eom, K.S. and S.B. Hahn, 2005, Traders' strategic behavior in an index options market, *Journal of Futures Markets* 25, 105-133.
- Eun, C. and S. Sabherwal, 2003, Cross-border listings and price discovery: evidence from U.S.-listed Canadian stocks, *Journal of Finance* 58, 549-574.
- Fernandes, N., 2003, Market liberalization: spillovers from ADRs and implications for local markets, working paper, IESE Business School.
- Foerster, S. and A. Karolyi, 1999, The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: evidence from foreign stocks listing in the U.S, *Journal of Finance* 54, 981-1014.
- Foucault, T. and T. Gehrig, 2006, Stock price informativeness, cross-listings and investment decisions, working paper, HEC School of Management and CEPR.
- French, K. and R. Roll, 1986, Stock return variances: the arrival of information and the reaction of traders, *Journal of Financial Economics* 17, 99-117.
- Grammig, J., M. Melvin and C. Schlag, 2005, Internationally cross-listed stock prices during overlapping trading hours: price discovery and exchange rate effects, *Journal of Empirical Finance* 12, 139-164.
- Hargis, K., 2000, International cross-listing and stock market development in emerging economies, *International Review of Economics and Finance* 9, 101-122.
- Hargis, K. and P. Ramanlal, 1998, When does internationalization enhance the development of domestic stock markets? *Journal of Financial Intermediation* 7, 263-292.

- Himmelberg, C., G. Hubbard and I. Love, 2002, Investor protection, ownership and investment, working paper, World Bank.
- Iacobucci, E., 2004, Toward a signaling explanation of private choice of corporate law, *American Journal of Law and Economics* 6, 319-344.
- Jordan, C., 2006, The chameleon effect: beyond the bonding hypothesis for cross-listed securities, bepress working paper.
- Karolyi G.A., 1998, Why do companies list shares abroad? a survey of the evidence and its managerial implications, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 7, 1-60.
- Karolyi, G.A., 2004, The role of ADRs in the development of emerging equity markets, *Review of Economics and Statistics* 86, 670-690.
- Karolyi, A., 2006, The world of cross-listings and cross-listings of the world: challenging conventional wisdom, *Review of Finance* 9, 2-54.
- King, R.G. and R. Levine, 1993, Finance and growth: Schumpeter might be right, *Quarterly Journal of Economics* 108, 717-737.
- King, M.R. and D. Segal, 2004, International cross-listing and the bonding hypothesis, working paper, University of Toronto.
- Lamfalussy Group, 2001, Financial report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny, 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.
- Levine, R. and S. Schmukler, 2006, Internationalization and stock market liquidity, *Review of Finance* 10, 153-187.
- Macey, J.R. and M. O'Hara, 1999, Globalization, exchange governance, and the future of exchanges, Bookings-Wharton papers on Financial Services.
- Menkveld, A.J., S.J. Koopman and A. Lucas, 2003, Round-the-clock price discovery for cross-listed stocks, Tinbergen Institute discussion paper, Vrije Universiteit Amsterdam.
- Miller, D., 1999, The market reaction to international cross-listing: evidence from depositary receipts, *Journal of Financial Economics* 51, 103-123.
- Reese, W. and M. Weisbach, 2002, Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings, *Journal of Financial Economics* 66, 65-104.
- Ribstein, L.E., 2005, Cross-listing and regulatory competition, *Review of Law and Economics* 1:1, 87-148.
- Richards, A., 2005, Sustaining growth in a listed mid-tier stock exchange: the ASX experience, mimeo, Australia Stock Exchange.

- Siegel, J., 2004, Can foreign firms bond themselves effectively by renting US securities laws? *Journal of Financial Economics* 75, 319-359.
- SGX, SGX Link, [www.sgx.com/etf/sgx\\_asx/download/sgx\\_brochure.pdf](http://www.sgx.com/etf/sgx_asx/download/sgx_brochure.pdf) (2000).
- Stulz, R.M., 1999, Globalization of equity markets and the cost of capital, *Journal of Applied Corporate Finance* 12, 8-25.
- Urade, T., 2005, The northeast Asian financial hub project in South Korea and the conditions for an Asian financial center, *Nomura Capital Market Review* 8 (Winter), 43-56.