

거래소 인수·합병: 동향과 사례

2010. 12.

연구위원	김준석
연구위원	장욱
선임연구원	장병훈
연구원	한지연

序 言

최근의 거래소를 둘러싼 환경의 급격한 변화는 거래소산업에 필연적인 변화를 요구하고 있다. 자본시장의 거대화, 효율화, 글로벌화가 지속적으로 이루어지고 있고, 금융IT 기술혁신에 따라 새로운 매매기법과 혁신적 IT인프라가 빠르게 확산되고 있다. 또한 Reg NMS, MiFID 등 미국과 유럽의 자본시장 규제 변화로 정규거래소 이외의 거래플랫폼이 시장의 지위를 얻게 됨에 따라 정규거래소와 새로운 형태의 거래플랫폼 사이의 유동성 경쟁이 본격화되고 있다.

거래소간 경쟁이 치열해지면서, 주요거래소는 경쟁력을 강화하기 위해 전통적인 상호회사 구조에서 탈피하여 주식회사화와 상장을 추진하였고, 2000년대에 들어서는 거래소간 인수·합병을 통한 대형화, 효율화를 추구하기 시작하였다. 거래소의 인수·합병은 지리적인 근접성을 바탕으로 역내에서 주로 이루어지고 있으며, 아시아보다는 북미와 유럽지역에서 보다 빈번하게 이루어지고 있다. 거래소의 기능적인 측면으로 보면, 주식거래소와 주식거래소간의 수평적 인수·합병과 주식거래소와 정보·시스템 업체 간의 수직적인 통합이 가장 활발하게 나타나고 있다.

거래소의 인수·합병 추세는 현재진행형이며, 시간이 경과함에 따라 더욱 증가할 것으로 예상된다. 이는 자본시장 환경변화가 거래소간 통합과 연계를 통한 효율화, 대형화가 불가피한 방향으로 진행되고 있기 때문이다. 특히 아시아시장의 경우 인수·합병보다는 그 전 단계에 해당하는 동맹· 제휴가 빈번하게 발생하고 있는데, 점차 아시아시장 거래소가 이러한 인수·합병 흐름의 중심에 설 것으로 전망된다.

이에 따라 본 보고서에서는 거래소간 인수·합병의 원인과 동향을 분석하고 향후 전망에 대해 논의하고 있다. 이를 통해 한국거래소에 대한

시사점을 도출하는 것이 본 보고서의 주요 목적이다. 물론 거래소간 인수·합병은 불과 10년 전부터 시작되어 최근까지 진행 중이고, 우리와 환경이 비슷한 아시아권에서의 인수·합병은 아직 활발하지 않은 실정이어서 한국거래소의 합병·제휴 전략에 대한 시사점을 도출하는 것에는 주의가 필요하다. 그러나 거래소산업 내 증가하는 위협에 능동적으로 대처할 수 있는 역량을 배가하기 위해서는 최근의 거래소 인수·합병 흐름을 면밀히 관찰하고 교훈을 얻는 것은 반드시 필요한 작업으로 판단된다.

본 보고서를 작성한 본 연구원의 김준석 연구위원, 장욱 연구위원, 장병훈 선임연구원, 한지연 연구원에게 감사드린다. 또한 본 보고서의 지정논평을 맡아준 박용린 연구위원과 보고서 편집에 도움을 준 김옥엽, 임수아 연구조원에게도 감사드린다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개개인의 의견이며, 본 연구원의 공식 의견이 아님을 밝혀둔다.

2010년 12월

자본시장연구원

원장 김 형 태

목 차

Executive Summary	xii
Abstract	xviii
I. 서론	3
1. 연구배경	3
2. 연구의 체계	5
3. 연구의 범위	6
II. 거래소 인수·합병의 동향	11
1. 거래소 인수·합병의 분류	11
2. 거래소 인수·합병의 트렌드	18
III. 거래소 인수·합병의 배경	27
1. 거래소 인수·합병에 관한 이론	27
2. 거래소 인수·합병의 배경요인	33
3. 거래소 인수·합병의 기대효과	50

IV. 주요거래소 인수·합병의 사례분석	55
1. NYSE Euronext 인수·합병 사례	56
2. LSE의 인수·합병 사례	66
3. Bursa Malaysia의 인수·합병 사례	72
4. ICE의 인수·합병 사례	77
5. Euroclear의 인수·합병 사례	82
6. SIX Swiss Exchange의 인수·합병 사례	87
7. NASDAQ OMX의 인수·합병 사례	91
8. TMX Group의 인수·합병 사례	97
9. CME Group의 인수·합병 사례	102
10. Eurex의 인수·합병 사례	108
V. 한국거래소에 대한 시사점	115
1. 한국거래소의 합병·제휴 추진	116
2. 자본시장 허브전략	117
3. 한국거래소의 상장	119
참고문헌	123
부록	129

표 목 차

<표 II-1> 거래소 인수·합병사례	13
<표 II-2> 거래소 인수·합병의 건수	20
<표 II-3> 거래소 인수·합병의 연도별 건수: 기능적 분류	21
<표 II-4> 거래소 인수·합병의 연도별 건수: 지역적 분류	21
<표 II-5> 거래소 동맹·제휴의 건수	23
<표 II-6> 거래소 지분참여의 건수	23
<표 IV-1> 거래소 인수·합병 대표사례의 선정	56
<표 IV-2> NYSE Euronext의 연도별 시장개황	62
<표 IV-3> NYSE Euronext의 ROA 추이	62
<표 IV-4> LSE Group의 연도별 시장개황	68
<표 IV-5> LSE Group의 ROA 추이	69
<표 IV-6> LSE Group의 매출구성	70
<표 IV-7> Bursa Malaysia의 연도별 시장개황	73
<표 IV-8> Bursa Malaysia의 ROA 추이	74
<표 IV-9> Bursa Malaysia의 거래비용 변화	75
<표 IV-10> ICE의 주요 재무지표 추이	81
<표 IV-11> ICE의 원유선물 시장점유율	81
<표 IV-12> NASDAQ OMX의 연도별 시장개황	94
<표 IV-13> NASDAQ OMX의 수익성 추이	95
<표 IV-14> NASDAQ OMX의 ROA 추이	95
<표 IV-15> TSX의 연도별 시장개황	100
<표 IV-16> TMX Group의 매출액추이	100
<표 IV-17> TMX Group의 ROA 추이	100

<표 IV-18> TMX Group의 매출구성	101
<표 IV-19> CME Group의 주요 재무지표 추이	105
<표 IV-20> CME Group의 매출구성	106
<표 IV-21> CME Group의 상품별 시장점유율	106
<표 IV-22> Eurex의 상품별 시장점유율	111
<표 부록-1> 한국거래소와 해외기관간 협력 현황	129

그림 목 차

<그림 I-1> 연구의 흐름도	6
<그림 III-1> 미국시장의 자산별 알고리즘 매매비중 추이	38
<그림 IV-1> NYSE Euronext의 합병 흐름도	56
<그림 IV-2> NYSE Euronext의 수익구조 추이	63
<그림 IV-3> NYSE Euronext의 조직구조	65
<그림 IV-4> LSE의 합병 흐름도	66
<그림 IV-5> Bursa Malaysia의 매출액, 순이익 추이	74
<그림 IV-6> Bursa Malaysia의 조직구조	76
<그림 IV-7> ICE의 합병 흐름도	77
<그림 IV-8> Euroclear의 합병 흐름도	82
<그림 IV-9> Euroclear의 조직구조	86
<그림 IV-10> SIX Swiss Exchange의 합병 흐름도	87
<그림 IV-11> SIX Group의 조직구조	90
<그림 IV-12> NASDAQ OMX의 합병 흐름도	91
<그림 IV-13> NASDAQ OMX의 조직구조	96
<그림 IV-14> TMX Group의 합병 흐름도	97
<그림 IV-15> CME Group의 합병 흐름도	102
<그림 IV-16> CME Group의 조직구조	107
<그림 IV-17> Eurex의 합병 흐름도	108
<그림 IV-18> Eurex의 조직구조 및 소유구조	112

약 어 표

ADF	Auxiliary Display Facility
AIM	Alternative Investment Market
AMEX	American Exchange
ArcaEx	Archipelago Exchange
ASX	Australia Stock Exchange
ATS	Alternative Trading System
BME	Borsa y Mercados Españoles
BM&FBovespa	Brazilian Mercantile & Futures exchanges Bolsa de Valores de São Paulo
BOX	Boston Options Exchange
BVLP	Borsa de Valores de Lisboa e Porto
CBOT	Chicago Board of Trade
CC&G	Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.
CDNX	Canadian Venture Exchange
CDCC	Canadian Derivatives Clearing Corporaion
CFTC	Commodities Futures Trading Commission
CIK	Caisse Interprofessionnelle de Dépôts et de Virements de Titres
CME	Chicago Mercantile Exchange
COMMEX	Commodity and Monetary Exchange of Malaysia
CONSOB	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
CSCE	Coffee, Sugar & Cocoa Exchange
CSD	Central Securities Depository
DB	Deutsch Börse
DMA	Direct Market Access
DOJ	Department of Justice

DOT	Designated Order Turnaround
ECN	Electronic Communication Network
EEX	European Energy Exchange
FINMA	Swiss Financial Market Supervisory Authority
FTSE	Financial Times Stock Exchange Index
FSA	Financial Services Authority
FSAP	Financial Services Action Plan
HEX	Helsinki Stock Exchange
HKEx	Hong Kong Exchanges and Clearing
HSR	Hart-Scott-Rodino
ICE	Intercontinental Exchange
ICMA	International Capital Market Association
ICSD	International Central Securities Depository
IPE	International Petroleum Exchange of London
ISD	Investment Services Directive
ISE	International Securities Exchange
JSE	Johannesburg Stock Exchange
KLOFFE	Kuala Lumpur Options and Financial Futures Exchange
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange
KOSCOM	Korea Securities Computing Corporation
KRX	Korea Exchange
LIFFE	London International Financial Futures and Options Exchange
LSE	London Stock Exchange
MCPI	Market Competitive Index
MDEX	Malaysia Derivatives Exchange
MESDAQ	Malaysian Exchange of Securities Dealing & Automated Quotation
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MOS	Mutual Offset System

MTF	Multilateral Trading Facility
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotation
NBBO	National Best Bid and Offer
NCSD	Nordic Central Securities Depository
NGL	Natural Gas Liquids
NGX	Natural Gas Exchange
NYBOT	New York Board of Trade
NYCE	New York Cotton Exchange
NYMEX	New York Mercantile Exchange
NYSE	New York Stock Exchange
NZX	New Zealand Exchange
OMX	Optionsmäklarna/Helsinki Stock Exchange
OSX	Osaka Stock Exchange
OTC	Over the Counter
PAGS	Piazza Affari Gestione & Servizi S.p.A.
PCX	Pacific Exchange
PSM	Professional Securities Market
Reg NMS	Regulation National Market System
SAFEX	South African Futures Exchange
SEC	Securities and Exchange Commission
SEMS	Stock Exchange of Malaysia and Singapore
SES	Stock Exchange of Singapore
SFM	Specialist Fund Market
SGX	Singapore Exchange
SI	Systematic Internalizer
SICOVAM	Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières
SIX	Swiss Stock Exchange
SOR	Smart Order Routing
SPTC	Securities Post Trading Council

STP	Straight Through Process
TASE	Tel Aviv Stock Exchange
TCC	The Clearing Corporation
TMX	Toronto Montreal Exchange
TSX	Toronto Stock Exchange
TSXV	TSX Venture Exchange
WCE	Winnipeg Commodity Exchange
WCI	World Competitiveness Index
WFE	World Federation of Exchanges

《 Executive Summary 》

I. 서론

자본시장을 둘러싼 환경은 빠르게 변화하고 있다. 자본시장의 거대화, 효율화, 글로벌화가 이루어지고 있으며, Reg NMS와 MiFID의 등장으로 북미와 유럽거래소의 미시구조와 거시구조가 급격하게 변화하고 있다. 정규거래소 이외의 거래플랫폼이 시장의 지위를 얻게 되면서 정규거래소와 새로운 형태의 거래플랫폼 사이의 유동성 경쟁이 본격화되고 있다. 또한 금융IT 기술의 발전은 새로운 매매기법의 등장과 매매관련 IT인프라의 혁신을 가져와 거래소간 경쟁을 강화시키는 결정적인 요인으로 작용하고 있다.

이와 같이 거래소 비즈니스의 경쟁이 치열해지고 거래소의 핵심경쟁력 요인이 변화하면서 세계 주요거래소는 경쟁력을 강화하기 위해 전통적인 상호회사 구조에서 탈피하여 주식회사화와 상장을 추진하여 왔고, 2000년대에 접어들면서부터는 거래소간 인수·합병 및 제휴를 활발히 추진하고 있는 상황이다. 최근 10년간 거래소의 인수·합병은 무려 73건이나 보고되고 있다.

한국거래소는 아직까지 법률에 의해 독점적 지위를 보장받고 있으나 이러한 거래소를 둘러싼 환경의 변화 추세로부터 자유로울 수 없다. 자본시장을 둘러싼 기술적 환경, 제도적 환경, 경쟁환경의 변화가 곧 한국시장에서도 점차 현실화될 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 본 보고서는 해외 주요거래소 인수·합병의 배경과 동향을 파악하고 대표적 사례를 분석함으로써 한국거래소가 자본시장의 환경변화에 능동적으로 대처할 수 있는 역량을 갖추도록 시사점을 제공하고자 한다.

II. 거래소 인수·합병의 동향

2000년부터 2009년까지의 표본기간동안 이루어진 거래소간 인수·합병의 유형은 크게 기능별, 지역별로 구분할 수 있다. 기능별 유형은 수평적 결합과 수직적 결합으로, 지역별 유형은 역내 인수·합병과 역간 인수·합병으로 세분할 수 있다.

수평적 결합은 다시 주식거래소간, 파생·채권·상품거래소간, 주식거래소와 파생·채권·상품거래소간, 청산·예탁·결제기관간 인수·합병의 네 가지 유형으로 구분된다. 수직적 결합은 주식거래소와 청산·예탁·결제기관간, 주식거래소와 정보·시스템업체간, 파생·채권·상품거래소와 정보·시스템업체간 인수·합병의 세 가지 유형으로 구분된다. 역내의 국가간 또는 국내의 인수·합병은 유럽, 북미, 남미, 아시아, 아프리카 지역별 5가지 유형으로 구분된다. 역간 인수·합병은 유럽과 북미, 유럽과 아시아간 인수·합병의 두 가지로 각각 구분된다.

연구기간동안 발생한 73건의 인수·합병 사례 가운데 수평적 인수·합병은 모두 43건이고, 수직적 인수·합병은 모두 28건으로 나타난다. 나머지 두건은 수직적·수평적 인수·합병이 동시에 일어난 사례이다. 수평적 인수·합병 중에서는 주식거래소간 인수·합병이 22건으로 가장 큰 비중을 차지하며, 수직적 인수·합병 중에서는 주식거래소와 정보시스템 업체간 인수·합병이 18건으로 가장 많은 것으로 나타났다. 한편, 지역별로 볼 때 유럽지역 내 인수·합병이 25건, 북미가 23건, 아시아가 15건, 역간 인수·합병은 6건으로 파악되었다. 유럽지역의 경우 주로 국경간 인수·합병인 반면, 북미와 아시아지역은 국내 통합인 경우가 많았다. 기능적으로

볼 때, 유럽지역과 미국지역에서는 수평적 통합의 비중이 높고 아시아지역에서는 수직적 통합의 비중이 높은 것이 특징이다.

거래소의 결합은 인수·합병이외에 동맹·제휴와 지분참여의 형태로도 나타난다. 연구기간동안 동맹·제휴는 237건, 지분참여는 68건이 각각 발생했다. 흥미로운 사실은, 인수·합병과 달리 동맹·제휴와 지분참여에 있어서는 아시아지역 거래소의 비중이 상대적으로 높다는 점이다. 아시아지역에서는 인수·합병보다는 동맹·제휴나 지분참여와 같은 약한 결합이 이루어지고 있는 상황으로, 거래소간 결합이 인수·합병의 이전단계에 와 있는 것으로 판단할 수 있다. 기능적 측면에서 볼 때, 동맹·제휴는 주로 거래소간에 수평적으로 이루어지며, 지분참여는 상대적으로 거래소와 하부기능 사이에서 수직적으로 이루어짐을 발견할 수 있었다.

거래소의 인수·합병은 현재진행형으로 파악되며, 자본시장 환경변화가 거래소간 통합과 연계를 통한 효율화, 대형화가 불가피한 방향으로 진행되고 있기 때문에 거래소 인수·합병의 트렌드는 지속될 것으로 판단된다. 특히, 향후 아시아지역이 인수·합병 흐름의 중심에 설 것으로 보인다.

Ⅲ. 거래소 인수·합병의 배경

거래소의 인수·합병을 설명하는 이론으로는 효율성 이론, 네트워크 외부성 이론, 자원기반관점 이론, 조직학습 이론 및 제도 이론을 들 수 있다. 효율성 이론은 거래소간 인수·합병의 목표를 재무적시너지, 운영시너지 및 경영시너지의 창출에서 찾는다. 통합을

통해 자본비용을 낮추고, 경영효율성을 높이며, 규모·범위·경험의 경제를 통해 운영효율성을 극대화한다는 것이다. 네트워크 외부성 이론에서는 거래소산업이 갖고 있는 네트워크 외부성에서 합병요인을 찾는다. 거래소는 유동성이 풍부할수록 유동성이 증가하게 되는 효과를 누리기 위해 통합을 실행하게 된다. 자원기반관점에서는 기업이 보유한 자원의 차이가 수익성의 차이를 가져온다고 설명하는데, 거래소는 명성과 전통과 같이 모방이 어려운 자산을 확보하기 위해 통합에 응하게 된다는 설명이다. 조직학습 이론에서는 조직학습 기회를 자본화할 목적으로, 즉 거래소 운영과 관련된 암묵적 지식을 획득하기 위해 거래소간 인수·합병이 일어난다고 분석하며, 제도이론에서는 거래소가 고객의 요구에 부응하거나 선도적 거래소의 전략을 모방하는 과정에서 인수·합병이 일어난다고 설명한다.

거래소 인수·합병의 배경요인으로는 거래소의 탈상호화 및 상장, 금융IT기술의 발전, 그리고 Reg NMS와 MiFID 등장으로 인한 규제환경의 변화를 들 수 있다. 규제환경의 변화는 ATS와 같은 새로운 형태의 거래플랫폼을 경쟁의 장으로 이끌어냈으며, 금융IT 기술의 발전은 고빈도매매와 같은 새로운 유동성을 창출하는 동시에 이를 둘러싼 거래소간 경쟁을 불러일으켰다. 거래소의 탈상호화 및 상장은 그 자체로 거래소의 효율성을 높이기 위한 방안인 동시에 거래소간 인수·합병의 형식적 기반을 제공하였다.

거래소 인수·합병의 기대효과로는 규모의 경제, 투자대상의 다양화, 유동성 확대를 들 수 있다. 규모의 경제는 서비스 제공비용을 낮추어 거래소, 투자자, 상장회사, 금융기관 등 모든 거래소산업

참가자에게 비용효율성을 제공한다. 투자대상 다양화는 포트폴리오 분산효과를 극대화시키고, 혁신적인 금융상품과 서비스의 등장을 가능하게 한다. 유동성 확대는 시장의 가격발견 기능을 강화하고 기업의 자본조달비용과 투자자의 암묵적 거래비용을 낮추어 궁극적으로 경제 내 자본배분의 효율성을 높이는 효과를 가진다.

IV. 주요거래소 인수·합병의 사례분석

본 고에서는 해외 거래소의 인수·합병 중 중요한 10개 사건을 대표사례로 선정하여 인수·합병의 배경과 과정 그리고 성과를 분석하였다. NYSE와 Euronext, NASDAQ과 OMX의 합병사례는 북미와 유럽의 역간 인수·합병의 대표적 사례로서, LSE와 TSX의 사례는 유럽지역과 북미지역의 역내 인수·합병의 대표사례로서 선정하였다. CME와 Eurex의 사례는 북미지역과 유럽지역의 파생상품 시장간 역내 인수·합병사례로서 선정하였다. 유형별 분류기준의 사례를 모두 포함하기 위해 청산기관간 인수·합병 사례는 Euroclear의 사례를, 주식거래소와 정보·시스템업체의 인수·합병 사례로는 SIX Swiss Exchange를, 파생상품거래소와 정보·시스템업체의 인수·합병 사례로는 ICE의 사례를 각각 포함하였다. 마지막으로 아시아지역의 사례이자 주식거래소와 청산기관간 인수·합병 사례로 Bursa Malaysia의 사례를 추가하였다. 인수·합병 이후 많은 시간이 경과하지 않았기 때문에 인수·합병의 성과를 평가하기에는 무리가 따른다. 다만 단순히 대형화를 추구하는 인수·합병보다는 상품간·기능간 시너지 창출이나 비용절감과 같은 전략적 목표가 뚜렷한 인수·합병이 우수한 성과를 보여준다는 사실을 확인할 수 있다.

V. 한국거래소에 대한 시사점

거래소 인수·합병은 2000년대에 들어 시작되었고, 아시아권에서의 거래소간 국제적 인수·합병은 아직 활발하지 않은 실정이다. 그럼에도 불구하고 급변하는 자본시장의 환경변화에 적응하고 경쟁력을 강화한다는 관점에서 거래소 인수·합병의 흐름을 면밀히 파악하고 한국거래소가 나아갈 방향에 대한 시사점을 도출하는 것은 매우 중요한 과제라 할 수 있다.

북미와 유럽지역의 거래소 인수·합병이 점차 완료되는 단계라고 본다면 아시아지역은 현재 인수·합병이 서서히 진행되고 있는 단계로 볼 수 있다. 또한 역간 인수·합병보다 역내 인수·합병이 많은 것은 세계 거래소가 큰 경제권을 따라 블록화하는 경향을 보이는 것으로 생각된다. 한국거래소는 해외 주요거래소와 MOU 수준의 동맹·제휴만 맺고 있으나 이러한 흐름에 대비하기 위해서는 아시아 역내 군소 거래소에 대한 합병·제휴를 적극적으로 추진하는 것이 바람직할 것으로 판단된다.

또한 한국거래소가 해외 거래소와의 국제경쟁에서 생존하기 위해서는 국내 자본시장의 인프라로서 확고한 지위를 가져야 한다. 그러기 위해서는 파생상품뿐만 아니라 주식, 채권거래에서도 상장회사와 거래량을 늘려서 충분한 유동성을 집중시킬 필요가 있다.

마지막으로 한국거래소의 상장은 향후 거래소간 경쟁에 대비한 중요한 전환점이 될 수 있을 것이다. 한국거래소는 상장을 통해 거래서비스 개선을 위한 자금조달의 기회를 마련할 수 있고, 지배구조 개선을 통해 경영효율성을 높일 수 있으며, 향후 거래소간 인수·합병을 위한 기반을 마련할 수 있을 것이다.

« Abstract »

Securities exchange M&A: current trends and cases

I . Introduction

The capital market is in an era of rapid change. It is getting larger, more efficient, more globalized. Reg NMS and MiFID have been making significant and systematic changes in the market micro- and macro-structure. Alternative trading venues are recognized as markets and are competing for liquidity with traditional securities exchanges. Moreover, innovations and improvements in financial IT enable the expansion of algorithm trading, high frequency trading, and DMA, which all strengthen competition among trading venues.

To cope with the competitive environment, traditional exchanges, which were originally not-for-profit entities, had to demutualize and list. Entering the 2000s, several securities exchanges went through M&As and alliances to raise their competitiveness.

Although the Korea Stock Exchange (KRX) has a monopoly status in the Korean securities market under the current laws, the KRX is not free from global competitive pressure. The technological, regulatory, and competitive environment surrounding the Korean capital market is changing. In this paper, we analyze the foreign securities exchanges' M&A cases, and then we derive implications for the Korean capital market.

II. Exchange M&A trends

M&As among securities exchange can be classified as a functional type or regional type. The functional type is further divided into vertical integration and horizontal integration, and the regional type is divided into inter-region integrations and intra-region integrations. There are four kinds of horizontal integration which are M&As between stock exchanges, between derivative exchanges (including futures, options, bonds, commodity, or other derivatives exchange), between a stock exchange and a derivative exchange, and between clearing, settlement, and custodian institutions. There are three kinds of vertical integration which are M&As between a stock exchange and a clearing, settlement, and custodian institution, between a stock exchange and an IT service company, and between a derivatives exchange and an IT service company. Intra-region M&As have subsets such as the Europe region, north America region, south America region, Asia region, and Africa region M&As. Inter-region M&As have subsets such as Europe-north America and Europe-Asia inter-region M&As. Among the 73 M&As during our research period of 2000~2009, there were 43 cases of horizontal integration and 28 cases of vertical integration. The remaining 2 cases were vertical and horizontal integration between a stock exchange, a derivatives exchange, and an IT service company. About a half of horizontal

integration cases are the M&As between stock exchanges and most vertical integrations are M&As between a stock exchange and an IT service company. Looking at the regional type, 25, 23, and 15 cases were completed in Europe, North America, and Asia region respectively. There were 6 inter-regional M&As. The M&As in the exchange industry are mostly inter-country cases in Europe, whereas in Asia and North America most of them are intra-country M&As. However, the M&As in Europe and North America are mostly horizontal but those in Asia are mostly vertical.

Rather than doing an M&A, some exchanges form strategic alliances or take partial equity ownership over another exchange or exchange business related companies. During the research period, 237 alliances and 68 partial equity ownership acquisitions were made by securities exchanges. Most alliances and partial equity ownership acquisitions were conducted by Asian exchanges. Usually, alliances are horizontal and partial stock ownership acquisitions are vertical.

Exchange M&A is still in progress. If exchange M&A can promote exchange services' efficiency and raise market power, M&As will continue to increase. In fact, the Asian market might be the focus in the near future.

III. Background of the exchange M&A

There are several theories that explain the motives for exchange M&As. According to the efficiency theory, exchange M&As are expected to generate operational, financial, and managerial synergy. The network externality theory argues that the main motive of exchange M&As is increased liquidity from network externality. So securities exchanges strive to acquire larger investor base and listing companies through an M&A. The resource based view argues that small and under-developed exchanges will choose an M&A to acquire inimitable assets such as another exchange's reputations or traditions. According to the organizational learning theory, securities exchange looks for M&As or alliances to acquire tacit knowledge necessary for exchange operations which is hard to attain through a contract or market mechanism. Lastly, the institutional theory claims that exchanges undergo M&As to mimic other major exchange's strategy or to meet customers' demand.

Several factors are behind the exchange M&A trend. Demutualization and listing of exchanges, development of financial IT, and regulatory changes such as MiFID or Reg NMS among others have largely fostered this trend by strengthening competition in the exchange industry.

Exchange M&As are expected to generate an economy of scale, to diversify investment products, and to increase market liquidity. The economy of scale lowers the service costs and then provides cost efficiency to market participants. Diversified investment products guarantee a better portfolio diversification and lead to more innovative financial products and services. Lastly, liquidity enhancement can build up the market's price discovery function, lower the cost of capital and reduce the investors' implicit trading costs. It can ultimately improve the efficiency of resource allocation in the economy.

IV. Case study on exchange M&As

We analyze 10 representative exchange M&A cases. We select the NYSE-Euronext case and NASDAQ-OMX case as the biggest examples of inter-region M&A. The LSE case and TSX case are used for the intra-region M&A in Europe and North America respectively. For derivatives exchange M&As, CME and Eurex are selected; for clearing institutions M&As, the Euroclear case is used. The mergers by SIX Swiss and ICE are the best examples for vertical integration. The Bursa Malaysia case is included to represent M&As in the Asian market. For these cases, we investigate the background and the deal's details and try to evaluate the consequence of the M&A.

V. Implications for the KRX

Exchange M&As emerged in 2000s. So it seems premature to talk about their success at this time. However, it is very important for the KRX to analyze and learn from exchange M&A trends because it has to compete with global exchanges in the near future. As the block economy advances in Asia, exchange M&As will increase in the region. Alliances and partial equity ownership acquisition of Asian exchanges may evolve towards M&As. The KRX has to prepare for the upheaval in the Asian exchange industry by exploring a wide range of M&A possibilities. It is noteworthy that IPOs will be a turning point for the KRX. Through IPOs, the KRX can raise funds for improving exchange services, enhance managerial efficiency by improving corporate governance, and prepare for possible M&As.

1. 서론

1. 연구배경
2. 연구의 체계
3. 연구의 범위

I. 서론

1. 연구배경

거래소는 자본시장의 주요 인프라로서 그 중요성과 유용성이 매우 높게 평가받고 있다. 거래소는 자금의 수요자와 공급자를 연결하는 직접 금융시장의 역할과 투자자가 금융자산을 운용하는 투자시장의 역할을 수행하며, 시장참여자의 호가를 집중함으로써 형성된 유동성을 바탕으로 효율적인 자산가격을 이끌어낸다.

거래소는 경제 내 자원배분의 효율성을 달성할 수 있게 하는 메커니즘으로서 공적 기능을 가지며, 공정성과 시장질서를 달성하기 위해 규제 기능이 부여된다는 점에서 전통적으로 공공기관으로서 인식되어 왔다. 그 결과 거래소는 국가 자본시장에서 독과점적인 지위를 가지게 되었는데, 이러한 거래소의 독과점적 지위는 운영의 비효율성을 초래하여 자본시장의 급격한 환경변화에 거래소가 효율적으로 대응하지 못하게 된 하나의 원인으로 지목되고 있다.

자본시장을 둘러싼 환경은 빠르게 변하고 있다. 자본시장 환경변화는 시장환경 변화, 규제환경 변화 그리고 기술환경 변화로 나누어 볼 수 있다. 시장환경의 측면에서는 자본시장의 거대화화 및 글로벌화가 이루어지고 있다. 증권화와 기관화의 추세에 따라 자본시장의 규모는 지속적으로 커지고 있으며, 자본이동의 자유화로 국경간 증권거래가 급격히 증가하고 있다. 규제환경 변화로서 미국시장의 Reg NMS(Regulation National Market System)와 유럽시장의 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)는 거래소 미시구조와 거시구조의 큰 변화를 일으키고 있다. 정규거래소 이외의 거래플랫폼이 시장의 지위를 얻게 되었으며, 최선의

4 거래소 인수·합병: 동향과 사례

체결원칙(best execution)에 따라 정규거래소와 새로운 형태의 거래플랫폼 사이의 유동성 경쟁이 본격화되고 있다. ECN(Electronic Communication Network)이나 dark pool과 같은 ATS(Alternative Trading System)는 기존의 정규거래소보다 높은 효율성과 낮은 비용으로 빠르게 시장을 잠식하고 있다. 기술환경 변화로서, 거래소 시스템의 효율성을 제고하고 새로운 매매방식을 지원하기 위한 혁신적 IT기술이 급속히 도입되고 있다. 전자매매시스템의 정착과 이에 따른 알고리즘 매매(algorithm trading) 및 고빈도매매(high frequency trading)의 확산, 그리고 신속한 매매를 보장하기 위한 DMA(Direct Market Access)와 co-location의 등장, 이를 효과적으로 지원하기 위한 고속 정보제공서비스(low latency data feed)의 등장은 거래소간 유동성 경쟁을 새로운 차원으로 이끌고 있다.

이러한 자본시장 환경변화는 거래소에게 변화를 요구하고 있다. 거래소 비즈니스의 경쟁이 치열해지고 거래소의 핵심경쟁력 요인이 변화하면서 거래소는 경쟁력을 강화하기 위해 전통적인 상호회사 구조에서 탈피하여 주식회사화와 상장을 추진해왔다. 그 다음 단계로, 규모의 경제와 범위의 경제를 달성하기 위해 거래소간 인수·합병과 제휴를 활발히 추진하기 시작하면서 시장의 블록화가 심화되고 있다. 거래소의 인수·합병은 최근 매우 광범위하게 나타나고 있어 그 원인, 과정과 결과가 주목되고 있다.

현재까지 한국거래소는 법률에 의해 명시적으로 독점적 지위를 보장받고 있으나 자본시장 환경변화의 세계적 흐름은 한국거래소의 안정적 지위를 점차 위협하고 있다. 이러한 자본시장의 환경변화에 직면하고 있는 한국거래소에게 해외 주요거래소의 인수·합병 사례는 큰 시사점을 제공할 수 있을 것이다. 그럼에도 불구하고 국내에서 거래소의 인수·합병 현상에 대해서는 그간 실무적으로나 학문적으로 종합적인 기록이나 심층적인 연구를 찾을 수 없다. 거래소의 인수·합병 현상이 비교적 최근에 나타나고 있고, 이에 대한 정형화되고 공개된 데이터를 수집하기가

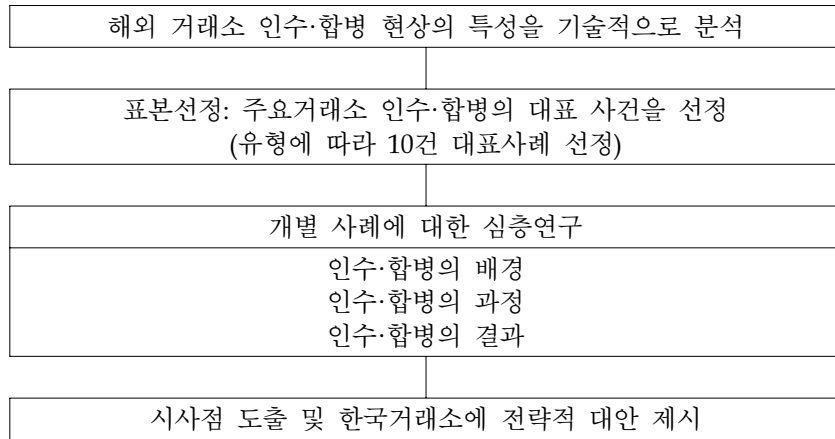
용이하지 않기 때문으로 보인다. 본 보고서는 해외 주요거래소의 인수·합병 사례를 분석함으로써 한국거래소에 대한 시사점을 찾고자 한다.

본 보고서는 다음과 같이 구성된다. 제Ⅱ장에서는 거래소 인수·합병의 특성을 분석하여 유형별로 구분한다. 제Ⅲ장에서는 거래소 인수·합병의 배경이 되는 이론과 자본시장의 환경변화 그리고 인수·합병의 기대효과를 설명한다. 제Ⅳ장에서는 주요거래소의 인수·합병 사례를 심층적으로 분석한다. 그리고 제Ⅴ장에서는 이러한 분석결과가 한국거래소에 주는 시사점을 제시한다.

2. 연구의 체계

본 보고서가 거래소의 인수·합병 현상을 연구하는 방법론은 다음과 같다. 먼저 해외 거래소의 인수·합병 사건을 모두 수집하여 유형별로 구분한다. 유형은 결합 특징에 따라 기능별 특성으로 수평적 결합과 수직적 결합으로 나누고, 지리적 특성으로 지역별로 구분한다. 그리고 그 특성에 대해 기술적 분석을 수행한다. 다음으로 각 유형을 대표하는 대표 사례를 선정하여 각 사례에 대한 심층적인 사례연구를 수행한다. 사례연구는 인수·합병의 배경, 과정과 성과로 구성된다. 이러한 사례연구를 바탕으로 시사점을 도출하고 한국거래소에 대한 전략적 대안을 제시한다.

<그림 1-1> 연구의 흐름도



3. 연구의 범위

본 보고서는 2000년부터 2009년까지 10년간 발생한 73건의 거래소의 인수·합병 사례를 연구대상으로 한다. 1990년대 후반 거래소의 주식회사화 및 상장이 활발하게 일어나면서 합병논의가 일기 시작해 거의 모든 인수·합병은 2000년대에 이루어졌다.¹⁾ 따라서 본 보고서의 연구기간은 저자들이 아는 한 해외 거래소의 인수·합병 사건을 대부분 포함하는 것으로 판단된다.

거래소간 결합은 그 형태에 따라 세 가지 유형으로 구분할 수 있다. 첫째 유형은 좁은 의미의 인수·합병으로 거래소의 재무적, 물리적 통합이 완료된 것을 의미한다. 둘째 유형은 동맹·제휴로 이는 재무적, 물리

1) 2000년대 이전의 거래소 인수·합병 사례는 1998년의 Stockholm Stock Exchange와 OM Group간 합병과 1999년의 Vancouver Stock Exchange와 Alberta Stock Exchange간 합병 등 단 두 건에 불과하다.

적 통합을 하지 않고 계약관계를 유지하는 것을 의미한다. 그리고 셋째 유형은 지분참여로 이는 재무적 통합을 의미한다. 본 보고서에서는 사례의 실질성을 확보하기 위해 연구대상을 인수·합병으로 한정한다. 동맹·제휴 또는 지분참여는 기관간 결합의 강도가 약하기 때문에 실질적인 결합효과를 논의하기 어렵다고 여겨진다. 거래소간 인수·합병 사례가 73건에 이르므로 분석결과를 종합하는 데는 무리가 없는 것으로 판단된다.

II. 거래소 인수·합병의 동향

1. 거래소 인수·합병의 분류
2. 거래소 인수·합병의 트렌드

II. 거래소 인수·합병의 동향

1. 거래소 인수·합병의 분류

연구기간동안 이루어진 거래소간 인수·합병의 유형은 크게 기능별, 지역별로 나누어 볼 수 있다. 기능별 분류의 하부 유형으로서 수평적 결합은 네 가지로 세분할 수 있고, 수직적 결합은 세 가지로 세분할 수 있다. 지역별 결합은 국내 인수·합병의 경우 다섯 가지로, 역간 인수·합병은 두 가지로 각각 세분할 수 있다. 국내 인수·합병은 지역 내의 국가간 인수·합병뿐만 아니라 국가 내의 인수·합병도 모두 포괄한다. 구체적인 분류 유형은 아래와 같다.

■ 기능별 분류

○ 수평적 결합

- 주식거래소간 인수·합병
- 파생·채권·상품거래소간 인수·합병
- 주식거래소와 파생·채권·상품거래소간 인수·합병
- 청산·예탁·결제기관간 인수·합병

○ 수직적 결합

- 주식거래소와 청산·예탁·결제기관간 인수·합병
- 주식거래소와 정보·시스템 업체간 인수·합병
- 파생·채권·상품거래소와 정보·시스템 업체간 인수·합병

■ 지역별 분류

○ 역내 인수·합병

- 유럽
- 북미
- 남미
- 아시아
- 아프리카

○ 역간 인수·합병

- 유럽-북미
- 유럽-아시아

위의 분류기준을 바탕으로 연구기간동안 발생했던 73건의 거래소 인수·합병 개별사례를 유형별로 정리하면 <표 II-4>와 같다. 분류에 있어서 한 기관이 중복적인 기능을 가질 경우 거래소 기능을 중심으로 분류하였으며, 전자거래플랫폼의 경우 주식거래소로 분류하였다. 또한 두 기관 이상이 동시에 인수·합병을 실행하였을 경우 한 건으로 처리하였다.

<표 II-1> 거래소 인수·합병 사례

기능 분류	지역 분류	출범기구 (인수주체)	인수 합병 기관	발표일	완료일
주식-주식	북미	TSX	CDNX(캐나다 벤처 거래소)	2001.05	2002.01
	북미	NYSE Group	ArcaEx(미국 주식거래소)	2005.05	2006.03
	북미	ArcaEx	PCX(미국 주식거래소)	2005.01	2005.09
	북미	NASDAQ OMX	Philadelphia Stock Exchange (미국 주식거래소)	2007.11	2008.08
	북미	NASDAQ OMX	Boston Stock Exchange (미국 주식거래소)	2007.1	2008.09
	북미	NYSE Euronext	American Stock Exchange (미국 주식거래소)	2008.01	2008.10
	유럽	Euronext	Amsterdam, Brussel, Paris Exchange(네덜란드, 벨기에, 프랑스의 주식거래소)	2000.03	2000.10
	유럽	Euronext	Lisbon & Oporto Stock Ex. (포르투갈 주식거래소)	2002.01	2002.03
	유럽	Swiss Exchange	Virt-x(범유럽 전자주식시장)	2003.01	2003.03
	유럽	Borse Berlin-Bremen	Bremen Exchange (독일 주식거래소)	2003.05	2003.05
	유럽	OMX	Iceland Stock Exchange (아이슬란드 주식거래소)		2006.12
	유럽	Zagreb Stock Exchange	Varazdin Stock Exchange (크로아티아 주식거래소)	2007.04	2007.04
	유럽	LSE, Borsa Italiana	LSE(영국 주식거래소), Borsa Italiana(이탈리아 주식거래소)	2007.08	2007.10
	유럽	OMX	Armenian Stock Exchange (아르메니아 주식거래소), Central Depository of Armenia (아르메니아 중앙예탁기관)		2007.12
	유럽	OMX	Iceland Stock Exchange (아이슬란드 주식거래소)		2006.12
	아시아	KLSE	MESDAQ (말레이시아 주식거래소)	2001.06	2002.03
	아시아	KRX	KOSDAQ(한국 주식거래소), Korea Futures Exchange (한국 선물거래소)	2003.06	2005.01

<표 II-1> 거래소 인수·합병 사례(계속)

기능 분류	지역 분류	출범기구 (인수주체)	인수 합병 기관	발표일	완료일
주식-주식	아시아	Jakarta Stock Exchange	Surabaya Stock Exchange (인도네시아 주식거래소)		2007.12
	아시아	OSE	JASDAQ(일본 증권거래소)	2008.12.	2009.09
	남미	BOVESPA	Rio de Janeiro Stock Exchange (브라질 주식거래소)	2000.01	2000.05
	북미-유럽	NYSE Euronext	Euronext(유럽 최대거래소로 주식, 상품 모두 거래)	2007.01	2007.06
	북미-유럽	NASDAQ OMX	OMX(유럽 거래소로 주식, 상품 등이 모두 거래)	2007.06	2008.02
파생2)-파생	북미	NYBOT	CSCE(1882년 설립된 미국 농산물 거래소), NYCE(1870년 설립된 미국 농작물 거래소)		2004.07
	북미	NGX	Alberta Watt Exchange (캐나다 에너지상품 거래소)		2006.09
	북미	ICE	NYBOT (미국 상품파생거래소)		2007.01
	북미	ICE	WCE(캐나다 상품거래소)	2007.07	2007.09
	북미	CME, CBOT	CME(미국 선물거래소) CBOT(미국 선물거래소)	2007.07	2007.08
	북미	CME	NYMEX (미국 뉴욕 상업거래소) COMEX (미국 뉴욕 상품거래소)		2009.11
	아시아	MDEX	KLOFFE (말레이시아 선물옵션거래소), COMMEX (말레이시아 상품통화거래소)	2000.12	2001.06
	북미-유럽	ISE	Eurex(유럽 파생상품거래소)		2008.01
청산3)-청산	유럽	Euroclear	Sicovam (프랑스 중앙예탁기관)	2000.09	2001.01
	유럽	Euroclear	CrestCo(영국 중앙예탁기관)		2002.08
	유럽	LCH. Clearnet	Clearnet(영국 결제기구)		2003.07

2) “파생”은 옵션거래소, 채권거래소, 상품거래소, 선물거래소 및 기타파생상품 거래소를 모두 포함

<표 II-1> 거래소 인수·합병 사례(계속)

기능 분류	지역 분류	출범기구 (인수주체)	인수 합병 기관	발표일	완료일
청산4) 청산	유럽	Euroclear	Nordic CSD (노르딕 중앙예탁기관)	2008.06	2008.11
	아시아	Bursa Securities Clearing	Bursa Malaysia Derivatives Clearing Berhad(말레이시아 파생상품청산기관)		2006.08
주식- 파생	북미	TSX	Montreal Exchange (캐나다 선물거래소)	2007.12	2008.02
	북미	TSX	NGX(캐나다 에너지 거래소)		2004.02
	유럽	Borsa Italiana, Euronext	MTS(이탈리아 채권거래소)	2005.07	2005.09
	유럽	MICEX-Urals	Urals Regional Currency Exchange (러시아 지역 통화거래소)		2007.12
	유럽	Euronext.liffe	Liffe(영국 파생상품거래소)	2001.11	2001.12
	아프리카	JSE	Bond Exchange of South Africa(남아프리카공화국 채권거래소)	2008.1	2009.06
	아프리카	JSE	SAFEX(남아프리카공화국 선물거래소)		2001.07
	남미	BM&F BOVESPA	BM&F (브라질 파생상품거래소)		2002.04
주식- 청산	유럽	Deutsche Börse	Cedel (유로채 집중대체결제기관)		2002.05
	유럽	Italian Exchange	Monte Titoli (이탈리아 증권예탁기관)		2002.08
	유럽	Oslo Bors	VPS Holding ASA (노르웨이 중앙예탁기관)	2007.04	2007.05
	아시아	Bursa Malaysia	Bursa Depository (말레이시아 예탁기관)	2005.11	2006.02
	아시아	TASE	TASE Clearing House (이스라엘 청산기관)		2007.03

3) “청산”은 청산기관, 결제기관, 예탁기관을 모두 포함

4) “청산”은 청산기관, 결제기관, 예탁기관을 모두 포함

<표 II-1> 거래소 인수·합병 사례(계속)

기능 분류	지역 분류	출범기구 (인수주체)	인수 합병 기관	발표일	완료일
주식-정보 ⁵⁾	북미	NYSE Group	Marco Polo Network Inc. (미국 투자리서치정보업체)		2006.10
	북미	NASDAQ OMX	Bloom Partners(미국의 시장 지식정보제공 업체)		2008.11
	북미	TMX Group	NetThruPut (캐나다 physical crude oil 상품에 대한 청산설비, 전자플랫폼)		2009.05
	북미	NYSE Euronext	NYFIX (미국 거래관련 솔루션 제공자)		2009.11
	유럽	HEX	OM(스웨덴 정보시스템 업체)	2003.06	2003.09
	유럽	Euronext	CompanynewsGroup (기업 뉴스 디스트리뷰터)	2006.02	2006.03
	유럽	Euronext	Hugin ASA (범유럽 네트워크 서비스업체)		2006.12
	유럽	SIX	SIS(스위스 증권거래서비스 및 국내외 증권거래솔루션을 제공하는 회사), Telekurs(유럽의 카드거래, 전자결제, 국제금융정보 서비스 회사)		2008.01
	아시아	NZX	AgriFax(뉴질랜드 농산물 데이터 회사)		2006.04
	아시아	NZX	FundSource Research Limited (뉴질랜드 투자리서치 회사)		2006.10
	아시아	NZX	The Dairy Marketing Group(호주 낙농업 정보업체)		2008.04
	아시아	NZX	ProFarmer Australia(호주 농업상품시장정보 제공회사)		2008.11
	아시아	NZX	M-co (호주 전자상품거래플랫폼)	2009.04	2009.07
	아시아	NZX	CLEAR Group(뉴질랜드 전자곡물거래 서비스)		2009.01

5) “정보”는 정보시스템업체 및 기타 금융IT 관련업체를 모두 포함

<표 II-1> 거래소 인수·합병 사례(계속)

기능 분류	지역 분류	출범기구 (인수주체)	인수 합병 기관	발표일	완료일
주식-정보	아시아	NZX	Australian Crop Forecasters (호주 곡식 수요와 공급에 대한 리포트를 발간)		2009.12
	북미-유럽	Deutsche Borse	Market News International (미국 금융뉴스 에이전시)		2009.01
	북미-유럽	Deutsche Borse	Need to Know News(미국 파이낸셜 뉴스 서비스)		2009.11
	유럽-아시아	LSE	MillenniumIT(스리랑카 무역플랫폼 소프트웨어업체)		2009.09
주식-파생-청산	북미	NASDAQ OMX	Nord Pool International (북유럽 전력거래소), Nord Pool Clearing ASA (북유럽 전력청산기관)		2008.11
	유럽	BME	스페인의 모든 주식거래소, 스페인의 모든 선물거래소, 스페인의 모든 청산결제기구		2001.07
파생-정보	북미	ICE	Chatham Energy(미국의 에너지옵션 장외시장 거래를 구조화 하는 것에 특화된 브로커리지 회사)	2007.09	2007.01
	북미	ICE	YellowJacket Software(미국 장외에너지 파생상품거래 전자거래플랫폼)		2008.02
	북미	CME	Credit Market Analysis (신용파생시장데이터 공급자)		2008.04
	북미	ICE	Creditex Group(신용시장 스페셜리스트)	2008.06	2008.08
	유럽	Euronext.liffe	CScreen Ltd.(유럽 도매 주식파생상품의 사전 거래가격발견 플랫폼회사)		2005.05

2. 거래소 인수·합병의 트렌드

수평적 인수·합병의 유형은 주식거래소간, 파생·채권·상품거래소간, 주식거래소와 파생·채권·상품거래소간, 청산·예탁·결제기관간 인수·합병 등 네 가지 유형으로 분류된다. 수평적 인수·합병은 모두 43건이 발생하였는데, 이 중 주식거래소간 인수·합병이 22건으로 가장 큰 비중을 차지한다. 이어 파생·채권·상품거래소간 인수·합병과 주식거래소와 파생·채권·상품거래소간 인수·합병이 각각 8건으로 나타난다. 주식거래소간 인수·합병의 대표적인 사례로는 Amsterdam, Brussel, Paris 거래소의 통합을 통한 Euronext의 출범(2000년), LSE(London Stock Exchange)와 Borsa Italiana의 합병(2007년), NYSE(New York Stock Exchange)와 Euronext의 합병(2007년) 등을 들 수 있다. 파생·채권·상품거래소간 인수·합병의 대표적인 사례로는 CME(Chicago Mercantile Exchange)와 CBOT(Chicago Board of Trade)의 합병과 ISE(International Securities Exchange)와 Eurex의 합병(2008년)을 들 수 있으며, Euronext의 LIFFE(London International Financial Futures and Options Exchange)의 인수와 브라질의 Bovespa(Bolsa de Valores, Mercadorias & Futuros de São Paulo)와 BM&F(Brazilian Mercantile and Futures Exchange)의 합병을 주식거래소와 파생·채권·상품거래소간 인수·합병의 대표적인 사례로 꼽을 수 있다.

수직적 인수·합병의 유형은 주식거래소와 청산·예탁·결제기관간, 주식거래소와 정보·시스템 업체간, 파생·채권·상품거래소와 정보·시스템 업체간 인수·합병 등 세 가지 유형으로 나타나고 있다. 주식거래소와 청산·예탁·결제기관간 인수·합병은 5건, 주식거래소와 정보·시스템 업체간 인수·합병은 18건, 파생·채권·상품거래소와 정보·시스템 업체간 인수·합병은 5건으로 파악되고 있으며, 별도의 유형으로 분류하지는 않았으나 주식거래소, 파생·채권·상품거래소, 정보시스템업체가 동시에 합병된 사례가 2건

이 확인된다. 주식거래소가 청산·예탁·결제기관과 결합한 사례로는 Borsa Italiana가 이탈리아의 증권예탁기관인 Monte Titoli를 인수한 사례를 들 수 있으며, 주식거래소가 정보·시스템 업체를 인수한 사례로는 SIX(SIX Swiss Exchange)가 스위스의 증권거래 솔루션 제공회사인 SIS를 인수한 사례와 Euronext가 범유럽 네트워크 서비스업체인 Hugin ASA를 인수한 사례를 대표적으로 꼽을 수 있다. 수직적 인수합병 중에서 정보·시스템 업체의 인수·합병이 다수 발견되는 것은 거래소간 경쟁의 강화되면서 금융IT의 중요성이 커지고 있다는 사실을 대변한다고 볼 수 있다.

지역별 인수·합병의 유형은 북미, 유럽, 아시아, 남미, 아프리카 등 다섯 지역의 역내(域內) 인수·합병과 유럽-북미, 유럽-아시아 등 두 가지 역간(域間) 인수·합병으로 구분된다. 전체 73건 중 유럽지역 내 인수·합병이 25건으로 가장 많은 것으로 보고되고 있다. 이어 북미지역 내의 인수·합병이 23건, 아시아지역 내의 인수·합병이 15건으로 나타난다. 유럽지역의 경우 주로 국경간 인수·합병인 반면, 북미와 아시아지역은 국내 통합인 경우가 많다. 유럽지역은 다수의 국가가 밀집되어 단일시장을 형성하고 있는 지역적 특성상 각국별로 산재한 거래소가 용이하게 통합을 이룬 것으로 판단되며, 북미지역의 경우 NYSE Euronext, NASDAQ OMX, TSX(Toronto Stock Exchange) 등 대형거래소 중심으로 수직적·수평적으로 통합되는 경향을 보인다. 아시아지역은 경제블록화의 진전이 상대적으로 늦고 각국의 자본시장 발달수준 격차가 커서 국경간 통합보다는 국내통합이 선제적으로 이루어지고 있는 것으로 파악된다. 기능적으로 보면, 유럽지역과 미국지역에서는 수평적 통합의 비중이 높고 아시아지역에서 수직적 통합의 비중이 높다. 그러나 아시아지역의 수직적 통합 9건 중 7건이 뉴질랜드에서 NZX(New Zealand Exchange)가 뉴질랜드의 정보·시스템업체를 인수한 사례여서 아시아지역의 수직적 통합을 지역적 추세로 보기는 어렵다. 역간 인수·합병은 모두 6건인데, NYSE과 Euronext의 합병(2007년)과 NASDAQ과 OMX의 합병(2008년)으로 북미

와 유럽을 아우르는 두 개의 초대형거래소가 탄생된 것이 가장 대표적이다. 아시아지역이 역간 인수·합병에 포함된 것은 단 한 건인데, LSE가 거래소시스템 개선을 위해 스리랑카의 금융IT 업체 MillenniumIT를 인수한 사례이다.

거래소 인수·합병을 연도별로 살펴보면, 73건 중 49건이 2006년 이후에 이루어진 것으로 나타난다. 특히, 수직적 인수·합병의 80% 이상이 이 시기에 집중되는데 거래소와 정보시스템업체와의 인수·합병이 두드러지게 증가하는 것으로 확인된다. 이 기간은 알고리즘매매·고빈도매매와 ATS가 급격히 확산되는 시기와 정확히 겹친다. 지역적으로 보면, 유럽 지역은 연구기간동안 인수·합병이 고르게 분포되는 반면, 아시아지역과 북미지역은 2000년대 후반에 인수·합병이 집중되는 것을 볼 수 있다. 북미와 유럽간 역간 인수·합병도 역시 2000대 후반에 이르러서 시작된 것을 알 수 있다.

<표 II-2> 거래소 인수·합병의 건수

구분	수평적 인수·합병				수직적 인수·합병			수평·수직적 인수·합병	계
	주식- 주식	파생- 파생	청산- 청산	주식- 파생	주식- 청산	주식- 정보	파생- 정보	주식·파생- 정보	
북미	6	6	0	2	0	4	4	1	23
유럽	9	0	4	3	3	4	1	1	25
아시아	4	1	1	0	2	7	0	0	15
아프리카	0	0	0	2	0	0	0	0	2
남미	1	0	0	1	0	0	0	0	2
북미-유럽	2	1	0	0	0	2	0	0	5
유럽-아시아	0	0	0	0	0	1	0	0	1
합계	22	8	5	8	5	18	5	2	73

자료: WFE, KCMi 재구성

<표 II-3> 거래소 인수·합병의 연도별 건수: 기능적 분류

년도	수평적 인수·합병					수직적 인수·합병					합계
	주식- 주식	파생- 파생	청산- 청산	주식- 파생	소계	주식- 청산	주식- 정보	주식- 파생- 정보	파생- 정보	소계	
2000	2	0	0	0	2	0	0	0	0	0	2
2001	0	1	1	2	4	0	0	1	0	1	5
2002	3	0	1	1	5	2	0	0	0	2	7
2003	2	0	1	0	3	0	1	0	0	1	4
2004	0	1	0	1	2	0	0	0	0	0	2
2005	2	0	0	1	3	0	0	0	1	1	4
2006	3	1	1	0	5	1	5	0	0	6	11
2007	5	3	0	1	9	2	0	0	1	3	12
2008	4	1	1	1	7	0	4	1	3	8	15
2009	1	1	0	1	3	0	8	0	0	8	11
합계	22	8	5	8	43	5	18	2	5	30	73

자료: WFE, KCMi 재구성

<표 II-4> 거래소 인수·합병의 연도별 건수: 지역적 분류

연도	북미	유럽	아시아	아프리카	남미	북미- 유럽	유럽- 아시아	합계
2000	0	1	0	0	1	0	0	2
2001	0	3	1	1	0	0	0	5
2002	1	4	1	0	1	0	0	7
2003	0	4	0	0	0	0	0	4
2004	2	0	0	0	0	0	0	2
2005	1	2	1	0	0	0	0	4
2006	3	4	4	0	0	0	0	11
2007	4	5	2	0	0	1	0	12
2008	9	2	2	0	0	2	0	15
2009	3	0	4	1	0	2	1	11
총합계	23	25	15	2	2	5	1	73

자료: WFE, KCMi 재구성

앞서 설명한 것처럼 거래소의 결합은 인수·합병이외에 동맹·제휴와 지분참여의 형태로도 나타난다. 연구기간동안 동맹·제휴는 237건, 지분참여는 68건이 각각 발생했다. 인수·합병보다 종속관계가 약한 동맹·제휴와 지분참여의 경우에도 지리적인 측면에서 친밀한 역내에서 가장 빈번하게 이루어지고 있다는 사실을 확인할 수 있다. 237건의 동맹·제휴 중 역내에서 이루어진 사례가 153건, 68건의 지분참여 중에서는 48건으로 각각 전체의 2/3에 해당한다.

특징적인 것은, 동맹·제휴와 지분참여에 있어서 아시아지역의 거래소의 비중이 상대적으로 높다는 것이다. 아시아 거래소의 동맹·제휴는 159건으로 전체 동맹·제휴의 67%가 아시아지역과 연결되어 있고, 아시아 거래소의 지분참여는 23건으로 전체 지분참여 건수의 34%를 차지한다. 인수·합병에서의 비중이 22%에 불과하다는 점을 볼 때, 아시아지역은 궁극적인 인수·합병의 이전 단계에 접어들어 있는 것으로 생각된다. 시간이 경과하면 아시아지역에서도 인수·합병 사건이 증가할 것으로 예상할 수 있다. 기능적 측면에서 볼 때, 동맹·제휴는 주로 거래소간에 수평적으로 이루어지며, 지분참여는 상대적으로 거래소와 하부기능 사이에서 수직적으로 주로 이루어지는 경향이 있는 것으로 파악된다.

거래소의 인수·합병은 현재진행형으로 파악되며, 향후 시간이 경과함에 따라 인수·합병은 증가할 것으로 생각된다. 자본시장 환경변화가 거래소간 통합과 연계를 통한 효율화, 대형화가 불가피한 방향으로 진행되고 있기 때문에 거래소 인수·합병의 트렌드는 지속될 것이다. 특히 거래소의 주식회사화, 상장, 그리고 지역블록화가 본격화되고 있고 인수·합병의 이전단계에 접어든 신흥시장, 특히 아시아시장은 이러한 흐름의 중심에 설 것으로 전망된다.

<표 II-5> 거래소 동맹·제휴의 건수

구분	수평적 동맹·제휴				수직적 동맹·제휴			계
	주식- 주식	파생- 파생	청산- 청산	주식- 파생	주식- 청산	주식- 정보	파생- 청산	
북미	2	4	0	4	0	3	1	14
유럽	33	1	1	0	4	8	1	48
아시아	52	16	2	13	4	1	1	89
남미	1	0	1	0	0	0	0	2
북미-유럽	4	2	1	1	1	0	0	9
북미-아시아	10	12	0	11	0	4	0	37
북미-남미	1	0	1	1	0	0	0	3
유럽-아시아	20	0	4	2	4	1	0	31
유럽-남미	1	0	1	0	0	0	0	2
아시아-남미	2	0	0	0	0	0	0	2
합계	126	35	11	32	13	17	3	237

자료: WFE, KCMi 재구성

<표 II-6> 거래소 지분참여의 건수

구분	수평적 지분참여				수직적 지분참여			계
	주식- 주식	파생- 파생	청산- 청산	주식- 파생	주식- 청산	주식- 정보	파생- 청산	
북미	1	1	0	0	1	6	0	9
유럽	9	1	0	3	4	7	1	25
아시아	3	0	1	1	2	6	0	13
아프리카	0	0	0	1	0	0	0	1
북미-유럽	2	0	0	2	2	1	0	7
북미-아시아	4	1	0	3	0	1	0	9
유럽-아시아	1	0	0	0	0	0	0	1
유럽-남미	1	1	0	0	1	0	0	3
합계	21	4	1	10	10	21	1	68

자료: WFE, KCMi 재구성

Ⅲ. 거래소 인수·합병의 배경

1. 거래소 인수·합병에 관한 이론
2. 거래소 인수·합병의 배경요인
3. 거래소 인수·합병의 기대효과

III. 거래소 인수·합병의 배경

본 장에서는 거래소 인수·합병에 대한 이론적 논의, 거래소 인수·합병의 배경이 되는 자본시장 환경변화요인, 그리고 거래소 인수·합병의 기대 효과에 관해 기술한다.

1. 거래소 인수·합병에 관한 이론

가. 효율성 이론(Efficiency Theory)

거래소 인수·합병을 설명할 수 있는 이론 가운데 효율성 이론은 거래소간 인수·합병의 목표를 시너지 창출에서 찾는다. 인수·합병으로 얻을 수 있는 시너지는 재무 시너지(financial synergies), 운영 시너지(operational synergies), 경영 시너지(managerial synergies)로 구분해 볼 수 있다. 재무적 시너지는 사업 분산화를 통해 체계적 위험을 낮추고, 규모를 확대하여 시장장악력을 높이며, 내부자본시장을 확보함으로써 자본비용을 낮추는 것을 의미한다. 운영 시너지는 규모의 경제(economy of scale), 범위의 경제(economy of scope), 경험의 경제(economy of experience)를 실현하는 것을 의미한다. 경영 시너지는 인수·합병의 한쪽 당사자의 경영능력이 뛰어나 다른 상대방이 이에 도움을 얻게 되거나 소유구조의 변화로 경영의 비용이 감소하는 것을 의미한다.

최근 거래소산업의 경쟁강화로 투자재원에 대한 수요가 커지면서 거래소는 재무 시너지를 확보하고자 한다. 주식회사화 된 영리목적의 거래소일수록 이러한 유인은 높다. 전통적 수익원의 수익성이 악화되면 신규 수익원 창출을 위한 투자확대의 필요성이 높아지고, 영리기업으로서 영

업성과에 대한 압력이 높아짐에 따라 재무 시너지 창출욕구가 증가하는 것이다. 거래소산업은 전형적으로 고정비용의 비중이 커 규모의 경제가 작동하는 산업이기 때문에 거래소는 인수·합병을 통해 규모의 경제를 실현하고자 한다. 일반적으로 거래소서비스의 효율성과 거래소의 규모는 비례하고, 거래소간 자유로운 경쟁이 이루어질수록 규모의 경제효과는 더욱 중요한 요인이 된다. 청산과 결제 기능은 규모의 경제가 특히 두드러지는 분야로, 거래소는 거래비용 절감을 위해 청산·결제조직을 통합하는 경우가 많다. 주식거래소가 비주식거래소와 통합하는 것은 기존의 투자자와 거래시스템을 활용할 수 있으므로 추가적 비용은 적은 대신 단일거래소의 거래시스템으로 다양한 자산에 투자할 수 있게 되므로 투자자의 비용이 절감되는 효과가 있다. 한편, 거래소간 제휴·연계의 경우에는 통상적으로 거래소간 거래시스템을 일치시키는 경우가 많지 않으므로 규모의 경제를 실현하는데 한계가 있을 수 있다. 거래소서비스산업의 수직적 결합은 범위의 경제를 실현하기 위한 수단으로 볼 수 있다. 증권의 매매와 투자정보·매매정보의 생산이나 매매관련 IT솔루션의 공급을 모두 통합하는 것은 범위의 경제를 실현하기 위한 전형적 전략으로, 거래소는 정보와 IT기술 관련 기업을 합병함으로써 이러한 목표를 달성한다. 또한 거래소는 거래시스템 개발 또는 시장감시의 측면에서 인수·합병을 통해 경험의 경제를 실현할 수 있다. 다만 이는 인수·합병의 주요 인이라기보다는 부산물로 여겨진다. 거래소간 인수·합병을 통한 경영 시너지는 제한적일 수 있다. 각국은 해당 국가의 거래소가 국적거래소로서의 지위를 유지하기를 원하는 동시에 거래소의 공적 기능에 대한 규제를 지속시키고자 하기 때문이다. 즉, 거래소가 인수·합병되어 새로운 조직으로 변화하더라도 기존의 거래소 경영진이 직위를 유지하는 경우가 많으므로 경영시너지의 실현에는 일정부분 한계가 존재한다.

나. 네트워크 외부성 이론(Network Externality Theory)

네트워크 외부성 이론은 거래소산업의 네트워크 외부성에서 합병 요인을 찾는다. 네트워크 외부성이란 특정 상품에 대한 수요가 기존 수요에 의해 영향을 받는 현상으로, 이용자 수가 많은 제품일수록 수요가 더욱 증가하는 긍정적 외부효과를 의미한다. 달리 말하면, 신규소비자 한 명의 증가가 모든 시장참가자로 하여금 네트워크 서비스에 대한 지불용의수준(willing to pay)을 높이는 것을 말한다. 네트워크 외부성이 높은 산업에서는 일정한 규모의 수요, 임계소비군(critical mass)을 넘어설 때 제품의 판매가 폭발적으로 증가하는 특징을 가지며, 사용자간 호환이 중요한 소프트웨어산업에서 흔히 관찰된다.

거래소산업은 전형적으로 네트워크 외부성의 특징을 갖는다. 상장기업이 많아야 투자자가 증가하고, 투자자가 증가해야 상장하려는 잠재 상장기업이 증가하기 때문이다. 거래소가 임계소비군 즉, 일정규모의 상장기업과 투자자를 확보하지 못한다면 유동성이 확보되지 않고, 결국 시장에서 퇴출될 수밖에 없다.

거래소산업에서 발생하는 네트워크 외부성은 직접적 네트워크 외부성과 간접적 네트워크 외부성으로 구분할 수 있다. 직접적 네트워크 외부성은 상장기업이 증가해야 투자자가 증가하고 투자자가 증가해야 상장기업이 증가하는 경우와 같이 수요의 증가에 의해 직접적으로 초래되는 네트워크 외부성이다. 간접적 네트워크 외부성은 거래되는 상품이나 중개기관의 숫자가 증가함에 따라 거래소의 시스템이 지속적으로 개선되고 거래비용은 낮아지며 새로운 금융상품이 등장함으로써 사용자의 효용이 증가하는 경우를 의미한다. 모든 조건이 같다면 기업들은 상장기업의 수가 많고, 중개기관의 수가 많고, 투자자가 많은 거래소에 상장하기를 원할 것이다. 중개기관과 투자자도 마찬가지로 선택을 하게 될 것이

며, 이러한 네트워크 외부성은 결과적으로 유동성을 확대시키고 시장품질과 시장효율성을 개선시키는데 도움이 될 것이다.

거래소간 인수·합병을 통한 대형화 추세는 일정규모의 상장기업과 투자자를 확보하여 시장에서 도태되지 않고, 네트워크 외부성을 통해 경쟁우위를 차지하려는 것으로 볼 수 있다. 이는 기업이 시장점유율을 높이고 진입장벽을 세워 시장장악력을 높이기 위해 합병을 실행한다는 독점이론(monopoly theory)과도 밀접한 관련이 있다.

다. 자원기반관점(Resource Based View)

자원기반관점에서는 기업이 보유한 자원의 특성은 이질적이고 모든 자원이 기업 간에 이전이 가능한 것은 아니므로 자원의 차이가 수익성의 차이를 가져온다고 본다. 기업의 전략에 가장 적합한 자원을 가진 기업이 가장 성공적이며, 자원이 희귀하고 모방이나 대체가 불가능하며 쉽게 가치가 감소하지 않아야 지속적인 경쟁력을 유지할 수 있다.

거래소의 가장 중요한 자원으로는 거래관련기술, 경영노하우, 청산·결제기능 및 파생상품 거래 기능, 거래소의 명성과 전통 등을 들 수 있다. 거래소는 기술적 측면에서 저렴한 거래비용을 제공하는 거래시스템을 갖추어야 하고, 경영지식 측면에서 효율적으로 조직화되고 감독되어야 한다. 청산·결제 기능 및 파생상품 거래는 거래완료를 위해 필수적인 동시에 보완적인 기능으로 볼 수 있다. 한편, 명성과 전통 측면에서 거래소는 투자자에게 신뢰성을 부여해야 한다. 이러한 자원은 거래소선택에 영향을 미치는 중요한 요소들이다.

이 중 거래소의 명성과 전통은 쉽게 모방할 수 없고 가치가 쉽게 사라지지 않는 자원으로 거래소 경쟁력의 핵심이 되는 자원이다. 청산·결

제 기능 및 파생상품 거래 기능은 모방하기 쉬운 자원으로 거래소에게 직접적으로 제공하는 이익에 한계가 있다. 경영지식은 모방하기는 어려우나 지식의 확산으로 가치가 쉽게 감소하며, 기술은 모방이 쉽고 기술의 발전과 함께 가치가 빠르게 감소한다.

거래소는 경쟁력의 근간이 되는 자원을 확보하고자 통합 및 제휴를 추진하게 되므로 상대적으로 모방이 어렵고 가치가 쉽게 사라지지 않는 거래소 전통과 명성, 이미지의 확보가 주된 목표가 된다. 자본이동의 자유화, 금융산업의 통합, 기술의 발전으로 유형 자산으로부터 얻을 수 있는 핵심경쟁력은 점차 감소하고 있는 추세이므로 전통과 명성을 가진 거래소와의 통합 및 제휴를 통해 거래소의 새로운 위상을 정립하고자 하는 것이다. 특히, 중소형거래소가 대형거래소에 합병되는 사례에서 설득력을 갖는데, 북미와 유럽에서 NYSE, NASDAQ, 또는 Euronext 등 전통적인 대형거래소 중심으로 소형거래소가 합병되는 흐름에 적합한 논리로 볼 수 있다.

라. 조직학습 이론(Organizational Learning Theory)

조직학습이론에서는 조직학습 기회를 자본화할 목적으로 거래소간 통합 및 제휴가 일어난다고 분석한다. 경쟁력을 강화하는 가장 중요한 요인은 지식, 특히 암묵지식(tacit knowledge)으로 볼 수 있는데, 암묵지식은 시장이나 계약관계를 통해 이전되기 어렵다.

거래소는 전자거래시스템 등 매매프로세스와 관련된 기술적 지식을 확보하기 위해 통합과 연계를 추진한다. 이는 결과적으로 거래비용의 절감으로 이어져 거래소의 경쟁력향상에 도움이 되며, 자본시장의 글로벌화나 ATS의 등장으로 인한 경쟁환경의 변화는 기술적 측면의 혁신성, 효율성의 중요성을 배가시킨다. 소형거래소는 시장감시나 시장세분화 등

거래소 운영에 관한 경험적 지식을 확보하기 위해 통합과 제휴에 나서게 된다는 것이다.

마. 제도 이론(Institutional Theory)

제도이론에 따르면, 기업은 그들을 둘러싼 제도적 환경과 사회 규범에 적합한 방식으로 스스로를 조직화한다. 상대적으로 효율성이나 경쟁요인은 이에 대한 영향력이 적다고 보는 관점이다. 따라서 특정한 제도적 환경에 속한 조직들은 규범적 혹은 인지적 순응과정을 통해 구조적 유사성을 갖게 되는 제도적 동형화(isomorphism)가 발생하게 된다. 제도적 동형화는 강제적 동형화(coersive isomorphism), 모방적 동형화(mimetic isomorphism), 규범적 동형화(normative isomorphism)로 구분된다. 강제적 동형화는 정부의 규제나 고객의 기대에 자발적으로 부응함으로써 발생하며, 모방적 동형화는 높은 불확실성하에서 다른 조직의 행태를 단순히 모방함으로써 발생한다. 규범적 동형화는 전문가가 형성한 규범을 따름으로써 발생한다.

거래소는 공정하고 질서있는 시장을 조성해야 하는 의무가 있는데, 개별적으로 이러한 목표를 달성할 역량이 부족한 소형거래소들은 통합과 연계를 통해 이러한 환경에 적응하며, 이는 강제적 동형화 현상과 관련된다고 볼 수 있다. 거래소산업을 둘러싼 급격한 환경변화로 불확실성이 증가하면서 일부 대형거래소들이 통합과 제휴를 실행하면 소형거래소들은 이러한 추세를 따르게 된다. 대형거래소의 통합과 제휴가 성공적이었는지 여부와 관계없이 발생하는 이러한 행위는 모방적 동형화 현상으로 설명할 수 있다.

2. 거래소 인수·합병의 배경요인

가. 거래소의 탈상호화(demutualization) 및 상장

전통적으로 비영리 상호회사였던 거래소가 탈상호화 및 주식회사화 하면서 거래소산업에 지배권 시장이 작동하게 하는 형식적 기반이 조성되었다. 거래소의 탈상호화 및 상장도 기본적으로 거래소산업의 경쟁 심화와 직접적으로 관련이 있으며, 거래소간 인수·합병으로 나아가기 위한 전제조건으로 이루어졌다고 볼 수 있다. Reg NMS와 MiFID가 시행되기 이전 시기에도 이미 자본이동의 자유화와 거래관련 IT기술의 발전으로 거래소의 독점적 지위는 크게 약화되었고, 거래편의와 거래비용에 따라 거래소간 유동성의 급격한 이동이 빈번하게 관찰된 바 있다. 동시에, 거래소 회원구조에 긴장관계가 증가하면서 탈상호화 및 상장의 필요성이 증대되었던 측면도 있다. 경쟁이 심화되면서 신속하고 전략적인 의사결정의 중요성이 증가한 반면, 시장의 다양화와 세분화로 거래소 회원사 사이의 이해상충이 빈번하게 발생하게 되었기 때문이다. 거래권과 소유권이 결합된 전통적 회원제 구조보다는 거래권과 소유권이 분리된 주식회사구조가 경쟁환경에 대한 대응에 유리했던 것이다. 즉, 거래소는 경쟁력 제고를 위한 투자재원의 조달, 거래소간 인수·합병의 기반 마련, 거래소의 경영효율성과 지배구조 개선, 거래소 브랜드 이미지 제고 등을 위해 탈상호화 및 상장을 추진하게 된 것이다. 자율규제기능을 갖는 공적기관으로서의 거래소의 역할은 점차 희석되고, 최상의 서비스 품질을 제공해야 하는 일반적 영리기업으로서의 역할이 점차 확대된 것이다.

증권거래소의 탈상호화 및 상장은 1990년대 후반부터 시작되어 지속적으로 이루어지고 있다. 2000년 말 세계 주요 증권거래소 중 상장거래소의 비중은 13%, 상장거래소에 상장된 기업의 시가총액은 전 세계 시

가총액의 5%에 불과하였으나 2009년 말 상장거래소의 비중은 50%, 시가총액 비중은 70%로 크게 증가하였다. 현재, 극히 일부를 제외한 주요 대형거래소는 대부분 상장되었다고 무방하다. ASX(Australian Stock Exchange)와 OMX는 1990년대 후반에 상장되었으며, HKEx(Hong Kong Exchanges and Clearing), SGX(Singapore Exchange), DB(Deutsche Börse), Euronext, LSE, NASDAQ 및 TSX 등은 2000대 초반에, NYSE와 BME(Bolsas y Mercados Españoles)는 2006년에 각각 상장되었다. 대형거래소 중 비상장거래소는 TSE(Tokyo Stock Exchange), Shanghai Stock Exchange, Bombay Stock Exchange 등 몇몇 아시아 거래소에 국한된다. 이러한 추세는 파생상품거래소와 ECN의 경우도 예외가 아니며, KRX(Korea Exchange) 역시 주식회사화하였고 향후 상장계획을 가지고 있다. 초기 거래소의 탈상호화는 거래소의 자발적 의도에서 이루어졌으나 이로 인해 거래소 경쟁구도에 변화가 일어나면서 최근에는 정부와 규제당국에서 거래소의 탈상호화 및 상장을 선도적으로 추진하는 것으로 알려지고 있다.

나. IT기술의 발전

거래소산업 관련 IT기술의 발달은 자본이동의 자유화와 거래소서비스산업 관련 규제완화 기조와 맞물려 경쟁강도를 강화하는 결정적인 요인으로 작용하고 있다.

전자매매시스템이 발달하면서 거래소의 물리적 의미는 사라지고 거래소서비스의 제공비용이 낮아졌다. 거래시스템과 투자자의 연결성(connectivity)에 대한 물리적 제약은 거의 없으며, 단일 거래시스템에서 타 시장에 상장된 주식, 채권, 파생상품 등의 거래도 가능하다. 이에 따라 ECN, dark pool 등의 ATS와 IB의 주문내부화가 급격히 확산되고 있

으며 전통적 정규거래소의 비교우위는 점차 사라지게 되었다.

기술의 진보는 매매의 편의성을 높여 거래량을 급격히 증가시키고 시장의 복잡성을 불러와 기관투자자의 영향력을 확대시켰다. 알고리즘매매, 고빈도매매, DMA, co-location 등 새로운 매매기법과 서비스의 등장도 기관투자자 영향력을 확대시키는 원인으로 작용하였다. 세분화된 거래서비스와 낮은 거래비용에 대한 요구가 커지면서, 거래소는 이러한 수요에 부응하고 새로운 유동성을 창출하기 위해 IT인프라에 상당한 자본을 투자할 수밖에 없게 되었다. 각 거래소가 금융IT관련 정보·서비스업체의 인수·합병에 나서게 된 것도 결국 IT기술을 통한 서비스개선, 비용절감, 유동성 확대를 이루기 위한 것이다.

이하에서는 거래소산업 관련 IT기술의 최신흐름을 짚어보기 위해 알고리즘매매, DMA, low latency 이슈에 대해 살펴보고자 한다.

1) 알고리즘매매(Algorithmic Trading)

알고리즘매매는 매매대상, 주문시점, 주문가격, 주문수량, 매매장소와 같은 주문의 다양한 측면을 결정하고 실행하는 일련의 과정을 자동화한 거래를 의미한다.⁶⁾ 알고리즘매매의 가장 기본적인 목표는 다양한 거래대상 증권과 거래소의 상황을 동태적으로 분석하여 암묵적·명시적 거래비용을 최소화하는 주문전략을 구현하는 데 있다. 이에 활용되는 알고리

6) 알고리즘 매매는 smart routing, rule based trading, algo trading, automated trading, 또는 robo trading 등으로 표현되기도 한다. 프로그램 매매(program trading)는 넓은 의미에서 알고리즘 매매와 유사한 개념으로 볼 수도 있으나 프로그램 매매는 “다수”의 종목을 “동시”에 거래하는 경우에 대해 한정하여 적용하며, 거래비용 감소보다는 초과수의 달성에 중점을 둔다는 점에서 차이가 있다. 시스템 매매(system trading) 또한 개인의 판단이 개입하지 않는다는 점에서 알고리즘 매매와 유사하나 주문집행보다는 “매매신호의 발생”에 중점을 둔다.

즘을 주문집행 알고리즘(execution algorithm)이라 한다. 주문집행 알고리즘의 활용은 주문의 분할을 일으킴으로서 대량거래로 인한 거래전략의 노출과 선행매매(front-running)⁷⁾로 인한 손실을 방어하는 효과를 동시에 가진다. 알고리즘매매의 또 다른 목표는 차익거래기회 또는 장기적인 투자기회를 포착하는 것이다. 여기에 활용되는 알고리즘을 전략 알고리즘(strategy algorithm)이라 하며, 투자종목, 투자금액, 투자시점의 결정을 자동화된 알고리즘으로 구현한다. 시장조성전략이나 차익거래전략을 활용하는 고속의 전략 알고리즘매매를 별도로 고빈도매매(high frequency trading)로 지칭한다.

알고리즘매매가 등장하게 된 가장 근본적인 배경은 매매시스템의 전자화를 들 수 있다. 1970년대 초반, NYSE의 DOT(Designated Order Turnaround)시스템과 SOR(Smart Order Routing)시스템이 등장하면서 주문 전자화가 시작되어 1980년대와 1990년대에는 완전한 전자체결시스템을 갖춘 거래소와 ECN이 등장하게 되었다. 이어 증권거래 전자화를 위한 표준규약(Financial Information eXchange protocol: FIX protocol)의 등장으로 주문과 체결에 관련된 모든 프로세스가 전자화되면서 알고리즘매매는 자연스럽게 등장하게 되었다. 알고리즘매매가 급격히 확산된 계기는 십진법호가의 도입(decimalization)으로 볼 수 있다. 미국 증권거래소가 2001년 호가단위를 \$1/16에서 \$0.01로 축소하여 브로커-딜러의 수익성이 대폭 감소하게 되자 브로커-딜러는 새로운 수익기반의 하나로 알고리즘매매 서비스를 본격적으로 시작하게 되었다. 또 다른 배경은 시장의 분할, 매매경로의 다양화, 매매의 신속화를 들 수 있다. ATS, SI(Systematic Internalizer) 등의 등장으로 투자자는 시장을 자유롭게 선택할 수 있게 되었고, DMA의 등장으로 신속하고 고빈도의 거래가 가능

7) 브로커-딜러가 고객의 주문을 위탁받은 후 해당 주문을 체결시키기 전 동일한 종목의 유가증권을 자기계산으로 유리하게 매매하여 이익을 취하는 매매이다.

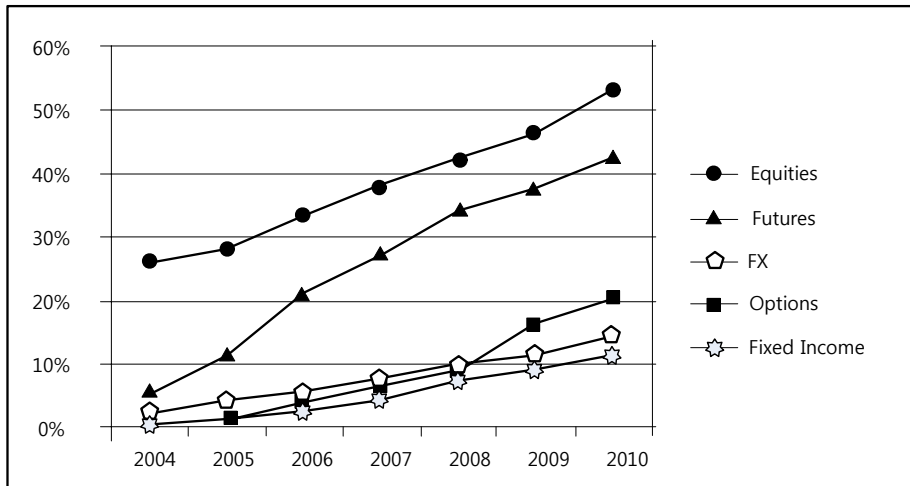
하게 되면서 buy-side와 sell-side 모두의 수익기반으로서 알고리즘매매의 중요성과 필요성이 부각되었다.

알고리즘매매의 가장 큰 경제적 효과는 거래비용의 감소에 있다. 추정에 따르면, 알고리즘매매는 거래비용을 약 75%까지 감소시킬 수 있는 것으로 나타난다. 알고리즘매매는 유동성이 풍부하여 거래비용이 낮을 때 유동성을 소비하고, 유동성이 부족하여 거래비용이 높을 때 유동성을 공급하는 시장조성 기능을 수행하여 유동성의 변동을 완화시키고 자산가격의 변동성을 감소시키는 효과를 가진다. 또한 시장간 또는 자산간 단기 가격불균형을 포착함으로써 효율적인 가격형성에 기여할 수 있다. 알고리즘매매는 정보흐름에 대한 추적이 용이하기 때문에 시장감시와 컴플라이언스 측면에서도 이점이 있다.

Aite Group에 따르면 <그림 III-1>에서 볼 수 있는 것처럼 미국시장에서 알고리즘매매는 1990년대 중반부터 확산되기 시작하여 2007년 전체 주식거래량의 40% 가량을 차지한 것으로 추산되고 있다. 추정에 따르면, 2010년 미국 주식거래량의 53%, 선물거래량의 약 42%, 외환거래량의 약 14%, 옵션거래량의 약 20%, 채권거래량의 약 11%를 알고리즘매매가 차지할 것으로 전망된다. 유럽시장에 대한 서베이에 따르면, 2004년 주식거래량의 약 50%가 알고리즘매매의 의한 것으로 나타난다.⁸⁾

8) Giraud, Jean-René., 2004, Best Execution for Buy-Side Firms: A Challenging Issue, A Promising Debate, A Regulatory Challenge, consulting report, Edhec-Risk Advisory.

<그림 III-1> 미국시장의 자산별 알고리즘 매매비중 추이



자료: Aite Group, Thomson Reuter

아시아시장의 알고리즘매매는 아직 초기단계로 볼 수 있으나 싱가포르, 홍콩, 호주, 일본에서는 상당한 비중을 차지하는 것으로 알려져 있다.9) 2010년 전망에 따르면, 호주시장과 일본시장 주식거래량의 각각 약 20%, 약 13%를 차지할 것으로 추정되고 있다. 반면, 이외의 아시아 국가에서는 일부 외국계 투자은행을 제외하고는 활용도가 낮은 상황인데, 규제와 통신기술표준의 다양성으로 인해 보편적인 알고리즘매매방식이 확산되기 어렵고, 넓은 스프레드와 높은 변동성으로 인해 알고리즘매매가 효과적으로 작동하기 어려운 환경이기 때문으로 분석되고 있다. 알고리즘매매에 대한 시장의 인식이 낮은 것도 중요한 원인으로 파악된다.

2000년대 초반만 해도 알고리즘매매의 도입 자체가 초과수익을 가져다 줄 수 있었으나 알고리즘매매가 대중화되고 차별성이 희석되면서 효

9) 2009년 일본시장에 대한 Nomura Research Institute의 조사에 따르면, 일본의 자산운용회사의 71%가 알고리즘 매매를 활용하고 있으며, 약 31%가 알고리즘 매매를 매일 실행하고 있다고 보고하고 있다.

유효적이고 혁신적인 알고리즘의 개발경쟁이 일어나고 있다. 최근에는 실시간 뉴스분석 기능, 실시간 위험관리기능이 포함된 알고리즘까지 등장하고 있다. 시장구조, 매매방식, 시장투명성의 차이로 인해 알고리즘매매가 활성화되기 어려웠던 채권시장, 외환시장에서도 점차 알고리즘매매가 확산되고 있다.

알고리즘매매의 확산은 거래비용이 낮고 매매속도가 빠른 시장으로 유동성이 집중되는 현상을 촉진하고 있다. 이는 거래소간 경쟁력 차이를 확대시키고, 나아가 거래소간 인수·합병의 촉매제로 작용할 것으로 여겨진다. 각 거래소는 알고리즘매매를 확보하기 위해 매매제도를 개선하고 알고리즘매매에 필요한 시장데이터를 실시간으로 제공하기 위한 노력을 진행하고 있으며, 처리용량 확대와 체결속도 향상을 위해 매매시스템 관련 인프라 투자를 늘리고 있다. 알고리즘매매자들은 수익기회를 얻기 어려운 유럽과 미국을 벗어나 아시아시장으로 영역을 확대하고 있다. 이에 따라 아시아 각국의 환경에 맞는 현지화된 알고리즘매매 시스템이 등장하고 있으며, 각국의 현지 금융기관 역시 국제경쟁에 대비하여 알고리즘매매기법을 도입하는 추세를 보이고 있다.

2) DMA(Direct Market Access)

DMA란 고객이 거래소 매매시스템에 직접 접속하여 매매하는 것을 의미한다.¹⁰⁾ 투자자가 거래에 있어서 사실상 회원(중개회사)을 배제하고 거래소에 직접 시스템을 연결하여 주문집행의 경과시간을 최소화하는 것이다. DMA는 입력된 투자자의 주문이 중개회사의 회송을 통해 거래소로 전달되는 전통적 모형과 고객이 거래소와 직접 연결되어 주문을 전송하는 순수모형으로 구분된다.

10) DMA는 intermediated access, sponsored access, direct access, direct electronic access 등의 용어로 표현되기도 한다.

DMA는 주문처리속도의 향상이 기본적 목표이다. DMA가 아닌 경우 투자자는 주문을 중개회사에게 전달하고, 다시 중개회사가 거래소의 거래시스템에 주문을 입력해야 하기 때문에 동일한 주문전달의 반복작업으로 거래 소요시간이 길어질 수밖에 없는 데 반해, DMA는 거래과정에서 중개회사의 개입을 배제 또는 최소화하므로 주문처리의 속도가 향상된다. 또한 거래가 실행되기 전까지 고객 주문의 기밀을 보장하는 데 유리하다. DMA에서는 주문이 자동화되어 수작업에 따른 조작 실수 등의 운영위험이 감소하며, 반복적인 주문전달 과정을 축소함으로써 주문처리에 대한 원가 절감효과가 발생한다. 기관투자자들은 DMA를 이용하여 지정가주문을 통한 시장조성자의 역할을 수행할 수 있는데, 이를 통해 스프레드 수익을 확보하는 동시에 투자자의 거래비용을 감소시키는 효과를 거둘 수 있다. 또한 DMA는 알고리즘매매와 고빈도매매의 주요 인프라로서 알고리즘매매를 활성화하여 유동성 확대를 촉진한다.

현재 세계적으로 60여개 거래소가 DMA를 허용하고 있으며, 주로 헤지펀드와 알고리즘매매자에 의해 활용되고 있는 것으로 알려져 있다. Barclays Capital의 추정에 따르면, 북미시장의 전자주문의 44~55%가 DMA를 통하는 것으로 나타나며, 유럽시장은 20~30%, 아시아시장에서는 5%~10% 가량이 DMA를 통한 주문으로 나타난다. 순수 DMA를 통한 거래량은 2008년 기준으로 미국시장 전체 거래량의 15~18%, 유럽시장에서는 약 8% 정도를 차지하고 있는 것으로 추정되고 있다. 아시아시장에서는 2008년, 호주, 싱가포르, 캄보디아, 라오스, 태국, 필리핀, 한국이 DMA를 허용하였다. 아시아시장에서도 DMA가 확산되는 추세이나 많은 국가에서 여전히 중개기관이 주문을 수동으로 거래소에 접수하도록 규정하고 있어 DMA의 성장이 제한되고 있다. DMA의 도입이 불가능한 것은 아니나 익명성 보장과 매매시간 단축이라는 DMA의 실질적 장점이 발휘되지 못하고 있다. 인도시장에서는 DMA 거래가 2010년 전체 거래량의 11%를 차지할 것으로 전망되고 있으며, DMA의 도입으로

기관투자자의 중개수수료가 10~40bp에서 10~20bp로 하락할 것으로 예상되고 있다. 일본시장에서는 2007년 기준으로 DMA를 통한 매매가 차지하는 비중은 약 8%로 추산된 바 있다. 한국시장에서는 중개기관 시스템의 회송을 거치거나 중개기관의 회선을 경유하는 DMA가 허용되고 있으나 중개기관을 경유하지 않는 형태의 순수 DMA는 허용되지 않고 있다¹¹⁾.

현재 전 세계적으로 많은 거래소가 DMA 매매를 확보하기 위하여 인프라 개선 및 인센티브제도 도입 등의 노력을 기울이고 있다. CME는 DMA 속도개선을 위해 통신회선을 확장하고 있으며, 회원사뿐만 아니라 회원사의 승인을 획득한 일반고객에게도 DMA를 허용하고 있다. 그 결과 E-Mini와 같은 상품의 거래량이 상당 폭 증가한 것으로 나타나고 있다. Eurex는 모든 시장참여자에게 DMA 사용을 허용하고 있으며, DMA 매매고객에 대해서는 거래소 수수료 감면, 무상 교육프로그램을 제공하고 있다. SGX 역시 DMA를 모든 고객에게 허용하고, DMA를 사용하는 알고리즘 매매자와 고빈도 매매자를 유치하기 위하여 회원사 또는 투자자에게 거래수수료 감면 및 설비투자비 지원 등의 직접적인 인센티브를 제공하고 있다.

3) Low Latency

Latency는 기술적으로는 하나의 데이터 패킷을 한 지점에서 다른 지점으로 보내는 데 걸리는 시간을 의미하나 증권거래에 있어서는 주문에서부터 매매체결이 완료될 때까지 소요되는 시간을 의미한다. 거래소의

11) 한국시장에서는 DMA가 주문체결에 있어서 특정 고객에게 속도상의 우위를 갖게 하는 것이므로 불공정성의 여지가 있고, 회원사의 시스템을 경유하지 않고 거래소시스템에 호가를 입력하는 것은 선관주의 의무에 따른 공정한 업무처리로 볼 수 없다는 규제해석이 존재한다.

latency는 알고리즘매매 혹은 고빈도매매의 확산으로 주문의 수량과 빈도가 급증하면서부터 거래소간 유동성 경쟁의 핵심이슈로 등장하였다. 투자자가 요구하는 대량의 빈번한 매매를 거래소가 수용하고 처리할 수 있느냐가 핵심과제로 등장하게 된 것이다. 세계 주요거래소는 중개회사의 서버를 거래소의 데이터센터 내에 위치시킴으로써 매매시스템과의 매매속도를 극대화시키는 co-location 서비스의 제공 또는 거래시스템과 네트워크 인프라의 개선을 통해 latency를 최소화하려는 노력을 기울이고 있다.

기관투자자가 그들의 서버를 거래소와 가까운 곳으로 옮기기 시작한 것은 알고리즘 매매가 서서히 확산되면서 latency의 중요성이 부각되던 2000년대 초반부터이다. 거래소 매매시스템의 완전한 전자화가 이루어진 2000년대 후반부터는 거래소에서 자발적으로 co-location 서비스를 시작하였다. 현재 NYSE Euronext에서는 약 130개 기업이 co-location 서비스를 이용하고 있다. 최근에는 폭증하는 co-location 수요에 부응하기 위해 뉴저지에 대규모의 데이터센터를 건립하고 있으며, 2008년에는 유럽 주식시장에 대한 co-location 서비스를 시작하였다. NASDAQ에서는 현재 약 100여개 기업이 co-location 서비스를 이용하고 있는데, 최근 2년간 25%나 증가한 규모이다. LSE는 2008년부터, ASX는 2009년부터 co-location 서비스를 시작하였으며, 일본의 TSE는 고속, 대용량 데이터 통신을 가능하게 하는 통합네트워크 Arrownet을 최근 도입하여 co-location 서비스를 시작하였다. 대만의 TWSE와 인도의 BSE 또한 co-location 서비스를 시작할 것이라고 발표하였다.

한편, Low latency 데이터의 수요도 확대되고 있다. 자본시장이 복잡화되면서 자본시장 데이터의 양이 점증하고 있고, 기관투자자 거래의 상당부분이 알고리즘매매라고 볼 때, 데이터의 입수와 처리 속도 개선 또한 주요 경쟁요인이 되고 있다. 대형 금융기관들은 기존의 데이터 벤더들을 우회하면서 거래소 혹은 전자거래시스템과 직접 실시간 데이터 연

동을 시도하고 있다. 거래소들은 이러한 흐름에 능동적으로 대처하고 있는데, NYSE Euronext는 2008년 데이터 공급 및 관리 전문회사인 Wombat Financial Software사를 인수하여 co-location, DMA에 대해 end-to-end 기술적 솔루션을 제공하고 있다. 전통적인 데이터 벤더들도 low latency 서비스 확대에 노력하고 있다. Thomson은 2007년부터 NYSE, NASDAQ, BOX(Boston Options Exchanges), BATS 등 90여개의 거래소들에서 발생하는 low latency 데이터를 공급하기 시작하였고, Interactive Data사는 2007년부터 거래소 및 ECN의 데이터를 low latency로 공급하기 시작하였다. Reuters의 경우도 데이터 공급 서비스에 역량을 집중하여 이 부문의 수입비중이 2004년의 12.9%에서 2006년에 14.5%로 증가한 것으로 나타났다.

알고리즘매매와 고빈도매매가 확산될수록 low latency에 대한 요구는 높아질 것으로 전망된다. 한국시장은 거래소간 경쟁이 본격화되지 않았고, 알고리즘매매와 고빈도매매의 비중이 낮기 때문에 latency가 아직 핵심적인 이슈는 아니다. 그러나 장기적으로 거래소의 co-location서비스는 불가피한 흐름으로 보이며, 이를 위해 고속, 대용량 서비스에 적합한 차세대 네트워크 투자가 선행될 것으로 전망되고 있다.

다. 규제환경의 변화

각국 정부는 자본시장부문의 규제를 지속적으로 완화하고 있는 추세이다. 이는 자본이동이 자유화되고 기업의 활동영역이 국제화된 글로벌 경쟁환경에서 자국의 금융산업이 효과적으로 경쟁하고 경쟁력을 갖출 수 있도록 하기 위함이다. 국가 간 규제정합성의 증진과 금융서비스산업 통합의 시도는 거래소산업의 경쟁을 배가시키는 동시에 거래소간 인수·합병에 용이한 환경을 조성하였다. 특히, 유럽지역의 유로화 도입은 유

럽지역 내 거래소간, 청산·결제기관간 장벽을 허무는 데 있어 중요한 촉매제 역할을 하였으며, 또한 유럽지역 내에서의 신속하고 원활한 인수·합병에 도움이 된 것으로 평가되고 있다.

한편, 유럽지역과 미국지역의 규제환경의 차이는 거래소서비스 산업 내 규제차익의 요인이 되어 양 지역 거래소간 인수·합병의 중요한 배경으로 작용하였다. 한 지역의 규제가 강할 경우, 상장기업과 투자자는 규제가 약한 지역의 거래소를 선택하게 될 것이며, 규제가 강한 지역의 거래소는 유동성을 확보하기 위해 규제가 약한 지역의 거래소를 인수·합병할 유인을 갖게 된다. 2002년 Sarbanes Oxley Act의 도입으로 미국시장의 컴플라이언스와 공시의무 준수비용이 상승하자 해외기업의 미국거래소 상장이 감소하였고, 이에 따라 미국의 거래소는 유동성의 축소를 회피하기 위해 미국 이외 지역의 거래소의 인수·합병을 추진한 바 있다.¹²⁾ 유럽지역과 미국지역의 거래소서비스산업을 둘러싼 최근의 규제환경변화는 각각 MiFID와 Reg NMS로 요약할 수 있다.

1) Reg NMS(Regulation National Market System)

Reg NMS는 SEC가 1975년 증권거래법 개정 이후 진행해온 반경쟁적 규제의 폐지와 효율적인 시장연계를 위한 시장구조 도입 노력이 집약된 규제환경의 총체이다. 경쟁을 촉진하고 투명성을 높여 시장의 유동성과 효율성을 제고한다는 Reg NMS의 목표에 따라, 정규거래소 뿐만 아니라 ATS, IB 등 모든 거래플랫폼을 시장으로 간주하고, 이들 모든 거래시스템은 기존에 비해 개방적이고 투명하게 유지하며, 상호간 긴밀하게 연계되도록 한다. Reg NMS의 등장은 미국 내 모든 거래플랫폼 사이의 경쟁

12) 미국시장에서 외국기업의 상장은 2000년 95건에서 2003년 13건으로 크게 감소하였으며, 외국기업의 상장폐지는 2000년 7건에서 2003년 19건으로 증가한 바 있다.

의 차원을 바꿈으로써 미국 주식시장의 미시·거시구조에 큰 변화를 가져왔다.

Reg NMS는 “Order Protection Rule”, “Access Rule”, “Sub-penny Rule”, “Market Data Rule” 등 네 가지 규정으로 구성된다. Order Protection Rule은 투자자에게 최선의 체결을 보장하기 위해 기존 Trade-Through Rule¹³⁾을 발전된 IT 환경에 맞게 개선한 규정이다. Access Rule은 시장참여자가 최우선 매수·매도 호가(NBBO: National Best Bid and Offer)에 공정하고 효율적으로 접근할 수 있도록 하는 규정이며, Sub-Penny Rule은 \$1 이상(미만)의 호가에 대해서는 \$0.01(\$0.0001) 미만의 가격조정을 금지하여 “front-running” 관행을 개선하고 시장투명성을 높이고자 하는 규정이다. 마지막 Market Data Rule은 증권 시장의 시장정보를 효과적으로 통합·분배·제공하기 위해 정보수수료 할당방식을 시장 전체의 가격발견에 대한 기여도를 기준으로 배분하도록 하는 규정이다.

Reg NMS의 Order Protection Rule과 Access Rule은 최선의 체결을 위한 IT기술의 적극적 활용을 추구하고 있기 때문에 전자거래의 비중을 증가시키는 촉매제로 작용하고 있으며, 거래소 미시구조와 거래시스템의 변화를 일으키고 있다. 각 거래소는 낮은 거래비용과 신속한 체결을 위해 거래시스템 개선, 매매제도 개선, 주문에 대한 보상시스템 마련 등의 노력을 기울이고 있다. Reg NMS는 ATS, IB의 주문체결 내부화 기능을 모두 시장으로 인정함으로써 거래소의 형태와 구조에 대한 전통적 시각을 완전히 뒤바꾸었다. ATS와 IB의 주문체결 내부화는 빠른 속도로 시장 점유율을 확대해 나가고 있으며, 기존의 거래소나 대형 IB들이 ATS를 인

13) “Trade-through”란 주문이 최우선 매수·매도호가인 시장에서 체결되지 않고 이보다 열위의 가격이 게시된 시장에서 체결되는 것을 의미하며, “Trade Through Rule”은 trade-through의 발생을 방지하기 위한 규정이다.

수 또는 설립하거나, ATS가 정규거래소로 전환되는 사례가 일어나고 있다. Dark pool과 IB의 내부화는 특히, 낮은 거래비용, 신속한 체결, 익명성 보장을 경쟁력으로 기관투자자나 대량거래자들에게 환영받고 있다¹⁴⁾. 상장기업 주식의 매매가 상장된 거래소 밖에서 이루어지는 것은 이제 더 이상 낡은 일이 아니다. 상장된 거래소에서 해당 증권의 거래가 형성되는 비중은 급격히 하락하고 있으며, 이러한 추세가 지속될 경우 기존 정규거래소는 심각한 타격을 입을 것으로 예측되고 있다.

Reg NMS의 등장은 거래소간 인수·합병·제휴의 핵심적 촉매제로 작용하였다. 상품다각화 전략을 추구하기 위해 주식거래소가 선물, 옵션 등 파생상품시장으로 사업영역을 확장하기 시작했으며, 전통적 주식거래소는 전자거래시스템으로 효과적으로 전환하기 위해 전자거래시스템을 채택하고 있는 ATS 또는 거래소를 합병하기 시작하였다. 해외의 거래소를 인수·합병함으로써 새로운 수익기회를 창출하고자 하는 시도도 적극적으로 펼쳐지고 있다. 한편 파생상품거래소가 자체적으로 주식거래 비즈니스에 진출하는 사례도 발견되고 있다¹⁵⁾.

2) MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)

MiFID는 유럽주식시장 내의 단일규제체제의 정립을 목표로, 최선의 체결을 달성하고 투자자 보호수준을 강화하기 위해 도입된 규제체제이다. MiFID는 유럽금융서비스산업의 통합을 위해 1993년 도입된 ISD(Investment Services Directive)의 한계점을 극복하기 위한 방안으로 2007년 11월 도입되었다. ISD는 각 회원국이 “거래소 집중의무

14) 미국시장 전체 거래량에서 Dark pool이 차지하는 비중은 약 10%로 추정되고 있으며, 2011년에는 20%에 육박할 것으로 전망되고 있다.

15) 대표적인 예로, 미국의 대표적인 옵션거래소인 CBOE는 2007년 주식거래소 CBSX를 설립하였다.

(Concentration Rule)¹⁶⁾”를 제정할 수 있는 규정을 포함하고 있는데, 이는 IB가 EU지역 내에서 자유롭게 영업할 수 있도록 한 ISD의 “단일통행권제도(single passport)”의 긍정적 효과를 제한하여 유럽 단일금융서비스시장을 확립하는데 있어 장애요인으로 작용하였다. 이에 따라 금융서비스의 품질 개선과 함께 유럽지역 금융서비스산업 통합을 아우를 수 있는 새로운 규제체제의 필요성이 대두되었다. 1999년 EC는 새로운 규제체제 도입절차에 관한 FSAP(Financial Services Action Plan)을 채택하였고, 이 과정에서 새로운 금융시장 규제환경인 MiFID를 2007년 11월부터 시행하였다.

MiFID의 목표는 (1)높은 수준의 투자자보호를 위한 회원국간 제도의 조화, (2)시장간 정합성을 갖추면서 위험수준에 따라 유연하게 작동하는 주문 관련 규정 마련, (3)최선의 체결의무, (4)시장투명성 제고, (5)금융시스템의 건전성과 효율성 증진 등 다섯 가지로 요약된다. MiFID에서는 기존 ISD에서의 시장, 상품, 서비스의 정의를 포괄적으로 재정의하고 있다. MiFID에서는 시장을 정규시장, MTF(Multilateral Trading Facility), SI(Systematic Internalizer)로 구분하여 정의한다. 정규시장은 EU 회원국의 허가과 감독을 받는 거래소를 의미하며, MTF는 EU 회원국의 승인하에 정규시장이나 SI에 의해 운영되는 다자간거래시스템(미국에서의 ATS)을 의미한다. SI는 유입된 주문을 내부적으로 자신이나 타 고객의 포지션 또는 주문과 매칭시킴으로써 매매를 체결하는 것으로 미국 IB의

16) 거래소집중의무란 금융서비스의 자유로운 공급이라는 기본원칙을 위반하지 않는 범위 내에서 정규거래소 상장증권의 거래는 해당 거래소에서만 효력이 있도록 한 규정으로, 이 규정의 의거하여 8개 EU 회원국들이 자국 거래소의 상장증권을 해당 거래소 밖에서 매매하는 것을 금지한 바 있다. 거래소집중의무의 구체적인 적용요건은 다음과 같다. (1)투자자는 반드시 해당 국가의 거주자이거나 해당 국가에 설립된 법인이어야 한다. (2)IB일 경우 해당 국가에서 영업을 하고 있어야 한다. (3)주식은 해당 국가관할의 정규시장에서 거래되는 주식이어야 한다.

주문체결 내부화와 동일한 의미로 볼 수 있다. 상품과 서비스의 범위도 향후 도입 가능한 새로운 형태의 파생상품 거래를 모두 포괄할 수 있도록 정의하고 있다.

MiFID에서는 투자자의 주문이 최선으로 체결될 수 있도록 투자회사¹⁷⁾가 모든 방법을 강구해야 한다는 최선의 체결의무를 규정하고 있다. 투자회사는 투자자 주문의 최선의 체결을 위해 합리적으로 가능한 모든 조치를 취했는지를 확인하여 투자자에게 증명해야 한다. 최선의 체결을 판단하는 기준으로는 가격, 거래비용, 체결속도, 결제 가능성, 거래량 등 거래체결 관련 요소를 모두 포함하여 유연하게 적용할 수 있다. 최선의 체결을 위해 모든 조치를 취했는지 증명해야 하나 실제 최선의 체결이 되었는지에 대한 정보를 제공할 의무는 없다. 투자회사는 취급하는 주식이 "거래될 수 있는 모든 시장"이 아닌 "최선의 체결효과를 거둘 수 있는 시장"에 접근할 수 있으면 된다. 최선의 체결원칙은 구속적 규정이 아니라 시장기능을 통해 달성하려는 목표로서, 투자회사는 고객의 특성에 따라 차별화 전략을 취할 수 있게 된다¹⁸⁾. 투자회사는 시장정보, 시장선택에 활용된 기준 및 고려요소, 고유의 공식적인 주문처리규정을 투자자에게 제공해야 한다. MiFID는 최선의 체결의무에 관한 규정이 유연하여 MiFID의 성패는 규정 자체보다는 효율적인 감독기능에 달려있다고 평가된다.

MiFID는 모든 종류의 시장이 상장주식의 사전적·사후적 시장정보를 일정수준 이상 공개할 것을 규정하고 있다. MiFID의 투명성 규정은 다양한 형태의 시장을 인정함으로써 발생할 수 있는 주문흐름의 부정적 분할 효과를 감소시키기 위함이다. 사전적 투명성 규정에 따라 현시점의 호가 및 가격대별 호가잔량이 공개되어야 하며, 사후적 투명성 규정에

17) 고객의 주문을 대행하여 실행하는 중개인(intermediary)을 의미한다.

18) 이 점에서 투자자의 선호와 관계없이 모든 주문을 일률적 규정에 따라 처리하는 Reg NMS와 차이가 있다.

따라 모든 거래의 체결가격, 거래량, 거래시간 등이 공개되어야 한다. 정규시장의 경우에는 거래메커니즘, 주문크기, 체결방법 등에 따라 정보공개 수위를 조절할 수 있다. 시장 외적 요인에 의해 투자자를 오도할 수 있는 경우에 한해서는 공개범위를 낮출 수 있으며, 특별한 사유에 대해서는 정보공개를 연기할 수도 있다. 정보의 공개방식은 다양한 형태가 될 수 있으나 정규거래시간 동안 지속적으로 제공되어야 한다는 것이 기본전제이다.

Reg NMS의 등장이 미국시장에 미친 영향과 마찬가지로, MiFID 시행 이후 유럽시장에서도 MTF와 SI의 비중이 급격히 증가하면서 기존 정규거래소의 지위를 위협하고 있다. 일본의 노무라 증권이 미국의 ATS인 Instinet을 인수하여 출범시킨 Chi-X Europe과 9개 대형 IB가 공동출자하여 설립한 Turquoise는 기존 정규거래소와 직접적인 경쟁을 시도하고 있다. 이들은 투자자의 다양한 선호를 반영하는 체결정책과 저렴한 거래비용을 바탕으로 빠르게 시장을 잠식하고 있다. Chi-Delta, Liquidnet, BATS Europe 등의 dark pool도 대량매매수요를 흡수하여, 유럽지역 비OTC 거래의 5%정도를 차지하는 것으로 추정된다¹⁹⁾. Dark-pool은 MiFID 시행 이후 MTF와 SI의 새로운 성장모델로 받아들여져, dark-pool의 숫자는 급격하게 증가하고 있다.

MiFID 시행으로 유럽시장의 시장분할 현상은 가시화되고 있다. 현재 유럽지역 내에는 통합 거래시스템 및 호가시스템이 존재하지 않아 시장기능 통합과 시장투명성 수준이 완벽하지 않은 상태이다. 이러한 상황에서 신규 거래플랫폼의 잇따른 등장은 시장분할 현상을 가속화하여 궁극적으로 투자자에게 피해가 돌아갈 것이라는 우려의 시각이 존재한다. 상장주식의 내부화 거래가 해당 시장에 반드시 보고될 필요가 없으므로 정보가 집중되지 않고, 분산된 정보가 통합될 수 있는 인프라가 부

19) Navigating Liquidity 4, Cheuvreux, April 2010.

재하므로 결국 이는 가격발견에 부정적 영향을 미치게 된다는 것이다. 시장분할의 폐해는 유럽주식시장 정책당국자의 향후 가장 중요한 논제가 될 것으로 전망되고 있다.

3. 거래소 인수·합병의 기대효과

거래소의 통합은 규모의 경제, 투자대상의 다양화, 유동성 확대효과를 가져올 수 있다. 규모의 경제는 서비스 제공비용을 낮추어 거래소, 투자자, 상장회사, 금융기관 등 모든 거래소서비스 산업의 참가자에게 비용효율성을 제공한다. 통합의 수준에 따라 다를 수 있으나, 금융기관과 거래소의 하드웨어, 소프트웨어, 전문인력에 대한 비용은 물론 시장감시비용의 감소에도 기여할 수 있다. 서비스 제공비용의 감소와 투자대상의 다양화는 거래비용의 감소로 나타나며, 이는 투자자기반의 확대와 유동성 확대라는 선순환으로 이어질 수 있다. 유동성의 확대는 거래소의 수익성과 직결될 뿐만 아니라, 시장의 가격발견 기능을 강화하고 기업의 자본조달비용과 투자자의 암묵적 거래비용을 낮추어 궁극적으로 자본배분의 효율성을 높이는 중요한 경제적 효과를 갖는다. 또한 유동성 확대는 가격의 변동성을 감소시켜 가격의 안정성을 높일 수 있다. 거래소 통합을 통한 투자대상의 다양화는 포트폴리오 분산효과를 극대화시키고, 혁신적인 금융상품과 서비스의 등장을 가능하게 한다.

거래소 인수·합병은 거래소서비스와 관련한 새로운 지식 및 기술과 효율적 지배구조를 습득할 기회를 제공한다. 관련 지식 및 기술, 내부통제, 시장투명성, 투자자보호 등의 측면에서 차이가 큰 거래소간 인수·합병의 경우 더 큰 시너지를 기대할 수 있다. 일례로, NYSE와 TSE는 연

계계획을 발표하면서 두 거래소간 중요한 협력지점은 바로 규제와 지배 구조에 있다는 사실을 적시한 바 있다.

거래소는 공적기능을 수행하기 때문에 대개 정부에 의해 규제되며 자율규제기능을 갖는다. 따라서 거래소간 인수·합병에 있어서 시장의 운영 및 감독과 관련된 규제 및 제도적 차이를 극복하는 비용이 존재하며, 특히 국경간 인수·합병일 경우 이 비용은 더욱 크다. 인수·합병을 시도하는 거래소들은 상장제도, 회원구조, 매매제도, 공시제도, 시장감시제도, 청산·결제제도 등에 대한 조율을 거쳐야만 한다. 또한 국가간 회계방식의 차이, 조세체계의 차이, 시장간 위험 가격의 차이, 또는 시장마찰(market friction)과 같은 자본이동의 제약 역시 극복해야 할 요소이다. 따라서 대륙간 인수·합병 보다는 지역 내의 인수·합병이 더욱 용이할 수밖에 없다. 또한 거래소의 국경간 인수·합병에서는 국제거래에 따르는 정보비용이 큰 장애요인이 될 수 있다. 문화적, 언어적, 지리적 차이로 인해 해외 거래소 상장증권에 대한 정보취득이 어렵기 때문에 국경간 인수·합병의 시너지 효과가 제한될 수 있다. 국제분산투자의 이점에도 불구하고 모국 투자선호현상(home bias)이 발생하는 것은 바로 이러한 정보비용의 차이에서 비롯되는 것이며, NYSE와 Euronext의 합병이나 NASDAQ과 OMX의 합병성과에 대해 회의적인 평가가 존재하는 것도 이러한 한계를 극복하지 못했기 때문으로 볼 수 있다.

IV. 주요거래소 인수·합병의 사례 분석

1. NYSE Euronext 인수·합병 사례
2. LSE의 인수·합병 사례
3. Bursa Malaysia의 인수·합병 사례
4. ICE의 인수·합병 사례
5. Euroclear의 인수·합병 사례
6. SIX Swiss Exchange의 인수·합병 사례
7. NASDAQ OMX의 인수·합병 사례
8. TMX Group의 인수·합병 사례
9. CME Group의 인수·합병 사례
10. Eurex의 인수·합병 사례

IV. 주요거래소 인수·합병의 사례분석

본 장에서는 해외 거래소의 인수·합병 사건 중 중요한 10개를 대표사례로서 선정하여 사례연구를 실시한다. 각 사례의 배경, 과정과 결과를 분석하여 한국시장에 대한 시사점을 얻고자 한다.

대표사례는 주도적으로 인수·합병에 참여한 주요거래소의 사례를 우선 선정하고, 거래소 인수·합병의 유형별 분류기준을 포괄할 수 있도록 유형별 대표사례를 추가하는 방식으로 선정하였다. NYSE와 Euronext, NASDAQ와 OMX의 합병사례는 북미와 유럽의 역간 인수·합병의 대표적 사례로서, LSE와 TSX의 사례는 북미지역과 유럽지역의 역내 인수·합병의 대표사례로써 선정하였다. CME와 Eurex의 사례는 북미지역과 유럽지역의 파생상품 시장간 역내 인수·합병의 사례로써 선정하였다. 유형별 분류기준의 사례를 포함하기 위해 청산·결제기관간 인수·합병 사례는 Euroclear의 사례를, 주식거래소와 정보·시스템 업체의 인수·합병 사례로 SIX Swiss Exchange를, 파생상품거래소와 정보·시스템 업체의 인수·합병 사례로 ICE의 사례를 각각 포함하였다. 주식거래소와 파생상품거래소의 인수·합병 사례는 TSX와 NYSE Euronext의 사례에 포함되어 별도로 선정하지 않았다. 마지막으로 아시아지역의 사례이자 주식거래소와 청산·결제기관간 인수·합병 사례로 Bursa Malaysia의 사례를 추가하였다. 유형별 분류에서 인수·합병 건수가 적은 아프리카와 남미지역의 역내 인수·합병 사례, 유럽과 아시아의 역간 인수·합병 사례, 주식거래소-파생거래소-청산기관의 인수·합병 사례는 대표사례 선정에서 제외하였다.

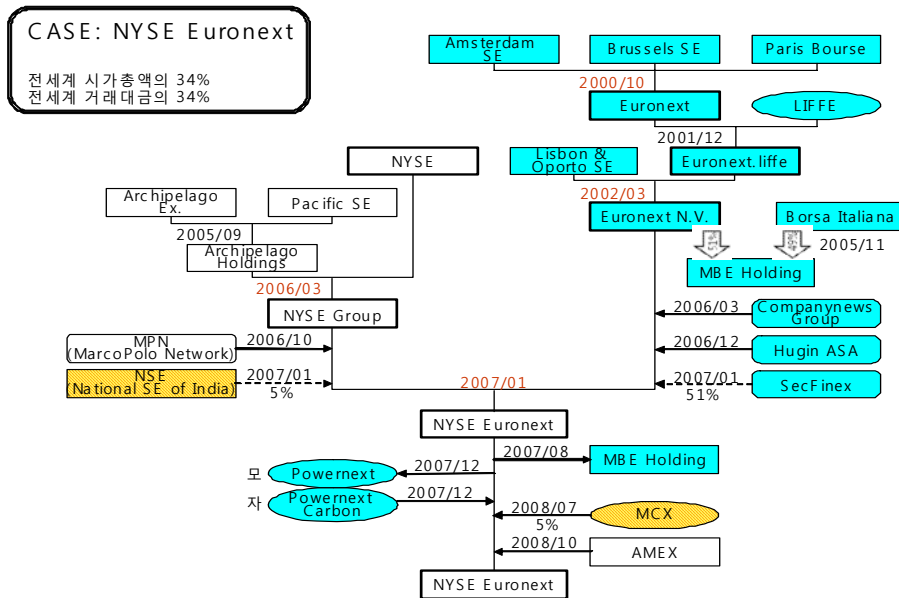
<표 IV-1> 거래소 인수·합병 대표사례의 선정

구분	북미	유럽	아시아	북미-유럽
주식주식	TSX	LSE		NYSE Euronext NASDAQ OMX
파생-파생	CME	Eurex		
청산-청산		Euroclear		
주식-파생	TSX	NYSE Euroext		
주식-청산			Bursa Malaysia	
주식-정보		SIX Swiss Exchange		
파생-정보	ICE			

주: “파생”은 선물, 옵션, 채권, 상품 및 기타 파생상품거래소를, “청산”은 청산, 결제, 예탁기관을, “정보”는 정보시스템업체 및 기타 금융IT 관련업체를 모두 포괄

1. NYSE Euronext 인수·합병 사례

<그림 IV-1> NYSE Euronext의 합병 흐름도



가. NYSE와 Archipelago의 합병

1) 합병배경

NYSE는 미국 내 모든 거래소 증권의 전자거래를 가능하게 하고 나아가 세계 최대의 주식시장으로 성장하기 위해 ECN이자 미국시장 내 경쟁 거래소인 Archipelago(이하 ArcaEx)와의 합병을 추진한다고 밝혔다. NYSE는 ArcaEx의 전자거래플랫폼과 관련기술, 그리고 OTC거래에 대한 지배력을, ArcaEx는 NYSE의 투자자기반과 명성을 확보하고자 하는 것이 구체적인 합병의 동기로 볼 수 있다. 또한 LSE, Frankfurt Stock Exchange, TSX, Sydney Stock Exchange 등의 주식회사 거래소가 공격적으로 비즈니스를 확장하고 있는 것, 그리고 NASDAQ이 Instinet의 인수를 통해 미국시장에 대한 지배력 확대에 나선 것도 NYSE가 합병을 추진하게 된 하나의 계기로 평가된다. ArcaEx는 1997년 시카고에 설립된 상장거래소로, 합병이 추진될 당시 시가총액은 8억 85백만달러 수준이었다.

2) 합병내용

2006년 3월 NYSE는 Archipelago Holdings²⁰⁾와의 합병을 공식적으로 완료하였다. 합병은 NYSE 회원의 2/3 이상 투표와 다수결 찬성, ArcaEx 주주의 다수결 찬성 하에서 합의되었고, 미국 정부의 동의와 승인을 거쳐 이루어졌다.

회원제 조직인 NYSE와 주식회사 형태의 ArcaEx는 합병과 함께 신규 설립된 상장지주회사 NYSE Group의 자회사가 되었다. 합병에 있어서

20) ArcaEx는 2005년 9월 Pacific Exchange와 PCX Equities, Inc.의 지주회사인 PCX Holdings Inc.를 인수하면서 Archipelago Holdings가 되었다.

NYSE와 ArcaEx의 지분비중은 7:3으로, 1,366명의 NYSE 회원은 현금 30만달러와 보통주 8만 177주를 부여받았고²¹⁾ ArcaEx 주주는 ArcaEx 보통주 한주에 대해 NYSE 보통주 한주를 부여받았다. NYSE의 CEO, John Thain 이 NYSE Group의 CEO를, ArchEx의 CEO, Jerry Putnam은 NYSE의 Catherine Kinney, Robert Britz와 함께 NYSE Group의 공동회장(co-president)를 맡기로 하였다. 합병 후 NYSE Group의 이사회는 기존 NYSE 이사 11명과 ArcaEx의 지명과 NYSE의 동의로 새로 선출된 3명의 이사 등 총 14명으로 구성되었다. NYSE Group의 규제기능은 CRO(Chief Regulatory Officer) 관할하의 별도의 비공개(non-public), 비영리(not-for-profit) 기구에서 담당하기로 결정되었으며 SEC는 이사회와 과반을 사외이사로 구성하도록 하였다. 한편, 모든 거래권은 NYSE가 보유하는 것으로 결정되었다.

상장시 NYSE는 보통주 1억 5,800만주를 발행하였는데 NYSE 회원에게 발행된 NYSE 주식은 매각제한(lock-up)을 두어, 합병완료일로부터 1년 뒤, 2년 뒤, 3년 뒤의 합병완료일에 분할하여 만료되도록 설정하였다. NYSE 보통주는 NYSE에 티커심볼(ticker symbol) "NYX"로 상장하였다. Pacific Exchange에서 티커심볼 "AX"로 거래되던 ArcaEx 보통주는 합병완료와 동시에 상장폐지되었다.

3) 합병결과

2006년 3월 NYSE와 ArcaEx의 합병이 공식적으로 완료된 이후 NYSE의 수익성 지표가 급격히 개선됨을 볼 수 있다. 2006년 NYSE의 ROA는 7.2로 전년도 대비 271%, ROE는 16.6으로 219%가 증가하였다. 이러한 증가는 이전의 추이와 비교할 때 매우 큰 폭의 증가였다.

21) 현금과 주식 비율은 동일한 금액 한도 내에서 조절이 가능하도록 구성되었다.

2006년 NYSE의 매출액과 순이익은 각각 23억 7,600만달러, 2억 500만달러로 지난 5년 동안의 추이와 비교할 때 합병 후 급격한 성장을 한 것으로 나타난다. 또한 2006년 NYSE 상장시가총액은 15조 4,210억달러, 거래대금은 19조 9,150억달러로 전년도에 비해 각각 16%, 55% 성장하였다. 그 동안의 성장 추이와 비교한다면 2,006년 거래소의 대형화와 함께 유동성이 크게 증가한 것으로 나타난다. 2006년 상장기업수는 2,280개로 전년도와 비교하여 큰 변화는 없었다. ArcaEx가 정규거래소가 아니었기 때문에 상장기업수에 큰 변화가 없었던 것으로 판단된다.

나. NYSE와 Euronext의 합병

1) 합병배경

2000년대 들어 유럽 거래소간 경쟁이 치열하게 전개되면서 각 거래소들은 거래소간 합병을 통해 대형거래소로 성장하고자 하는 목표를 가지고 있었다. LSE, DB와 함께 유럽을 삼분하고 있던 Euroenxt²²⁾는 2004년 중반부터 DB와 잠정적 사업결합에 관한 논의를 지속하였으나 사업모델과 기업지배구조에 관한 기본적인 견해 차이로 인해 사업결합 구상은 결론을 맺지 못하였다. 그런데 2004년 12월 13일 DB가 LSE에 인수제안을 하자 Euronext는 지역 내에서의 거래소 위상이 하락할 것을 우려하여 같은 해 12월 20일 곧바로 LSE에 인수제안을 하였다. 2005년 초 Euronext는 공식적으로 LSE 인수에 대한 관심을 재차 표명하고 2006년 초까지 인수 협상을 지속하였다. 그러나 2006년 4월 11일 NASDAQ이

22) Euronext는 암스테르담 주식거래소, 브뤼셀 주식거래소, 파리거래소의 합병으로 2000년 9월 22일에 출범하였다. 2001년 12월 Euronext는 LIFFE를 인수하였고, 2002년에 포르투갈 주식거래소인 BVLP(Bolsa de Valores de Lisboa e Porto)와 합병하였다. 벨기에, 프랑스, 네덜란드, 룩셈부르크, 포르투갈, 영국에 자회사를 두고 있으며 주식, 파생상품 거래를 비롯한 청산, 정보서비스까지도 제공한다.

LSE의 지분 15%를 인수하였음을 발표하자 Euronext는 LSE를 인수하는 협상을 그만두기로 결정한다. 한편, Euronext는 2005년 말 미국 거래소와의 사업 결합을 염두에 두고 NASDAQ과 논의를 시작하였으나 구체적인 제안이나 성과 없이 2006년에 논의가 종결되었다.

NYSE는 새로운 비즈니스를 창출하고, 기술 발전을 통해 거래소 경쟁력을 향상시키기 위해 합병을 고려하고 있었다. NYSE는 ArcaEx 인수 후 미국 대륙 내에서 뿐만 아니라 국제적으로 경쟁력을 강화하기 위해 새로운 시장에 진입할 수 있는 기회를 탐색하기 시작했다. 2006년 1월 처음으로 NYSE는 Euronext와의 사업결합의 가능성에 관해 논의하기 시작하였다. 각 대륙에서의 가장 큰 거래소간 결합은 최초로 글로벌 거래소를 탄생시킬 것이라는 것에 역점을 두었다. 두 거래소가 결합할 경우 6개국(네덜란드, 프랑스, 벨기에, 영국, 포르투갈, 미국)의 7개 거래소(Amsterdam Stock Exchange, Brussels Stock Exchange, Paris Bourse, LIFFE, Lisbon & Oporto Stock Exchange, ArcaEx, NYSE)를 아우르는 세계 최대 증권 시장을 가진 거래소가 될 수 있고, 또한 상품의 다양화(주식, 채권, 파생상품을 미국달러와 유로로 거래) 및 선도적인 기술 도입을 통해 시장 점유율을 높일 수 있을 것으로 기대하였다. 이러한 전략적 고려를 통해 NYSE와 Euronext는 합병에 관한 토의를 계속하였다. 마침내 2006년 6월 1일 양측은 제안된 결합 조건에 동의하고, 같은 해 11월 24일 결합계약을 통해 2007년 1월 합병을 완결하였다.

NYSE와 Euronext의 합병은 단순히 시장규모의 확대, 상품의 다양화 뿐만 아니라, 국가별 상이한 규제로 인한 불이익을 제거함으로써 상장회사에 더 높은 혜택을 제공할 수 있게 되었다. 가령 미국 규제를 받기 꺼리는 회사들에게 유럽의 풍부한 유동성을 제공하고 미국 이외의 지역에서 NYSE Euronext의 브랜드를 사용할 수 있는 혜택을 제공할 수 있게 된 것이다. 또한 미국시장에 상장한 회사에게도 유럽에서 추가적인 서비스를 제공할 기회를 제공할 수 있게 되었다.

2) 합병내용

Euronext 주주는 Euronext 주식 한 주당 NYSE Euronext 보통주 0.98주와 현금 21.32유로를 받고, NYSE 주주는 NYSE 보통주 한 주당 NYSE Euronext 보통주 한주를 받았다. 합병완료시 Euronext 주식이 전부 교환비율로 전환되는 것을 가정할 때, 합병이전의 NYSE 주주와 Euronext 주주들은 합병 후 NYSE Euronext의 보통주 중 각각 59%와 41%를 소유하게 되는 구조로 합병이 이루어졌다.

3) 합병결과

두 그룹이 세계 최대의 증권거래소 출범을 목표로 합병한 만큼 대형화가 이루어진 것은 틀림없다. NYSE Euronext의 2009년 말 상장기업 시가총액은 약 14조 7천억달러로 2위인 TSE의 4.4배에 달하며, 전 세계 시가총액의 30%를 차지한다. 그러나 NYSE와 Euronext의 합병으로 시너지 효과가 나타났다고 볼만한 근거는 현재까지는 많지 않다. NYSE Euronext의 상장기업 시가총액, 거래량, 상장기업 수의 합병 후 성장 추이는 전 세계 거래소와 비교할 때 평균적으로 낮으며, 수익성 지표도 개선된 모습이 나타나지 않는다. 합병직후인 2007년의 ROA는 6.4%로 양호한 수준이지만 전년도에 비해서는 오히려 하락하였고, 2008년에는 역대 경쟁 거래소가 2.2%의 ROA를 보인 반면 NYSE Euronext는 순손실이 발생하였다. 합병 후 긴 시간이 흐르지 않았고 금융위기라는 특수한 상황이 발생했기 때문에 합병의 효과를 파악하는데 좀 더 장기적인 관찰이 필요할 것으로 보인다.

<표 IV-2> NYSE Euronext의 연도별 시장개황

(단위: 십억달러, 개)

년도	NYSE Euronext US			NYSE Euronext Europe			All Exchanges		
	시가 총액	상장 기업수	거래 대금	시가 총액	상장 기업수	거래 대금	시가 총액	상장 기업수	거래 대금
2004	12,708	2,293	11,618	2,441	1,333	2,472	36,863	39,086	42,266
2005	13,311	2,270	14,125	2,707	1,259	2,906	40,974	40,573	51,052
2006	15,421	2,280	21,789	3,713	1,210	3,853	50,792	45,211	70,034
2007	15,651	2,297	29,910	4,223	1,155	5,640	60,874	46,509	101,189
2008	9,209	1,963	33,639	2,102	1,238	4,477	32,851	45,846	114,147
2009	11,838	2,327	17,785	2,869	1,160	1,982	47,783	45,358	80,827

자료: WFE

<표 IV-3> NYSE Euronext의 ROA 추이

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	1.9%	1.6%	3.2%	1.5%	2.0%	7.2%	6.4%	-4.8%	1.5%
주요거래소 ROA평균 ²³⁾	9.7%	9.2%	9.0%	10.6%	10.5%	7.3%	10.0%	5.1%	5.5%
유럽·북미 주요거래소 ROA평균 ²⁴⁾	9.3%	8.9%	7.6%	6.8%	6.5%	4.2%	6.9%	2.2%	1.5%

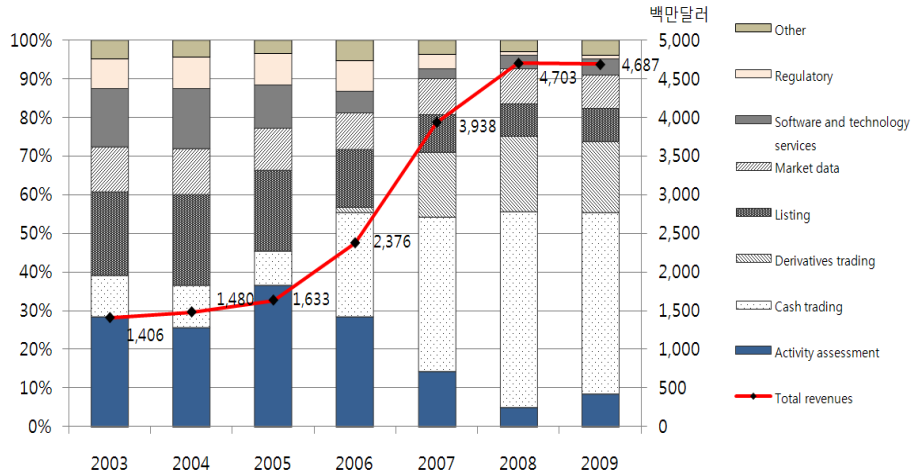
자료: Datastream

다만, NYSE가 ArcaEx와 합병을 한 2006년에 현물거래에서 급격한 증가가 발생했고, 2007년 Euronext와의 합병 후에는 파생상품 거래 부문의 수익증가가 일어난 점이 눈에 띈다. NYSE가 파생상품에 강점을 가지고 있었던 Euronext의 합병을 통해 거래상품의 다각화 효과를 누리고 있는 것으로 판단할 수 있다.

23) ASX, HKEx, SGX, BME Spanish, DB, LSE, NASDAQ OMX, TSX를 포함

24) BME Spanish, DB, LSE, NASDAQ OMX, TSX를 포함

<그림 IV-2> NYSE Euronext의 수익구조 추이



자료: NYSE Euronext Annual Report(2007)

다. Euronext 및 NYSE의 합병 과정

2002년 1월 8일, Euronext는 LIFFE를 5억 5,500만파운드에 100% 인수하여 Euronext.liffe가 되었다. LIFFE는 선물, 옵션, 단기금리, 채권, 스왑, 주식, 지수, 및 농산품 등 다양한 파생상품이 거래되는 영국의 파생상품거래소이다. LIFFE와의 합병완료 직후인 2002년 1월 30일, Euronext.liffe는 포르투갈의 주식거래소 Lisbon and Porto stock exchanges를 1억 4,406만유로에 인수하였다. 이로써 Euronext.liffe는 범유럽주식 및 파생상품거래소인 Euronext NV로 다시 출범하였다.

2005년 11월 21일에는 Borsa Italiana과 컨소시엄을 구성하여 이탈리아의 채권거래 플랫폼 MTS SpA²⁵⁾을 합병하였다. Euronext NV가 51%,

25) MTS SpA는 1988년에 설립되어 1997년에 민간기업으로 전환한 최초의 정부채권 전자거래시장이다. 이탈리아 정부채와 기타 고정소득증권의 매매

Borsa Italiana가 49%의 지분을 각각 인수하였다. 이어, 2006년 12월 31일에는 범유럽 네트워크 기술 제공기업인 Hugin ASA를, 2007년 3월 31일에는 유럽의 주식대차거래 전자거래플랫폼 SecFinex의 지분 51%를 각각 인수하였다.

NYSE는 2006년 9월 18일 국제전자거래를 위한 연결성(connectivity)을 제공하는 Marco Polo Network를 인수하고, 2007년 12월 7일 프랑스의 탄소배출권 거래소인 Powernext Carbon을 인수하였다. 2008년 10월 1일에는 AMEX Membership Corp²⁶⁾을 2억 6,000만달러에 인수하였다. NYSE의 AMEX의 인수를 마지막으로 NYSE와 NASDAQ을 제외한 나머지 미국 거래소들은 이 두 대형거래소에 의해 대부분 합병되었다.

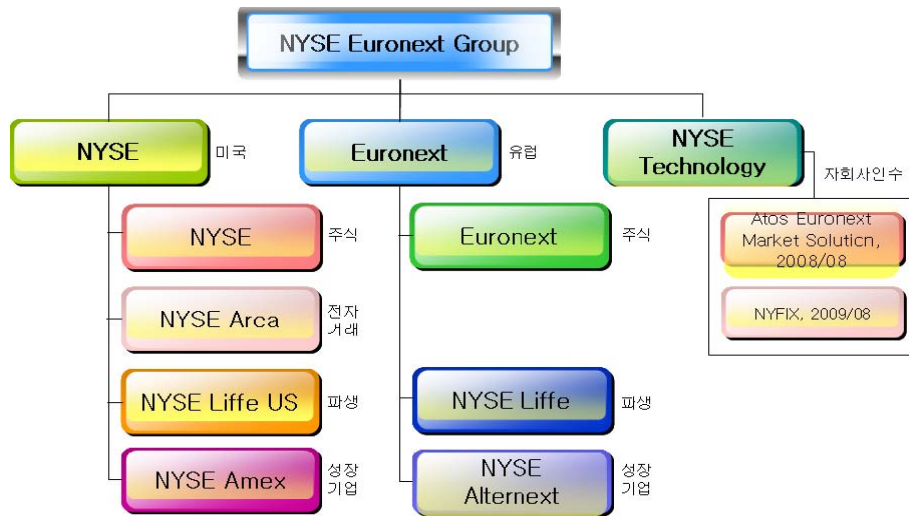
NYSE Euronext Group은 상장지주회사로, NYSE, Euronext, 그리고 NYSE Technology를 계열사로 두고 있다. NYSE는 미국에서 NYSE, NYSE Arca, NYSE Liffe US, NYSE Amex 등 4개 시장을 운영하고 있다. Euronext는 유럽에서 Euronext, NYSE Liffe, NYSE Alternext 등 3개 시장을 운영하고 있다. NYSE Technology는 금융IT 솔루션업체이다.

전자거래를 제공하는 정규시장으로, Italian Ministry of the Economy and Finance, Bank of Italy와 CONSOB의 감독 하에 있다.

26) AMEX는 NYSE 밖의 노상에서 이뤄지던 장외시장거래를 조직화한 것으로, 1953년부터 AMEX라는 이름으로 불리고 있다. NYSE에 비해 거래량 및 거래실적이 적으며 상장조건도 상대적으로 낮다.

라. 합병거래소의 조직구조

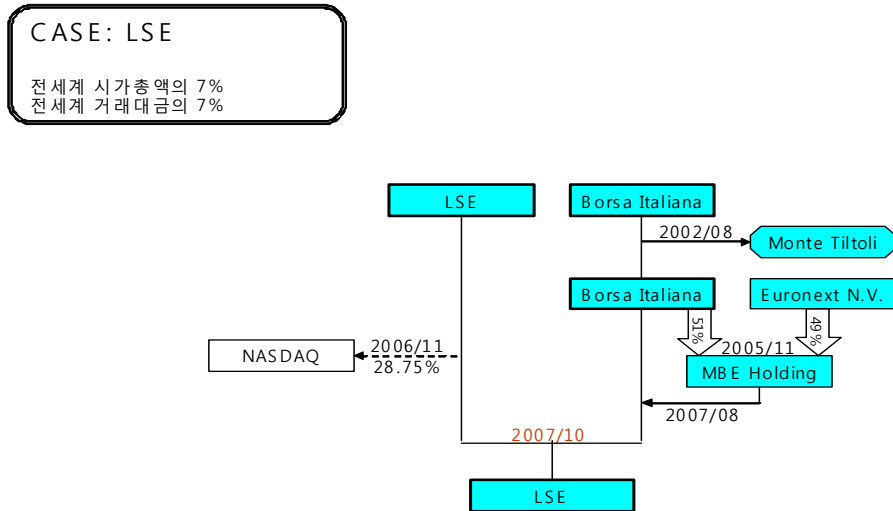
<그림 IV-3> NYSE Euronext의 조직구조



자료: NYSE Euronext

2. LSE의 인수·합병 사례

<그림 IV-4> LSE의 합병 흐름도



가. LSE와 Borsa Italiana의 합병

1) 합병배경

2007년 6월 23일 LSE²⁷⁾ 이사회와 Borsa Italiana²⁸⁾는 합병계약을 발

27) LSE는 영국 런던에 1801년에 설립된 주식거래소로 전 세계의 기업들이 거래되고 있다. LSE는 Main market, AIM(Alternative Investment Market), PSM(Professional Securities Market), SFM(Specialist Fund Market)의 4개 주요 시장으로 운영되고, 다양한 증권이 거래된다. 파생상품은 2003년에 설립된 EDX London에서 거래되고 있다.

28) Borsa Italiana SpA는 이탈리아 밀라노에 설립된 주식거래소로 1997년에 민간기업으로 전환하였다. Borsa Italiana는 주식시장(electronic share market)인 MTA뿐만 아니라 이탈리아의 파생상품시장(IDEM과 MIF)과 채권시장

표하였다. 합병의 배경에도 역시 거래소 시장환경의 급격한 변화가 자리 잡고 있었다. 거래소들은 국제화되고 있었고, 규제변화에 따라 새로운 시장기회가 창출되고 있었으며, 기술진보에 따라 거래체결속도 및 서비스가 향상되고 있었다. 이에 따라 각 거래소들은 시장환경의 변화에 대응하기 위해 새로운 시도를 하고 있었다.

LSE는 DB, Euronext와의 합병 논의가 차례로 무산됨에 따라 Borsa Italiana와의 합병을 통해 다양한 상품거래에 대한 플랫폼을 제공하여 경쟁력을 제고하고자 하였다. Borsa Italiana 역시 진화하는 거래소산업에서 국제적 전략을 확대함으로써 지속적 성장을 추구하고자 했다. 두 거래소는 합병을 통해 유럽의 선도적 다각화된 거래소 그룹을 창출하고, 유럽과 글로벌 스케일의 시장을 형성함으로써 성장을 이룩하는 것을 목표로 하였다. 주식관련 분야는 물론 ETF, 파생상품 및 채권분야에서도 선도적인 지위를 차지함으로써 강력한 성장기반이 마련될 것으로 예상하였다.

2) 합병내용

LSE는 2007년 10월 1일 Borsa Italiana와의 합병을 완료하였다. Borsa Italiana 인수완료일 최종 가치는 13억 5만파운드였고, Borsa Italiana 주주는 Borsa Italiana 보통주 한주에 대해 새롭게 발행되는 LSE Group 보통주 4.9주를 받았다.

(Electronic Government Bond and Securities Market)인 MOT를 운영한다. 주식시장은 5개로 구분되는데, MTA에서는 국내주식, 전환사채, 워런트가 거래되고, STAR(Segment for High Requirement Shares)에서는 MTA에 포함되면서 상장시가총액이 4천만~1억유로에 이르고 전통산업에 있는 회사의 주식이 거래된다. Nuovo Mercato는 혁신기업의 주식이, Mercato Ristretto에서는 공식적 거래가 허용되지 않은 주식, 채권, 워런트, 옵션이, 프리미엄 계약은 Premi Market에서 거래된다. 채권시장인 MOT에서는 정부채와 비전환사채가, EuroMOT(Euro-Bond Electronic Market)에서는 유로본드, 외국발행채권, ABS가 거래된다. 전부 전자거래시스템으로 운영되고 있다.

합병 후에도 LSE와 Borsa Italiana는 분리된 법적 실체를 유지하고, 규제 역시 기존과 동일하게 LSE는 FSA(Financial Services Authority)의 규제를, Borsa Italiana는 CONSOB(Commissione Nazionale per le Società e la Borsa)의 규제를 받게 되었다.

3) 합병결과

합병직후 금융위기가 발생했다는 점을 감안하더라도 LSE와 Borsa Italiana의 합병성과도 수치적으로 확인되지 않는다. 다른 대부분 거래소들의 상장기업 시가총액이나 거래대금이 2009년 말에는 2006년 수준 이상으로 회복되었으나, 2009년 LSE와 Borsa Italiana의 상장기업 시가총액과 거래대금은 2006년에 비해 각각 30%, 50% 정도 못미치는 수준이다. ROA도 마찬가지다. 2005년 이전의 LSE는 경쟁 거래소에 비해 매우 높은 수익성을 보이고 있었으나 합병이후 2007년부터는 매우 저조한 수익성을 나타내고 있다.

<표 IV-4> LSE Group의 연도별 시장개황

(단위: 십억달러, 개)

년도	LSE			Borsa Italiana			All Exchanges		
	시가총액	상장기업수	거래대금	시가총액	상장기업수	거래대금	시가총액	상장기업수	거래대금
2004	2,865	2,837	5,169	790	278	969	36,863	39,086	42,266
2005	3,058	3,091	5,678	798	282	1,294	40,974	40,573	51,052
2006	3,794	3,256	7,572	1,027	311	1,591	50,792	45,211	70,034
2007	3,852	3,307	10,334	1,073	307	2,313	60,874	46,509	101,189
2008	1,868	3,096	6,272	522	300	1,499	32,851	45,846	114,147
2009	2,796	2,792	3,391	656	296	856	47,783	45,358	80,827

자료: WFE

<표 IV-5> LSE Group의 ROA 추이

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
LSE Group	14.4%	12.8%	13.3%	17.0%	18.0%	n/a	0.9%	-0.9%	0.1%
주요거래소 ROA평균 ²⁹⁾	8.9%	7.6%	7.8%	8.7%	8.6%	7.2%	10.4%	4.6%	5.7%
유럽·북미 주요거래소 ROA평균 ³⁰⁾	7.7%	6.1%	5.7%	3.7%	3.5%	4.7%	7.5%	1.2%	1.8%

자료: Datastream

합병 후 매출액의 구성을 살펴보면 합병으로 인한 수익기반 다변화는 분명하게 드러난다. 합병 이전인 2006년도에는, LSE의 매출액의 42.2%가 주식매매로부터, 33.8%가 IT서비스로부터, 19.1%가 상장기업 수수료로부터 발생하였다. 반면 합병 이후인 2009년에는, 주식매매와 IT서비스로부터의 매출액 비중은 각각 27.4%와 30.9%로 하락한 반면, 매출액의 13.6%가 청산·결제 등 거래후 서비스(post-trading service)에서 발생하였으며, 3.8%가 채권매매로부터 발생하였다. Borsa Italiana가 제공하던 거래후 서비스와 채권매매가 LSE Group의 새로운 수익원천이 된 것이다. 앞서 살펴본 바와 같이 수익기반 다변화가 합병 이후 지금까지 3년간 수익성 개선으로 연결되지는 않았으나 향후 어떤 방식으로 영향을 미칠지 지켜보아야 할 것이다.

29) ASX, HKEx, SGX, BME Spanish, DB, NYSE Euronext, NASDAQ OMX, TSX를 포함

30) BME Spanish, DB, NYSE Euronext, NASDAQ OMX, TSX를 포함

<표 IV-6> LSE Group의 매출구성

(단위: 백만파운드)

		2006	2009
Capital Markets	Annual Fees	56.9(19.1%)	41.0(6.1%)
	Admission Fees		28.1(4.2%)
	Cash Equities UK	125.5(42.2%)	156.1(23.2%)
	Cash Equities Italy	n/a	28.1(4.2%)
	Fixed Income	n/a	25.8(3.8%)
	Other	0.0(0.0%)	36.8(5.5%)
	Derivatives	7.7(2.6%)	25.6(3.8%)
	Sub total	190.1(63.9%)	341.5(50.9%)
Post Trade	Clearing	n/a	32.0(4.8%)
	Settlement		17.2(2.6%)
	Custody & Other		42.4(6.3%)
	Sub total		91.6(13.6%)
IT Services	Real time data	100.5(33.8%)	114.4(17.0%)
	Technology		34.0(5.1%)
	Other Information		59.1(8.8%)
	Sub total	100.5(33.8%)	207.5(30.9%)
Other Revenues		6.9(2.3%)	4.1(0.6%)
Total		297.5(100.0%)	671.4(100.0%)

자료: LSE

주: 괄호안은 총 매출액 대비 점유율

나. 합병거래소의 조직구조

현재 LSE Group은 상장지주회사로써 12개의 계열사를 보유하고 있으며 핵심 비즈니스는 상장, 매매, 정보사업 등이다. LSE와 Borsa Italiana 이외의 주요 계열사는 다음과 같다.

- BIt Market Services: 금융회사의 IT솔루션 개발업체로서 Borsa Italiana가 소유하고 있던 6개 금융IT, logistic, 컨설팅서비스 사업 부를 합병하여 2010년에 설립

- CC&G(Cassa di Compensazione e Garanzia S.p.A.): 이탈리아의 증권 CCP
- EDX London: 스칸디나비아와 러시아 주식파생상품에 특화된 선물 및 옵션거래소³¹⁾
- Turquoise: 범유럽 ATS
- FTSE International: Financial Times와 LSE가 공동 소유한 회사로써 주식, 채권, 헤지펀드에 대한 지수를 개발하고 관리
- MillenniumIT: 스리랑카의 금융IT 솔루션 제공업체
- Monte Titoli: 이탈리아 증권시장에서 거래후 서비스 및 중앙증권예탁을 담당하는 기관으로 청산, 매칭, 증권대차 서비스를 제공
- Proquote: buy-side, sell-side, 개인, 시장전문가 등의 다양한 고객에게 인터넷으로 금융시장 소프트웨어와 실시간 데이터서비스를 제공
- Servizio Titoli: Borsa Italiana에 상장된 회사를 대상으로 IR에 대한 소프트웨어와 아웃소싱 서비스를 제공
- MTS Group(Societa per il Mercato dei Titoli Ti Stato S.p.A.): 유럽 도매 고정소득증권(특히 국채)에 대한 전자거래플랫폼을 제공

LSE Group의 최대주주는 Borse Dubai Limited로 20.6%의 지분을 보유하고 있으며, 2대 주주는 Qatar Investment Authority로 15.1%의 지분을 보유하고 있다. 이외에 Horizon Asset Management Inc, Unicredito Italiano S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A., Kinetics Asset Management Inc.가 각각 7.2%, 6.0%, 5.3%, 3.1%의 지분을 보유하고 있다.

31) EDX London은 LSE Group과 TMX Group이 각각 80.1%, 19.9%의 지분을 보유하고 있다.

3. Bursa Malaysia의 인수·합병 사례

가. Bursa Malaysia와 Bursa Malaysia Depository SD의 합병

1) 합병배경

말레이시아 주식거래소 Bursa Malaysia Bhd³²⁾는 주식거래뿐만 아니라 청산, 결제, 예탁 서비스 등 거래소와 관련된 모든 종류의 서비스를 제공하는 통합 거래소로 자리매김하고자 말레이시아의 예탁기관인 Bursa Malaysia Depository SD를 인수하였다.

2) 합병내용

Bursa Malaysia는 2006년 3월 2일 ABM-MCD Holdings Sdn. Bhd.로부터 Bursa Depository의 지분 25%를 매입함으로써 Bursa Depository를 100% 소유하게 되었다. ABM-MCD는 Bursa Malaysia에 Bursa Depository 지분 25%에 해당하는 보통주 6,250,000주를 주당 5.7링깃에 매각하는 제안을 하였는데, Bursa Malaysia 이사회는 이 제안을 수락하였다.

32) Bursa Malaysia는 1964년에 공식적으로 설립되었고, 1965년 말레이시아와 싱가포르의 분리에도 불구하고 SEMS(Stock Exchange of Malaysia and Singapore)란 이름 하에서 운영되었다. 1973년 말레이시아와 싱가포르의 통화분리에 따라 SEMS는 KLSE와 SES(Stock Exchange of Singapore)로 분리되었다. 이후 1994년에 KLSE로 이름을 변경하였다가 2004년에 Bursa Malaysia로 다시 이름을 변경하였다. Bursa Malaysia는 Main Board, Second Board, MESDAQ을 운영하고 있으며, 2005년에 거래소에 상장하였다.

3) 합병결과

Bursa Malaysia의 매출액은 2006년 큰 폭으로 증가하였으며, ROA, 순이익 등 이익지표도 2006년 전후로 크게 개선되었다. 시가총액과 거래대금 역시 2006년 매우 큰 폭의 증가세를 보였다. 아시아의 타 거래소와 비교했을 때 특히 거래대금의 성장폭이 컸던 것으로 나타난다. 매매관련 프로세스를 거래소 안에서 모두 통합한 효과는 거래비용의 감소에서 잘 드러나고 있다. Elkins & McSherry의 통계에 따르면 말레이시아 시장의 거래관련 커미션과 수수료는 2006년부터 2008년 사이에 각각 약 16%, 19% 감소하였는데 이러한 수치는 타 아시아 국가나 전 세계 시장과 비교할 때 매우 두드러진다. 이러한 거래비용의 감소가 거래대금의 증가 및 수익성의 향상과 일정부분 관련이 있을 것으로 파악된다.

<표 IV-7> Bursa Malaysia의 연도별 시장개황

(단위: 십억달러, 개)

년도	Bursa Malaysia			Asian Exchanges		
	시가총액	상장 기업수	거래대금	시가총액	상장 기업수	거래대금
2004	182	959	62	7,524	17,583	6,890
2005	181	1,019	52	9,310	18,956	8,832
2006	236	1,025	75	11,950	19,864	12,266
2007	325	986	170	17,920	20,627	21,460
2008	189	976	94	9,212	20,819	16,484
2009	286	959	86	14,625	20,901	18,534

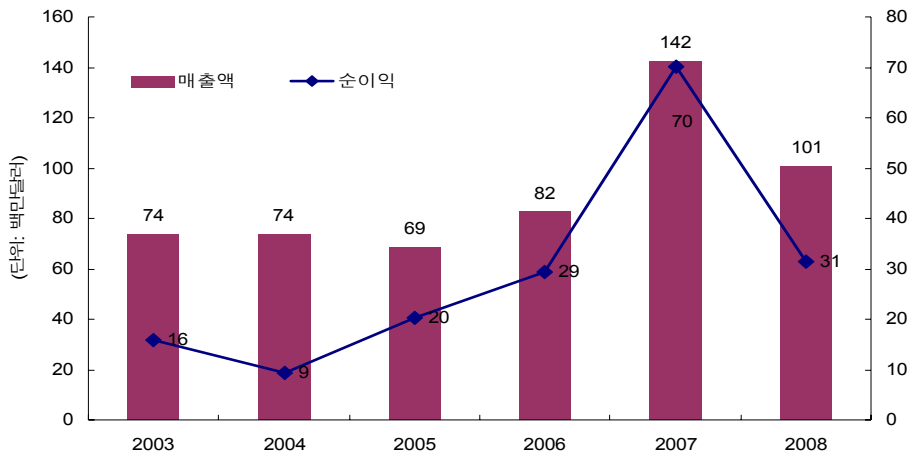
자료: WFE

<표 IV-8> Bursa Malaysia의 ROA 추이

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Bursa Malaysia	0.2%	3.5%	1.3%	6.8%	7.7%	16.7%	6.1%	10.0%
아시아 주요거래소 ROA 평균 ³³⁾	6.4%	7.6%	10.8%	12.0%	11.7%	14.3%	10.9%	12.8%

자료: Datastream

<그림 IV-5> Bursa Malaysia의 매출액, 순이익 추이



자료: Bloomberg

33) NZX(New Zealand Exchange), OSX(Osaka Stock Exchange), Philippine Stock Exchange, ASX, SGX, HKEx를 포함

<표 IV-9> Bursa Malaysia의 거래비용 변화

(단위: basis포인트)

	Malaysia			Asian Countries			All Countries		
	2006	2008	%change	2006	2008	%change	2006	2008	%change
Average commissions (basis points)	30.14	25.37	-15.83%	28.56	24.75	-13.35%	24.53	22.24	-9.34%
Average fees (basis points)	6.13	4.95	-19.25%	8.34	8.67	3.92%	7.25	6.43	-11.31%
Market impact (basis points)	9.55	10.79	12.98%	11.05	11.29	2.14%	12.67	12.18	-3.87%

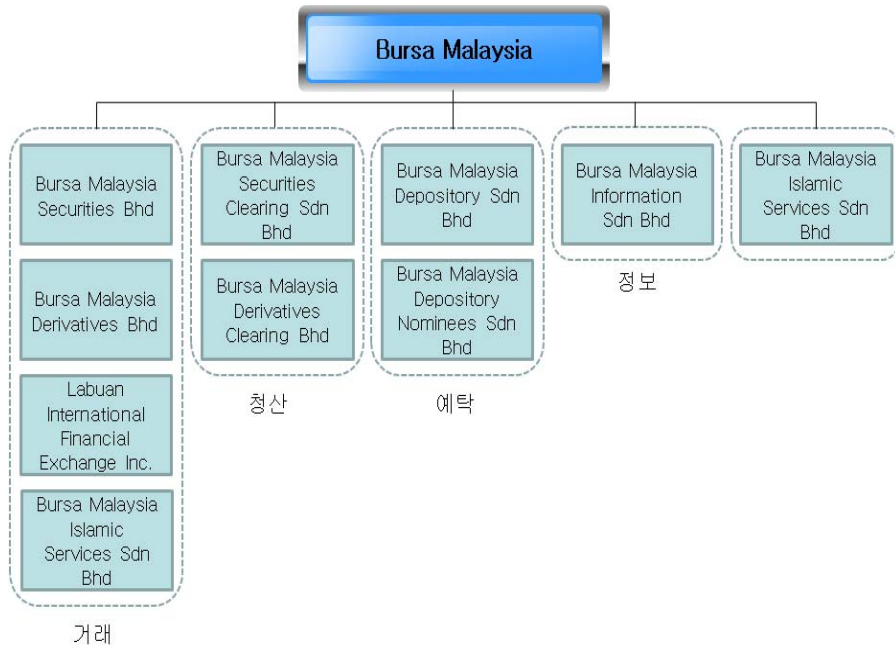
자료: Elkins & McSherry

나. Bursa Malaysia의 조직구조

Bursa Malaysia는 증권·파생상품거래소, 청산·예탁기관, 정보제공기관 등 10개의 자회사를 가지고 있는 지주회사이다. 증권거래소인 Bursa Malaysia Securities Bhd, 파생상품거래소인 Bursa Malaysia Derivatives Bhd, 역외증권거래소인 Labuan International Financial Exchange Inc. 및 채권전자거래소인 Bursa Malaysia Bonds Sdn Bhd가 Bursa Malaysia의 대표적인 자회사이다. 한편, Bursa Malaysia는 증권과 파생상품에 대한 각각의 청산기관을 운영하고 있다. 그 밖에 중앙 예탁기관인 Bursa Malaysia Depository Sdn Bhd와 Bursa Malaysia Depository Nominees Sdn Bhd, 정보제공기관인 Bursa Malaysia Information Sdn Bhd 및 이슬람시장과 관계된 금융서비스를 담당하는 기관인 Bursa Malaysia Islamic Services Sdn Bhd를 자회사로 두고 있다.

Bursa Malaysia는 2004년 탈상호화와 함께 이름을 Kuala Lumpur Stock Exchange에서 Bursa Malaysia로 변경하였고, 2005년 3월 Bursa Malaysia의 주시장(main board)에 상장되었다.

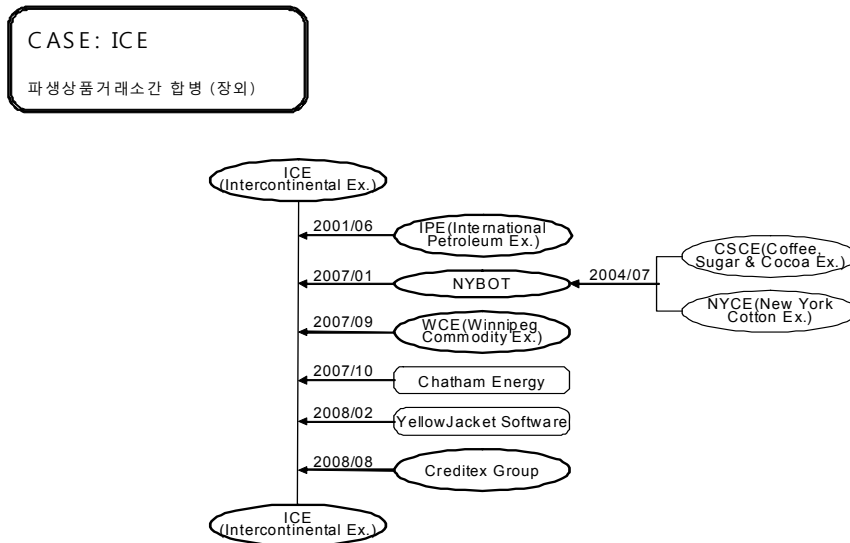
<그림 IV-6> Bursa Malaysia의 조직구조



자료: Bursa Malaysia

4. ICE의 인수·합병 사례

<그림 IV-7> ICE의 합병 흐름도



가. ICE의 합병과정

ICE(Intercontinental Exchange)는 에너지선물과 장외에너지계약 및 농산품(soft commodity)이 거래되는 글로벌 전자거래소이다. 코코아, 커피, 면화, 에탄올, 오렌지주스, 목재펄프, 설탕 등의 농산물을 비롯하여 통화 및 지수선물·옵션, 원유, 정제상품, 천연가스, 전력, 배출권 등 다양한 상품이 거래된다.

ICE는 IPE(International Petroleum Exchange of London)를 2001년 6월에 인수하여 ICE Futures Europe으로 변경하였다. ICE Futures

Europe은 ICE의 3개의 주요 자회사³⁴⁾ 중 하나로 영국정부의 규제하에 있으며, 브렌트유 선물과 WTI 원유 선물이 주로 거래된다. 전 세계 원유선물의 절반이상이 ICE Futures를 통해 거래되고 있다. ICE Futures Europe은 2002년 공개호가(open outcry)방식에서 전자거래방식으로 완전히 전환되어 더 이상 공개호가시장은 운영하지 않는다.

ICE는 2002년 8월 14일, 백오피스 소프트웨어와 하드웨어를 취급하는 인터넷 금융서비스 회사인 CommodityLogic을 Enron으로부터 인수하였다. 합병 발표시 CommodityLogic의 총 가치는 340만 달러였다. 이후 ICE는 농산물 선물옵션이 거래되는 미국의 상품거래소인 NYBOT³⁵⁾을 인수하였다. 인수는 2006년 9월 14일에 합의되었으며 2007년 1월 12일에 인수가 완료되었다. 2007년 9월 NYBOT은 ICE Futures US로 명칭을 변경하였다. NYBOT에서는 여전히 공개호가 방식으로도 거래가 이루어지고 있으나 점차 전자거래의 비중이 증가하고 있다.

2007년 2월 28일, ICE는 컴퓨터 소프트웨어회사인 Commoditytrack을 인수하였다. 발표일 기준 기업가치는 395만달러로, Commoditytrack 주주는 현금 300만달러와 주식 6,343주를 지급받았다. 2007년 8월에는 캐나다 농산물 선물옵션거래인 WCE(Winnipeg Commodity Exchange)를, 2007년 10월에는 장외에너지옵션 거래 브로커 회사인 Chatham Energy Partners LLC를, 2008년 2월에는 장외에너지 파생상품거래 전자거래플랫폼인 YellowJacket Software Inc를, 2008년 9월에는 미국의 파생상품거래 브로커인 Creditex Group Inc.를 차례로 인수하였다. WCE은 인수 이후 ICE Futures Canada로 운영되고 있다. 마지막으로 2009년 3월에는 파생상품 청산소인 Clearing Corp을 인수하였다.

34) 세 주요 자회사는 ICE Futures Europe, ICE Futures US 및 ICE OTC Market이다.

35) NYBOT은 1998년 NYCE(New York Currency Exchange)와 CSCE(Coffee, Sugar and Cocoa Exchange)의 합병으로 탄생했다.

이상과 같이 ICE는 상품거래소를 비롯하여 관련 IT업체, 거래플랫폼 회사, 정보서비스 제공업체 등과 지속적으로 합병하면서 대형화와 다각화를 진행하고 있다.

나. ICE와 NYBOT, WCE의 합병

1) 합병배경

ICE는 NYBOT 인수를 추진하면서 세계적인 상품시장의 창출을 목표로 하였다. 실질적으로는 청산소를 내부화하려는 ICE의 목표와 곡물, 설탕 등의 농산품 부분에서 전자거래를 제공하려는 NYBOT의 목표가 부합된 결과로 볼 수 있다. ICE는 LCH.Clearnet에 청산비용으로 매년 5,000만달러 가량을 지불하고 있었으나 합병 이후 청산소를 내부화하는 데 성공하였고, 2008년에는 영국에 신규 청산소의 설립을 추진한 바 있다. NYBOT은 ICE와의 합병을 통해 2007년 1월 19일부터 전자거래가 가능한 상품을 상장하기 시작하였다.

ICE는 NYBOT과의 합병이 완료된 직후 WCE와 합병을 추진하였다. WCE에서는 밀, 캐놀라(canola), 서양보리에 등에 대한 선물옵션계약이 거래되는데, 현재 캐놀라 파생상품이 거래되는 유일한 거래소이다. 또한 Winnipeg Commodity Exchange, WCE Clearing Corporation, Canadian Climate Exchange 및 WCE Industry Services Corporation를 계열회사로 두고 있다. WCE의 거래량은 2004년 공개호가 방식에서 전자거래로 완전히 전환한 이후 꾸준히 증가해 왔다.

2) 합병내용

ICE와 NYBOT의 합병은 2006년 9월 14일 발표되어 2007년 1월 12일 완료되었다. 인수 최종가치는 17억 8,730만달러로 ICE가 NYBOT 지분 100%를 인수하였다. NYBOT 주주에게는 현금과 주식을 함께 지급하였는데, 현금은 4억달러, 주식은 1,029만 7,000주가 지급되었다. NYBOT은 합병 후에도 CFTC(Commodities Futures Trading Commission) 규제 하에서 미국의 선물거래소로서 운영되고 있다.

ICE의 WCE 인수는 2007년 6월 22일 발표되었고 2007년 8월 28일에 완료되었다. 인수가치는 총 5,000만달러이며, WCE 주주는 주당 77.59달러를 지급받았다.

3) 합병결과

ICE는 NYBOT과의 합병 직후 2007년 3월 큰 성장을 기록하였다. ICE Futures는 2007년 3월 일평균거래량이 약 52만 계약으로 전년 동기 대비 76.8% 증가하였으며 NYBOT은 일평균거래량이 약 20만 계약으로 전년 동기대비 22.6% 증가하였다. ICE OTC 일평균 커미션은 74% 증가하였다. 2007년 2월 전자거래는 전체 NYBOT 농산물 선물계약의 32.4% 였으나 3월에는 전체의 59.3%로 급증하였다.

연간 재무지표로도 ICE의 성공적인 성과가 확인된다. ICE의 인수활동이 집중된 2007년과 2008년에 ICE의 순이익은 증가추세가 지속되고 ROE도 10% 이상의 수준으로 유지되는데, 2008년 금융위기로 대부분의 거래소의 수익성이 급격히 악화된 것과 비교할 때 괄목할만한 성과로 볼 수 있다. 2008년 이후에 ROA가 급격히 하락한 것으로 나타나지만, 이는 Margin deposit과 guarantee funds 등의 증가가 반영된 결과로 영업성과와 직접적으로 관련된 문제는 아닌 것으로 보인다. ICE 전체매출

의 40% 가량을 차지하는 원유선물의 시장점유율은 2005년 30%대였으나 최근에는 45% 이상으로 확대되었다.

ICE의 이와 같은 성장은 NYBOT, WCE의 인수는 물론, 성공적인 경영, NGX와의 연계, CBOT에 대한 합병제안 등 다양한 전략적 기회를 추구한 덕분이다. 또한 ICE가 완전 소유하고 있는 청산소, 산업의 선도적인 기술플랫폼 역시 ICE의 성장에 일조하였다고 볼 수 있다.

<표 IV-10> ICE의 주요 재무지표 추이

(단위: 백만달러)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
순이익	13	22	40	143	241	301	314
ROA	6.23%	10.58%	15.20%	29.05%	8.60%	2.01%	1.44%
ROE	13.24%	16.63%	17.34%	31.56%	16.29%	14.96%	12.91%

자료: ISE Annual Report

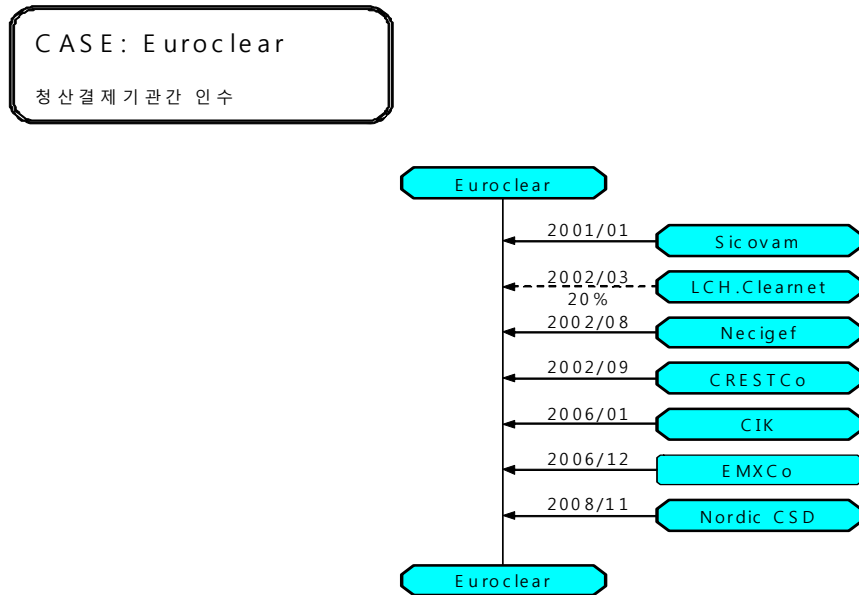
<표 IV-11> ICE의 원유선물 시장점유율

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Crude Oil Futures	34.60%	32.40%	33.40%	50.70%	47.80%	46.10%	46.00%

자료: ISE Annual Report

5. Euroclear의 인수·합병 사례

<그림 IV-8> Euroclear의 합병 흐름도



유럽의 예탁결제기관인 Euroclear는 결제에 있어 유럽 전체를 하나의 국내 시장처럼 처리하고자 하는 목표를 가지고 유럽 각 국가의 예탁결제기관을 꾸준히 인수하였다. 그 결과, Euroclear는 벨기에, 프랑스, 네덜란드, 영국, 핀란드, 스웨덴의 예탁결제기관을 자회사로 운영하고 있으며, EMXCo, Xtrakter 등 증권서비스 제공업체와의 합병을 통해 서비스 분야를 계속해서 확장하고 있다. 현재 90개국 고객의 연간 1억 8천만 건의 거래를 30개 통화로 결제하며, 결제금액은 연간 500조달러, 보관증권의 가치는 20조달러에 이르고 있다.

가. Euroclear의 합병과정

1) SICOVAM³⁶⁾

SICOVAM SA(프랑스)과 Euroclear PLC(벨기에)³⁷⁾는 2000년 3월 24일 합병을 발표하고, 2001년 1월 10일에 합병을 완료하였다. Euroclear와 SICOVAM의 합병은 유럽 결제 인프라의 큰 변화를 가져올 수 있는 중요한 합병이었다. 국내, 해외증권에 대한 세계에서 가장 큰 결제시스템이 구축되어 2000년 말 당시 총 결제증권가치는 약 100조유로, 보관증권의 가치는 7조유로에 달하였다. Euroclear는 합병을 통해 3억유로를 절감할 수 있을 것으로 추정하였다.

합병이후, 사용자들은 단일 entry point를 통해 채권과 장내·장의 주식거래를 상업은행과 중앙은행자금으로 실시간으로 결제할 수 있게 되었으며, 거래플랫폼에 대한 일관결제(straight-through settlement) 및 관련 서비스 영역에서 핵심역할을 수행할 수 있게 되었다.

2) CIK³⁸⁾

CIK S.A.는 벨기에의 중앙증권예탁기관이다. Euroclear는 2000년 9월 6일에 CIK의 지분 51%를 인수하였고, 2006년 1월 1일 잔여지분 49%를

36) Société Interprofessionnelle pour la Compensation des Valeurs Mobilières

37) Euroclear는 1968년 벨기에에 설립된 금융서비스 회사로 증권거래간 결제에 특화되어 있다. 국내외 증권시장에서 거래되는 주식, 채권, 파생상품, 투자펀드 모두를 결제한다. Euroclear는 80개국 이상에 위치한 금융기관에 증권서비스를 제공하는데, 국제예탁결제기관로서의 역할 뿐만 아니라 벨기에, 네덜란드, 프랑스, 아일랜드, 영국, 스웨덴, 핀란드 증권에 대한 CSD로서의 기능도 수행한다.

38) Caisse Interprofessionnelle de Dépôts et de Virements de Titres

추가 인수하였다. 원래 CIK는 Euronext NV의 자회사였는데, Euroclear에 인수되어 Euroclear의 자회사가 됨에 따라 2006년 1월 1일자로 Euroclear Belgium으로 이름을 변경하였다. CIK와 Euroclear가 통합됨으로써 벨기에 고객은 증권결제에 있어 단일한 entry point의 혜택을 얻게 되었다.

3) NECIGEF³⁹⁾ 및 Crestco Ltd

Euroclear는 유럽 단일의 청산·결제 조직으로 거듭나기 위해 프랑스의 SICOVAM, 벨기에의 CIK의 지분을 인수한 데 이어 2000년 9월 6일 네덜란드의 중앙증권예탁기관인 NECIGEF의 지분 51%를 인수하였다. 2002년에는 잔여지분 49%를 추가인수하여 NECIGEF를 100% 자회사로 편입하였다. 2002년 9월 23일에는 영국의 예탁결제기관인 Crestco Ltd와 합병을 완료하여 현재 Crestco는 Euroclear UK & Ireland로 운영하고 있다.

4) Euroclear Bank SA 및 NCSD⁴⁰⁾

Euroclear는 2004년 3월 2일에 Euroclear Bank SA(벨기에)를 인수하였다. Euroclear Bank는 1971년 유로화 채권시장에 대한 결제서비스를 제공하기 위해 설립된 전 세계에서 가장 큰 국제중앙증권예탁기관(International Central Securities Depository: ICSD)으로 전 세계 25개 이상의 주식시장과 30개 이상의 채권시장에서 증권서비스에 대한 단일 entry point로 기능한다. 고객들은 Euroclear Bank를 통해 NASDAQ OMX, Euronext, LSE 등에서의 국경간 주식거래를 단일 entry point를

39) Nederlands Centraal Instituut voor Giraal Effectenverkeer

40) Nordic Central Securities Depository

통해 결제할 수 있다. 비교적 최근인 2008년 11월에는 스웨덴의 예탁결제 기관 NCSD의 지분 100%를 인수하였다. 이로써 Euroclear, CIK, NECIGEF, SICOVAM, 아일랜드 정부채권 결제시스템, Crestco, NCSD 및 Euroclear Bank 등 유럽지역 8개 결제시스템이 Euroclear를 중심으로 통합되었다⁴¹⁾.

5) EMX Co Ltd 및 Xtrakter

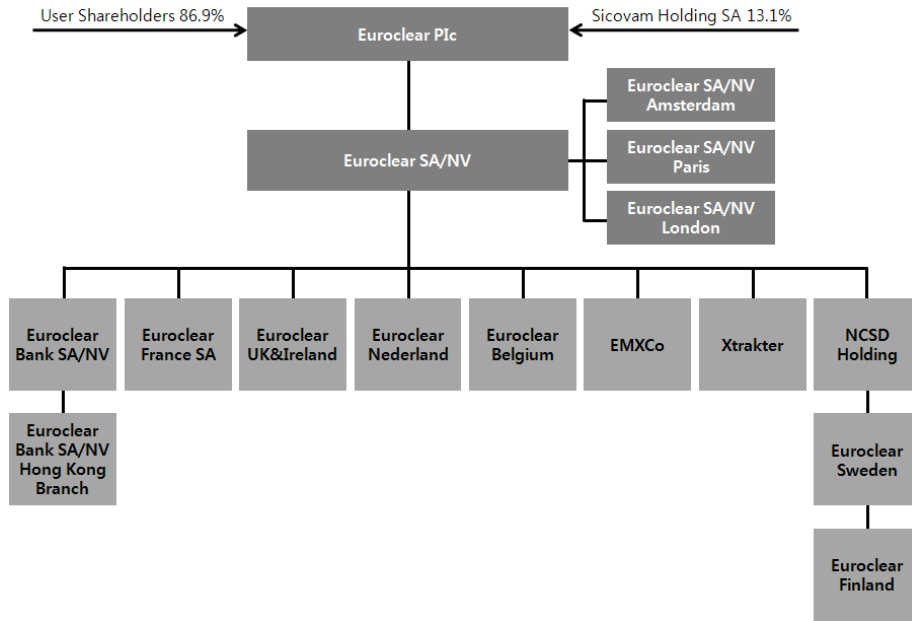
Euroclear는 유럽 각국의 예탁결제기관과의 합병뿐만 아니라 관련 서비스 업체와의 합병도 시도하였다. 2007년 1월 31일, 영국의 뮤추얼펀드 주문회송네트워크(order routing network)인 EMK를 100% 인수하였고, 2009년 4월 30일, 자본시장데이터, 운영위험관리, 거래매칭, 규제보고에 대한 글로벌 서비스를 제공하는 Xtrakter를 인수하였다. Xtrakter는 Euroclear Bank의 OTC거래의 매칭과 회송 서비스, 그리고 Euroclear UK & Ireland의 매매 보고 서비스를 보완한다.

나. Euroclear의 조직구조

Euroclear는 대부분의 시장 인프라 서비스 제공기관과 달리 사용자가 그룹을 소유하고 지배한다. Euroclear 주식의 약 87%를 사용자가 소유하고 있고 나머지 13% 가량의 지분을 Sicovam Holding SA가 소유하고 있다. Euroclear는 현재 상장되지 않은 상태이다.

41) 아일랜드 당국은 2000년 12월부터 Euroclear를 통하여 정부채권을 결제하도록 결정한 바 있다.

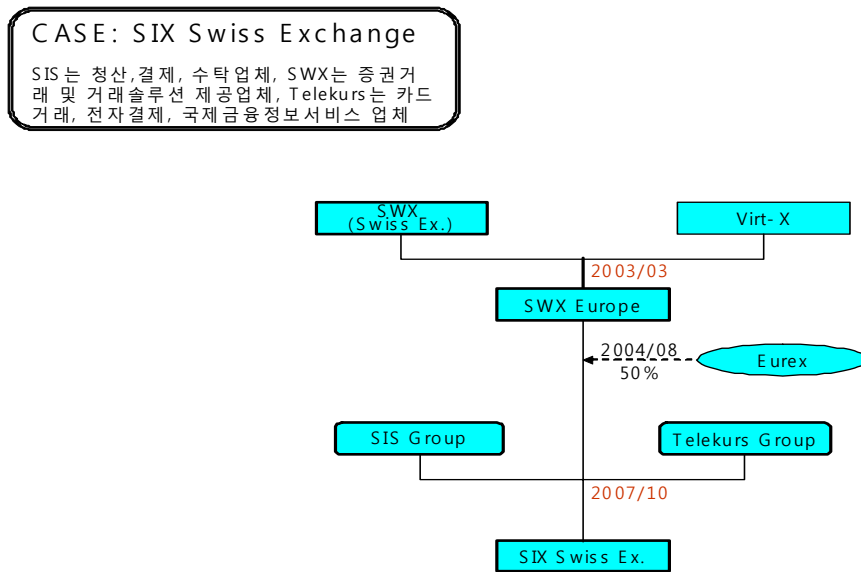
<그림 IV-9> Euroclear의 조직구조



자료: Euroclear

6. SIX Swiss Exchange의 인수·합병 사례

<그림 IV-10> SIX Swiss Exchange의 합병 흐름도



가. SWX와 Virt-X의 합병

SWX는 2003년 4월 15일, Virt-X 지분 61.1%를 1,951만파운드에 인수하였다. SWX는 국내외 증권거래에 대한 통합 솔루션을 제공하는 유럽의 선도적인 주식거래소 중 하나이며, Virt-X는 1995년 영국에서 TRADEPOINT로 운영되기 시작한 국경간 전자주식거래플랫폼이다. Virt-X는 2008년 초 SWX의 완전한 자회사가 되었으며 SWX Europe로 명칭이 변경되었다.

나. SWX, SIS, Telekurs의 합병

1) 합병배경

2005년 무렵 유럽에서는 국가 간 증권결제 표준을 정하기 위한 노력이 계속되고 있었다. 증권결제 기술이 표준화될 경우 각 국가의 시장참가자는 더 적은 비용으로 결제 서비스를 이용할 수 있고, 증권거래량도 크게 증가할 것으로 기대되었다. 또한 증권산업 활성화를 통해 국가 GDP 성장에도 기여할 것으로 예상되었다. 이러한 기대 하에 EU 위원회는 증권결제를 표준화하는 기술을 채택하고, 그러한 기술을 발전시키기 위한 노력을 수행하고 있었다.

이러한 유럽의 조류에 따라 스위스에서는 거래 프로세스 및 인프라 전반의 표준을 구상하기 위해 Swiss SPTC(Swiss Securities Post-Trading Council)를 발족하였다. 이 위원회에는 대표적 은행, 상장회사, 스위스 은행연합을 비롯하여 증권거래서비스 제공업체인 SWX, SIS, Telekurs 그룹이 포함되었다. SWX는 스위스의 주식거래소이자 증권거래서비스 제공업체이고 SIS는 스위스의 거래후 서비스제공기관이다⁴²⁾. Telekurs 그룹은 카드지급거래, 전자지급시스템, 국제금융정보 등을 제공하는 국제 서비스 회사이다.

유럽의 기술 표준을 따라가려는 스위스의 자구적인 노력의 일환으로, 스위스 증권거래서비스 제공업체인 SWX, SIS, Telekurs의 합병이 추진되었다. 세 그룹의 합병은 첫째, 스위스 금융시장 인프라스트럭처를 강화하고, 둘째, 스위스 금융시장의 국제 경제력을 향상시키며, 셋째, 오픈 아키텍처(open architecture)를 제공하여 증권거래, 청산, 결제의 모든 과

42) SIS의 자회사 SIS SegInterSettle AG는 중앙증권예탁기관이자 국제중앙증권예탁기관이며, 또 다른 자회사 SIS x-clear는 virt-x에 대한 중앙거래상대방(central counterparty)이다.

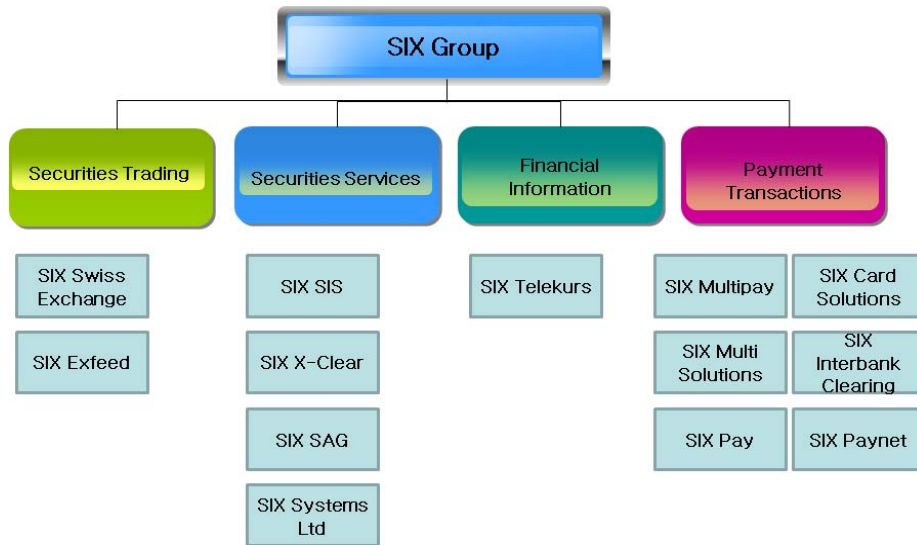
정을 매끄럽게 제공하는 것을 목표로 하였다. 세 그룹은 2008년 1월 1일, SIX Group으로 합병됨으로써 증권거래에서부터 청산·결제, 금융정보에서 지급거래까지 금융시장 전체 인프라스트럭처를 아우르는 서비스를 제공하게 되었다.

2) 합병결과

합병으로 SIX의 사업분야는 증권거래, 증권서비스, 금융정보, 지급거래의 네 가지 영역으로 크게 확장되었다. 증권거래 사업은 주식, 파생상품 시장을 포함하여 정보배포, 지수계산, 전자거래플랫폼 개발 및 운영을 아우른다. 증권서비스 사업분야는 스위스와 국제 금융센터에 증권거래의 청산·결제에 대한 자동화된 인프라를 제공한다. 은행간 증권예탁 및 관리 서비스도 제공한다. 금융정보 사업분야는 모든 주요 거래 센터의 실시간 시장데이터를 가지고 500만개 이상의 금융상품에 대한 총체적인 참조 데이터를 제공한다. 지급거래 사업분야는 카드지급 서비스와 솔루션을 제공한다. 이것은 스위스 프랑, 유로의 은행결제, 전자 송장 결제를 위한 PayNet 운영, 발행기관을 위한 카드업무처리, 신용카드·직불카드·선불카드 승인 등의 결제를 모두 아우른다.

다. 합병거래소의 조직구조

<그림 IV-11> SIX Group의 조직구조



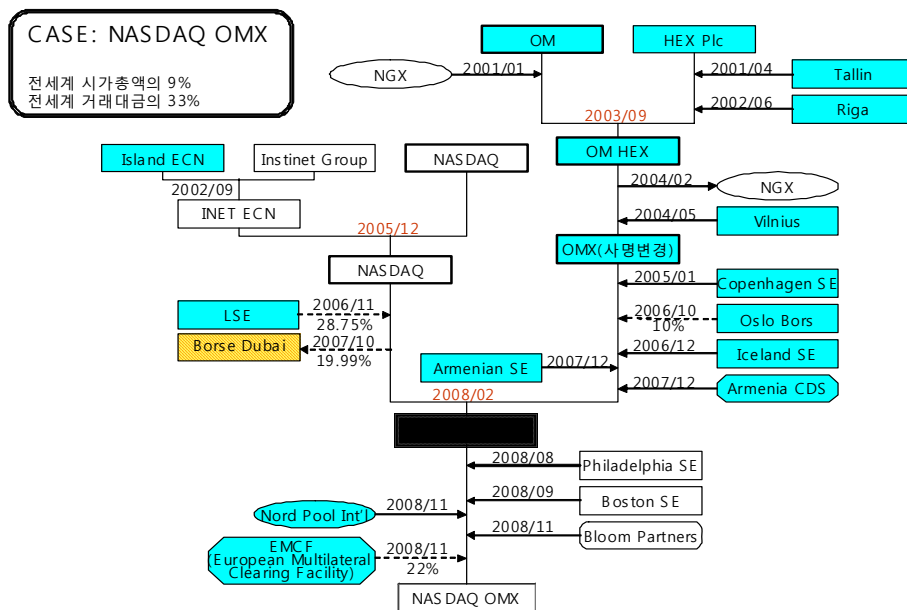
자료: SIX Group

SIX Group은 증권거래, 증권서비스, 금융정보, 지급거래 부문에서 각각 자회사를 소유하고 있다. 증권거래 자회사로는 SIX Swiss Exchange와 SIX Exfeed가 있다. SIX Swiss Exchange는 FINMA(Swiss Financial Market Supervisory Authority)의 감독 하에 있는 증권거래소로 주식, 채권, investment fund, ETF 등이 거래된다. SIX Exfeed Ltd는 시장정보 공급업체이다. 증권서비스 관련 자회사로는 SIX SIS, SIX X-Clear, SIX SAG, SIX Systems 등이 있다. SIX SIS는 증권결제, 수탁·관리, 은행고객 서비스 업무를 수행하며, SIX X-Clear는 증권청산, CCP, 위험관리 업무를 수행한다. SIX SAG는 증권등록관리, 주주총회관리 업무를, SIX Systems Ltd는 금융IT 서비스를 각각 담당한다. 금융정보 부문의 자회사

인 SIX Telekurs는 투자자문, 펀드관리, 포트폴리오관리, 금융분석 등을 위한 금융정보의 조달, 처리, 공급업무를 수행하고 있다. 이밖에 지급거래관련 자회사로 SIX Multipay, SIX Multi Solution, SIX Pay, SIX Card Solutions, SIX Interbank Clearing, SIX Paynet가 있다.

7. NASDAQ OMX의 인수·합병 사례

<그림 IV-12> NASDAQ OMX의 합병 흐름도



가. NASDAQ과 OMX의 합병

1) 합병배경

2008년 2월 27일 미국의 NASDAQ과 스웨덴의 OMX간의 공식합병이 이루어졌다. 이는 시가총액 기준으로 NYSE Euronext에 이어 세계에서 두 번째로 큰 통합거래소의 탄생을 의미한다.

NASDAQ와 OMX의 합병은 거래소비즈니스에서의 주도권 경쟁에서 비롯되었다. 2000년대에 접어들면서 ATS와 IB는 발전된 IT기술을 바탕으로 거래소비즈니스의 틈새시장 공략에 성공하였다. 낮은 거래비용으로 신속한 체결서비스를 차별적인 방식으로 제공함으로써 시장의 유동성을 잠식하기 시작한 것이다. 이러한 변화는 기존 정규거래소들에게는 상당히 위협적이었다. 여기에 거래소비즈니스의 판도를 변화시키는 새로운 규제환경이 출현하게 된다. 2007년 미국의 Regulation NMS와 유럽의 MiFID의 시행은 정규거래소, ATS, IB간의 경쟁체제를 인정하고 이를 제도화 했다는 점에서 경쟁을 더욱 강화하는 계기가 되었다. 대형거래소들을 중심으로 시장지배력을 확보하려는 움직임이 시작되었다.

NASDAQ은 이러한 움직임에 비교적 발 빠르게 대응해 왔다. 먼저 2004년 9월과 2005년 12월 ECN인 Brut과 Inet을 각각 인수하였다. 이는 최신 IT시스템을 갖춘 새로운 시장과의 경쟁에 대비하기 위한 조치였다. 전통적으로 딜러 메커니즘을 채택하고 있던 NASDAQ은 Inet을 인수함으로써 전자거래시스템을 혼용한 혼합형 시장구조(hybrid-market system)로의 전환을 모색했던 것이다.⁴³⁾ ECN과의 합병을 시작으로 NASDAQ과 NYSE의 시장지배력을 둘러싼 본격적인 싸움이 시작되었다. 이들은 유럽의 대형거래소를 합병하여 대륙간 거래소(Trans-Atlantic exchange)를

43) ArcaEX, Brut, Inet 등의 ECN이 각각 NYSE 및 NASDAQ에 합병되기 이전에는 NASDAQ 상장기업 거래량의 약 50% 이상이 ECN에서 형성되었다.

형성, 글로벌마켓시스템을 선도적으로 갖추고자 하였다. 이 과정에서 NYSE는 2006년 12월 Euronext와 공식 합병에 성공한 반면, NASDAQ는 2007년 1월 오랫동안 지분을 확대하며 공을 들였던 LSE의 인수에 실패하였다. 결국 NASDAQ은 2007년 5월 LSE의 지분 전량을 매각하고, 대신 OMX와 합병에 합의하였다. 당시 유럽시장의 재편과정에서 상대적으로 소외되었던 OMX는 꾸준히 다른 거래소와의 합병의 기회를 노리고 있었는데 NASDAQ과 손을 잡게 된 것이다.

OMX는 2007년 말 기준으로 총자산 약 1조 450억달러, 시가총액 약 8500억달러로 유럽시장에서 6위를 차지하고 있었으며 유럽전역에 걸쳐 32개 이상의 사업소를 가지고 있다. 주식시장 영업실적은 상대적으로 저조하나 채권 거래금액이 2008년 말 기준 2조 5,460억달러로 세계 3위이며, 넓은 지역을 기반으로 지수 및 파생상품에 있어 다양한 사업기회를 가지고 있다.

2) 합병내용

NASDAQ과 OMX의 합병은 2007년 5월 OMX그룹의 주주들이 약 38억달러의 인수제의에 전격적으로 동의함으로써 이루어졌다. 이는 OMX그룹의 주식 1주당 NASDAQ OMX그룹 주식 0.334주를 맞교환하는 방식이었다. 2008년 2월 주주총회 동의와 금융당국의 승인을 얻어 2008년 7월 최종적으로 인수대금 지급절차가 마무리되었다.

3) 합병결과

합병 이후 NASDAQ OMX의 성과는 타 주요거래소에 비해 우수한 것으로 나타난다. 거래대금 규모에서 성과가 두드러지는데, 합병 이전인 2006년과 2007년 NASDAQ과 OMX의 거래대금 합계는 NYSE와

Euronext의 거래대금 합계의 절반에 불과하였으나, 2008년에는 NYSE Euronext와 같은 수준에 도달하였고, 2009년에는 무려 50%나 앞서 세계 최대를 기록하고 있다. 매출액과 순이익도 2008년 이후 크게 성장하였으며 ROA 역시 유럽과 북미지역의 주요 경쟁거래소와 비교해 볼 때 매우 양호한 수준이다.

NASDAQ OMX는 다양한 상품과 사업을 할 수 있는 기반을 마련하여 다각화의 효과를 누리고 있는 것으로 보인다. 주식시장의 침체와 거래소간 경쟁강화에도 불구하고 파생상품 매매와 청산서비스 수익이 증가함으로써 안정적인 수익성을 유지하고 있다. 또한 신상품을 지속적으로 도입하고 있는데, ETF의 거래량이 2008년 한 해 동안에만 약 65% 증가한 것으로 나타난다.

<표 IV-12> NASDAQ OMX의 연도별 시장개황

(단위: 십억달러, 개)

년도	NASDAQ OMX US			NASDAQ OMX Nordic			All Exchanges		
	시가 총액	상장 기업수	거래 대금	시가 총액	상장 기업수	거래 대금	시가 총액	상장 기업수	거래 대금
2004	3,533	3,229	8,767	729	685	793	36,863	39,086	42,266
2005	3,604	3,164	10,087	803	678	951	40,974	40,573	51,052
2006	3,865	3,133	11,807	1,123	791	1,332	50,792	45,211	70,034
2007	4,014	3,069	15,320	1,243	851	1,865	60,874	46,509	101,189
2008	2,249	3,023	36,446	563	824	1,338	32,851	45,846	114,147
2009	3,239	2,852	28,951	817	797	733	47,783	45,358	80,827

자료: WFE

<표 IV-13> NASDAQ OMX의 수익성 추이

(단위: 백만달러)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
매출액	848	787	590	540	880	1,658	2,436	3,650	3,409
순이익	40	43	-105	11	62	128	518	314	266

자료: NASDAQ OMX annual report

<표 IV-14> NASDAQ OMX의 ROA 추이

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	3.4%	3.9%	-13.5%	0.9%	3.2%	3.5%	17.8%	2.7%	2.6%
주요거래소 ROA 평균 ⁴⁴⁾	10.7%	8.9%	11.1%	10.7%	10.5%	7.8%	8.3%	4.1%	5.4%
유럽·북미 주요거래소 ROA 평균 ⁴⁵⁾	11.3%	8.3%	11.0%	7.0%	6.5%	4.9%	4.1%	0.5%	1.3%

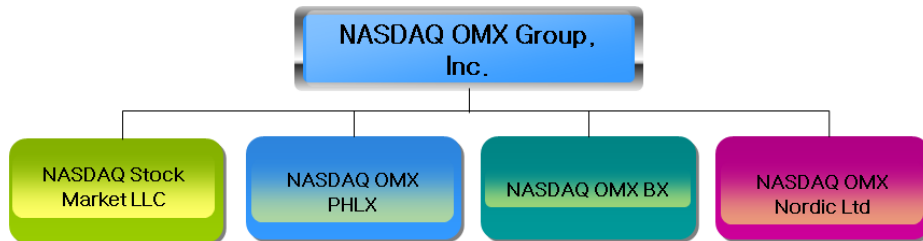
자료: Datastream

44) ASX, HKEx, SGX, BME Spanish, DB, LSE, NYSE Euronext, TSX를 포함

45) BME Spanish, DB, LSE, NYSE Euronext, TSX를 포함

나. 합병거래소의 조직구조

<그림 IV-13> NASDAQ OMX의 조직구조

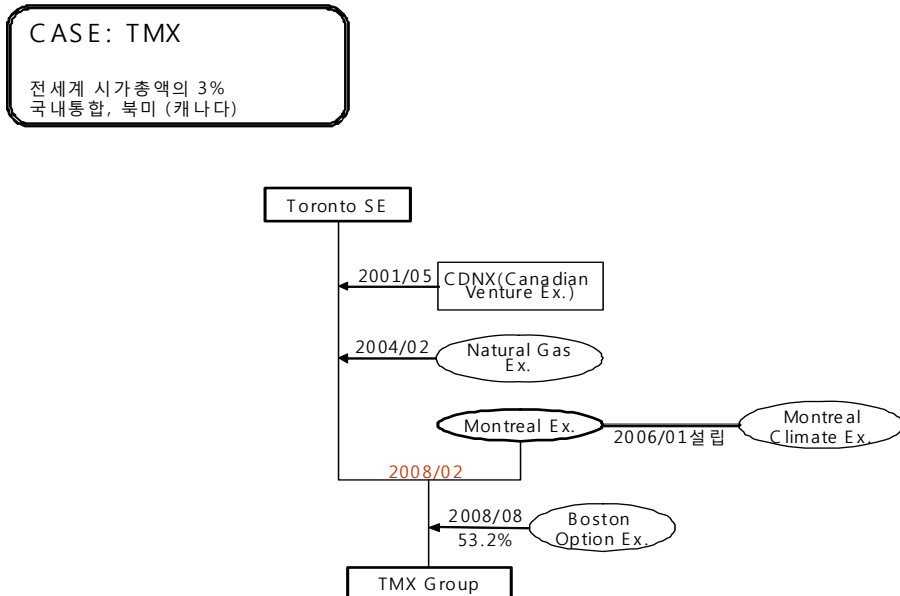


자료: NASDAQ OMX

NASDAQ OMX Group은 상장주식회사로, NASDAQ Stock Market LLC(과거 NASDAQ), NASDAQ OMX PHLX(과거 Philadelphia Stock Exchange), NASDAQ OMX BX(과거 Boston Stock Exchange), NASDAQ OMX Nordic Ltd(과거 OMX)를 출자회사로 두고 있다. NASDAQ OMX의 사업 부문은 Trading, Listing Center, Services for Companies, Market Data, Market Technology, Financial Indexes, Post Trade Services 등 7개로 구분된다.

8. TMX Group의 인수·합병 사례

<그림 IV-14> TMX Group의 합병 흐름도



가. TSX와 Montreal Exchange의 합병

1) 합병배경

TSX가 Montreal Exchange와 합병을 추진한 것 역시 시장간 경쟁체제로의 전환 등 전 세계 거래소 비즈니스의 변화를 무시할 수 없었기 때문이다. TSX는 2000년대 들어 거래소 경쟁력 강화를 위해 규모의 확대, 상품의 다원화와 유동성 증대를 위한 IT 혁신, 규제 혁신을 동시에 추진하였다.

먼저 2001년 CDNX(Canadian Venture eXchange)와의 합병을 통해 중소형 벤처기업에 대한 시장기회를 확보하였다. CDNX는 TSX의 차별성을 상징하는 현재의 TSXV(TSX Venture Exchange)이다. 이어 2004년에는 상품 다양화 전략의 일환으로 NGX(Natural Gas Exchange)와 합병하였다. NGX는 전통적으로 천연가스과 전력 등 에너지 상품 거래플랫폼으로 선도적 위치에 있었다. TSX는 NGX를 합병함으로써 에너지 상품관련 거래시장을 확보하여 새로운 수익원을 갖추게 되었을 뿐만 아니라 에너지 관련상품을 매개로 한 상품다각화 시너지를 기대할 수 있게 되었다. NGX의 입장에서는 안정적인 청산 결제시스템을 보유한 TSX와의 합병으로 청산 및 결제위험을 획기적으로 감소시키고 유동성을 크게 증가시킬 수 있는 기회를 갖게 되었다.⁴⁶⁾

TSX의 Montreal Exchange 합병은 TSX 입장에서 파생상품시장으로 사업영역을 확장할 수 있는 교두보를 마련한 것이라고 볼 수 있다. Montreal Exchange는 이미 캐나다에서는 이자율, 주가지수관련 파생상품을 거래하는 독보적인 시장이기 때문이다. TSX는 합병을 통해, 신상품개발 및 결제위험 감소 등의 효과 뿐 아니라 효율적 운영을 통한 비용절감으로 매년 약 2,500만달러의 시너지가 발생할 것으로 추정한 바 있다. TSX와 Montreal Exchange의 합병은 TSX가 2000년대 이후 꾸준히 추진해 온 글로벌 시장의 기본모형을 일차적으로 완성한 것으로 평가되고 있다.

2) 합병내용

2007년 12월 10일 TSX와 Montreal Exchange는 TSX가 Montreal Exchange를 총 13억달러에 해당하는 주식 및 현금으로 매입하기로 합의

46) NGX는 TSX와의 합병 이후 2006년 8월 Alberta Watt Exchange를 소유한 Oxen Inc.를 인수하였다. Alberta Watt Exchange는 에너지상품에 대한 매매와 청산 서비스를 제공한다.

하였다.⁴⁷⁾ Montreal Exchange의 주주는 1주당 TSX의 주식 0.5주와 현금 13.95달러를 받는 것으로 결정되었다. 공식적인 합병은 2008년 5월 1일 완료되었으며, TMX Group이 새로이 출범하였다.

3) 합병결과

합병 후 충분한 시간이 경과하지 않았기 때문에 합병의 성과에 대한 평가를 내리기에는 아직 이르다. 다만 최근 몇 년간 TSX의 매출구조가 변화하고 있으면서도 경쟁 거래소에 비해 높은 수익성을 유지하고 있다는 점은 TSX이 추구하고 있는 인수·합병을 통한 성장전략이 유효하다는 사실을 보여준다고 할 수 있다. TSX가 인수·합병을 통해 역량을 키우고 있는 에너지관련 상품의 매매와 청산 부분의 매출은 최근 5년간 연 30%의 높은 성장세를 보이고 있으며, 이는 TSX의 풍부한 자원관련 상장기업에 대한 수요와 자산간 매매(cross-asset trading) 수요와 결합하여 기존 수익기반의 수익성을 높이는 데에도 기여하고 있다. TSX는 파생상품의 매매 및 청산으로도 영역을 확대하고 있어 인수·합병전략의 시너지 효과가 지속될 수 있을 것으로 평가된다.

47) 1억 5,300만주의 TSX Group 주식과 4억 2,800만달러의 현금이 사용되었다.

<표 IV-15> TSX의 연도별 시장개황

(단위: 십억달러, 개)

년도	TSX			All Exchanges		
	시가총액	상장 기업수	거래대금	시가총액	상장 기업수	거래대금
2004	1,178	3,604	651	36,863	39,086	42,266
2005	1,482	3,758	900	40,974	40,573	51,052
2006	1,701	3,842	1,282	50,792	45,211	70,034
2007	2,187	3,951	1,635	60,874	46,509	101,189
2008	1,033	3,841	1,716	32,851	45,846	114,147
2009	1,677	3,700	1,240	47,783	45,358	80,827

자료: WFE

<표 IV-16> TMX Group의 매출액 추이

(단위: 백만달러)

	2005	2006	2007	2008	2009
매출액	290	353	425	533	556
순이익	103	132	149	182	105

자료: Datastream

<표 IV-17> TMX Group의 ROA 추이

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
ROA	9.9%	15.1%	33.4%	10.6%	7.3%	9.1%	10.7%	5.1%	3.1%
주요거래소 ROA 평균 ⁴⁸⁾	9.6%	7.3%	5.3%	9.5%	9.9%	7.0%	9.2%	3.8%	5.3%
유럽·북미 주요거래소 ROA 평균 ⁴⁹⁾	9.2%	5.5%	1.6%	5.0%	5.7%	3.5%	5.5%	0.0%	1.2%

자료: Datastream

48) ASX, HKEx, SGX, BME Spanish, DB, LSE, NYSE Euronext, NASDAQ OMX를 포함

49) BME Spanish, DB, LSE, NYSE Euronext, NASDAQ OMX를 포함

<표 IV-18> TMX Group의 매출구성

	2004 1분기	2010년 1분기
Issuer services	30%	29%
Equity and fixed income cash markets trading & related	38%	20%
Derivatives markets trading & clearing	0%	14%
Energy trading & clearing	3%	7%
Market data	24%	27%
Business services & other	5%	3%

자료: TMX Group

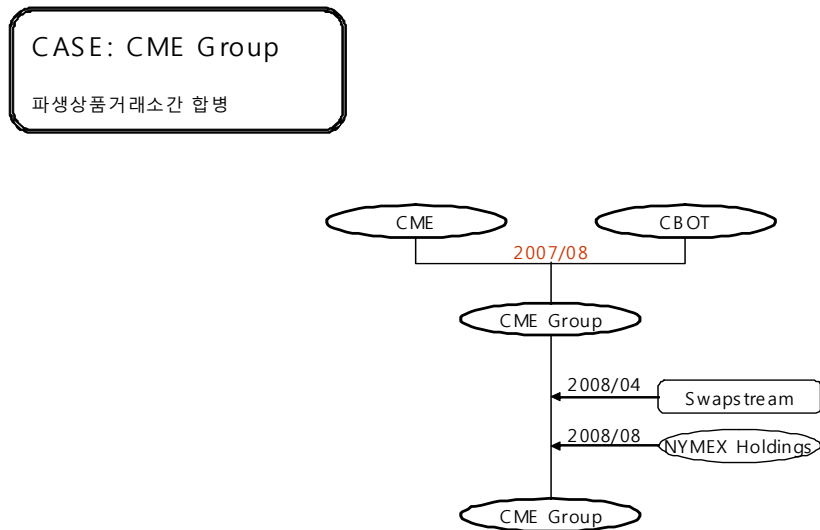
나. 합병거래소의 조직구조

TMX Group은 상장지주회사로서 9개의 계열사를 보유하고 있다. 계열사는 TSX(정규 주식거래소), NGX(천연가스, 원유, 전력의 거래소이자 청산소), Montreal Exchange(금융파생상품거래소), TSX Venture Exchange(중소 성장형 기업을 위한 신시장), Shorcan(채권브로커 업체), Equicom(IR관련 서비스 업체), NetThruPut(전자거래플랫폼이자 원유에 대한 청산 설비), Datalinx(자본시장 데이터 서비스 업체) 및 CDCC(청산, 결제 및 위험관리 서비스 제공업체)로 구성된다.

이외에 TMX Group은 주식옵션시장인 BOX(Boston Options Exchange)의 지분 53.8%를 보유하고 있으며, 기관간 채권거래 시스템인 CanDeal.ca Inc.의 지분 47%를 보유하고 있다.

9. CME Group의 인수·합병 사례

<그림 IV-15> CME Group의 합병 흐름도



가. CME와 CBOT, NYMEX의 합병

1) 합병배경

CME와 CBOT가 2007년 7월 12일 공식적으로 합병함으로써 가장 다양한 상품과 거래량을 보유한 세계 최대의 파생상품거래소로 거듭나게 되었다. 파생상품거래소의 합병 및 제휴의 흐름 역시 거래소 비즈니스에서 경쟁력을 갖추기 위한 피할 수 없는 선택이었다고 볼 수 있다. 먼저 합병을 실행한 NYSE Euronext, ICE 등의 사례가 CME와 CBOT의 합병을 자극하는 요소로 작용한 것으로 평가된다.

그러나 양 거래소의 합병을 종합해 보면, 타 거래소의 합병과 구분할

수 있는 요소들을 발견할 수 있다. 첫째, 두 거래소는 동일 지역 내에서 파생상품시장의 두 강자로써 성장해왔으나 그 성격은 확연히 구분되어 있었다는 점이다. CME는 금리 및 통화 관련 파생상품영역에서 독보적인 영역을 가지고 있었고, CBOT는 주가지수파생상품에서 강자로 군림하고 있었다. 따라서 두 거래소의 합병으로 인해 상품의 폭이 크게 확장되고 그 안에서 범위의 경제를 활용한 새로운 시너지가 창출될 것으로 기대되었다. 둘째, 양 거래소가 첨단 IT기술을 바탕으로 시스템개선과 상호간 통합을 지속적으로 추진하고 있었다는 점이다. CME는 1992년 24시간 거래시스템인 Globex를 개발하였고, 많은 타 지역 거래소들과 연계거래약정을 맺어 외국거래소의 주요 상품의 야간시장을 개설하는 등 틈새시장을 효과적으로 공략하여 큰 효과를 거두고 있었다.⁵⁰⁾ CBOT 역시 혁신적 신상품 개발에 주력하면서 2004년 1월부터 CME와 통합된 청산시스템을 이용하였고 일부 시장데이터 서비스를 공동으로 제공하였다. 이미 합병 이전 두 시장간 거리는 상당히 좁혀져 있었던 셈이다. 전문가들은 이미 두 거래소의 통합된 플랫폼 제공으로 상당한 비용 절감 및 효율성 증대가 이루어질 것이라 예상하고 있었다.

두 거래소는 합병을 통해 세계최대의 파생상품시장으로 시장을 장악하리라는 기대가 가장 컸다. 시장은 유동성이 큰 시장을 중심으로 발전하기 마련이라는 사실이 CME가 CBOT를 설득하고 인수경쟁자인 ICE를 따돌리는 데 가장 큰 역할을 하였다.

한편, 2008년 8월 이루어진 CME Group과 NYMEX(New York Mercantile Exchange)의 합병도 비슷한 맥락에서 평가할 수 있다. NYMEX는 전통적으로 원유 및 에너지 관련 파생상품을 주력으로 하는 거래소였고 이미 2007년부터 주요 상품이 CME Globex에서 연계거래가 이루어지고 있었기 때문이다.

50) 한 예로 CME는 1984년부터 SGX와 MOS(Mutual Offset System) 계약을 체결하고 양 거래소간 동일한 파생상품의 포지션을 이전할 수 있도록 하였다.

CME의 합병은 범위의 경제와 규모의 경제를 동시에 추구하는 자국내 수평적 결합으로, 전 세계 시장을 공략할 수 있는 무기를 완전히 갖추었다는 평가를 받고 있다.

2) 합병내용

양 거래소의 합병 합의는 2006년 10월 17일에 이루어졌다. 당초 합의된 내용은 약 80억달러 규모의 인수대금으로 CME가 CBOT를 인수한다는 내용이었으나 이후 인수대금이 약 112억달러로 늘어났다. 그러나 헤지펀드를 포함한 주요주주들이 양 거래소의 합병을 긍정적으로 평가함으로써 합병은 비교적 쉽게 이루어졌다.

합병은 2007년 7월 12일 최종 완료되었다. 합병에 있어서 CBOT 주주는 CBOT 주식 한 주당 CME주식 0.3006주를 취득하게 되며 30억불 이내에서 현금으로 대체될 수 있게 하였다. 주식보유비중은 CME 주주가 최저 69%를 소유하고 이사구성비율도 2/3이상을 차지하는 것으로 합의되었다.

NYMEX는 2008년 8월 CME에 89억달러에 인수되었다. 이 중 34억달러는 현금으로 지불하고 나머지 55억 달러는 주식교환을 통해 지불되었다. 이에 따라 NYMEX의 주주들은 보유주식 1주당 CME 주식 0.1323주와 현금 36달러를 받았다. 인수가액은 약세장으로 인해 당초 합의되었던 인수예정가 111억달러보다 22억달러 줄어든 금액이다.

3) 합병결과

CME와 CBOT, NYMEX의 합병은 긍정적인 성과를 보여주고 있다. 2007년 CBOT인수와 함께 영업권과 무형자산이 급증하면서 ROA는 급

격히 하락하였으나, 영업이익률은 2006년 57%에서 2007년 86%로 크게 개선되었고 이후에도 60%이상을 유지하고 있다. 또한 CME Group의 수익기반이 다양화된 것이 확인된다. 합병 이전에는 이자율파생상품에 대한 의존도가 매우 높았으나, CBOT와 NYMEX 합병 후 상품파생과 에너지파생 관련 매출비중이 각각 10%수준으로 확대되었다. 반면 이자율파생상품에 대한 의존도는 크게 낮아졌다. 2009년 기준으로 이자율, 주식, 에너지, 기타상품의 매출이 비슷한 비중으로 나타나 매우 안정적인 구조를 보여주고 있다. 합병 이후 주요 파생상품 중에서 CME Group가 취급하는 분야의 시장점유율은 주가지수옵션과 통화를 제외하면 매우 높게 형성되고 있어, 파생상품시장에서 CME Group가 강력한 경쟁력을 갖추고 있음을 여실히 보여주고 있다.

<표 IV-19> CME Group의 주요 재무지표 추이

(단위: 백만달러)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
매출액	536	734	890	1,090	1,756	2,561	2,613
순이익	122	220	307	407	659	715	826
ROA	2.5%	7.7%	7.7%	9.4%	3.2%	1.5%	2.3%
영업이익률	38%	49%	54%	57%	86%	62%	61%

자료: CME Group annual report

<표 IV-20> CME Group의 매출구성

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Interest rates	55%	57%	58%	64%	38%	26%
Equities	37%	33%	32%	25%	32%	24%
Energy	0%	0%	0%	0%	10%	29%
Foreign exchange	6%	8%	8%	5%	7%	6%
Commodities	1%	1%	1%	7%	11%	10%
Metals	0%	0%	0%	0%	2%	5%

자료: CME Group annual report

<표 IV-21> CME Group의 상품별 시장점유율

	2006	2007	2008	2009
Stock index options	1%	1%	1%	1%
Stock index futures	37%	40%	41%	36%
Short term interest rate options	69%	66%	52%	41%
Short term interest rate futures	37%	40%	47%	44%
long term interest rate options	0%	0%	84%	81%
long term interest rate futures	0%	0%	49%	46%
Currency options	14%	9%	9%	12%
Currency futures	52%	49%	29%	17%
Commodity options	2%	23%	81%	68%
Commodity futures	2%	12%	31%	18%

자료: WFE

주: 상품별 전 세계 거래량(계약수) 기준

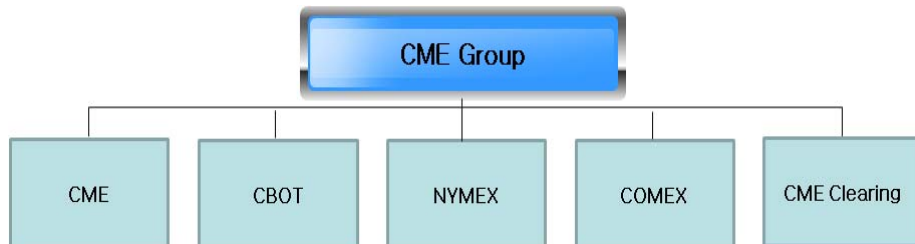
나. CME Group의 조직구조

CME Group은 CME, CBOT, NYMEX, COMEX를 자회사로 두고 있다. CME Group Inc.은 2007년 7월 CME와 CBOT Holdings의 합병으

로 출범하였으며, 2008년 3월 영국의 Credit Market Analysis Ltd.를 인수하였고, 같은 해 8월 NYMEX Holdings와 합병했다. 한편 CME Group은 CME Clearing과 CME ClearPort를 통해 장내는 물론 장외 파생상품 거래에 대한 청산·결제를 지원한다. COMEX는 NYMEX의 소속 시장인 Commodity Exchange Inc의 후신(後身)으로 금, 은, 동과 같은 금속과 상품파생상품이 거래되는 시장이다.

CME는 2002년 12월 NYSE에 상장되었고, 2005년 5월 NASDAQ에 상장되어 2008년 상반기까지 이중 상장된 상태였다. 그러나 2008년 7월 NYSE에서 상장을 폐지하고 현재는 NASDAQ의 Global Select Market에 만 상장된 상태이다.

<그림 IV-16> CME Group의 조직구조

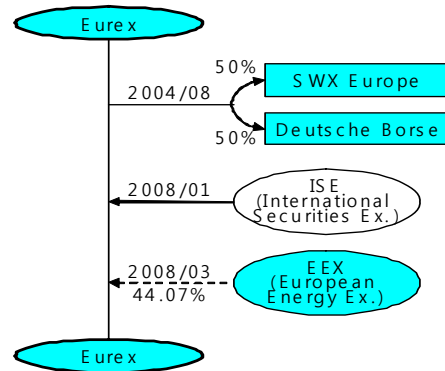


자료: CME Group

10. Eurex의 인수·합병 사례

<그림 IV-17> Eurex의 합병 흐름도

CASE: Eurex
파생상품거래소간 합병



가. Eurex와 ISE의 합병

1) 합병배경

Eurex는 DB와 SIX Swiss Exchange가 50%씩 투자하여 공동으로 운영하는 유럽 최대의 파생상품거래소이다. 전통적으로 Eurex는 주가지수 선물 및 옵션시장에서 세계 최대의 점유율을 가진 거래소로써 오랫동안 그 명성을 유지하였다. 주로 유럽지역 내에 있는 거래소 상품을 벤치마크 한 상품을 거래하며 청산·결제기능까지 통합서비스를 제공하고 있다.

2007년 12월 Eurex는 미국 최초의 전자옵션시장인 ISE(International

Securities Exchange)와의 합병을 완료하였다. Eurex와 ISE는 각각 개별 주식 및 주가지수옵션 시장의 글로벌 리더로서 자리매김하고 있으며, 그들이 보유한 회원사는 모두 560여개에 이른다. Eurex가 ISE를 인수한 것은 미국시장에서 또는 미국달러로 거래되는 상품시장의 유동성을 끌어오기 위해서였다. Eurex는 합병을 계기로 유로존에 속한 이자율, 주가지수 관련 파생상품을 미국시장에 도입하고 미국시장의 파생상품을 유럽시장에 도입할 수 있는 통로를 얻은 셈이다. ISE는 합병 전인 2007년 말 전년대비 거래량이 35%까지 증가하는 등 빠른 성장세를 보여주고 있었다.⁵¹⁾ 따라서 두 거래소의 합병은 시장지배력 확대 및 혁신적인 결합상품이 탄생을 가져올 것으로 평가되었다.

Eurex는 ISE의 합병 이후에도 상품영역을 확대시키기 위한 노력을 지속하고 있다. 그 일환으로 에너지 상품시장인 EEX(European Energy eXchange)⁵²⁾의 지분을 꾸준히 확대하여 현재 34.7%의 지분을 보유하고 있다. 2007년 12월 Eurex와 EEX는 탄소배출권시장을 공동으로 확보하기 위해 노력하기로 합의하고 공동거래망을 통해 거래량을 늘려나가고 있다. Eurex는 최근 농산물 관련 파생상품거래를 시작하기로 결정하였다.

2) 합병내용

Eurex는 ISE를 주당 67.5달러, 총 약 28억달러에 인수하였다. ISE는 합병 후에도 독립적인 브랜드로 운영하고, 별도의 자율적인 운영책임을 지도록 하였다. 두 거래소는 네트워크의 공동 활용, 기술적 부가가치의

51) ISE는 합병 직전 주가지수옵션의 전자거래시스템 도입으로 거래량이 급성장하였다.

52) EEX는 에너지관련 상품의 현물 및 선물거래서비스를 제공하며, 거래소 상품 및 장외상품거래의 청산·결제 서비스를 제공하는 ECC(European Commodity Clearing)를 자회사로 두고 있다.

창출, 효율적인 거래시스템을 도입을 통한 시장확대를 위해 단계적인 공동 프로젝트를 진행하고 있으며, 2011년 초 새로운 공동 운영플랫폼을 출범하기로 합의하였다.

3) 합병결과

Eurex의 지주회사 격인 Eurex Frankfurt AG와 Eurex Zürich AG를 소유한 Eurex Zürich AG가 모두 비상장기업이므로 Eurex의 합병 후 재무적 성과를 파악하기는 어렵다. Eurex의 시장점유율을 토대로 합병의 성과를 판단해 볼 수밖에 없는데, ISE 합병 후 개별주식옵션시장의 점유율이 약 15% 상승한 것을 확인할 수 있으나, 이외의 상품군에서는 모두 점유율 하락세가 나타나고 있다. 최근 3년간 장기이자율 선물과 옵션의 점유율은 각각 8%, 30% 하락하였고, 주가지수 선물과 옵션은 각각 6%, 4% 하락하였다. 개별주식선물시장에서는 2006년 12%를 차지하고 있었으나 2009년에는 시장을 완전히 상실하였다. 이런 사실로 미루어볼 때, ISE와의 합병으로 상품군이 다양화되었는지는 몰라도 단기적으로 Eurex 전체의 경쟁력에 기여했다고 볼 여지는 부족하다. Eurex가 EEX 지분을 확대하는 등 장기적 관점의 전략을 추구하고 있다는 점에서 Eurex의 합병전략의 성과는 좀 더 지켜보아야 할 것으로 판단된다.

<표 IV-22> Eurex의 상품별 시장점유율

	2006	2007	2008	2009
Single stock options	10%	9%	27%	24%
Single stock futures	12%	8%	0%	0%
Stock index options	7%	9%	4%	3%
Stock index futures	23%	24%	20%	17%
Currency options	0%	0%	3%	1%
Currency futures	0%	0%	0%	0%
long term interest rate options	43%	42%	12%	13%
long term interest rate futures	51%	45%	42%	43%

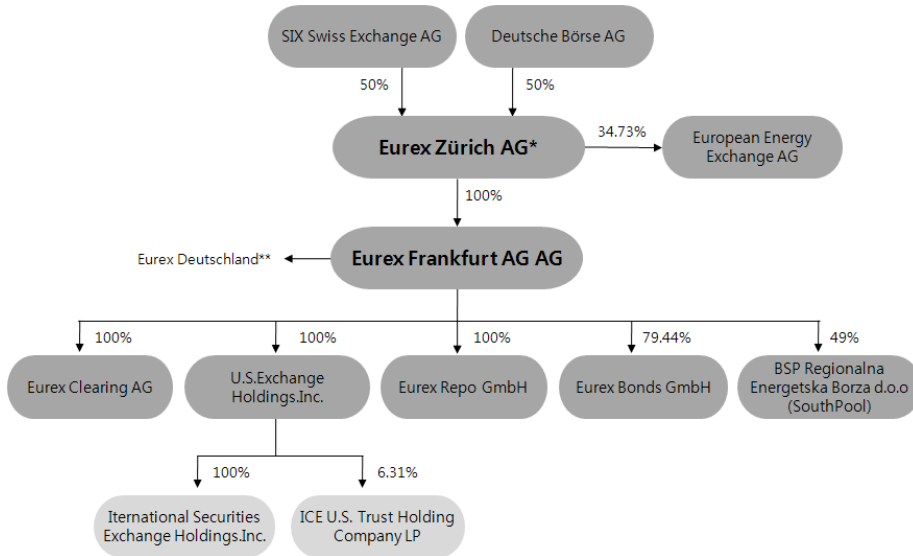
자료: WFE

주: 상품별 전 세계 거래량(계약수) 기준

나. Eurex의 조직구조

Eurex Group은 Eurex Exchange, ISE, Eurex Bonds, Eurex Repo 등의 4개 시장을 운영하고 있으며 Eurex Clearing을 소유하고 있다. Eurex Bonds는 장외 대량 채권 거래에 대한 전자 커뮤니케이션 네트워크이며, Eurex Repo는 Repo 거래에 대한 전자거래솔루션이다. Eurex Clearing은 유럽에서 가장 큰 중앙청산소이다. ISE는 2005년 NYSE의 상장되었으나 2007년 Eurex Group에 합병되면서 상장폐지되었으며 Eurex Group은 현재 비상장기업이다.

<그림 IV-18> Eurex의 조직구조 및 소유구조



자료: Eurex

V. 한국거래소에 대한 시사점

1. 한국거래소의 합병·제휴 추진
2. 자본시장 허브전략
3. 한국거래소의 상장

V. 한국거래소에 대한 시사점

거래소의 인수·합병 트렌드는 아직도 진행형으로 판단된다. 그리고 인수·합병 현상이 2000년 이후 나타나기 시작해 최근까지 진행되고 있어 아직 그 성과를 판단하기에는 시기상조라고 할 수 있다. 또한 우리와 환경이 비슷한 아시아권에서는 아직 자국거래소를 초월한 거래소간 국제적 인수·합병은 활발하지 않은 실정이다. 따라서 본 보고서의 분석내용을 토대로 한국거래소에 대한 시사점을 도출함에 있어서 주의가 필요하다.

한편 한국거래소는 유가증권, 코스닥시장, 선물거래소의 합병을 통해 수평적 결합을 이미 완료하였고, KOSCOM과 한국예탁결제원의 지배지분을 보유하고 있어 모자그룹으로서 수직적 결합이 이루어진 상황이다. 따라서 자국 내 인수·합병은 국내에서는 이미 완료된 것으로 볼 수 있다. 또한 자본시장법을 통해 거래소의 독점적 지위를 명시적으로 보장받고 있기 때문에 한국시장에서 한국거래소의 지위는 공고하다.

그럼에도 불구하고 거래소 인수·합병 사례분석을 통해 한국거래소에 대한 시사점을 도출하고자 하는 이유는 거래소를 둘러싼 자본시장 환경 변화가 국내에서도 진행되고 있고, 변화의 속도는 더욱 빨라질 것으로 예상되기 때문이다. 본 장에서는 해외 거래소의 인수·합병 사례를 분석한 결과와 한국거래소의 현황을 비교하여 한국거래소가 나아갈 미래 방향에 대한 시사점을 도출하고자 한다.

1. 한국거래소의 합병·제휴 추진

II장에서 조사된 결과에 따르면, 아시아지역 내에서의 인수·합병 건수는 15건, 동맹·제휴 건수는 89건, 지분참여 건수는 13건에 이른다. 동맹·제휴와 지분참여를 인수·합병의 전 단계로 인식한다면 아시아 역내에서 인수·합병과 관련된 결합사례는 모두 117건이다. 아시아지역과 타 지역 사이의 역간 결합사례를 모두 포함하면 인수·합병 건수는 16건, 동맹·제휴 건수는 159건, 지분참여 사건은 23건으로 총 198건에 이르는 것으로 나타난다. 북미와 유럽지역의 거래소 인수·합병이 점차 완료되는 단계라고 본다면 아시아지역은 현재 인수·합병이 서서히 진행되고 있는 단계로 볼 수 있다. 또한 역간 인수·합병보다 역내 인수·합병이 많은 것은 거래소가 큰 경제권을 따라 블록화하는 경향을 보이는 것으로, 아시아지역 역시 예외가 아니다.

아시아지역의 경제적 지위가 격상하고 있는 점을 생각할 때 아시아 지역 또한 북미와 유럽지역에서처럼 몇 개 거대 거래소 중심으로 거래소산업이 재편될 것으로 전망된다. 다시 말하면, 1국 1거래소라는 개념은 점차 사라지고 거대 거래소로 점차 통합되는 양상을 보일 것이다. 그 간 한국거래소는 해외 주요거래소와 MOU 수준의 동맹·제휴만 맺고 있으나(부록 참조), 이러한 흐름에 대비하기 위해서는 아시아 역내 군소 거래소에 대한 인수·합병·제휴를 적극적으로 추진하여야 할 것으로 생각된다. 다만, 아시아는 자본시장의 발전수준의 격차가 크고, 규제의 차이, 언어와 문화의 차이가 존재하므로 북미·유럽거래소의 인수·합병과는 다른 방식의 접근이 필요하다고 판단된다.

최근 북미와 유럽지역의 거래소산업의 경쟁은 또 다른 차원으로 접어들고 있다. 새로운 규제환경인 Reg NMS 및 MiFID의 등장과 IT기술의 혁신으로 인한 거래소 인프라 경쟁이 그것이다. 더 이상 인수·합병을

통해 규모를 확대하는 것으로 유동성 확대가 보장되지 않는다. 미국과 유럽시장에서 DMA나 알고리즘 매매가 대중화되어 있다는 사실이나 NYSE 상장기업 거래량의 절반 이하가 NYSE에서 거래되고 있다는 사실을 고려할 때, 단순한 수평적 인수·합병전략은 지속가능한 전략이 될 수 없다. 향후 한국거래소가 아시아시장의 유동성을 장악하기 위해서는 규모의 확대도 중요하나 규제환경 변화와 거래 인프라 발전에 따른 경쟁력 요소의 변화에 대응할 수 있는 다각적인 인수·합병 전략이 필요하다고 하겠다.

2. 자본시장 허브전략

한국거래소가 해외 거래소와의 국제경쟁에서 생존하고 나아가 동아시아권의 핵심거래소로 성장하기 위해서는 국내 자본시장의 인프라로서 확고한 지위를 가져야 한다. 해외 거래소의 인수·합병 사례에서 허브거래소의 지위를 빠르게 획득하기 위한 방법으로 수평적 결합방식이 선택된다는 사실을 고려할 때, 한국거래소가 거래소 인수·합병 트렌드에서 유리한 고지를 차지하기 위해서는 국내 자본시장의 허브로서의 지위를 확고히 하는 것이 우선적인 과제로 판단된다. 그러기 위해서는 파생상품 시장뿐만 아니라 주식시장과 채권시장에서의 발행과 매매를 확대하기 위한 노력이 필요하다.

국내 자금조달시장에서 자본시장은 간접금융시장에 비해 비중이 작은 것으로 평가된다. GDP 대비 회사채시장의 발행금액은 우리의 비교대상 선진국에 비해 비중이 매우 작은 것으로 나타나고 있다. 주식시장의 규모는 이에 비해서는 큰 편이나 비교대상 선진국에 비해 역시 작다.

뿐만 아니라 유가증권시장이나 코스닥시장의 상장요건을 만족하는 비상장기업이 수백개 이상 관찰된다. 여전히 은행권 위주로 자금이 배분되고 있으며 이로 인해 경제규모에 비해 자본시장의 역할이 상대적으로 작고 자본시장의 폭과 깊이가 제한되고 있다. 이러한 사실은 한국거래소가 한국 자본시장의 허브로 더욱 성장할 수 있는 잠재력을 가지고 있는 동시에 더 많은 해결해야 할 과제를 안고 있다는 사실을 말해준다.

주식시장과 채권시장에 비해 성공적이라고 평가받고 있는 파생상품 시장의 미래 전망도 밝지만은 않다. 주가지수 선물시장을 예로 들면, 국내 주가지수 선물시장은 세계적인 거래량을 자랑하고 있으나 중국 주가지수 선물시장의 성장세는 대단히 위협적이다. 중국 주가지수 선물시장은 거래 개시 3개월여 만에 한국의 주가지수 선물시장의 거래량을 뛰어넘은 것으로 알려지고 있다. 이러한 성장세가 지속된다면 국내 지수선물시장의 약 30%를 차지하는 외국인이 중국으로 빠져나갈 수 있다. 중국에서 차익거래가 활성화되면 국내 시장이 받는 타격은 더 커질 것이다. 아시아에 투자하는 외국인들이 주로 국내 선물 시장에서 헤지하고 있지만 중국 시장이 열리면 현물 바스켓을 일치시키기 위해 CSI300 주가지수 선물시장으로 대거 이동할 수 있다는 것이다.

중국과 일본의 거대시장 사이에서 그리고 전 세계적인 시장간 경쟁에서 한국거래소가 생존하기 위해서는 한국 자본시장의 핵심 인프라로서 직접금융시장의 역할과 규모를 확대하는데 있어 주도적인 역할을 수행해야 할 것이다. 이를 위한 한국거래소의 핵심 과제는 증권시장의 이용편의를 증진시키는 것이다. 경쟁시장에 비해 규제를 완화하고 자금조달비용과 거래비용을 낮추어야 한다. 투자자, 상장기업 등 시장참여자의 요구에 부응할 수 있는 합리적이고 효율적인 제도와 기술적 인프라를 갖추어야 할 것이며 동시에 시장의 건전성과 신뢰성을 유지할 수 있도록 효과적인 시장감시역량을 확보해야 할 것이다.

3. 한국거래소의 상장

거래소 성장과정에서 대다수의 해외 주요거래소들은 탈상호화 및 주식회사화 이후 상장을 실행하였다. 세계 주요 증권거래소 중 상장된 거래소는 2000년 13%에 불과하였으나 2009년에는 50%로 크게 증가하였고 2009년 말 기준으로 전 세계 시가총액의 70%를 상장거래소가 차지하고 있다. 북미·남미지역에서는 거의 대부분의 거래소가 상장되었으며, 유럽 지역에서는 LSE, DB, NYSE Euronext Europe과 같은 주요 대형거래소가 상장되어 있다. 반면, 아시아지역에서는 몇몇 중소규모의 거래소가 상장되어 있을 뿐 대형거래소는 아직 상장이 되지 않은 상황이다. 한국 거래소는 2005년 주식회사화로 전환한 이후 지속적으로 상장을 추진하고는 있으나 아직 결실을 맺지 못하고 있다.

지금까지 아시아지역의 거래소는 자국 내 유일한 거래소인 경우가 많고 ATS가 활성화되지 않아 거래소산업의 경쟁이 유럽과 북미지역에 비해 상대적으로 치열하지 않았다. 그러나 중국과 인도 시장의 성장으로 아시아지역의 거래량과 상장기업의 규모가 지속적으로 증가하고 있고, 아시아의 거래소들과 타 지역 거래소들과의 연계 및 협력이 지속적으로 증가하고 있어 아시아지역에서의 거래소간 경쟁은 금명간 가시화될 것으로 보인다. 북미와 유럽의 ATS들이 아시아시장 진출을 본격화하고 있고, 최근 ASX와 SGX사이에 합병합의가 이루어짐으로써 아시아시장의 거래소간 경쟁상황은 본격적인 국면으로 접어들 것으로 보인다.

아시아의 주요거래소의 하나인 한국거래소의 상장은 향후 거래소간 경쟁에 대비한 중요한 전환점이 될 수 있다. 상장을 통해 거래 서비스의 개선을 위한 자금조달의 기회를 마련하고, 지배구조를 개선하여 경영효율성을 높이며, 향후 거래소간 인수 및 합병의 기반을 마련해야 할 것이다. 이를 통해 거래소 인프라의 효율성과 신뢰성 제고, 신상품의 개발,

높은 부가가치를 갖는 데이터 서비스, 새로운 거래소 비즈니스 모델의 창출에 역량을 집중해야 할 것이다. 나아가 시장의 영역을 아시아 전체로 확대하고 아시아의 중심시장으로 발돋움할 수 있는 역량을 키워야 할 것이다.

다만 한국거래소의 상장으로 나타날 수 있는 문제점을 선제적으로 해소하고 상장의 효용을 극대화할 수 있는 제도적 기반을 마련해야 할 것이다. 거래소의 상장에 따라 거래소의 자율규제기능이 이익극대화 목표와 충돌하여 자율규제기능을 약화시키거나 악용할 가능성이 존재하고 독점적 지위를 이용하여 독점이윤을 추구할 가능성이 존재한다. 따라서 규제기능의 독립성을 확보하고 독점적 지위의 폐해를 해소할 수 있는 방안이 필요하다. 거래소와 관련된 규제가 충분히 완화되지 않은 상황에서는 거래소의 사업전략이 제한될 수 있으므로 거래소는 상장의 실익을 누릴 수 없다. 거래소가 사업전략상 자율성을 가질 수 있도록 규제를 완화해야 할 것이나 독점 거래소의 실패로 인한 위험을 감안해야 할 것이다. 더불어, 거래제도, 공시제도, 상장제도에 있어 국제정합성을 갖추고 외국기업의 상장을 활성화할 수 있는 방안을 우선적으로 강구해야 할 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

<외국문헌>

- Aggarwal, R., Dahiya, S., 2006, Demutualization and Cross-country Merger of Exchange, *Journal of Financial Transformation* 18, 143-150.
- Andersen, A., 2003, Competition between European Stock Exchanges, Working paper.
- Arnold, T., Hersch, P., Mulherin, J.H., Netter, J., 1999, Merging Markets, *Journal of Finance* 54-3, 1083-1107.
- Click, R.W., Plummer, M.G., 2005, Stock Market Integration in ASEAN after the Asian Financial Crisis, *Journal of Asian Economics* 16, 5-28.
- Di Noia, C., 1998, Competition and Integration among Stock Exchanges in Europe: Network Effects, Implicit Mergers and Remote Access, Financial Institution Center Working Paper Series, University of Pennsylvania Wharton School.
- Financial Services Authority, 2006, *The Overall Impact of MiFID*.
- Giraud, J., 2004, Best Execution for Buy-Side Firms: A Challenging Issue, A Promising Debate, A Regulatory Challenge, Consulting report, Edhec-Risk Advisory.
- Hasan, I., Schmiedel, H., Song, L., 2010, Growth Strategies and Value Creation: What Works Best for Stock Exchange?, Bank of Finland Research Discussion Papers 2.

- Jain, P., 2003, Institutional Design and Liquidity at Stock Exchanges around the World, Working paper.
- Kasch-Haroutounian, M., Theissen, E., 2009, Competition between Exchanges: Euronext versus Xetra, *European Financial Management* 15-1, 181-207.
- Lee, R., 2002, The Futures of Securities Exchanges, Brookings-Wharton Conference.
- Malkamaki, M., 2000, Economies of Scale and Implicit Mergers in Stock Exchange Activities?, Working paper.
- Marek, M., 2008, Stock Exchange M&A, FDI, & Demutualization: Industrial Organization Changes to the Better or to the Worse?, 8th Global Conference on Business and Economics.
- Nielsson, U., 2009, Stock Exchange Merger and Liquidity: The Case of Euronext, *Journal of Financial Markets* 12, 229-267.
- Nomura Research Institute, 2009, Equity Trading at Japanese Asset Management Firms: 2009, *lakyara* 59.
- Pagano, M., Padilla, A.J., 2005, Efficiency Gains from the Integration of Exchanges: Lessons from the Euronext "Natural Experiment", A Report for Euronext.
- Ramos, S.B., 2003, Competition between Stock Exchanges: A Survey, Working paper.
- Santos, T., Scheinkman, J.A., 2001, Competition among Exchanges, *Quarterly Journal of Economics* 116-3, 1027-1061.
- Tapking, J., Yang, J., 2004, Horizontal and Vertical Integration in Securities, European Central Bank Working Paper Series 387.

<웹사이트>

<http://www.asx.com.au>

<http://www.bolsasymercados.es>

<http://www.bursamalaysia.com>

<http://www.cmegroup.com>

<http://www.eurexchange.com>

<http://www.hkex.com.hk>

<http://www.ise.com>

<http://www.londonstockexchange.com>

<http://www.nasdaqomx.com>

<http://www.nyse.com>

<http://www.six-swiss-exchange.com>

<http://www.sgx.com>

<https://www.theice.com>

<http://www.tmx.com>

<http://www.world-exchanges.org>

부 록



<표 부록-1> 한국거래소와 해외기관간 협력 현황

국 가	기 관	계약 등	체결일	주요내용
미국	NYSE Euronext US	MoU	'04.09.08	- 컨설팅 및 업무협력 - 정보교환
	NASDAQ	MoU	'06.10.13	- 시세 및 시장운영 관련 정보교환 - 동시상장종목 관련 정보교환 - 공동마케팅 및 직원교류
	CME	MoU	'05.11.30	- 정보교환 및 직원교류 - 신상품 개발 협의
		LoI	'07.10.24	- 시장연계 관련
		Agreement	'08.09.05	- 시장연계 관련
	CBOE	MoU	'08.06.09	- 업무협력 및 정보교환
	전미선물업협회 (National Futures Association)	MoU	'02.12.09	- 정보교환 및 직원교류
Standard & Poor's	MoU	'08.05.28	- 글로벌지수 공동개발 및 지수개발관련 포괄적 협력	
영국	LSE	MoU	'97.06.13	- 정보교환 및 직원교류
			'02.12.12	- 교차상장된 주식에 대한 정보교환
			'08.06.10	- 정보교환
프랑스	NYSE Euronext Europe	MoU (Euronext)	'04.07.12	- 정보교환 등 일반적 협력에 관한 사항
터키	Istanbul Stock Exchange	MoU	'01.10.18	- 정보교환 등 일반적 협력에 관한 사항
루마니아	Bucharest Stock Exchange	MoU	'06.06.08	- 정보교환, 직원교류 등 일반적 협력에 관한 사항
독일	DB-Eurex	MoU	'07.01.30	- 시장연계를 위한 협력 - 정보교환 및 직원교류
이집트	Cairo&Alexandria Stock Exchange	MoU	'07.05.31	- 투자자교육, 제도, 직원교류에 관한 일반적 협력

<표 부록-1> 한국거래소와 해외기관간 협력 현황(계속)

국 가	기 관	계약 등	체결일	주요내용
일본	Tokyo Stock Exchange	MoU	'00.03.14	- 정보교환 및 조직 컨설팅 관련 협력
		MoU	'06.07.07	- 시장연계 프로젝트 MOU 한·일 자본흐름 촉진을 위한 상호협력 증진
		Agreement	'07.11.19	- ETF 교차상장 관련 시장감시 정보 공유 시장감시 협력
		MoU	'07.11.19	- ETF 교차상장 관련 지수사용권 부여 지수를 이용한 마케팅 협력
	JASDAQ	MoU	'06.06.15	- 시세 및 시장운영 관련 정보교환 직원교류, 연수프로그램 구성 공동 리서치 실시
	Tokyo International Financial Futures Exchange	MoU	'01.09.25	- 업무협력 및 정보교환
	Tokyo Commodity Exchange	MoU	'04.04.16	- 업무협력 및 정보교환
Central Japan Commodity Exchange	MoU	'05.08.26	- 업무협력 및 정보교환	
대만	Taiwan Stock Exchange	MoU	'00.11.27	- 컨설팅 및 업무협력 정보교환 임직원 교류
	TAIFEX	MoU	'02.11.27	- 컨설팅 및 업무협력 정보교환
	GreTai Securities Market	MoU	'05.11.30	- 업무협력 및 정보교환
중국	Shanghai Stock Exchange	MoU	'03.03.20	- 컨설팅 및 업무협력 정보교환 임직원 교류
	Shenzhen Stock Exchange	MoU	'03.03.19 '07.10.12	- 업무협력 및 정보교환 임직원 교류

<표 부록-1> 한국거래소와 해외기관간 협력 현황(계속)

국 가	기 관	계약 등	체결일	주요내용
중국	Shanghai Futures Exchange	MoU	'01.11.01	- 업무협력 및 정보교환
	중증지수유한공사 (China Securities Index)	MoU	'08.04.23	- 지수판매권 부여 및 지수를 이용한 마케팅활동 협력
말레이시아	Bursa Malaysia	MoU	'06.11.23	- 컨설팅 및 협력 - 정보교환
싱가폴	SGX	MoU	'00.10.03 '06.11.22	- 컨설팅 및 업무협력 - 정보교환 - 시장연계
태국	Stock Exchange of Thailand	MoU	'06.04.13	- 정보교환 - 컨설팅 및 업무협력
호주	ASX	MoU	'01.04.23	- 정보교환 및 업무협력
몽골	Mongolian Stock Exchange	MoU	'06.06.15	- 컨설팅 및 업무협력 - 직원교육
우즈벡	Tashkent Republican Stock Exchange	MoU	'08.03.17	- 정보교환 및 업무협력 - IT 시스템관련 협력 - 교차상장 및 상장홍보 관련 협력
베트남	베트남증권관리위원회 (SSC)	MoU	'06.10.20	- 컨설팅 및 교육지원 - 기술협력
	베트남자본투자회사 (SCIC)	MoU	'06.12.12	- 컨설팅 및 교육 지원
	Hochiminh Stock Exchange	MoU	'07.12.17	- 정보교환 및 업무협력
	하노이증권거래센터 (HASTC)	MoU	'08.11.14	- IT 기술자문 - 직원교류
캄보디아	캄보디아 재무부	MoU	'06.11.20	- 자본시장 설립 지원 - 업무협력
카자흐스탄	알마티금융센터	MoU	'06.12.14	- 업무협력 및 정보교환 - 직원교류
라오스	라오스 중앙은행	MoU	'07.09.19	- 라오스 증시설립 지원 및 전략적 파트너 관계 구축

자료: 한국거래소