

신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I) : 중남미 주식시장

2009. 7.

연구위원	김준석
선임연구원	이윤재
선임연구원	장병훈
연구원	한지연



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

신흥시장(emerging market)은 급격한 기술혁신, 높은 수출증가율, 경제 자유화 등 자국 내 경제 여건의 개선과 풍부한 글로벌 유동성을 바탕으로 1990년대 이후 현재에 이르기까지 장기적인 성장세를 유지해오고 있다. 2000년대 초까지만 해도 신흥시장국 가운데 중국이 가장 주목을 받았으나 이후 브라질, 러시아, 인도 등이 새로이 주목을 받기 시작하였고 현재는 동남아, 중동, 아프리카에 이르기까지 다양한 지역의 신흥시장 국가들이 관심의 대상이 되고 있다.

그 가운데 브라질을 비롯한 중남미 국가는 한국과의 지리적, 문화적, 경제적 접근성의 불리함으로 인해 상대적으로 국내에 알려진 바가 적다. 중남미 경제는 2000년대에 들어선 이후, 상품가격의 상승과 상품수출의 증가, 거시경제 환경의 개선과 민주화의 진전으로 비약적인 발전을 이루었으며, 최근의 전 세계적 금융위기의 영향에도 견고한 모습을 보여 장기적인 성장세가 지속될 것으로 평가받고 있다. 중남미 국가는 막대한 천연자원을 가지고 있을 뿐만 아니라 지속적인 개혁과 개방정책을 추진하고 있는 거대시장으로 한국으로서는 결코 간과해서는 안 될 중요한 시장으로 점차 부각되고 있다.

본 보고서에서는 국내에서 체계적으로 조사된 바 없는 중남미 주식시장의 구조와 현황에 대해 조명해 보고자 한다. 중남미 지역의 3대 주식시장인 브라질, 멕시코, 칠레 주식시장의 현황, 주식시장 거시구조, 주식시장 미시구조에 대한 체계적인 조사 및 분석을 통해, 한국 투자자들에게 중남미 주식시장에 대한 구체적이고 체계적인 정보를 제공하고 나아가 이들 주식시장의 장·단점을 분석함으로써 보다 경쟁력 있고 효율적인 국내 증권시장 구축을 위한 시사점을 제공하고자 한다.

자본시장연구원에서는 중남미 주식시장을 시작으로 동남아, 중동, 아프리카 등 전 세계 각 지역별 신흥시장국 주식시장에 대한 「신흥시장국 주식시장의 구조와 현황분석」 조사보고서 시리즈를 차례로 펴낼 계획이다. 자본시장의 국제화가 진전되고 주식시장간 경쟁이 날로 치열해지고 있는 시점에서 본 조사보고서 시리즈가 신흥시장국 주식시장에 관심을 가진 시장참여자들에게 유용한 자료로 활용될 수 있을 것으로 기대한다.

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

2009년 7월

자본시장연구원

원장 김 형 태

목 차

Executive Summary	xii
Abstract	xxii
I. 서론	3
1. 연구의 배경	3
2. 조사방법론	5
II. 중남미 시장의 개요	9
1. 중남미 경제	9
2. 중남미 금융시장	17
III. 브라질	31
1. 경제 동향	31
2. 주식시장 개황	38
3. 시장 거시구조	52
4. 시장 미시구조	61
5. 시사점	82

IV. 멕시코	87
1. 경제 동향	87
2. 주식시장 개황	91
3. 시장 거시구조	99
4. 시장 미시구조	104
5. 시사점	112
V. 칠레	117
1. 경제 동향	117
2. 주식시장 개황	123
3. 시장 거시구조	130
4. 시장 미시구조	136
5. 시사점	158
VI. 결론	165
참고문헌	171
부록	179

표 목 차

<표 II-1> 중남미 국가의 수출 구조	12
<표 II-2> 금융시장의 규모 및 구성	20
<표 III-1> Bovespa의 주요 연혁	39
<표 III-2> Bovespa의 거래시간	65
<표 III-3> 일반적 투자자의 주식시장 거래에 대한 수수료	69
<표 III-4> Bovespa의 상장수준에 따른 공시 및 지배구조 요건	78
<표 IV-1> 수출관련 주요 경제지표 추이	89
<표 IV-2> 상장기업수 추이	93
<표 IV-3> 시가총액 및 거래활동 추이	95
<표 IV-4> Global BMV Market의 거래량 추이	96
<표 V-1> 주요 경제지표 추이	120
<표 V-2> SSE 상장기업수 추이	125
<표 V-3> SSE 영업성과 추이	129
<표 V-4> 증권시장 법규	131
<표 V-5> 각 시장별 거래대금 비중	135
<표 V-6> SSE의 거래시간	138
<표 V-7> SSE의 매매체결 방식	141
<표 V-8> 주식과 CFI의 거래소 수수료	144
<표 V-9> 연기금에 대한 주식투자제한	157
<표 부록-1> 각국 증권시장의 현황	179
<표 부록-2> 각국 거래소의 상품별 거래시스템과 거래시간	180
<표 부록-3> 각국 거래소의 상품별 결제주기	182
<표 부록-4> 각국 거래소의 수수료	183
<표 부록-5> 각국 증권시장의 배당 및 이자에 대한 세금	184
<표 부록-6> 각국 증권시장의 감독기관 및 예탁결제기관	185

그 립 목 차

<그림 II-1> 각 지역 및 중남미 국가별 GDP 비중	11
<그림 II-2> 지역별 GDP 성장률 추이	11
<그림 II-3> 지역별 수출, 수입 품목구성	12
<그림 II-4> 지역별 금융시장 구성 비중	21
<그림 II-5> 지역별 시가총액의 비중	21
<그림 II-6> 주요 MSCI 지수 추이	23
<그림 II-7> 주요 상품지수 추이	23
<그림 II-8> 중남미 주요 거래소 현황(1)	26
<그림 II-9> 중남미 주요 거래소 현황(2)	26
<그림 II-10> 중남미 주요 거래소 현황(3)	27
<그림 III-1> 브라질의 GDP 추이	32
<그림 III-2> 미국 달러 대비 브라질 헤알화 가치 추이	33
<그림 III-3> 브라질의 경제구조	35
<그림 III-4> 브라질의 수출 및 수입 추이	35
<그림 III-5> 브라질의 주요 수출국 비중 및 수출품목 구성	36
<그림 III-6> 브라질의 순외채 규모 추이	37
<그림 III-7> Bovespa의 상장기업수 및 시가총액 추이	40
<그림 III-8> Bovespa의 IPO 규모 및 IPO 건수	41
<그림 III-9> Bovespa의 거래규모 추이	42
<그림 III-10> Bovespa의 거래회전율 추이	42
<그림 III-11> IBovespa 지수의 일간 변동성 추이	43
<그림 III-12> Bovespa의 투자자별 주식거래 비중	44
<그림 III-13> Bovespa의 주요 지수 개요	46
<그림 III-14> IBovespa 추이	47

<그림 III-15> Bovespa의 섹터지수 추이	47
<그림 III-16> 전세계 통화 및 금리 장내파생상품시장의 거래소별 비중	48
<그림 III-17> Bovespa Segment의 거래 및 결제시스템 수익	50
<그림 III-18> BM&F Segment의 거래 및 결제시스템 수익	50
<그림 III-19> BM&FBovespa의 영업비용	51
<그림 III-20> 브라질 자본시장의 법체계	53
<그림 III-21> BM&FBovespa의 소유구조	56
<그림 III-22> Novo Mercado, Level 1, Level 2의 시가총액비중, 거래대금비중 및 상장종목수 추이	59
<그림 III-23> Bovespa의 시장별 거래되는 상품	60
<그림 III-24> 주요 국가들의 성장률 하향 조정폭	84
<그림 III-25> 주요국의 P/E Ratio와 ROE 비교	84
<그림 IV-1> 멕시코의 연도별 GDP 추이	87
<그림 IV-2> 멕시코의 물가 및 실업률 추이	88
<그림 IV-3> BMV 거래회전을 추이	96
<그림 IV-4> BOLSA 지수의 일간 변동성 추이	97
<그림 IV-5> BMV의 부문별 운영수입	98
<그림 IV-6> BOLSA 지수 추이	99
<그림 IV-7> BMV 조직체계	104
<그림 V-1> 칠레의 GDP 추이	118
<그림 V-2> 칠레의 물가상승률 및 실업률 추이	119
<그림 V-3> 칠레의 산업구조	120
<그림 V-4> 칠레의 수출국, 수입국 비중	121
<그림 V-5> 칠레의 수출, 수입 품목 비중	122
<그림 V-6> SSE 시가총액 추이	125
<그림 V-7> SSE 거래규모 추이	126

<그림 V-8> SSE의 거래회전을 추이	126
<그림 V-9> IPSA지수의 일간 변동성 추이	127
<그림 V-10> SSE 주가지수 추이	128
<그림 V-11> 칠레증권시장의 규제기관 체계	133
<그림 V-12> SSE 시장구성	135
<그림 V-13> 동시경매 방식	141
<그림 V-14> 기업지배구조 점수	156
<그림 V-15> 각국의 GDP 대비 연기금자산 비중	159

약 어 표

ABS	Asset Backed Securities
BBF	Bolsa Brasileira de Futuros
BDR	Brazilian Depositary Receipt
BEC	Bolsa Electronica de Chile
BIS	Bank for International Settlements
BM&F	Bolsa de Mercadorias & Futuros
BMSP	Bolsa de Mercadorias de São Paulo
BMV	Bolsa Mexicana de Valores S.A.
BOVALPO	Bolsa de Corredores de Valparaiso
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
BSM	BOVESPA Supervisão de Mercados
BTC	Banco de Títulos da CBLC
BVRJ	Bolsa de Valores do Rio de Janeiro
BVS&A	Environmental and Social Investment Exchange
CATS	Computer Assisted Trading System
CBLC	Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia
CCP	Central Counterparty
CCV	Centraparte Central de Valores de México, S.A.
CFI	Investment Funds Quotas Market
CMN	Conselho Monetário Nacional
CN	Normal Cash
CNBV	Comisión Nacional Bancaria y de Valores
CP	Commercial Paper

CRI	Certificados de Recebíveis Imobiliários
CSB	Self-Regulation Committee
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DCV	Depósito Central de Valores SA
DMA	Direct Market Access
EIU	Economist Intelligence Unit
ETF	Exchange-Traded Fund
FIBV	World Federation of Stock Exchanges
FIDC	Fundo de Investimento em Direitos Creditórios
GTS	Global Trading System
IAS	International Accounting Standards
IASB	International Accounting Standards Board
IFRS	International Financial Reporting Standards
IGPA	General Stock Price Index
IPC	Indice de Precios Cotizaciones
IPSA	Selective Stock Price Index
ISSA	International Securities Services Association
ITRs	Improved Quarterly Reports
LMV	Ley del Mercado Valores
MBS	Mortgage Backed Securities
MDIC	Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior
MRP	Loss Reimbursement Mechanism
NAFTA	North America Free Trade Agreement
NSC	Nouveau Systeme de Cotation
NSRC	National Securities Registry Commission
OP	Installment Operation

PAC	Programa de Aceleracao do Crescimento
PH	Payable Today
PM	Payable Tomorrow
POP	Protected and Participative Investmenta
REITs	Real Estate Investment Trusts
RNV	Registro Nacional de Valores
SENTRA	Sistema Electro'nic de Negociacio'n Transaccio'n Registro y Asignacio'n
SIC	Sistema Internacional de Cotizaciones
SSE	Santiago Stock Exchange
SSS	Securities Settlement System
STP	Straight Through Processing
SVS	Superintendence of Securities and Insurance Companies
UTP	Unlisted Trading Platform

《 Executive Summary 》

본 보고서는 중남미 주식시장, 특히 중남미 주요 3개국인 브라질·멕시코·칠레 주식시장의 현황과 거시·미시구조에 대한 체계적인 조사 및 분석을 통해 한국 투자자들에게 중남미 시장에 대한 체계적인 정보를 제공하는데 목적이 있다.

분석대상 국가로 선정된 브라질, 멕시코, 칠레 3개국은 중남미 국가 가운데 주식시장 시가총액 기준으로 각각 1, 2, 3위를 차지하고 있을 뿐 아니라 중남미 전체 GDP의 68%, 시가총액의 87%를 차지하고 있는 중남미의 대표적인 국가들이다. 중남미 3개국의 주식시장 현황 및 시장거시·미시구조를 요약하면 아래와 같다.

I. 브라질

1. 주식시장 현황

브라질의 유일한 주식거래소인 상파울로 주식거래소(이하, Bovespa)는 남미의 가장 큰 주식거래소로 2008년말 현재 392개 기업이 상장되어 있으며, 상장기업의 시가총액은 약 5,880억달러 수준이다. 특히, 2007년도에는 64개 기업의 IPO가 이루어져 세계에서 다섯 번째 규모인 총 286억달러가 조달되었다. 2008년도 일평균 거래대금 및 일평균 거래건수는 각각 전년대비 22%, 60% 증가한 31억달러와 24만 5천건을 기록하였다.

한편 Bovespa의 투자자별 주식거래비중을 살펴보면, 외국인투자자의 비중이 2005년부터 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 최근 들어서는 개인투자자의 비중이 다시 증가하는 모습을 보이고 있다.

브라질 주식시장의 주요 지수로는 전체 시장관련 지수인 IBovespa, IBrX-50, IBrX 이외에도 산업별 섹터지수인 ITEL, IEE, INDX, 그리고 기업지배구조 관련지수로서 IGC, ITAG, ISE가 있다.

Bovespa와 BM&F의 합병으로 탄생한 BM&FBovespa는 세계 7위 파생상품거래소로서 전 세계 장내 통화 및 금리 파생상품시장에서 각각 25%와 7%의 높은 비중을 차지하고 있다. 최근 BM&FBovespa와 CME Group과의 장기적인 전략적 제휴가 이루어져 양 거래소 상품의 CME Globex®와 브라질의 GTS(Global Trading System)를 통한 주문 및 거래가 가능해졌다.

2. 주식시장 거시구조

브라질 자본시장은 증권시장법, 회사법, CVM 지침에 의해 규제가 이루어지고 있으며, 증권시장은 연방기구인 CMN(Conselho Monetário Nacional)과 CVM(Comissão de Valores Mobiliários)에 의해 관리·감독되고 있다. 또한 이러한 브라질의 법체계에 따라 자율규제 권한을 부여받은 Bovespa와 시장분석 및 감독, 조사업무 수행기구인 BSM을 통해 자율규제활동이 이루어진다.

Bovespa는 2007년 10월 기업공개를 통한 탈상호화가 이루어져 영리공개기업인 Bovespa Holdings Group의 자회사가 되었으며, 2008년 5월 선물거래소인 BM&F와의 합병을 통해 BM&FBovespa로 새롭게 출범하였다. 이에 따라 BM&FBovespa에서는 브라질 기업들에 의해 발행된 주식뿐만 아니라 옵션, 선도, 선물 등의 파생상품과 외국기업의 주식 등 다양한 부류의 금융상품이 거래되고 있다.

한편, Bovespa는 전통적인 상장시장 이외에 높은 수준의 기업 지배구조를 따르는 기업에게만 상장을 허용하는 Novo Mercado, Level 2, Level 1이라고 하는 특별 상장지부를 도입하여 운영하고 있다. 2008년말 현재 전체 상장기업의 41%가 Novo Mercado 또는 Level 1, Level 2에 속한 기업이며, 이들 기업은 전체 상장기업 시가총액의 60%를 차지하고 있다. Bovespa는 또한 각종 사회 및 환경 프로젝트를 수행하는 비영리단체 및 기업의 자금조달을 용이하게 하기 위해 2003년 사회·환경 증권거래소로서 BVS&A를 개설하였다.

3. 주식시장 미시구조

<매매제도> Bovespa에서는 1997년 도입된 전자 주문주도형 거래시스템인 MEGA BOLSA를 통해 가격/시간우선원칙에 따라 연속경쟁매매 방식으로 거래가 이루어진다. 거래단위는 최소거래자산수의 배수가 될 수 있으며 단주로도 거래가능하고 최소가격변동단위는 0.01해알이다.

정규거래시간 중 접속매매는 평일 오전 10시부터 오후 5시까지 이루어지며, 개장전 15분간의 opening call과 장종료전 5분간의 closing call이 적용된다. 그리고 정규거래시간 결정된 종가의 $\pm 2\%$ 범위 내에서 시간외 거래가 가능하다.

모든 주문과 거래데이터의 실시간 공개를 원칙으로 하며 거래수수료와 중개수수료가 부과된다. 또한 일부 자산에 대해 강제 조항은 아니지만 시장조성자 제도가 활용되기도 한다.

시장안정화 장치로서 개별주식에 대한 일일가격제한폭제도와 매매정지제도, 시장전체 수준의 서킷브레이커제도를 두고 있다. 또한 증권대여프로그램을 통한 대차거래 및 공매도를 허용하고 있다.

<청산·결제제도> Bovespa는 CBLC를 통한 청산 및 결제업무를 수행하며 주식의 결제주기는 T+3일이다.

<상장 및 공시제도> Bovespa는 강력한 상장규정을 가지고 있지 않으며, CVM을 통한 상장절차를 따르도록 되어 있다. 단, Novo Mercado의 경우 상장기준 및 유지요건, 공시관련 규정 등이 일반적인 요건보다 엄격하며 1주당 1의결권 주식의 발행만이 허용된다. Level 2에 상장되기 위해서는 Level 1 상장을 위한 요건 이외에 기업지배구조 관행과 소액주주 권리에 관한 보다 폭 넓은 요건을 채택하고 준수해야 한다. 이 경우 Novo Mercado와 차별되는 점은 주총에서 심의된 기업의 결합, 스핀오프 및 흡수합병, 동일 지주그룹에 속한 기업간의 계약의 승인과 같은 상황에서는 우선주에 의결권 부여가 가능하다는 것이다.

공개기업이 보고한 모든 정보는 대중이 즉각적으로 이용할 수 있도록 CVM과 Bovespa의 웹사이트 내 전자공시시스템을 통해 제공된다. 한편, 최근 국제회계기준의 도입과 관련하여 브라질 GAAP은 IFRS로의 수렴과정에 있으며 연결재무제표는 2010년부터 국제회계기준위원회(International Accounting Standards Board: IASB)의 기준을 따라 작성되어야 한다. 모든 투자자는 상장기업에 대한 보유지분이 5% 초과되거나 추가적으로 증가되는 시점마다 보유내역을 신고하여야 하며, 공시요건은 기업이 속한 상장지부에 따라 달리 적용되고 있다.

<외국인 투자제도> 2000년초 National Monetary Council은 결의안 2689를 발표하면서 국내투자자들의 투자가 가능한 모든 투자상품에 외국인의 투자를 허용하여 비거주자(non-resident) 투자에 대한 제약을 철폐하였다. 또한 자본이득, 배당, 이자의 국외 송금에 대한 제약이 없어 외국인 직접투자와 간접투자는 자유로이 본국송금이 가능하며 외국인투자자의 거주지가 조세피난처 또는 저조세국가가 아니라면 이들의 주식과 파생상품에 대한 자본이득세와 배당에 대한 세금이 면제된다. 단, 자기자본에 대한 이자(interest on stockholder's equity)에 대해서는 15% 원천징수한다.

II. 멕시코

1. 주식시장 현황

멕시코 유일의 증권거래소인 BMV(Bolsa Mexicana de Valores S.A.)는 2008년 6월 IPO를 통한 기업상장을 완료했다. 2008년말 현재 총 376개 기업(국내기업 122개, 해외기업 254개)이 상장되어 있으며, 시가총액은 약 4,110억달러, 연간 주식거래대금은 약 1,420억달러로 GDP대비 15%를 차지한다. BMV의 주요 지수로는 종합주가지수인 BOLSA 지수, IPC(Indice de Precios Cotizaciones), INMEX가 대표적이다. 한편, BMV의 외국인 투자비중은 시가총액 기준으로 2008년말 47.1%를 차지, 세계에서 4번째이며, 금융위기 이후에도 그 비중이 확대되었다.

2. 시장거시구조

멕시코의 금융관련법은 모두 연방법의 적용을 받도록 되어 있으며 여러 연방법 중 증권시장법에 의하여 증권시장 및 산업이 규제되고 있다. 증권시장의 관리·감독기구인 증권거래위원회인 CNBV이다. 2003년 증권시장법의 대대적인 개편으로 주식시장이 크게 확대되었다. 특히 동 개편을 통해 해외기업들의 주식거래 전용시장인 Global market 부문이 도입되었으며 벤처캐피털 관련 규정이 정비되었다.

멕시코의 주식시장은 크게 Capital market과 Global market으로 구분 운영되고 있으며, 사업조직은 금융상품거래, 거래후서비스, 데이터, 시스템, 기타서비스 조직 등 3가지 기능별로 나누어 운영된다.

BMV에서 거래되는 금융상품은 주식 뿐 아니라 채권, 뮤추얼펀드, 주식워런트, ETF 등이 있다. 또한 상장파생상품시장인 Mexder를 통하여 통화선물, 주가지수선물, 금리선물 및 주식옵션계약 상품 등이 그리고 딜러 브로커간 시장인 SIF-ICAP을 통해 고정소득증권 및 스왑 등이 거래되고 있다.

3. 시장미시구조

<매매제도> BMV는 전자주문장을 이용한 순수경쟁매매방식을 채택하고 있다. 이를 위해 전자주문 실시간 통합처리장치인 BMV-SENTRA Capiales와 딜러간 주문 체결을 위해 브로커와 BMV 중앙시스템을 연결하는 주문회송시스템인 SETRIB을 도입·운영하고 있다. 거래시간은 평일 오전 8:30분부터 오후 3시까지이며,

장종료 10분전 동시호가 적용된다. 시간외 거래는 장개시 이전과 장종료 이후 30분간 전일종가 기준으로 이루어진다. 거래단위는 200페소 이하일 경우 100주, 200페소 이상인 경우 5주가 적용되며, 최소호가단위는 1/100페소이다. 단, 대량주문거래일 경우 주문 우선권을 허용하며 다음 주문이 20초간 지연 처리된다. BMV에서는 거래수수료가 없으며 중개수수료도 별도로 정해져 있지 않다.

한편, 시장안정화장치로서 일일가격제한폭(전일종가 $\pm$ 15%)이 있으며 이상가격 징후 발견으로 가격이 급변동시 적용되는 매매정지 제도가 있다. 또한 20일 이상 거래되지 않은 매매비활발 종목은 연속매매(continuous operation scheme)에서 경쟁매매(auction operation scheme)로 전환된다. 또한 동시에 위탁받은 매도 매수 주문에 대한 중개인의 상쇄(crossed trade)가 가능하며 유동성이 높은 주식에 한해 공매도를 허용하고 있다.

<청산·결제제도> 주식거래에 대한 청산업무는 CCV가 담당하며, 예탁 및 결제에 관한 업무는 Indeval에서 담당한다. 결제일은 국내주식의 경우 T+2일이며, 해외주식의 경우 T+3일이다.

<상장제도> BMV의 Capital market에 상장하고자 하는 기업은 증권등록위원회(RNV)에 등록되어 있어야 하며 중개회사를 통해 규정된 상장절차를 반드시 거쳐야 한다. 단, BMV의 Global market에 상장시킬 경우에는 CNBV 또는 이에 준하는 다른 등록기관의 인정을 받은 해외거래소에 상장되어 있어야 한다. 이 경우 상장수수료 및 RNV등록 및 제반서류 제출의무는 면제된다. 상장요건은 규모요건(납입자본금 79.2백만페소 이상)과 이익요건(3년이상 연속 영업이익 흑자)만을 명시하고 있다. 상장유지조건은 유통

주식수요건(발행주식총수의 12% 이상)과 분산소유요건(100인 이상 주주들에 의해 소유)이 있다.

<주식보유 및 거래제한> 멕시코 증권거래법(Article 239)에 따라 모든 개인 및 단체는 국내 상장기업의 지분을 10% 이상 직·간접적으로 취득할 수 없으며, 추가적으로 멕시코 증권거래소법에서는 대표적인 국내 상장기업에 대하여 5% 이상 취득을 금지하고 있다. 또한 제3자 및 자사주주에 의한 적대적 인수를 예방하기 위한 우호관련지분 변동내역 보고의무를 두고 있다.

<외국인 투자 및 거래제한> 원칙적으로 외국인은 증권시장에서 모든 형태의 증권을 거래할 수 있으나 외국인 직접투자의 경우 특정 업종별로 투자비율을 차등적으로 제한하고 있다.(10%~전면제한)

III. 칠레

1. 주식시장 현황

칠레에는 총 세 개의 주식거래소가 있으나 그 중 SSE(Bolsa de Comercio de Santiago, Santiago Stock Exchange)가 가장 큰 주식거래소이다. SSE에는 2008년말 현재 총 238개 기업(국내기업 235개, 해외기업 3개)이 상장되어 있으며 2008년 11월 기준으로 상장기업의 시가총액은 1,289억달러이다. 2008년도 거래소내 IPO를 통해 약 2,866만달러의 자금이 조달되었다. 일평균 주식거래대금 및 일평균 거래건수는 2002년부터 2007년까지 5년간 각각 약 74%, 42% 성장하였다. SSE의 대표적 주가지수로는 IGPA, IPSA, Inter-10 등 총 3개가 있다.

2. 주식시장 거시구조

칠레주식시장은 정부 및 칠레중앙은행의 관할 하에 증권시장법과 SVS 규정에 의해 규제되고 있으며, 직접적인 관리감독은 재무부 산하의 SVS에 의해 이루어진다.

SSE는 주식회사 형태로 운영되고 있으며, 이사회 및 4개 부서를 두고 있는데 청산기관은 내부조직에 포함되지 않고 별도의 독립기관으로 존재한다. 전체시장은 주식, 채권, Investment Funds Quotas Market(CFI), 통화 및 귀금속, 단기채권, 선물, 옵션시장 등 7개로 구분되어 운영된다.

3. 주식시장 미시구조

<매매제도> SSE의 주식거래는 모두 브로커를 통하여 이루어진다. 매매체결방식은 floor system에 의한 경매방식과 전자거래시스템을 통한 자동주문방식이 병행되는 구조를 가진다. 이에 따라 객장에서 이루어지는 거래를 위한 Pregón 시스템과 동시경매방식의 전자거래시스템인 Telepregón 시스템이 함께 운영되고 있다.

거래시간은 평일 오전 9:00~오후 4:30(여름에는 오전 9:00~오후 5:30)으로 개장전 거래단계가 오전 9시부터 25분간 이루어진다. 호가단위는 가격대별로 0.001달러에서 1달러까지 4단계로 달리 적용된다.

체결된 거래에 대해서는 중개수수료, 거래소수수료(최대 0.5%), 세금 등이 부과되며, 이때 거래소수수료는 거래량에 따라 차등 부과된다.

<청산·결제제도> 청산 및 결제의무는 거래소내 청산시스템을 거쳐 외부 DCV(Depósito Central de Valores SA)로 송부되어 처리된다. 결제일은 장외거래의 경우 실행당일, 장내주식거래는 T+2일, 채권은 T+1일, 1년 미만의 단기채권은 T+0일이며 해외주식 및 해외예탁증권은 각각 T+5, T+3일에 결제가 이루어진다.

<상장 및 공시제도> SSE에 상장하기 위해서는 먼저 주식(해외기업주식 포함)을 SVS에 등록하고 30일 이내에 거래소에 상장신청을 해야 한다. 증권시장법에 의한 상장요건은 주주수가 500명 이상이거나 100명 이상의 주주에 의해 자본금의 10% 이상이 보유되어야 한다. 상장폐지는 해당기업이 거래소가 요구하는 정보를 제공하지 않은 경우, 파산, 인수 및 합병으로 인한 법적·구조적 변화가 발생한 경우, 해당기업이 상장폐지를 요청한 경우에 이루어진다. 상장회사는 모든 중간보고서, 중요한 뉴스 및 관련 정보, 증권시장법에 따라 즉각적으로 알려야 되는 사항들을 거래소에 공시해야 할 의무가 있다. 또한 감사 재무제표(audited financial statement)를 SVS에 보고해야 하며, 각 회사의 재무제표는 SVS 웹사이트에 게재된다. 한편, 칠레는 현재 재무제표 기준인 칠레 GAAP를 단계별로 국제회계기준인 IFRS로 전환할 계획이며, SBIF가 이에 대한 감독을 수행하게 된다.

<외국인투자 및 주식거래제한> 외국인 주식거래시 500만달러 이상의 투자는 외국인 투자위원회의 조사 및 승인사항이며, 일반적으로 주식보유기간도 3년으로 제한된다. 그러나 외국인 주식보유비율에 대한 제한은 없다. 단, 어업, 미디어 등에 대한 투자는 금지되어 있으며 통신업은 면허 취득 후에 투자가 가능하다.

« Abstract »

Stock markets in emerging economies(1): Latin America

This report provides detailed information about the macro-structure and the micro-structure of the stock markets of Latin America and Caribbean region focusing on Brazil, Mexico, and Chile. They are the top 3 countries among Latin American and Caribbean countries in terms of stock market capitalization. They account for 87% of market capitalization and 68% of GDP of this region.

I . Brazil

1. Stock Markets

The Sao Paulo Stock Exchange (hereafter Bovespa) is the biggest stock exchange in Latin America and Caribbean. It has 392 listed companies and the market capitalization is \$588 billion. In 2007, \$29 billion was financed through 64 IPOs, which was the fifth largest amount in the world. The daily trading value and daily number of trades were \$3 billion and 245,000 respectively in 2008.

In terms of investor identity, foreign investors have made up the largest group since 2005 and the number of individual investors has recently increased. Bovespa publishes several indexes including market-wide indexes such as IBovespa, IBrX-50, and IBrX; sector indexes such as ITEL, IEE, and INDX; and corporate governance indexes such as IGC, ITAG, and ISE. The merger between Bovespa and BM&F resulted in BM&FBovespa which ranks seventh in the world in derivatives trading. It accounts for 25% of foreign currency derivatives trading and 7% of interest rate derivatives trading in the world. Recently, BM&FBovespa formed an alliance with the CME group that allows Brazilian investors to trade CME derivatives products freely through Bovespa's GTS.

2. Market Macro-structure

Brazilian capital markets are regulated by the Securities Market Act, Corporation Law, and CVM Instructions. The Brazilian stock market is supervised by the National Monetary Council (in Spanish: Conselho Monetário Nacional, CMN) and the Securities and Exchange Commission of Brazil (Comissão de Valores Mobiliários, CVM). Bovespa and BSM have self regulatory roles over the stock market.

Bovespa was demutualized in October 2007 and became a subsidiary company of Bovespa Holding Group. In May 2008,

Bovespa merged with BM&F to form BM&FBovespa. At the moment, BM&FBovespa is the sole regulated exchange in Brazil and covers a wide variety of exchange products including domestic stocks, foreign stocks, options, futures, forwards, commodities among others.

Bovespa has special listing segments, Novo Mercado, Level 1, and Level 2 in which companies with high corporate governance standards are exclusively allowed to list. Bovespa introduced these to enhance the corporate governance of the Brazilian stock market. At the end of 2008, 41% of all listed companies were listed in these three segments. Bovespa established BVS&A in 2003 to facilitate the financing of social and environmental projects and companies.

3. Market Micro-structure

<Trading> On the Bovespa, trades are executed through an electronic trading system, MEGA BOLSA, which adopts a bilateral continuous auction system with a price-time priority rule. For some assets, a market maker may intermediate trading. The minimum price increment is 0.01 real and official trading lots are applied to all trades. After-market trading is also available and traders may execute trades at the range of $\pm 2\%$ of the daily closing price. Bovespa provides full information about order-book and transactions on a real-time basis. Bovespa

requires traders to pay two types of explicit fees, exchange fees and a brokerage commission. Price limits, trading halts, and circuit breakers are adopted to control the volatile movement of asset prices. Finally, Bovespa has a stock lending program and allows short selling.

<Clearing and Settlement> CBLC performs clearing and settlement for all transactions of Bovespa. The settlement cycle is T+3 for most assets.

<Listing and Disclosure> Bovespa does not have excessively strict listing rules. Instead, companies have to follow listing procedures outlined by the CVM. However, Novo Mercado has stricter listing, maintenance, and disclosure requirements and does not allow listed companies to issue stock with multiple voting rights. Level 2 has lower listing requirements than Novo Mercado. Level 1 has even lower requirements than Level 2 in terms of corporate governance practices and minority investors' rights. In contrast to Novo Mercado, Level 2 companies may give voting rights to preferred shareholders at the time of a merger and acquisition, spinoff, and contracts between affiliated companies which are approved by shareholders. All information about public companies is instantly available through an electronic disclosure system provided by the CVM and Bovespa. Disclosure standards differ among listing segments. Brazilian GAAP is converging to IFRS and consolidated balance sheets

will follow the International Accounting Standards Board (IASB) standards from 2010. Every investor must report the details of change in stock ownership to the authorities when ownership of a listed company goes over 5%.

<Foreign investment> In the early 2000s, the National Monetary Council abolished the discriminatory rule against foreign investors. Since then, nonresident investors can invest in all investment products available to resident investors. There are no limits for overseas remittance of capital gains, dividends, and interests and unless foreign investors reside in a tax haven, they are exempt from taxation of capital gains and dividends. However, interest from stockholder's equity is subject to a 15% withholding tax.

II. Mexico

1. Stock Markets

The Mexican Stock Exchange (Bolsa Mexicana de Valores S.A., BMV) is the sole stock exchange in Mexico. 376 companies (122 domestic and 254 foreign companies) are listed. Market capitalization and yearly trading values are \$411 billion and \$142 billion respectively. The representative indexes of BMV are BOLSA, IPC, and INMEX. The proportion of foreign investors

was 47.1% at the end of 2008, which ranks fourth in the world and has increased since the financial crisis. BMV went public and listed in June 2008.

2. Market Macro-structure

The Mexican securities market and industry are regulated by the Securities Market Law.

The National Banking and Securities Commission (CNBV) is the regulatory authority for the securities markets. The amendment of the Securities Market Law in 2003 promoted the expansion of Mexican securities markets and related industries, and after the amendment, the BMV introduced the Global Market platform and venture capital activity increased significantly.

BMV has two sub markets, Capital Market and Global Market; and three services functions, trading services, post-trading services, and Data/IT/other services. Stocks, bonds, mutual funds, stock warrants, and ETFs are traded on the BMV while currency futures, index futures, gold futures and stock options are traded on Mexder, the derivatives market. Fixed income securities and swaps are traded on SIF-ICAP which is an independent dealer-broker market.

3. Market Micro-structure

<Trading> The BMV utilizes a continuous bilateral auction system using an electronic order book. BMV operates the BMV-SENTRA Captales system to process every electronic order in aggregation and the SETRIB system to route orders from brokers to the BMV central system for transactions between dealers.

Trading sessions are open from 8:30 to 15:00 and the closing call auction session is executed for 10 minutes before market close.

After-market trading is available for 30 minutes before opening and after closing at the previous day's closing price. Trading lots are 100 shares if the price is below 200 pesos and 5 shares otherwise. The tick size is 0.01 peso. In the BMV, block orders have priority to normal orders in execution and the processing of a normal order after a block order is delayed for 20 seconds. BMV does not impose trading fees and does not have guidelines for brokerage fees. To control the volatility of securities prices, BMV makes use of daily price limits ($\pm 15\%$ of previous day's closing price) and trading halts. Instead of using a continuous auction algorithm, a batch auction algorithm is used for a stock when it is not traded for 20 consecutive days. The BMV allows some liquid stocks to be sold short.

<Clearing and Settlement> CCV clears while Indeval deposits and settles securities transactions. The settlement date is T+2 for domestic stocks and T+3 for foreign stocks.

<Listing> A company that wants to be listed on the BMV's Capital Market has to register at the Registry of Securities (RNV) and comply with the prescribed listing process through a brokerage firm. A candidate for the Global Market has to be listed on the foreign stock exchange authorized by CNBV or another registration authority. In this case, listing fees, RNV registration, and submission of documents are exempt.

BMV listing standards require a company's stockholder's equity over 79,200,000 pesos and positive operating income over 3 consecutive years. If floating shares are below 12% of total shares outstanding and number of shareholders goes under 100, a company will be delisted.

<Restriction for Trading and Stock Ownership> Article 239 of the Mexico Securities Market Act prevents any individual or groups from acquiring 10% or more ownership of a domestic listed company directly or indirectly and the Laws of Mexican Stock Exchange prohibits all investors from acquiring 5% or more ownership of some representative domestic listed companies. To protect against a hostile takeover by a third party or shareholders, any change in ownership of all affiliates and other friendly shareholders must be reported.

<Foreign Investors> In principle, there are no limits on securities that foreign investors are allowed to trade. But, for foreign direct investment, there is an investment quota for each industry.

III. Chile

1. Stock Market

Three stock exchanges operate in Chile. The Santiago Stock Exchange (SSE) is the largest stock exchange of the three. At the end of 2008, 238 companies (235 domestic and 3 foreign companies) were listed on the SSE. Market capitalization was \$129 billion and \$28,660,000 is newly financed in 2008. Annual growth rates of trading value and number of trades are 74% and 42% respectively, which shows faster growth than any other exchange in the world. The SSE publishes IGPA, IPSA, and Inter-10 indexes.

2. Market Macro-structure

The Chilean stock market is regulated by Securities Market Law N18.045 and SVS instruction (D.L. N3.538) and supervised by the Chilean Securities and Insurance Supervisor (SVS).

The SSE consists of 7 sub-markets which are: stock market, bond market, Investment Funds Quotas market, currency and precious metals market, futures market, option market, and money market. The SSE does not have an in-house settlement system.

3. Market Micro-structure

<Trading> All trading on the SSE are intermediated by brokers. Floortrading and electronic trading run parallel to each other. The Pregón system supports floor trading and the Telepregón system process electronic orders with a continuous auction mechanism. Trading hours are from 9:00 to 16:30 (9:00 to 17:30 in the summer) and pre-opening trades are executed from 9:00 to 9:25. Tick sizes vary from \$0.001 to \$1 depending on the price level. Explicit trading costs consist of brokerage fees, exchange commissions (proportional to trading volume), and tax.

<Clearing and Settlement> Clearing and settlement are conducted by the DCV which is an independent organization outside the exchange. Settlement dates are T+0 for OTC trading, T+2 for stock, T+1 for bond, T+0 for money market, T+5 for foreign stocks, and T+3 for foreign depositary receipts.

<Listing and Disclosure> To be listed on the SSE, a company needs to register with the SVS and apply for listing to the SSE within 30 days. According to the Securities Market Law, a listed company must have more than 500 shareholders or have more than 100 shareholders whose ownership exceeds 10% collectively.

A listed company will be delisted if it does not provide information that the exchange requests, suffer from significant legal and structural changes such as bankruptcy, merger, and acquisition, or voluntarily requests delisting.

Every listed company should immediately disclose annual and interim financial statements, important news, and other information requested by the SVS. Audited financial statements should be reported to the SVS which will then post them on the SVS website. Chile plans to change the accounting standard from Chilean GAAP to IFRS under the supervision of the SBIF.

<Foreign Investors> Foreign investment over \$5 million must be examined and approved by the Foreign Investment Committee and the investment horizon should be longer than 3 years. However, there is no limit on the foreign investor's stock ownership. Chile prevents foreign investors from investing in the fishing and media industry and requires foreign investors to obtain a license to invest in the communication industry.

I. 서론

1. 연구의 배경
2. 조사방법론

I. 서론

1. 연구의 배경

- 중남미 지역은 최근의 정치 사회적 발전과 금융시장의 급격한 성장에 따라 투자대상으로 주목받고 있음
 - 2000년대 초까지 이어진 금융위기 이후 중남미 국가들은 재정적자의 감축, 외환보유고의 확대, 공공부채구조의 개선, 은행감독 및 규제 개선, 통화정책의 신뢰성 확보를 위한 노력을 토대로 거시경제의 안정을 확보하였음
 - 콜롬비아 등 일부 국가를 제외하고 대부분의 중남미 국가에서 민주적 정부가 출현하여 민주화가 진전되고 정치적 안정성을 유지하고 있음
 - 원자재, 농산물 등 중남미 지역의 주요 생산물에 대한 수요급증으로 최근 중남미 주식시장은 기록적인 호황을 누림
 - 2000년대 중남미 산업에 대한 국내기업의 직접투자는 80억달러에 이르며 중남미 펀드의 설정액은 2008년 기준 약 2조원에 달할 정도로 한국 투자자들의 중남미 시장 참여가 활발하게 이루어지고 있음

- 글로벌 금융위기의 영향으로 중남미 시장도 위축되고 있으나 장기적 관점에서는 여전히 낙관적인 전망이 유효함
 - 실물경기 위축으로 수출부진이 예상되고 있으며, 금융시장의 변동성이 커지고 있으나 금융기관의 부실과 같은 직접적인 영향은 제한적

4 신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장

- 무역대상의 다변화로 미국에 대한 의존도가 점차 감소하고 있으며 경제성장에 걸림돌이 될 수 있는 인플레이션에 대해 중남미 각국의 중앙은행이 선제적이고 단호한 조치를 취하고 있다는 점이 높게 평가됨
 - 과거에 비해 안정된 거시경제 환경, 소득수준 향상으로 인한 내수시장의 성장으로 상대적으로 높은 수준의 경제성장을 지속할 것으로 예상
 - 경제규모에 비해 규모가 작은 금융시장은 향후 높은 성장가능성을 가지고 있음
- 중남미 시장에 대한 투자자의 관심이 고조되어감에 따라 이 지역 국가들의 주식시장에 대한 면밀한 검토가 요구되고 있으나, 중남미 주식시장에 대한 체계적이고 구체적인 조사·연구가 수행된 바가 없는 실정
- 따라서 본 보고서에서는 중남미 주식시장의 현황과 주식시장 거시·미시구조에 대한 체계적인 조사 및 분석을 통해 한국 투자자 및 정책담당자에게 중남미 시장에 대한 체계적인 정보를 제공하고자 함
- 브라질, 멕시코, 칠레의 중남미 3개국을 주요 대상으로 하여, 각 국가의 경제동향, 주식시장 개황, 시장 거시구조, 시장 미시구조를 차례로 조사·분석하는 것을 목적으로 함
- 브라질, 멕시코, 칠레의 3개국은 중남미 국가 가운데 주식시장 시가총액 기준으로 각각 1, 2, 3위를 차지하고 있으며, 중남미 전체 GDP의 약 68%, 시가총액의 87%를 차지하고 있어 주요 분석 대상으로 선정함

2. 조사방법론

- 경제동향 부분에서는 각국의 경제정책, 대외거래, 국가신인도 등 경제전반의 현황을 소개하고 GDP, 물가수준, 실업률, 환율 등 기본적인 경제지표의 추이를 분석함
- 각국 주식시장 개황 부분에서는 증권 거래소의 역사를 소개하고 각 거래소의 양적 특성과 질적 특성을 나타내는 주식시장 관련 통계량을 제시하고 분석함
 - 주식시장의 양적 특성을 나타내는 지표로써 시가총액 규모, 거래량 및 거래건수, 상장기업 수 등을 활용함
 - 질적 특성을 나타내는 지표로써 거래회전율, 변동성, 투자자비중, 수익성, 상장상품 다양성 등을 활용함
 - 이외에 주요 지수와 지수의 최근 추이, 주요 거래소 발전전략 등을 소개
- 주식시장 거시구조 부분에서는 주식시장을 둘러싼 제도적 환경, 주식시장의 운영구조를 소개하는 것을 목적으로 하며, 규제체계, 조직체계, 시장분류 등으로 구성됨
 - 규제체계에서는 주식시장 관련 법체계, 주식시장의 감독체계, 자율규제현황에 대해 소개
 - 조직체계에서는 거래소 조직의 구성 및 기능에 대해 소개
 - 시장분류에서는 거래소의 상품별 시장분류, 상장수준별 시장분류에 대해 소개

6 신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장

□ 주식시장 미시구조 부분은 증권시장의 상장 및 거래와 관련된 규정 및 체계를 소개하는 것을 목적으로 하며, 매매제도, 청산결제제도, 상장제도, 공시제도, 외국인투자여건 등으로 구성

- 매매제도에서는 매매시스템, 매매체결방식, 매매시간, 매매단위 및 호가단위, 매매투명성, 주문유형, 매매비용, 시장안정화장치, 공매도제도에 대해 소개
- 청산결제제도에서는 청산기관 및 결제기관, 청산결제방식, 청산결제주기에 대해 소개
- 상장제도에서는 상장요건, 상장유지요건, 상장폐지요건에 대해 소개
- 공시제도에서는 공시내용, 공시방법 및 공시시스템에 대해 소개
- 외국인 투자에서는 외국인투자에 대한 제한 또는 유인정책에 대한 특성을 소개
- 기타사항으로 내부자거래와 관련된 규제에 대해 소개함

II. 중남미 시장의 개요

1. 중남미 경제
2. 중남미 금융시장

II. 중남미 시장의 개요

1. 중남미 경제

- 중남미는 41개국, 약 6억명의 인구로 구성되어 있으며, GDP 총액 4조 4천억달러로 전 세계 전체 GDP의 8%를 차지(<그림 II-1>)
 - 이 지역에서는 브라질의 경제규모가 가장 크며 이어 멕시코, 아르헨티나, 베네수엘라, 콜롬비아, 칠레의 순임
 - 이들 6개국이 중남미 GDP의 89%를 차지하여 국가간 경제력의 차이가 크게 나타나는 특징
 - 역사적으로 대부분의 국가들이 유럽의 식민지를 겪었으며 스페인, 포르투갈 문화권을 형성
 - 기존의 남미무역연합(MERCOSUR)¹⁾과 안데스공동체(ANDEAN)²⁾는 남미 자유무역지대(SAFTA)를 출범시켰으며 최근에는 남미국가공동체(Union of South American Nations)³⁾가 창설되어 중남미 지역 블록화가 활발하게 전개되고 있음⁴⁾

-
- 1) 남아메리카지역의 자유무역과 관세동맹을 목표로 결성된 경제공동체. 브라질과 아르헨티나의 경제협력 프로그램으로 시작하여, 우루과이와 파라과이가 참여하고 파라과이에서 아순시온협약을 통해 성립. 1995년 1월 1일 정식 발효됨
 - 2) 남아메리카의 콜롬비아, 에콰도르, 칠레, 페루 5개국이 무역장벽 철폐, 산업통합, 공동 대외정책의 추진을 목표로 1969년 창설한 경제공동체. 1996년 칠레가 탈퇴하고, 1973년 가입한 베네수엘라가 2006년 탈퇴함
 - 3) 남미의 정치, 경제, 사회, 문화의 포괄적 통합을 목표로 2008년 5월 출범. 국제법상 법인격을 띠며 남미의회와 남미안보협의회를 창설할 계획. 역내 관세의 철폐, 에너지통합, 금융통합을 목표로 함. 가입국은 볼리비아, 에콰도르, 콜롬비아, 페루, 베네수엘라, 브라질, 아르헨티나, 우루과이, 파라과이, 가이아나, 수리남, 칠레

10 신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장

- 이외에도 캐리비안 국가연합(Association of Caribbean States: ACS)과 같은 지역공동체가 형성

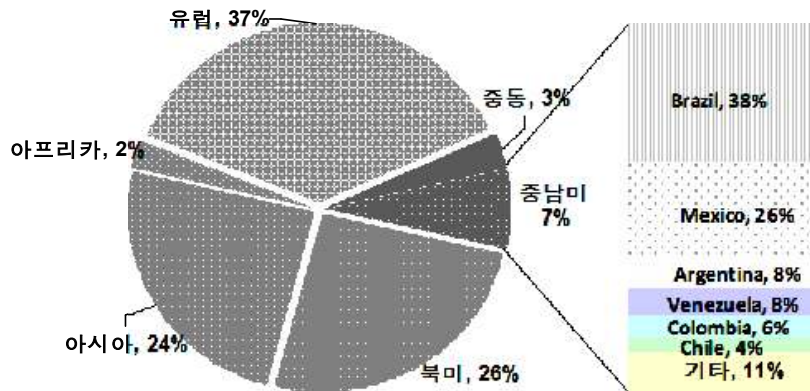
□ 2000년대 초 경제위기의 영향으로 낮은 GDP 성장률을 보인 이후 4% 이상의 성장률 수준을 회복하였으나 아시아, 중동, 아프리카 등 신흥시장에 미치지 못함(<그림 II-2>)

□ 중남미 국가는 주로 금속, 연료, 식품, 농축산물 등 1차 생산품을 수출하며, 공산품을 주로 수입하는 구조(<그림 II-3>)

- 1차 생산품의 수출비중이 40% 이상을 차지하고 있어 지역별로 볼 때 중동지역에 이어 가장 높으며, 공산품 수입비중이 약 70%로 역시 가장 높은 수준
- 브라질은 세계 최대의 철광석 광산을 보유하고 있으며 전 세계 철광석 생산량의 30%를 점유
 - 또한 설탕의 5대 생산국이며 아르헨티나와 함께 세계 콩 생산의 50%를 차지
- 멕시코는 세계 5위의 원유 수출국이며 칠레는 세계 최대의 구리 생산국
- 광물, 원유, 농산물 등의 상품이 전체 수출에서 차지하는 비중은 55%를 차지함
 - 멕시코를 제외할 경우, 이 비중은 74%로 상승함(<표 II-1>)

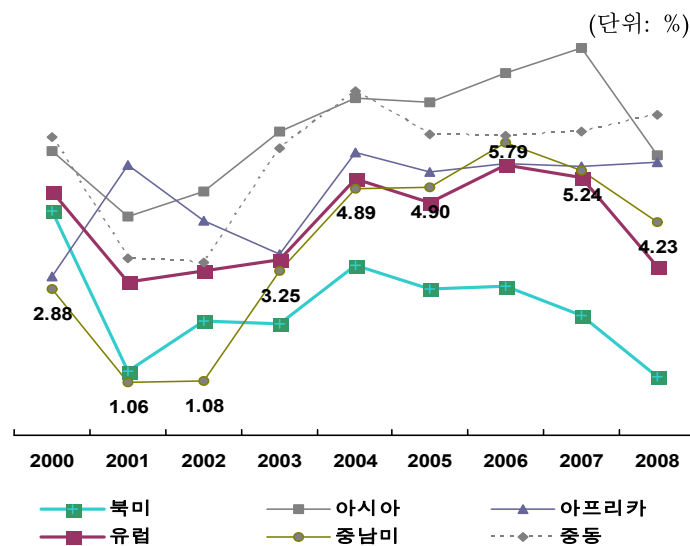
4) 이외에도 카리브해 공동체(CARICOM), 중미공동시장(CACM)등의 공동체가 있음

<그림 II-1> 각 지역 및 중남미 국가별 GDP 비중



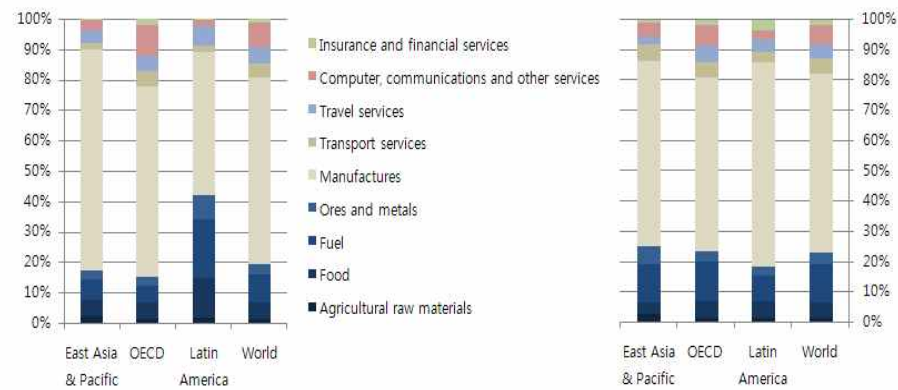
주 : 2007년 기준
자료: IMF(2008)

<그림 II-2> 지역별 GDP 성장률 추이



주 : 2008년은 예상치
자료: IMF(2008)

<그림 II-3> 지역별 수출, 수입 품목구성



주 : 2007년 기준으로 좌측이 수출, 우측이 수입 품목구성임
자료: World Bank(2008)

<표 II-1> 중남미 국가의 수출 구조

(단위: %)

	수출비중	수출국별 수출비중	
		선진국	개발도상국
중남미 전체			
Commodities	55	58	42
Manufactures	45	72	29
합계	100	64	36
중남미(멕시코 제외)			
Commodities	74	51	49
Manufactures	26	36	64
합계	100	47	53
멕시코			
Commodities	26	88	12
Manufactures	74	91	10
합계	100	90	10

주 : 2006년 기준, 멕시코는 여타의 중남미 국가와 달리 1차 생산품 수출비중이 낮고 공산품 수출비중이 높은 특징을 가지기에 별도로 제시함
자료: ECLAC(Economic Commission for Latin America and the Caribbean)

□ 중남미 국가는 1980년대 이후 경제개발정책의 패러다임을 국가통제 중심의 패러다임에서 시장기반의 정책 패러다임으로 전환

- 1960-1970년대의 신용제도, 은행, 이자율에 대한 정부의 통제와 개입은 금융계약을 억압하고 도덕적 해이를 발생시켜 자원배분의 실패를 가져왔음
- 1980년대 후반부터 신자유주의적 경제정책을 기반으로 금융시스템 개혁과 자본자유화 조치를 단행하여 신용제도, 은행, 이자율 등이 국가통제에서 벗어났으며 공적은행들의 민영화를 추진
- 1990년대 후반에는 중남미 지역의 금융자유화 정도가 급격히 진전됨

□ 1980년대부터 2000년대 초까지 40여 차례의 잦은 금융위기를 경험

- 높은 인플레이션으로 인한 낮은 저축과 투자, 대외채무에 대한 높은 의존도, 국제금리 급등과 통화절하로 인한 자본유출, 1차상품 가격에 민감할 수밖에 없는 경제구조, 정치적 불안과 부정부패, 낮은 기업경쟁력 등이 잦은 금융위기의 원인으로 지적
- 1990년대에 들어서도 거의 모든 중남미 국가가 금융위기를 겪음
 - 1990년대 중반 멕시코, 볼리비아, 베네수엘라, 아르헨티나, 파라과이에서 외환위기가 발생하였음
 - 1998년 말 브라질은 IMF에서 415억달러의 구제금융 지원을 받았고, 1999년 8월 에콰도르가 디폴트를 선언하였으며, 2001년 12월 아르헨티나는 1,320억달러의 외채에 대해 디폴트를 선언
 - 비슷한 시기에 콜롬비아, 도미니카, 우루과이에서도 금융위기가 발생

- 2000년대에 들어 금융자유화 정책에 대한 비판이 제기되면서 자본이동에 의한 시장의 변동성 확대, 금융위기의 전염(contagion) 등을 인식하는 계기가 되었고, 규제기관, 법·규제, 회계·공시제도, 정보시스템, 투자자보호 등의 금융 인프라를 더욱 강조하게 됨
 - 충분한 준비가 이루어지지 않은 상태에서 조기에 시장개방이 이루어져 자본유출입의 변동성이 확대되어 금융위기의 단초를 제공했다는 비판이 대두
 - 개방화, 자유화, 민영화 등 거시적 개혁정책은 일부 성과를 거두었으나 공정경쟁의 환경을 조성하기 위한 규제·감독, 행정 서비스, 부정부패 근절과 같은 미시적 개혁이 미진했다는 평가
 - 거시경제의 기초여건의 중요성을 재인식하는 계기가 됨

□ 2000년대 이후 중남미 지역은 정치, 경제적 취약성을 극복하기 위한 노력을 기울인 결과, 과거에 비해 정치적 안정성, 경제정책의 신뢰성 측면에서 상당한 개선이 이루어진 것으로 평가됨

- 민주화의 진전에 따른 정치적, 사회적 안정은 투자환경의 안정성을 가져와 투자자의 투자심리를 크게 개선함
- 중남미 각국 정부는 재정적자의 축소, 외환보유고의 확충, 공공부채구조의 개선, 은행감독과 규제의 개선, 통화정책의 신뢰성 확보를 위한 조치를 지속적으로 취함으로써 거시경제 기초여건이 성숙

□ 최근 전 세계적인 금융위기의 중남미 국가에 대한 직접적인 영향은 제한적이나 금융시장의 변동성 확대, 경상수지 적자전환에 대한 우려가 대두되고 있음

- 서브프라임 관련 상품에 대한 노출이 적고 동유럽이나 아시아 국가와 달리 단기투기자본의 유입이 상대적으로 적었음
- 은행여신의 비중이 낮고 과거 외환위기 이후 보수적인 여신정책을 고수하고 있으며, 멕시코를 제외하면 전체 여신에서 국내 은행비중이 높아 금융기관의 구체적인 부실은 나타나지 않고 있음
- 반면, 중남미 통화의 평가절하, 주식가격 하락, 채권 스프레드 확대 등 금융시장의 변동성이 확대되고 있음
- 실물경기 위축으로 인한 수출의 감소, 내수 확대에 따른 국내 초과수요, 외국인 투자자의 배당송금 증가 등으로 경상수지 적자전환이 예상됨
- 정부의 인프라에 대한 지출확대는 상품가격의 상승에 의존하는 경향이 크므로 상품가격 하락에 대비하여 지출확대의 수준에 대한 선제적 대응이 절실함

□ 중남미의 향후 경제성장은 세계적 금융위기의 지속 정도, 원자재 가격의 향방, 경기부양 조치의 효과에 의해 영향을 받을 것

- 외국인의 직접투자와 포트폴리오 투자의 감소는 기업 자금조달비용 상승과 경제 성장 둔화를 심화시킬 것이며, 특히 인프라 투자를 외국인 직접투자에 의존하는 국가는 직접적인 영향을 받음
- IMF의 예상에 따르면 국제 원자재 가격이 10% 하락할 때 중남미 성장률은 0.8% 하락할 것으로 추산
- 급속한 경기하락을 막기 위해 금리인하, 재정지출 확대 등 경기부양책을 도모하고 있으나, 물가상승률이 잠재성장률을 상회하여 물가상승압력이 높은 일부 국가에서는 보다 신중한 접근이 필요할 것으로 판단됨

— 또한 장기적 경제성장을 위해서는 인프라의 낙후성과 심각한 소득불평등을 해소하는 것이 급선무

- 경제안정을 위한 긴축정책이 계속되면서 2000년대에 이르기까지 인프라 투자규모는 GDP 대비 2%를 넘지 못하여 과거 훨씬 낙후되어 있던 아시아의 인프라 수준에 미치지 못함
- 최근 브라질은 GDP의 약 20%에 달하는 2,800억달러를 2010년까지 인프라 투자에 투입하기로 하였으며, 멕시코 또한 GDP의 30%에 달하는 2,300억달러를 투입하는 계획을 발표

□ 제반 조건을 고려할 때 중남미 경제의 향후 전망은 대체적으로 낙관적

— 미국 경제에 대한 의존도가 여전히 높으나 무역상대국 다변화를 위한 노력과 상호보완적 무역구조를 가진 아시아 지역과의 교역 확대로 미국에 대한 의존도가 지속적으로 감소 추세에 있음

- 아시아 국가들은 주로 중남미의 원자재를 수입하고 있으며 중남미 국가들은 주로 아시아의 자동차, 전자, 통신 관련 품목을 수입하고 있어 상호 보완적인 무역구조를 가짐

— 원자재 등 1차 산업에 대한 의존도 또한 감소하고 있으며, 멕시코의 통신, 전자회로 장비나 브라질의 항공기, 자동차, 통신장비 부분은 무역경쟁력이 있는 것으로 평가되고 있음

— 중남미 국가의 인플레이션은 1990년대 평균 130%에서 2000년대 이후 평균 7% 수준으로 매우 낮아져 안정되었음

— 수출과 직접투자의 증가로 외환보유액이 확충되었고, 재정수입의 증가로 재정건전성이 개선되었으며, 국내소비와 투자가 경제성장을 견인하고 있어 대외충격에 대한 내성이 강해진 것으로 평가

- 외국인 직접투자는 1990년대 연간 100억달러 수준에서 2000년대 연간 630억달러로 급증하였으며 증가추세가 지속될 것

2. 중남미 금융시장

가. 중남미 금융시장의 개요

- 중남미 국가의 자본시장 발전은 연금시스템의 민영화와 국제자본시장의 적극적인 참여를 통한 방식으로 이루어져 왔음
 - 특히 1981년 민영화된 칠레의 연기금은 국채, 주식, 정기예금, 회사채 등에 대한 투자를 통해 칠레 경제발전을 위한 자금공급원의 역할을 수행한 것으로 평가됨

- 중남미 국가의 채권시장 시가총액, 주식시장 시가총액, 은행자산 총액을 합한 금융시장의 규모는 이 지역 GDP 대비 176%로, 지역별로 나누어 볼 때 중동지역에 이어 두 번째로 낮게 나타나며, 전 세계 평균 421%의 절반에도 미치지 못하는 수준(<표 II-2>)
 - 이는 중남미 지역 금융시장의 낙후성을 나타냄과 동시에 향후 성장잠재력을 보여주고 있음
 - 2001년의 수치와 비교하면, 아시아, 북미, 유럽 지역의 금융시장은 위축된 반면, 중남미 지역의 금융시장은 GDP 대비 142%에서 176%로 성장하였고, 같은 기간 중동과 아프리카를 비롯한 신흥시장 또한 높은 성장세를 나타냄

- 중남미 금융시장의 2007년 구성을 보면, 주식시장, 채권시장, 은행자산의 비중이 각각 36%, 33%, 31%를 차지하고 있으며 2001년과 비교해 볼 때 주식시장과 채권시장의 비중이 각각 21%, 7% 증가하였음(<그림 II-4>)

18 신흥시장국 주식시장의 구조와 현황 분석(I): 중남미 주식시장

- 각 시장의 비중이 37%, 28%, 35%인 아시아 지역과 가장 유사한 모습을 보이고 있으며, 유럽에 비해 은행의 비중이 작고 아프리카와 중동에 비해서는 채권시장의 규모가 큼
- 2001년과 비교할 때 은행자산의 비중감소와 주식시장의 비중확대가 관찰되며 이는 전 세계적으로도 동일하게 관찰됨⁵⁾

□ 중남미 국가의 주식시장의 규모는 GDP 대비 64%로 조사대상지역 중 가장 낮게 나타나고 있으나 2001년의 22%와 비교해 볼 때 6년 동안 약 세 배의 성장을 이루었음(<표 II-2>)

- 이 기간 전 세계 GDP대비 주식시장 규모는 28% 성장한 것으로 나타남
- 중동은 약 10배, 아프리카는 약 6배의 매우 급격한 성장을 보임

□ 중남미 주식시장의 비중은 2001년 전 세계 주식시장의 2%에서 2007년에는 4%로 증가함(<그림 II-5>)

- 중동, 아프리카 지역은 높은 성장세를 보였음에도 전 세계 주식 시장에서 차지하는 비중은 각각 2% 수준에 불과
- 북미시장의 비중이 큰 폭으로 감소하였고 유럽시장의 규모는 27% 수준을 유지하고 있음

5) 아프리카와 중동의 경우 2001년에는 주식시장의 비중이 매우 작아 금융시장의 약 10%를 차지하였으나 2007년 주식시장의 비중이 50% 이상으로 급격히 확대됨

□ 중남미 국가에서 채권시장의 성장 또한 두드러짐(<그림 II-4>)

- 중동을 제외한 지역의 경우 동 기간 동안 채권시장의 성장은 소폭에 그쳤으나 중남미 지역은 GDP 대비 36%에서 58%로 높은 성장세를 나타냄
- 공공부분에서의 자금조달 수요가 많았고 민영연금의 조기도입으로 채권관련 기관투자자 기반이 성장하였으며, 채권시장의 인프라 개선에 많은 노력을 기울인 결과로 받아들여짐
- 회사채시장은 아직 규모가 작으나 국공채시장이 활성화되어 있으며 넓은 기관투자자 기반을 가지고 있어 좋은 성장여건을 가지고 있다고 평가됨
 - 그러나 회사채시장이 중소기업의 자금조달수단으로 활용되지 못하고 과중한 국가채무로 인해 금융시장에서 민간부문이 구축되는 문제점이 지적되고 있음

<표 II-2> 금융시장의 규모 및 구성

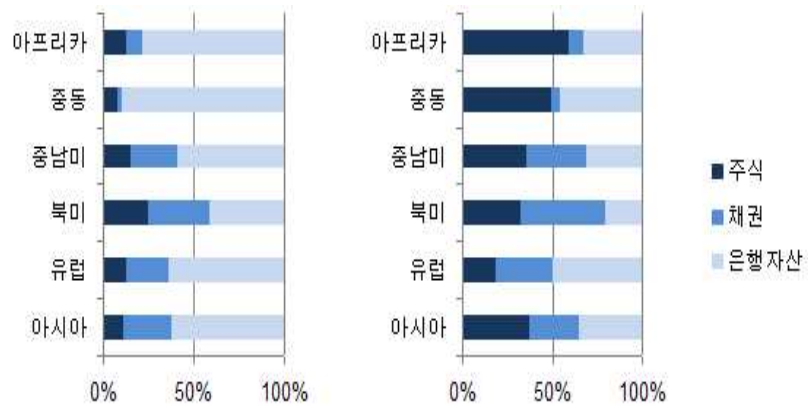
지역	GDP(a)	외환보유고 (금제외)	주식 시가총액	채권			은행자산 (d)	금융자산 ²⁾	금융자산/ GDP	금융자산 /GDP (2001년)	주식시가 총액 /GDP	주식시가 총액 /GDP (2001년)
				공공	민간	총액(c)						
세계	54,545	6,448	65,106	28,632	51,190	79,822	84,785	229,712	421%	484%	119%	93%
아시아	11,864	3,941	18,447	9,704	4,018	13,723	17,222	49,391	416%	418%	155%	49%
유럽	19,216	1,126	17,149	9,555	19,607	29,162	44,967	91,277	475%	599%	89%	78%
북미	15,244	101	22,109	7,416	24,049	31,465	13,776	67,350	442%	530%	145%	135%
중남미	3,609	445	2,292	1,457	628	2,085	1,989	6,366	176%	142%	64%	22%
중동	1,564	341	1,276	40	84	124	1,166	2,566	164%	101%	82%	8%
아프리카	1,100	290	1,182	89	77	166	646	1,994	181%	156%	107%	20%
신흥시장 ¹⁾	17,282	4,910	20,950	4,908	2,912	7,820	15,004	43,774	253%	199%	121%	27%

주 : 1) 신흥시장은 중남미, 중동, 아프리카, 아시아 일부, 유럽 일부 국가를 포함

2) 금융자산 = 주식시가총액 + 채권총액 + 은행자산

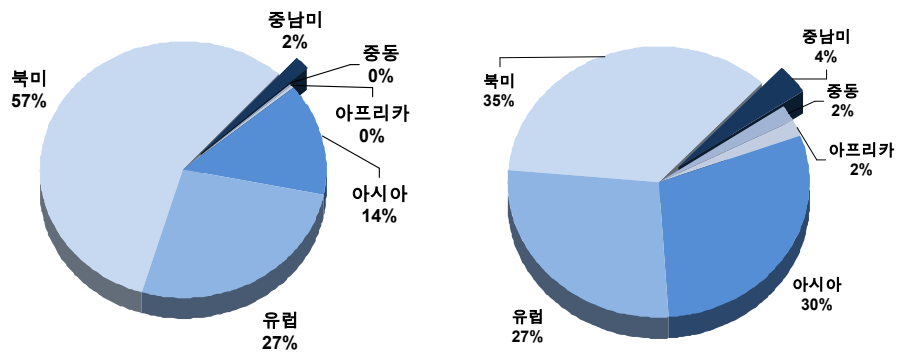
자료: IMF(2008)

<그림 II-4> 지역별 금융시장 구성 비중
(좌: 2001년, 우: 2007년)



주 : 2007년 기준 자료 재구성
자료: IMF(2008)

<그림 II-5> 지역별 시가총액의 비중
(좌: 2001년, 우: 2007년)

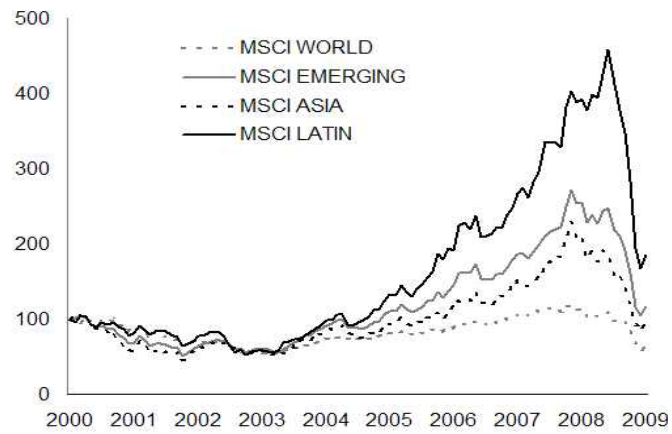


자료: IMF(2008) 재구성

- 2000년 초 금융위기를 벗어나면서부터 최근 전 세계적 금융위기에 영향을 받기 전까지 중남미 주식시장은 유례없는 호황을 누림
 - MSCI 라틴아메리카 지수는 2003년부터 2008년 중반까지 무려 600% 이상 상승함(<그림 II-6>)
 - 주당이익률의 성장률은 2008년 15%선에서 유지될 것으로 전망되는데, 이는 신흥시장의 예상 성장률과 유사하며 MSCI WORLD 평균보다는 높은 수준
 - 중남미 국가의 가격-이익 비율의 MSCI WORLD에 대비한 절하 비율(valuation discount)은 2003년 약 50%에서 2007년 말 10% 수준으로 축소되었음

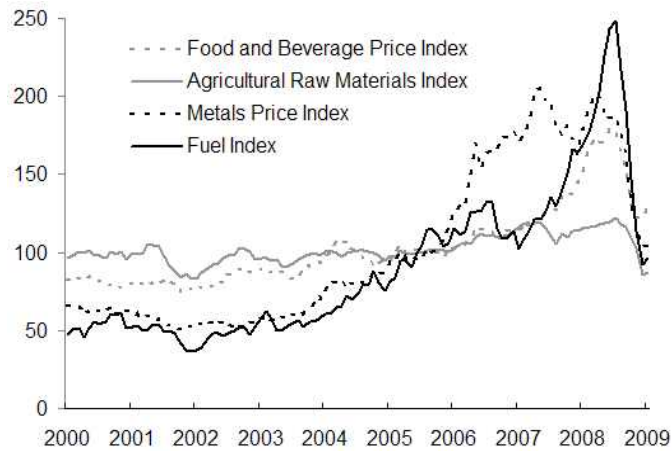
- 상품가격의 상승과 상품수출의 증가가 주식시장 활황의 일차적 요인이며, 거시경제 환경 및 경제 기초여건의 개선과 민주화의 진전에 따른 정치사회적 안정성의 증가가 중요한 배경이 됨
 - 2000년대 초 금융위기가 마무리되고, 국제 원자재 수요 증가, 중남미 통화의 평가절하로 인한 수출호조로 2003년부터 본격적인 회복세를 보이기 시작함
 - 에너지와 상품 부분이 지수의 50% 이상을 차지하고 있어 상품가격의 추이가 이 지역 주식시장의 성과에 중요한 영향 요인이 됨(<그림 II-7>)
 - MSCI 라틴아메리카 지수의 추이는 주요 상품지수의 추이와 매우 유사한 패턴을 보이고 있음

<그림 II-6> 주요 MSCI 지수 추이



자료: Bloomberg

<그림 II-7> 주요 상품지수 추이



자료: IMF

- 주식시장의 유동성은 상대적으로 풍부하지 못한 편이며 지나치게 급격한 성장세에 대한 우려와 기업의 자금조달 기능을 원활히 수행하고 있는지에 대한 의문이 제기되고 있음
 - GDP 성장추세와 비교해 볼 때 주식시장의 성장세는 지나치게 급격하여 주식시장 과열에 대한 경고가 나오고 있음
 - 주식시장에 상장된 기업의 수가 적고, 소수의 에너지기업과 통신회사의 시장점유율이 높아 몇몇 기업의 실적에 따라 주식시장의 추세와 변동성이 결정되는 취약점을 가짐
 - 자금유입의 높은 변동성, 거래세를 비롯한 각종 규제, 노후한 거래 청산 결제 시스템, 낮은 소수주주 보호수준이 주식시장 성장의 장애요인으로 언급되고 있음
 - 열악한 주식시장 여건으로 인하여 중남미 지역의 우량기업이 해외에서 상장하는 사례가 빈번히 나타나고 있음
 - NYSE에는 브라질 대표기업인 Petrobras와 Embraer를 비롯한 30여개의 브라질 기업이 상장되어 있고, 칠레 및 멕시코 기업들도 각각 12개, 18개사가 상장되어 있음

나. 중남미 주요 주식시장

- 중남미 국가의 주식시장 규모는 브라질, 멕시코, 칠레의 순
 - 이 중 브라질 주식시장은 시가총액 및 거래대금 측면에서 압도적인 1위를 차지하고 있음(<그림 II-8>)
 - 브라질 거래소 Bovespa의 시가총액과 거래대금은 2008년 10월 기준으로 각각 6,460억달러와 6,880억달러(2008년 누적)로 이 지역 2위 거래소인 멕시코 BMV의 시가총액의 약 2.7배, 거래대금의 약 6.7배에 이르고 있음

- 거래회전율은 역시 브라질이 66%로 가장 높고, 멕시코, 칠레, 콜롬비아가 뒤를 따르고 있음
 - 상장기업수는 브라질과 멕시코가 약 400개이며 칠레와 페루가 240여개로 나타남
 - 칠레는 브라질, 멕시코에 비해 중남미 경제에서 차지하는 비중은 작으나, IMD가 발표한 국가경쟁력지수에서 2008년 중남미 국가 중 1위를 차지하고 있으며, 이 지역에서 주식시장이 가장 발달한 국가로 평가됨
- 중남미 거래소는 시가총액과 상장기업수에 비하여 거래대금이 작고 거래회전율이 낮은 특성을 보이고 있으며, 2008년도의 자금조달은 대부분 브라질 시장에서만 이루어짐
- 브라질의 경우 시가총액은 주요 거래소의 평균 수준인데 비해 거래대금은 주요 거래소 평균의 36%에 불과함
 - 다른 중남미 거래소는 더욱 심한 유동성 부족을 겪고 있음
 - 시가총액에 비해 낮은 유동성으로 인해 신규자금조달 창구의 역할을 원활하게 수행하지 못함
 - 중남미 지역 내 경제 블록화가 강화되어 감에 따라 중남미 타 국가에 비해 상대적으로 유동성이 높은 브라질 시장으로 지역 내의 거래와 자금조달이 집중될 가능성이 있음
- 채권거래대금은 주식시장 규모가 상대적으로 작은 콜롬비아가 가장 큼
- 브라질과 멕시코의 장내채권시장이 발달되지 않았기 때문으로 보임

<그림 II-8> 중남미 주요 거래소 현황(1)

(좌: 시가총액, 우: 거래대금)

(단위: 십억달러)



주 : 1) 2008년 10월 기준

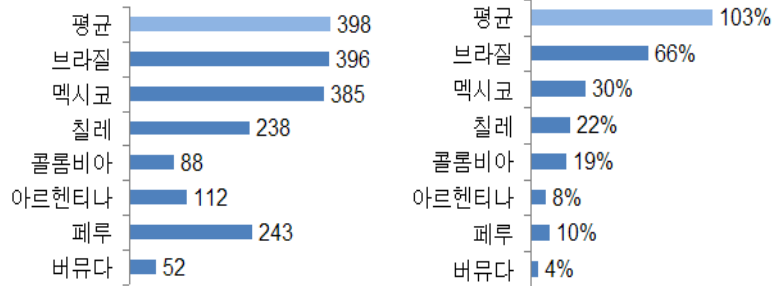
2) 거래대금은 2008년 1월부터 10월까지의 합계

자료: World Federation of Exchanges, FOCUS(2008)

<그림 II-9> 중남미 주요 거래소 현황(2)

(좌: 상장기업수, 우: 거래회전율)

(단위: 십억달러)

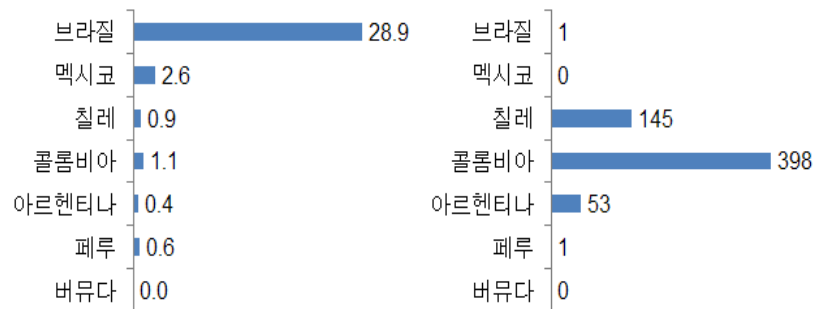


자료: World Federation of Exchanges, FOCUS(2008)

<그림 II-10> 중남미 주요 거래소 현황(3)

(좌: 자금조달액, 우: 채권거래대금)

(단위: 십억달러)



주 : 2008년 1월부터 10월까지의 누적액

자료: World Federation of Exchanges, FOCUS

III. 브라질

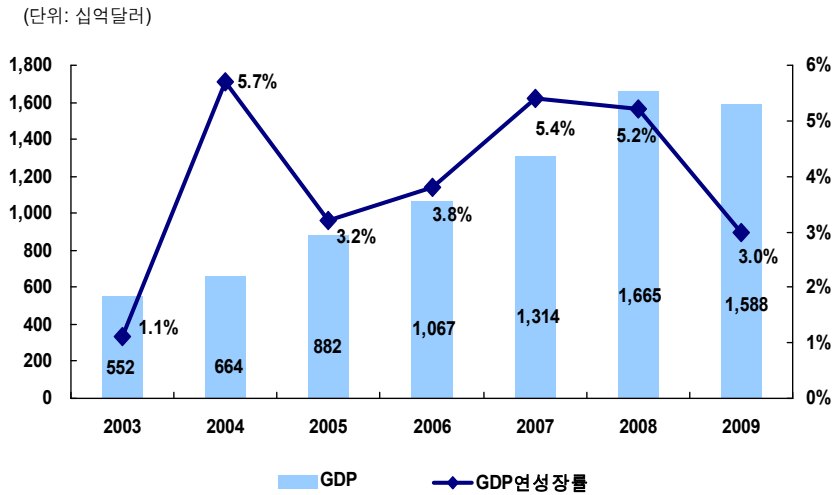
1. 경제 동향
2. 주식시장 개황
3. 시장 거시구조
4. 시장 미시구조
5. 시사점

Ⅲ. 브라질

1. 경제 동향

- 최근 브라질 경제는 2001년~2003년까지의 경기침체 및 금융 불안으로부터 벗어나, 국제 원자재가격 상승으로 인한 수출호조와 내수회복 등 거시경제 안정을 바탕으로 성장세를 지속해 왔음(<그림 Ⅲ-1>)
 - 2005년 이후의 경제성장은 지속적인 금리인하 정책, 해알화(Real)의 강세, 실업률 감소 등에 따른 내수경기 호전에 주로 기인함
 - 브라질 경제는 2008년에도 3/4분기까지의 높은 성장세에 힘입어 어려운 대외 여건에도 불구하고, 5.2%의 안정적인 성장을 시현한 것으로 추정됨
 - 식량자원과 지하자원 등의 수출증가, 성장촉진정책(Programa de Aceleracao do Crescimento: PAC)의 추진, 지속적인 외국인 직접투자 유입, 국제신인도 개선 등이 바탕이 됨
 - 2009년 브라질 경제는 글로벌 금융시장 혼란에 따른 신용경색 및 이로 인한 소비와 투자의 위축, 그리고 1차상품의 가격하락으로 인한 수출규모의 감소가 예상되어 성장을 둔화는 불가피할 것으로 전망됨

<그림 III-1> 브라질의 GDP 추이



주 : 2008년과 2009년 수치는 예측치임
 자료: IMF (2008)

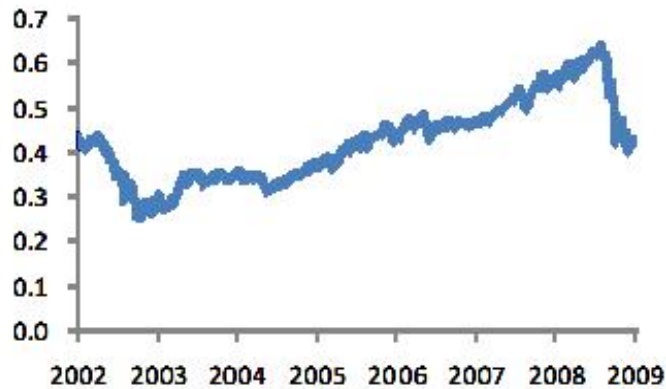
□ 2003년부터 이어오던 미국 달러 대비 브라질 헤알화 가치의 상승세가 5년 만에 하락세로 전환됨(<그림 III-2>)

— 2003년 이후 브라질 경제 기초여건의 개선에 따른 결과로 지속적인 헤알화 강세 추이가 이어져 왔음

- 이는 브라질의 경상수지흑자가 지난 2003-2006년 중 434억달러에 달하고, 국가신용도의 상향조정에 따라 외국인 직·간접투자가 급증한데 기인함

— 그러나 2008년 8월말까지 강세를 보이던 미국 달러 대비 헤알화 가치도 9월 이후의 금융위기 심화로 연초대비 크게 하락함

<그림 III-2> 미국 달러 대비 브라질 헤알화 가치 추이



자료: IMF

□ 브라질의 경제정책

- 2003년 룰라(Lula) 정부의 변동환율제, 물가목표제, 긴축재정 등 거시경제정책의 3대 축을 기반으로 한 시장 친화적 정책으로 브라질 경제의 전반적인 기초여건이 개선됨
 - 인플레이션 억제 목표치를 4.5%로 정하고 기준율에서 $\pm 2\%$ 의 허용한도를 인정
- 2007년 1월 22일, 룰라대통령은 GDP 5% 성장을 목표로 하는 성장촉진정책의 추진을 발표함
 - PAC는 브라질판 뉴딜정책으로 룰라정권이 출범한 2003년 초 이후 지속되어온 저성장세⁶⁾ 극복을 핵심 목표로 함

6) 룰라 1기 정부 집권 4년간(2003-2006년) 연평균 경제성장률은 2.6%로, 동기간 세계경제성장률 4.8%와 신흥개도국 평균성장률 7.3%에 미치지 못함. 고금리 및 높은 세제부담으로 인한 기업의 투자욕부진과 과도한 사회분야 투자확대에 따른 공공인프라부문에 대한 투자부진 등이 그 원인임

- 인프라 투자, 세제경감, 공공투자 증대를 통해 2007년까지 4.5%, 2008년~2010년까지 5%의 경제성장 달성을 목표로 함
- 2010년까지 인프라확충 및 에너지개발 확대 등에 2,350억달러를 투자할 계획임

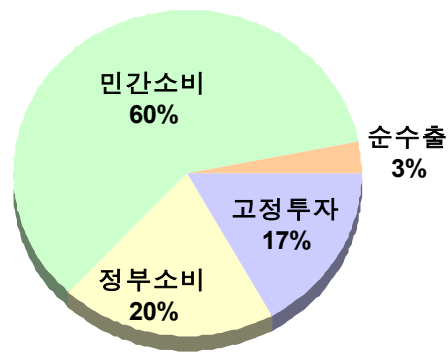
□ 브라질의 경제구조

- 브라질의 경제구조는 2007년 기준으로 민간소비와 정부소비가 GDP에서 차지하는 비중이 각각 60% 및 20%로, 그 비중이 상당히 높은 수준(<그림 III-3>)

□ 브라질의 대외거래(<그림 III-4>)

- 2008년의 무역수지 규모는 수출 증가세를 크게 상회하는 수입의 증가로 전년대비 38% 감소한 247억 3천만달러로 2002년 이후 최저치에 그침
 - 2007년 브라질의 수출규모는 철광석 등의 원자재가격 상승, 제조업부문 투자확대 등의 영향으로 사상 처음 1,600억달러를 돌파하였음
 - 그러나 2008년 들어 서브프라임 사태로 인한 미국과 유럽의 경기침체로 수출 증가세가 둔화됨
- 브라질의 주요 수출품목의 구성을 보면, 자동차를 비롯한 운송장비 관련 부품의 비중이 제일 높으나 금속과 농산물 등 제1차 생산품의 수출 비중이 절반 이상을 차지함(<그림 III-5>)
 - 지역별로는 EU 지역으로의 수출 비중이 가장 높으며, 단일 국가로는 미국으로의 수출 비중이 가장 높음

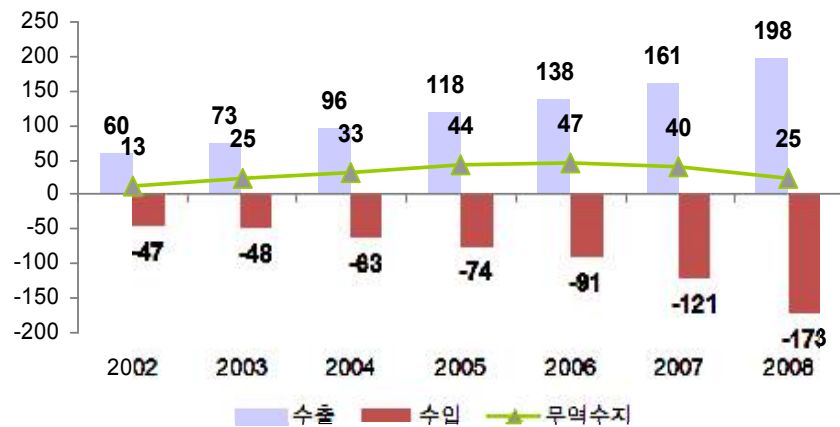
<그림 III-3> 브라질의 경제구조



주 : 2007년 기준
자료: EIU

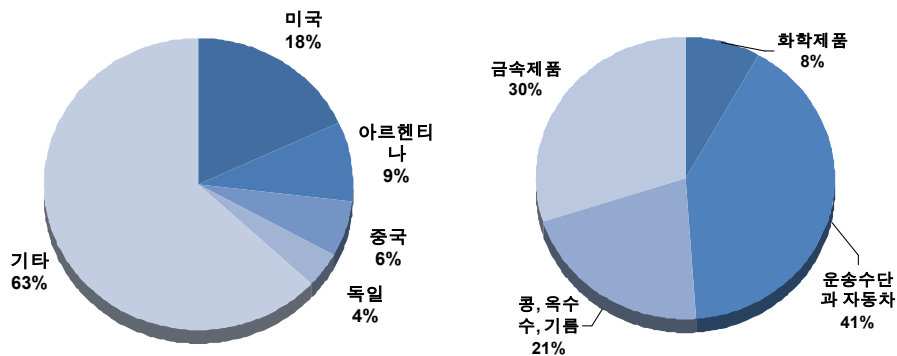
<그림 III-4> 브라질의 수출 및 수입 추이

(단위: 십억달러(USD))



자료: 브라질 개발상공부(Ministry of Development, Industry and Foreign Trade)

<그림 III-5> 브라질의 주요 수출국 비중 및 수출품목 구성



주 : 2007년 기준
자료: EIU

□ 브라질의 순채권국 전환(<그림 III-6>)

- 브라질이 2008년 1월말 기준으로 외채보다 외환보유액이 많은 순채권국으로 전환됨(브라질 중앙은행 발표)
- 3~4년간 지속된 경상수지흑자로 외환보유액이 증가했으며, 이로 인해 IMF의 채무도 100% 상환함

□ 국제 신인도

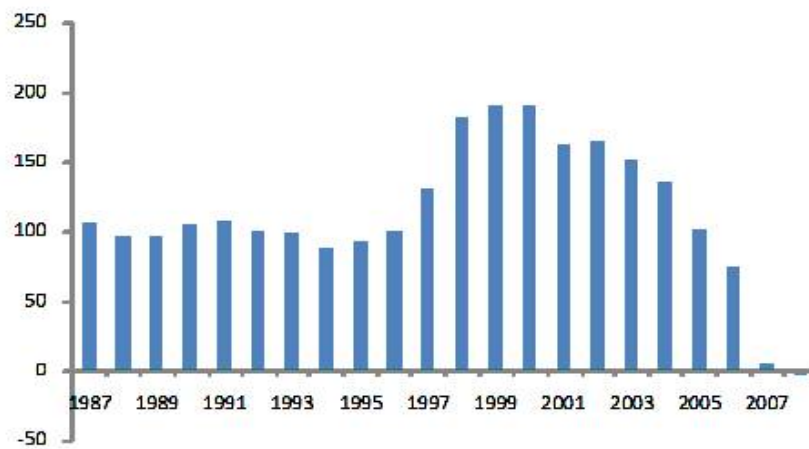
- 2008년 4월 30일, 브라질은 S&P로부터 재정수지 적자완화와 순채권국 전환을 이유로 이전 단계에서 한 단계 상향조정된 BBB- 등급을 부여받음으로써 사상 처음 투자적격국가 지위에 오름⁷⁾

7) 개선된 거시경제 상황을 반영하여 2007년 중 3대 국제신용평가기관인 S&P, Fitch, Moody's가 브라질의 신용등급을 '투자등급' 바로 아래 단계로 일제히 상향 조정한 바 있음(S&P와 피치는 BB에서 BB+로, 무디스는 Ba2에서 Ba1 등급으로 상향조정)

- 남미 국가들 중에는 멕시코, 칠레, 콜롬비아에 이어 네 번째로 투자적격등급 획득
- 피치 역시 브라질의 재정수지, 실업률 등 거시경제 전반이 안정세를 유지하고 있다는 점을 감안하여 2008년 5월 30일 BB+에서 투자적격등급인 BBB-로 조정하였음

<그림 III-6> 브라질의 순외채 규모 추이

(단위: 십억달러(USD))



자료: 브라질 중앙은행

2. 주식시장 개황

□ 1890년 8월 23일에 설립된 상파울로 주식거래소(São Paulo Stock Exchange, Bolsa de Valores de São Paulo: 이하 Bovespa⁸⁾)는 2000년에 완료된 브라질 자본시장의 재편 과정을 거치면서 브라질의 유일한 증권거래소로 자리매김함

- Bovespa는 남미의 가장 큰 주식거래소로 2007년 기준으로 동 지역 일일 거래금액의 약 75%를 차지하고 있음
- 2008년 BM&F(Brazilian Mercantile & Futures Exchange)와의 시장통합을 마무리하고 BM&FBovespa로 새롭게 출범함

8) 최근 거래소의 명칭이 BM&F와 Bovespa 간의 합병에 따라 BM&FBovespa로 변경되었으나, 본 보고서는 BM&FBovespa의 주식시장인 Bovespa만을 대상으로 함에 따라 거래소 명칭을 Bovespa로 사용함

<표 III-1> Bovespa의 주요 연혁

년도	주요 연혁
1890	Bolsa Livre 설립, 엔실라멘투(Encilhamento) ¹⁾ 정책으로 인해 1891년 폐장
1895	Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo 설립
1967	브로커리지 하우스와 플로어 트레이더의 등장 거래소가 Bolsa de Valores de São Paulo(Bovespa)로 알려지기 시작
1972	자동화된 거래세션의 실행 거래정보의 실시간 온라인 게시
1979	옵션시장 개설
1986	Bolsa Mercantile & de Futuros(BM&F)와 Derivatives Clearinghouse에서의 거래세션 개시
1990	컴퓨터지원거래시스템(Computer Assisted Trading System: CATS)을 통한 거래 시작
1991	BM&F와 전통적인 상품거래소인 Bolsa de Mercadorias de São Paulo(BMSP)의 협약 체결로 BM&F(Bolsa de Mercadorias & Futuros)가 탄생함
1997	발전된 전자거래플랫폼인 Mega Bolsa 구축
1997	BM&F는 Mercosul 지역 내 제일의 파생상품거래소로서의 입지를 강화하기 위해 Bolsa Brasileira de Futuros(BBF)와 협약을 맺음
1999	Home Broker 도입, After-market 도입
2000	BM&F의 전자거래플랫폼인 GTS(Global Trading System) 완성
2002	BM&F의 외환거래청산소(Foreign Exchange Clearinghouse)와 브라질 상품거래소(Brazilian Commodities Exchange) 설립 BVRJ(Bolsa de Valores do Rio de Janeiro)의 지분 취득
2004	소규모 계약을 위한 인터넷 기반 거래시스템인 WebTrading 도입 BM&F Securities Clearinghouse와 BM&F Banco 설립
2006	새로운 정보기술 인프라의 완성으로 인한 비용절감 및 브라질 자본시장의 거래규모 증가
2007	Bovespa와 BM&F의 탈상호화(demutualization)에 따라 Bovespa Holding, BM&F SA로 전환 Bovespa Holding SA(BOVH3) 와 BM&F S.A.(BMEF3)가 10월 26일과 11월 30일에 Novo Mercado에 각각 상장됨
2008	Bovespa Holding SA와 BM&F SA의 통합으로 BM&FBOVESPA S.A. 출범

주 : 1) 초기 브라질에서 발생한 투기거품

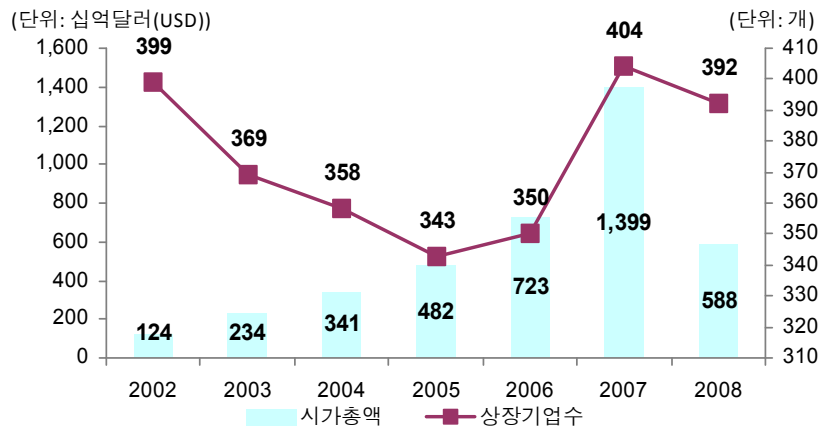
자료: BM&FBovespa

□ 2008년 말 현재 Bovespa에는 총 392개의 기업이 상장되어 있으며, 이들 기업의 시가총액의 합은 글로벌 금융위기 여파에 따른 주가하락으로 2008년 말 현재 전년대비 58% 하락한 5,880억달러 수준(<그림 III-7>)

— 2007년에는 2006년 대비 시가총액이 93% 성장

- Bovespa에 상장된 기업들의 시가총액의 합은 2002년 이후 지속적으로 증가하여, 2007년 말 기준으로 사상 처음 GDP 규모와 유사한 수준인 1조 4천억달러를 기록한 바 있음

<그림 III-7> Bovespa의 상장기업수 및 시가총액 추이

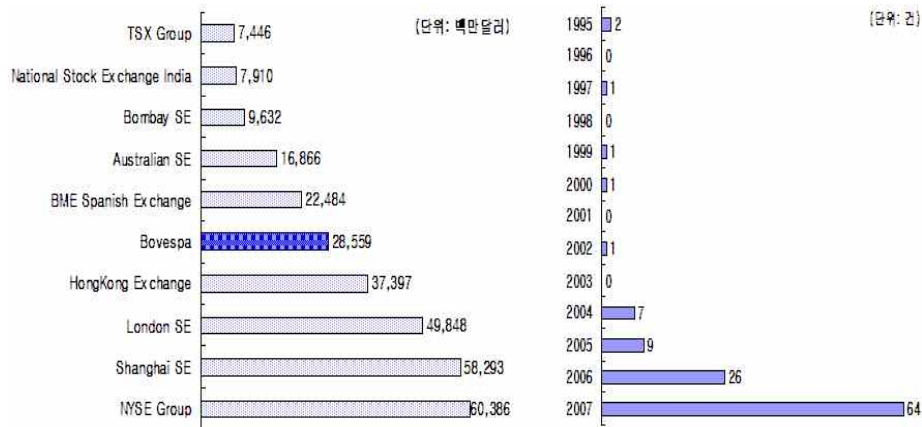


자료: BM&FBovespa

□ 2007년 신규로 기업공개(IPO)가 이루어진 기업의 수는 64개로 2006년의 26개에 비하여 146% 증가(<그림 III-8>)

- 기업공개를 통해 조달된 금액은 세계에서 다섯 번째로 많은 286억 달러를 기록했으며, 이 중 국제적인 투자자들이 차지하는 비중은 70%에 이릅니다.
- 그러나 2008년 상반기 IPO 규모는 전년 동기 대비 67% 감소한 129억달러(12건)에 그침

<그림 III-8> Bovespa의 IPO 규모 및 IPO 건수

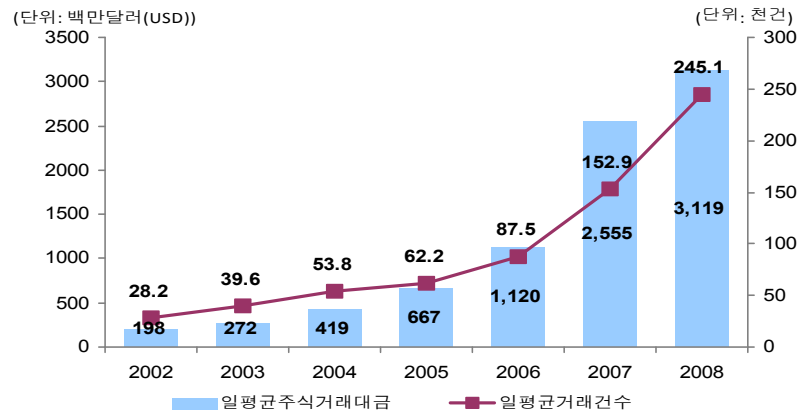


주 : 2007년 기준
 자료: BM&FBovespa

□ Bovespa는 일평균 주식거래대금 및 일평균 거래건수 측면에서 볼 때 매우 급속한 성장세를 보이고 있음(<그림 III-9>)

- 2008년 일평균 주식거래대금 규모는 2007년에 비해 그 증가폭이 둔화되기는 했으나, 전년대비 22%의 증가세를 시현하며 31억달러를 기록함
- 2008년 일평균 거래건수는 약 24만 5천 건으로 2007년의 15만 3천 건에 비해 약 60% 증가함

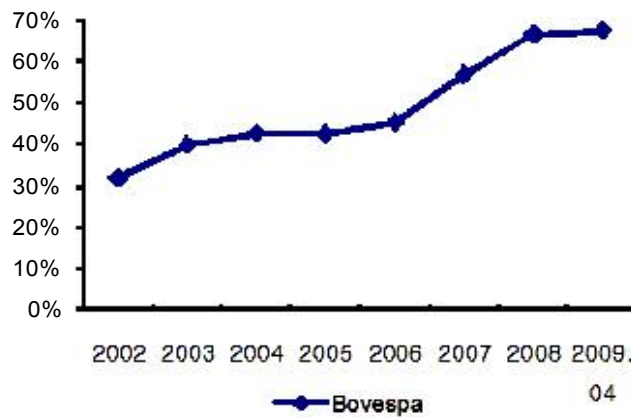
<그림 III-9> Bovespa의 거래규모 추이



자료: BM&FBovespa

- Bovespa의 거래회전율(거래대금/시가총액) 역시 지속적인 증가추세
 - 거래규모와 마찬가지로 2007년과 2008년에 급속한 증가를 보였으며 다른 중남미 지역의 거래소에 비하여 높은 수준을 보임

<그림 III-10> Bovespa의 거래회전율 추이

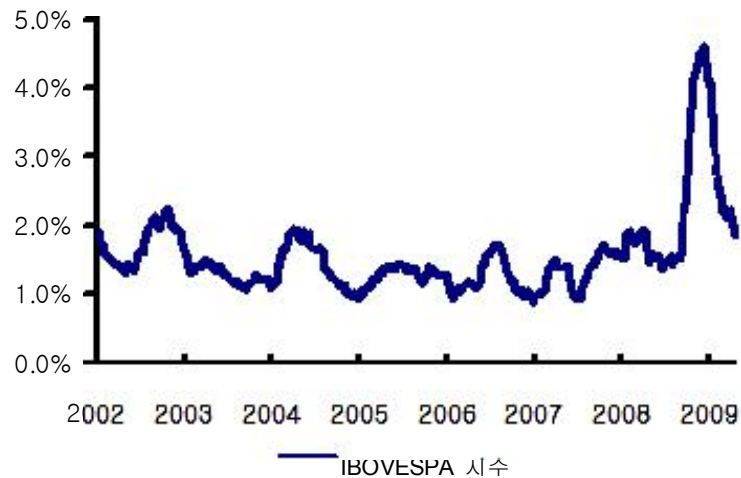


자료: WFE

□ 브라질 시장의 변동성 추이

- IBovespa 지수의 일간 변동성은 2002년부터 2008년 상반기까지 1%에서 2% 수준을 유지하였으나 2008년 말 금융위기에 4% 이상으로 급등
- 2009년 들어 금융위기가 진정되면서 이전 수준으로 회복되었음

<그림 III-11> IBovespa 지수의 일간 변동성 추이

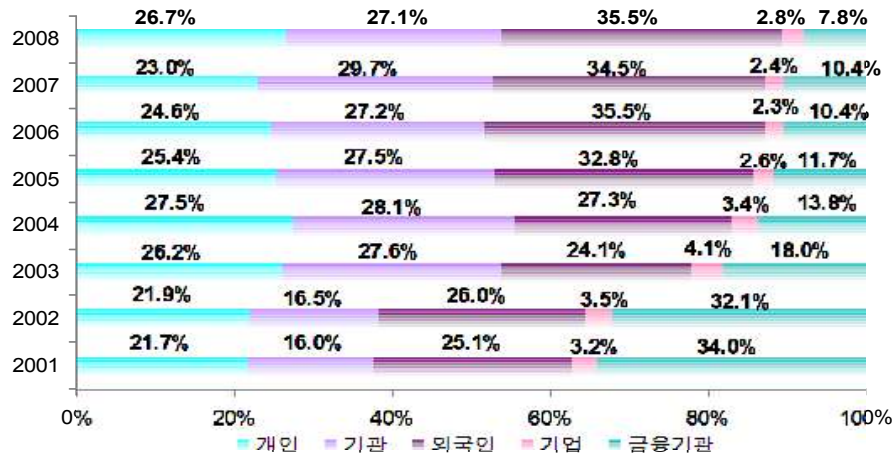


자료: Bloomberg

□ Bovespa의 투자자별 주식거래 비중(<그림 III-12>)

- 외국인투자자가 2005년부터 가장 많은 거래비중을 차지하고 있으며, 2004년 이후 감소추이에 있던 개인투자자의 비중이 2008년 다시 증가함

<그림 III-12> Bovespa의 투자자별 주식거래 비중



자료: BM&FBovespa

□ Bovespa의 주요 지수(<그림 III-13>)

- Bovespa는 브라질 주식시장의 추세를 대표할 수 있는 여러 지수들을 개발해 왔으며, 이들 지수는 크게 전체시장관련 지수, 섹터 기반 지수, 기업지배구조 지수로 구분됨
- Bovespa의 대표지수인 IBovespa의 이론적 포트폴리오는 주식시장에서 거래되는 거래규모의 80%를 설명할 수 있으며, 편입되는 주식들의 유동성에 따라 가중치가 부여됨
 - IBRX-50과 IBRX는 각각 주식시장에서 가장 활발히 거래되는 50종목과 100종목의 주식을 편입시키고, 유통되는 주식의 시장가치를 기준으로 가중치를 부여하여 지수를 산출함
 - 포트폴리오는 4개월마다 검토되는데, 기준시점 이전 12개월간의 트랙레코드에 따라 지수로의 편입여부 또는 지수로부터의 제외여부를 결정

- 섹터지수인 ITEL, IEE, INDX는 각각 이동통신, 전력, 산업대표부문의 성과를 반영
- 기업지배구조 관련 지수로 IGC, ITAG, ISE가 있음
 - IGC는 Novo Mercado 또는 Level 1과 Level 2에서 거래되는 주식으로 구성되며, 포트폴리오의 각 상장시장의 구성기업이 바뀔 때마다 변경됨⁹⁾
 - ITAG는 지배지분의 매각 등과 관련된 규정(statutory provision)에 있어 법에서 요구하는 것보다 더 유리한 tag along right¹⁰⁾을 주주들에게 보장해주는 기업의 주식들로 구성됨
 - ISE는 사회적 책임과 지속가능성 측면에서 우수한 기업으로 구성되며, 포트폴리오는 기업에 요청한 사업의 지속 가능성에 대한 설문지의 답변이 완료되는 때 12개월마다 조정됨

9) Novo Mercado에 속하는 기업의 주식은 가중치 2를 부여하며, Level 1과 Level 2에 속하는 기업의 주식은 각각 가중치 1과 1.5를 부여하여 지수를 산출함

10) tag along right은 소액주주를 보호하기 위한 법적인 개념으로, 주요주주(majority shareholder)의 지분매도 시 소액주주들도 거래(deal)에 참여하여 그들의 지분을 대주주 지분에 적용되는 조건과 동일하게 매도할 수 있는 권리를 말함

<그림 III-13> Bovespa의 주요 지수 개요



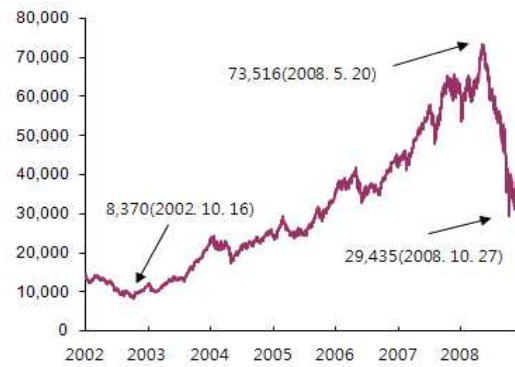
자료: BM&FBovespa

□ Bovespa의 대표적 지수인 IBovespa는 2008년 들어 2003년부터 2007년까지 5년간 이어온 상승세가 꺾이며 1972년 이후 가장 큰 폭의 하락률(41.2%)을 기록함

— 2008년 말 IBovespa는 전 세계적 금융위기의 여파로 최고치를 기록했던 2008년 5월에 비해 50% 이상 하락한 3만 7천 포인트 수준을 기록함

- 2008년 5월까지의 미국 경기에 대한 낮은 노출도, 내수경기의 호조, 원자재 가격 상승, 신용등급의 상향조정 등으로 전년도에 이어 주식시장의 강세가 계속되었음
- 2008년 중 ITEL과 IEE는 각각 16.4%, 11.6% 하락하여 상대적으로 견조한 모습을 보인데 반해, INDX의 경우는 IBovespa의 하락폭보다도 더 큰 46.7%의 하락폭을 기록함

<그림 III-14> IBovespa 추이



자료: Datastream

<그림 III-15> Bovespa의 섹터지수 추이



자료: Datastream

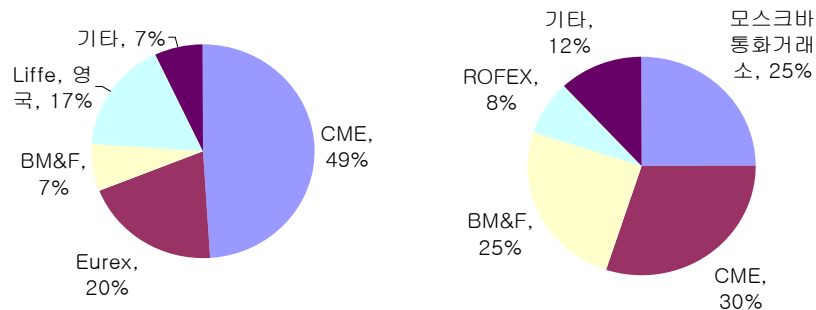
□ BM&FBovespa는 2008년 상반기 계약수 기준¹¹⁾으로 세계 7위의 파생상품 거래소임

— 중남미의 대표적인 파생상품거래소인 BM&F의 2008년 상반기 거래량은 전년 동기 대비 2.5% 감소한 2억1천5백만 계약을 기록함

11) 이는 각각 12위와 13위에 랭크된 BM&F와 Bovespa의 거래량을 합한 수치임

- 이는 주력 상품인 1일 은행간 예금 금리선물의 거래량이 전년 동기대비 19.3% 감소한 9천 8백만 계약¹²⁾에 그쳤기 때문임
 - 한편, BM&F의 또 다른 주요 품목인 미국달러선물 및 옵션의 거래량은 전년 동기 대비 27.8% 증가한 6천 5백만 계약을 기록
- 2008년 상반기 거래량 기준으로 BM&F의 금리 및 통화장내파생상품시장은 전 세계 각각의 상품시장에서 7%와 25%의 높은 비중을 차지하고 있음(<그림 III-16>)

<그림 III-16> 전세계 통화 및 금리 장내파생상품시장의 거래소별 비중
(좌: 금리장내파생상품, 우: 통화장내파생상품)



주 : 2008년 상반기 기준
자료: 한국선물협회(2008)

- 개별주식옵션이 주로 거래되는 Bovespa의 2008년 상반기 파생상품 거래량은 전년 동기대비 19.8% 감소한 1억 5천 3백만 계약을 기록
- 이는 개별주식선물·옵션이 거래되는 거래소 중 세계 6위에

12) 2007년에는 거래량이 전년대비 37.1% 증가하여 전세계 금리 선물·옵션 상품 중 5위에 해당하였으나, 2008년 상반기에는 거래 감소로 8위로 밀려남

해당하는 수치임

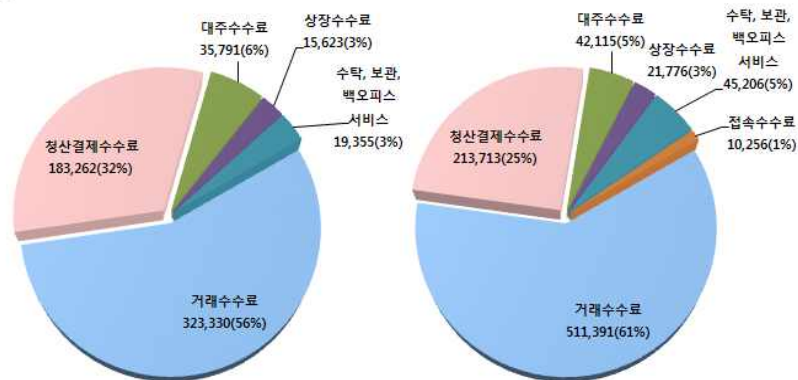
□ BM&FBovespa의 2008년 3/4분기까지의 영업이익은 8억 1,520만헤알로 전년 동기 대비 48.7% 증가했으며, 영업이익률은 66.2%로 전년 동기 대비 9.2%p 증가함

— 총영업수익은 13억 7,210만헤알로 전년 동기 대비 28.0% 증가하였으며, 영업비용은 4억 1,641만헤알로 전년 동기 대비 0.5% 증가하였음

- 2008년 3/4분기까지 Bovespa와 BM&F의 거래 및 결제시스템으로부터의 수익은 각각 8억 4,440만헤알과 4억 6,330만헤알로 전년 동기 대비 각각 46.3% 및 8.9% 증가
- BM&F에서 거래되는 파생계약으로부터의 수익과 Bovespa의 거래수수료 및 청산결제수수료 수익이 전체 수익에서 차지하는 비중은 전년도 동기의 87.9%에서 86.6%로 감소
- 2008년 3/4분기까지의 영업비용은 전체 영업비용에서 차지하는 비중이 가장 높은 인건비와 데이터 처리비용이 전년도 동기 대비 각각 2.4%, 10.6% 증가함으로써 Bovespa와 BM&F의 합병에 따른 다른 영업비용 절감 효과에도 불구하고 소폭 증가하였음

<그림 III-17> Bovespa Segment의 거래 및 결제시스템 수익
(좌: 2007년, 우: 2008년)

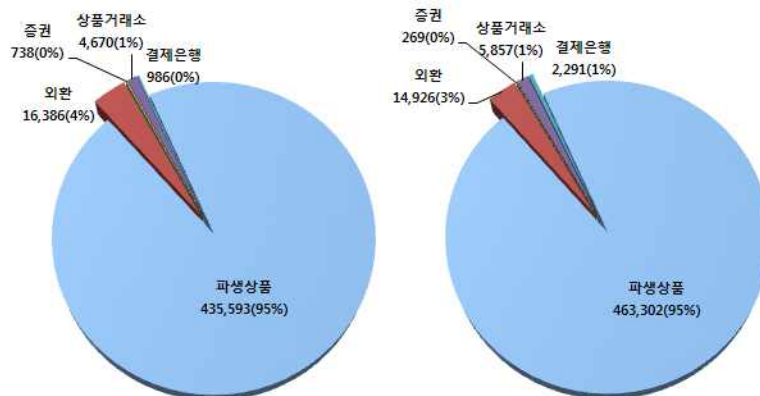
(단위: 천헤알)



자료: BM&FBovespa

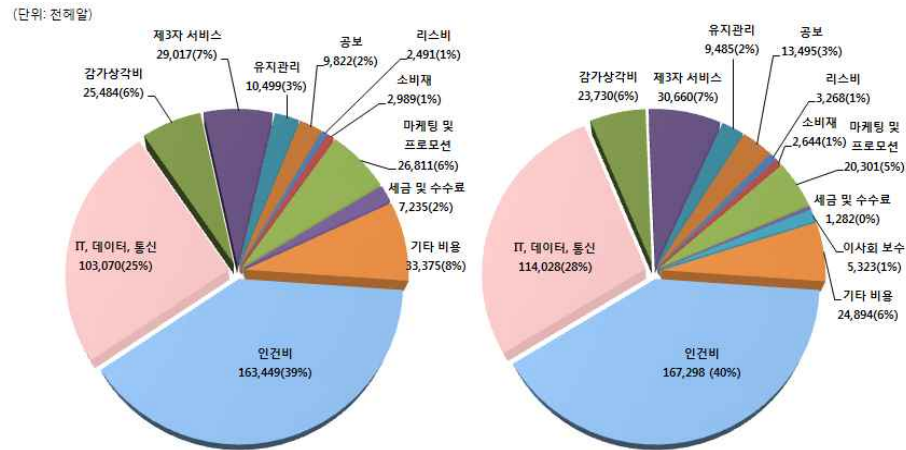
<그림 III-18> BM&F Segment의 거래 및 결제시스템 수익
(좌: 2007년, 우: 2008년)

(단위: 천헤알)



자료: BM&FBovespa

<그림 III-19> BM&FBovespa의 영업비용
(좌: 2007년, 우: 2008년)



자료: BM&FBovespa

□ 최근 BM&FBovespa는 CME Group과 장기적인 전략적 파트너십을 체결하고 주문전달시스템을 연계시킴에 따라 세계적으로 가장 광범위한 파생상품 네트워크의 구축이 가능해 짐

— 2009년 2월 9일부터 CME Group의 상품이 BM&FBovespa의 GTS(Global Trading System) 전자거래플랫폼을 통해 거래가 이루어질 수 있게 됨에 따라 브라질의 고객들은 CME Group의 가장 유동성이 풍부한 선물 및 옵션계약을 직접 이용할 수 있게 됨

- 이보다 앞선 2008년 9월, CME Globex®의 전자거래플랫폼을 통한 BM&F 상품의 주문전달이 가능해진 바 있음
- 또한 앞으로 CME Globex®를 통한 BM&F 상품의 유통이 직접접속(Direct Market Access: DMA)을 통해 이루어질 수 있게 되면, 투자자들은 BM&F의 전자거래시스템을 통해 주문을 직접 제출할 수 있게 됨

- 2008년 초의 주식스왑으로 CME Group과 BM&FBovespa는 상대방 지분의 각각 5.0%와 1.7%를 소유하게 되었으며, 4년간 상대방의 지분을 처분할 수 없는 lock-up 계약을 맺은 상태임

3. 시장 거시구조

가. 규제체계

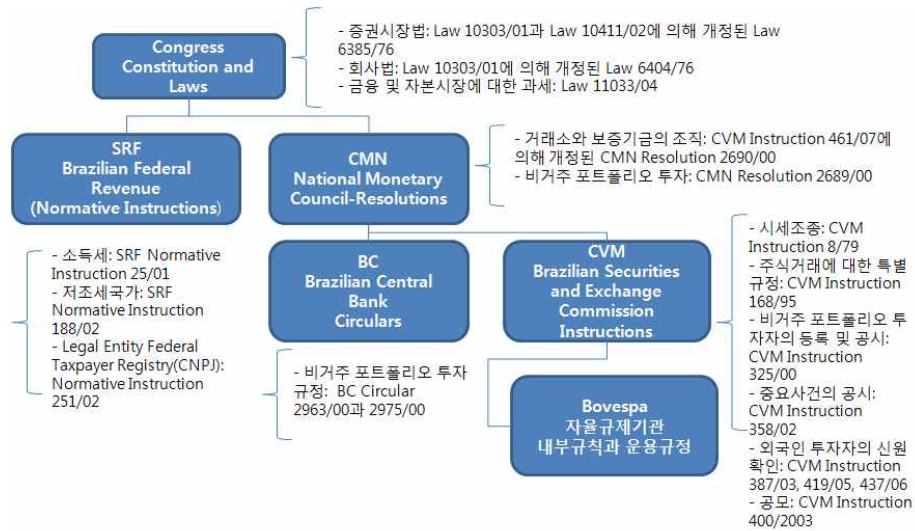
□ 브라질 자본시장을 규율하는 법체계(<그림 III-20>)

- 브라질 자본시장을 규제하는 법규로는 증권시장법, 회사법 및 브라질 증권거래위원회(Comissão de Valores Mobiliários: CVM) 지침이 있음
- 증권시장법(Securities Market Act¹³⁾)
 - CVM, 거래소 및 중개기관(intermediary agents) 규제
 - 증권을 포함한 발행증서(issues) 규제
- 회사법(Corporation Law¹⁴)
 - 주식시장에서 공개적으로 거래되는 기업과 발행인을 규제
- CVM Instruction 461/07
 - CVM의 거래소 기능에 대한 지침(CVM Instruction 461/07)은 기존 국가통화위원회(National Monetary Council, Conselho Monetário Nacional: CMN)의 Resolution 2690/00을 대체하여 거래소의 구조와 기능을 규정
 - 손실 변제에 대한 규칙 지정

13) 법 10303/01에 의해 개정된 법 6385/76

14) 법 10303/01에 의해 개정된 법 6404/76

<그림 III-20> 브라질 자본시장의 법체계



자료: BM&FBovespa

□ 브라질 증권시장의 규제체계

- 브라질 증권시장은 브라질 재무부 산하의 독립 연방기구인 CMN과 CVM에 의해 관리·감독됨
 - 브라질 의회는 증권시장법으로 알려진 1976년의 법률 no. 6385/76에 의해 설립된 CVM의 거래소, 중개회사, 상장기업, 투자자를 포함하는 증권시장의 모든 참여자와 그들의 서비스 및 활동, 증권거래소에 대한 규제권한을 승인함
 - CVM은 시장에서 일어나는 불법행위와 규제위반 주체에 대한 조사, 심사, 처벌에 대한 권한을 가짐
- 2001년에 법 10303 하에서 법 6385/76이 개정되어 자본시장의 구조와 CVM의 지배력이 강화됨
 - 새로운 법률 하에서는 시장조종과 내부자거래를 범죄행위로 규정

□ 자율규제활동

- 브라질의 법체계에 따라 Bovespa는 운영과 관련된 규칙 및 절차를 확립하고 그것에 대한 중개회사, 상장회사, 투자자의 준수여부를 감독하는 자율규제권한을 부여받음
 - Bovespa에 의해 제정된 규칙과 절차뿐 아니라 감독기관에 의해 위임된 규칙을 준수하지 않는 경우(불공정한 관행, 사기행위 또는 시장조작을 포함), Bovespa에 의해 경고, 벌금, 퇴출, 특정역할 수행에 대한 자격박탈 등과 같은 벌칙을 부과 받음
- BSM(Bovespa Market Surveillance)은 높은 독립성을 가진 기능적·재정적 자율조직으로 2007년 10월 1일부터 시장의 분석, 감독, 조사업무를 수행
 - 또한 사기행위, 주문의 잘못된 체결, 또는 기타 사유로 인해 발생한 손실을 투자자에게 배상하기 위한 손실배상체계(Loss Reimbursement Mechanism: MRP)의 관리책임을 가짐
 - MRP 펀드는 브로커에 의해 조성되며, 모든 투자자들은 BSM에 직접적으로 배상청구를 신청할 수 있음
- BSM의 자율규제위원회(Self-Regulation Committee: CSB)
 - 자율규제업무 감독자(director of self-regulatory affairs), Bovespa, CBLC(Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia)¹⁵⁾에 의해 부과된 처벌에 대해 이의가 있을 경우 이를 판정
 - Bovespa, CBLC, 자율규제위원회 회원, 자율규제업무 감독자에 대한 처벌조항을 수립하고 MRP에 대한 투자자들의 배상요구를 판정함

15) 브라질 주식시장에 대한 청산 및 결제업무를 맡고 있는 기관으로 자세한 내용은 후술하기로 함

- MRP와 관련된 판정을 제외하고는 자율규제위원회의 결정은 최종적인 효력을 갖게 되므로 CVM에 추가적으로 항의하더라도 효력이 없음

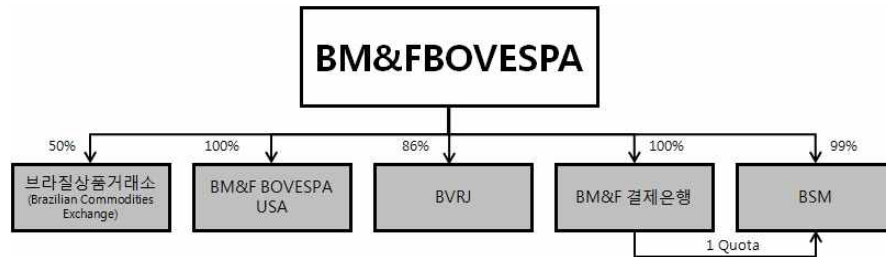
나. 조직체계

□ Bovespa의 소유구조(<그림 III-21>)

- Bovespa는 중개 회원사에 의해 100% 소유되는 상호구조(mutual structure)의 비영리법인 형태였으나, 2007년 10월 국제적인 조류에 따라 기업공개를 위한 소유권의 탈상호화(demutualization)가 이루어짐
 - 소유권의 재편 이후 Bovespa는 Bovespa Holding Group의 자회사가 되었으며, Bovespa Holding Group은 Bovespa와 CBLC의 모든 자본을 소유하고 있는 영리 공개기업이 되었음
 - Bovespa Holding Group은 사회-환경적(socio-environmental) 책임기관인 Bovespa Institute에 대한 지분도 100% 소유함
- Bovespa는 선물거래소인 BM&F와 2008년 5월 합병에 관한 주주승인절차를 완료하고 새로운 거래소인 BM&FBovespa로 새롭게 출범
 - BM&F(Brazilian Mercantile & Futures Exchange)는 1985년 7월 비영리조직으로 설립된 이후 브라질 국내 선물 및 상품시장의 통합에 중요한 역할 담당해 왔음
- BM&F 결제은행은 BM&F에 의해 운영되는 시장 및 시스템 내에서 이루어지는 결제 및 수탁 절차를 용이하게 하기 위해 BM&F의 청산소와 그 참여자인 청산대리인, 상품 브로커, 최종 소비자 등에게 관련 서비스를 제공함

- 리오테자네이로 거래소(Bolsa de Valores do Rio de Janeiro: BVRJ)에는 탄소배출권(carbon credit) 매매의 기반이 되는 전자등록시스템인 'BM&F Carbon Facility'가 갖추어져 있으며, 이를 통해 청정개발사업으로 인증된 프로젝트의 등록이 이루어짐

<그림 III-21> BM&FBovespa의 소유구조



자료: BM&FBovespa

□ Bovespa의 기업지배구조에 따른 상장시장 구분(Novo Mercado, Level 2 and Level 1)

- Bovespa는 높은 기업지배구조 기준¹⁶⁾을 따르는 기업에게만 상장을 허용하는 Novo Mercado를 도입
 - Bovespa는 신규 기업과 신규 투자자를 유인하고 브라질 자본 시장을 발전시키기 위한 엄격한 기업지배구조 규정이 적용되는 상장 특별부(listing segment)의 필요성을 인식하고¹⁷⁾ 이를 2000년 12월에 도입

16) 구체적인 상장요건은 후술하기로 함

17) 불황이던 브라질 자본시장에 대한 개혁 프로그램은 2000년 4월의 라틴아메리카 라운드테이블 포럼에서 시작되었는데, 이 포럼에서 브라질의 뒤떨어진 기업지배구조 수준과 부진한 펀드모집 성과 간에 어느 정도 연관 관계가 있음이 밝혀짐. 포럼의 Private Sector Advisory Group과 Investor Responsibility Taskforce는 주요 자본제공자들과의 상담을 통해 펀드조달에 대한 장벽이 무엇인지, 그리고 투자가 이루어지기 위해 필요한 구체적인 개혁이 무엇인지를 파악하였으며, 이러한 개혁의 결과로 Novo Mercado가 탄생함

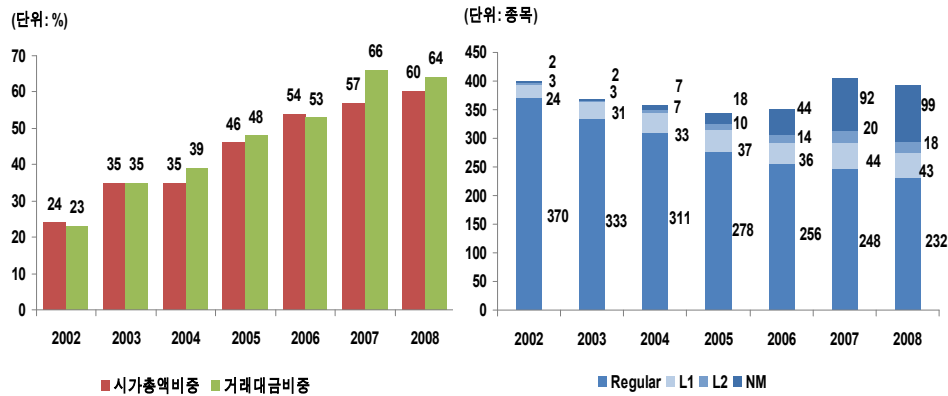
- Novo Mercado의 기업지배구조 규정과 요건은 상법¹⁸⁾에서 정하고 있는 의무 이상의 것으로, 투자자의 위험감소와 기업가치 증진을 목표로 함
 - Novo Mercado 상장기업의 주주들은 분쟁해결을 위한 market arbitration panel과 결합된 높은 수준의 기업지배구조 기준과 투명성을 보장받을 수 있음
 - Novo Mercado 상장기업이 준수해야 하는 전면공시(full disclosure) 의무로 인해 지배주주, 기업경영인 및 시장참여자 간의 정보에 대한 비대칭이 감소됨
 - 기업은 자발적으로 특정 시장에 상장을 유지할 것인지에 대한 결정을 할 수 있으나, 특정한 상장시장에 속하기 위해서는 기업의 최고경영진과 지배주주가 해당시장의 상장규정을 준수한다는 계약을 Bovespa와 맺어야 함
- Bovespa는 모든 기업들이 기업지배구조에 있어서 모범적인 관행을 확립하려는 조치를 지원하기 위해 Level 1과 Level 2라고 하는 기업지배구조의 두 가지 중간 수준을 설정
 - Level 1에 상장된 기업 역시 법에서 요구하는 항목 이외에 포괄적인 재무보고서, 경영진 또는 지배주주의 거래내역, 특수관계자가 포함된 거래내역 등과 같은 추가적인 정보를 공시해야 함
 - Level 2에 상장된 기업도 Novo Mercado의 공시규정을 비롯한 모든 요건을 따라야 하는 것은 동일하나 우선주와 같은 비의결권 주식의 발행이 가능하며, 이것들도 일부의 경우에는 의결권을 가질 수 있음

18) 브라질 국내외 투자자들이 지적하던 브라질 시장 기업지배구조의 주요 문제는 브라질 상법에 의해 공개기업은 자본의 2/3까지를 우선주 형태로 발행할 수 있도록 되어 있기 때문에 의결권 주식 보유자는 전체 기업 주식의 17%만으로도 기업을 지배할 수 있다는 것이었음. 이 밖에 상법으로는 공개기업의 지배권 변동 시 소액주주들을 보호할 수 없다는 문제 등을 지적함

- 2008년 말 기준으로 전체 상장기업수의 41%인 160개사가 Novo Mercado, Level 1 또는 Level 2에 속해 있음(<그림 III-22>)
 - Novo Mercado에 속한 기업은 2007년 급속히 증가하여, 2008년 말 현재 전체 상장기업의 25%인 99개사에 이르고 있음
 - 이들 기업은 전체 상장기업 시가총액의 60%, 전체 거래금액의 64%를 차지하고 있음
- Bovespa는 중소기업들의 브라질 주식시장에 대한 접근성을 보다 용이하게 하기 위해 2008년 1월 장외시장의 특별 상장지부로 Bovespa MAIS를 도입하였으나, 아직까지는 크게 활성화되지 못한 상황임¹⁹⁾
 - 상장기업들은 Novo Mercado에서와 유사한 기업지배구조 및 투명성에 대한 가이드라인을 이행해야 함
 - Bovespa MAIS는 주시장(main market)에 비해 좀 더 중·장기적인 수익을 추구하는 투자자들을 대상으로 함

19) 2009년 2월 현재 'NUTRIPLANT INDUSTRIA E COMERCIO S.A.' 단 1개의 기업만이 상장되어 있음

<그림 III-22> Novo Mercado, Level 1, Level 2의 시가총액비중, 거래대금비중 및 상장종목수 추이



자료: BM&FBovespa

□ Bovespa의 상품에 따른 시장분류(<그림 III-23>)

- Bovespa에서는 브라질 기업들에 의해 발행된 주식뿐만 아니라 옵션, 선도, 선물 등의 파생상품과 외국기업의 주식 등이 거래됨
- 자율규제기관의 거래감독 하에 Bovespa에 의해 운영되는 장외시장에서도 각종 금융상품들이 거래됨

□ 사회·환경 증권거래소(Environmental & Social Investment Exchange: BVS&A)

- Bovespa는 2003년 각종 사회 및 환경 프로젝트를 수행하는 비영리단체 및 사회적 기업의 자금조달을 용이하게 하기 위해 거래소 산하의 사회적 기업을 위한 주식시장을 온라인상에 개설
 - BVS&A는 개설 이후 5년간 71개(완료된 프로젝트 기준)의 프로젝트 수행을 위한 약 550만달러의 자금을 조달

<그림 III-23> Bovespa의 시장별 거래되는 상품



- 주 : 1) Bovespa에서 거래되는 모든 주식을 기초자산으로 하여 이루어지는 선도 계약의 계약기간은 최소 16일에서 최대 999일 사이에서 투자자가 자유로이 선택할 수 있으며, 계약에 대한 결제는 계약의 만료와 함께 CBLC에 의해 이루어지게 됨
- 2) POP(Protected and Participative Investment)는 주식시장에서의 반대 가격변동에 대한 보호가 가능하도록 주식시장에서의 주식매수, 풋옵션 매수, 콜옵션의 부분매도라는 세 가지 작업이 결합된 구조화된 상품으로, 추가하락 시 보호되기를 원하는 수준과 추가상승 시 얻을 수 있는 초과 수익에 대한 비율을 사전에 결정할 수 있음

자료: BM&FBovespa

— BVS&A에 상장되기 위해서는 각종 시민단체들과 전문가들로 구성된 상장심사단의 예비심사를 받아야 함

- 또한, 심사단에 의해 추천된 상장후보는 브라질 정부대표, 유니세프, 유네스코, 언론인, 제3섹터의 교육자들로 구성된 이사회 의 승인을 얻어야 함

4. 시장 미시구조

가. 매매제도

□ 주문 및 매매체결시스템

- Bovespa는 1997년 도입된 전자거래시스템인 MEGA BOLSA를 통해 완전히 전자화된 주문주도형 거래시스템을 구축하고 있음
 - MEGA BOLSA는 전 세계 20여개 국에서 사용 중인 NSC (Nouveau Systeme de Cotation) 시스템의 로컬 버전으로, 프랑스의 Athos Euronext에 의해 발전되었음
 - MEGA BOLSA를 통해 제출된 주문은 최우선 가격/시간 우선 원칙에 따라 0.5초 내에 체결되고 확인됨
- Bovespa는 주문에 대한 어떠한 기술적 제한(최소 또는 최대)을 두고 있지 않음에도 불구하고 브로커리지 회사는 각 투자자의 신용한도에 따라 특정한 거래한도를 설정해 놓고 있음
- MEGA BOLSA에 접속하는 방법으로는 DMA, 소매투자자의 Home Broker를 통한 접속, 기관투자자의 Institutional Connection 등이 있음
 - DMA는 개인투자자나 기관투자자들이 주문을 Bovespa의 주문장(order book)으로 직접 보낼 수 있게 해주며, 이러한 DMA를 통해 전체 거래의 35%가 이루어지고 있음
 - Home Broker는 1999년 개인(소매)투자자가 주식 및 옵션시장에 접속할 수 있도록 개발된 인터넷 기반 거래시스템²⁰⁾으로,

20) 투자자는 중개회사의 웹사이트에 접속되어 있는 인터넷을 통해 즉각적이거나 프로그램화된 주문이 이루어질 수 있도록 MEGA BOLSA에 주문을

23만 명의 투자자가 Home Broker를 통해 주문을 제출하고 있으며, 이를 통해 이루어지는 거래가 전체 거래량에서 차지하는 비중은 31%에 이릅니다

- 기관투자자는 Institutional Connection이라고 알려진 메커니즘을 통해 Bovespa의 주문장에 직접 주문을 제출할 수 있음²¹⁾

— 직접접속 뿐만 아니라 브로커를 통해 MEGA BOLSA에 접속하는 STP(Straight Through Processing)가 적용됨

- 주문의 입력부터 체결, 그리고 청산·결제까지 STP 방식으로 처리
- Bovespa는 브로커와 MEGA BOLSA 사이의 안전한 연결장치를 운영하고 있으며, 브로커는 그들의 웹사이트 상에서 소매투자자 또는 기관투자자에게 필요한 기능을 제공

□ Bovespa와 CBLC는 재해가 발생했을 경우 24시간의 거래 및 시스템 연속성을 보장하기 위하여 시장에 백업(back-up)사이트를 제공하는 외부 비상대책설비(external contingency unit)를 두고 있음

- 백업 사이트는 국제증권기준을 따르며, 거래를 위한 백업 플랫폼, 지원을 수행하기 위한 백오피스, 관리 및 집행기능을 가지고 있음
- 거래소에서 체결된 거래와 관련된 모든 데이터는 주사무실 건물과 분리된 원거리통신 및 전력시설망에 위치해 있는 운영센터와 백업사이트에 실시간으로 저장됨

보낼 수 있으며, 중개회사는 고객들에게 그들의 포트폴리오 포지션, 주가, 시장보고서, 기타 서비스에 접근할 수 있는 웹페이지를 제공함

21) 브로커는 기관투자자 고객들이 MEGA BOLSA 터미널을 소유할 수 있도록 자동화된 연결장치를 제공함. Home Broker를 통한 거래의 경우처럼 기관투자자의 주문은 브로커를 거치게 되는데, 이때 브로커는 각 투자자에 대한 운영상의 한도를 결정하고 Bovespa의 주문장으로 주문을 전달하게 됨

□ 매매체결방식

- 주문장을 통한 연속경쟁매매방식
- 가격/시간 우선원칙에 따라 체결됨

□ 시장조성자

- Bovespa에서 거래되는 일부 자산의 경우에는 유동성을 보장하기 위해 시장조성자를 활용하기도 하나, 시장 자체에서 시장조성자를 강제하고 있지는 않음²²⁾
 - 시장조성자는 특정 자산의 거래를 위한 참고가격을 제공하고 유동성을 개선시켜, 투자자들이 원할 경우 그들의 포지션을 정리할 수 있도록 해줌
 - 시장조성자의 주문도 다른 주문들과 동등하게 경합하며, 이는 시장조성자도 어떠한 체결특권이나 가시성(visibility) 측면의 특권을 가지고 있지 않음
- 증권브로커, 증권딜러, 은행(복합은행 또는 투자은행)이 시장조성자의 업무를 수행할 수 있으며, 시장조성자로 인가받기 위해서는 모든 지원서를 거래소로 정식 제출해야 함
 - 거래소는 시장조성자에게 부여하는 인증의 유효기간을 설정하고 독립적인 재량에 따라 갱신할 수 있음
 - 거래소는 새롭게 인가받은 시장조성자 및 인가의 효력이 종결 예정인 시장조성자를 포함한 시장에서 활동중인 시장조성자의 내역을 매일 공표함

22) 2009년 2월 현재 76개의 주식과 5개의 채권이 시장조성자를 활용하고 있음

□ 거래시간(<표 III-2>)

- Bovespa의 정규거래시간 중 계속매매(continuous trading) 구간은 오전 10시부터 오후 5시까지이며, 쉼터타임 기간에는 한 시간씩 조정되어 적용됨
 - 15분간의 개장 전 단계에서는 시초가결정을 위한 주문의 제출이 이루어지며(opening call), 이 단계에서 거래가 이루어지지 않은 주식의 시가는 개장 후 거래의 가격이 됨
 - 가상의(hypothetical) Bovespa 지수 및 IBrX100 지수 포트폴리오에 포함된 모든 주식에 대해서는 그날 종가에 대한 보다 투명한 기준 제공을 위해 마지막 5분간의 closing call이 이루어짐
- 시간외거래세션(after-market)은 투자자들의 시장접근성을 높이기 위해 거래시간을 연장시킨 것
 - After-market 거래는 주식시장(cash market)만을 대상으로 하며, 주식의 유동성을 근거로 설정된 거래량 한도의 적용을 받음

<표 III-2> Bovespa의 거래시간

구분	거래시간
정규거래시간	- 오전 9:45~10:00(pre-opening fixing): 이론적 시초가 계산을 위한 주문의 제출 - 오전 10:00~오후 5:00(접속매매구간): 모든 시장에서 거래되는 주식 대상 - 오후 4:55~5:00(closing call): Bovespa 지수를 구성하는 모든 주식과 높은 유동성의 옵션시리즈 대상
장종료후거래세션 ¹⁾ (after-market)	- 오후 5:30~5:45: 개장전 단계(pre-opening phase)로 정규거래시간에 등록된 매수 및 매도 주문의 취소 가능 - 오후 5:45~7:00: 거래단계(trading phase)
주식옵션의 행사	a) 만기일 이전 - 오전 10:00~오후 4:00: blocking & exercise b) 만기일 - 오전 10:00~11:00: blocking - 오전 11:00~오후 1:00: exercise & blocking
지수옵션의 행사	a) 만기일 이전 - 오전 10:00~오후 1:00: blocking & exercise b) 만기일 - 오전 10:00~오후 1:00: blocking - 오후 1:00~오후 5:00: exercise & blocking
장외시장/SOMA ²⁾	- 오전 9:45~10:00(pre-opening fixing) - 오전 10:00~오후 5:00(접속매매구간) - 비접속매매: 특정 주식에 개별적인 매매시간 부여
거래의 정정 ³⁾	오후 7:00까지

- 주 : 1) 섬머타임 적용 기간에는 오후 6시 30분부터 오후 7시 30분까지 운영됨
 2) SOMA는 Bovespa에 의해 관리되는 장외 거래 시장으로, 거래소에 일반적으로 적용되는 규정과는 다른 규정이 적용되며, 따라서 장외시장에서의 중개서비스는 브로커 회원뿐만 아니라 은행과 증권회사와 같은 금융기관에 의해서도 이루어짐. 거래되는 상품은 주식, 회사채, REIT, 폐쇄형 펀드, FIDC(receivables investment funds), CRI(real estate-backed securities) 등이 있음
 3) 섬머타임 적용 기간에는 오후 7시 30분까지 가능함

자료: BM&FBovespa

- 주가는 정규거래시간에 결정된 종가의 $\pm 2\%$ 범위 내에서 변동 가능하며, 체결된 거래의 가격은 Bovespa 지수 산정시 또는 다음 거래일의 시초가 결정시 고려되지 않음

□ 거래단위(trading lots)와 틱사이즈

- 자산의 최소 거래자산수(round lots)의 배수가 될 수 있으며, 주식시장에서는 단주(odd lots)로도 거래가능
 - Bovespa의 일일정보 간행물에 주기적으로 자산의 목록 및 관련 최소거래자산수가 고시됨
- 최소가격변동단위는 0.01헤알

□ 거래의 투명성

- 사전 투명성(pre-trade transparency): 주문장의 완전한 투명성을 원칙으로 하며, 따라서 모든 주문은 실시간으로 표시되어야 함
- 사후 투명성(post-trade transparency): Bovespa는 모든 거래 데이터의 실시간 공개를 원칙으로 함
 - 거래와 관련된 시장 데이터(최근 가격, 고가, 저가, 일중 변동)는 Bovespa의 시장 데이터피드를 통해 데이터 판매자가 사용할 수 있게 되어야함

□ 주문의 유형

- 제출 가능한 주문의 유형으로는 시장가주문, 지정가주문, managed order, 재량주문(discretionary order), order for funding, 가격역지정주문(stop-order), matched order, iceberg order 등이 있으며, 공매(short selling)와 day-trade operation이 허용

- Managed order: 투자자는 매입 또는 매도하려고 하는 증권이나 권리의 양과 특성을 조건으로 지정하며, 거래의 체결은 중개회사의 기준에 따라 이루어짐
- 재량주문: 포트폴리오와 증권을 관리하는 개인이나 기업체 또는 하나 이상 고객의 대리인이 주문이 체결될 조건을 지정하며, 일단 주문이 체결되면 브로커는 투자자의 이름, 주식 또는 증권의 양, 가격 등을 표시하게 됨
- Matched order: 투자자가 정의한 각기 다른 증권의 매도주문 및 매수주문 모두가 이행될 수 있을 경우에만 주문이 체결되며, 투자자는 먼저 체결되길 원하는 거래를 조건으로 지정 가능
- Financing order: 투자자는 특정 증권에 대한 매수 또는 매도를 결제일이 다른 동일 증권의 매도 또는 매수와 동시에 요청할 수 있음
- On-stop order: 투자자는 주문이 체결되기 시작하는 가격수준을 조건으로 지정하며, 이때 매수 on-stop order의 경우 가격이 상승하여 정해진 가격 또는 그 가격 이상에서 거래가 일어날 때 주문이 체결되며, 매도 on-stop order의 경우는 가격하락시 stop price 이하에서 거래가 일어나면 주문이 체결됨

□ 거래비용

- 거래소와 장외시장에서 수행되는 거래에 대해 중개회사의 중개수수료와 거래소의 거래수수료가 부과됨
- 중개수수료는 중개회사와 그들의 고객간에 자유로이 정할 수 있음
 - 평균적으로 투자금액의 2.7%에서 0.5% 수준의 수수료를 부과하고 있으며, 인터넷을 통한 거래의 경우는 평균 0.5% 수준의 수수료 부과

- 일반적인 투자자가 거래소에 지불해야 하는 수수료는 매수 또는 매도금액의 0.027%(당일매매 0.019%)이며, CBLC에게도 0.008%(당일매매 0.006%)의 수수료를 지불(<표 III-3>)
- 거래소와 CBLC가 투자펀드 또는 투자클럽(investment club)에 부과하는 수수료는 각각 0.019%, 0.006% 수준으로 일반 투자자에 부과하는 수수료에 비해서는 낮은 수준임
- 선도시장에서는 합의된 거래금액에 따라, 옵션시장에서는 프리미엄과 옵션행사시의 행사가격에 따라, 주식선물시장에서는 계약수에 전일 결제가격을 곱한 금액에 따라 수수료 부과

<표 III-3> 일반적 투자자의 주식시장 거래에 대한 수수료

(단위: %)

	Bovespa 수수료	CBLC수수료		합계
		결제	기록	
I. 주식시장				
Final	0.027	0.008	-	0.035
Day-trade	0.019	0.006	-	0.025
Excercise of written positions of call options	0.019	0.006	-	0.025
Excercise of index options- on the spread	0.027	0.008	-	0.035
II. 옵션시장				
Final	0.057	0.008	0.07	0.135
Day-trade	0.025	0.006	0.014	0.045
Box-4 ends(at the opening position on the total premium)	0.0285	0.008	0.0035	0.040
III. 지수옵션시장				
Final	0.032	0.008	0.045	0.085
Day-trade	0.025	0.006	0.014	0.045
IV. 선물시장				
Final	0.0087	0.0017	0.0076	0.018
Day-trade	0.0061	0.0017	0.0015	0.009
V. 선도시장				
Final	0.031	0.006	0.028	0.065
VI. POP				
Final	0.025	0.010	-	0.035
Day-trade	0.019	0.006	-	0.025

자료: BM&FBovespa

- CVM의 Instruction no.168과 Bovespa 자체의 규정에서 주식가격에 대한 일일가격제한폭(price fluctuation limits)을 정의하고 있음
 - 주가가 직전 거래가격 또는 전일종가 대비 일정폭²³⁾ 이상 변동할 경우 해당 주식의 거래가 중단되고 단일가 매매로 전환됨
 - 관측된 변동의 폭이 클수록 단일가 매매의 시간도 길어짐
 - 단일가 매매에 의해 정해진 가격은 등록되며(registered) 주식의 거래는 재개됨

- 추가적인 시장 안정화 장치로 매매정지 제도(trading halts)와 서킷브레이커(circuit breakers) 제도를 둠
 - Bovespa는 특정주식에 대해 다음과 같은 사유가 발생했을 때 매매정지를 실행할 수 있음
 - 파산, 사법적 또는 사법외적제재에 의한 개편 등 발행자로부터 야기된 비정상적인 상황
 - 증권거래위원회의 결정
 - 발행자가 어떤 중요 정보를 제대로 공시하지 못해 야기된 정보비대칭
 - 1997년 채택된 서킷브레이커 시스템에 따라 이전 거래 세션 종료 시점의 IBovespa를 기준으로 시장의 큰 하락이 있을 경우 작동됨
 - 지수가 10% 하락시 30분간, 5% 추가 하락시에는 추가적으로 1 시간동안 거래가 정지됨
 - 단, 장 종료 30분전부터는 거래가 정지되지 않음

23) 대부분의 유동주식에 대해서는 3% 변동이 발동조건으로 충분함

□ 공매도의 허용

- CBLC는 Bovespa에서 거래되는 주식 및 채권의 대차거래를 집중화시키기 위한 시스템으로 1996년부터 증권대여프로그램(Banco de Títulos da CBLC: BTC)을 운영하고 있음²⁴⁾
 - 1980년대 후반 여러 국제기구²⁵⁾에서 증권대여 프로그램이 증권결제시장의 효율성을 제고하고 관련 위험을 감소시킨다고 권고함에 따라 CBLC의 전신인 Calispa S.A.는 증권대여 프로그램을 도입함
- CBLC는 모든 거래의 중앙결제상대방으로서 대여가능 주식, 담보 조건, 포지션 한도 등에 대한 엄격한 규정²⁶⁾과 위험관리 메커니즘을 채택하고 있음
 - 증권 대차거래가 가능한 증권은 Bovespa에 상장된 증권으로, CBLC에 예탁되어 있어야 하며, 유통을 제한하는 담보권이 설정되어 있지 않아야 함
 - 담보로서 CBLC가 인정한 자산²⁷⁾은 한 달에 한 번 검토되며, 설정해야 하는 담보액은 계약금액의 100%에 각 증권별로 설정된 margin interval(연속적인 2 거래일동안 변동 가능한 수준)을 더한 값이 됨

24) 브라질 최초의 증권대여 행위는 1970년대 장외시장에서 개별적으로 행해졌으며, 관련 규정이 발표된 1980년대에는 몇몇 브로커와 수탁은행이 자신들의 고객만을 대상으로 증권대여 서비스를 제공하기도 했음. 그러나 시장의 수요를 충족시키기엔 매우 부족하였음

25) BIS(Bank for International Settlements), G30, FIBV(World Federation of Stock Exchanges), ISSA(International Securities Services Association) 등의 기관이 해당됨

26) 자세한 내용은 CBLC Regulations and Operational Procedures을 참조 바람

27) 담보로서 가능한 자산은 브라질 해알화, 정부채권, 회사채, 해외시장에서 거래되는 국제적인 자산, Bovespa 지수에 포함되는 주식 등이 있음

- CBLC는 CVM no.283/98에 따라 포지션에 대한 최대한도를 정하고 있는데, 투자자는 유통주식수의 3.0%를, 브로커는 6.5%를 초과할 수 없음

나. 청산·결제제도

□ Bovespa는 1997년에 청산소인 CBLC를 설립하여 전체 브라질 주식시장의 거래에 대한 청산 및 결제업무를 수행하도록 하고 있음

- 증권 소유권의 양도와 관련 금액의 지급 및 수령은 CBLC에 의해 중계되며, 이때 CBLC는 증권결제시스템(Securities Settlement System: SSS)과 중앙결제상대방(Central Counterparty: CCP)의 역할을 수행함
- CBLC의 기술적인 인프라는 Bovespa의 거래시스템과 청산소를 STP를 통해 실시간으로 연결시켜줌
 - Bovespa에서 체결된 거래는 결제를 위해 CBLC에 lock-in되며, CBLC는 모든 거래에 대해 청산대리인(clearing agent)에 대한 상대방이 됨
 - 증권 소유권의 양도 및 관련 금액의 지급·수취는 현물결제(physical settlement)와 금융결제(financial settlement)의 두 과정으로 구성됨

□ 결제주기

- 보통 주식의 결제주기는 T+3일이며, 옵션프리미엄은 T+1일에 결제
 - 선물거래의 경우 계좌의 일일정산은 T+1일, 결제일은 만기일의 T+3일이며, 선도거래의 결제일은 만기일인 T+n일임

- CVM은 모든 거래가 수익적 소유자(실제 소유자)에 배정되도록 요구하고 있음

다. 상장제도

□ Bovespa는 강력한 상장규정을 가지고 있지 않으며, 상장기업에 대한 규칙들을 수립하는 데 있어 대부분 CVM에 의존하고 있음

— 투자가에 주식을 공개하려는 기업, 즉 상장기업은 CVM에 상장기업(sociedade de capital aberta)으로 등록을 신청해야 함

- 정관, IR 담당자를 지정하는 회의의 의사록, 직전 3 회계연도에 대한 감사재무제표를 포함하는 서류 및 정보를 제출해야 하며, CVM에 등록하는데 보통 30~120일 정도 소요됨
- 거래소 또는 장외시장에서의 해당 증권의 거래가 승인나기 이전 CVM에 제출한 것과 동일한 서류가 제출되어야 함

□ Novo Mercado 상장기준 및 유지요건은 일반적인 요건보다 엄격

— 기업의 산업구분 또는 규모에 의한 진입제한은 없음

- 단, 기업공개, 신주발행(primary offer), 기발행증권의 매출(secondary offer) 시 그 규모가 최소 천만헤알이 되어야 함
- 기업공개 및 신주발행 후 주요 주주는 6개월간 자신의 지분을 매도하지 못하며, 그 이후 6개월 동안은 보유지분의 40%까지만 매도가 가능함(lock-up period)

— 주주권리 관련 요건

- Novo Mercado에 상장된 기업은 보통주와 같이 한 주당 하나의 의결권을 갖는 주식만 발행 가능(one share, one vote)

- 모든 주주에게 tag along right 부여

— 높은 수준의 공시관련 규정의 준수

- 미국 GAAP 또는 국제회계기준(International Accounting Standards: IAS)에 따라 작성된 연간 재무제표를 국제재무보고 기준(International Financial Reporting Standards: IFRS) 또는 미국 GAAP에 의거하여 공시
- 영문버전을 포함한 세부적인 분기보고서(Improved Quarterly Reports: ITRs), 결합재무제표, 현금흐름표 공시
- 특수관계자의 거래내역 공시
- 경영진과 지배주주가 보유하고 있는 지분내역 및 그들의 거래 내역 공시

— 기타 상장요건

- 이사회는 최소 5명(최소 20%는 독립적 이사)으로 구성되며, 이들의 임기는 최대 2년
- 주식분산을 위해 최소유통비율 25%와 공모시 특별절차 채택²⁸⁾
- 분쟁 해결을 위한 중재위원회의 운영

□ Level 2에 상장되기 위해서는 Level 1 상장을 위한 요건²⁹⁾ 이외에 기업지배구조 관행과 소액주주 권리에 관한 보다 폭 넓은 요건을 채택하고 준수해야 함

28) 공모물량의 최소 10%는 개인 및 비기관 투자자에게 배정해야 함

29) Level 1의 주요 상장요건 및 상장유지 요건으로는 주식분산을 위한 최소 유통비율 25% 유지 및 공모시 특별절차 채택요건, 결합재무제표를 포함한 ITRs의 공시요건, 지배주주 지분에 대한 거래내역 월별 공시요건, 기업의 연중행사 일정 공시 등이 있음

- Novo Mercado와 차별되는 점은 주총에서 심의된 기업의 결합, 스톡오프³⁰⁾ 및 흡수합병, 동일 지주그룹에 속한 기업간의 계약의 승인과 같은 상황에서는 우선주에 의결권 부여가 가능하다는 것임
- 연간 재무제표의 공시의무, 이사회 구성 및 임기 요건, tag along right 부여 요건³¹⁾, 상장폐지 시 공개매수요건, 중재위원회 운영 요건 등은 Novo Mercado의 요건과 동일함

□ Bovespa의 상장폐지 절차

- Novo Mercado로부터의 상장폐지
 - 상장폐지안이 주주총회에서 승인되고 상장폐지 30일 전 Bovespa에 서면으로 통지되어야 함
 - 그러나 이것이 Bovespa에 상장된 공개회사(public-held company)로서의 지위상실을 의미하지는 않음
- Novo Mercado로부터의 상장폐지가 Novo Mercado 밖에서의 거래를 위한 증권의 등록 때문이라면 지배주주는 다른 주주들의 주식을 획득하기 위한 공개매수에 나서야 함
 - 이와 관련한 정보는 상장폐지가 주주총회에서 승인된 후 즉각적으로 Bovespa에 통보되어야 하며 시장에 공시되어야 함
- Novo Mercado로부터의 상장폐지가 공개기업으로서의 등록취소에 의한 것이라면 법에서 요구하는 모든 절차를 따라야 하며, 최소한 주식의 경제적 가치에 의거하여 공개매수가 이루어져야 함
 - 단, 상장폐지 승인을 위한 주주총회는 필요하지 않음

30) 주식회사 조직의 재편성 방법으로 모회사에서 분리 또는 독립한 자회사의 주식을 모회사의 주주에게 배분하는 것을 말함

31) Level 2에서는 의결권이 없거나 제한된 우선주의 보유 주주들에게도 보통주 주주들에게 제시된 가격의 80% 이상을 보장해 주어야 함

- 기업이 재편성(reorganization) 이후 상장유지조건을 만족하지 못해 Novo Mercado로부터 상장폐지 되어야 하는 경우 지배주주는 다른 주주들의 주식획득을 위한 공개매수에 나서야 함
 - 공개매수 가격수준은 최소 경제적 가치에 준해야 하며, 관련 정보는 주주총회에서 기업 재편성이 승인된 후 즉각적으로 거래소와 시장에 알려져야 함

라. 공시제도

□ 주요 공시 요건

- 공개기업이 보고한 모든 정보는 대중이 즉각적으로 이용할 수 있도록 CVM과 Bovespa의 웹사이트 내 전자공시시스템을 통해 제공됨
 - 경영보고서와 감사인의 의견을 포함한 연간 재무제표, 감사인의 제한적인 수정을 거친 분기보고서, 월간 내부거래내역, 5% 이상 지분의 취득 또는 처분 내역
 - 중요 정보에 대한 의무공시 정책과 공정공시 원칙에 따라 가격에 민감한 영향을 줄 수 있는 정보의 공시
- 브라질 GAAP은 IFRS로의 수렴과정에 있음
 - 2007년 7월 13일의 CVM Rule 457에 의하면 연결재무제표는 2010년부터 국제회계기준위원회(International Accounting Standards Board: IASB)의 국제회계기준을 따라야 함(2007년부터는 자발적)

□ 투자자 공시요건

- 모든 투자자(국내 또는 국제)는 상장종목에 대한 보유지분이 5%에 이르게 되면 CVM에 신고해야 함
 - 5% 이후 각 증가분 또한 보고되어야 하며, 이러한 요건은 거래소에 상장된 모든 기업에 대해 적용됨

□ 상장 수준에 따른 공시 요건(<표 III-4>)

- 상법에 의해 모든 기업은 브라질 GAAP에 의거한 분기 및 연간 재무제표, 주주계약서(shareholder's agreement), 스톡옵션플랜(stock options plans) 등의 필수정보를 공시해야 함
- Level 1에 속한 기업은 상법에서 정한 요건 외에 분기 및 연간 현금흐름표, 특수관계인 거래내역 등을 공시해야 하며, 매년 1월에는 기업의 연간 주요 행사에 대한 안건을 공개하고, 매월 기업 주식에 대한 내부자 거래내역을 공시해야 함
- Novo Mercado와 Level 2에 속한 기업은 Level 1과 상법에서 정한 요건 외에 IFRS 또는 미국 GAAP에 의거하여 분기 및 연간 재무제표를 공시해야 하는 요건을 충족해야 함

<표 III-4> Bovespa의 상장수준에 따른 공시 및 지배구조 요건

	Regular	Level1	Level2	Novo Mercado
공시요건				
기업과 특수관계인(related parties)간의 합의	×	○	○	○
종업원, 이사, 재정임원에 의한 회사내 거래	×	○	○	○
감사역(controller), 이사, 재정임원이 보유하고 있는 주식	×	○	○	○
회사가 발행한 주식	×	○	○	○
현금흐름표	×	○	○	○
결합분기재무제표(기업이 결합 연례보고서를 제출하는 경우)	×	○	○	○
US GAAP 또는 IFRS를 따르는 재무제표	×	×	○	○
영문 재무제표	×	×	○	○
애널리스트들과의 미팅(최소 1년에 한번) ¹⁾	×	○	○	○
기업의 연중 행사표	×	○	○	○
보통주의 발행만 허용	×	×	×	○
최소유통비율 25%	×	○	○	○
이사회				
독립적인 이사의 구성 비중	×	×	20%	20%
임기보장, 최대 2년	×	×	○	○
지배구조 요건				
우선주에 의결권 부여	×	×	○	관련×
경제적가치에 의거한 소주주주의 강제퇴출(freeze-out)	×	×	○	○
소액 보통주 주주들에 대한 tag along rights 부여, 100% 가격보장	×	×	○	○
우선주 주주들에게 tag along rights 부여, 최소 80% 가격보장	×	×	○	관련×
중재를 신청한 주주들과의 분쟁	×	×	○	○

주 : 1) 기업과 임원급 관리자(senior manager)는 기업의 경제 및 재무적 상황과 계획, 전망에 대한 정보를 공개하기 위해 최소 1년에 한번은 애널리스트 및 이해관계자들과 미팅을 가져야 함

자료: Gorge et al.(2008)

- 장외시장의 Bovespa MAIS에 속한 기업들도 현금흐름표를 포함한 분기 및 연간 재무제표, 세부적인 ITRs, 연간 주요행사, 내부 거래내역 등을 공시해야 함

마. 외국인 투자

□ 외국자본투자 포트폴리오 관련 규정

- 법률 no. 4131은 브라질에 대한 해외자본투자와 관련된 모든 규칙을 규정하고 있음
- 외국자본의 투자는 1991년 5월 31일 처음으로 허가되었으며, 2000년 초 National Monetary Council은 결의안 2689를 발표하면서 국내투자자들의 투자가 가능한 모든 투자상품에 외국인투자자의 투자를 허용하여 비거주(non-resident) 투자에 대한 제약을 철폐함
- 또한, 새로운 법령은 개인에 의한 투자를 정식으로 허용했으며, 운영상의 절차를 간소화함
- 결의안 2689/2000의 주요 내용은 다음과 같음
 - 개인 및 기관투자자의 브라질 자본시장에 대한 투자 허용
 - 비거주자도 주식, 채권, 파생상품시장 및 거주자에 허용된 다른 투자방식에 대한 투자가 가능하며, 포트폴리오 구성과 시장 간 자산의 이동에 대한 제약이 철폐됨
 - 비거주 투자자는 법률·재정 대리인과 정보요건 충족의무 및 중앙은행과 증권위원회에의 등록의무를 이행할 관리자를 선택해야 할 의무가 있음

- 증권뿐 아니라 다른 형태의 금융상품도 적절한 승인기관 또는 브라질 증권거래위원회 또는 브라질 중앙은행이 인가한 등록, 결제 또는 수탁기관의 예금계좌에 등록, 수탁되어야 함

□ 투자펀드, 배당, 수익의 본국송금

- 자본이득, 배당, 이자의 국외 송금에 대한 제약은 없음
 - 외국인 직접투자자와 간접투자자는 자유로이 본국송금 가능
 - 브라질 국내로의 송금과 국외 송금은 중앙은행에 등록해야 함
 - 외국인투자자의 현지 관리자는 필요에 따라 관련당국에 거래 내역을 보고해야 함

□ 외국인 자본투자 포트폴리오의 과세

- 현행 법률에 따르면 외국인투자자의 거주지가 조세피난처 또는 저조세국가가 아니라면 이들의 주식과 파생상품에 대한 자본이득세가 면제됨
- 외국인투자자에 대한 과세 내용을 요약하면 다음과 같음
 - 자본이득과 배당금 수익: 면세
 - 자기자본에 대한 이자(interest on stockholder's equity)³²⁾: 15%
 - 채권운용(fixed income operation)으로부터의 투자수익 또는 기타 수익: 15%

32) 법인은 자기자본에 대한 이자소득을 주주에게 배당할 수 있는데, 배당이 그 해 사업이익을 배분하는 것인데 비해 자기자본에 대한 이자배분은 그 전년 기간중에 법인에 유보했던 누적이익을 배분하는 것임. 자기자본에 대한 이자는 중앙은행이 4개월마다 발표하는 장기이자율을 근거로 산정되며, 배당금과 달리 자기자본에 대한 이자배당에 대해서는 조세당국이 이자배당을 일종의 금융비용으로 간주하기 때문에 15%의 원천세를 부과하게 됨

- 주식펀드, 스왑조작, 거래소 이외에 미래결제(future settlement) 기능을 가진 시장에서 운영되는 영업활동: 10%

바. 시세조종에 대한 규제

□ CVM Instruction 8/79에서는 증권시장의 참가자들이 시세조종, 부정한 조작, 불공정 행위에 참여함으로써 증권의 인위적인 수요·공급 상황 또는 가격을 조성하는 행위를 금지하고 있음

— 상기 규정을 위반했을 경우에는 심각한 위법행위로 간주되어 Law No. 6.385/76에 명시되어 있는 벌칙을 부과 받음

- 경고 또는 벌금³³⁾의 부과
- 공개기업 법정감사위원회의 관리자 또는 회원, 분배시스템(distribution system)담당업체, 또는 CVM에 등록하거나 CVM으로부터 허가를 받아야 하는 기타 주체의 자격정지(suspension) 또는 최대 20년간의 한시적인 자격박탈(temporary disqualification)
- 동법에서 다루고 있는 행위의 이행을 위한 인가 및 등록의 자격정지
- 동법에서 다루고 있는 행위를 수행하기 위한 등록 또는 인가의 취소

33) 벌금은 50만헤알, 발행된 증권금액 또는 irregular operation에 해당하는 금액의 50%, 규정을 위반함으로써 획득한 이익 또는 회피한 손실의 세배에 해당하는 금액 중 가장 큰 금액을 넘지 못하나, 벌금 부과 후에도 위법행위가 반복되었을 경우는 세배까지 늘어난 벌금이 부과되거나 자격정지 등의 더욱 엄중한 벌칙이 주어짐

5. 시사점

- 브라질은 지배구조의 수준에 따라 board를 구분하는 제도를 채택
 - Novo Mercado 등은 증권거래소가 상장기업의 신뢰도 제고를 위해 특별히 만든 시장으로, 상장조건으로서 주주의 권리, 이사회 구성, 공시와 이해상충에 관한 엄격한 기업지배구조 기준을 요구
 - 전통적인 상장시장으로부터 Novo Mercado로 이전한 기업들은 일반적으로 보다 높은 재무적 성과와 함께 지배비용의 절감 및 유동성 제고 효과를 거둘 수 있었음³⁴⁾
 - 거래소는 이와 같은 board 구분을 통해 기업이 복잡한 글로벌 자본시장에서 자금조달상의 우위를 점하고 기업가치를 제고시켜 나갈 수 있는 경쟁모델을 제시
- 브라질 금융시장의 역사나 자본시장의 규모에 비해 주식시장의 발달이 미약한 편인데 반해 파생상품시장은 다른 신흥시장 국가들에 비해 크게 발달되어 있음
 - 과거 금융시장 개방 당시부터 주요기업들이 대부분 국영기업이었으며, 민간기업의 경우도 소유구조가 폐쇄적이었기³⁵⁾때문에 주식시장의 발달이 미진하였음

34) 자세한 내용은 Carvalho(2003)와 Carvalho and Pennacchi(2005) 등을 참조하기 바람

35) 이는 과거 사유재산의 보호장치가 미흡하고 관련 법 절차가 오래 걸렸기 때문이며, 이로 인해 2~3년 전만 하더라도 Bovespa에 상장된 기업 중 80% 이상이 1인 대주주 기업이었으며, 기업들은 경영권을 침해당하지 않기 위해 보통주보다 우선주를 발행하는 경우가 많았음(조선일보, 2006. 12. 1)

— 한편, 파생상품시장은 해외 선진거래소와의 전략적인 협력관계 구축을 통해 국제적인 경쟁력을 확보하는 등 글로벌 파생상품 거래소로의 위상을 더욱 공고히 하고 있음

- 이미 세계에서 가장 경쟁력 있는 파생상품시장 중 하나인 BM&F는 세계 1위의 파생상품 거래소인 CME Group과의 주 문전달시스템 연계를 통해 투자자의 편의성 및 파생상품의 국제적 인지도를 확보하게 됨

□ 대외충격의 최소화가 가능한 브라질 경제의 구조적인 강점을 바탕으로 주식시장 역시 여타 시장에 비해 조정폭이 제한되는 모습을 보임

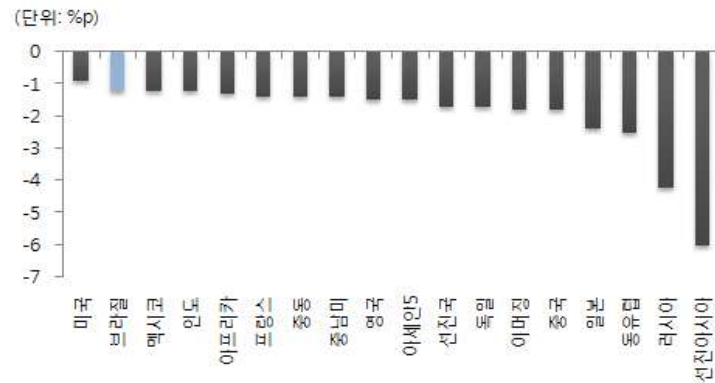
— 글로벌 경제불안과 급격한 경제둔화에도 불구하고, 여타 신흥시장 국가에 비해 양호한 경제 펀더멘털을 기초로 한 중장기적인 성장동력은 유효할 것으로 판단됨

- 크게 하향 조정된 2009년 1월 IMF의 GDP 성장률 수정치에서 브라질의 경제성장률이 1.8%로 수정되었으나, 조정폭은 아시아 수출국 및 동유럽 국가에 비해서는 미미한 수준임

— 글로벌 금융위기 이후, 브라질 주식시장은 큰 폭의 하락을 경험하였으나, 최근 들어서는 타 국가 대비 견조한 흐름을 이어가고 있음

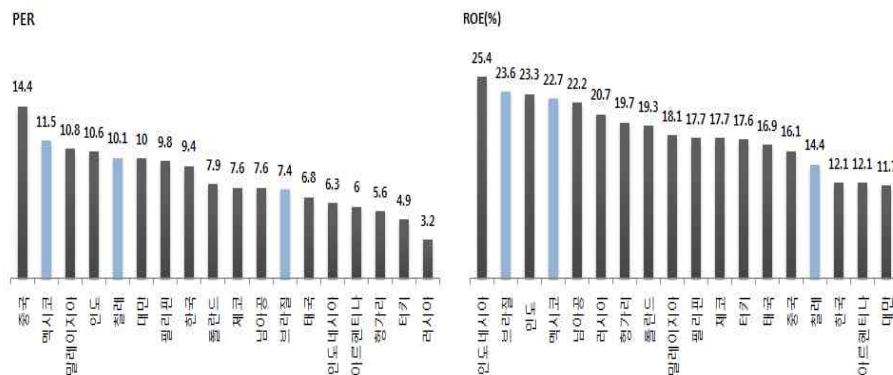
- 2008년 저점이었던 10월 27일 대비 37% 반등(2009년 2월 16일 기준) 하는 등 2009년 들어 선진국 증시는 물론이고 브릭스 국가내의 인도나 러시아보다도 양호한 성과를 거두고 있음
- 가치평가 측면에서 중남미의 멕시코나 칠레는 물론이고, 같은 브릭스 국가인 중국과 인도에 비해서도 주가수준이 낮은 수준임

<그림 III-24> 주요 국가들의 성장률 하향 조정폭



자료: IMF

<그림 III-25> 주요국의 P/E Ratio와 ROE 비교



주 : 2008년 12월 12일 기준

자료: Bloomberg

□ 사회적 증권거래소의 운영

- 거래소 산하의 BVS&A는 제3섹터의 각종 공익적인 사업과 사회적 기업 운영에 관심 있는 선량한 자본들의 참여와 기여를 가능하게 하였음

IV. 멕시코

1. 경제 동향
2. 주식시장 개황
3. 시장 거시구조
4. 시장 미시구조
5. 시사점

IV. 멕시코

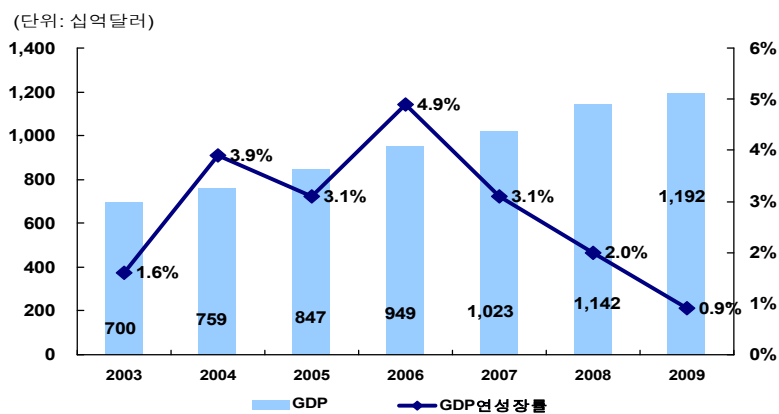
1. 경제 동향

□ 멕시코의 2007년 GDP는 1조 230억달러로 전 세계에서 14위를 차지하고 있으며, 3.9%의 경제성장률을 기록함(<그림 IV-1>)

— 경제성장률은 2006년을 정점으로 감소추세를 지속할 것으로 예상됨

- 최근 미국의 낮은 제조업 성장률과 서브프라임 모기지 사태로 인한 경기악화는 수출의 80% 이상을 미국에 집중하고 있는 멕시코 경제에 큰 타격을 주고 있음
- 2008년도 멕시코 연평균 경제성장률은 미국의 금융위기의 충격 여파로 실물경기가 더욱 침체되어 2%대로 추락할 것으로 예상됨

<그림 IV-1> 멕시코의 연도별 GDP 추이



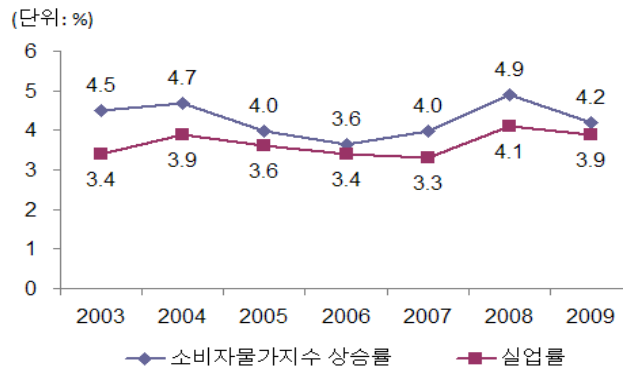
주 : 2008년, 2009년은 모두 예상치임

자료: IMF

□ 멕시코의 물가지수는 2004년 이후 경제안정화 정책에 힘입어 하락세로 돌아섰으나 2007년 이후 재상승 추세를 보임(<그림 IV-2>)

- 2007년도 소비자물가지수 상승률은 3.9%, 실업률은 3.3%를 기록하였으나 원자재 가격 상승 및 금융위기로 인한 실물경기침체로 2008년 물가와 실업률은 모두 높게 추정됨

<그림 IV-2> 멕시코의 물가 및 실업률 추이



주 : 1) 소비자물가지수는 연말기준임
2) 2008년, 2009년은 모두 예상치임

자료: IMF

□ 2007년도 기준환율은 미국 달러당 10.9페소, 수출은 2,680억달러, 수입은 2,790억달러를 기록함(<표 IV-1>)

- 2007년 수출·수입은 전년도에 비해 각각 8.8%, 10.5% 증가하였으나 무역수지 적자기조가 지속됨
- 환율은 전년도와 큰 변동 없음
 - 2008년 상반기까지는 세계적으로 달러 약세현상이 지속되는 가운데, 견실한 외환보유고와 페소화 강세가 시현됨으로써 최근의 국제금융시장 불안요인에도 큰 영향을 받지 않음

<표 IV-1> 수출관련 주요 경제지표 추이

(단위: 십억달러, 페소)

구 분	2003	2004	2005	2006	2007	2008
수출	165	188	214	250	268	282
수입	171	197	222	256	279	304
달러대비환율	10.8	11.3	10.8	10.9	10.9	10.7

주 : 1) 소비자물가지수는 연말기준으로 2008년은 예상치임

2) 달러대비환율은 연평균임

자료: World Bank, IMF, 멕시코 중앙은행

□ 멕시코의 경제정책

- 멕시코는 1982년과 1994년 두 차례의 경제위기를 겪은 후 경제 안정을 최우선시하는 정책을 줄곧 추진해 옴
 - 멕시코는 제2차 석유파동으로 촉발된 1982년 외채위기 이후 은행통폐합 및 국유화과정을 거쳐 1990년 국영기업의 민영화를 지속적으로 추진함
 - 1994년 금융위기 이후 강력한 금융구조조정과정을 거치면서 부실화되었던 민영은행은 스페인, 미국 등지의 투자은행들에게 인수되었으며, 그 결과 현재 6대 시중은행 중 5개가 외국계임
 - 최근에도 칼데론 정부는 2007년 3월 공무원연금법 개정을 단행하여 정부의 부담을 줄이고 세제개혁을 통한 세수구조 개선에 주력함으로써 안정적인 거시경제 환경을 구축하기 위한 노력을 지속적으로 시행하고 있음
- 한편, 멕시코의 두 번째 경제위기가 발생한 1994년에는 우르과이라운드의 타결로 WTO가 출범함에 따라 멕시코가 상품시장과 서비스 시장을 개방하고 북미자유무역협정(North America Free Trade Agreement: NAFTA)이 발효되었음

- 멕시코에서는 NAFTA 체결 이후, 자국과 브라질의 원자재를 사용하여 공산품을 생산하고 이를 미국에 수출하는 미국의 생산기지 역할을 하는 산업구조가 형성됨
- 멕시코 정부는 NAFTA를 바탕으로 44개 국가와 자유무역협정 (Free Trade Agreement: FTA)을 맺는 등 FTA 허브국가로 급부상함
- 2000년 7월, 멕시코는 EU와 FTA를 체결하였고³⁶⁾ 가장 최근 2005년 4월 1일 일본과 FTA를 공식 체결하였음³⁷⁾

□ 멕시코의 대외거래

- 멕시코의 전체 수출규모 중 원유 및 원유 관련상품 수출이 차지하는 비중이 약 40%이며 미국에 대한 수출이 차지하는 비중이 약 70%임
 - 원유가격과 미국경제에 따라 대외거래가 크게 좌우됨
 - 2007년 원유수출이 둔화되고 미국 경제가 악화됨에 따라 순수출에 큰 타격을 받음
- 자본수지를 개선하기 위해 외국인 투자환경의 개선을 추진
 - 1999년 12월 외국인 투자법령의 개정을 통해 일부 국가 독점 분야 등 외국인 투자금지 및 제한부문을 제외하고는 모든 부문에서 100% 외국인투자를 허용함으로써 외국인투자환경을 획기적으로 개선함

36) 3년내 각종 공산품 관세철폐를 규정함

37) 2006년 12월 칼데론 정권 출범 이후, 한국, 페루, 파나마, 도미니카 공화국 등과 계속하여 협상을 추진하였으나 추가로 타결되지는 않음

□ 국가신인도

- 2002년 이후 국채의 위험도를 측정하는 지표인 EMBI스프레드는 지속적으로 감소추세에 있으며 2006년 말 역사상 최저치를 기록함
- 주요 신용평가기관의 국가신용등급 또한 2000년대 이후 꾸준히 상승하여 S&P와 Fitch에서는 BBB+등급을, Moody's에서는 Baa1 등급을 받고 있음

2. 주식시장 개황

□ 멕시코의 주식시장은 현재 멕시코 증권거래소인 BMV(Bolsa Mexicana de Valores S.A.)가 유일함

- BMV의 주요 연혁은 다음과 같음
 - 1894년 처음으로 거래소로서 Bolsa Nacional이 설립되었으나 정치경제적 불안정으로 실제 활동하지 못함
 - 1907년 Bolsa Privada de Mexico가 다시 설립되어 운영
 - 1931년부터 1933년까지 멕시코의회의 주도로 이루어진 자본시장의 재조직 과정에서 Bolsa de Valores de M'exico로 거래소 명칭을 변경
 - 현 체제는 1975년 증권거래법의 개정과 함께 Guadalajara and Monterrey Stock Exchange를 인수하면서 형성됨
- BMV는 2008년 6월 IPO를 통한 기업상장을 완료함
 - 멕시코 증권거래법상 자국 또는 해외 브로커 회원들에 의해 소유 운영되어 왔음

- 2006년에 IPO를 시행할 계획이었으나 부채 및 정치적인 문제로 실패하였고, 2008년 3월 주주들의 공식적인 동의를 얻어 그 해 6월 멕시코와 미국에서 동시에 IPO를 통해 약 3억 8천 5백만달러 규모의 자본을 확충함
- 현재 자국 브로커 회원 지분의 약 41%(약 2억 2천만주)를 국내외 투자자에게 처분

— 2006년 말 브라질 및 페루 증권거래소와 제휴를 강화하여 투자자들의 거래소간 주식매입을 원활하게 할 수 있도록 양해각서를 체결

□ 2008년 말 현재 전체 상장 국내기업은 122개, 해외기업은 254개로 총 376개 기업이 상장되어 있으며 2008년도에 신규 상장된 국내기업과 해외기업은 각각 2개와 16개임(<표 IV-2>)

— BMV의 연도별 상장기업수를 살펴보면 국내 기업의 경우 지속적으로 감소하고 있으며 해외기업의 경우 그 반대로 지속적으로 증가하고 있음

- 2003년 Global Market 시스템의 도입 이후 신규상장 해외기업수가 급증하여 2008년 말 현재 254개에 달하고 있으며, Global market의 시가총액은 약 70억달러에 달함
- 상장 해외기업은 미국기업이 가장 많으며 다음으로 유럽기업, 중국기업의 순
- 국내기업의 경우 사모펀드와 헤지펀드에 의해 합병되는 경우가 많은 반면 외국인에 의한 멕시코 공기업에 대한 인수가 활발하게 진행

□ 2007년 말 현재 BMV의 주식시장 규모는 시가총액 기준으로 3,980억달러로 2007년 말 현재 WFE에 가입한 106개 거래소 중 24위를 차지

— BMV는 2002년 이후 꾸준한 성장을 시현함

- 특히 2005년의 경우 시가총액 변동률은 전년대비 52.3%(국내기업 시가총액은 약 38%) 증가하여 성장률 세계 12위를 기록함

— 상장기업수가 증가하고 기업규모가 커지면서 시가총액 역시 꾸준히 늘어나는 추세임

<표 IV-2> 상장기업수 추이

(단위: 개)

연도	신규상장기업수			상장폐지기업수			상장기업수		
	국내기업	해외기업	합계	국내기업	해외기업	합계	국내기업	해외기업	총합계
2002	5	1	6	9	0	9	169	11	180
2003	1	77	78	12	9	21	158	79	237
2004	4	108	112	11	12	23	151	175	326
2005	5	5	10	6	4	10	150	176	326
2006	4	27	31	22	0	22	132	203	335
2007	5	58	63	12	20	32	125	241	366
2008	2	16	18	5	3	8	122	254	376

자료: BMV

- 이는 합병 및 국내기업의 구조조정에 따른 시장 퇴출 및 대기업 위주로의 시장재편 그리고 Global Market 시스템의 도입 등 해외기업에 대한 적극적 상장유치활동의 결과라 볼 수 있음
- Global Market의 도입의 영향으로 2003년부터 주식시장으로의 자금유입이 크게 확대되어 주식시장을 통한 신규 자금조달액(IPO 및 SPO 포함)이 2003년 전년대비 97% 늘어난 79억달러에 육박

- 2007년 말 GDP 대비 BMV 상장기업의 시가총액비중은 약 44.5%임
 - 동기간 동안 브라질과 칠레의 GDP 대비 시가총액비중은 각각 95.2%, 123.8%임
- 시가총액 기준으로 외국인투자비중은 2008년말 시가총액 기준 47.3%로, 헝가리(약 77%), 네덜란드, 핀란드에 이어 세계 4위를 기록함
 - 2004년 이후 40%이상을 유지하였으며 금융위기 이후에도 외국인 투자비중은 확대됨

□ BMV의 일평균 거래량은 2002년 이후 약 8천만주~1억주 사이에서 움직이다가 2005년부터 1억주를 초과, 2007년에는 약 1억 6천 4백만주를 기록하여 크게 확대됨(<표 IV-3>)

- 2008년 말 현재 일평균 주식거래대금 및 일평균 거래건수는 각각 약 5억 2천 9백만달러, 14,100건을 기록함
 - 연간 주식거래대금은 전체 GDP 대비 약 15%를 차지함
 - 거래대금 및 거래건수가 늘어난 것은 해외자금의 국내 증시자금 유입 뿐 아니라 IT 발전으로 인한 전자거래제도의 활성화 등에 기인함
 - 특히 대용량 거래시스템의 활성화로 인해 2007년도 프로그램에 의한 거래량이 큰 폭(약 90%)으로 증가함으로써 거래량 상승을 견인하였음

<표 IV-3> 시가총액 및 거래활동 추이

연도	시가총액 (십억달러)	연간거래량 (백만주)	일평균거래대금 (백만달러)	일평균거래건수 (천건)
2002	104	21,135	122	5.1
2003	123	18,818	101	4.6
2004	172	25,041	198	6.4
2005	239	26,665	231	6.7
2006	348	33,557	376	12.1
2007	398	41,373	582	14.2
2008	411	35,272	529	14.1

자료: WFE

- Global Market의 거래량은 아직 전체시장대비 적은 비중이지만 2003년 도입 초기에 비하여 괄목할 만한 성장을 이룸
- 특히, 2006년 외국기업의 대규모 진입으로 인해 거래량기준 약 500% 이상의 성장을 이룸
 - 일평균 거래건수는 2003년 도입시 61건에 불과하였으나 2007년말 기준 172건으로 182% 증가하였음

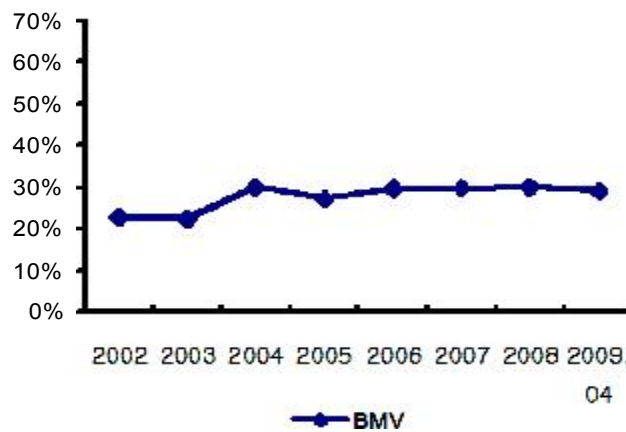
<표 IV-4> Global BMV Market의 거래량 추이

연도	연간거래건수	연간거래량 (천주)	일평균거래대금 (백만달러)	일평균거래건수 (건)
2003	8,529	5,561	1.99	61
2004	20,072	28,105	4.96	80
2005	22,076	58,016	9.83	87
2006	42,096	324,115	55.99	170
2007	42,751	317,442	58.11	172

자료: BMV

- BMV의 거래회전율(거래대금/시가총액)은 2004년 이후로 30% 수준에서 정체되고 있음
 - 시가총액과 거래대금이 거의 비슷한 수준으로 증가하여 거래회전율은 증가세를 보이지 않음

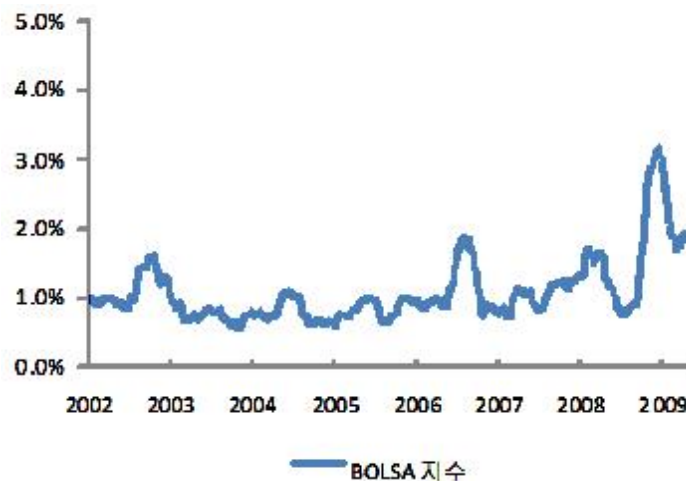
<그림 IV-3> BMV 거래회전율 추이



자료: WFE

- BOLSA지수의 일간 변동성은 2008년 중반까지 1%수준에서 안정되어 있었으나 2008년 말 전 세계적 금융위기에 따라 3%까지 증가함

<그림 IV-4> BOLSA지수의 일간 변동성 추이



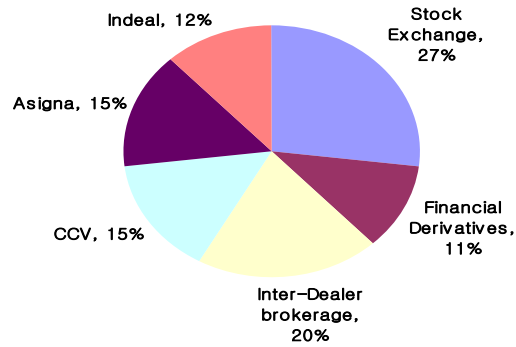
자료: Bloomberg

- BMV의 전체 운영수입구조를 살펴보면 거래부문에서 전체 수입의 약 58%(217.7백만페소), 청산 및 결제 서비스에서 전체 수입의 42%(157.3백만페소)가 발생함³⁸⁾(<그림 IV-5>)

— 최근 대차서비스의 제공 및 OTC 거래의 급증 등으로 인한 Indeval의 수입원 다원화, Mexder를 통한 파생상품 거래량 증가, 중앙집중결제 서비스의 향상으로 청산 및 결제를 통한 수입이 크게 상승함

38) 전체수입내역을 사업부문별로 살펴보면, BMV를 통한 수입이 99.2백만페소(27%), MexDer의 수입이 42.0백만페소(11%), SIF ICAP은 76.5백만페소(20%)이며 CCV는 55백만페소(15%), Asigna는 55.2백만페소(15%), Indeval은 47.1백만페소(12%)의 수입을 차지함

<그림 IV-5> BMV의 부문별 운영수입



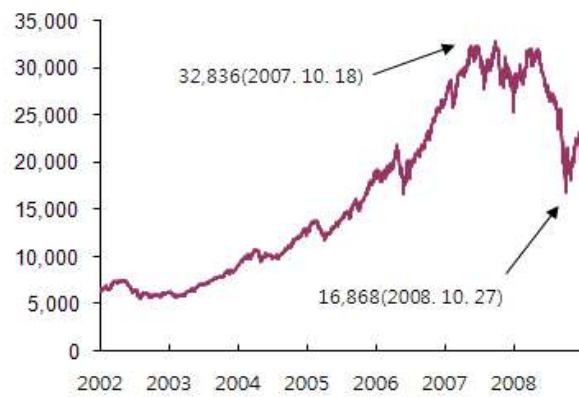
주 : 2007년 말 기준
자료: BMV

□ BMV의 주요 지수와 추이

- BMV에서 운영하는 지수는 현재 13개이며 그 가운데 멕시코의 종합주가지수인 BOLSA 지수, IPC(Indice de Precios Cotizaciones), INMEX가 대표적임
 - IPC는 1978년 10월 30일을 기준으로 BMV 전체 종목 중 업종 대표주 35개를 선정하여 이를 시가총액으로 가중 평균하여 산출한 주가지수로서 1년에 2차례 구성종목을 조정함
 - IPC는 전체주식시장 시가총액의 약 70%를 차지
 - INMEX는 파생상품을 위한 지수로 1991년 12월 30일 100을 기준으로 하여 산정되며, 6개월 평균 시가총액이 1억달러 이상인 종목들(약 20~25개)로 구성된 가중평균 주가지수임
 - IMC30(Medium Capitalization Index)는 거래소에 상장된 대표적인 30개 중소형 종목을 대상으로 구성된 지수임
- 글로벌 신용위기의 여파로 BOLSA 지수는 2008년 말 현재 18,578 포인트를 기록함

- BOLSA 지수는 2002년 이후 2007년 말까지 꾸준한 상승을 하였으나 글로벌 금융위기에 따라 2008년 급격히 하락함

<그림 IV-6> BOLSA 지수 추이



자료: Bloomberg

3. 시장 거시구조

가. 규제체계

- 멕시코의 자본시장은 1989년 시작된 금융개혁으로 인해 현대적이고 탈규제적이며 경쟁적인 구조가 정착하게 됨
 - 금융개혁으로 국영 상업은행을 민영화하고 복수의 금융서비스를 제공하는 은행의 설립 추진 및 금융선진화 법안의 기틀이 마련됨
 - 금융서비스의 국제경쟁력이 제고되는 효과를 가져옴

□ 멕시코의 금융관련 법체계는 다음과 같이 5가지 법체제로 이루어지며 모두 헌법상 연방법 적용을 받도록 되어 있어 자치주에서는 별도의 금융관련 규제법을 만들 수 없음

- Central Bank Law: 중앙은행의 권한과 의무를 규정
- Securities Market Law: 이하 서술
- Payment System Law: 증권거래의 청산·결제에 관한 지급규정을 규제
- Banking Law: 은행관련 법률
- General Law of Credit Certificates and Transaction: 일반적인 신용상품금융거래에 관한 법률

□ 증권시장법

- 1933년 제정된 증권시장법(Ley del Mercado Valores: LMV)에서 증권산업의 기능과 조직, 책임이 명시됨
- 1975년 개정된 증권시장법에서는 증권중개인, 딜러, 거래소 중앙예치기능 등을 규제하고 있으며 RNV(Registro Nacional de Valores)³⁹⁾의 조직 및 권한에 관하여 규정함
- 증권시장의 감독기구
 - 증권거래위원회인 CNBV(Comisión Nacional Bancaria y de Valores)가 규제 및 감독기능을 맡고 있음

□ 주식시장의 규제변화

- 2003년부터 시작된 금융시장의 자유화를 위한 주식시장 관련 규정의 변화는 시장규모의 확대에 크게 기여하였음

39) 영문으로 NSRC(National Securities Registry Commission)

- 2003년 뮤추얼펀드를 통한 해외기업 주식투자를 허용하였고 비상장 외국기업의 주식거래를 가능하게 하는 UTP(Unlisted Trading Platform)의 개선을 허용함
 - 이로 인해 Global market 부문의 도입이 가능해짐
- 2004년 국가기금의 운용대상을 주식 및 금리선물로 확대하고 옵션시장을 개설함
- 특히, 2005년 12월 개정하여 2006년 6월 시행된 개정 LMV는 가장 획기적인 시장자유화 조치로 평가됨
 - 브로커-딜러의 자격기준 완화 및 의무부담 경감
 - 투자전문회사(investment promoting company, 일종의 벤처캐피탈)제도의 도입 등, 벤처캐피탈과 관련된 투자기준 완화
 - 특수관계자의 거래 등과 관련된 기업 공시기준의 강화, 계열회사 연결재무제표 공시기준의 강화 등 시장투명성을 제고하고 투자자보호를 강화하기 위한 조치를 시행함
 - 투자자 소송제도 도입 등 소수주주의 권익보호 수준의 강화
 - 펜션펀드(Pension fund)에 대한 해외주식관련자산의 취득한도를 5%에서 15%로 상향조정

나. 조직체계

- BMV에서 주식시장은 크게 Capital Market과 외국기업의 2차상장 및 거래전용시장인 Global Market으로 나누어 운영되고 있음
 - Capital Market은 국내 또는 해외기업들 중 RNV에 등록된 주식으로 이루어짐

- BMV는 해외기업의 주식 및 채권거래활성화를 위해 1997년 4월 SIC(Sistema Internacional de Cotizaciones)⁴⁰⁾ 거래시스템을 도입하여 운영
- 2003년 BMV는 BMV Global market을 도입
 - 국내 시장에 IPO 하지 않았거나 RNV에 등록하지 않은 외국기업(또는 ETF) 중에서 CNBV 또는 이에 준하는 등록기관의 인정을 받은 다른 해외거래소에 상장된 증권⁴¹⁾을 Global market에 상장시킨 후 SIC 시스템을 통해 거래할 수 있음
 - Global Market은 주로 미국(약 75%), 유럽(20%), 캐나다, 중국 등지에서 상장한 기업으로 이루어져 있음

□ BMV의 조직체계(<그림 IV-7>)

- BMV⁴²⁾는 거래, 거래 후 서비스, 데이터·시스템·기타 서비스의 3가지 운영구조를 가짐
- BMV는 주식 및 채권 등의 거래를 하는 시장인 BMV, 상품파생상품시장인 MexDer, 딜러-브로커 간 시장인 SIF-ICAP을 운영함
- BMV는 청산·결제·예탁 등의 거래 후 서비스 조직으로서 브로커 간 주식거래에 대한 집중결제 상대방(central counterparty)이 되는 CCV(Centraparte Central de Valores de México, S.A.), 파생상품거래의 집중결제 상대방 및 결제기능을 하는 Asigna, 채권의 청산·결제·예탁을 담당하는 Indeval을 운영함

40) 영문으로 International Quotation System으로 해외주식 및 채권의 자동거래시스템이라 할 수 있음

41) 그렇지 않으면 직접 CNBV에게 상장허가를 받아야 함

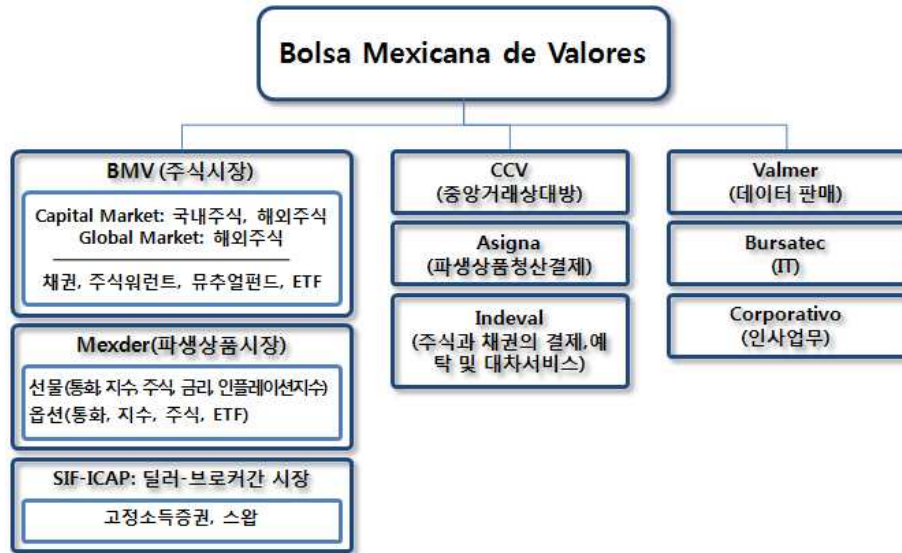
42) 여기서는 하나의 사업부문을 의미함

- BMV는 데이터·시스템·기타 서비스 조직으로 데이터 판매조직인 Valmer, IT 제공업체인 Bursatec, 인사업무를 담당하는 Corporativo의 조직을 가짐

□ 시장의 부문별 거래상품

- BMV에서는 주식 뿐 아니라 채권(federal treasury certificates(CETES), federal government development bonds(BONDES)), 뮤추얼펀드, 주식 워런트, ETF가 거래됨
- MexDer에서 거래하는 상품은 선물 및 옵션계약으로 아래와 같음
 - Euro, USD 통화선물, 주가지수(IPC), 개별주식 선물
 - 91일 국채 금리선물(Cetes91), 28일 은행간 금리선물(TIIE28), 10년 이자율스왑(10 year IRS), 3-year bond, 10-year bond
 - Inflation Index(UDI) 선물
 - IPC지수 옵션, 개별주식 옵션, ETF 옵션, exchange rate 옵션

<그림 IV-7> BMV 조직체계



자료: BMV

4. 시장 미시구조

가. 매매제도

□ 매매시스템

- BMV의 매매시스템은 주식 및 파생상품의 전자주문을 실시간 통합하여 처리하는 BMV-SENTRA(Sistema Electro'nic de Negociacio'n Transaccio'n Registro y Asignacio'n) Capitales와 딜러간 주문 체결을 위해 브로커와 BMV 중앙시스템을 연결하는 주문회송시스템(Order-routing system)인 SETRIB을 통하여 이루어짐

- BMV-SENTRA Capitaes는 1996년부터 과거에 존재했던 floor-auction-system에 대한 보완 기능을 위해 도입함⁴³⁾
- SETRIB은 2002년 거래량의 급증으로 인해 중앙시스템에 의한 대용량주문처리가 시급해지면서 도입됨⁴⁴⁾
- BMV는 대량주문의 주문처리시간 및 거래비용을 상당히 단축시키는 효과를 가져옴

□ 매매체결방식

- BMV는 전자주문장(electronic limit-order book)을 이용한 순수경쟁매매방식을 채택하고 있음
- BMV는 1999년이전까지 기본적으로 market floor system을 이용해왔으나 1999년부터 전면적으로 전자거래를 도입함
- 거래는 정규거래시간동안 연속경쟁매매 방식으로 이루어지며 가격·시간 우선의 원칙이 적용됨

□ 대량주문의 거래

- 대량주문은 12만달러 이상의 거래금액 또는 상장주식의 2.5% 이상 또는 6개월 일평균거래량의 1.5% 이상의 주문으로 정의됨
- 대량주문이 접수되었을 경우 동시 주문 상황에서 주문우선을 허용하며 다음 주문이 20초간 지연처리됨

43) BMV-SENTRA Capitaes는 1992년 전자주문장 시스템의 전신이라 할 수 있는 SIVA(Integral Automated Securities Electronic System의 스페인 약어임)를 시작으로 1993년 SATO(Automated Operative Transaction System의 스페인 약어임)로 발전하였다가 다시 보완된 형태의 시스템으로 1999년부터 전 종목으로 확대 시행됨

44) 2007년 SETRIB을 통한 거래가 84.4%, BMV-SENTRA Capitaes를 통한 거래가 9.8%, 나머지 5.8%가 내부화를 통해 이루어짐

□ 거래시간

- 주식시장의 거래시간은 월요일에서 금요일, 오전 8:30부터 오후 3:00이며, 종가는 장 종료 10분전부터 동시호가⁴⁵⁾가 적용됨
 - 단, 시간외 거래는 장 시작 전과 장 종료 후 30분간 적용되며 전일 종가 기준으로 이루어짐
- 채권시장의 거래시간은 오전 7:00부터 오후 2:30까지임
- 파생상품시장은 상품마다 약간의 차이는 있으나 대체로 오전 7:00부터 오후 3:00까지임

□ 거래단위(trading lots)와 틱사이즈(tick size)

- 거래단위는 주가가 0~200페소일 경우 100주이며 200페소 이상일 경우 5주임
- 최소호가단위는 1/100페소

□ 주문유형

- 주문형태는 지정가주문, 시장가주문, package order, specific time order 등이 있음
 - 지정가주문: 특정 가격이상(이하)으로 체결되는 매도(매수)주문
 - 시장가주문: 거래되고 있는 시장가격으로 체결되는 주문
 - At the close order: 장 종료 시점에 종가로 체결되는 주문
 - Package order: 고객에게 추후 매도할 목적으로 중개회사가 자기계정으로 실행하는 주문
 - Specific time order: 장중 특정 시간동안만 유효한 주문
 - 공매도: 대여한 주식을 매도하는 주문

45) 개장 전 동시호가는 없음

□ 거래비용

- BMV에서는 거래수수료가 없으며, 자본이득세, 배당에 대한 세금이 없음
 - 중개회사의 중개수수료는 전적으로 협상이 가능함

□ 시장안정화 장치

- 주식가격의 일일가격제한폭은 전일종가대비 $\pm 15\%$ 임
- 만일, 가격제한폭에 다르면 자동으로 거래가 정지되고 해당 기업은 정상적 가격발견을 위한 공시를 하여야 하며 그렇지 않을 경우 계속 거래가 정지됨
- 예외적 거래 사항으로 다음과 같은 장치가 있음
 - 20일 이상 거래되지 않은 종목은 연속매매(continuous operation scheme)에서 경쟁매매(auction operation scheme)로 전환됨
 - 이상가격 징후 발견으로 가격이 급변동시 매매가 정지되고 5~20분간 호가 후 중개회사로 하여금 시장가격을 발견하게 하여 매매를 다시 재개함

□ 주식시장에서 공매도를 허용함

- 일반적으로 유동성이 높은 주식에 한해 거래소를 통하여 공매도가 가능
- Up-tick rule이 적용되고 있음
 - 예외적으로 워런트 반대 포지션을 커버하기 위한 공매도일 경우에는 적용 배제

나. 청산·결제제도

- 주식거래에 대한 청산업무는 CCV가 담당하며 결제 및 예탁에 관한 업무는 Indeval에서 담당함
 - CCV는 주식시장에서 중앙거래상대방으로 활동하여 거래의 보증인 역할을 하며, Indeval은 BMV에서 이루어지는 주식(ETF포함) 및 채권거래, OTC에서 이루어지는 주식 및 채권의 예탁·결제업무를 담당함
 - CCV는 거래 이후 청산과 결제전 단계(pre-settlement)까지의 기능을 수행하여 Indeval에 일일정산내용을 알리고 현금 및 주식의 인수도 요청을 함
 - Indeval은 DVP(Delivery Versus Payment) framework을 통해 결제업무를 수행함
- 국내주식은 거래 후 2 영업일(T+2), 해외주식, 워런트, NAFTRAC(Latin American ETFs)은 거래 후 3 영업일(T+3)에 결제가 이루어짐
 - SIC에서 이루어진 거래에 대한 청산 및 결제는 거래 후 3 영업일에 이루어짐(T+3)

다. 상장제도

- BMV의 Capital Market에 상장하고자 하는 기업은 상장 중개회사의 대행을 통해 규정된 상장절차를 반드시 거쳐야 함
 - 우선 상장하고자 하는 기업은 RNV에 등록되어 있어야 하며 상장 중개회사를 통해 재무제표 및 사업보고서 등 규정된 제반 서류 및 신청서를 BMV에 제출해야 함

- 동시에 BMV의 내부규정 및 상장요건을 준수해야 함
- 해외기업의 경우에는 반드시 CNBV에 의해 진입허가를 얻고 정기보고서를 제출해야 함

□ BMV의 Global Market에 상장하고자 하는 해외기업은 다음의 요건을 갖추어야 함

- CNBV 또는 이에 준하는 등록기관의 인정을 받은 다른 해외거래소에 상장되어 있어야 하며, CNBV에 상장허가를 얻어야 함
 - Global Market에 상장시 상장수수료는 면제됨
- RNV에의 등록절차 및 제반서류 제출절차는 면제되나 BMV의 기업규모와 이익수준에 관한 상장요건을 충족해야 함

□ BMV의 상장기준은 상장요건과 상장유지요건으로 나누어 볼 수 있음

- 상장요건으로 규모요건과 이익요건만을 명시하고 있음
 - 납입자본금은 최소 79.2백만페소 이상인 기업
 - 최근 3년 이상 연속으로 영업이익이 흑자인 기업
- 상장유지요건
 - 유통주식수가 총 발행주식수의 12% 이상일 것
 - 주식이 최소 100인 이상의 주주들에 의해 분산소유 되어 있을 것

□ BMV는 본래 형식적 요건 위주의 엄격한 상장유지요건을 적용해왔으나 2003년 이후 상장유지요건을 대폭 완화시킴

- 불필요한 형식적 요건을 과감히 없애고 국제적 상장기준에 부합하도록 상장시스템 개혁위원회를 설치하여 운영

- 2006년 9월 상장유지요건 총 7가지 중 5가지를 과감히 삭제하고 2개만 존치

라. 주식 보유 및 거래제한

□ 주식보유제한

- 멕시코 증권거래법(Article 239)에 따르면 어떤 개인 또는 단체(외국인을 포함)도 직접 또는 간접적으로 상장기업의 지분 10%이상을 취득하지 못하도록 하고 있음⁴⁶⁾
 - 추가로 멕시코 증권거래소법(Laws of Mexican Stock Exchange)에 따르면 대표적인 국내 상장기업에 대해서는 직접 또는 간접적으로 지분의 5% 이상 취득을 금지하는 조치가 있음
- 또한 제3자 또는 자사 주주에 의한 적대적 인수를 예방하기 위한 조치를 포함
 - 10% 이상 30% 미만의 우호지분을 가진 주주(외국인 포함)가 해당 기업의 지분을 장내 또는 장외에서 추가로 취득할 때 그 내용 및 인수 의사 등을 공개해야 함
 - 관련 우호지분의 5% 이상의 증감시마다 해당 내용을 보고해야 함
 - 10% 이상의 우호지분을 가진 주주, 해당 기업의 이사와 그 관련인들의 지분취득에 대해서는 그 체결내역을 CNBV에 보고해야 함

46) 재무부(Ministry of Finance)에서 예외적으로 취득 지분 한도를 늘릴 수 있음

□ 외국인 투자 및 거래 제한

- 원칙적으로 외국인은 멕시코 증권시장에서의 모든 형태의 증권을 거래할 수 있음
- 단, 외국인 직접투자는 다음을 제외한 모든 부문에서 허용됨
 - 천연가스를 제외한 석유와 탄화수소, 기본석유화학제품
 - 전기, 에너지 생산, 방사성 광물,
 - 전신, 방송, 우편,
 - 어음 발행, 주화제조
 - 항구·공항·헬리콥터 발착장의 통제·감독·감시 등
- 다음 사항은 외국인 직접투자시 투자비율을 제한하고 있음
 - 10% 제한 적용: production cooperative
 - 25% 제한 적용: 국가항공운송, 에어택시운송 및 특별항공운송, 금융권통제기업, 복합 은행신용기관, 중개기관, 주식시장 스펙셜리스트
 - 일반적인 외국인 투자비율 제한은 49%까지임
 - 투자비율제한은 외국인투자위원회(Foreign Investment Commission)의 승인 하에 초과될 수 있음
- 내국인과 마찬가지로 외국인도 BMV의 거래수수료를 납부할 필요가 없으며 자본이득세, 배당에 대한 세금이 없음

마. 내부자 거래

- 멕시코 증권거래법은 기업의 내부정보를 이용한 거래를 금지하고 있음
 - 기업의 내부정보를 가진자는 아래 사항이 모두 해당되며 관계 조항 위반시 벌금 및 형사고발 조치됨
 - 해당 기업의 이사, 그 밖의 임·직원, 독립한 외부감사, 내부 위원회 관계자
 - 해당 기업의 10% 이상 소유주주, 해당 기업의 10% 이상의 지분을 가진 기업의 이사 및 임·직원

5. 시사점

- 완화된 외국기업 상장시스템과 엄격한 외국인 투자제한의 상반된 면모를 가지고 있음
 - 이와 같이 상반된 특징을 보여주는 이유는 경제위기를 겪으면서 취약해진 국내산업을 외국자본으로부터 보호하는 동시에 해외기업의 유치로 통해 국내기업의 경쟁력을 키우려는 정책 당국의 의도로 파악됨
- 멕시코 증권거래소는 Global market system의 도입으로 해외기업의 유치활동에 적극적인 면모를 보여주고 있음
 - 2008년 말 현재 BMV에 상장된 해외기업수(254개)가 국내기업수(122개)를 초과함

- 해외기업들 중 미국기업들이 차지하는 비중이 약 70% 이상으로, 멕시코의 미국 의존형 경제구조를 반영
 - Global market에 진입하는 해외 기업은 국내 Capital market에 비해 상장절차가 보다 간편하며 상장에 따른 비용도 국내기업과 별다른 차이가 없음
 - 해외기업이 Global market에 진입할 경우 상장에 따른 수수료가 면제되고 RNV 등록절차를 생략할 수 있으며 제반서류 등의 작성 및 제출의무 등이 면제
- 주식시장에서 외국인 투자비중이 상당히 높게 나타남
- 2008년 시가총액 기준으로 외국인 투자비중은 47.3%로, 헝가리(약 77%), 네덜란드, 핀란드에 이어 세계 4위를 기록함
 - 2003년 Global market의 도입과 2005년 LMV 개혁 이후 크게 상승함
 - 2004년 이후 40% 이상을 유지하였으며 금융위기 이후에도 외국인 투자비중은 확대됨
- 그러나 외국인 직접투자에 대한 제한은 다른 국가들에 비해 상대적으로 크고 엄격하게 나타남
- 산업별 투자제한을 엄격히 적용하여 10%에서 전면 금지되는 경우까지 나열하고 있음
 - 이로 인해 1999년 12월 외국인 투자법령의 개정을 통해 외국인 투자환경을 획기적으로 개선했음에도 불구하고 상당부분 투자가 제한되고 있음

V. 칠레

1. 경제 동향
2. 주식시장 개황
3. 시장 거시구조
4. 시장 미시구조
5. 시사점

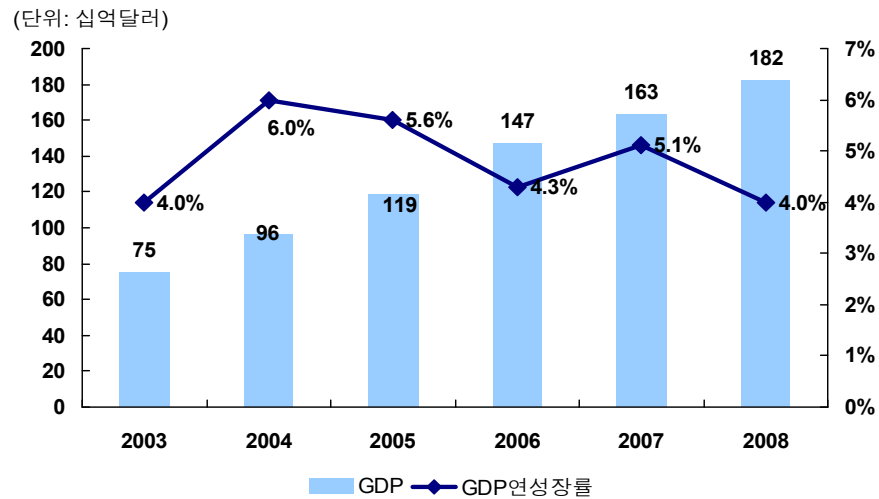
V. 칠레

1. 경제 동향

가. 국내경제

- 칠레의 2007년 실질 GDP는 1,625억달러로 전 세계에서 42위를 차지하였으며, 실질 경제성장률은 5.1%로 비교적 높은 성장세를 시현했음(<그림 V-1>)
 - 최근 5년(2003년-2007년) 동안 GDP는 연평균 5% 성장하며 꾸준한 성장세를 유지하고 있음
 - 1998년-2002년의 세계경제 침체기에도 연평균 2.6% 성장, 2003년 이후에는 3-6%의 성장률을 달성함
 - 2007년 1인당 국민소득은 9,875달러로 중남미국가 중 1위를 기록
 - 2008년에는 글로벌 금융위기와 세계경기 침체 여파로 성장증가세가 둔화되어 명목 GDP는 1,800억달러, 실질 GDP 성장률은 4.0%를 기록함
 - 2007년의 높은 GDP 성장률은 구리가격의 급등이 주요 요인으로 작용한 결과임
 - 칠레는 전 세계 구리 매장량과 생산량의 1/3을 차지하고 있으며, 구리 수출이 총수출의 55%를 차지하여 국제원자재(구리, 목재 등) 가격의 변동에 따라 경제성장이 크게 좌우됨
 - 2008년의 둔화된 경제성장은 칠레의 대미 경제의존도를 감안할 때 미국의 경기하강세가 칠레 경제에 직접적인 타격을 준 것으로 판단됨

<그림 V-1> 칠레의 GDP 추이



자료: 칠레 중앙은행

□ 2007년 소비자물가지수는 4.4%, 실업률은 7.0%를 기록함(<그림 V-2>)

— 2007년 소비자물가지수는 2006년의 3.4%에 비해 크게 상승함

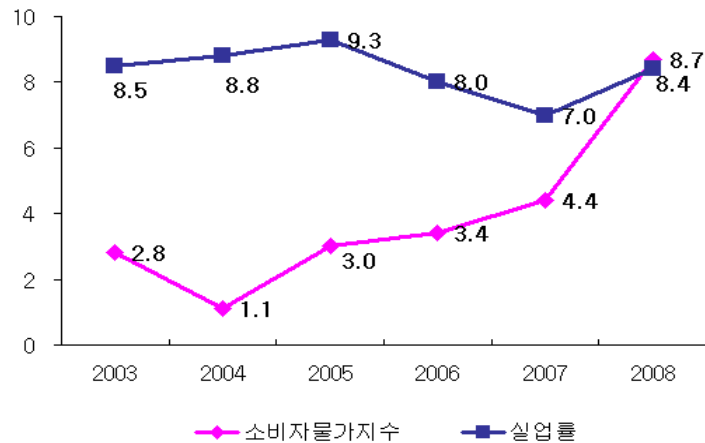
- 물가상승률은 1990년대 이래 지속적으로 하락하고 있었으나 최근 급격한 상승을 경험함
- 소비자물가지수는 2004년의 1.1% 이후 지속적으로 상승하여 2008년 연평균 8.7%를 기록함

— 2007년 실업률은 전년도에 비해 1.0% 감소하여 2005년 이후 지속적으로 감소하고 있음

- 실업률은 2005년의 9.3% 이래 2007년까지 지속적으로 하락하고 있는 추세였으나, 2008년 8.4%(2분기 평균)로 상승함

<그림 V-2> 칠레의 물가상승률 및 실업률 추이

(단위: %)



주 : 2008년 실업률은 2분기 평균, 나머지는 연평균임
 자료: 칠레 중앙은행, 칠레 통계청

- 2008년 말 기준환율은 달러당 638.5페소(Chilean Peso: CLP)로 전년 말 대비 28% 상승함(<표 V-1>)

□ 칠레의 경제정책 및 산업구조

— 칠레는 개방과 경쟁의 시장경제체제를 유지하고 있음

- 1970년대 후반부터 개방과 경쟁의 시장경제체제를 추구하여 GDP, 고용, 국내저축과 투자가 지속적으로 성장하고 있으며 대규모 외국인투자도 지속적으로 증가함
- 1990년대 이후 수출진흥에 역점을 둔 경제정책을 펼친 결과 중남미국가 중 가장 안정되고 건실한 성장세를 지속함
- 무역자유화 정책 및 FTA를 통한 시장통합에 적극적으로 참여함

— 칠레의 산업은 광업과 제조업에 집중되어 있음(<그림 V-3>)

- 2007년 전체 산업 가운데 광업이 22%, 제조업이 13%를 차지하고, 금융업도 13%로 비교적 큰 부분을 차지함

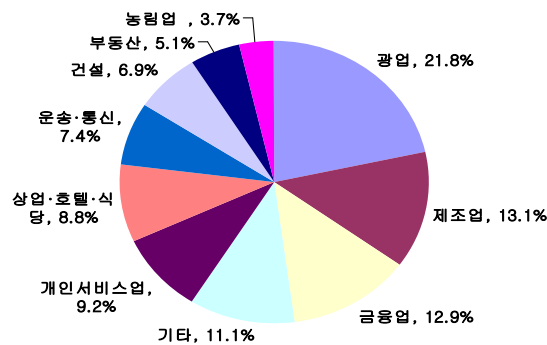
<표 V-1> 주요 경제지표 추이

구분	단위	2003	2004	2005	2006	2007	2008
일인당 GDP	USD	4,700	5,900	7,300	8,900	9,800	10,800
수출	USD bn	21.7	32.5	41.3	58.5	67.6	66.9
	연변화율(%)	19.2	50.1	26.9	41.7	15.7	-1.1
수입	USD bn	17.9	22.9	30.5	35.9	44.0	56.3
	연변화율(%)	13.6	27.8	32.9	17.7	22.5	28.0
달러대비 환율	CLP(연말)	593.1	555.7	514.3	532.3	497.9	638.5
	CLP(연평균)	686.5	609.9	558.1	530.0	521.3	530.1

주 : 2008년은 예상치임

자료: World Bank, 칠레 중앙은행, DB research

<그림 V-3> 칠레의 산업구조



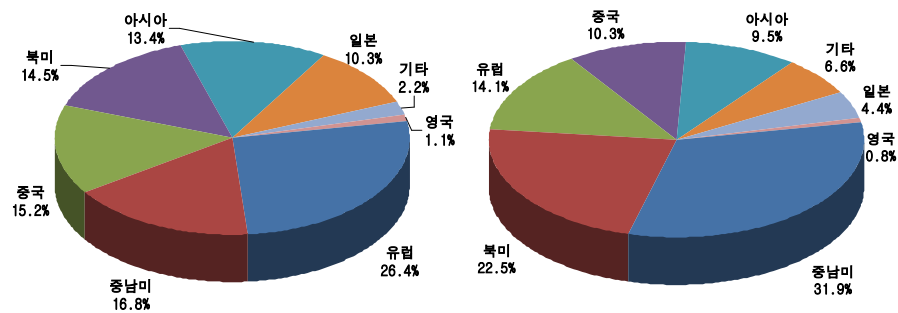
주 : 2007년 기준

자료: 칠레 중앙은행

□ 칠레의 대외거래(<그림 V-4>, <그림 V-5>)

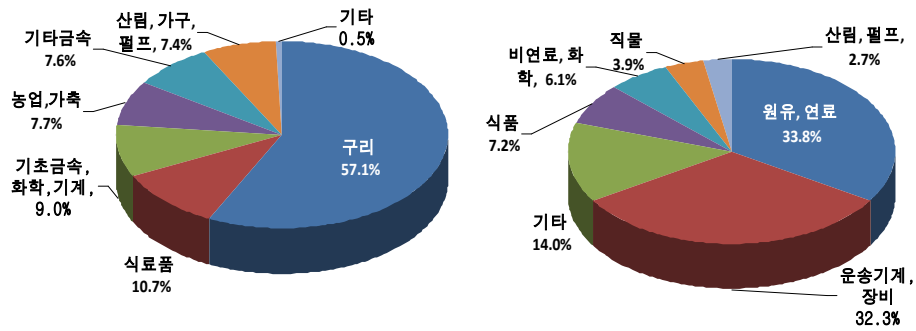
- 적극적인 개방정책의 결과로 무역거래 총액이 GDP의 70%를 차지하는 등 대외거래가 활발함
 - 2008년 예상 수출은 669억달러로 전년 대비 1.1% 감소한 반면, 수입은 563억달러로 전년 대비 28% 증가함
- 2008년 상반기 최대 수출지역은 유럽, 최대 수입지역은 중남미와 북미지역임
- 2008년 상반기 최대 수출 품목은 구리, 최대 수입 품목은 원유 및 기타 연료임
 - 수출품목으로는 구리, 식료품, 기초금속 및 기계장비 등의 순서로 비중이 높고, 수입품목은 원유 및 기타 연료, 운송장비와 기계, 기타, 식품, 비연료 등의 순서로 비중이 높음

<그림 V-4> 칠레의 수출국, 수입국 비중
(좌: 수출국, 우: 수입국)



주 : 2008년 상반기 기준
자료: 칠레 중앙은행

<그림 V-5> 칠레의 수출, 수입 품목 비중
(좌: 수출, 우: 수입)



주 : 2008년 상반기 기준
자료: 칠레 중앙은행

□ 국가신인도

— 낮은 국가 위험도를 가짐

- S&P, Pitch 등은 2008년 칠레의 국가 신용도에 A등급을 부여하고 있으며, Moody's도 칠레의 상태를 '긍정'으로 평가하여 중남미에서만 아니라 세계에서 낮은 국가 위험도를 가짐
- Coface(프랑스 신용평가기관)의 조사 결과에 따르면 칠레 기업의 신용도가 중남미 최고 수준인 것으로 나타났으며, 2008년 전 세계 국가 중 5위를 기록함(중남미 대부분의 국가가 B, C 또는 D등급을 받는데 비해 칠레는 국가신용도와 기업신용도 모두 A2등급을 받음)

— 국가경쟁력, 경제자유도 등 주요 국제지표에서 높은 순위를 기록함

- IMD가 발표하는 국가경쟁력 지수에서 칠레는 2007년 조사대상 55개국 중 26위를 기록하여 중남미에서 가장 높은 순위를 차지함

- Heritage Foundation이 발표한 2006년 경제자유도 순위에서 칠레는 총 157개국 중 14위를 차지함
- 국제 투명성 기구가 발표한 2006년 국가부패지수에서 칠레는 163개국 중 20위를 기록함

2. 시장 개황

□ 칠레에는 SSE, BEC, BOVALPO 총 3개의 주식거래소가 있음

- SSE(Bolsa de Comercio de Santiago, Santiago Stock Exchange)는 칠레의 가장 대표적인 주식거래소로 1893년 11월에 설립되어 운영되고 있음
- BEC(Bolsa Electronica de Chile, Electronic Stock Exchange)는 모든 상품에 대한 실시간 온라인 거래를 허용한 최초의 중남미 전자 주식거래소로 1989년 11월에 산티아고에 설립되어 운영되고 있음
- BOVALPO(Bolsa de Corredores de Valparaiso, Valparaiso Stock Exchange)는 1880년 브로커리지 활동으로부터 사업이 시작되어 1898년 6만페소의 자본으로 Valparaiso 지역에 설립됨

□ SSE의 개요

- 1893년 11월 27일에 설립됨
 - 개장 시 칠레에는 이미 329개의 회사가 존재하였었고, 대부분이 광업 분야였음
- 1973년 경제자유화, 외국시장 개설, 사유재산 중시를 강조한 경제 개혁이 시행되면서 주식시장이 발전하기 시작함

- 상품의 다각화, 증권의 대량 발행으로 주식시장이 실질적으로 성장함
- 연기금관리기관, 보험회사, 외국투자펀드, 뮤추얼펀드와 같은 주요 기관투자자들의 상품들이 SSE에서 거래되기 시작함
- 1973년 라틴아메리카 주식거래소연맹(FIABV)에 가입함

— 1981년 주요 거래과정을 전산화함

— 주식회사 형태로 운영되고 있으나 아직 상장되지는 않았음

□ SSE에는 2008년 말 현재 국내기업 235개, 외국기업은 3개 등 총 238개 기업이 상장되어 있음(<표 V-2>)

— 1990년대 중후반의 상장기업 수는 280-290개였으나 2000년대에 들어서 상장기업수가 다소 감소하여 240-250개로 정체상태임

□ SSE의 국내 시가총액은 2008년 11월 기준 1,289억달러를 기록함(<그림 V-6>)

— 칠레 국내 주식시장 시가총액은 2002년부터 2007년까지 연평균 34% 성장하였으나, 2008년 전 세계적인 금융위기의 여파로 크게 하락하여 2005년 수준으로 회귀함

□ 2008년 11월 기준 일평균 주식거래대금은 1억 5천 9백만달러, 일평균 거래건수는 약 4천건을 기록함(<그림 V-7>)

— 2002년부터 2007년까지 일평균 주식거래대금은 연평균 74%, 일평균 거래건수는 42% 성장함

— 2008년 일평균 주식거래대금은 전년도 대비 약 18% 하락하였으나, 일평균 거래건수는 전년도와 거의 비슷한 수준을 유지함

- 2007년에는 2006년에 비해 일평균 주식거래대금 및 거래건수가 각각 67%, 54% 증가하여 큰 성장을 보였으나, 2008년에는 전 세계 금융위기의 여파로 주식거래대금이 크게 감소함

<표 V-2> SSE 상장기업수 추이

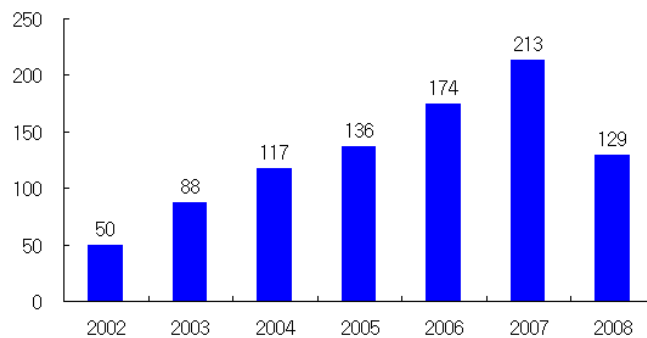
(단위: 개)

연도	신규상장기업수			상장폐지기업수		상장기업수	
	국내기업	해외기업	합계	국내기업	해외기업	합계	총합계
2002	1	0	1	4	0	4	246
2003	2	0	2	8	0	8	240
2004	10	0	10	10	0	10	240
2005	12	0	12	6	0	6	246
2006	7	1	8	8	0	8	246
2007	4	2	6	10	1	11	241
2008.11	-	-	-	-	-	-	238

자료: WFE

<그림 V-6> SSE 시가총액 추이

(단위: 십억달러)



주 : 2008년을 제외한 나머지는 연말기준

자료: WFE

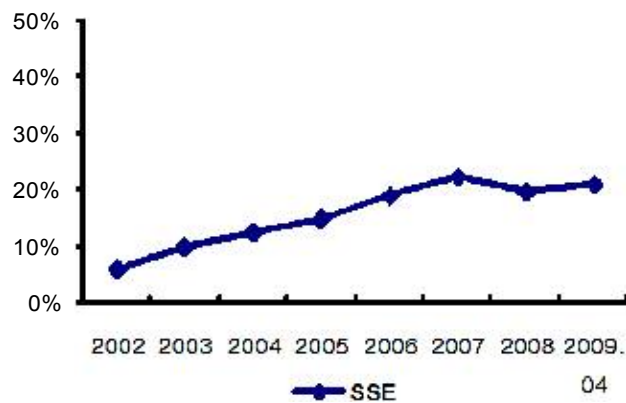
<그림 V-7> SSE 거래규모 추이



자료: WFE

- 거래회전율(거래대금/시가총액)은 2007년까지 증가추세에 있었으나 절대적인 수치는 매우 낮은 수준임(<그림 V-8>)

<그림 V-8> SSE의 거래회전율 추이

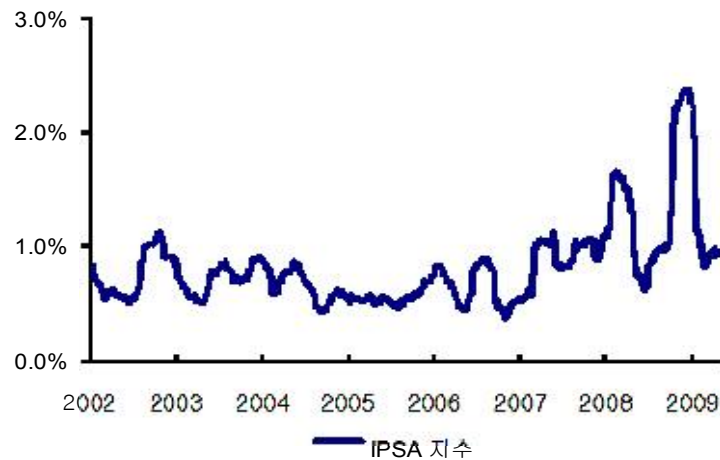


자료: WFE

□ IPSA지수의 일간변동성은 2007년까지 1%이하 수준으로 매우 안정되어 있었으나 2008년 초부터 변동성이 증가하기 시작하여 2008년 말에는 2%를 웃도는 수준에 이름(<그림 V-9>)

— 다른 중남미 지역에 비하여 2008년 금융위기에 빨리 반응하여 조기에 변동성이 확대됨

<그림 V-9> IPSA지수의 일간 변동성 추이



자료: Bloomberg

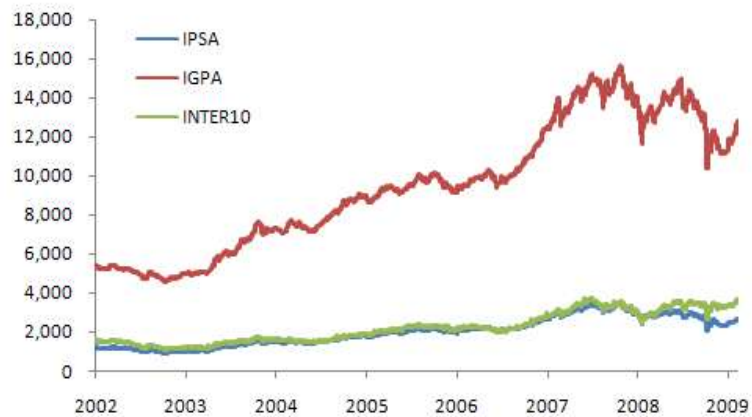
□ SSE에는 IGPA(General Stock Price Index), IPSA(Selective Stock Price Index), Inter-10 총 3개의 주가지수가 있음(<그림 V-10>)

— IGPA는 SSE에서 거래되는 주요 기업의 자본가중지수임

- IGPA는 2003년 이후 꾸준히 상승하여 2007년 10월 15,618포인트를 기록하였으나, 2008년 글로벌 금융위기에 따라 하락세를 보이면서 2009년 2월 11일 현재 12,528포인트를 기록함

- IPSA 지수는 SSE에서 거래되고 있는 주식들 가운데 가장 높은 연평균 거래량을 가진 40개 종목으로 구성됨
 - 칠레 대표지수인 IPSA 지수는 2003년 이후 2007년 중반까지 꾸준히 상승하여 2007년 7월 3,499포인트를 기록하였으나, 2009년 2월 11일 현재 2,635포인트를 기록함
- Inter-10 지수는 칠레시장에서 높은 거래량을 가지면서 외국 거래소에서 거래되고 있는 10개의 주요 칠레 주식으로 구성되며, 여기에 포함되는 주식은 IPSA 지수에도 포함됨
 - Inter-10 지수는 IPSA지수와 거의 비슷한 추이를 보임
 - 2007년 7월 3,718포인트로 고점을 기록한 이후 점점 하락하여 2009년 2월 11일 현재 3,517포인트를 기록함

<그림 V -10> SSE 주가지수 추이



자료: Bloomberg

□ SSE는 영업성과 개선을 통한 지속적인 성장을 기록함(<표 V-3>)

- 최근 5년(2004-2008년) 동안 총자산은 연평균 9.4%, 수입은 21.8%, 순이익은 28.8%, ROA는 17.8% 증가함
- 2008년 세계경기 침체 여파로 총자산과 순이익이 다소 감소하여 총자산은 4,484만달러, 순이익은 980만달러를 기록함

□ 2008년 IPO를 통해 조달된 자금의 규모는 2,866만달러에 이릅니다

- WFE 통계에 따르면 주식발행을 통한 전체 자본조달 규모는 9억 2,589만달러로 집계됨

<표 V-3> SSE 영업성과 추이

(단위: 백만달러)

	2004	2005	2006	2007	2008
총자산	31.36	36.11	39.58	47.04	44.84
수입	11.16	14.21	17.36	20.82	24.52
순이익	3.56	4.43	6.70	9.85	9.80
수익/보통주	-	18.09	24.41	32.73	29.06
ROA	11.4%	12.3%	16.9%	20.9%	21.9%

주 : 매년 말 기준

자료: Bloomberg

3. 시장 거시구조

가. 규제체계

□ 칠레 주식시장을 규율하는 법체계

- 증권시장법과 SVS(Superintendence of Securities and Insurance) 규정이 칠레 주식시장과 증권시장에 관한 가장 기본적이고 포괄적인 법규임
- 증권시장법(Law N°18.045 Securities Market)은 칠레 주식시장의 운영에 관한 기본적인 원칙을 규정함
 - 발행기관, 브로커, 증권거래소 등의 증권관련기관을 규제
 - 중개회사를 통한 공모증권, 증권브로커딜러를 통한 장외상품과 이들 상품의 거래 및 증권거래가 이루어지는 시장을 규제함
- SVS 규정(D.L. N°3.538)은 증권시장에 관한 기본적인 규제 체계를 형성함
 - 주식회사(stock corporations), 투자펀드·뮤추얼펀드·펜션펀드·주택펀드(housing fund) 등과 같은 펀드매니지먼트, 은행·금융기관, 보험·재보험회사, 증권예탁기관에 관해 규정하고 있음

<표 V-4> 증권시장 법규

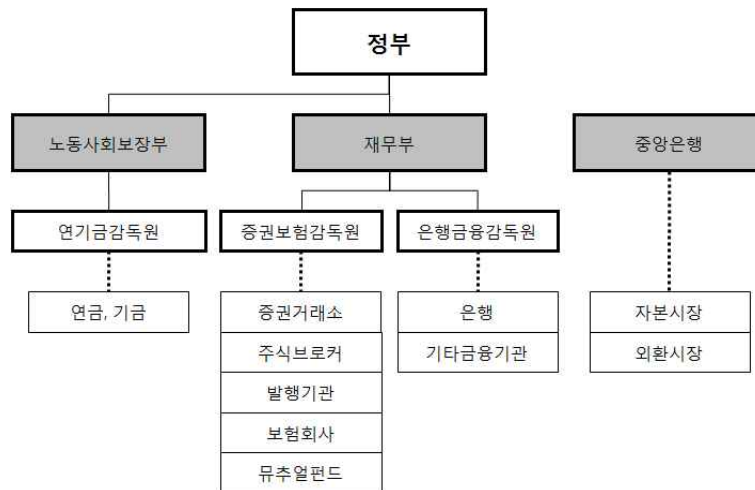
관련 법규	공표일
LAWS	
Law N° 18.045 Securities Market	10/22/1981
Law N° 18.046 Corporations (Sociedades Anónimas)	10/22/1981
Law N° 18.657 Foreign Capital Investment Funds	09/29/1987
Law N° 18.815 Investment Funds	07/29/1989
Law N° 18.876 Securities Depository and Custody	12/21/1989
Law N° 19.281 Housing Leases with Promise to Buy	12/27/1993
Law N° 19.220 Establishment of Agricultural Commodities Exchanges	05/31/1993
EXECUTIVE DECREES	
D.F.L N° 251 Insurance Law	05/22/1931
D.L. N° 1.328 Management of Mutual Funds	12/19/1979
D.L. N° 3.538 Superintendence of Securities and Insurance Companies(SVS)	12/23/1980
REGULATIONS	
D.S. de Hda. N° 587 Corporate Regulations	11/13/1982
D.S. de Hda. N° 249 Mutual Funds Regulations	07/29/1982
D.S. de Hda. N° 864 Investment Funds Regulations	02/23/1990
D.S. de Hda. N° 734 Securities Depositories Regulations	11/30/1991
D.S. de Hda. N° 1.334 Regulation on Housing Leases with Promise to Buy	01/25/1996
D.S. de Vivienda N° 120 Regulation on Housing Leases with Promise to Buy	12/15/1995

자료: SVS

□ 칠레 증권시장의 규제기관(<그림 V-11>)

- 칠레의 증권시장은 정부 산하의 노동사회보장부와 재무부, 그리고 독립기관인 칠레중앙은행의 통제 하에 있음
 - 노동사회보장부는 연기금을 관리·감독함
 - 재무부는 SVS와 은행금융감독원을 두고 있음
 - 중앙은행은 자본시장 및 외환시장을 관리·감독함
- 칠레의 주식거래소 및 발행기관은 SVS에 의해 관리·감독되고 있음
 - SVS는 정부산하의 재무부 소속으로 칠레의 증권·보험시장을 규율하는 기관임
 - SVS는 시장참여자들이 시장의 공정성, 투명성을 확보하기 위해 스스로 행하는 자발적인 규제를 가진 자율규제기관으로 기관 자체적으로 불공정거래 등에 대한 판결권 등을 가짐으로써 사법부적인 성격을 띠
- SVS의 권한
 - 증권등록에 대한 승인권 및 주식거래소 설립 승인권을 가짐
 - SVS는 증권시장법 및 관련법의 의무조항과 부합하지 않는 경우 증권등록 및 거래소의 운영 승인을 취소·정지할 수 있으며 주식거래소의 활동을 제한할 수 있음

<그림 V-11> 칠레증권시장의 규제기관 체계



자료: SSE

나. 조직체계

□ SSE 조직구성

- SSE는 회원제 조직으로 운영됨
- 이사회는 의장 1인, 부의장 1인, 이사 9인 등 총 11인으로 구성됨
- 내부에 관리재무부, 주식시장시스템부, 데이터처리부, 개발계획부를 두고 있으며 청산기관을 내부조직으로 가지고 있지는 않음

□ SSE 시장구성(<그림 V-12>)

- 거래소는 7개의 시장을 운영하고 있음
- 주식, 채권, Investment Funds Quotas Market(CFI), 통화 및 귀금속, 단기채권, 선물, 옵션시장으로 구분됨

- CFI는 투자펀드주식의 일부분으로서 수익증권으로 볼 수 있음
- 통화 및 귀금속 시장에서는 칠레 중앙은행이 발행한 US달러 주화 형태의 금, 은이 거래되고 있음
- 선물시장은 1990년 12월에 시작되어 IPSA 주가지수선물과 달러선물이 거래되고 있으며, 옵션시장은 1994년 8월에 개설되어 유동성이 높은 개별주식의 옵션이 거래되고 있음
- 고정소득증권과 단기채권상품은 변동소득증권과 구분하여 분류됨
 - 고정소득증권시장은 장외거래에 비해 그 비중이 적으나 거래소에서도 상장되어 거래되고 있음
 - 단기채권시장에서는 1년 미만의 단기채권이 거래되고 있음
- 각 시장별 거래대금 비중
 - 단기채권시장이 전체거래대금의 51%로 가장 높은 비중을 차지하고 있고, 채권, 통화, 주식시장이 각각 28%, 15%, 7%의 순위를 기록함 (2006년 기준)
 - 단기채권시장이 2004년 이후 계속 증가하고 있는 데 반해 채권시장의 비중은 감소하고 있음
 - 주식시장의 비중은 2006년 말 7%로 상당히 낮은 비중을 나타내고 있으며 선물, CFI, 옵션의 거래는 매우 미미함

<그림 V-12> SSE 시장구성



자료: SSE

<표 V-5> 각 시장별 거래대금 비중

(단위: %)

년도	주식	단기 채권	채권	통화	선물	CFI	옵션	전체
2003	3	41	37	18	0	0	0	100
2004	5	34	45	16	0	0	0	100
2005	5	43	37	14	0	0	0	100
2006	7	51	28	15	0	0	0	100
1980-2006평균	4	48	34	14	0	0	0	100

자료: SSE(2006)

4. 시장 미시구조

가. 매매제도

1) 매매거래제도 일반

□ 매매거래의 일반절차

- 18세 이상의 재산을 가진 성인이면 누구나 주식거래소에서 투자를 수행할 수 있음
- 투자자가 거래소에서 거래를 하기 위해서 반드시 주식브로커를 통해야 함
 - 투자자는 매수, 매도할 주식을 명시한 특정 양식(special form)을 주식브로커에게 제출해야 함
- 주식브로커는 투자자의 주문을 일정 조건 하에서 반드시 실행시킬 것임을 투자자에게 고지해야 함
 - 지급기간은 거래 당일 지급되는 PH(Payable Today), 거래실행 후 다음 영업일(T+1)에 지급되는 PM(Payable Tomorrow), 거래실행 후 2영업일(T+2)에 지급되는 CN(Normal Cash), 3일에서 180일 사이에 지급되는 OP(Installment Operation)가 있음
 - 채권, 통화 및 귀금속, 단기채권상품은 당일 지급결제되고, 주식과 CFI는 T+2일 결제되며, 선도거래는 180일 내 결제됨
- 주식브로커는 고객의 투자를 직접 실행하거나 운용기관을 두어 고객의 투자를 실행하도록 할 수 있음

□ 거래일

- SSE는 공휴일과 은행휴일을 제외하고 월-금요일까지 운영함
- 휴장일은 다음과 같음
 - 공휴일: 1월 1일, Easter Friday(관례상 3월이나 4월), 5월 1일, 5월 21일, Corpus Christi(관례상 6월), Saint Peter and Paul(관례상 6월), 8월 15일, 9월 18-19일, Day of Race(관례상 10월 중순), 11월 1일, 12월 8일, 12월 25일
 - 은행휴일은 12월 31일

□ 거래시간(<표 V-6>)

- 겨울에는 오전 9:00-오후 4:30, 여름에는 오전 9:00-오후 5:30
- 주식, 통화 및 귀금속, 선물, 옵션, CFI의 거래시간
 - 개장 전 세션(pre-opening session): 오전 9:00-오전 9:25
 - Telepregón 운영시간: 오전 9:30-오후 4:30
 - Pregón 운영시간: 오전 9:30-오후 4:30
- 채권 및 단기채권상품의 거래시간
 - Telerenta 운영시간: 오전 9:30-오후 4:30
- 외국증권 및 외화예탁증권도 국내증권과 동일한 거래시간의 적용을 받음

<표 V -6> SSE의 거래시간

채결방식	변동소득증권	채권, 단기채권상품
개장전	09:00-09:25	-
Telepregón	09:30-16:30	09:30-16:30(Telerenta)
Pregón	09:30-16:30	-
전자경매	10:30-10:40 11:30-11:40 13:30-13:40 15:30-15:40	10:30-10:40 11:00-11:10 11:10-11:20(독점경매) ¹⁾ 11:30-11:40 12:00-12:10 12:10-12:20(독점경매) 12:30-12:40 13:00-13:10 13:30-13:40 16:15-16:25
전통경매	09:15 12:30 16:30	-
더치경매	-	10:45-10:55 11:45-11:55

주 : 1) 독점경매는 채권, 단기채권상품의 최초 상장 시 이루어짐
 자료: SSE

□ 호가단위(tick size)

- 100달러 미만일 경우 0.001달러, 100달러 이상 1,000달러 미만일 경우 0.01달러, 1,000달러 이상 10,000달러 미만일 경우 0.1달러, 10,000달러 이상일 경우 1달러

□ 주문유형

- 시장가주문(market order): 종목 및 수량은 지정하되 가격은 지정하지 않는 주문으로 즉시 체결 가능한 가격에 체결됨
- 지정가주문(limit price order): 체결의 상한(하한)가격을 지정하는 매수(매도)주문
- 일일주문(day order): 설정된 가격으로 약정일에만 실행됨
- 영구주문(permanent order): 투자자의 주문이 실행될 때까지 영구적으로 유효한 주문
- Dated order: 투자자가 설정한 조건 하에서 사전 약정한 최대 시간 프레임 내에서 실행되도록 브로커에게 주문을 제공함

2) 매매체결방식

□ Pregón 시스템을 통한 체결

- 거래소 객장(trading floor)에서 이루어지는 물리적 데스크-트레이딩 시스템임(physical desk-trading system)
 - 브로커가 외치는 매수·매도호가에 의해 가격이 결정됨
- 주식(shares), 우선주 인수권(preferred subscription rights), CFI 등의 변동소득증권이 Pregón을 통해 거래 가능함
- SSE 외에도 BOVALPO가 Pregón 시스템을 채택하고 있음

□ Telepregón 시스템을 통한 체결

- 전자거래시스템임(electronic trading system)
 - 브로커가 컴퓨터 네트워크 상에서 매수·매도주문을 입력하면 시스템이 브로커의 주문과 일치하는 가격에서 자동적으로 거래를 체결하되, 거래 수량은 양립가능한 호가 사이에서 최대화함

- 일치하는 가격이 없는 경우 자동적으로 거래가 시스템에 저장되며 새로 입력된 주문과 일치할 때까지 기다렸다가 거래를 체결함
- 주식, CFI, 통화 및 귀금속, 선물, 옵션 등 변동소득증권의 모든 유형이 Telepregón을 통해 거래 가능함
- SSE 외에도 BEC, BOVALPO가 Telepregón 시스템을 채택하고 있음

□ Telerenta 시스템을 통한 체결

- SSE의 채권과 단기채권상품의 전자거래시스템임

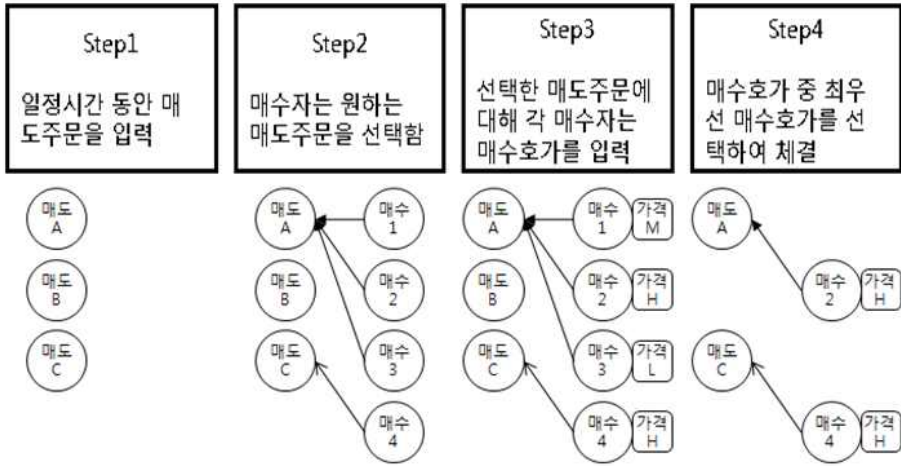
□ 거래소 객장에서는 낙찰경매(hammer auction) 방식으로 거래를 체결

- 거래소 객장에서 경매인이 브로커에게 다양한 상품을 제공한 후 최고 가격의 입찰자를 선정하는 방식임
- 채권과 단기채권상품에서도 사용되었으나 최근에는 변동소득증권에서만 사용됨

□ 전자거래시스템에서는 동시경매 방식으로 거래체결(<그림 V-13>)

- 특정시간동안 매도호가정보를 축적한 후 시간이 종료되면 각 매도호가에 대해 최우선매수호가를 입력한 매수입찰자에게 거래를 할당하는 방식
- 칠레의 모든 거래소에서 모든 상품에 대해 사용되고 있음
- BEC는 동시경매와 함께 개별경매(individual auction)방식도 채택
 - 개별경매는 등록된 모든 주문에 대해 개별적으로 경매를 시행

<그림 V-13> 동시경매 방식



<표 V-7> SSE의 매매체결 방식

거래방식	변동소득증권		고정소득증권 단기채권상품	비고
	주식,CFI	통화,선물 ,옵션		
Pregon	○			브로커의 객장 호가에 의한 거래 (낙찰경매방식)
Telepregon	○	○		전자거래시스템에 의한 거래 (동시경매방식)
Telerenta			○	전자거래시스템에 의한 거래 (더치경매방식)

자료: SSE

- 채권과 단기채권상품은 더치경매(dutch auction)방식으로 거래를 체결
 - 최고 매수호가를 제안한 입찰자부터 각각의 매수제안 수량에 비례하여 매도 물량을 할당하되, 최저체결가능 가격으로 체결함
- 외국증권 및 외화예탁증권은 국내증권과 동일한 매매체결시스템을 사용함

3) 거래비용

- 모든 증권의 매매에 대해 브로커 수수료, 거래소 수수료, 세금이 부과
 - 브로커 수수료는 브로커에게 지불하는 수수료로 자유롭게 협상 가능
 - 거래소 수수료는 거래소가 정하는 바에 의해 거래량에 따라 계산되는데 거래되는 상품종류에 따라 다양하며, 브로커가 투자자를 대신해 지불함
 - 부가가치세(IVA)는 18%로 브로커 및 거래소 수수료 모두에 대해 부과됨
- 주식과 CFI의 거래소 수수료(<표 V-8>)
 - 최대 0.5%의 수수료가 부과됨
 - 거래량 및 고객의 거래활동이 증가할수록 수수료 비율이 감소함
 - 장외 주식의 경우 최대 수수료 비율은 0.75%임
 - 투자자는 거래소와 일정기간 동안의 수수료를 약정하고, 약정한 수수료를 사전에 지불하는 계약을 체결할 수 있으며,, 이러한 계약으로는 특별계약과 대체계약이 있음

— 특별계약(unique payment agreement)

- 반기 또는 년 단위로 체결 가능하며, 수수료는 사전 지불이 원칙임
- 반기 수수료는 UF⁴⁷⁾ 582+IVA, 연간 수수료는 UF 1,017+IVA임

— 대체계약(agreement of alternative payment)

- (고정할당+가변량)의 형태로 수수료가 부과됨
- 가변량은 약정한 기간 동안의 월별거래량을 의미하고, 고정할당은 사전에 지불해야 함
- 반기=(UF 424)+(IVA)+(월별 가변량에 0.1% 비율 적용)+(월에 UF 20,000거래를 초과하는 양에 대한 IVA)
- 일년=(UF 740)+(IVA)+(월별 가변량에 0.1% 비율 적용)+(월에 UF 20,000거래를 초과하는 양에 대한 IVA)

□ Simultaneous operations에 대한 거래소 수수료

- Simultaneous operations는 한 투자자가 다른 투자자에게 추후 정해진 가격으로 재매수할 것을 전제로 증권을 매도하는 거래를 의미함
- 매도자는 거래수수료에 대해 특별할인을 적용받아 거래의 만기까지 매일 거래금액의 0.0033%를 수수료로 납부

47) UF(Unidad de Fomento)는 계정단위(unit of account)로 1967년 세계최초로 지수화된 회계단위임. 대부자가 UF로 미래에 발생할 지불액을 정하면 차입자는 약정한 지불일에 신문에 고시된 UF와 폐소화의 교환비율에 따라 폐소화로 대금을 지불할 수 있음, 칠레에서는 주택가격, 공과금 등을 UF로 표기하는 경우가 많음

□ 기타 상품의 수수료

- 금, 은 주화에 대해서는 0.15%의 거래소 수수료를 부과
- 선물에 대한 거래소 수수료
 - 은행간 달러선물(interbank dollar futures)에 대해서는 0.04%가 부과됨
 - IPSA 선물에 대해서는 0.10%가 부과됨
- 옵션은 프리미엄에 따라 최대 0.50%까지 부과
- 미국달러, 고정소득증권, 단기채권상품에 대해서는 수수료를 부과하지 않음

<표 V -8> 주식과 CFI의 거래소 수수료

구분	비율(%)	수수료(UF)
10,000 이하 거래	0.50	50
10,000~20,000 거래	0.30	30
20,000~60,000 거래	0.10	40
60,000 이상 거래	0.05	가변

자료: SSE

나. 청산·결제

- SSE의 청산결제는 DCV(Depósito Central de Valores SA)를 통해 이루어짐
 - DCV는 법 N^o18.876 하에서 공기업으로 설립되어 1995년부터 운영
 - 증권거래의 위험 감소, 효율성 향상, 시장성장 촉진 목적에서

설립됨

- 1998년 9월, 거래소에 상장된 주식거래에 대한 차액결제서비스 (service for netted settlement)를 제공하기 시작함
- DCV는 증권거래의 청산·결제·예탁 기능을 수행함
 - 장내 또는 장외에서 거래되는 모든 금융상품에 대한 청산·결제를 담당함
 - 단 거래소에서 체결된 주식거래는 거래소 내의 청산시스템 (clearing system)에서 청산된 후 거래소 외부의 청산소인 DCV로 송부됨

□ DCV는 중앙 집중 청산시스템을 가짐

- 동일 거래일에 실행된 매입과 매도거래는 증권거래소가 제공하는 정보에 따라 매도 브로커와 매입 브로커의 계좌 간 전자이전을 통해 차액결제됨

□ DCV에 의한 청산·결제는 다음과 같이 이루어짐

- DCV는 분리된 계좌를 통해 장내·장외에서 행해지는 모든 거래에 대하여 전자 다중결제를 실행함
 - 장외거래는 거래실행 당일에 결제됨
 - 장내상품 중 주식은 T+2, 고정소득상품은 T+1, 단기채권상품은 T+0의 결제방식을 취함
- DCV는 회원에게 이자와 배당금을 지급할 책임이 있음

□ 외국증권 및 외화예탁증권 거래의 결제

- 외국증권과 외화예탁증권은 결제 3일 후 결제의 효력이 발생하므로 사실상 각각 T+5, T+3 결제가 이루어짐
 - 결제는 거래시 동의한 결제조건 하에서 국내증권 결제절차와 동일하게 거래당사자 쌍방간 미국 달러로 이루어짐
 - 이에 따라 T+5, T+3의 결제는 주식시장에서의 결제(regular cash operation)와 동일한 절차를 가짐
 - 매입 브로커와 매도 브로커는 결제일과 결제시간에 맞춰 거래 상대가 되는 브로커에게 필요한 모든 사전 조치를 취해야 함
 - 브로커는 결제일의 결제실패에 관해 주식시장 다음 영업일에 책임자에게 보고해야 함
 - 결제조건은 국내증권과 동일하게 PH, PM, CN, OP가 있음

다. 상장제도

□ 증권시장법에 따른 상장요건은 다음과 같음

- 주주의 수가 500명 이상이거나, 자본금의 10% 이상이 100명 이상의 주주에 의해 보유되어야 함

□ SSE에 상장을 위해서는 먼저 회사 및 회사의 주식을 SVS에 등록해야 함

- 적법절차에 따라 법인이 된 회사는 SVS에 법인이 되기 위해 준비한 것과 동일한 과정을 거쳐 등록을 해야 함
 - 칠레 증권시장법에 따라 개방형 또는 폐쇄형 회사가 주식을 상장하기 위해서는 자발적으로 개방형 회사 규제를 따라야 하고, 회사와 그것의 주식을 SVS 증권등록국에 등록해야 함

- 증권등록국에 등록을 하려는 발행자는 회사에 관한 모든 중요한 정보, 모집된 증권, 모집에 관하여 즉각적으로 충분하게, 그리고 정확하게 공시해야 함
- SVS의 일반규정 N°30에 따라 SVS에 등록하기 위해서는 다음의 법적·재무적 정보의 공시가 이루어져야 함
- 일반 경제 및 재무정보
 - 관련/필수정보
 - 부가정보: 회사의 정관개정 및 상응하는 법규를 포함하는 공공 증서, 회사재정증명서, SVS N°30의 규정에서 요구하는 정보, 주주목록 및 참여비율, 최종 연차보고서, 주권 복사본 등
- 회사 및 회사의 주식이 SVS에 등록되면 SVS에 제출된 정보는 등록일 3영업일 내로 칠레의 모든 주식거래소에 전달됨
- 회사가 기업공개에 위한 목적으로 SVS에 회사 및 회사의 주식을 등록하는데 있어 최소자본규정은 없음
- 외국기업이 발행하는 증권 또는 외화예탁증권을 SSE에서 거래하기 위해서는 칠레 SVS의 외국증권등록국(foreign securities registry)에 정식으로 등록해야 함
- 외국증권 및 외화예탁증권의 등록은 발행자가 직접 하거나 SVS에 등록을 요청하는 동일인에 의해 이루어져야 함
 - 외국발행자는 SVS에서 요청하는 대로 가장 최근까지의 이용 가능한 기업의 정보를 제공해야 함
 - 외국증권 또는 외화예탁증권 등록시 수수료를 지불해야 함
 - 이상의 상장의무를 준수하지 않은 외국증권 발행자는 “발행자의 권리와 의무 매뉴얼(issuers' rights and obligations manual)”에 규정된 패널티를 적용받음

- SVS 또는 발행자가 요구하는 경우 상장외국증권 또는 외화에
 탁증서 발행자의 등록을 취소할 수 있음
- 주식거래소 이사회는 본국시장에서의 등록 취소, 회사에 관한
 정보 부족, 파산, 회사의 합병 등 심각한 법적 문제가 고려되
 는 경우 등록취소를 결정할 수 있음

□ SVS 등록 후, 주식거래소에 주식의 상장절차를 진행함

- 회사는 SVS에 회사 및 주식을 등록한 후 30일 이내에 증권거래
 소에 주식상장을 위한 신청을 해야 함
- 신청을 위해서는 SVS에 제출한 것과 유사한 회사의 내부규정
 및 재무정보를 공시해야 함
- 일단 신청서가 제출되면 주식거래소의 이사회는 제출된 서류
 를 10영업일 동안 검토한 후 상장결정을 내림

□ 상장폐지요건

- SVS 또는 거래소가 요구하는 정보를 제공하지 않은 경우
- 해당 기업이 파산한 경우 또는 해당 기업이 인수·합병 등으로
 법적·구조적으로 심각하게 변화된 경우
- 해당 기업이 상장폐지를 요구하는 경우

라. 공시제도

- 상장회사는 모든 중간보고서, 중요한 뉴스 및 관련 정보, 증권시장법
 에 따라 즉각적으로 알려야 되는 사항들을 거래소에 공시해야 할 의
 무가 있음

- SSE는 거래소의 컴퓨터 네트워크 단말기, 일간·월간 게시판 및 증권거래소의 주식시장정보센터를 통해 증권거래 및 증권정보를 공시함
 - 외국발행자 역시 모든 중간보고서, 중요한 뉴스 및 관련 정보, 그리고 증권시장법 XXIV장에 따라 즉각적으로 충분히 알려야 되는 사항을 공시해야 함
- SVS에 등록된 회사들은 감사 재무제표(audited financial statement)를 SVS에 보고해야 함
- 각 회사의 재무제표는 SVS 웹사이트에 게재됨
- 칠레는 재무제표 공시기준으로 IFRS를 채택해 나갈 예정임
- 현재 기준은 칠레 GAAP임
 - 현재의 재무보고감사기준은 CCC(Chilean College of Accountants), SVS, SBIF(Superintendency of Banks and Financial Institutions)⁴⁸⁾, SAFP(Superintendency of Pension Fund Administrators)의 4개 기관이 공동으로 개발함
 - 현재 기준은 회계원칙의 다양한 출처로 인해 사용자에게 투명한 정보를 제공하지 못하는 한계를 지님
 - 2009년부터 2011년의 3년 동안은 SBIF가 IFRS 채택에 대해 감독
 - 2009년 12월 31일까지는 주요 상장회사에 대해 IFRS 적용을 의무화할 계획이며, 2009년 재무제표 공시시 IFRS에 의거하여 작성한 2008년 재무제표도 첨부해야함⁴⁹⁾

48) SBIF는 칠레의 은행산업을 규제하는 기관으로 은행, 소비자대부조직, 신용기관을 감독함

- 2010년 12월 31일까지는 소규모 상장회사, 보험회사, 뮤추얼펀드, 펀션펀드, 주식브로커와 딜러, 보험대리기관, 공모채권발행회사, 2009년에 IFRS로 전환할 수 없었던 대형 상장회사 전부가 IFRS를 사용해야 함
- 2011년 12월 31까지는 SVS에 등록된 모든 회사, 실체들이 IFRS를 사용해야 함(자발적으로 등록한 비발행자도 포함)

마. 외국인 투자

□ 외국인투자 관련법규

— 외국인투자 관련법규는 크게 두 가지로 구분됨

- 외국인 직접투자시 적용되는 외국인투자법(D.L. N°600)과 중앙은행의 외국환관리규정이 있음
- 외국인투자법은 외국인투자에 관한 제반사항을 총괄적으로 규정하고, 외국환관리규정은 1985년 이후 시행되고 있는 채무주식화에 대한 외국인투자와 자본시장에서의 간접투자 등을 규정

□ 외국인투자법의 주요 내용

— 기본조항

- 외국인투자의 정의, 형태, 투자자와 투자허가기관간에 체결되는 외국인투자계약의 내용이 규정됨

49) IFRS 미준비로 칠레 GAAP을 사용할 경우에는 2008년 정보 역시 동일한 기준을 사용해야 하고, 이 경우 반드시 IFRS로 전환할 경우의 예상치를 부가적으로 공시해야 함

— 외국인 투자자의 권리·의무 조항

- 투자자본 및 이익의 송금
- 투자자본의 송금재원
- 투자자본 송금에 따른 세금부과
- 투자 후 설립된 회사의 법인소득세 납부
- 투자완료기간내의 자본재 수입에 대한 관세 면제
- 투자자에 대한 법규 적용시 내·외국인 동등대우
- 투자자가 법적 차별대우를 받았을 경우의 시정방법
- 투자금액이 5천만달러 이상인 제조업 광업투자의 특혜사항

□ 외국환관리규정의 외국인투자관련 주요 내용

— 채무주식화에 의한 외국인투자는 1985년 도입된 이후 급격히 증가하였다가 1990년대 들어 감소하기 시작하여 1995년 이후에는 공식적으로 종결된 상태이므로 이에 대한 규정은 별도로 소개하지 않음

— 자본시장에서의 간접투자

- 이 규정에 의한 외국인투자는 반드시 중앙은행에 등록해야 하며, 금융기관을 통해서 투자가 이루어져야 함
- 이 규정에 의한 지분투자는 칠레에 외화의 형태로 투자를 한 개인, 기업, 단체에 적용됨
- 이 규정에 의한 외국인투자는 외국인투자법에 의해 제공되는 제반혜택을 받을 수 없음
- 칠레 내로 유입된 외국인투자자금은 공식외환시장을 통해 환전해야 하며, 이익금은 아무런 제약 없이 본국으로 송금이 가능하나 35%의 원천세를 징구함

- 투자원금의 송금은 투자 1년 이후에 가능함
- 외국인 주식거래는 다음과 같은 제한조건이 있음
 - 5백만달러 이상의 투자는 칠레 외국인 투자위원회의 조사 및 승인을 거쳐야 함
 - 외국인의 주식보유기간은 3년으로 제한되며, 예외적으로 광산 사업에 투자한 경우 3년 보다 더 긴 기간이 적용됨(8년 또는 특별한 경우에는 12년까지 인정)
 - 외국인의 주식 보유 비율에 대한 제한은 없으며, 칠레는 외국인 소유권이 100% 인정됨
 - 그러나 외국인 투자는 투자자의 본국이 칠레와 상호협정이 없는 경우 칠레의 어업기업이나 미디어에 투자하는 것이 허용되지 않음
 - 통신업에 대한 외국인 제한은 없으나 투자자들은 통신에 투자하는 경우 면허를 획득해야 하므로 실질적으로는 제약이 존재함

□ 외국인투자 관련기관

- 외국인투자위원회(The Foreign Investment Committee: FIC)
 - 정부를 대표하여 외국인의 투자 허가를 전담하는 기관임
 - 중앙은행 소속이었으나 1990년 1월 경제부 소속으로 이전됨
- 경제부(The Ministry of the Economy)
 - 투자허가 6개월 후 FIC를 대표하여 모든 투자자와 투자계약을 체결함
- 지방행정기관
 - 투자허가를 받은 후 공장부지 용도로 토지를 구입할 때는 공장이 설립될 지역의 지방행정기관의 토지취득허가를 받아야 함

- 칠레 수출진흥공사(Prochile)
 - 우리나라의 KOTRA와 유사한 상공부 산하기관으로 각종 투자관련 정보를 제공함
- 칠레 산업개발공사(CORFO)
 - 칠레 모든 국영기업의 대주주로 국영기업에 필요한 외자조달 및 투자우선 분야의 확정, 사업타당성 검토 등의 업무를 수행하며, 중장기 산업자금 대출업무도 취급함

바. 내부자거래

□ 내부자거래 법규 및 집행기관

- 증권시장법에 내부자거래가 규정됨
- SVS가 내부자거래 규정을 집행할 권한을 가짐

□ 내부자거래 규정

- 증권시장법은 내부자거래 및 특권정보(privileged information)의 오용을 금지함
- 특정 기업의 직무 또는 지위를 맡은 사람이 자신의 이익 또는 제3자의 이익을 위해 특권정보를 이용하는 것과 그러한 정보에 기초하여 자신 또는 제3자를 위해 직·간접적으로 주식을 거래하는 것이 금지됨
 - 특권정보라 함은 1)직무나 직위에 의하여 얻은 내부정보, 2)시장에 공개되서는 안되는 정보, 3)발행증권가격에 영향을 미칠 수 있는 정보로서 특권정보는 이사회가 증권시장법과 회사법에 의거하여 기밀로 유지하기로 동의한 기본정보를 의미함

- 특권정보를 다루는 사람은 내부자로 취급되며, 내부자에는 이사, 매니저, 관리자, 발행기관의 청산자(liquidator), 기관투자자, 계열사, 브로커, 감사자, 신용등급기관 등이 포함됨
 - 브로커와 딜러도 내부자거래규정에서 제외되지는 않으나 그들은 특권정보와 관련된 주식을 거래하는 것이 허용되는데, 이 경우에 거래는 반드시 제3자를 위한 것이어야 하고, 매매주문은 제3자가 한 것이어야 하고, 제3자는 증권거래와 관련하여 브로커와 딜러로부터 어떠한 조언이나 추천을 받지 않아야 함
- 증권시장법은 내부자거래규정의 통제와 실행 체계를 규정함
- 감사자는 법에 규정된 체계에 의거하여 내부자거래에 대한 견해를 제시해야 함
 - 기관투자자와 주식중개기관이 행한 증권과 관련된 결정이나 거래에 참여한 사람은 자신이 당사자로 되어있는 증권의 모든 매매에 관해 회사 경영진에게 거래 실행 후 24시간 내에 보고해야 함
- 증권등록국에 주식을 등록하는 회사는 SVS와 주식거래소에 관련 기관(related entities)이 행하는 그들 주식과 관련된 모든 거래에 대해서 보고해야 함
- 관련기관인지 아닌지를 판단하는 기준은 1)소유권 관계가 있는지(회사 투표주식의 10% 소유 또는 이사회 멤버 중 최소 1인을 지명할 수 있는 권리), 2)통제기구(controlling entity)를 공유하는지, 3)기관이나 단체가 다른 기관이나 단체의 경영진에게 중대한 영향을 미치는지, 4)두 기관 또는 사람이 제3의 기관을 공동으로 경영하는 계약을 맺고 있는지가 됨

□ 내부자거래규정 위반시 제재 조치

- 내부자거래에 의해 부당한 피해를 입은 사람은 보상받을 권리가 부여됨
- 내부자거래로부터 실질적인 피해가 없다 할지라도 내부자거래로부터 위반자가 얻은 혜택은 전부 주의 재산으로 몰수됨

□ 내부자거래에 대한 제재 집행 현황

- 1981년 내부자거래에 관한 규정이 만들어짐
- 1988년 최초로 내부자거래에 대한 제재가 집행된 이후 2006년까지 총 19건의 내부자거래 제재가 집행됨
- 2007년, 2008년 내부자거래 집행건수는 17건이었음

사. 기업지배구조

□ 칠레는 기업지배구조의 수준이 매우 높은 것으로 평가됨

- World Economic Forum Executive Opinion Survey 2007, 2008은 이사회 능력평가를 통해 기업지배구조 수준을 측정하였는데, 칠레는 7점 만점 가운데 5.6점을 받아 총 134개국 중 7위를 차지(<그림 V-14>)
- 칠레의 기업지배구조 점수는 중남미에서 가장 높은 뿐만 아니라 전 세계 평균 4.7점을 크게 넘어서는 수치임

<그림 V-14> 기업지배구조 점수



주 : 1점은 경영의 책임감이 형편없음, 7점은 투자자와 이사회가 경영결정의 감독을 매우 잘 수행함

자료: World Economic Forum

□ 칠레의 기업지배구조의 수준이 높은 이유는 연기금에 대한 엄격한 투자규제 때문임(<표 V-9>)

— 연기금 투자는 양적제한, 이해상충 등의 규제를 받음

- 양적제한은 투자자산 유형을 제한하고 허용자산 내 최대투자한도를 제한하는 방식으로 이루어지는데, 정부채 투자는 펀드 자산의 50% 미만, 주식투자는 37% 미만, 외국증권은 16% 미만으로 제한하고, 각 유형 내에서 하위그룹을 정하여 위험등급별 투자한도를 다시 정함
- 이해상충은 AFP(Pension Fund Administrator)와 그들 계열사(affiliates)간 이해상충으로, 이를 예방하기 위해 규제당국은 AFP의 관련회사주식에 대해 최대투자한도를 실질적으로 감소시킴

— 연기금 투자에 대한 높은 규제는 기업지배구조에 다음과 같은 영향을 미침

- 기업 모니터링의 강도와 질을 높임
- 연기금 자산과 생명보험회사의 예치금(reserves) 축적은 자본시장을 성장시킴으로써 기업지배구조 관행을 향상시킴
- 연기금은 사회보장기금(social security funds)으로 보호됨에 따라 엄격한 자본시장규제의 적용을 받으며, 이는 결국 기업지배구조 수준 향상에 긍정적 영향을 미침

<표 V-9> 연기금에 대한 주식투자제한

상품	펀드자산 대비 한계비중
개방형회사의 총 주식	37%
하위 제한	
은행·금융기관 주식	5%
부동산기업 주식	10%
위험등급위원회 승인이 없는 주식	1%
3년 이하로 운영된 발행기관의 주식	5%
동일기업그룹으로부터 나온 회사의 주식	15%

자료: Pension reform and corporate governance: impact in chile

5. 시사점

□ 전형적인 이머징마켓의 특징을 보임

— 주식시장의 절대적 규모가 작음

- 칠레 주식시장 시가총액은 2008년 말 1,318억달러로 WFE에 가입한 53개 거래소 중 29위를 차지함
- 주식시장의 규모는 GDP 대비 71%로 중남미지역 평균인 64% 보다는 높으나, 전 세계 주식시장 평균 120%에 비해서는 낮음

— 주식시장의 유동성이 낮음

- 기관투자자 중심으로 거래가 이루어져 유동성이 떨어짐
- SSE에서 거래되는 상품 가운데 주식 거래대금은 전체의 5% 정도로 그 비중이 매우 낮음

□ 칠레 주식시장은 기관투자자 위주로 성장하였음

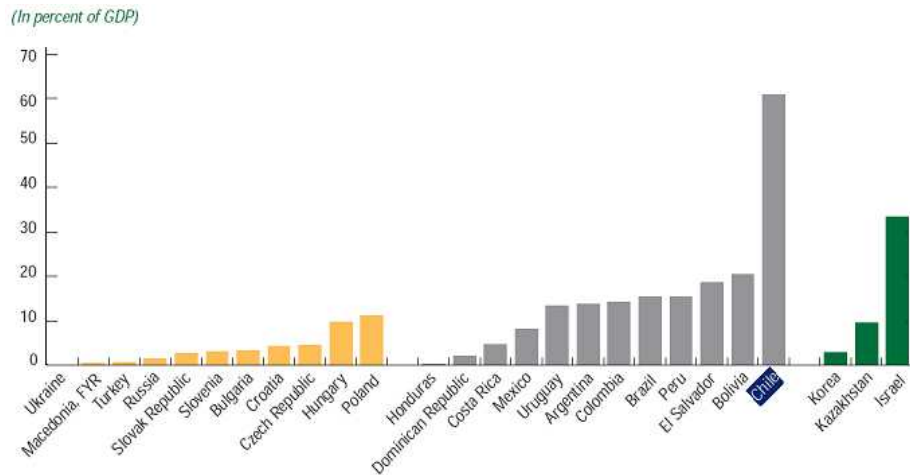
— 1981년 연기금의 민영화를 주요내용으로 하는 연기금제도 개혁으로 민간 연금관리기관이 등장하였음

— 민간 연금관리기관은 1985년도에 주식투자를 시작하였고, 비록 주식투자한도 제한은 있으나 주식시장에 깊이 관여함

- 2006년 칠레의 연기금 자산은 GDP 대비 60% 이상을 차지하는 등 이머징마켓에서 가장 높은 연기금자산 비중을 기록함(<그림 V-15>)
- 보험회사, 뮤추얼펀드 등의 기타 기관투자자들과 비교할 때도 연기금은 칠레 주식시장의 가장 큰 기관투자자임

<그림 V -15> 각국의 GDP 대비 연기금자산 비중

(단위: %)



주 : 2008년 11월 기준

자료: IMF

□ 기업지배구조와 투자자보호의 수준이 상대적으로 높음

— 연기금의 주식시장 참여는 정보공시 등의 규제수준을 높임으로써 기업지배구조의 수준을 향상시키고, 투자자보호 장치를 체계적으로 마련하게 함

- 연기금의 높은 주식시장 참여는 기업의 정보공개 수준을 높이는 계기가 됨
- 연기금이 투자한 회사는 공개조사의 대상이 되므로 기업들은 지배구조 개선에 힘쓰게 됨
- 칠레는 기관투자자들로 하여금 그들이 주식투자를 하고자 하는 대상기업이 최소한의 기업지배구조를 준수하였는지를 반드시 따지도록 요구하는 등 규제수준이 높음

- 연기금기관들이 채권투자를 확대함에 따라 채권투자자에 대한 보호가 증가하게 됨
- 이러한 변화들은 수준 높은 기업지배구조를 형성시키고, 투자자보호기반을 발전시킴

□ 객장 거래가 여전히 존재함

- 1993년 유동성이 떨어지는 주식에 대한 전자거래가 허용됨
 - 나머지 주식들은 전부 객장에서 open-outcry 방식으로 매매됨
- 시간이 지남에 따라 객장에서만 거래되던 주식도 전자거래방식으로 거래되기 시작하여 현재 대부분의 주식이 전자거래방식으로 매매됨
 - 현재는 단시간 내 매우 활발하게 거래되는 유동성이 매우 큰 주식과 CFI만 객장에서 거래됨
 - SSE 거래량의 대부분을 차지하는 채권과 단기채권상품은 전자거래시스템만 허용되어 객장에서는 더 이상 거래되지 않음

□ 외국기업의 주식시장을 통한 자본조달이 매우 저조함

- 칠레는 1977년과 1993년에 외국인투자법(D.L. N°600)을 개정하여 거의 모든 분야에 대해 외국인투자의 문호를 개방하고, 투자절차를 간소화함
- 칠레의 외국인투자정책은 내·외국인 동등대우 원칙을 기본으로 하고 있어 외국인투자자에 대한 규제는 최소한으로 유지하고 있으나, 특별한 유인책도 제공하지 않음

- 칠레는 1998년 9월까지 외국투자예에 한해 예치금 요건(reserve requirements)을 두었고, 이후 2000년 5월까지 자본이익의 경우 최소 일년 동안 본국송금을 금지하고 칠레 내에 유보하도록 하는 등 2000년도까지는 자본시장의 규제수준이 엄격하였으나, 이후 자본시장 규제수준을 낮추고 외국투자자에 대한 세금장벽을 허무는 등 최소한의 규제만 유지하고 있는 실정임
- 그럼에도 불구하고 2008년 기준 SSE에 상장된 외국기업은 총 3개사에 불과하며, 외국기업의 주식시장을 통한 자본조달이 중남미 국가 가운데에서도 특별히 적은 이유로는 다음을 들 수 있음
- 첫째, 칠레는 외국기업에 대한 차별이 없는 대신 특별한 투자유인책 또한 없음: 중남미의 높은 대외의존도 등 이머징마켓의 특징을 고려할 때 외국기업 유치를 위한 별도의 인센티브가 주어지지 않는 경우 외국기업의 자발적 투자를 기대하기 어려움
 - 둘째, 외국투자예에 대한 자본이득세가 35%로 매우 높음
 - 셋째, 칠레는 주식시장이 연기금, 보험회사 등 기관투자자 위주로 움직이기 때문임: 기관투자자들은 투자유형 및 투자한도 제한 등 일반투자자에 비해 보다 엄격한 규제를 받게 되므로 외국기업에 대한 투자에도 영향을 받음
 - 넷째, 기업지배구조 수준이 높기 때문임: 이는 외국기업이 칠레 주식시장에서 거래되기 위한 기본 전제조건 수준을 높임으로써 자본조달을 어렵게 함

VI. 결론

VI. 결론

- 중남미 지역은 오랜 정치·경제적 불안에서 벗어나고 있으며 경제적 기초 여건이 개선되고 있어 동 지역 금융시장은 향후 성장잠재력이 높은 것으로 판단됨
 - 여러 차례의 경제위기를 겪은 이후, 거시경제적 안정과 지속적 성장을 위한 정책적 노력이 이루어지고 있으며 금융시장의 공정 경쟁 환경을 조성하기 위한 정책이 추진되고 있음
 - 경제정책의 기본 기조는 개방화, 자유화, 민영화로 요약될 수 있으며 규제·감독의 효율화, 행정서비스의 개선, 부정부패 근절과 같은 미시적 개혁을 동반 추진
 - 장기적 경제성장을 도모하기 위해 수출 대상 국가를 다변화하고 1차 산업에 대한 의존도 줄이려는 노력을 지속함
 - 금융시장의 규모가 커지고 있을 뿐만 아니라 관련 인프라, 제도, 기업지배구조 및 시장투명성 수준이 개선되고 있어 금융시장의 질적 수준 역시 향상되고 있음

- 중남미 금융시장에 대한 투자에 있어서 고려해야 할 위험 요인으로 는 다음과 같은 사항을 들 수 있음
 - 원유, 광물, 농산물 등과 같은 1차 생산품에 대한 높은 의존도로 인해 지역의 경제적 성과가 상품가격에 민감하게 반응하여 시장의 변동성이 큼
 - 자본시장의 투자저변이 취약하고 소수의 대형 종목의 시장점유율이 높아 전체적인 시장유동성이 낮음

- 시장의 규모와 유동성뿐만 아니라 거래시스템과 관련 제도에 있어서도 지역 거래소간 차이가 현격하게 나타남
- 기업지배구조와 시장투명성이 개선되고 있으나 여전히 낮은 수준으로 정보비대칭과 대리인비용에 따르는 가치절하 요인이 존재함
- 최근 주식시장의 상승은 경제의 성장에 비해 지나치게 급격하여 시장 과열에 대한 우려가 제기됨

□ 브라질 주식시장의 주요 특징은 다음과 같음

- 중남미 지역에서 가장 규모가 크고 유동성이 높은 시장이며 증권 거래 인프라와 관련 제도가 잘 갖추어져 있음
- 대외충격에 대해 상대적으로 견조한 주식시장
 - 글로벌 금융위기 이후 크게 하락했던 브라질 주식시장은 최근 타 국가 대비 견조한 흐름을 이어가고 있으며 여타 신흥국 대비 양호한 경제 기초여건으로 중장기적 성장세가 예상
- 기업지배구조 개선에 많은 노력을 기울이고 있음
 - 상장기업의 자발적인 기업지배구조 개선을 독려하기 위해 기업지배구조 수준에 따른 별도의 시장부문을 운영하고 있으며 기업지배구조 관련 지수가 발표됨
- CME Group과의 장기적, 전략적 협력 관계를 통해 전 세계적 파생상품 거래 네트워크를 구축함
- 외국인투자에 대한 제한 요소를 모두 철폐하고 세제혜택을 부여하여 외국인의 주식시장 투자를 적극적으로 유치
- 사회·환경 증권거래소 등 새로운 거래소 비즈니스에 적극적

□ 멕시코 주식시장의 주요 특징은 다음과 같음

- 상장절차가 간소하고 상장요건의 수준이 낮은 글로벌 마켓 시스템을 도입하여 외국기업의 상장이 매우 활성화 되어 있으며 주식시장의 외국인 투자비중이 높음
 - 2008년 시가총액기준 외국인투자비중은 47.3%로 세계 4위 수준
- 반면 제도적 특성이 경영권 보호에 초점이 맞추어져 있어 투자자 보호와 기업지배구조가 취약함
 - 소유집중도가 높고 기업의 투명성이 낮을 뿐만 아니라 외국인의 소유지분에 제한이 있음
 - 최근 투자자보호 수준을 개선하기 위한 정책이 추진

□ 칠레 주식시장의 주요 특징은 다음과 같음

- 다른 중남미지역의 국가보다 먼저 금융시장 개방과 주식시장 활성화 정책을 추진하여, 경제규모 대비 주식시장의 규모가 중남미 지역에서 가장 큼
- 기관투자자 위주로 주식시장이 성장함
 - 연기금 자산은 GDP 대비 60% 이상을 차지하고 있으며 주식시장 기관투자자 가운데 가장 큰 비중을 차지
 - 기관투자자 중심으로 거래가 이루어져 유동성이 낮음
- 기업지배구조의 수준이 높고 투자자보호 장치가 체계적으로 갖추어져 있음
 - 연기금의 주식시장 참여는 정보공시 규제수준을 높임으로써 기업지배구조의 수준을 향상시키고, 투자자보호 장치를 체계적으로 마련하게 하는 계기가 됨

— 외국인의 주식시장 참여가 저조함

- 내·외국인 동등 대우 원칙으로 외국인투자에 대한 규제수준은 낮으나 외국투자에 대한 자본이득세가 35%으로 매우 높고 시장의 유동성도 낮아 주식시장의 투자 매력이 낮음

□ 본 보고서의 활용 방안

- 본 보고서는 이미 많은 투자자들의 직·간접적인 투자처로써 조명을 받았음에도 불구하고 지금까지는 구체적으로 알려지지 않았던 중남미 주식시장의 기본구조, 규제체계, 주식거래제도 등을 전반적으로 소개함으로써 투자자들의 보다 합리적인 투자활동에 도움을 줄 것으로 기대됨

- 자본시장의 복잡화 및 글로벌화 진전으로 기업들은 자금 조달이 보다 용이한 시장의 선택이 가능해질 것이며, 투자자도 더 많은 투자처의 확보가 가능해질 전망
- 향후 투자자들은 전 세계 어느 시장에서도 투자 활동이 가능해질 것이며, 이때 각 시장의 유동성, 건전성, 거래의 안정성, 거래비용 등 거시·미시적 특성을 고려하여 시장을 선택하게 될 것임

- 본 보고서는 중남미 주요국 증권시장 제도의 이해를 통해 각 시장의 장단점을 분석함으로써 보다 경쟁력 있고 효율적인 국내 증권시장 구축에 기여할 수 있을 것으로 기대됨

- 최근 전 세계적인 금융위기 속에도 증권거래소의 통합화 및 전산화 추세는 이어지고 있으며, 이에 따라 각국 거래소들은 국제적인 경쟁력을 갖추기 위해 시장제도를 개선하는 등 지속적인 노력을 기울이고 있음

참고 문헌

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 곽재성, Mortimore, M., 2007, 한국의 대중남미 투자와 진출전략 연구, KOTRA.
- 김종섭, 2003, 라틴아메리카에 있어서 개방화와 소득분배, 『Asian Journal of Latin American Studies』 16-2, 5-30.
- 전병근, 고금리·경제 급성장-해외자금 브라질 몰린다, 조선일보, 2006 (12. 1).
- 한국선물협회, 2008, 『2008년 상반기 세계 장내파생상품 거래량 동향』, 한국선물협회 조사보고서 2008-07.

<해외문헌>

- Agosin, R.M., Pasten, E., 2003, Corporate governance in Chile, Central Bank of Chile working papers No. 209.
- Best Brazil, 2008, *Brazil Market Profile*.
- Black, B.S., Garvalho, A.G., Gorge, É., 2008, An overview of brazilian corporate governance, Cornell Law School working paper.
- BMV 2004, 2005, 2006, 2007, *annual report*.
- BMV Regulation, 2008, *Potectus of Mexican stock exchange*.
- Bolsa Mexicana de Valores, S.A., 2008, UBS report.

Bovespa, 2008, *Operational Procedure Manual*.

Bovespa, 2008, *Operational Regulations- São Paulo Stock Exchange S.A.*

Bovespa, 2008, *Overview of the Brazilian Economy and the Capital Market*.

Bovespa, 2008, *São Paulo Stock Exchange and the Brazilian Capital Market*.

De-Carvalho, A.G., 2003, Effects of migration to special corporate governance levels of Bovespa, Bovespa.

De-Carvalho, A.G., Pennacchi, G., 2005, Can voluntary market reforms promote efficient corporate governance? evidence from firms' migration to premium markets in Brazil, working paper.

ECLAC, 2008, *Economic Survey of Latin America and the Caribbean: Macroeconomic policy and volatility*.

Gonzalez-Anaya, J.A., Marrufo, G.M., 2001, Financial market performance in Mexico, Stanford University Center for Research on Economic Development and Policy Reform.

Hunter, D.M., 2006, The Evolution of stock market integration in the post-liberalization period - a look at Latin America, *Journal of International Money and Finance* 25, 795-826.

Iglesias, A., 1999, Pension reform and corporate governance: impact in Chile, *Revista ABANTE* 3, 109-141.

IMF, 2008, *World Economic Outlook*

IMF, 2008, *Global Financial Stability Report*.

Nomura Securities co., Ltd, 2008, *Global Market Guide*

OECD, 1999, *Regulatory Reform in Mexico*

- OECD, 2003, *White Paper on Corporate Governance in Latin America*.
- OECD, 2007, *Economic Survey of Chile*.
- Samba v Ranchero, Latin America equity markets, The Economist, 2008 (May 31).
- Sappin, E.J., 2004, Current issues in the Mexican equity markets, Johns Hopkins SAIS.
- Silva, A., Chaves, G., 2004, Trading costs for emerging market stocks, IE working paper 04-04.
- Singh, A., 2005, *Global Context and Regional Outlook for Latin America and the Caribbean*, IMF.
- Stallings, B., 2003, Domestic capital markets in Latin America and East Asia: an alternative to foreign capital? LAEBA working paper no.15.
- Tornell, A., Westermann, F., Martinez, L., 2003, Liberalization, growth and financial crises: lessons from Mexico and the developing world, CESifo Working Paper Series No. 1164.
- Torre, A., Gozzi, J.C., Schmukler, S.L., 2006, Financial development in Latin America: big emerging issues, limited policy answers, World Bank Policy Research Working Paper 3936.
- Torre, A., Gozzi, J.C., Schmukler, S.L., 2007, Capital market development: whither Latin America? World Bank Policy Research Working Paper 4156.
- Torre, A., Schmukler, S.L., 2007, Emerging capital markets and globalization: the Latin American experience, Stanford University

Press and the World Bank.

World Bank, 2000, *Payments and Securities Clearance and Settlement Systems in Chile*

World Bank, 2008, *World Development Indicators*.

World Economic Forum, 2008, *The Global Competitiveness Report 2008-2009*.

Yves Hayaux-du-Tilly L., Alberto Balderas F. 2006, New Mexican Securities Market Law, JAUREGUI, NAVARRETE Y NADER.

<웹사이트>

Banco Central de Chile	www.bcentral.cl
Banco Central do Brasil	www.bcb.gov.br
Best Brazil	www.bestbrazil.org
Bloomberg	www.bloomberg.com
BM&FBovespa	www.bmfbovespa.com.br
Bolsa de Comercio de Santiago	www.bolsadesantiago.com
Bolsa Mexicana de Valores	www.bmv.com.mx
Brazil-Data & Statistics	web.worldbank.org
Brazil's Stock Exchange	www.bovespa.com.br
CIA-The world Factbook	www.cia.gov
Deutsche Bank Research	www.dbresearch.com
Economic Commission for Latin America and the Caribbean	www.ecla.cl
EIU	www.eiu.com
FIAB	www.fiabnet.org
IMF	www.imf.org
IMF Dissemination Standards Bulletin Board	dsbb.imf.org
INE	www.ine.cl
Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística	www.ibge.gov.br
Inter-American Development Bank	www.iadb.org
KCIF	www.kcif.or.kr

KOTRA	www.kotra.or.kr
KRX	www.krx.co.kr
MDIC	www.mdic.gov.br
MOMURA	www.nomura.com
OECD	www.oecd.org
United Nations Statistics Division	www.unststs.org
WFE	www.world-exchange.org
Worldbank	www.worldbank.org

부록

<표 부록-1> 각국 증권시장의 현황

	BM&FBovspa	BMV	SSE
국내 시가총액(백만 US\$)	588,919.4	232,581.2	132,428.5
상장기업수(국내기업/외국기업)	392(383/9)	373(125/248)	238(235/3)
연간 주식 거래건수(천건)	49,082.0	4,569.0	869.4
일평균 거래금액(백만 US\$)	2,908.4	438.4	144.8
회전율(%)	66.7	29.9	19.9
년변동성(%)	36%	25%	22%
주식발행에 의한 자본조달액/IPO에 의한 자본조달액	25,735.5/4,154.5	2,660.9/592.1	1,140.1/35.7
신규상장 종목(국내/외국) 및 상장폐지 종목(국내/외국)	11(11/0), 23(23/0)	43(4/39), 37(4/33)	1(1/0), 4(4/0)
ETF 거래금액(백만 US\$)/거래건수(천건)	714.6/33.4	35,976.0/103.3	na
투자펀드 상장종목수/거래금액(백만 US\$)/거래건수(천건)	57/107.7/14.0	616/1,006.5/596.5	93/1,203.0/1.0
PER	32.7	14.6	13.2
배당수익률(%)	4.7	2.2	4.1
상장 채권수	306	228	5,435
채권 거래금액(백만 US\$)	737.0	397.7	167,020.4
채권 거래건수(천건)	2.2	1.7	510.9

주 : 주요 수치는 2008년말 기준 또는 2008년 1년간의 결과임

자료: WFE, FIAB(Federación Iberoamericana de Bolsas)

<표 부록-2> 각국 거래소의 상품별 거래시스템과 거래시간

BM&F Bovespa	주식, BDRs, ETFs	MEGABOLSA(NSC 거래시스템)	10:00~17:00 ¹⁾
	파생상품	GTS(Global Trading System)	10:00~17:00 ¹⁾
	채권	BOVESPA FIX(SIOPEL 거래시스템)	10:00~17:00
BMV	Capital Market:		
	주식, 워런트, ETF, Debenture	Electronic Trading BMV-Sentra Equities	8:30~15:00
	MexDer:		
	US Dollar 선물 · 옵션, Euro 선물	Electronic Trading SENTRA®-DERIVADOS	7:30~14:00
	이자율(91일 MXP Treasury Bill(Cates 91), 28일 은행간 이 자율(TIE 28), 10년 이자율스왑) 선물, 3년 만기 채권 선물, 10년 만기 채권 선물	Electronic Trading SENTRA®-DERIVADOS	7:30~14:15
	인플레이션 지수(UDI) 선물	Electronic Trading SENTRA®-DERIVADOS	7:30~15:00
	IPC 선물 · 옵션, 개별주식 선물 · 옵션, ETF 옵션	Electronic Trading S/MART®	7:30~15:00
	Debt Market:		
	정부발행 채권	Electronic Trading Debt instruments	7:00~15:00
	Midium Term promissory notes, Financial promissory notes, CP	Electronic Trading SET TD Debt instruments	7:00~15:00

자료: WFE

<표 부록-2> 각국 거래소의 상품별 거래시스템과 거래시간(계속)

SSE	주식	Telepregón	9:30~17:30(여름), 9:30~16:30(겨울)
	투자펀드	Telepregón	9:30~17:30(여름), 9:30~16:30(겨울)
	통화시장	Telepregón	9:30~17:30(여름), 9:30~16:30(겨울)
	주식	Remate Serializado	9:30~17:30(여름), 9:30~16:30(겨울)
	주식	Remate Electronico	5 10-minute auction, 시작 10:30 끝 17:15
	주식	Remate Martillero	3 auction, 시작 9:15 끝 16:30
	채권	Remate Electronico IRF/IIF	8 10-minute auction, 시작10:30 끝 16:15
	단기채권상품	Remate Electronico IRF/IIF	8 10-minute auction, 시작10:30 끝 16:15
	채권	Telerenta	9:30~16:30
	단기채권상품	Telerenta	9:30~16:30
	채권	Remate Holandes	2 10-minute auction, 시작10:45 끝 11:45
	단기채권상품	Remate Holandes	2 10-minute auction, 시작10:45 끝 11:45

자료: WFE

<표 부록-3> 각국 거래소의 상품별 결제주기

BM&F Bovespa	주식	T+3
	선물	만기일의 T+3
	옵션 프리미엄 및 계좌(선물)의 일일 결제	T+1
	채권	총액결제: T+0 중앙결제상대방과의 차감결제: T+1
BMV	국내증권	T+3(단, Debenture는 T+2)
	외국증권	주식 및 ETFs: T+3 Debt market securities: T+2
	US Dollar 선물, 28일 은행간 이자율(TIE 28) 선물	10년까지의 Monthly Cycle
	Euro 선물	12개월까지의 Monthly Cycle
	IPC 및 개별주식 선물/옵션, ETF 및 US Dollar 옵션, US Dollar 선물	1년까지의 Quarterly Cycle(3, 6, 9, 12월)
	91일 Cetes 선물	12개월까지의 Monthly Cycle과 7년까지의 Quarterly Cycle
	3년(M3) 및 10년(M10) 채권 선물	3년까지의 Quarterly Cycle
	UDI(inflation index) 선물	1년까지의 Monthly Cycle과 4 년까지의 Quarterly Cycle
	10년 이자율 스왑 선물	1년까지의 Monthly 또는 Quarterly Cycle
SSE	주식, 투자펀드	T+0; T+1; T+2
	통화시장	T+0
	채권	T+0; T+1; T+2
	단기채권상품	T+0

자료: WFE

<표 부록-4> 각국 거래소의 수수료

B M&F Bovespa	주식	- final: 0.027%, day-trade: 0.019%, exercise of written position of call option: 0.019%	
	선물	- final: 0.0087%, day-trade: 0.0061%	
	옵션	옵션(거래수수료 및 등록수수료) - final operation: 0.027%, 0.003% - day-trade operation: 0.019%, 0.006% - box operation: 0.027%, 0.0015%	지수옵션(거래수수료 및 등록수수료) - final operation: 0.027%, 0.005% - day-trade operation: 0.019%, 0.006%
	채권	- 거래금액 $\times [(2.25\% \times SELIC\ Rate) + 1]^{(1/252) - 1}$, SELIC Rate: 통화정책위원회의 기준금리 - 거래 양측 모두에게 부과, Minimum Fee: R\$ 1.00-	
BMV		None	
SSE	주식, 투자펀드	1개월 거래금액의 0.5%; 0.3%; 0.1%; 0.05%	
	통화시장	1개월 거래금액의 0.5%; 0.3%; 0.1%; 0.05%	
	채권	None. 발행자의 상장수수료만 부과	
	단기채권상품	None. 발행자의 상장수수료만 부과	

자료: WFE

<표 부록-5> 각국 증권시장의 배당 및 이자에 대한 세금

BM&F Bovespa	주식, 분배이익(distributed profit), 배당(2005년 법에 따라) - 국내 투자자, 거주자로 취급되는 비거주 투자자(tax heaven): 자본이득의 15% - 기타 외국인 투자자: 면제 일반적인 채권거래 및 스왑 - 180일까지 증권 보유: 22.5%, 181일~360일 보유: 20%, 361일~720일 보유: 17.5%, 720일 초과보유: 15% - 기타 외국인 투자자: 15%	
BMV	- 주식 및 ETF의 자본이득, 배당 - 워런트의 Capital Financial Operation	None
	- Debentures의 이자	내국인: 0.5%, 외국인: 4.9% ¹⁾
	정부발행채권, Midium Term promissory notes, Financial promissory notes, CP 등의 이자	내국인: 0.5%, 외국인: None
	Bank Instruments, 은행인수어음, 은행예금증서, 은행개발채권 등의 이자	내국인: 0.5%, 외국인: 4.9% ¹⁾
	US Dollar 선물 및 Euro 선물	- enterprise activity을 가진 주체 또는 개인, 비거주 외국인: None - 거주 개인: 월별 순이익의 25% 원천징수
	IPC 선물/옵션, 개별주식 선물/옵션	- enterprise activity을 가진 주체 또는 개인, 거주 개인, 비거주 외국인: None
SSE	이자율선물, 3년 및 10년 채권선물, UDI 선물	- enterprise activity을 가진 주체 또는 개인, 비거주 외국인: None - 거주 개인: 월별 순이익의 25% 원천징수, 증권의 인도로 결제가 이루어지는 경우 세금면제 조항이 붙지 않는 경우는 0.5% 원천징수
	외국인 투자자 - 배당: 22%, - 이자소득: 4%	국내 투자자 - 기관: 배당 및 이자에 대해 17% - 개인: 총수익에 따라 부과

주 : 1) 수혜자가 멕시코에서 적용되는 소득세에 상당하는 소득세가 적용되는 OECD 국가 또는 멕시코와의 조세조약이 맺어져 있는 국가에 거주하는 경우

자료: WFE

<표 부록-6> 각국 증권시장의 감독기관 및 예탁결제기관

	감독기관	청산결제조직	중앙증권 예탁기관
BM&F Bovespa	- 주식 및 파생상품: CVM - 청산소: 브라질 중앙은행	BM&FBovespa는 4개의 청산소를 운영 - 파생상품: Derivatives Clearinghouse - FX Cash Market: FX Clearinghouse - 주식 및 회사채: CBLC - 정부채권: Decurities Clearinghouse	CBLC
BMV	- Capital Market/ Debt Market: CNBV - MexDer: SHCP- Secretaria de Hacienda y Crédito Publico(Ministry of Finance and Public Credit), BANXICO- Banco de México(중앙은행)	- Capital Market: Contraparte Central de Valores de México, S.A. de C.V. - Debt Market: S. D. Indeval Institucion para el Deposito de Valores, S.A. de C.V. - Derivatives Market: Fideicomiso Asign Compensacion y Liquidacion	S.D. Indeval Institucion para el Deposito de Valores, S.A. de C.V.
SSE	SYS-Superintendencia de Valores y Seguros	SCL- Sistema de Liquidación y Compensación Garantizada	DCV-Deposito Central Valores

자료: WFE