

KCMI

# 거래소 구조개혁의 필요성과 발전방향

2015. 5. 28.

황 세 운  
자본시장실장/연구위원  
자본시장연구원



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute

# 목 차

I

거래소 구조개혁의 필요성

II

거래소 조직구조의 발전방향

# I. 거래소 구조개혁의 필요성



# 한국 주식시장의 평가 : 환경적 변화



## 경제성장 둔화

- 저성장 기조의 고착화
- 3% 초반대의 잠재성장률 실현
- 기업실적 개선의 부진
- 성장기업 출현 둔화

## 인구 및 투자자 고령화

- 젊은 투자자의 신규유입 감소
- 기존 투자자의 고령화 진행
- 고령화에 따른 거래회전율의 감소
- 간접투자 및 대체투자의 확대

## 기관투자자 비중 확대

- 글로벌 금융위기 이후 국내 기관과 외국인의 보유비중 증가(41% -> 53%)
- 개인투자자 보유비중은 글로벌 금융위기 이후 일시 상승하였다가 다시 하락

## 개인투자자 유동성 감소

- 개인투자자의 거래회전율 하락
- 전체적인 거래회전율 하락을 주도
- 개인투자자의 거래대금 비중 감소

# 한국 주식시장의 평가 : 독점체제



## 거래소시장의 독점체제 유지

- 법적으로 다자간매매체결회사의 설립이 허용되었으나 설립사례 부재
- ATS의 부재에 따라 유통시장에서의 경쟁체계가 조성되지 않음
- ATS의 발전이 거래소설립으로 이어지고 있는 해외사례를 참조할 필요
- In-house(코스피 vs. 코스닥)내의 경쟁관계 강화는 매우 제한적인 수준

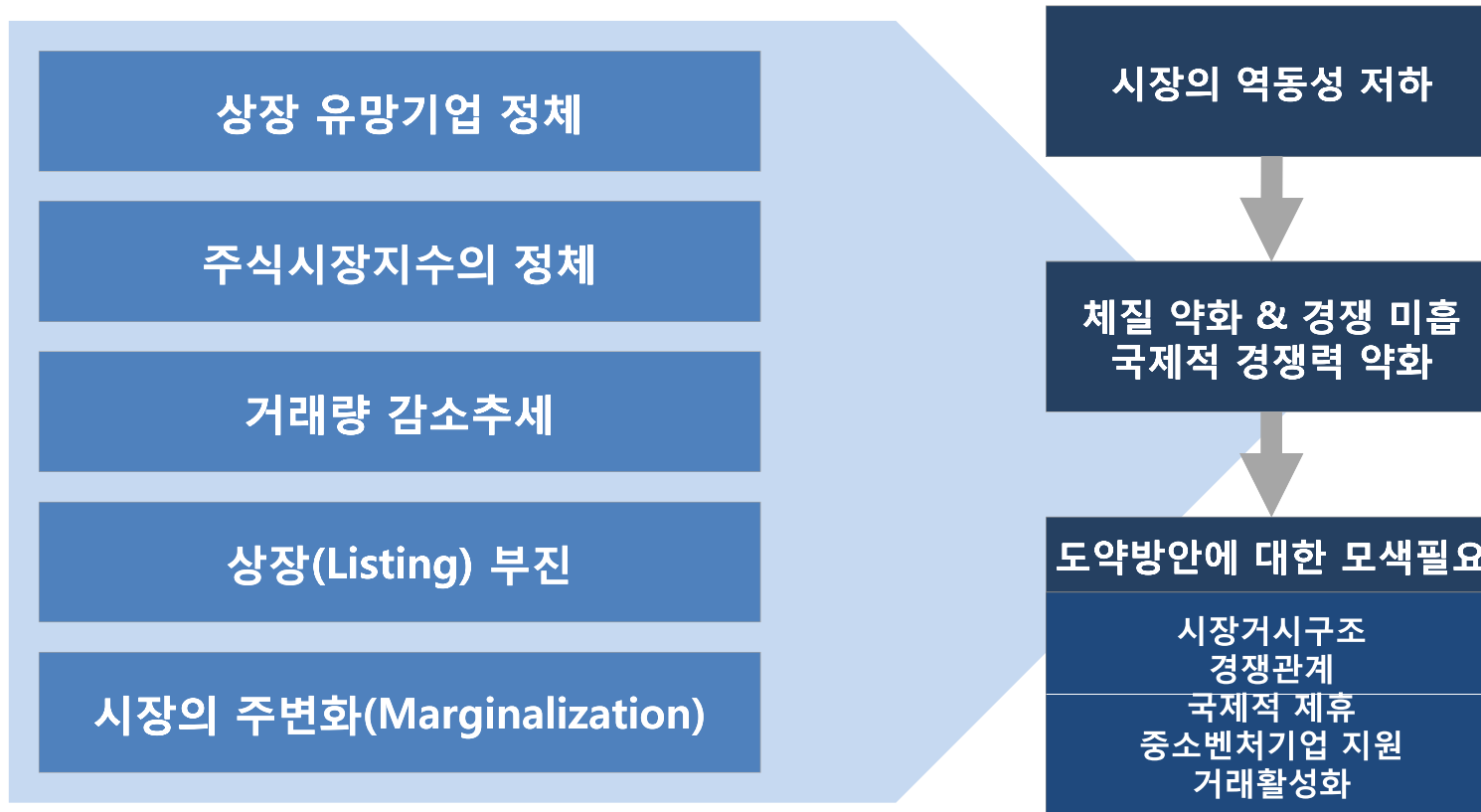
### 다자간매매체결회사 전무

- 법적 설립 허용(2013년)
- 현재까지 설립사례 없음
- ATS설립에 지나친 규제라는 비판 지속
- 거래대상 상품의 확대 필요

### 코스피와 코스닥의 경쟁관계

- NYSE vs. NASDAQ과의 경쟁관계를 기대
- 코스닥이 유가증권시장의 2부 리그로 전락했다는 비판 지속

# 한국 주식시장의 평가 : 시장정체



# 한국 주식시장의 평가 : 시장기능 공백지대

## 창업초기, 중소/벤처기업들에 대한 자금공급 기능 미약

- 정규 거래소시장은 코스피/코스닥/코넥스의 3단 구조로 정착되고 있음
- 코스닥시장이 신시장으로 인식되고 있으나 중견기업 중심
- 중소/벤처기업의 육성 지원 기능이 미약하다는 비판
- 창업과 성장을 지원하는 M&A 시장과 비상장주식 거래시장의 육성 필요

### 코스닥시장의 중견기업 중심화

- 코스닥기업들의 규모 확대 추세
- 신규상장도 상대적으로 규모가 커져 있는 기업이 중심
- 코넥스시장의 규모가 작아 중견 미만 기업들에 대한 시장기능 공백 지속

### 사적 시장의 부재

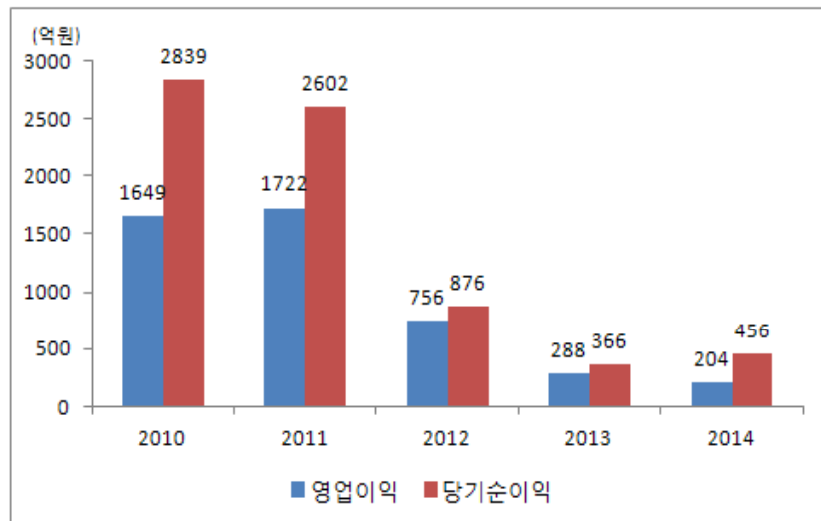
- 비상장기업을 대상으로 하는 장외주식 거래시장의 발달이 미흡
- 중소/벤처기업투자의 회수경로로서 M&A시장의 발달이 더딤

# KRX 현황 : 수익성 추이

## ❖ KRX의 순이익은 지속적으로 감소하고 있음

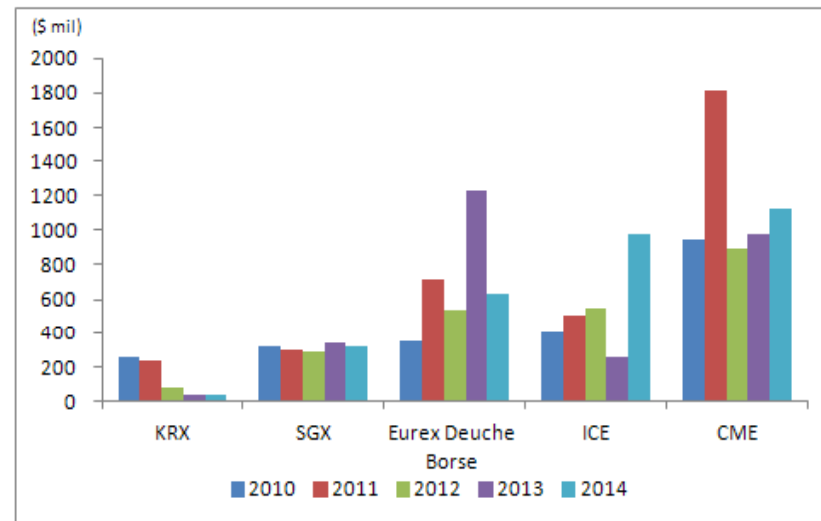
- 2014년 기준 영업이익과 당기순이익은 각각 204억원 및 456억원을 기록
- 반면, 시가총액 기준 세계 1~3위를 차지하고 있는 CME, ICE, Eurex Deutsche Borse 그룹의 수익성은 대체로 꾸준한 성장세
- SGX 등 아시아 거래소의 수익성도 꾸준히 개선

**KRX의 수익성 추이**



자료: KRX

**글로벌 주요 거래소의 순이익 추이**



자료: 개별 거래소 홈페이지  
주: 1,100원/\$, 1.2\$/유로



# KRX 현황 : 거래수수료의 매출 기여도

- ❖ **주식과 파생의 매출 기여도는 약 50%로 비슷함**
  - 유가증권시장의 매출기여도가 33.6%로 가장 높음
  - KOSPI200 선물·옵션의 매출 기여도는 약 32.7%로 감소하였음

**KRX 거래수수료의 매출 기여도 추정(2015.4월 기준)**

상품		거래대금(조원)	거래수수료율(bp)	청산결제수수료율(bp)	거래수수료 수익(억원)	청산결제수수료수익(억원)	합계(억원)
주식	KOSPI	123.3	0.2276	0.0445	28.1	5.5	33.5(33.6%)
	KOSDAQ	74.3	0.2276	0.0445	16.9	3.3	20.2(20.2%)
장내 파생	KOSPI200 선물	406.7	0.0210	0.0041	8.5	1.7	10.2(10.2%)
	KOSPI200 옵션	17.8	1.0944	0.1710	19.5	3.0	22.5(22.6%)
	국채 선물	387.8	0.0140	0.0027	5.4	1.1	6.5(6.5%)
	주식 선물	9.6	0.1313	0.0257	1.3	0.2	1.5(1.5%)
	달러 선물	43.2	0.0264	0.0052	1.1	0.2	1.4(1.4%)
장외 파생	IRS CCP(추정)	40.0		0.025~0.073(등록), 0.025(유지), 3천원(거래확인)	0.0	4.0 (청산결제수수료율: 0.1bp 가정)	4.0(4.0%)
합계		1,102.6			80.8	19.0	99.8(100.0%)

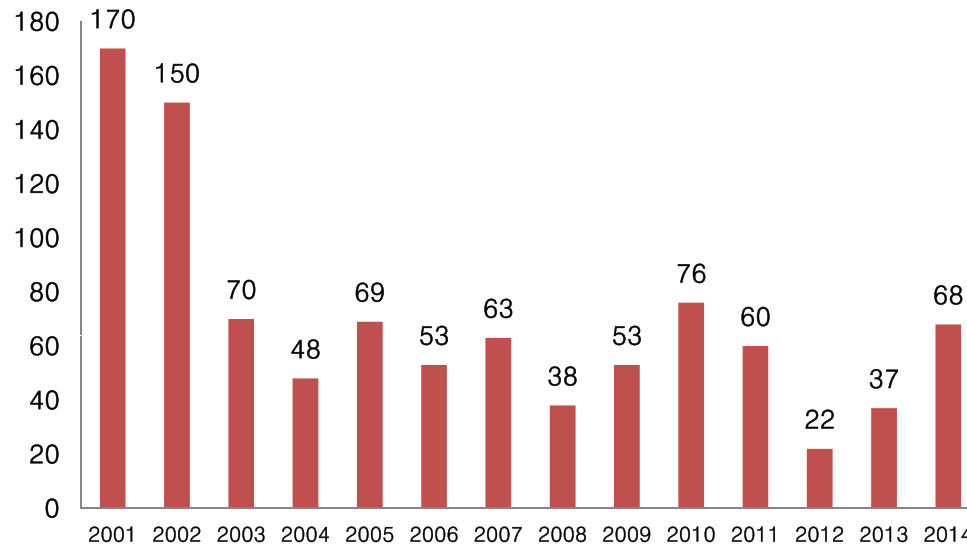
자료: 자본시장연구원(이효섭)

# 코스닥 시장 : IPO 트렌드 분석(1)

## ❖ 최근 3년간 코스닥 IPO시장은 2000년대 들어 가장 침체된 모습

- IT 버블 이후 2003년~2011년 동안의 코스닥 IPO건수는 연평균 59건이었으나, 2012년~2014년에는 연평균 42건으로 하락
- 2014년에는 모험자본시장 육성정책 등에 힘입어 2011년 이후 최고수준을 기록
- 코스닥시장의 IPO침체는 모험자본의 회수경로를 위축시켜 중소/벤처기업의 육성기능을 저하시킬 수 있다는 우려를 제기

코스닥시장의 IPO 건수 변화 추이



자료: 한국거래소

# 코스닥 시장 : IPO 트렌드 분석(2)



## 코스닥시장 진입장벽 상승?

- 2005년 이후 '완화'가 정책기조
- 상장요건 충족 비상장기업의 수는 증가
- 질적심사 강화 가능성도 낮음(재무지표)

## 기업의 IPO 유인 감소?

- 기업은 투자기회 확대, 주식시장 활황기에 IPO를 시도
- 신규상장기업의 성장기회 크지 않음
- 주가지수의 동반정체

- 코스닥시장 IPO침체가 '상장요건 강화' 및 '질적심사 강화'로 인한 진입장벽 상승에 기인하였다는 증거는 뚜렷하지 않음
- 매출액 성장률과 투자기회지표의 악화는 IPO수요를 크게 악화
- 지수침체에 따른 투자자심리 악화는 IPO시장에 부정적 영향

# 거래소 구조개혁의 필요성



## 거래소 구조개혁은 시장 구조개혁의 관점에서 접근

- IT기술의 발전 & 기관이 거래형성의 중심으로 부상
- 거래소의 정체성이 공적 인프라에서 IT서비스기업으로 전환
- 구조개혁을 통해 시장의 효율성을 극대화함으로써 자본시장 활성화를 도모
- 글로벌 거래소와의 전략적 제휴 확대

### 시장의 경쟁환경 조성

- 영리추구조직의 성격 강화
- 경쟁환경의 조성/시장요소 도입 확대
- 시장의 접근성/투명성 극대화
- 국제적 경쟁압력 확대에 적극적으로 대응

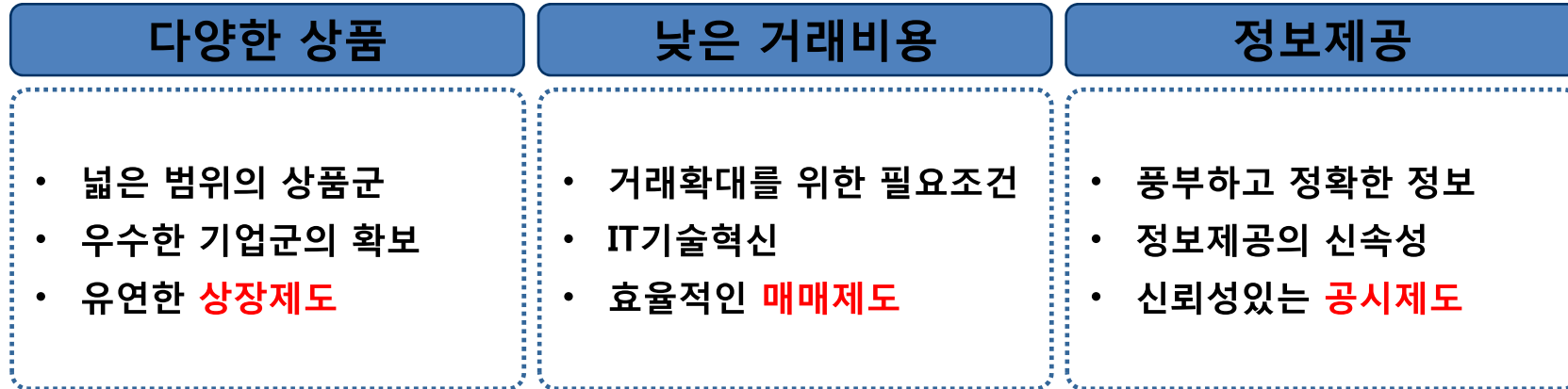
### 시장기능 공백 해소

- 중소/벤처기업 투자의 회수경로 확대
- 정규시장 vs. 사적시장
- 코스닥/코넥스시장의 보완적 발전
- 장외시장과 M&A시장의 발전 지원

## II. 거래소 조직구조의 발전방향



# 거래소의 일반적 성공요건



## 공급자와 수요자간의 균형있는 시장발전

- 상장활성화(자금조달 활성화)와 투자자보호가 균형을 이룰 때 시장발전 가능
- 상장제도/매매제도/공시제도의 유기적인 결합을 통해 풍부한 유동성을 창출하고 이로 인한 유동성 외부효과(Externality)의 극대화를 추구
- 장기적인 시장 명성(Reputation) 형성의 기본적인 토대

# 신시장(Growth market)의 특징



## 정보비대칭성

- 상장기업의 특성상 규모가 작고 투자위험이 높음
- 상장활성화와 투자자보호의 상충관계 문제가 상대적으로 크게 부각됨
- 투자자보호 문제, 유동성 부족으로 폐쇄된 시장 다수 존재(Neuer Markt, Easdaq 등)

## 상충관계에 대한 대응방향

- 스폰서 제도(AIM, GEM, Catalyst, TSX-V)
- 공시요건 강화(GEM)
- 투자자 제한(코넥스)

## 운영방식

- NASDAQ을 제외한 모든 신시장은 주시장의 하위시장으로 운영
- 대부분의 신시장들은 명시적 또는 암묵적으로 주시장에 대한 Feeder market으로 간주됨

# 거래소산업의 발전방향

## 목적 : 경쟁환경의 조성 및 시장효율성 개선

- 시장구조개혁의 목적은 경쟁요소를 도입하여 시장과 거래소의 효율성을 개선하는 것
- 시장의 경쟁환경은 대내적 환경과 대외적 환경을 모두 포함
- 경쟁요소의 도입을 통해 시장구조 및 운영상의 비효율성에 대한 평가가능
- 경쟁을 통해 상장기업군의 적극적인 발굴과 낮은 비용의 거래기회 제공 가능
- 영리추구 서비스산업으로 변화되어 가는 글로벌 트렌드에 대해 적극적인 대응 필요
- 경쟁요소 도입과 더불어 기능별 전문화를 통한 효율성 제고가 필요
- 이러한 효율성 개선은 거래소산업 국제화의 기본적인 토대를 제공
- IPO환경에 대한 점검도 필요(글로벌 경쟁에 대한 자금마련 + 시장의 모니터링)
- '독점시장규제'에서 '경쟁시장규제'로 규제방식의 변화 필요
  
- 개편방안 : 1. 코스닥시장의 분리를 통한 경쟁촉진  
2. ATS의 설립유도를 통한 경쟁촉진  
3. 지주회사체제로의 전환



# ① 코스닥시장의 분리 : 추진방식 및 장점

## 추진방식

- 코스닥시장본부를 독자(Stand-alone) 거래소로 분리

## 긍정적 측면

- 거래소시장의 경쟁도 제고에 즉각적인 효과 기대
- 단기적으로 상장요건의 완화와 상장기업 수의 증가를 기대할 수 있음
- 시장의 분리가 상대적으로 신속히 추진될 수 있음

# ① 코스닥시장의 분리 : 문제점

## 독자운영의 가능성

- 코스닥시장은 주식거래수수료가 유일한 수입원으로 거래량 감소가 심화되는 시장침체기의 수익구조가 매우 취약한 것으로 평가됨
- 운영효율성 제고, 수익구조 변화 등을 통해 수익성을 개선할 가능성은 있으나, 분리 후 상당 기간 동안 수익성이 확보되지 않을 가능성이 높을 것으로 예상
- 분리 후 비용구조가 더욱 악화될 가능성 존재(별도 전산시스템 구축비용 고려)
- 개인투자자 유동성이 추세적으로 감소하고 있다는 사실도 우려할만한 환경변화 요소

## 지속가능성

- 유가증권시장이 하위시장을 개설하거나 코스닥 우량기업의 이전상장이 나타날 경우 코스닥시장의 위축 가능
- 다산다사형 시장의 성공가능성이 높지 않을 것으로 보는 시각이 많음(특히 투자자 측면)
- 신시장의 지속가능성을 고려한다면 일부 업계에서 주장하는 시장분리에 따른 상장요건의 완화는 제한적일 가능성이 존재
- 닷컴버블 붕괴 이후 기술주를 중심으로 하는 신시장의 상장부진은 전 세계적인 현상

# ① 코스닥시장의 분리 : 현실적 대안

## 독자 분리 ⇨ 자회사 분리

- 코스닥시장본부를 한국거래소의 자회사로 분리

## 장점 및 한계

- 코스닥시장의 독자분리에 근접한 수준의 독립성 확보가 가능
- 경쟁요소의 도입이 일정수준 가능할 것으로 보이지만, 완전한 의미의 경쟁체제 전환은 아니라는 비판 존재
- 경쟁체제로 전환되어 가는 과도기적 체제로 평가할 수 있음
- 코스닥시장의 분리를 상대적으로 신속히 추진할 수 있음
- 장기적으로 지주회사 방식으로 전환할 경우에도 유지가 가능함
- 자회사인 코스닥이 모회사인 코스피와 경쟁을 해야 함에 따라 대등한 경쟁이 가능할 것인가에 관한 우려 존재
- 시장감시, 이사회, 감사위원회, 후선업무부서 설치 등 중복비용 유발에 대한 부담

## ② ATS의 설립유도 : 추진방식 및 장점

### 추진방식

- 다자간매매체결회사의 설립요건을 완화하고 장기적으로는 정규거래소로의 전환을 유도

### 긍정적 측면

- 상장과 유통 측면에서 시장의 경쟁을 유의적인 수준으로 높일 수 있는 효과적인 방안으로 예상됨
- 전세계적으로 ATS를 통한 경쟁촉진이 경쟁도 제고의 주요 트렌드로 자리잡고 있음
- 국내에서도 거래소산업이 허가제로 이미 전환된 상황
- 규제방식에 따라 지속가능성의 확보가 가능하다는 시장의 견해가 많음
- 장외주식 거래의 활성화에도 긍정적인 역할을 할 것으로 기대

## ② ATSS의 설립유도 : 제약사항

### 현행규제체계의 개정

- 다자간매매체결회사의 설립요건에 대한 대폭적인 완화가 필요
- 거래량 점유율 규제(5% & 10% 룰), 거래대상 상품의 범위(주식 vs. 비상장주식, 채권, 실물상품, 외환, 파생상품 등), ATSS에 대한 시장감시방식 등
- 규제완화 정도에 따라 ATSS의 출현가능성이 크게 영향을 받음

### 정규거래소의 출현가능성

- ATSS는 기본적으로 유통시장에서의 경쟁을 촉진
- 상장에서의 경쟁이 유도되기 위해서는 ATSS가 정규거래소로 전환되어야 하는데, 실질적인 전환이 발생하는 데에는 상당한 기간이 소요될 수 있음
- 규제완화 수준에 따라 정규거래소로의 전환이 발생하지 않을 가능성도 있음

### ③ 지주회사체제로의 전환 : 추진방식 및 장점

#### 추진방식

- 거래소를 지주회사로 전환시키고 개별 사업부서를 자회사로 분리하여 지주회사에 편입
- 유가증권시장본부, 코스닥시장본부, 파생상품시장본부, 정보관련 사업부 등이 개별적인 자회사로서 지주회사에 소속될 수 있음
- 거래소산업에 경쟁환경이 정착된 이후 경영효율화를 위한 전략추진 방안
- 거래소시장기능 개선을 통한 투자자 편익 확대를 위해서도 필요한 사항

#### 긍정적 측면

- 전체적인 경영의사결정을 담당하는 지주회사와 개별 사업을 담당하는 자회사간에 역할 분담이 명확하여 부문별 운영자율성 확보 유리
- 자회사별로 경영성과가 분명하게 파악되므로 경영성과에 대한 평가가 용이하고 적절한 보상체계의 도입이 가능
- 지주회사 전체의 자산이 다수의 자회사를 통해 다각도로 운영되기 때문에 경영위험의 분산이 가능하며 기능별 전문화의 추진이 용이

### ③ 지주회사체제로의 전환 : 장점(Continued)

#### 긍정적 측면(계속)

- 기업구조조정 및 신사업투자 활성화 : 회사별 사업부문 분리로 전사적 경영전략에 따라 부실한 자회사의 신속한 퇴출에 의한 구조조정과 자회사와 관련된 인수/합병에 유리(조직체계의 유연성 확보)
- 부실계열사의 위험이 그룹전체로 전이되는 것을 방지할 수 있기 때문에 리스크관리상의 이점 존재
- 그룹 내 중복업무를 통합하여 그룹전체의 비용을 절감할 수 있음
- 북미와 유럽의 대부분의 거래소는 지주회사 체제로 운영

### ③ 지주회사체제로의 전환 : 제약사항[1]

#### 자본시장법 개정과 관련된 전환비용

- 지주회사로의 전환비용이 높을 가능성이 존재
- 전환비용의 중요한 부분은 지주회사체제 전환에 소요되는 과정상의 비용으로 볼 수 있음
- 한국거래소의 지주회사 전환은 자본시장법 개정이 필요한 사항이며, 이러한 개정작업에는 국회 및 이해관련단체들의 동의를 얻어내기 위한 많은 인적/물적/시간적 비용이 소요될 수 있음
- 법 개정과 관련된 다양한 불확실성이 가장 중대한 제약 요인

#### 다층의사결정구조로 인한 비효율성

- 기업집단 전체에 관계된 의사결정에는 효율적일 수 있으나, 자회사나 손자회사의 자율적 의사결정으로 해결될 수 있는 사안도 지주회사의 조율을 거쳐야 하는 등 의사결정의 간격이 길어져 의사결정의 비효율성으로 연결될 수 있음
- 이러한 이유로 지주회사의 주가가 보유 자회사의 자산합계보다 낮게 결정되는 사례도 관찰되고 있음



### ③ 지주회사체제로의 전환 : 제약사항[2]

#### 이해관계자간의 이해상충

- 자회사의 경영에 관여하는 지주회사는 다른 자회사의 이익을 위하여 특정한 자회사에게 손해를 야기할 수 있음
- 지주회사의 이러한 의사결정에 따라 손해를 입은 자회사의 다른 주주 또는 이해관계자는 부당한 손해를 감수해야 함
- 결국 주주간 또는 주주와 이해관계자간의 이해상충이 발생할 수 있음
- 이해상충은 부(Wealth)의 이전만이 아니라 리스크의 이전을 통해서도 발생할 수 있음

# 거래소 IPO 환경 : 필요성

## 모니터링 : 규제당국 ⇨ 시장

- 주가변동에 민감한 투자자들의 분석과 감시활동 강화
- 거래소의 지속적인 경영효율성 개선에 대한 압력으로 작용 가능
- 경쟁환경 변화에 신속히 대응할 수 있도록 주주를 중심으로 한 의사결정 프로세스가 확립될 필요가 있음

## 사업영역 확대를 위한 M&A 자금 마련

- 거래소의 경쟁력을 유지하기 위해서는 글로벌 거래소들과의 제휴 및 M&A 활동이 필요
- 이러한 사업영역의 확대에는 막대한 자금력이 소요되는 경우가 많음
- IPO를 통하여 투자자금을 마련

# 거래소 IPO 환경 : 제약사항



## 수익구조와 SRO기능간의 상충관계

- 거래소는 매매체결 이외에 공시, 불공정거래의 예방, 이상거래 심리, 회원감리 등 자율규제 기능을 가짐
- 주주이익 극대화와 자율규제기능간의 이해상충 발생 가능성 존재
- 이해상충 방지를 위하여 일정수준 자율규제기능을 분리할 필요성

## 독점이익의 사유화라는 비판 존재

- IPO를 통해 발생하는 상장차익은 정부의 독점사업권부여에 따른 독점이익에 기반
- 일반적인 상장차익과는 이익기반이 다르기 때문에 독점수익과 상장차익을 모두 기존의 주주에게 귀속시키는 것은 불합리하다는 비판이 강함

## 독점사업을 영위하는 자회사의 지분처리

- IPO가 이루어질 경우 민간 상장회사가 독점사업을 영위하는 공공기관을 지배하는 구조
- 지분관계에서 나타나는 복잡한 이해관계의 충돌문제를 해결할 수 있는 방안 필요

# Thank You !

**Seiwoon Hwang**  
**Korea Capital Market Institute**  
**Phone: 82-2-3771-0824**  
**E-mail: [neptune@kcmi.re.kr](mailto:neptune@kcmi.re.kr)**