



런던 증권거래소의 발전 과정과 거래소 산업의 재편

남길남* (자본시장연구원)

런던 증권거래소의 역사는 금융허브 런던의 변천을 상징적으로 보여주고 있다. 파리와 암스테르담 증권거래소에 비해 런던 증권거래소는 뒤늦게 설립되었지만 유럽의 정정 불안 속에 런던은 유럽의 금융 중심지로 자리 잡을 수 있었다. 20세기 초 런던 증권거래소는 세계 50여개 증권거래소와 차익거래 네트워크를 형성할 정도로 위상이 높아졌지만 폐쇄적인 회원제와 규제체계로 인해 2차 세계대전 이후에는 과거의 위상을 되찾지 못하였다. 1986년 'Big Bang' 개혁 이후 런던 증권거래소는 탈상호화를 거치며 글로벌 경쟁체제에 편입되었다. 비록 독일 거래소의 3차례에 걸린 합병 시도가 모두 무산되었으나 런던 증권거래소는 수차례의 M&A를 통해 대형화, 수직통합화, 대체거래시설과의 경쟁 대응, 정보서비스 강화의 변화된 거래소 산업 환경에 대응하여 왔다고 할 수 있다. 다만, 브렉시트로 조성된 불확실성은 런던 증권거래소에게 새로운 도전이 될 것이며 런던의 금융허브 지위에도 작지 않은 영향을 미칠 전망이다.

[1] 들어가는 말

2016년 6월 영국의 브렉시트(Brexit) 결정은 단기적으로는 세계 금융시장에 충격을 주었지만 중장기적으로는 런던의 금융허브 위상에 악영향을 미칠 가능성이 크다. 특히 2016년 2월 글로벌 거래소 간 거의 마지막 빅딜(big deal)로 평가받았던 런던 증권거래소(London Stock Exchange: LSE)와 독일 거래소(Detusche Börse: DB)와의 대등 합병 계획이 결국 무산된 데는 브렉시트로 촉발된 금융산업의 불확실성이 중요한 역할을 한 것으로 보인다. 특히 런던 증권거래소는 그 여파의 한 가운데 있다고 할 수 있다.

런던이 금융허브로 발달하는 과정에는 19세기 초 설립된 런던 증권거래소의 역할이 중요했다. 그렇기에 런던 증권거래소의 탄생에서 최근까지의 변천 과정을

살펴보는 것은 거래소 산업의 재편 과정에 대한 이해를 도모하는 동시에 금융허브 런던의 미래를 가늠하는데도 도움을 줄 수 있다. 런던 증권거래소의 변천은 크게 3시기로 나눌 수 있다. 첫 시기는 설립부터 1차 세계대전까지로 런던 증권거래소가 먼저 설립된 파리 증권거래소나 암스테르담 증권거래소 등 유럽의 다른 증권거래소와 경쟁에서 승기를 잡고 증권 거래의 중심지로 발돋움한 시기라고 할 수 있다. 당시 런던 증권거래소는 새로 도입된 전신·전화 기술을 채택하면서 세계 주요 식민지 증권거래소들과 세계적 네트워크를 구축할 수 있었다.

둘째 시기는 2차 세계대전 이후 침체되었던 국제금융시장이 런던에서 다시 자리를 잡은 때이다. 이 시기

동안 런던 증권거래소의 제도 개편으로 촉발된 1986년 'Big Bang' 개혁이 진행되었으며 컴퓨터가 급격히 보급되었고 지배 구조가 개편되었다.

셋째 시기는 2000년대 중반 이후 런던 증권거래소를 대상으로 한 다양한 합병 시도가 있었으며, 글로벌

금융위기 이후 산업 환경의 변화 속에 런던 증권거래소의 다각적인 대응이 나타난 국면이다.

본고에서는 각 시기별로 런던 증권거래소의 변화 과정을 추적하면서 거래소 산업의 재편 방향을 정리하고 최근의 이슈에 대해 살펴보고자 한다.¹⁾

2 런던 증권거래소의 설립부터 세계 네트워크 구축까지

2.1 세계 최초의 증권거래소

17세기 가장 활발한 증권 시장은 네덜란드 암스테르담에 있었다. 1602년 네덜란드는 아시아 무역의 개척을 위하여 동인도회사(Vereenigde Oostindische Compagnie: VOC)를 설립하고 그 지분을 거래할 수 있도록 하였다. 그로부터 VOC 지분을 사고파는 거래와 함께 VOC 지분을 기초자산으로 하는 선도 거래 또는 옵션 계약까지 다양한 형태의 거래가 나타났다.²⁾

그러나 17세기 초 암스테르담에 공통의 규율이 존재하고 제한된 전문 브로커를 필수 요건으로 하는 증권거래소의 정의에 부합하는 조직과 장소는 존재하지 않았다. 초기 암스테르담의 증권 거래는 전업으로 주식 중개를 주선하는 브로커나 시장에 유동성을 공급하는 딜러(dealer) 또는 시장 조성자(market maker)가 등장하면서 증권 거래의 전문화가 나타나고 있었으나 어떠한 공식적 시장 규율도 없었으며 대부분의 거래는 사람들이 주로 모이는 다리 위나 상품교역소의 한쪽 공간에서 진행되었다. 암스테르담에 증권거래소 정의에 부합하는 조직과 설비가 출현한 것은 1787년에 이르러서였다.

공식적인 의미에서 세계 최초의 증권거래소는 파리 증권거래소였다. 1719년 John Law가 주도한 증권 투기 열풍이 프랑스 파리를 강타하였는데 이 사태의

수습과정에서 1724년 근대적인 증권거래소가 설립되었다.³⁾ 위 내용을 종합해보면 17~18세기 가장 발달된 증권 시장은 네덜란드의 암스테르담과 최초의 증권거래소가 위치한 프랑스의 파리였다고 할 수 있다.

2.2 런던 증권거래소의 설립과 추적

비록 암스테르담과 파리의 증권 시장이 시기적으로 빨랐지만 유럽 대륙을 뒤흔든 정치적 격변 속에 두 시장은 초기 선두 주자의 이점을 계속 지키지 못하였다. 18세기말 프랑스 혁명과 이어진 나폴레옹 전쟁은 암스테르담과 파리의 증권 시장에 일시적이지만 심각한 타격을 입혔다. 덕분에 런던은 이 두 지역으로부터 증권 거래에 익숙한 전문가 그룹을 충원할 수 있었으며 유럽대륙의 전쟁이 장기화되고 정치적 불확실성이 높아지자 국제시장이 급격히 성장하면서 런던의 증권 시장이 크게 도약하는 계기가 되었다.

당초 영국에서 증권은 상인들을 위한 공식 시장인 'Royal Exchange'에서 다른 상품들과 함께 거래되었다. 그런데 영국 정부가 1697년 Royal Exchange에서 주식을 중개하는 브로커 수를 100명으로 제한하고 라이선스를 발급하는 법을 통과시키자 주식 브로커들은 법이 적용되지 않는 길거리와 커피하우스로 거래 장소를 옮겼다.⁴⁾

1) 본 글은 글쓴이의 자본시장연구원 조사보고서 “세계 거래소 산업의 변화와 특징: 증권거래소를 중심으로”를 요약 형태로 소개하고 있음을 밝힌다.

2) Petram(2014)

3) Michie(1999)



커피하우스를 기반으로 한 증권 거래가 서서히 자리를 잡아가자 기존 거래 방식을 개선하려는 사람들이 나타났다. 이들은 거래 속도와 신뢰를 향상시킬 방안을 찾았는데 그 해결책으로 제시된 것이 활발하게 거래에 참여하는 브로커 중 평판이 높아서 거래 체결의 확실성을 담보할 수 있는 사람들로만 구성된 시장을 구성하는 안이었다.

하지만 당시 영국법에서 공공장소는 주인이라고 해도 입장을 제한하지 못하도록 하고 있었기에 채무를 불이행하거나 질서를 위반한 거래자도 공공장소로 분류된 커피하우스 출입을 막을 수가 없었다. 제재 수단은 기껏해야 커피하우스 벽에다가 문제가 있는 거래자들의 이름을 적어서 다른 거래자들이 피할 수 있도록 하는 것이 전부였다. 이러한 한계를 극복하기 위해 런던의 브로커와 'stockjobber'라고 불린 시장 조성자들은 기존의 커피하우스를 벗어나 1773년에 독자적 건물, 'Stock Exchange'를 건립하였다.⁴⁾ 그러나 Stock Exchange는 아직 거래 질서를 통제할 내부 규정을 마련하지 못하였으며 다른 곳에서의 증권 거래에 비해 독점적 지위를 확보하지도 못했다.

결국 신설된 Stock Exchange를 소유했던 그룹은 1801년 3월 시설 이용의 부담을 함께 나눌 전업 브로커와 stockjobber들을 모집했고 채무를 이행하지 않는 경우를 비롯해 규정을 위반한 거래자들의 시설 이용을 금지하는 제재 권한을 명문화했으며 회원의 규정 준수를 모니터링하고 판결을 내릴 위원회와 전업으로 증권 거래소의 행정 업무를 수행할 인원을 확보하였다. 이리하여 근대적 형태의 런던 증권거래소가 공식적으로 출범할 수 있었다.

런던 증권거래소는 파리와 암스테르담 다음으로 일반적인 상업교역소나 커피하우스가 아닌 증권을 거래를 위해서만 만들어진 별도의 건물과 조직을 갖추었는데 비슷한 시기 유럽 곳곳에서 유사한 형태의 증권거래

소가 나타났다.⁶⁾ 하지만 나폴레옹 전쟁의 여파로 유럽 대륙의 증권거래소들은 위축된 반면 런던 증권거래소의 입지는 더욱 강화되었다.

2.3 신기술의 도입과 세계적 거래 네트워크의 구축

1차 세계대전 이전까지 뉴욕 증권 시장보다 월등히 컸던 런던 증권 시장은 혁신적 통신수단을 처음부터 환영하지는 않았지만 통신수단의 영향력이 커지면서 결과적으로 큰 도약을 이룰 수 있었다. 런던 증권거래소와 지역 증권거래소가 전신으로 처음 연결된 것은 1840년대 후반으로 그동안 몇 시간에서 며칠씩 걸리던 정보 전달이 몇 분 이내로 단축되었다. 그러자 런던 증권거래소 트레이딩 플로어의 가격이 영국 내 다른 지역 증권거래소의 가격에 영향을 주게 되었으며 개별 지역 증권거래소가 독립적인 시장이 아니라 국가적 시스템으로 통합되기 시작하였다.

1867년 주가표시기가 영국에 보급되고 1870년대 후반 전화기가 도입되면서 양방향 커뮤니케이션 체제가 자리를 잡아 동일 종목에 대해 런던 증권거래소와 지역 증권거래소 간 가격의 괴리를 이용한 차익거래⁷⁾가 크게 활성화 되었다. 'Shunter'라고 불리는 이들 차익거래자들 덕분에 지역 거래소들이 침체되기 보다는 런던 증권거래소와 상호 보완을 이루는 형태로 발전하였다.

하지만 지역 증권거래소와의 거래가 점점 활발해지고 급기야 트레이딩 플로어의 가격 정보가 바깥으로 흘러가면서 런던 증권거래소의 독점적 위상이 하락하게 되자 런던 증권거래소 경영진은 새로운 통신수단인 전신이나 전화의 도입을 꺼렸으며⁸⁾ 급기야 지역 증권거래소와의 차익거래를 억제하기로 하였다. 그 결과 1909년 2월 당시까지 허용되던 딜러인 stockjobber와 브로커의 구분을 명확히 하도록 하였으며, 1912년

4) Stringham(2002)은 영국 정부의 증권 거래 규제가 브로커들이 Royal Exchange를 떠나도록 한 원인이라고 적시하였는데, 다른 문헌에서는 주식 브로커들이 너무 소란스러워서 Royal Exchange에서 쫓겨났다고 서술하고 있다(Ingebretsen, 2002).
 5) 증권 거래의 주요 장소로 활용되던 Jonathan's Coffe House가 1748년 화재로 전소되자 브로커들은 새 건물을 짓는데 자금을 지원했고 1773년 건물 이름을 'The Stock Exchange'로 명명하였다(Sobel, 1970).
 6) 1805년 베를린 증권거래소가 등장하였으며 안트워프 등에서도 증권거래소 설립 움직임이 본격화되었다(Sobel, 1970).
 7) 런던과 지역 증권거래소 사이의 차익거래를 'shunting', 차익거래자를 'shunter'라고 불렀다.
 8) 런던 증권거래소 경영진은 1868년 전신 시스템의 설치 요구를 거절하였으며 1872년 11월에 가셔야 주가정보기를 설치하였으나 작

에는 런던 증권거래소에 처음으로 최소 거래 커미션을 도입하여 차익거래의 유인을 낮추었다.

이러한 일련의 규제는 런던 증권거래소에 비해 적극적으로 새로운 테크놀로지를 받아들이며 전국적인 증권 시장 구축에 애썼던 지역 증권거래소 브로커들의 극심한 반발을 불러왔으나 결과적으로 런던 증권거래소의 독점적 위상이 다시 강화되면서 점점 커지는

국제 증권 거래에 집중할 수 있었다.

통신수단의 발달은 다른 선진국들뿐만 아니라 영국의 영향력 아래 있던 세계 곳곳의 증권 거래소 간 차익매매 기회를 창출하였다. 20세기 초 런던 증권거래소의 회원들이 중심이 된 세계적 증권 거래 네트워크는 요하네스버그에서 싱가포르까지 세계 53개 도시의 증권 브로커들과 차익거래를 가능하게 만들었다.

〈표 1〉 1909년 런던 증권거래소의 국제 차익거래 네트워크

	No. of firms in London with arbitrage connections	No. of firms in each centre with London connections
Total	262	356
Europe	102	106
Paris	27	27
Berlin	13	13
Kamburg	8	8
Frankfurt	5	5
Amsterdam	16	20
Brussels	16	16
Antwerp	7	7
Vienna	3	3
Geneva	1	1
Zurich	1	1
Rome	2	2
Milan	2	2
Genoa	1	1
North America	60	86
New York	39	61
Boston	3	3
Philadelphia	3	3
Toronto	6	10
Montreal	9	9
Latin America	3	5
Havana	1	3
Buenos Aires	1	1

업자와 사용자를 엄격하게 제한하였다. 1870년대 후반 전화가 보급되었으나 거래소 도입은 늦어졌다. 경영진은 1879년 11월 첫 개설 요청을 거절하였으며 1882년에 가서야 전화를 사용할 수 있는 거래소 내 공간을 제공했다. 하지만 전화 사용이 매우 불편하여 제한적으로만 이용되었으며, 1888년 7월 회원들이 전화를 원활히 사용할 수 있는 대체 시설을 찾겠다고 위협을 하고 나서야 런던 증권거래소에 전면적으로 전화가 도입되었다.



	No. of firms in London with arbitrage connections	No. of firms in each centre with London connections
Middle East	8	8
Cairo	5	5
Alexandria	2	2
Southern Africa	23	27
Johannesburg	10	14
Cape Town	4	4
Durban	2	2
Pietermaritzburg	2	2
Pretoria	1	1
Salisbury	1	1
Bulawayo	2	2
Beira	1	1
Far East	8	11
Singapore	2	4
Kuala Lumpur	2	2
Penang	1	2
Colombo	1	1
Madras	1	1
Shanghai	1	1
Australia and New Zealand	58	113
Melbourne	9	32
Adelaide	11	23
Sydney	6	12
Brisbane	6	8
Perth	3	5
Launceston	2	2
Kalgoorlie	3	6
Charters Towers	3	6
Townsville	2	2
Coolgardie	1	1
Broken Hill	1	1
Auckland	5	6
Wellington	3	6
Dunedin	2	2
Reefton	1	1

출처 : 런던 증권거래소

3 'Big Bang' 개혁에서 경쟁체제 구축까지

3.1 'May Day' 개혁에서 'Big Bang' 개혁까지

1차 세계대전과 2차 세계대전 기간 중 미국과 유럽의 증권거래소들은 정부의 통제 아래 있었다. 증권거래소의 거래량이 급감하면서 증권 시장도 크게 위축되었는데 월스트리트 증권업 종사자가 1940년 5,855명에서 1947년 4,343명으로 급감할 정도였다.⁹⁾ 종전 이후에도 정부의 직접적인 또는 간접적인 증권 시장에 대한 통제는 계속 이어졌다. 증권거래소가 투기의 온상으로 비춰지면서 종전 후 불안정한 경제에 다시 위협이 되지 않을까 하는 인식이 컸기 때문이었다.

영국은 영국중앙은행(Bank of England)을 통하거나 또는 재무부가 직접 런던 증권거래소를 규제하였는데 종전 후 증권거래소에 대한 정부의 통제는 영국뿐만 아니라 미국이나 프랑스 등 다른 선진국에서도 일반적이었다.¹⁰⁾ 2차 세계대전 이후 영국이나 미국의 증권거래소들은 정부가 원하는 투기 억제 방안에 호응하면서 기존 증권거래소의 배타적 회원제와 자율 규제 권한을 인정받는 특권을 유지하려고 하였다. 그러나 정부와 대형 증권거래소 간의 협조 체제는 결국 상장 증권의 매력을 떨어뜨렸고 시장 참여자들의 비용 부담을 높였다.

배타적 회원제와 고정 커미션(fixed commission) 제도에 기초한 증권 시장은 테크놀로지의 발전으로 통신비용이 하락하자 더 이상 유지되기가 어려웠다. 특히 고정 커미션은 그 동안 규모의 경제가 전혀 고려되지 않았기에 대량 주문이 많은 기관투자자들에게는 매우 불리한 제도였다. 배타적 회원제로 인해 기관투자자를 고객으로 유치한 브로커들은 고정 커미션 이하로 커미션을 낮출 수 없었기에 음성적인 리베이트가 활성화 되었다. 주요 유형은 통계 서비스 제공, 리서치

서비스 제공, 상호 비즈니스 교환, 증권 중개를 유치하기 위해 고객의 금융상품 판매 등이었다. 또한 고객인 기관투자자가 지정하는 제3자에게 자신의 커미션 중 일부 또는 전부를 포기하고 양도하는 'give-up'이 활성화 되었다. 1968년 기준 조사에 따르면 뉴욕 증권거래소 회원은 고객으로부터 받아야 할 총 2억 4,300만 달러의 커미션 중 38%를 포기하였다.

미국 증권 시장에서 고정 커미션과 리베이트를 둘러싼 갈등은 계속 커져 갔는데 결국 SEC와 의회가 개입하기에 이르렀고 SEC는 1968년 뉴욕 증권거래소의 고정 커미션 개정을 1973년에는 모든 미국 증권거래소들이 회원제를 개방할 것을 요구하기에 이르렀다. 마침내 1975년 의회가 증권법과 증권거래법을 개정(Securities Act Amendments of 1975)하면서 고정 커미션은 폐지되었다. 고정 커미션 폐지 시점이 5월 1일이었기에 이를 두고 '월스트리트 May Day 개혁'이라고 부르고 있다.

1975년 미국의 고정 커미션 폐지는 미국을 벗어나 선진 자본 시장 전체에 큰 영향을 미쳤다. 특히 세계 금융허브였으나 2차 대전 이후 증권 시장에 대해 강력한 공격 규제를 받던 런던도 미국의 규제완화로 인해 큰 영향을 받았다. 영국은 종전 후에도 계속하여 영국에서 발행되는 증권은 처음 증권이 상장된 증권거래소에서만 거래할 수 있도록 제한함으로써 증권의 자유로운 거래를 억제하였다. 또한 런던 증권거래소의 브로커는 뉴욕 증권거래소에 2배에 이르는 고정 커미션을 보장받았으며 거래 체결도 stockjobber의 전유물이었다.

그러던 것이 1960년대 국제 금융 거래가 크게 늘기 시작하면서 런던은 다시금 국제 금융 시장의 중요한 위치로 부상하게 되었다. 특히 전후 은행 수신 금리의

9) Gordon(1999)

10) 미국에서는 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission: SEC)를 통해 정부가 뉴욕 증권거래소에 영향력을 행사하였으며, 프랑스 정부도 직접 파리 증권거래소를 규제하고 있었다. 또한 1940년대 후반과 1950년대 증권거래소가 새로 설립된 국가들도 처음부터 정부가 간섭하였다(Harris 2010).



상한을 설정한 Reg Q로 인해 미국 은행들이 영업 활동에 제약을 받게 되면서 런던의 유로 달러 시장에 몰려들었다.¹¹⁾ 즉 미국의 은행 수신 금리 규제와 냉전 구도 그리고 유럽 대륙의 경제 성장이 런던을 새로운 국제 금융 거래의 중심지로 부각시켰다고 할 수 있다.

그런데 국제 증권 거래의 활성화로 런던 증권거래소는 새로운 기회를 맞았으나 이 기회를 적극적으로 활용하지 못하였다. 영국중앙은행을 통한 증권 시장규제와 함께 고정 커미션 및 브로커와 stockjobber의 역할에 대한 엄격한 구분은 국제 증권의 차익거래를 매우 어렵게 만들었다. 국제 증권의 차익거래를 위해서는 비용과 이익을 외국의 거래상대방과 나눌 수 있어야 하지만 런던 증권거래소 회원은 까다로운 업무 영역 규제와 고정 수수료 제도로 인해 국제 거래 수익의 효율적 분배가 힘들었다. 또한 외국 금융기관의 런던 증권거래소 회원 가입은 번번이 기존 회원들의 반대로 무산되었으며¹²⁾ 엄격한 규제에 회원사의 국제 진출도 활성화되지 못하였다.

기존의 규제를 개혁하지 않고서는 런던 증권거래소와 그 회원들이 국제화의 과실을 온전히 누리기는 매우 힘든 상황이 전개되었지만 이미 영국 기관투자자의 미국 증권 투자를 대부분 담당하고 있던 미국 금융기관과 유럽 금융기관의 런던 진출은 활발히 진행되었다.¹³⁾ 덕분에 런던은 국제 금융허브의 위상을 높여갔으나 런던 증권거래소 회원사들의 입지는 호주와 남아프리카 공화국의 광산회사 주식 거래를 제외하면 영국 국내 증권 거래에 한정되었다.

1970년대 후반부터 영국 공정거래당국은 증권 시장 규제와 런던 증권거래소의 회원제에 대해 문제제기를 해왔는데 시장 규제는 재판을 거쳐 1979년에 이르러서야 해제되었다. 증권 거래가 자유로워지자 런던 증권거래소의 독점적 지위는 크게 위협을 받게 되었고

1983년 런던 증권거래소는 고정 커미션 폐지를 합의 하기에 이르렀으나 1986년 10월 27일 'Big Bang 개혁'을 거쳐 고정 커미션, 브로커와 stockjobber의 단일 역할제가 공식 폐지되었다. 동시에 런던 증권거래소의 신규 회원과 영국 국제시장이 국내의 모든 금융기관에게 개방되었다.

영국의 1986년 Big Bang 개혁과 미국의 월스트리트 May Day 개혁 사이에는 11년의 시간 차이가 있었지만 고정 커미션과 증권거래소의 기득권 세력을 무력화시켰다는 공통점이 있었다. 다만 미국 월스트리트의 제도 개혁이 기관투자자의 역할 증대와 뉴욕 증권거래소 내부의 심각한 이해갈등 그리고 시장 분할 가능성이 점증하면서 감독당국과 의회가 개입한 결과라면 영국의 Big Bang 개혁은 국제화의 압력이 점증하고 있었음에도 영국 정부가 증권업에 대한 높은 규제를 계속 유지하려 하였고 런던 증권거래소의 회원들도 기득권에 집착하면서 주도적인 대응을 하지 못하여 결국 사법부의 압력으로 탄생했다는 차이가 있다.

따라서 영국 Big Bang 개혁 이후 런던의 국제 금융허브로서의 위상은 더 높아졌지만 영국의 금융기관은 증권업의 급격한 변화에 제대로 대응하지 못하였고 결과적으로 국제 금융시장의 주역은 런던에서 활동하던 미국과 다른 유럽 국가의 대형 금융기관들의 몫이 되었다.

3.2 컴퓨터 보급, 탈상호화, 규제체계의 변화

영국의 Big Bang 개혁 이후 선진국의 거래소 산업은 컴퓨터의 도입, 탈상호화, 규제체계 변화 속에 글로벌 경쟁체제로 빠르게 개편되기 시작한다. 런던 증권거래소도 이런 변화의 소용돌이에 휩싸이게 된다.

11) 유로달러 시장은 1956년 소련의 헝가리 침공 이후 미국의 자산 동결을 우려한 소련이 달러 예금을 런던 은행으로 이전함으로써 형성되기 시작하였다.
 12) 1968년 19개의 미국 증권회사가 런던에 지점을 가지고 있었으나 런던 증권거래소 회원은 국적 조항에 막혀 모두 무산되었다. 특히 1968년 미국 증권회사 Hallgarten & Co.가 정식으로 런던 증권거래소의 입회를 신청하였을 때 거래소 측은 긍정적으로 검토하였으나 최종 투표에서는 6 대 5로 부결되었다.
 13) 2차 세계대전 이후 영국의 미국 증권 투자는 기관투자자 중심으로 전환되었으며 비용을 절감하기 위해서 런던 증권거래소의 회원을 거치지 않고 미국 증권회사의 브로커가 영국을 방문하는 형태로 바뀌었다. 1960년대 중반이 되자 런던 증권거래소 회원들은 미국 시장을 실질적으로 포기하였다.

3.2.1 컴퓨터의 도입

컴퓨터를 거래소에서 적극적으로 활용하자는 주장은 1960년대부터 시작되었으나 당시 거래소에서는 회원의 반발과 컴퓨터 시스템 구축에 드는 엄청난 비용으로 매매체결을 대체하는 수준으로 전면화 되지는 못하였다.

그러나 회원제에 얽매일 필요가 없었던 후발 거래소들을 중심으로 트레이딩 플로어를 대신하여 스크린 매매가 채택되기 시작하였고 기존 거래소들과의 경쟁에서 앞서기 시작하면서 컴퓨터의 도입은 거래소 산업의 되돌릴 수 없는 트렌드로 자리를 잡았다. 대표적으로 1990년 독일 최초의 파생상품 거래소로 등장한 DTB는 최초로 다른 파생상품 거래소에 이미 상장되어 거래되고 있는 상품의 유동성을 빼앗아 온 것으로도 유명하다.

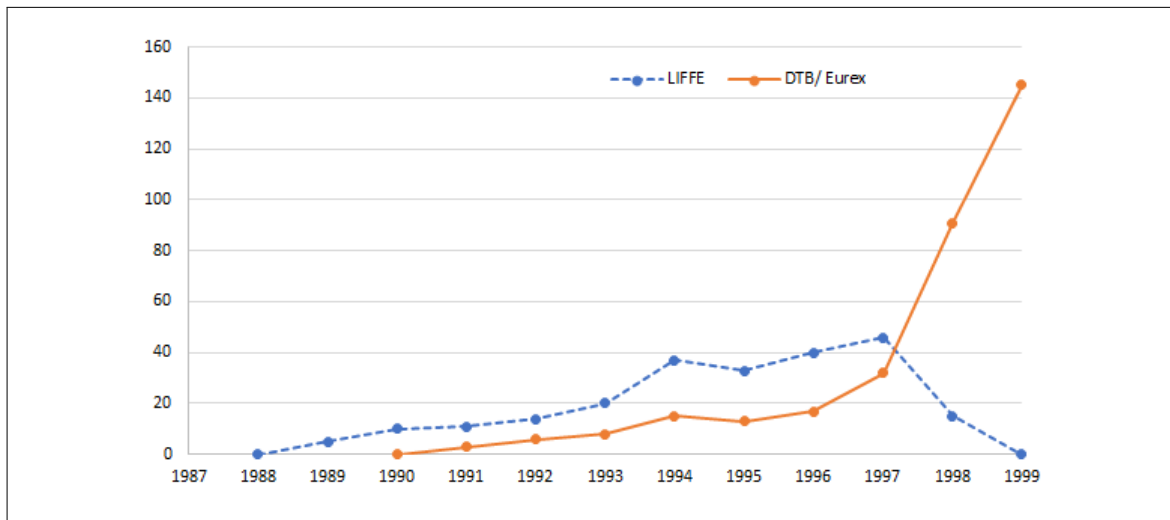
1988년 런던의 파생상품 거래소 LIFFE는 당시 독일에서는 선물 거래가 합법화되지 못한 상황에서 독일 국채 선물을 최초로 상장하였는데, 독일 국채 선물은 LIFFE의 가장 대표적 상품으로 성장하였다.

하지만 1990년 DTB가 출범하자마자 독일 국채 선물을 상장하면서 두 거래소 간에는 치열한 경쟁이 벌어질 수밖에 없었고 스크린 매매에 기반한 공격적 영업 덕분에 DTB는 LIFFE의 독일 국채 선물 거래를 모두 빼앗아 올 수 있었다. DTB가 독일 국채 선물 거래에서 LIFFE를 대상으로 거둔 승리는 스크린 매매 거래소가 전통적 방식의 거래소에 비해 가격 및 속도와 편의성에서 월등한 경쟁력을 가지고 있음을 보여준 사례라고 할 수 있다.¹⁴⁾

세계 거래소의 스크린 매매 채택은 증권거래소의 경우 1980년 미국의 신시내티 증권거래소를 시작으로 특히 1995년 이후 본격화 되었다. 2007년까지 세계 증권거래소의 스크린 매매 채택 통계를 보면 이 기간 동안 자동화된 증권거래소 중 80%는 트레이딩 플로어를 폐쇄하고 전환하였으며 20%는 신설 증권거래소였다. 파생상품 거래소도 신설 거래소 중심으로 스크린 매매를 채택하면서 1999년을 정점으로 2000년대 초에 세계적으로 확대되었다.

〈그림 1〉 LIFFE와 DTB의 독일 국채 선물 거래량 추이

(단위 : 계약)



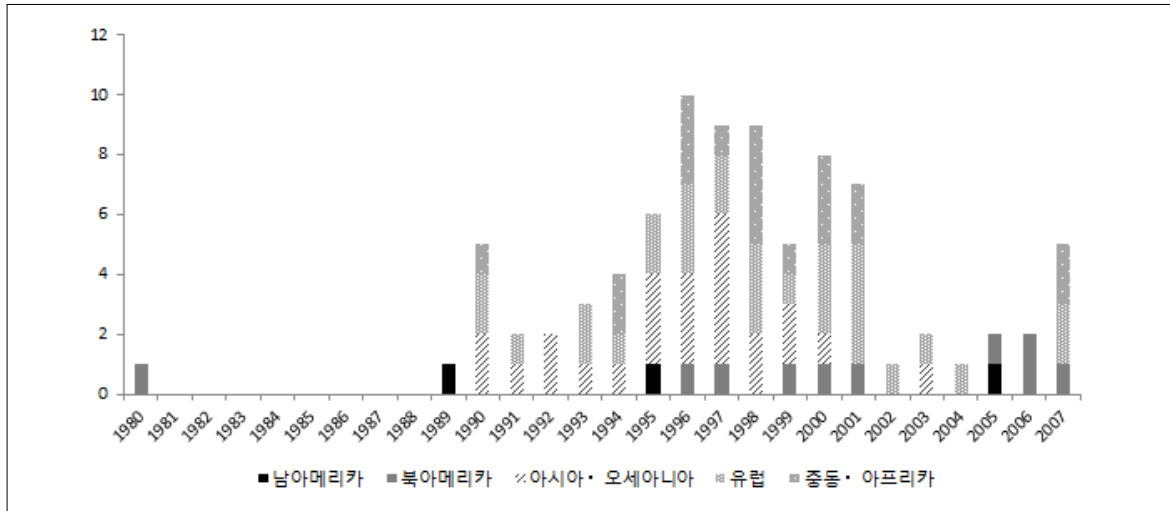
출처 : Gorham & Singh(2009)

14) DTB의 독일 국채 선물 공략이 성공을 거둔 직후 DTB와 스위스의 SOFFEX는 합병을 거쳐 유럽 최대 파생상품 거래소이자 독일 거래소 그룹에 속한 Eurex가 되었다.



〈그림 2〉 세계 증권거래소의 스크린 매매 도입 추이

(단위 : 개)



출처 : Gorham & Singh(2009)

컴퓨터가 증권 및 파생상품 거래에 본격적으로 채택되면서 급격한 변화가 나타났다. 우선 거래 투명성이 획기적으로 개선되었다. 이전까지 딜러들은 지정가 주문 호가 정보를 독점적으로 소유하며 이익을 얻었는데 컴퓨터의 도입 덕분에 일반 투자자들도 접근이 가능해졌다. 다음으로 컴퓨터는 거래 시간을 크게 단축시켰는데 전통적 거래방식에 비해 컴퓨터 거래는 900배나 빨라졌다.

〈표 2〉 개인투자자의 뉴욕 증권거래소 월간 정보 사용료 추이

(단위 : 달러)

연 도	매도/매수 호가와 최종 가격 정보 월간 조회 비용(개인투자자용)
1983	168.50
1984	13.50
1987	4.00
1992	4.25
1997	5.25
1999	1.00
2010	1.00

출처 : Harris(2010)

그리고 컴퓨터 도입은 거래 비용을 크게 떨어뜨렸다. 거래량이 증가하면서 스프레드가 감소하였고, 거래 수수료가 하락하였으며, 특히 가격 정보의 가격이 떨어졌다. 1983년 개인투자자가 뉴욕 증권거래소의 매도/매수 호가와 최종 체결가격을 제한 없이 보기 원했다면 매월 168.5달러를 지불해야 했는데 1984년에 뉴욕 증권거래소는 개인투자자용 거래정보 서비스를 신설하였고 월 사용금액은 92%나 하락하였다. 그리고 온라인 증권회사들이 영업을 확대하면서 1988년까지 추가로 95%가 하락하였다.

3.2.2 탈상호화

세계 거래소들이 컴퓨터를 본격적으로 도입하며 기존의 트레이딩 플로어를 교체하던 1990년대 후반 거래소 시장에는 또 다른 구조적 변화가 나타나기 시작하였다. 미국과 유럽의 주요 거래소는 전통적으로 회원들이 소유하는 형태(member-owned exchange)였는데 1990년대 들어서 세계 증권거래소의 지배구조는 근본적인 변화를 겪기 시작하였다.

회원소유 지배구조의 거래소들은 회원들에게 다양한 혜택을 제공하였다. 회원들은 고객의 주문을 체결하고 커미션을 받을 수 있었으며, 시장조성자가 되어

매도 및 매수 주문의 스프레드를 통해 이익을 취할 수 있었고, 트레이딩 플로어의 회원들만 가지고 있는 정보 우위를 바탕으로 자기 매매를 통해 수익을 낼 수 있었다.

그러나 회원소유 지배구조는 몇 가지 점에서 한계를 나타낼 수밖에 없었다. 컴퓨터와 네트워크의 도입 속에 전통적 회원소유 거래소들의 회원들은 자동화에 부정적이었고 트레이딩 플로어 내 정보 독점을 계속 유지하려 하였다. 특히 폐쇄적 네트워크에서 수작업으로 진행되는 체제에서 일부 회원들이 주도하는 불공정 거래의 근본적인 해결 방안을 찾기는 어려웠다.

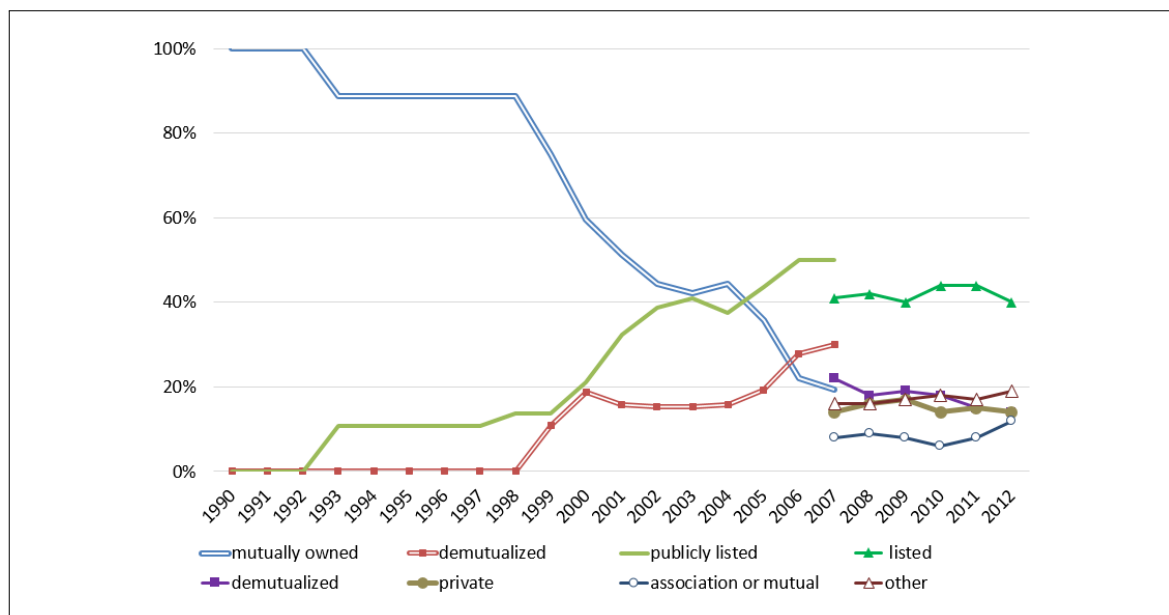
Lee(2011)는 회원소유 지배구조가 시장 전체의 비용을 증대하는 대가로 내부 이해관계자의 이익을 추구하는 경향이 나타나며 결국 경쟁력이 떨어지게 됨을 지적하였다. 또한 의사결정 프로세스의 비효율성과 자본조달의 어려움도 회원소유 거래소의 약점으로 제기되었다. 전통적 회원소유 지배구조의 한계에 대해서 Hart & Moore(1996)는 증권거래소들이 경쟁에 직면하면서 외부인이 소유하는 지배구조의 효율성이 높아졌다고 분석했다. Aggarwal(2002)은 회원소유 지배구조가 유연성과 경쟁 환경에서 필요한 자금조달에

실패했다고 평가하였다. Mendilola & O'Hara(2004)도 새로운 경쟁 환경에서 조합주의 체제의 조직화 비용이 혜택보다 더 많다고 정리하였다.

최초의 탈상호화 거래소는 스웨덴의 스톡홀름 증권거래소였다. 스톡홀름 증권거래소의 탈상호화가 순조롭게 진행되자 다른 거래소의 탈상호화도 이어졌다. 북유럽에서 먼저 시작한 탈상호화 추세는 1999년에서 2000년 사이로 돌이킬 수 없는 세계적 추세로 자리 잡았다. 1999년 11월 44개의 거래소가 탈상호화를 완료했으나 추진 중에 있는 것으로 조사 되었다.

탈상호화를 추진한 대다수 거래소들은 회원소유 지배구조에서 주식회사로의 전환에 머물지 않았다. 회원소유 지배구조에서 탈피한 거래소들은 탈상호화 지배구조에서 가능한 기능을 충분히 활용하기 위해서 탈상호화 직후 빠른 시간 안에 IPO를 통해 공개회사(public company)로 전환하였다. 최초의 자기 상장 거래소는 1996년 호주 증권거래소(ASX)였다. 호주 증권거래소는 1987년 6개의 지역 거래소가 합병하여 탄생하였는데 1996년 탈상호화를 완료하고 나서 1998년 IPO에 성공하였다. 호주 증권거래소가 성공하자 2000년 탈상호화에 성공한 런던 증권거래소가 2001

〈그림 3〉 세계 거래소 지배구조 변화 추이



출처 : Oloford & Othere(2011), WFE (시점에 따른 분류 기준 차이 존재)



년 자기 상장을 하였다. 독일 거래소, 홍콩 거래소, 싱가포르 증권거래소, 오슬로 증권거래소, Euronext가 2000년과 2001년 사이에 잇따라 상장하였다.

런던 증권거래소 등 유럽 거래소에 비해 상대적으로 탈상호화에 늦었던 뉴욕 증권거래소는 거래소 산업의 급변속에 회원권 가격이 급락하자 2005년 4월 이미 기업공개를 완료한 Archipelago를 인수함으로써 탈상호화와 기업공개 대열에 동참하였다.

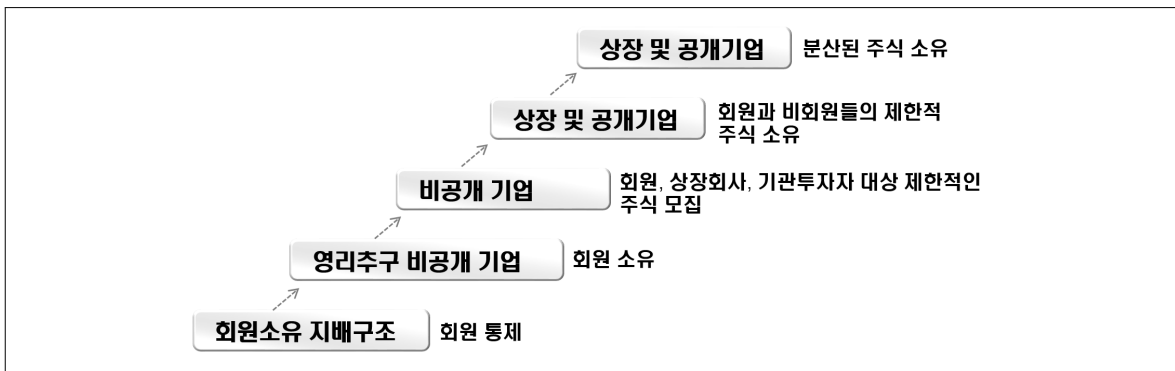
3.2.3 규제체계의 변화

세계 거래소 산업의 세 번째 트렌드는 규제체계의

변화라고 할 수 있다. 2007년 시행된 미국의 증권시장 규제인 Reg NMS(National Market System)와 유럽의 MiFID(Market in Financial Instruments Directive)는 미국과 유럽의 거래소 산업을 본격적인 경쟁체제로 변화시켰다.

Reg NMS는 최선 체결을 보장하기 위한 규정을 확대함으로써 복수 거래 시설 간 경쟁원리를 수립하였으며 MiFID는 1993년 유럽 금융서비스산업을 통합하여 단일한 규제 환경을 조성하고자 '단일통행권제도(single passport)' 도입을 주요 골자로 한 ISD(Investment

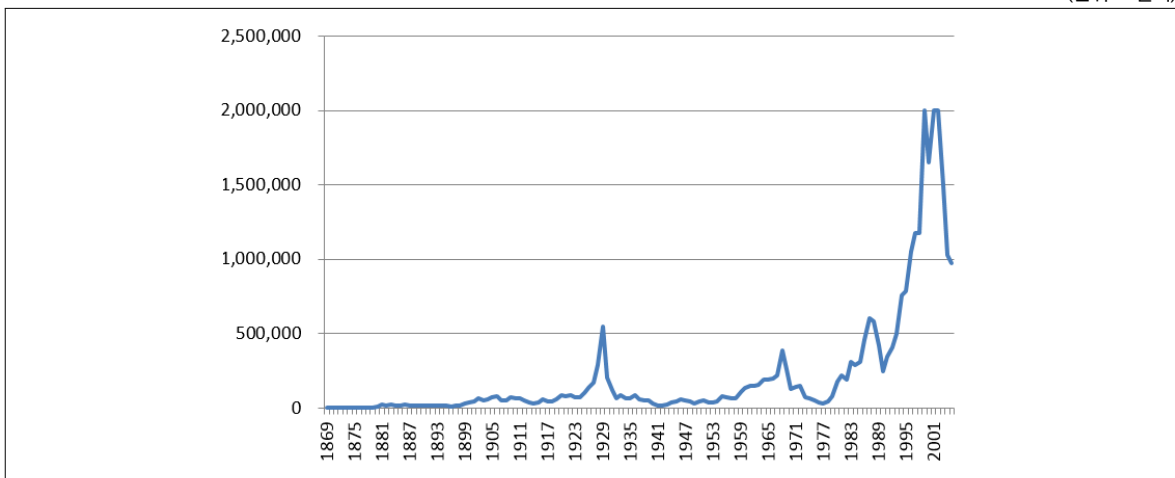
〈그림 4〉 회원소유 증권거래소의 상장과정



출처 : Aggarwal(2002)

〈그림 5〉 뉴욕 증권거래소 회원권 가격 추이

(단위 : 달러)



출처 : 뉴욕 증권거래소

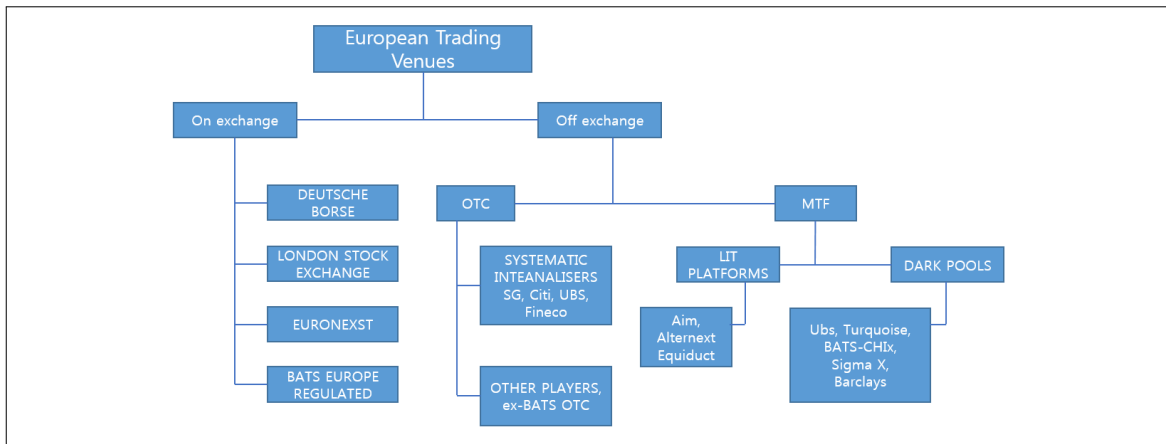
Services Directive)의 한계를 극복하려는 취지에서 고안되었다. ISD는 유럽 주식 시장에서 런던 증권거래소의 비중이 점점 커지는 것을 억제하고자 주식의 거래체결과 보고를 해당 주식이 상장된 증권거래소에서만 가능하도록 하는 '집중의무 규정(concentration rule)'을 두었다. 그러나 집중의무 규정은 결과적으로 런던 증권거래소와 경쟁 관계였던 Euronext나 기타 국가별 증권거래소의 지위를 높일 수는 있었으나 유럽 단일 시장의 효과를 저해하였고 증권산업의 경쟁력을 떨어뜨렸다.

유럽 자본시장의 경쟁력을 제고하기 위해 MiFID는 집중의무 규정을 폐지하고 증권 거래시설을 폭넓게

인정하여 미국의 ATS(Alternative Trading System)에 대응하는 대체거래시설인 MTF(Multilateral Trading Facility)의 등장을 독려했다. 또한 미국 Reg NMS와 마찬가지로 주식 거래에 있어서 최선 집행 의무를 각 거래시설에 부과함으로써 증권거래소와 MTF의 경쟁을 촉발시켰다.

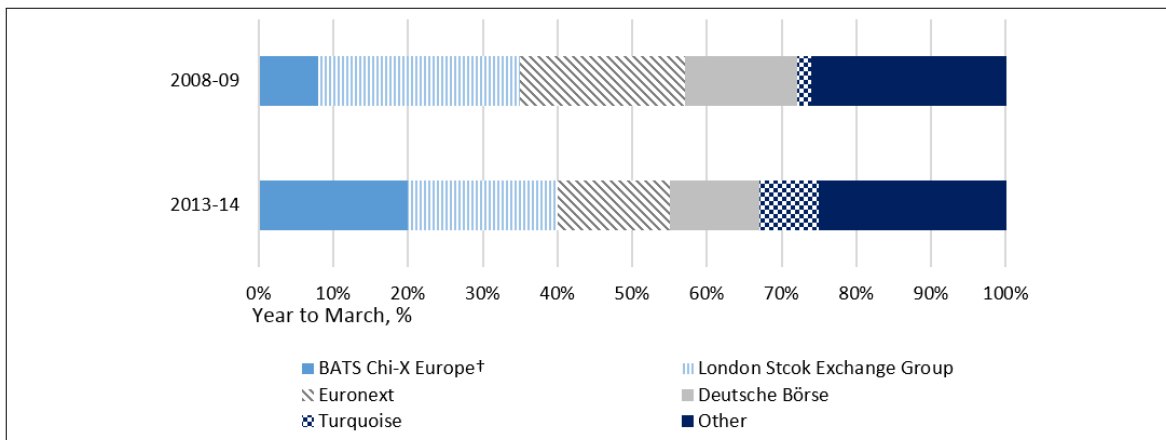
그리하여 유럽 증권 시장은 MiFID 도입 이후 미국과 마찬가지로 정규 증권거래소와 함께 OTC 및 MTF로 재편되었으며, 유럽 증권 시장에서 전통적 증권거래소인 런던 증권거래소, 독일 거래소, Euronext의 비중은 급격히 하락하였다.

〈그림 6〉 유럽 증권 시장의 거래시설 구조도



출처 : Geranio(2016)

〈그림 7〉 유럽 주식거래시설 거래 비중 변화



주) BATS and Chi-X Europe separate entities until 2011

출처 : Thomson Reuters



[4] 글로벌 금융위기 이후 런던 증권거래소의 변화

4.1 금융위기 이전까지의 합병 시도

거래소의 컴퓨터 도입이 본격화 되면서 규모의 경제 효과가 비약적으로 커지기 시작하였다. 컴퓨터 서버를 둘 작은 공간만 있으면 기존 설비를 활용해서 거래를 활성화 하고 신규 상품을 도입할 유인이 커졌다. 이에 따라 거래 증가에 따른 추가 비용은 거의 '0'으로 수렴하였다.

이 과정에서 컴퓨터를 일찌감치 도입하고 다양한 서비스로 분화하기 시작한 ATS가 전통적 거래소들을 위협하였다. 정규 거래소들은 ATS와의 경쟁에서 살아 남고 탈상호화로 등장한 투자자들의 기대를 충족하기 위해 수익성을 극대화 하려고 애썼고 그 결과가 M&A의 활성화로 나타났다. 특히 상장된 공개기업의 M&A는 유력한 투자기회가 되었기에 거래소의 M&A가 확대될 수 있었다. 또한 상장된 거래소의 주식가치가 고평가 되어 있으면 M&A의 가능성을 높일 수 있었다.

미국에 비해 탈상호화가 빨랐던 유럽은 보다 먼저 거래소 간 M&A를 시작할 수 있었는데 EU의 단일자본 시장 정책도 M&A가 활성화에 유리한 환경이 되었는데 덕분에 최초의 증권거래소 간 다국적 M&A가 유럽에서 등장할 수 있었다. 2000년 9월 파리 증권거래소, 브뤼셀 증권거래소, 암스테르담 증권거래소가 합병을 하면서 최초의 汎유럽 증권거래소인 Euronext가 출범하였다. Euronext는 2001년 IPO를 마치고 2002년에는 리스본 증권거래소가 합류하면서 유럽 대륙 4개국을 아울렀다.

그런데 거래소의 글로벌 M&A 흐름에서 런던 증권거래소는 항상 인수 대상으로 떠올랐으나 결국 성공하지는 못하였다. 글로벌 금융허브인 런던 증권거래소와의 통합은 미국의 대형 거래소 또는 유럽 대륙의 거래소 모두에게 글로벌 거래소로 도약하는 데 있어서 결정적 계기가 될 수 있었다고 판단했기 때문이다.

런던 증권거래소가 처음 M&A의 목표로 떠오른 때는 Euronext의 통합 논의가 진행되던 2000년 5월 시점으로 런던 증권거래소와 독일 거래소는 대등 합병안을 발표하였다. 당시 두 거래소의 통합 계획은 2단계로 구성되어 있었는데 하나는 'iX'라는 새로운 통합 거래소를 만들어 유럽 블루칩의 상장과 거래를 담당하도록 하는 것이었다. 다음 단계로 신설 거래소 iX와 NASDAQ 사이에 조인트 벤처로 汎유럽 성장기업 거래시장(high-growth market)을 만들어 기존의 성장기업 거래시장이었던 런던 증권거래소의 techMark와 독일 거래소의 Neuer Mark 그리고 NASDAQ의 NASDAQ Europe를 대체할 계획이었다.¹⁵⁾

당초 합병안에 따르면 새로 만들어지는 거래소 iX는 단일 플랫폼을 구축하여 통합의 효과를 최대한 높이되 본사는 런던에 두고 실무적 운영은 프랑크푸르트에서 진행할 계획이었다. iX의 목표는 가장 저렴한 비용으로 유럽 블루칩을 거래할 수 있도록 하는 것이었다. 브로커는 단일 전자거래 플랫폼 사용으로 기술적 복잡성을 덜 수 있었으며, 낮은 비용으로 접근이 용이해졌고, 투자자에게는 낮은 거래비용이 장점이었으며, 발행자에게는 폭넓은 투자자를 만날 수 있고 시장의 유동성 향상을 기대할 수 있었다.

그러나 汎유럽 프리미엄 거래소의 출범은 예정대로 진행되지 않았다. 당시 런던 증권거래소의 시가총액은 독일 거래소의 2배나 되었지만 50 대 50 합병은 매우 불리한 결정이라는 런던 증권거래소 주주들의 반발이 거세게 일어났으며, 일각에서는 Euronext 출범에 자극을 받아 너무 서두르고 있다는 비판도 나타났다. 특히 NASDAQ과의 2차 통합은 더욱 가능성이 떨어졌는데 NASDAQ이 자신에게 강점이 있는 성장기업 유치 전략을 크게 수정하여 신설 조인트벤처로 권한을 넘기기를 기대하기는 어려웠다. 여기에 더해 영국과 독일 규제 당국의 부정적 의견도 합병을 어렵게 만들었다.

15) Lee(2011)

2000년 8월 양국의 규제 당국은 실무그룹을 결성하고 규제 이슈를 검토하기로 하였으나 누가 iX를 규제할 것인지를 놓고 양국 간 갈등이 나타났다.¹⁶⁾ 동시에 아직 회원소유 구조를 탈피하지 못했던 런던 증권거래소는 합병을 위한 회원 75%의 동의에 어려움이 있었다. 소규모 브로커들과 딜러들은 iX 계획이 소수 런던 소재 미국 투자은행들이 주도하고 있다며 반발하였다.

이밖에도 양국 내 애국주의적 반발과 유로 사용 이슈 등 다양한 문제가 합병 의사결정에 앞서서 불거졌는데 결정적으로 합병 투표 3주 전에 스웨덴 통합거래소 OM이 런던 증권거래소의 인수를 전격적으로 제안하고 자신들의 제안이 거절되자마자 런던 증권거래소에 대한 적대적 인수를 피하자 독일 거래소와 런던 증권거래소의 합병 상황은 급변하였다. 결국 런던 증권거래소는 OM의 적대적 인수 방어에 집중하느라 영국 법의 합병 기한을 충족할 수 없다는 이유로 독일 거래소와의 iX 추진을 포기하였다.

1차 시도가 무위로 돌아갔지만 독일 거래소의 런던 증권거래소 합병 의지는 사라지지 않았다. 2004년 독일 거래소는 런던 증권거래소에 인수 의향을 다시 나타냈는데 이때 호주의 Macquarie 은행도 인수전에 가담하였으나 런던 증권거래소는 모든 제안을 거절하

였고 독일 거래소의 2번째 시도도 실패하였다. 이어서 Euronext가 런던 증권거래소 인수를 모색했으나 역시 거절당하였다. 런던 증권거래소 인수에 실패한 독일 거래소와 Euronext는 서로 합병 논의를 벌이기도 하였으나 Euronext는 2006년 뉴욕 증권거래소와의 합병을 선택하였다.

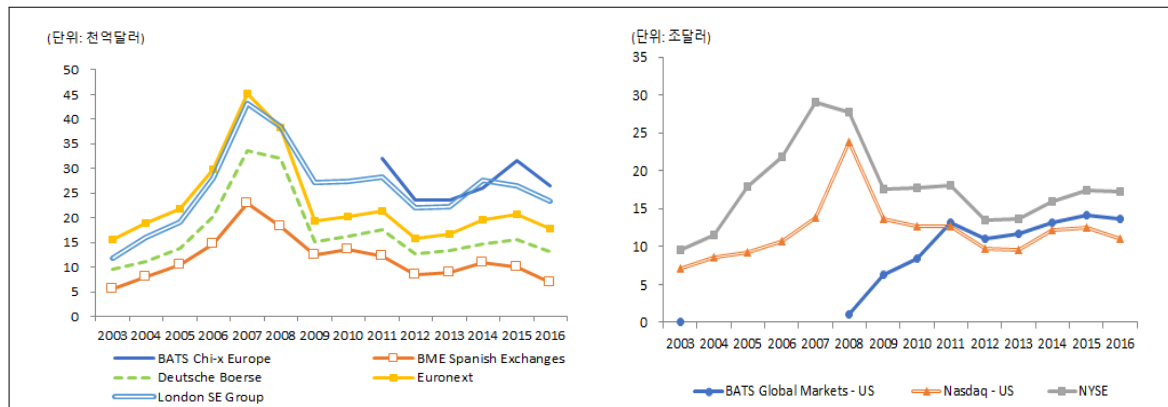
2006년 3월에는 런던 증권거래소 인수전에 NASDAQ이 가담하였다. NASDAQ은 24억파운드를 인수 대금으로 제시하였으나 런던 증권거래소로부터 거절당하였다. 그러자 NASDAQ은 런던 증권거래소의 지분을 공격적으로 매집하기 시작하였는데 전체 보유 비중이 29%에 달하면서 최대 주주의 지위에 오를 수는 있었으나 결국 실패하였다. NASDAQ은 런던 증권거래소 인수 실패 후 역시 런던 증권거래소 인수에 실패했던 OM과 합병하는 길을 선택하였다.

결국 런던 증권거래소는 독일 거래소가 중심이 된 합병 시도에도 불구하고 홀로 남게 되었으며 당분간 독자적인 발전 경로를 걷게 된다.

4.2 글로벌 금융위기 이후 거래소 산업의 변화

2000년대 거래소의 지배구조 재편과 활발했던

〈그림 8〉 유럽(좌)과 미국(우)의 주요 거래소별 주식 거래대금 추이

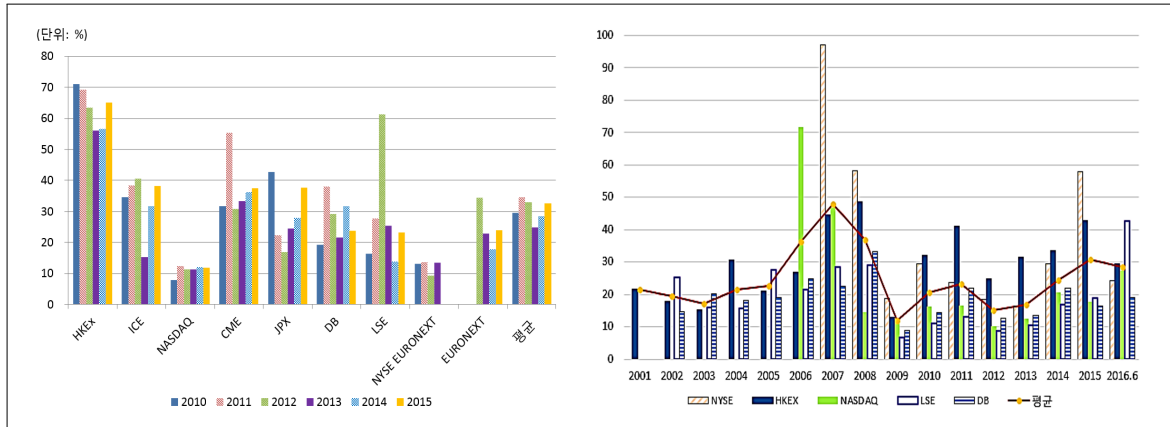


출처 : WFE

16) 영국 규제 당국인 FSA는 통합 거래소 iX의 규제 당국이 FSA가 되어야 함을 계속 주장하였고, FSA 의장인 Howard Davies는 iX의 의미 '9'의 영어 발음이 독일어로는 'nein'이라며 공개석상에서 부정적 언급을 하기도 했다.



〈그림 9〉 세계 주요 거래소별 이익률(좌)과 주가수익률(우) 추이



출처 : Datastream

M&A 시기가 지나고 2008년 9월 글로벌 금융위기가 발생하자 미국과 유럽의 주식 거래대금은 급격히 감소하였다. 그런데 미국과 유럽 증권거래소의 거래 위축은 시간이 지나도 쉽게 회복되지 못하였다.

2010년 이후의 주요 거래소의 수익성 지표를 살펴보면 이익률(profit margin)은 2013년까지 평균적으로 하락하였으며 2014년 이후들어 다소 회복하는 모습을 보이고 있다. 거래소의 수익성 정체는 주가수익률(P/E 비율) 추이에서도 나타나고 있다. 2006년 36.3, 2007년 47.9, 2008년 26.8에 이르렀던 주요 거래소¹⁷⁾의 평균 P/E 비율은 2012년 15까지 하락했다가 2015년 다시 반등했지만 2016년 6월말 기준으로 30내외에 머물고 있다.

세계 주요 거래소의 매출 및 수익성 정체 상황이 계속 이어지면서 수입 구조의 변화도 나타나고 있다. 거래소의 전통적 수입 창구는 상장 수수료와 거래 수수료라고 할 수 있다.

2008년 WFE(World Federation of Exchanges)의 조사에 따르면 회원 거래소의 전체 매출수입 중 53%가 거래 수수료였다.

그런데 WFE 조사에서 회원이 소유한 거래소의 거래 수수료가 매출수입에서 차지하는 비중은 80%이지만 탈상호화를 거친 거래소의 거래 수수료 비중은

40~50% 수준이었고 기타 서비스 부분이 25% 이상을 차지하였다. 특히 상장 거래소는 기타 서비스 부분 매출이 40%를 차지하였다.

또한 다양한 상품을 거래하는 거래소의 거래 수수료 비중이 57%였으나 단일 상품을 거래하는 증권거래소는 75%에 이르렀고 파생상품 거래소는 90% 이상에 달하였다. 상장 수수료는 2008년 WFE 조사에서 매출 수입의 6%를 차지하였는데 10년 전 18%에 비해서 12%p 감소하였다. 정리하면 회원제 거래소에 비해 탈상호화 거래소가 그리고 단일 상품 취급 거래소에 비해서 통합 상품 거래소가 거래 수수료 의존도가 낮으며 전체적으로 상장 수수료 비중은 하락하고 있음을 알 수 있다.

거래소 산업의 밸류체인이 바뀌고 수익성이 나빠지자 글로벌 거래소들은 몇 가지 방향으로 대응 방안을 마련하고 있다. 첫째, 대형화의 모색이다. 그 동안 세계 거래소 산업의 재편으로 시가총액 100억 달러 이상의 6개 거래소 그룹이 등장하였다.

둘째, 수직통합화 경향이다. 글로벌 거래소들은 최근 들어 거래체결에서 청산 및 결제에 이르는 전 과정을 단일한 주체가 일관되게 처리하는 수직적 통합을 선호하는 경향이 있다. 가장 대표적인 수직통합 모델은 독일 거래소이다. 독일 거래소는 상장, 거래체결, 청산,

17) 뉴욕 증권거래소, NASDAQ, 런던 증권거래소, 독일 거래소, 홍콩 거래소를 의미한다.

국내 및 국제 결제, 데이터 판매, IT 서비스에 걸친 제반 서비스를 모두 직접 수행하고 있다.

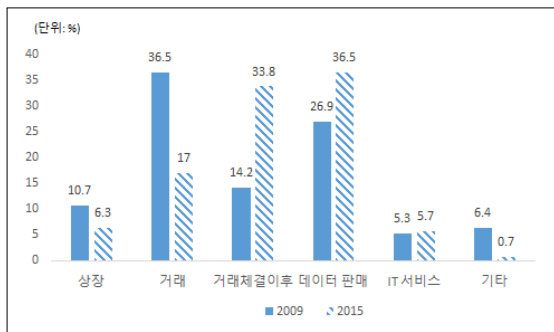
셋째, 전통적인 거래소들과 새롭게 등장한 ATS 또는 MTF로 대표되는 대체거래시설과의 경쟁 심화이다. 유럽의 경우 대체거래시설의 등장은 미국에 비해 상당히 늦게 나타났다. MiFID 도입 이전까지 모든 주식의 거래는 1차로 상장된 증권거래소에서 하도록 하는 집중의무 규정으로 인해 미국의 ATS와 유사한 형태의 거래시설이 등장할 수 없었다. 그런데 MiFID 도입으로 거래시설 간 경쟁이 가능해져 유럽판 ATS인 MTF가 본격적으로 등장하였다.

마지막으로 종합 가격 정보 비즈니스의 구축이다. 글로벌 거래소들은 전통적 수입 모델이었던 상장 및 거래 수수료에 대한 의존도를 낮추고 사업을 다각화하고 있는데 특히 기존 취급상품인 장내 증권과 파생상품 영역을 벗어나 장외 상품으로 사업 범위를 넓히고 있다.

4.3 런던 증권거래소의 대응

글로벌 금융위기 이후 거래소 산업의 변화된 환경은 런던 증권거래소도 예외가 아니었다. 런던 증권거래소도 수익 구조에서 큰 변화가 나타났는데 2015년 매출을 세분하여 보면 가장 비중이 큰 부분은 데이터 판매로 36.5%에 이르고 있고 다음으로 청산결제 등 거래체결 이후 부분으로 33.8%를 차지하였는데 2009년에 비해 19.6%p나 늘어났다. 2009년까지만 해도 매출 비중이 36.5%로 가장 컸던 거래 수수료는 17%로 감소하였다.

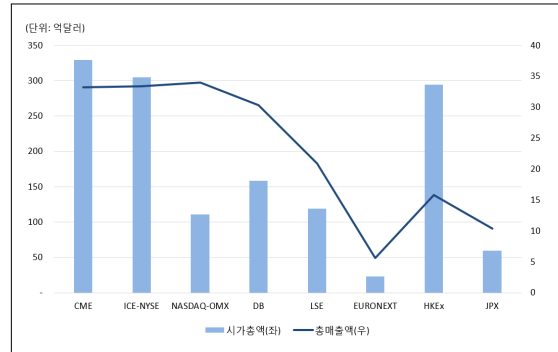
〈그림 10〉 런던 증권거래소의 매출구조 비교



출처 : 런던 증권거래소

런던 증권거래소의 매출 구성이 바뀐 데는 다른 글로벌 거래소와 마찬가지로 대형화, 수직통합화, 대체거래시설과의 경쟁 심화, 정보사업의 육성에 적극적으로 대응했기 때문이다. 대형화 전략으로는 비록 성공하지는 못했지만 독일 거래소와의 2016년 발표된 3 번째 합병 시도가 있었다. 만약 두 거래소의 합병이 성사되었다면 통합 거래소는 시가총액 기준으로 글로벌 4위 안으로 도약했을 것이다. 독일 거래소와의 합병이 아니어도 런던 증권거래소는 2007년 8월 이탈리아 거래소(Borsa Italiana)를 인수하는데 성공하였다. 당시 이탈리아 거래소는 유럽 4위 증권거래소였다.

〈그림 11〉 세계 주요 거래소 시가총액과 총매출액



주) 시가총액은 2016년 6월말, 총매출액은 2015년 기준
출처 : Bloomberg

수직통합화와 관련해서 런던 증권거래소는 2011년에 청산 프로세스를 담당하는 LCH를 인수하였다. LCH의 인수를 통해 런던 증권거래소는 고유의 청산 기구를 확보할 수 있었을 뿐만 아니라 2008년 글로벌 금융위기 이후 장외파생상품의 의무 청산 규제로 더욱 중요성이 부각된 장외파생상품 청산 분야에 있어서 세계 최대 장외파생상품 청산 기구를 손에 넣게 되었다.

대체거래시설과의 경쟁에 대비하기 위한 전략으로 런던 증권거래소는 이탈리아 거래소 합병을 통해 유럽 채권거래 플랫폼인 MTS를 보유하였으며 2009년 투자은행들이 세운 Dark Pool 플랫폼인 'Turquoise'의 지분 60%를 매입하였다.

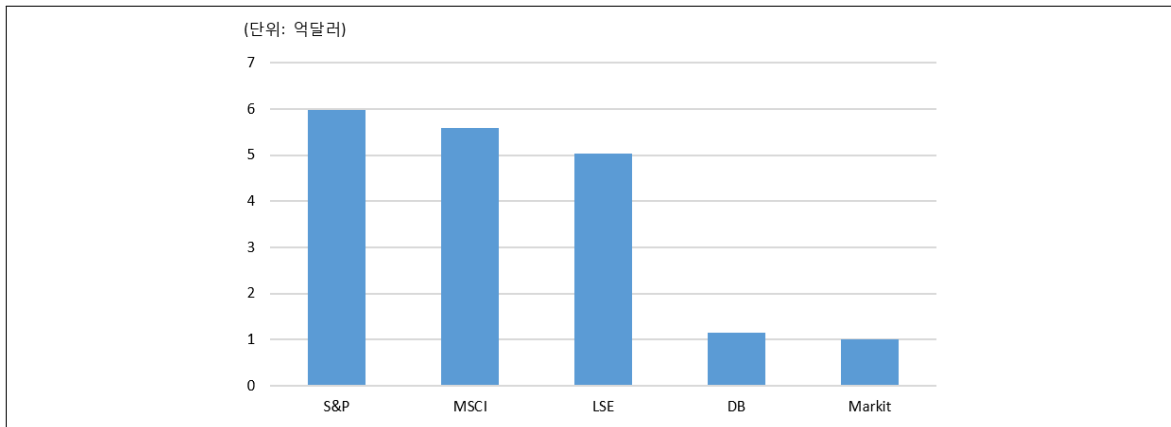


〈표 3〉 세계 주요 거래소의 기능 비교

	DB	LSE	Euronext	ICE	CME	NASDAQ-OMX	HKEx
상장	V	V	V	V		V	V
주식 거래	V	V	V	V		V	V
채권 거래	V	△	V	V	V	△	V
파생상품 거래	V	△	V	V	V	△	V
기타 상품 거래	V	V	V	V	V		V
청산	V	V	V	V	V	△	V
국내 예탁결제	V	V	△				V
국제 예탁결제	V	V	△				V
데이터 판매	V	V	V	V	V	V	V
IT 서비스	V	V				V	

주) △는 일부 지역에 한정된 서비스
출처 : Geranio(2016) 재구성

〈그림 12〉 주요 지수 사업자 매출 비교



주) 2015년 기준
출처 : Thomson Reuters Datastream, S&P Capital IQ, ETFG

마지막으로 종합 가격 정보 비즈니스를 구축하기 위해 런던 증권거래소는 주가지수 관리회사 FTSE 지분 50%와 Russell을 인수하면서 전통적인 사업 모델 이후 중요성이 커진 정보사업과 지수관리 업무에 적극적으로 진출하고 있다. 런던 증권거래소의 지수 사업은 2015년 매출 기준으로 세계 3위를 차지하고 있다.

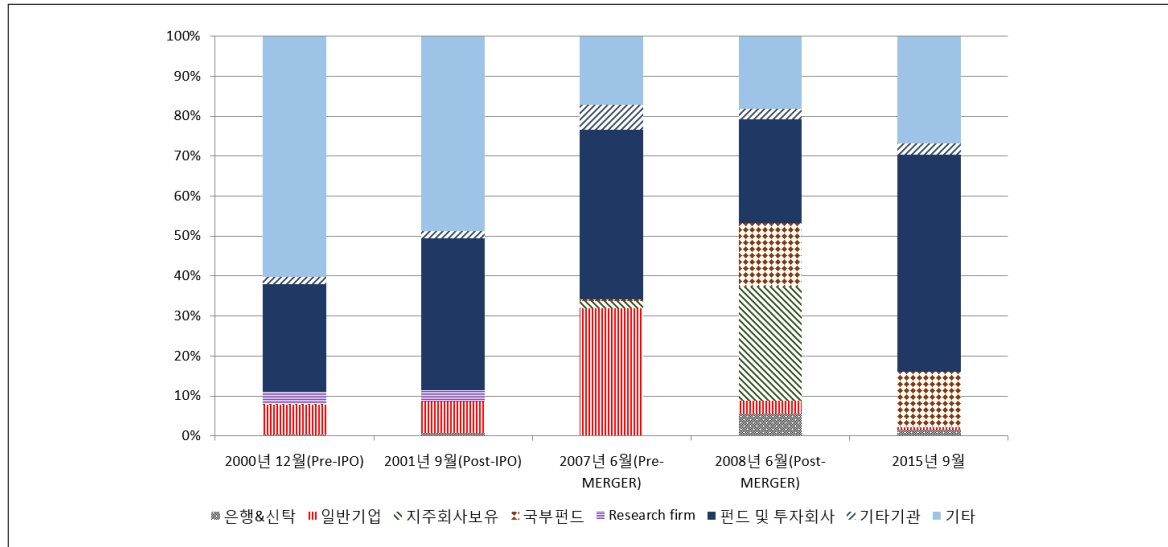
런던 증권거래소의 적극적 대응이 가능했던 배경에는 IPO 이후 주주 구성이 크게 바뀐 것도 한몫을 했다. IPO 직전 장외시장에서 주식이 거래되던 시점부터 대형 펀드가 26.98%를 투자하였으며 2007년 이тал

리아 거래소와의 합병 직후 25.95%로 낮아졌으나 2015년 9월 시점에는 54.44%를 보유함으로써 가장 큰 투자자 그룹이 되었다.

이렇게 세계 주요 거래소의 대주주로 대형 펀드가 등장하면서 경영진들은 주주가치를 더욱 높이려는 압박을 받기 쉽다. 즉 탈상호화와 IPO로 소유권과 사용권이 분리된 상황에서 기존 회원들의 지분이 감소하고 전통적 수입원인 상장 및 거래 수수료가 줄어들자 주요 주주가 된 재무적 투자자들은 보다 공격적 경영을 요구할 가능성이 커졌다.¹⁸⁾

18) 2009년 취임하여 2017년 11월 사임을 발표한 런던 증권거래소 전 CEO Xavier Rolet은 58세(1959년 출생)로 리먼 브라더스 프랑스 대표 출신이다.

〈그림 13〉 런던 증권거래소 주주 구성 변화 추이



출처 : Geranio(2016) 재구성

[5] 맺는 말

런던 증권거래소는 19세기 초 설립 이후부터 금융 허브 런던의 상징적 존재였다. 비록 두 차례의 세계대전 이후 런던 증권거래소는 과거 세계 증권 거래 네트워크의 핵심에 있었던 위상을 상실했지만 컴퓨터의 보급과 규제체계 개편 속에 폐쇄적 회원제의 지배구조에서 탈피하여 본격적으로 경쟁체제에 편입하였다.

특히 런던 증권거래소는 주요 증권거래소들에게 汎유럽 프리미엄 거래소로 발돋움하기 위해 꼭 필요한 존재였으며 독일 거래소는 2016년까지 3차례에 걸쳐 합병을 시도할 정도였다. 결국 독일 거래소와의 통합은 실패했지만 런던 증권거래소는 이탈리아 거래소의 인수를 통해 몸집을 키웠으며 세계 최대 청산 기구인 LCH를 인수함으로써 수직통합을 강화하였다. 또한 대체거래시설의 인수를 통해 변화된 경쟁환경에 대응하였으며, 추가지수 사업을 육성함으로써 전통적으로 증권거래소가 의존했던 상장 및 거래 수수료 수입에서 벗어나 가격 정보 서비스의 매출 비중을 높였다.

결과적으로 런던 증권거래소의 변천 과정은 거래소

산업과 금융허브 런던의 성장 경로를 상징적으로 드러내주고 있다고 할 수 있다. 그러나 2016년 브렉시트 결정은 독일 거래소와의 합병 무산에 적지 않은 영향을 미침으로써 런던 증권거래소의 미래에 불확실성을 높였으며 더 나아가 금융허브로서의 런던의 앞날도 어둡게 만들었다. 더욱이 유럽집행위원회(EC)는 2017년 6월 새로운 규제안을 발표하면서 시스템적으로 중요한(systemically important) 청산 기구의 경우 더 까다로운 규제를 적용받도록 요구함으로써 런던 증권거래소가 소유하고 있는 LCH의 지배적 지위를 위협하였다. 만약 유럽집행위원회의 요구가 받아들여지면 최소 24조 달러 규모의 장외파생상품 청산이 유럽 대륙으로 이전될 것으로 예측되고 있다.

따라서 브렉시트로 조성된 불확실성을 런던 증권거래소가 어떻게 극복하느냐에 따라 런던의 금융허브 위상에도 적지 않은 영향을 미칠 것이며 향후 거래소 산업의 재편과정에도 중요한 변곡점이 될 것으로 보인다.



참 고 문 헌

- Aggarwal, R., 2002, Demutualization and corporate governance of stock exchanges, *Journal of Applied Corporate Finance* 15(1), pp. 105-113.
- Doidge, C., Karolyi, G.A., Stulz, R.M., 2015, The U.S. listing gap, NBER Working Paper No. 21181.
- Geranio, M., 2016, *Evolution of the Exchange Industry*, International Publishing Switzerland.
- Gordon, J., S., 1999, *The Great Game*, New York: Simon & Schuster.
- Gorham, M., Singh, N., 2009, *Electronic Exchanges: the global transformation from pits to bits*, Financial Markets Press.
- Harris, L., 2010, *Regulated Exchanges: Dynamic Agents of Economic Growth*, WFE.
- Hart, O., Moore, J., 1996, The governance of exchanges: members' cooperatives versus outside ownership, *Oxford Review of Economic Policy* 12(4), pp. 53-69
- Lee, R., 2011, *Running the World's Markets: The Governance of Financial Infrastructures*, Princeton University Press.
- Mendiola, A, O'Hara, M., 2003, Taking stock in stock markets: the changing governance of exchanges, Cornell University working paper.
- Michie, R., 1999, *The London Stock Exchange: A History*, Oxford University Press.
- Morsy, A.M., 2007, The impact of demutualization on the performance of stock exchange, Unpublished Master's thesis, Maastricht School of Management (MSM), the Netherlands.
- Oldford, E., Otchere, I., 2011, Can commercialization improve the performance of stock exchanges even without corporatization? *The Financial Review* 46(1), pp. 67-87.
- Oxera, 2011, Monitoring prices, costs and volumes of trading and post-trading services, Report prepared for European Commission DG internal market and services.
- Petram, L., 2014, *The World's First Stock Exchange*, Columbia University Press.
- Sobel, R., 1970, *The Curbstone Brokers: The Origins of the American Stock Exchange*, New York: Macmillan.
- Stringham, E., 2002, The emergence of the London Stock Exchange as a self-policing club, *The Journal of Private Enterprise* 17(2), pp. 1-19.
- Wigglesworth, R., 2016. 4. 1., IPO market decrepit as going public loses its allure, Financial Times.