

증권

중립

종목	투자의견	목표주가
대우증권	중립	-
삼성증권	매수	71,000원
NH투자증권	매수	20,000원
키움증권	매수	84,000원
대신증권	중립	-

거래소의 미래가 한국 자본시장의 미래다

금융위, 거래소 시장 경쟁력 강화 방안 발표

금융위는 지난 2일에 '거래소시장 경쟁력 강화 방안'을 발표했다. 전임 금융위원장 시절의 자본시장 경쟁력 강화 조치 방안 중의 하나였다. 올 4월 금융개혁회의 출범시에도 검토 과제로 대두되었던 터였는데 이번에 중요한 결정들이 내려졌다.

주요 내용은 1) 거래소 지주회사를 설립하는 것이다. 유가증권·코스닥·파생상품시장을 완전자회사로 분리하고 그 위에 지주사를 두는 형식이다. 2) 코스닥시장 강화방안이다. ETF나 ETN 등을 독자적으로 개발 및 상장하고, 대형 우량기업을 코스닥시장에 유치하는 노력을 강화하는 내용이다. 3) 전환된 지주사의 기업공개(IPO)를 추진한다는 것이다. 이는 향후 글로벌 거래소들과 경쟁하는데 밑거름이 된다는 복안이다. 4) 거래소 국제화를 추진 한다는 것이다. 글로벌 거래소들과 경쟁뿐만 아니라 협력도 강화해, 교차상장 또는 공동상품개발을 활성화하는 등 뒤쳐진 국제화 발걸음을 재촉한다는 방안이다. 5) 거래소 경쟁환경 조성이다. 대체거래소(ATS) 관련 규제완화를 통해 거래소들간 경쟁을 유도해 자체 경쟁력을 키우는 방안이다(주요 내용은 [표 1] 참고).

거래소가 순수 민간회사로 거듭나는 중요한 조치

일부 언론에서는 이에 대해 거래소가 10여년 전에 지금처럼 합쳐졌는데, 다시 떼어놓는 조치에 대해 이해할 수 없다는 반응이다. 본질적 경쟁력이 높아지지 않을 것이라는 예단이 깔려있는 셈이다. 그렇지만 우리가 보기에 이는 한국 자본시장의 미래를 결정할 중요한 작업이어서 단순한 비판에 동조하며 냉소로 넘길 사안이 아니다. 결론적으로 한국의 자본시장 및 참여자들의 발전과 경쟁력 강화를 위해서는 현재의 거래소 체계를 깨고, 비영리 공공기관 성격을 탈피하는 작업이 꼭 병행되어야 한다. 이 같은 맥락에서는 금번 조치는 충분히 환영할 만하다.

거래소의 모습이 한국 증권업을 대변

우리가 증권업종에 대해 오랫동안 '중립' 투자의견을 부여하는 이유는 근본적으로 현재 한국의 거래소가 가진 한계와 맞닿아 있다. 국내 상장기업, 그것도 주식의 매매수수료에만 치중된 거래소의 수익구조는 국내 증권사와 크게 다를 바 없다. 대표적인 경험을 소개한다. 2006년 증권선물거래소가 IPO를 준비한다는 소식에 많은 투자자들은 기존 증권주에 부정적인 영향을 미칠 것이라고 우려했다. 거래소의 수익구조가 증권사와 수익구조와 완벽하게 겹친다는 점 때문이었다. 게다가 증권사가 주주로서의 권리를 우대받지 못하는 점도 우려 요인으로 대두되었다. 게다가 증권선물거래소의 배당 성향이 증권사 보다 더 높아 투자 유인이 증권선물거래소로 몰릴 것을 걱정했다. 이 모두가 거래소가 제공하는 서비스와 수익구조가 위탁매매에 전적으로 의존했었기 때문이다.

다양한 수요자의 니즈에 거래소는 적절하게 대응 못해

자산관리영업은 어떤가? 관련해서 증권업계는 '왜 구태의연한 주식약정 영업관행에서 벗어나지 못하는가?'하는 질문에 대한 답변으로 빠지지 않고 등장시킨 것이 척박한 국내 자본시장의 현실이다. 특히 거래소는 자산관리영업에 전혀 도움을 제공하지 못하고 있다. 제

한적 지수 산출 및 관리 서비스로 인해 증권사는 다양한 형태의 영업 확대에 제동이 걸려 불만이 고조되었다. 이 같은 인식은 자산운용업계도 마찬가지다.

서비스의 형태도 아직 공적기관의 틀에서 못 벗어나

이에 거래소는 작년부터 거래소가 산출하는 지수의 사용료를 올렸다. 공공기업에서 벗어났으니 자신이 제공하는 지수에 대해 글로벌 스탠다드 수준의 제값을 받았다는 것이다. 우리는 거래소의 무형자산에 대한 제값받기 노력에 100% 공감한다. 다만, 글로벌 스탠다드에 걸맞은 서비스의 제공도 중요할 텐데, 그 부분에 대한 시장의 반응은 냉소적이다. 지수의 산출과 관리에서 공공성이 강조되는 관행에서 벗어나지 못한 점이 극명하게 드러나고 있다. 지수가 현실을 반영하지 못하고 있다던가, 지수 관련 정보 서비스의 개선 요구에 대해서는 '주가지수운영위원회'라는 규정의 뒤편으로 숨어버리는 식이다. 아직 공공기관적 성격과 공무원의 마인드에서 벗어나지 못했다는 평이 지배적이다.

거래소도 경쟁체제 도입 필요

이 같은 점들 때문에 거래소가 기초자산과 상장기업들을 지역별·규모별로 다변화하고, 더 늘리며, 제공하는 지수가 시장의 변화를 적극적으로 수용하는 것은 국내 증권사들의 수익원 다변화, 자산관리영업 활성화를 위해서도 긍정적인 일 수 밖에 없다. 더불어, 이 같은 변화를 재촉하고 실효성을 높이기 위해서라도 ATS의 설립은 앞당겨져야 한다.

투자자들로부터 자본시장도 보호하자

'청소년들로부터 인터넷을 보호하자!' 인터넷에 범람하는 음란물들로부터 청소년을 보호한다는 명분으로 인터넷 공간에 규제의 손길이 뻗어지는 데 대한 반대 구호였다. 청소년 보호를 명분으로 한 각종 규제는 결국 인터넷 공간의 자율성과 창의성을 침해해, 결과적으로는 인터넷의 발전을 가로막을 것이라는 우려를 잘 나타낸 표현이다. 자본시장도 마찬가지다. 투자자 보호와 공공성을 앞세워 쌓여진 현재의 규제와 우리가 친숙한 관행들과 이별해야 한다. 그래야 민간의 자본시장 인프라들이 제 역할을 수행하고 경쟁력이 높아질 수 있다.

거래소의 투자자 보호 기능은 증권사의 자율 경쟁으로 대체 가능

거래소 체계 개편과 관련해서는 상장제도와 시장감시기능이다. 우리는 코스닥의 상장제도를 개선해 유가증권시장과 차별화하는 것은 절대적으로 필요하다고 생각한다. 상장제도의 경우 민감한 이슈일 수 있다. 여전히 다수 투자자들은 '상장' 자체를 일종의 수혜로 생각하기 때문이다. 공공이 기준으로 삼는 엄격한 기준을 통과했으니 다수의 투자자들로부터 손쉽게 자금을 조달할 수 있는 기회가 부여되는 것으로 여긴다. 그런데 '엄격한 기준'이라는 것이 실효성을 발휘하고 있는지 자문할 때가 되었다. 지금과 같은 이익요건 중심의 획일적인 정량 평가에서 벗어나 의도적으로라도 유연해져야 한다. 증권사 IB에 이 기능과 책임을 일부 이양하는 과정이 필요하다. 이 과정에서 브로커리지 기능에 머물고 있다고 평가되는 증권사의 IB 기능이 제자리를 찾도록 해야 한다.

거래소의 자체 경쟁력 강화는 곧 금융인프라 개혁과 같은 의미

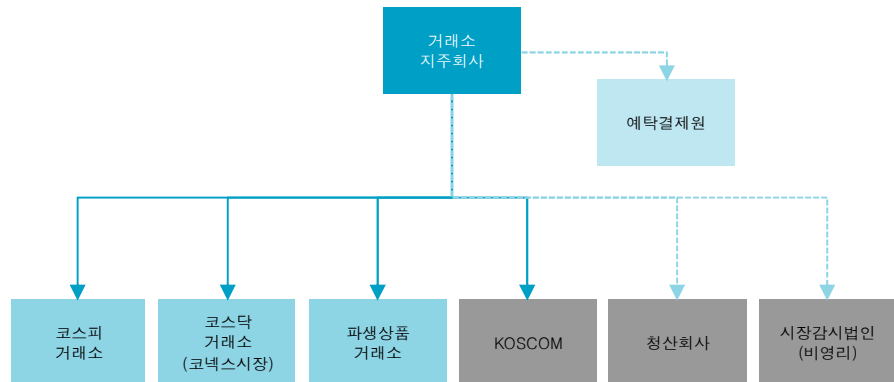
게다가 이미 금융투자협회를 중심으로 한 '자율규제'의 전통은 우리가 하나씩 만들어가고 있다. 또 금융위원회의 초안에서도 시장감시 기능은 여전히 비영리법인의 형태로 두어 공공성에 충실하도록 했다. 시장이 스스로 자라기 위해서는 투자자 보호를 명분으로 한 당국의 규제 서비스에서 독립해야 한다. 그리고 이를 대신할 민간 주체들을 키워내야 한다. 이 같은 민간 주체의 범주에는 기존의 신용평가회사, 펀드평가사, 증권회사뿐만 아니라 대체거래소(ATS), 예탁·결제서비스 회사 등이 포함될 것이다. 따라서 거래소시장의 자체 경쟁력 강화 방안은 무엇보다 은행·보험까지 망라한 전 금융회사의 수익 다변화와 리스크 관리에도 적잖이 공헌할 것이다.

〈표 1〉 한국거래소 경쟁력 강화방안

추진 방향	세부내용
한국거래소지주(가칭) 설립 지주회사 전환 필요성	자회사별 경영성과를 명확히 구분해 상호 경쟁/보완 구조 구축 해외거래소와의 M&A, 제휴, 사업다각화 등에 유리 시장감시/청산 등 공공 인프라 기능은 분리
지주회사 추진 방안	코스피/코스닥/파생상품시장은 완전자회사로 분리 지주회사의 자회사 경영개입 최소화 시장감시기능 담당하는 비영리법인이 통합 수행 예탁결제원은 이해상충 최소화 방향으로 지배구조 개선 장외파생상품청산 기능과 통합해 전문화된 청산회사 설립
코스닥시장 경쟁력 강화	
상장 활력 제고 및 다양화	코스닥시장의 대형 우량기업 유치 노력 강화 벤처기업의 대내외 여건에 유연하게 대응할 상장제도 마련 코넥스 시장은 코스닥거래소로 이관 창업지원센터 설립, 클라우드펀딩 플랫폼과 연계
상품 개발 및 업무영역 확대	ETF / ETN 등을 독자적으로 개발 및 상장 코스닥 개별주식 선물 도입 채권매매 기능 추가해 코스닥 기업의 CB, BW 발행 지원 아시아 신시장과의 제휴 확대
코스닥거래소 경영안정 기반 마련	지주사 전환시 충분한 자금 출자 및 2~3년 걸쳐 추가 출자 IPO 조달 자금을 집중적으로 코스닥에 투자
한국거래소지주(가칭) IPO 추진	
공공기관적 성격에서 탈피하고, 글로벌 거래소와 경쟁	
한국거래소지주(가칭) 회사를 IPO 하는 방식	
상장 시 금융위원회 승인 절차 통해 공정성 확보	
IPO 위한 선결과제 처리는 필요	주주들의 상장차익 일부를 출연해, 공익재단 설립 등 활용 방안 도출 별도로 분리된 비영리법인(시장감시법인)에 위탁 거래소지주사, 독립거래소, ATS 등의 시장감시업무 위탁 허용 예탁결제원은 공적 기능 유지, 궁극적으로 지배관계 해소
거래소 국제화 추진	
교차상장, 공동상품개발 활성화	아시아 주요국과 공동지수 및 상품 개발 논의 주도 해외 우량기업 및 ETF의 국내 상장 확대 아시아 허브 파생상품시장으로 육성
M&A, JV 등을 통한 해외진출 추진	
지분교환 통해 글로벌 거래소 네트워크에 참여	
거래소 외부의 경쟁환경 조성	
ATS 규제 완화 통해 거래소-ATS 간 경쟁체제 유도	거래량 규제 완화해 전체 10%, 개별종목 20% 허용 매매대상상품 확대(파생결합증권, 비상장주식 등) 최선집행의무 세부내용 정비해 구체화
조직화된 장외거래 플랫폼 확대 방안 마련	대형증권사의 비상장 주식 내부주문집행 업무 허용 재추진 K-OTC BB 거래대상을 비상장 주권에서 사모펀드 지분 등으로도 확대

자료: 금융위원회, 한국투자증권

[그림 1] 거래소 지주회사의 기본 구조



주: 점선은 향후 거래소로부터 독립성 보장 의미
 자료: 금융위원회, 한국투자증권

<표 2> 한국에탁결제원 주주현황

(단위: 백만원, %)

주주명	납입자본금(백만원)	지분율(%)
한국거래소	36,974	70.43
코스콤	2,433	4.63
유화증권	1,761	3.35
NH 투자증권	1,523	2.90
기타(54 개 주주)	9,809	18.69
합계	52,500	100

주: 2014년 12월 31일 기준

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 한국거래소(KRX)의 주주 및 지분율 등 현황

(단위: 백만원, %, 주)

주 주 명	납입자본금 (백만원)	지분율	보유주식수(주)
NH 투자증권	7,453	7.45%	1,490,600
한화투자증권	5,000	5.00%	1,000,000
유안타증권	3,455	3.46%	691,000
케이비투자증권	3,295	3.29%	659,000
대우증권	3,231	3.23%	646,200
제이피모간증권서울지점	3,228	3.23%	645,600
대신증권	3,224	3.22%	644,800
한국투자증권	3,203	3.20%	640,600
신한금융투자	3,160	3.16%	632,000
골든브릿지투자증권	3,124	3.12%	624,800
현대증권	3,121	3.12%	624,200
유진투자증권	3,041	3.04%	608,200
중소기업진흥공단	3,034	3.03%	606,800
신영증권	3,013	3.01%	602,600
부국증권	2,977	2.98%	595,400
삼성증권	2,947	2.95%	589,400
교보증권	2,942	2.94%	588,400
아이엠 투자증권	2,922	2.92%	584,400
유화증권	2,920	2.92%	584,000
메리츠종합금융증권	2,904	2.90%	580,800
씨티그룹글로벌마켓증권	2,892	2.89%	578,400
한양증권	2,889	2.89%	577,800
하나대투증권	2,886	2.89%	577,200
에이치엠씨 투자증권	2,874	2.87%	574,800
에스케이증권	2,863	2.86%	572,600
동부증권	2,825	2.83%	565,000
맥쿼리증권 서울지점	2,825	2.83%	565,000
한국금융투자협회	2,049	2.05%	409,800
NH 농협선물	402	0.40%	80,400
비에스투자증권	402	0.40%	80,400
삼성선물	402	0.40%	80,400
우리선물	402	0.40%	80,400
외환선물	402	0.40%	80,400
유진투자선물	402	0.40%	80,400
현대선물	402	0.40%	80,400
케이알선물	67	0.07%	13,400
한맥 투자증권	67	0.07%	13,400
한국증권금융	2,124	2.12%	424,800
한국거래소(자기주식)	4,624	4.62%	924,800
총 계	100,000	100%	20,000,000

주: 2014년 12월 31일 기준, 관계법령에 따라 개별주주의 의결권 있는 주식 5% 초과 소유는 제한됨

자료: 한국거래소, 한국투자증권

〈표 4〉 커버리지 valuation

투자조건 및 목표주가			실적 및 Valuation										
종목				영업수익 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	ROA (%)	DY (%)
대우증권 (006800)	투자조건	중립	2013A	2,468	(35)	(29)	(114)	11,110	NM	0.8	(0.9)	(0.2)	0.0
	목표주가(원)	-	2014A	4,014	271	205	602	11,885	16.3	0.8	5.3	0.8	2.5
	현재가 (7/9, 원)	14,650	2015F	4,092	502	381	1,117	12,765	13.1	1.1	9.1	1.2	2.7
	시가총액(십억원)	4,786	2016F	3,460	339	259	761	13,131	19.2	1.1	5.8	0.7	2.0
			2017F	3,451	339	263	771	13,606	19.0	1.1	5.7	0.7	2.0
삼성증권 (016360)	투자조건	매수	2013A	2,117	0	11	192	41,733	228.9	1.1	0.9	0.2	0.2
	목표주가(원)	71,000	2014A	3,102	167	229	3,002	42,444	14.8	1.0	6.9	1.2	1.5
	현재가 (7/9, 원)	50,700	2015F	5,238	479	392	5,125	46,369	9.9	1.1	11.4	1.5	1.8
	시가총액(십억원)	3,875	2016F	5,547	371	278	3,635	49,153	13.9	1.0	7.4	0.9	1.6
			2017F	5,895	425	322	4,213	52,611	12.0	1.0	8.1	0.9	1.6
NH투자증권 (005940)	투자조건	매수	2013A	3,154	22	16	98	15,673	97.9	0.6	0.6	0.1	0.5
	목표주가(원)	20,000	2014A	4,827	125	81	270	14,481	38.0	0.7	2.4	0.3	1.6
	현재가 (7/9, 원)	11,950	2015F	6,289	415	321	1,068	15,481	11.2	0.8	7.3	0.8	4.2
	시가총액(십억원)	3,362	2016F	5,571	279	231	769	15,749	15.5	0.8	4.9	0.5	4.2
			2017F	5,571	266	223	742	15,989	16.1	0.7	4.7	0.5	4.2
키움증권 (039490)	투자조건	매수	2013A	452	54	36	2,186	38,414	23.1	1.3	5.6	1.1	0.7
	목표주가(원)	84,000	2014A	594	100	76	3,420	41,500	13.5	1.1	8.9	1.8	1.0
	현재가 (7/9, 원)	67,800	2015F	913	197	152	6,863	48,043	9.9	1.4	16.5	3.2	1.2
	시가총액(십억원)	1,498	2016F	879	166	127	5,751	52,994	11.8	1.3	11.9	2.1	1.0
			2017F	859	162	124	5,596	57,890	12.1	1.2	10.5	1.8	1.0
대신증권 (003540)	투자조건	중립	2013A	1,489	(12)	15	232	17,138	33.8	0.5	1.2	0.2	2.5
	목표주가(원)	-	2014A	2,229	48	44	503	17,041	18.9	0.6	2.7	0.3	2.6
	현재가 (7/9, 원)	11,500	2015F	3,714	135	113	1,299	17,773	8.9	0.6	6.9	0.6	3.5
	시가총액(십억원)	583	2016F	3,563	106	90	1,035	18,507	11.1	0.6	5.2	0.4	3.0
			2017F	3,371	120	97	1,114	19,356	10.3	0.6	5.4	0.4	3.0

자료: 각 사, 한국투자증권

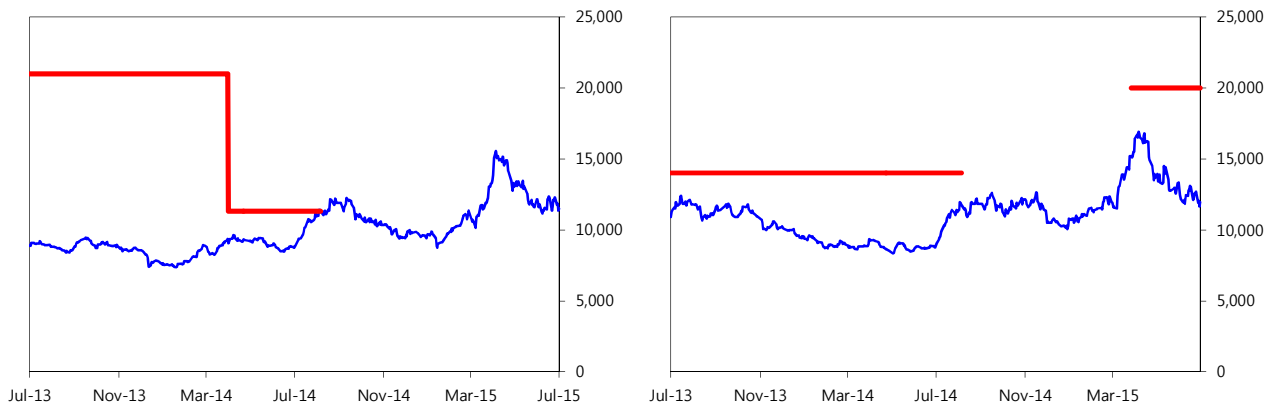
용어해설

- HNWI: High net worth individual의 약자로, 자산 1억원 이상을 가지고 있는 고액자산 고객을 의미한다.
- 약정 점유율: 약정은 약속하여 정한다는 뜻으로, 약정점유율이란 거래대금 기준의 점유율을 뜻한다. 증권사에 들어오는 수수료수익 기준의 수수료 수익 점유율하고는 다른 개념이다.
- ATS: Alternative trading system의 약자로, 정규거래소의 일부 기능을 대체하는 다양한 형태의 증권거래시스템을 의미

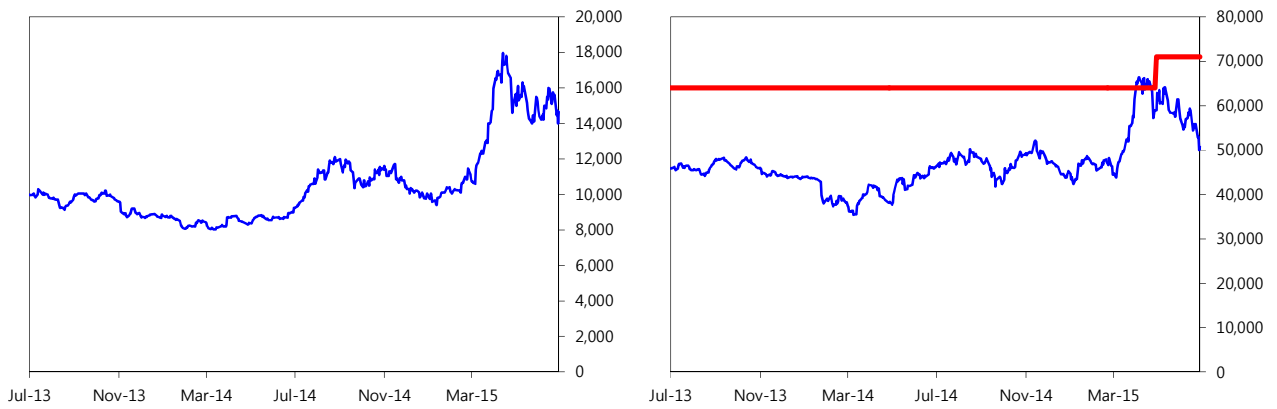
투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
대신증권(003540)	2014.04.09	매수	11,300 원	대우증권(006800)	2014.04.09	중립	-
	2014.08.18	중립	-		삼성증권(016360)	2013.11.13	매수
NH 투자증권(005940)	2014.04.09	매수	14,000 원	키움증권(039490)		2015.05.10	매수
	2014.08.18	중립	-		키움증권(039490)	2013.11.13	매수
	2015.04.05	매수	20,000 원	2015.05.15		매수	84,000 원

대신증권(003540) NH투자증권(005940)



대우증권(006800) 삼성증권(016360)



키움증권(039490)



■ Compliance notice

- 당사는 2015년 7월 9일 현재 대신증권, NH투자증권, 대우증권, 삼성증권, 키움증권 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 대우증권 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자 의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가 등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2015.5.15 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
75.4%	21.3%	3.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자 의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.