

아시아 초국적 자본이동의 정치경제:

호주-싱가포르 증권거래소 합병 실패 사례*

김치욱**

요약

이 논문은 아시아 최초의 초국경 증권거래소 통합 시도인 호주증권거래소(ASX)-싱가포르거래소(SGX) 인수합병 실패 과정에서 경제적 자유주의 논리 대 경제적 민족주의 논리의 경합과 정치제도가 어떻게 상호작용했는지 분석했다. ASX-SGX는 아태지역 최고의 국제거래소 설립을 비전으로 삼고 경제적 효율성 증대를 논거로 하여 합병을 추진했다. 그러나 일부 소수파 의원들이 주도하는 민족주의적인 저항에 부딪혔다. 2010년 연방선거에서 현직 노동당은 과반 의석 획득에 실패하고 소수파 의원들의 지지를 기반으로 정권을 가까스로 유지했다. 결국 ASX-SGX 통합 시도는 민족주의적인 반대 요구에 여소야대 정치제도가 조용하면서 정치의 희생물이 되고 말았다. 이는 아시아 패러독스는 군사안보뿐 아니라 경제안보 영역에도 존재할 수 있다는 점과, 최근 강대국들을 중심으로 확산하고 있는 경제책략의 국내정치제도적 기초에 대한 이해의 필요성을 제기한다.

주제어: 초국경 인수합병, 증권거래소, 경제적 자유주의, 경제적 민족주의, 국제자본시장

* 세심한 논평으로 논문의 발전을 도와주신 세 분의 심사위원께 감사드립니다. 본 연구는 2022년 울산대학교 교내연구비를 지원받아 수행되었음.

** 울산대학교 국제관계학과 교수, cwkim@ulsan.ac.kr

I. 서론

이 논문은 아시아의 유일한 증권거래소 간 합병 시도 사례를 중심으로 초국적 자본이동의 정치경제적 동학을 이해한다. 보다 구체적으로 호주증권거래소(ASX)와 싱가포르거래소(SGX)의 인수합병이 추진되고 최종 무산되기까지의 과정에서 경제적 자유주의 요인, 경제적 민족주의 요인, 그리고 정치제도 요인이 어떻게 상호작용했는지 조명한다.

세계화가 심화하고 정보통신기술 발전이 가속화하면서 일부 기업들은 초국경 제휴와 합병 등의 형태로 성장과 생존을 도모했다. 특히 2000년대에 들어서 세계 증권거래소 산업에서도 이러한 경향이 두드러지게 나타나기 시작했다. 초국경 거래소 통합 시도 중 유로넥스트(Euronext, 2000), 뉴욕증권거래소(NYSE)-유로넥스트(2007), 북유럽 증권거래소 합병체인 OMX(2003), 런던증권거래소-이탈리아거래소 합병(2007), 나스닥(Nasdaq)-OMX 합병(2008), 콜롬비아-페루-칠레 거래소의 MILA 설립(2009), 오스트리아-체코-헝가리-슬로베니아 거래소 간 CEE 창설(2009) 등 7건은 성공 사례이다. 반면, 캐나다-영국(2011), 싱가포르-호주(2011), 그리고 미국-독일(2012) 등 3건의 증권시장 합병 노력은 실패했다.

2010년대에는 초국경 거래소 통합의 조류가 북미, 유럽에 이어서 아시아에도 밀려왔다. 후술하는 바와 같이 결국 실패로 끝나기는 했지만, 2010~11년 호주증권거래소와 싱가포르거래소는 아시아 최초로 초국경 인수합병을 시도했다. 이 사례는 몇 가지 점에서 주목할 만하다. 첫째, 그 유일성으로 말미암아 아시아 증권거래소 산업 부문에서 초국경 자본이동의 동학을 이해하는 데 도움을 주는 일종의 리트머스 시험지라고 할 수 있다.¹⁾ 2010년 10월 ASX-SGX 합병 추진 소식이 아시아 금

1) 아세안거래소(ASEAN Exchanges)가 2012년 9월 말레이시아, 베트남, 인도네시아,

용계에 알려졌을 때 많은 시장참여자들은 놀라지 않을 수 없었다. 거래소들의 치열한 경쟁과 합병은 유럽과 북미의 풍경으로만 인식되었고, 아시아는 거래소 간 경쟁이 이제 시작하는 단계에 있었기 때문이다(Kim 2011). 다른 지역에 비해 아시아 거래소들이 경쟁과 통합 압력에 덜 노출된 이유로 아시아 자본시장이 아직 완전히 개방되지 않은 점, 대안거래시스템(ATS) 같은 직접적인 경쟁자들이 시장에 진입할 수 없었던 점, 지리·문화·통화·시장관행·기술 등의 이질성이 장벽으로 존재한 점 등이 작용했다. 따라서 ASX-SGX 합병 추진은 거래소 통합의 무풍 지대인 아시아에서 일어난 돌풍에 가까웠고 그만큼 아시아 지역에서 초국경 자본이동의 정치경제를 경험적으로 탐구할 기회를 제공한다.

둘째, ASX-SGX 인수합병 사례는 최근 강대국 경쟁에 맞물려 확산하는 경제책략(economic statecraft)의 국내정치적인 맥락을 파악하는 통로가 될 수 있다. 세계는 미-중 전략경쟁, 코로나 팬데믹, 러시아-우크라이나전쟁 등으로 인해 글로벌 공급망의 교란과 경제책략의 민족주의화를 목도하고 있다. 세계경제의 불안정성에 대응하여 미국, 중국, 일본, 유럽연합(EU)은 경제안보를 강화하기 위한 전략으로 무역과 금융, 투자 등에서 보호주의 장벽을 그 어느 때보다 공세적으로 높이고 있다. 흔히 경제책략은 국가가 경제적 수단을 이용하여 안보상의 목적을 달성하려는 활동으로 정의된다(Baldwin 1985). 그러한 수단으로 무역정책, 금융통화정책, 투자정책, 경제제재, 해외원조 등이 활용된다(Blackwill and Harris 2016). 이 중에서 투자책략은 국가안보를 이유로 초국경 인수합병을 심사하거나 봉쇄하는 규제정책을 포함한다(Aggarwal and Reddie 2021). 특히 외국인투자 심사제도는 선진국들이 새롭게 활용하는 일방적인 경제책략 무기로 부상했다(Bauerle Danzman and Meunier

필리핀, 태국, 싱가포르 등 7개국 거래소들이 공동 거래링크(trading link)를 창설하여 출범했으나, 이는 일종의 거래소 제휴(collaboration)에 해당하며 해외직접투자(FDI)를 매개로 하는 거래소 합병과는 다르다.

2023; Bencivelli et.al. 2023).

어떤 점에서 ASX-SGX 합병 계획은 호주 정부의 경제책략으로 인해 거부되었다고 할 수 있다. 호주는 1980년대 초 보호주의에서 전환한 이래 경제발전 전략 면에서 일반적으로 불개입주의적이고 비국가주의적인 접근법을 취해왔다. 다만, 호주는 외국인 투자 규제에 관한 한 다소 국가주의적인 요소를 계속 유지해왔다는 점에서 독특하다. 대표적으로 외국인투자심사위원회(FIRB)는 1970년대부터 외국인 투자 제안이 국가이익에 부합하는지 심사하는 국가이익 테스트(national interest test)를 시행한다(Hundt 2020). 그럼에도 ASX-SGX 합병 사례처럼 외국인의 인수합병 제안에 대한 호주 정부의 거절은 원칙보다는 예외에 가까웠다는 점에서 추가적인 연구가 필요한 대목이다. 이처럼 아시아 최초의 초국경 증권거래소 통합 시도였던 ASX-SGX 인수합병 사례는 아시아에서 초국적 자본이동의 정치경제적 동인을 규명할 수 있는 좋은 여건을 제공하고 있다.

II. 이론적 논의

1. 초국경 인수합병 결정요인

보통 초국경 인수합병에는 적어도 두 나라와 두 기업이 참여하며, 인수기업과 피인수기업은 각각 다른 나라에 본사를 두고 있다. 국제경영학에서는 초국경 인수합병은 가장 공격적이고 가장 신속한 외국시장 진입 방법으로 인식되고 있다(Alba et.al. 2009).

초국경 인수합병은 19세기 말부터 시작된 여섯 차례의 인수합병 물결 중 세계화, 주식시장 발전, 해외직접투자 등에 기인한 다섯 번째 (1993~2000) 물결에 본격 등장했다(Reddy 2015). 선행연구에서 가장

빈번하게 논의되는 초국경 인수합병 결정요인은 기업 요인, 산업 요인, 그리고 국가 요인으로 대별된다. 우선, 기업 요인 중에서 기업의 재정적 비교우위가 시장추구형 인수합병을 촉진하는 것으로 나타났다. 예를 들면, 미국에서 인수기업은 유동성 비율(*liquidity ratio*)이 높은 반면 피인수기업은 주가수익률(*price-to-earnings ratio*)이 낮은 것으로 나타났다. 유럽의 경우에는 기업의 크기, 재무 상태, 현금 흐름 등 재정적인 특성이 초국경 투자의 동기를 제공했다(Gonzalez et.al. 1997; Forssbæck and Oxelheim 2008). 둘째, 산업 수준에서는 시장 성장률, 시장 구조, 그리고 시장 경쟁 등의 요소가 초국경 인수합병을 추동할 수 있다. 해당 산업 부문에서 기술혁신이 발생하거나 경제 및 제도 개혁 덕분에 호황을 맞이할 때, 기업들은 리스크 해징과 시장점유율 확대를 목적으로 성장시장으로 진출할 유인을 갖는다(Hitt et.al. 2006; Kang and Johansson 2000; Ovtchinnikov 2013). 인수합병은 산업 환경의 변화에 대응하여 합리화와 집중화를 통해 산업생산성을 개선하는 수단이다(Harford 2005).

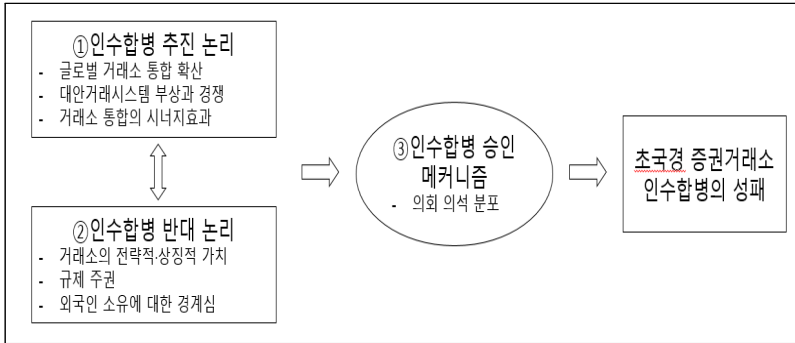
셋째, 국가 수준의 결정요인은 인수합병에 참여하는 기업들의 본국에서 발견되는 정치경제적 특성을 말한다. 대개 거시경제 및 금융시장 환경, 제도 및 규제 환경, 정치적 환경과 부패, 조세체계, 회계기준, 문화적 환경, 지리적 환경 등 기업들의 사업상 리스크에 영향을 주는 요소들이다(Xie et.al. 2017). 예를 들면, 높은 성장률이나 낮은 인플레이션 같은 거시경제지표에 더하여, 자본시장의 발전, 경제적 자유, 정책 신뢰성 등은 초국경 인수합병에 우호적인 여건을 형성한다(Francis et.al. 2008; Pablo 2009). 21세기에 들어서면서 해당 국가의 법적 제도와 규제체계가 인수합병의 중요 인자로 주목받기 시작했다. 경험적으로 법치주의, 기업 소유구조 제한, 투자자 보호 법규 등도 기업의 인수합병 결정에 영향을 끼치는 것으로 밝혀졌다(Shimizu et.al. 2004; La Porta et.al. 2000). 부패는 사적 이익을 위해 공권력을 남용하기 때문에

경제 및 금융 환경을 정치적으로 왜곡함으로써 외국인 투자에게 매우 큰 위협을 가할 수 있다(Bris and Cabolis 2008). 끝으로, 문화적·정치적·공간적 거리 같은 국제적 요인도 초국경 인수합병에 중요한 영향을 미친다. 인수합병 관련 국가들의 유사성은 이질성보다 초국경 투자 결정을 용이하게 한다(Di Guardo et.al. 2016; Hyun and Kim 2010). 이를테면, 언어, 종교, 역사 등의 문화적 이질성은 인수기업과 피인수기업 간의 계약비용을 증가시킨다(Ahern et.al. 2015).

이상에서 살펴본 선행연구들은 인수합병의 전후 과정에 관련된 변수들을 폭넓게 망라하면서 그 효과를 경험적으로 입증하려고 시도했다는 점에서 부가가치가 높다. 다만, 많은 경우 시장진입 추진 단계에서 인수기업과 피인수기업들이 고려할 만한 요소들이다. 더구나 초국경 인수합병에 관한 연구는 질적인 사례연구는 단 3%에 불과하고, 통계모형을 활용하는 경우가 압도적이다(Haleblian et.al. 2009). 동일한 통계모형에 포함되어 있는 변수들도 인수합병의 각 단계에 따라 상이한 효과를 지닐 수 있음을 간과하고 있다. 또한 증권거래소는 핵심 자본시장 인프라로서 개별기업의 인수합병과는 그 중요도나 적용 법률 및 인수합병 이후 파급효과가 다르기 때문에 일반적인 초국경 인수합병 결정요인을 그대로 적용하기에는 한계가 있다.

2. 초국경 증권거래소 통합 분석틀

본 논문은 호주증권거래소에 대한 싱가포르거래소의 인수 시도가 어떤 과정을 거치면서 실패했는지 답하려고 한다. 두 거래소 간의 인수합병 추진 논리와 그에 대한 반대 논리는 무엇인지, 또 인수합병 찬반 논리가 경합하는 가운데 어떤 정치제도적 맥락 속에서 최종적으로 호주 정부가 반대 논리를 승인했는지 분석할 것이다(그림 1 참조).



〈그림 1〉 초국경 증권거래소 인수합병 분석틀
출처: 필자 작성

증권거래소 결합을 정당화하는 가장 대표적인 논거는 국제자본시장의 변화에 상응하는 비용 절감과 수익 증대라는 경제적 효율성이다 (Chesini 2007).²⁾ 시장과 경쟁의 효율성을 강조하는 경제적 자유주의 (economic liberalism) 입장이라고 할 수 있다(Romani 2022). 이인형 외 (2012)에 따르면, 자본시장의 규제와 기술의 변화는 각국 증권거래소의 통합을 압박했다. 1990년대 이전까지 대부분의 증권거래소는 일정한 물리적 공간 위에 회원제 구조로 운영되었다. 거래소 회원들은 소유권, 의사결정권, 거래권을 보유했고 자국 안에서 독점적 지위를 누렸다. 그러다가 1990년대 들어 전자매매의 발전과 자본이동의 자유화로 거래소 간 경쟁이 본격화되었다. 특히 거래소 이외의 매매플랫폼인 대안거래시스템은 첨단 매매시스템, 저렴한 수수료, 다양한 체결방식과 주문 유형, 금융 IT기술을 활용한 매매서비스 등을 무기로 급성장했고 북미와 유럽에서 전체 거래량의 20~30%를 잠식하기에 이르렀다. 나아가 2000년대 중후반에 오면 거래소 산업의 규제 혁신도 두드러졌다. 예를 들어, 미국 Reg NMS와 유럽 MiFID는 거래소 간 경쟁을 제한하

2) 이하의 내용은 김치욱(2019)을 일부 재구성한 것이다.

는 기존의 규제를 철폐함으로써 다양한 매매플랫폼과 매매서비스의 진입을 도왔고 증권시장의 경쟁은 새로운 차원에 접어들었다.

증권거래소들은 시장경쟁 환경에 적응하기 위해 기존 비영리 회원제 구조에서 영리 목적의 주식회사로 전환하는 탈상호화(demutualization)를 단행했다. 그 이후 증권거래소는 회원 이익과 수익 극대화를 목표로 삼게 되었다(The Economist 2006). 이렇게 거래소 간 수익성 경쟁은 규모의 경제 및 범위의 경제를 달성하고 유동성 외부효과를 누리기 위한 글로벌 거래소 통합의 큰 조류를 형성했다. 우선, 인수합병은 거래소의 규모를 확대함으로써 재무·운영·경영 시너지의 창출과 효율성 증대 효과를 발휘할 수 있다. 또한 인수합병은 거래소 산업의 네트워크 외부성을 창출하여 비용 절감과 수익 증대 효과를 수반한다. 요컨대, 글로벌 거래소 산업의 통합 추세, 대안거래시스템의 등장, 효율성과 네트워크 외부성 효과 등은 거래소 인수합병의 찬성 논거를 제공한다.

반면, 초국경 거래소 인수합병에 반대하는 논거로는 증권거래소의 전략적·상징적 가치, 규제주권, 그리고 외국인의 국내자산 소유에 대한 경계심 등이 인용된다. 이 논거들은 대체로 경제적 민족주의(economic nationalism) 혹은 경제적 애국주의(economic patriotism) 주장과 상통한다.³⁾ 경제적 민족주의는 민족주의의 한 유형으로서 주권을 핵심 가치로 여긴다. 중상주의와 마찬가지로 경제활동은 국가건설의 목표와 국가이익에 종속되어야 한다고 믿는다(Gilpin 1987; Pryke 2012). 2008년 세계금융위기 이후의 경제적 애국주의도 경제적 목표는 국가이익에 종속되어야 한다고 주장한다(Clift and Woll 2012; Fetzer 2020). 경제정책은 국제적 통합이나 협력을 희생하더라도 국가이익을 추구하는

3) 한 심사위원의 지적대로 미국이나 호주 같은 다민족국가에게 민족주의 용어를 사용하기 부적절한 측면이 없지 않다. 본 논문의 민족주의는 민족적 정체성을 강조하는 민족주의보다는 국가이익과 주권을 강조하는 자국우선주의에 더 가깝다고 할 수 있다.

수단이어야 한다. 구체적인 예로, 국가이익 증진을 위해서라면 관세를 부과하고 국제조약이나 국제협약에서 탈퇴하며 국내산업을 적극 육성하고 이민과 외국인 투자 유입을 억제할 수 있어야 한다(de Bolle and Zettelmeyer 2019). 경제적 민족주의 목소리는 상이한 집단들을 하나의 기치 아래 단합시키는 힘을 발휘하여 세계화로부터 부정적인 영향을 직접 받지 않는 사람들까지도 자기편으로 끌어들인다(Suesse 2023).

증권거래소들이 국제자본시장의 변화에 적응하기 위해 초국경 통합을 시도한다고 할 때, 그 반대 논리는 경제적 효율성보다는 주권 수호를 국가이익으로 내세운다. 우선, 비록 탈상호화를 통해 상장 주식회사로 변모했더라도, 증권거래소는 단순히 하나의 민간기업이 아니다. 대신 국내 자본시장의 중요한 하부구조로서 자원배분의 효율성을 달성하는 기제로 이해된다. 증권거래소는 시장조직자, 정보 배포자, 시장감독자, 기업지배구조 기준 설정자, 그리고 기업체 등의 기능을 수행한다(Fleckner 2006). 단순히 영리를 추구하는 금융서비스회사에 그치는 것이 아니라 기업들의 건전한 자본조달 창구로서 국민경제의 심장 구실을 한다. 기업지배구조와 같이 경제의 건전성과 투명성을 유지하고 관리함으로써 경제 내에서 리스크와 자본을 배분한다. 한마디로 증권거래소는 금융시스템과 국민경제의 핵심 전략자산이다. 국가기간산업으로서 증권거래소의 소유권은 경제주권의 또 다른 이름으로 보호되어야 한다.

증권거래소 인수합병을 경계하는 또 다른 이유는 규제 주권의 수호라는 명분이다. 증권시장은 아직 통일된 국제규제체계가 존재하지 않기 때문에 각국 정부와 규제기관의 관할권에 따라 상이한 규칙과 규제가 적용되고 있다. 초국경 거래소 통합은 인수국가와 피인수국가 중 누구의 규제 표준을 새로운 통합거래소에 적용할 것인가의 문제를 야기

한다(Callaghan 2009). 통합거래소의 지배구조, 이사회 구성원의 국적 배분, 의사결정권의 소재 등에 대한 경계심이 높아진다. 예를 들어, A국 증권거래소가 B국 증권거래소에게 인수합병된다고 할 때, 두 나라 증권규제기관 간의 권한과 관할권의 범위에 대한 명확한 합의가 존재하지 않으면 A국은 거래소 통합으로 인한 규제 주권과 거래소 소유권을 상실할 위험을 무릅쓰는 셈이다.

이와 같이, 초국경 증권거래소 인수합병 찬성 논리는 경쟁과 효율성을 강조하는 반면, 반대 논리는 전략자산에 대한 소유권과 규제 주권을 강조한다. 하지만 어느 쪽이든 초국경 인수합병의 성공과 실패로 직결되지는 않는다. 국내정치에서 이익집단의 선호가 반드시 정책 결과로 귀결되지 않는 것은 정치제도가 이익집단의 대표성과 정치인 등 정책결정자에게 일정한 제약을 가하기 때문이다(Garrett and Lange 1995). 예를 들면, 어떤 정당이나 정부가 특정 이익집단의 목소리를 정책으로 산출하려고 할 경우에도 정책결정권이 의회-행정부 사이에, 의회 내에서 각 정당 간에 어떻게 배분돼 있느냐에 따라 결과가 달라질 수 있다(Tsebelis 1995; 2002). 호주와 같은 의원내각제의 경우, 초국경 거래소 인수합병을 지지하는 목소리가 인수합병 계획에 대한 정부의 승인으로 이어지기 위해서는 정부여당이 의회에서 다수 의석을 차지하고 있어야 한다. 그렇지 않고 집권당이 의회 소수당이거나 연립여당 내 정책 선호가 이질적이면 기존 정책을 변경하여 인수합병을 승인하는 데까지 나아갈 가능성은 낮아진다. 다음 장은 싱가포르거래소와 호주증권거래소의 인수합병 합의 발표 이후 호주 정부에 의해 최종 거부될 때까지의 과정을 시간 흐름에 맞춰 추적하면서 경제적 효율성 대 경제적 주권 논리의 대립, 그리고 정치제도의 매개적 역할을 분석한다.

Ⅲ. 호주-싱가포르 증권거래소 합병 사례

1. 야심찬 비전

싱가포르거래소(SGX)는 2010년 10월 25일 호주증권거래소(ASX)와 84억 호주달러(미화 65억 달러) 규모의 합병을 추진하기로 합의했다고 발표했다.⁴⁾ SGX 최고경영자 매그너스 보커(Magnus Bocker)와 ASX 최고경영자 로버트 엘스톤(Robert Elstone)은 공동기자회견에서 인수합병의 근거로 경쟁과 경제적 효율성, 시너지효과를 부각시켰다(Jordan 2016). 이들은 아태지역에서 최고의 국제거래소(premier international exchange) 창설을 비전으로 제시했다.⁵⁾ 거래소 통합이 ASX와 SGX의 장점을 강화하는 시너지효과를 낼 것이라고 주장했다. 또한 규모의 경제, 범위의 경제를 강조하기 위해 ASX-SGX 합병거래소는 ①아시아태평양 지역에서 두 번째로 큰 상장 시장, ②세계에서 두 번째로 큰 자원 기업 상장(900여개), 아시아태평양 최대의 부동산투자신탁(REITs, 80여개) 및 상장지수펀드(ETFs, 100여개) 상장, ③아시아태평양 최대 및 세계 제2위의 기관투자자 기반(2조 3,000억 달러 이상의 자산) 등을 강조했다. 소비자들에게는 시장 결합으로 인한 시너지효과, 규모 확대, 다양성, 전문성 강화 등의 이득이 돌아갈 것이라고 내다봤다.

통합거래소(ASX-SGX)는 싱가포르에 본사를 두고, 두 거래소는 자회사 형태로 본국의 규제를 받으며 독립적으로 운영되도록 했다. 증권거래소의 상징성을 의식한 듯, ASX와 SGX는 법적으로 또 규제 측면

4) SGX는 ASX 주식 전량을 한 주당 48호주달러씩 쳐서 현금과 SGX 주식으로 매입하기로 했다. 합병으로 발표됐지만 사실상 인수(takeover) 시도라는 견해가 많았다(Teen 2012).

5) “ASX and SGX Combines to Create the Premier International Exchange in Asia Pacific – the Heart of Global Growth.” *ASX-SGX Joint News Release*, October 25, 2010.

에서 별개의 기관으로 계속 존재하며 브랜드 등 기존의 상징적인 정체성을 유지할 것이라고 덧붙였다. 지배구조의 경우, 15인의 이사회는 SGX 11인, ASX 4인, 그리고 국제이사 3인을 두기로 했다. 통합거래소의 최고경영자는 당시 SGX 최고경영자 보커가, 이사회 의장은 SGX 회장(Chew Choon Seng)이 맡기로 했다. ASX의 회장은 통합거래소의 부회장으로 옮겨가기로 했다. 만약 합병이 성사될 경우 상장기업 수 기준으로 아시아 2위 거래소가 되고, 상장기업 시가총액 1조 9,000억 달러, 월간 거래대금 1,100억 달러로 각각 아시아 4위와 6위에 도달할 전망이다.

〈표 1〉 글로벌 금융중심지 지수(GFCI)

GFCI-9월	2008	2009	2010	2011	2012
호주(시드니)	630(10위)	651(11위)	660(10위)	669(15위)	670(15위)
싱가포르	701(3위)	719(4위)	728(4위)	735(4위)	725(4위)

(출처: 저자 작성)

당시 시가총액 면에서 SGX는 9위, ASX는 5위였지만, 글로벌금융중심지지수(GFCI)에서 싱가포르는 3~4위권, 호주는 10위권 밖이었다(표 1 참조). 이 상황에서 두 거래소가 합병 추진에 합의한 이유는 국제 자본시장에서 거래소 간 경쟁에 따른 위기의식의 발로였다. 높은 경쟁력을 가진 대안거래시스템의 시장 침투가 가시화되면서 시장 잠식의 우려가 커진 것이다. 특히 ASX는 유럽시장 점유율 2위의 거래소로 급부상한 대안거래시스템 Chi-X가 2011년 1분기 중 호주에서 영업을 개시하기로 되어 있어서 20년간의 ASX 독점은 막을 내릴 예정이었다. 영국과 캐나다에서 런던증권거래소(LSE)와 토론토증권거래소(TSX)의 점유율을 순식간에 30%씩 잠식한 Chi-X의 등장은 ASX에게 실질적인 위협이 아닐 수 없었다(Grant and Smith 2010). SGX에게는 홍콩 거래소의 급격한 성장이 무엇보다도 큰 위협이 되고 있었다. 홍콩과 싱

가포르 모두 아시아 자본시장의 허브를 자임했으나 SGX의 성과는 홍콩거래소에 미치지 못했다. 2009년 이후 홍콩거래소의 신규 상장기업 수(105개)는 SGX(39개)에 비해 약 3배 가까이 많았고, 주식시장을 통한 자금 조달 규모는 8배의 격차가 났다. SGX는 홍콩거래소에 대해 경쟁력을 유지하려면 새로운 돌파구가 필요한 상황에서, 중국시장을 홍콩거래소에게 내주는 대신, ASX와의 통합을 통해 상품, 파생, OTC 및 고빈도매매에서 우위를 차지하려 했던 것이다(김준석 외 2010).

최종적으로 ASX 인수합병이 성사되려면, 우선 외국인투자심사위원회(FIRB)의 권고를 바탕으로 재무장관의 승인을 얻어야 한다. 이때 호주 경쟁소비자위원회(ACCC), 호주증권투자위원회(ASIC), 호주준비은행(RBA) 등의 서명도 부기되어야 한다. 나아가 호주 회사법(Corporation Act)상 어느 누구도 ASX 지분의 15% 이상을 소유할 수 없도록 한 규정을 호주 정부가 의회에 요청하여 개정해야 한다(Liondis and Crowe 2010).

〈표 2〉 ASX-SGX 합병 추진 경과

날짜	주요 사건
2010.10.25.	SGX, ASX 인수합병안 발표
2010.10.31.	호주-싱가포르 총리회담
2010.12.06.	ASX, Access Economics Report 발표
2010.12.15.	호주경쟁소비자위원회(ACCC), 합병안 승인 발표
2010.12.18.	호주 여론조사기관, 합병안 반대 여론 발표
2011.02.15.	SGX, 수정 인수합병안 발표
2011.03.11.	SGX, 호주외국인투자심사위원회(FIRB) 신청서 접수
2011.04.01.	언론, 호주 재무장관의 합병안 거부 의사 보도
2011.04.02.	FIRB, 호주 재무장관에게 합병안 거부 권고
2011.04.05.	호주 재무장관, 합병안 거부 의사 공식 통보
2011.04.07.	SGX, FIRB에 추가 서류 제출
2011.04.08.	호주 재무장관, 합병안 거부 최종 결정 발표

(출처: 저자 작성)

일단 두 거래소의 고위경영진은 합병안 승인에 비교적 낙관적이었다. 보커와 엘스톤은 2010년 10월 25일 비공식적인 전언(informal soundings)을 인용하며 합병안이 통과될 것이라고 말했다. 엘스톤은 합병안이 두 나라의 국가이익에 부합하지 않는다고 생각했다면 우리가 오늘 여기에 앉아있지 않았을 것이라고 강조했다.⁶⁾ 나아가 그는 정부의 선택은 분명하다면서 국내 거래소를 지금처럼 호주 안에 가두어 두는 것이 국가이익인가? 아니면 진정한 국제화를 허용하는 것이 국가이익인가? 라고 물으면서 정부를 압박했다.⁷⁾ 보커는 싱가포르 정부가 보유 중인 주식의 의결권(voting rights)은 사용된 적이 없다면서 그 지분은 싱가포르통화청(MAS)의 SGX 규제와는 관련이 없다고 말했다. 거래소 고위급 인사들은 싱가포르 정부의 상당한 관여가 존재함에도 불구하고 ASX에 대한 SGX의 인수 제안이 거부될 가능성은 없다고 판단했다(Brown 2010). 싱가포르 규제기관인 싱가포르통화청은 합병안의 상업적 이익에 대한 판단을 유보하면서도 시장의 효율성과 투명성을 유지하고 금융체제의 리스크를 최소화하는 데에 기여할 것이라고 전망했다(Jordan 2016). 몇몇 호주 재계지도자들도 합병안을 환영했는데, 한 예로 호주 연방정부 자문기관인 인프라위원회(Infrastructure Australia)의 로드 에딩턴(Rod Eddington) 회장은 아시아에는 6개의 주요 금융중심지가 있을 수 없다면서 호주에게 적합한 제휴 상대는 싱가포르 아니면 홍콩이라고 주장했다(Liondis and Crowe 2010).

2. 불안한 순항

SGX-ASX 합병 추진 소식이 전해지자마자 이해상관자들의 반응은

6) 한편 호주 스완(Swan) 재무장관은 합병 제안이 발표되기 전까지 정치적으로 민감한 대형 거래임에도 아무도 재무부에 미리 귀띔해주지 않았다고 밝혔다(Smith and Azhar 2011).

7) "Doubts Cast over ASX Merger Approval." *ABC News*, October 25, 2010.

싱가포르보다 호주에서 훨씬 복잡했고 일부 부정적인 기류가 표출되었다. 합병안이 최종 성사되려면 ASX와 SGX 모두에서 주주총회의 승인을 받아야 하는데, 먼저, SGX 주주들은 두 거래소 간에 시너지효과가 거의 없다고 보았다. 이들은 SGX가 2010년 10월 22일 ASX 종가에 37% 프리미엄을 지불하기로 한 것은 너무 많은 액수이고, 인수 입찰 금액(84억 달러)이 SGX의 시가총액(78억 달러)보다 더 커서 매우 위험한 거래라고 인식했다. SGX의 2대 주주인 도쿄증권거래소는 합병으로 자신의 지분이 4.99%에서 3.1%로 줄어든 것이라며 불만을 드러냈다(Holmes 2010). ASX 주주들은 합병안 발표 시점의 주가수익률(PER)을 기준으로 인수가격 조건을 정하는 바람에 싱가포르거래소에 상대적으로 유리하다고 비판했다. 호주주주협회(ASA)는 합병이 국제 시장 접근성 강화 등 투자자들에게 많은 이점을 제공할 가능성이 있지만 싱가포르거래소 이사회가 싱가포르 정부로부터 독립적인지 우려스럽다고 지적했다. 호주 증권중개인협회(Stockbrokers Association)는 합병안이 호주 중개인들과 고객들에게 어떤 기회를 제공해줄지 알 수 없다면서 아시아 금융중심지를 지향하는 호주의 야심에 위협임에 틀림없다고 평가했다.⁸⁾

합병안에 대한 뚜렷한 반대의 목소리는 호주 녹색당(Greens)과 무소속의원 등 친 노동당 정부 정치인들로부터 분출했다. 가장 일찍 격렬한 어조로 반대 의사를 표명한 이는 밥 카터(Bob Katter) 하원의원(무소속)이었다. 그는 합병안이 발표되던 날 성명서를 통해 인수 제안을 ‘엄청 미친 짓’(lunacy on a grand scale)으로 규정하고 호주 사람들이 소유할 수 있는 것이 호주에 남아있지 않을 것이라고 말했다. 밥 브라운(Bob Brown) 상원의원(녹색당 대표)은 싱가포르를 사형제를 고수하고

8) “Doubts Cast over ASX Merger Approval.” *ABC News*, October 25, 2010. 하지만 인수합병안이 최종 거부된 후 ASA 최고경영자는 호주 재무장관의 합병안 거부는 실망스럽다고 말했다(Lannin and Ryan 2011).

언론의 자유, 민주주의, 야당의 권리 등을 철저히 짓밟는 국가라고 비판했다. 그는 또 인수 제안은 시드니의 호주증권거래소를 싱가포르에 충분히 복속시킬 것이라고 말했다.⁹⁾ 이들은 호주 증권거래소와 자산의 소유권이 권위주의 국가인 싱가포르에 넘어가는 것을 반대했다.

한편, 주요 보수 야당인 자유-국민연합(Coalition)은 합병안을 민주주의·인권 이슈보다는 금융 이슈로 접근했다. 합병안을 명시적으로 거부하지는 않으면서 합병안의 호주 국가이익 부합 여부를 증명하는 것을 정부여당의 몫으로 돌렸다. 국민당의 바너비 조이스(Barnaby Joyce) 상원의원은 합병회사가 싱가포르에 본사를 두면 역내 금융허브로서 시드니의 지위에 영향을 미칠 것이라고 우려했다. 자유-국민연합의 야권재무장관(Shadow Treasurer) 조 하키(Joe Hockey) 하원의원(자유당)은 외국인 투자를 환영한다고 전제하면서도, 호주의 상징(iconic)인 ASX 매각은 국가이익 테스트를 통과해야 한다고 웨인 스완(Wayne Swan) 재무장관에게 주지시켰다(Janda 2010; Robinson 2010). 앤드류 롭(Andrew Robb, 자유당) 야권금융장관은 인수합병이 ASX 지배권을 훼손하느냐가 중요하다고 강조했다.¹⁰⁾

그러나 다른 거래소 합병 협상 사례와 마찬가지로, ASX-SGX 인수 합병안도 국가이익을 수호하는 데에 민감한 규제기관의 승인을 필요로 했다. 초기 호주 정부의 반응은 신중하고 원론적인 입장이었고, 일부 정치인들의 반대 목소리로부터 일정한 거리를 두려는 모습을 보였다. 집권 노동당 정부의 줄리아 길러드(Julia Gillard) 총리는 인수합병 문제에 대한 직접적인 답변을 회피하면서도 국가이익에 부합해야 함을 역설했다. 이에 앞서 스완 재무장관도 2010년 10월 25일 SGX의 인수 제안을 지지하는지에 대한 질문에 답하지 않으면서, 이 사안은 ‘상업적인 문제’(commercial matter)라고 말했다(Turlow and Venkat

9) “Political Disapproval Hits SGX Bid for ASX.” *ABC News*, October 26, 2010.

10) “Robb Questions Who Will Control Merged ASX.” *ABC News*, October 27, 2010.

2010). 다음날 그는 ‘지금 단계는 정부의 문제가 아니라 규제기관의 문제’라면서 ASX는 호주 금융시스템의 중요한 부분이고 정부는 국가이익의 관점에서 인수 제안을 고려할 것이라고 밝혔다(Janda 2010; Robinson 2010).

ASX-SGX 합병안은 그에 대한 찬성 논리와 반대 논리가 경합하는 가운데 규제기관의 심사 절차를 밟아가며 2010년 12월 중순까지 불안한 순풍을 타고 있었다. 호주-싱가포르 정상은 2010년 10월 31일 총리 회담에서 거래소 합병으로 글로벌 금융시장에서 경쟁력이 강화될 것이라는 데 공감하고 통합을 위한 중개자 역할을 자처했다. 특히 길러드 총리는 인수합병 계획을 비판하는 사람들에게 국가이익의 관점에서 외국인 투자를 심사해온 오랜 전통의 적법 절차를 교란하지(disturb) 말라고 경고했다(Coorey 2010). 호주경쟁소비자위원회는 2010년 11월 10일부터 ASX-SGX 인수합병안이 거래소들과 관련 상품 및 서비스 간 경쟁을 저해할 수 있는지 검토하기 시작했다.

ASX 엘스톤 최고경영자는 호주-싱가포르 총리회담 이튿날 일부 의원들의 반응은 감정적인 것이라면서 정치인들의 수사(rhetoric)는 합병안에 대한 사실(facts)에 기초할 필요가 있다고 말했다(Curran 2010). 뒤이어 ASX는 2010년 12월 6일 인수합병이 호주 국가이익에 부합한다는 내용의 액세스 이코노믹스 보고서(Access Economics Report)를 발표했다.¹¹⁾ ‘ASX-SGX 결합이 호주 국가이익에 부합하는 이유’라는 제목의 81페이지짜리 이 보고서에 따르면, 합병은 ①호주가 아시아 금융서비스 허브가 될 가능성을 높이고, ②호주인의 저축을 다양화하는 능력을 향상시키며, ③호주 기업의 자본 비용을 줄이기 때문에 호주인의 후생을 향상시켜 국가이익에 부합한다. 또 ④ASX는 호주에서 계속 운영되며 호주 당국의 규제를 받고, ⑤아시아 자본의 호주 시장 유인과

11) “Access Economics Report on ASX-SGX Combination.” ASX Media Release, December 6, 2010.

보완적인 사업상 특징 면에서 SGX는 ASX에 가장 합리적인 합병 상대이기 때문에 합병은 호주의 국가이익에 위배되지 않는다고 설명했다. 그 후 ASX-SGX 인수합병안은 2010년 12월 15일 호주경쟁소비자위원회(ACCC)로부터 인수합병이 공정 경쟁을 영향을 주지 않을 것이라는 판단을 받으면서 최종 승인으로 가는 첫 고비를 넘겼다.¹²⁾

3. 민족주의 장벽

그런데 합병안은 호주경쟁소비자위원회(ACCC)의 합병안 승인 직후 여론의 높은 저항을 마주하게 되었다. ACCC의 승인 결정에 대해 카터(Katter) 하원의원은 ACCC의 결정은 호주경제의 미래를 팔아치우는 첫걸음이라고 비판했고, 브라운(Brown) 상원의원은 ACCC의 작은 권한이 정부의 책임 있는 결정을 대신할 수는 없다고 평가절하했다.¹³⁾ 게다가 호주 여론조사기관(UMR Research)이 2010년 12월 16~21일 호주 성인남녀 500명을 대상으로 인수합병에 대한 여론을 조사했는데, 전체 응답자 중 65.5%가 호주증권거래소 매각에 반대하고 있는 것으로 나타났다. 겨우 6%만이 거래소 통합에 찬성했다. 야당 자유-국민연합 지지자의 71%가 반대했고, 집권 노동당 지지자는 62%, 친여권 녹색당 지지자는 65%가 통합에 반대했다. 지지정당이 없는 무당파층은 64%가 반대 입장을 취했고, 나이가 많을수록 반대 여론이 높았다(Metherell 2010). 이러한 조사결과는 집권당과 친여권은 물론이고 그동안 외국인 투자에 대해 상대적으로 개방적인 태도를 보였던 보수정당의 지지자들의 반대가 두드러졌다는 점에서, 합병안이 호주 규제기관과 정부(재무부)의 승인을 받더라도 ASX에 대한 15% 소유 한도를

12) "ACCC Clears Proposed Acquisition of ASX by Singapore Exchange." *ACCC Media Release*, December 15, 2010.

13) "ASX Takeover Faces Political Hurdles." *The Sydney Morning Herald*, November 16, 2010.

규정한 회사법을 의회에서 개정하고자 할 때 초당적 저항을 뚫기가 어려울 것임을 짐작케 했다.

합병안에 대한 초정파적인 압도적 반대의 이면에는 외국인 혐오감이 작용했다는 분석이 제기되었다(Boyd 2010). 합병안이 발표된 직후에 이미 콰타스항공 레이 클리포드(Leigh Clifford) 회장은 외국인 혐오가 ASX 인수 제안을 둘러싼 논쟁에 엄습하고 있다고 지적했다.¹⁴⁾ 호주인의 민족주의적인 감정을 일깨운 요인은 통합거래소 이사회 구성에서 호주 이사의 수(4)가 싱가포르 이사 수(11)의 절반에도 미치지 못하는 점, SGX 주식의 23%를 싱가포르 정부가 보유하고 있다는 점(무소속 Nick Xenophon 상원의원), 이미 몇 차례 호주 주요 자산에 대한 외국인 인수가 시도된 점(서호주국민당 Tony Crook 하원의원) 등이 꼽혔다(Coorey 2010; Metherell 2010).

이와 같은 호주 여론과 의회의 초당적인 반대에 직면한 SGX는 2011년 2월 15일 수정합병안을 제시했다. 그 주요 내용은 이사회의 이사 수를 원안의 15인에서 13인으로 줄이고 호주 이사 5인과 싱가포르 이사 5인 동수로 구성하며, ASX의 기존 사업과 자산 및 주요 직원들을 호주에 그대로 유지하기로 약속하고, 호주와 싱가포르 양국에서 새로운 상품 및 서비스에 투자·개발·도입하기로 약속했다. 수정사항에 대해 곤스키(David Gonski) ASX 회장은 합병 제안이 호주 국가이익에 부합한다는 믿음을 강화시킨다고 언급했다. chew춘생(Chew Choon Seng) SGX 회장은 이번 약속으로 지금까지 표출된 우려사항을 다뤄졌다고 덧붙였다.¹⁵⁾ 싱가포르 언론들은 수정합병안으로 합병의 잠재적 이점이 약화되었으며, 이는 명백히 호주 정부를 겨냥한 조치로서 거래소 소유권

14) "Xenophobia Creeping into ASX Merger Debate." *ABC News*, October 29, 2010.

15) "New ASX-SGX Governance Arrangements and Commitments to Strengthen the Merger Proposal." *ASX Market Announcement Joint News Release*, February 15, 2011.

에 대한 민족주의적인 우려를 덜어내기 위한 시도라고 해석했다(Khoo 2011; Yahya 2011). SGX는 2011년 3월 11일 호주 외국인투자심사위원회(FIRB)에 인수합병신청서를 정식 접수했고, 호주경쟁소비자위원회의 승인 취득에 이어 두 번째 규제 심사를 받게 되었다.

4. 정치제도의 희생물

수정합병안은 오히려 ASX와 SGX의 패배를 스스로 시인한 것이라는 평가와 함께, 2011년 3월 중순부터는 스완 재무장관이 합병안을 거부할 태세라는 보도들이 나오기 시작했다(Paul 2011). 만약 외국인투자심사위원회(FIRB)가 합병안을 거부하지 않으면 재무부에서 거부할 것이 확실하다는 호주정부 고위관계자를 인용한 보도도 있었다. 드디어 2011년 4월 5일 스완 재무장관은 FIRB가 만장일치로 조언한 바에 따라, SGX의 ASX 인수가 호주의 국가이익에 반하여 SGX의 합병 제의를 거부할 ‘의향’이라고 발표했다. 이는 최종적인 결정은 아니며, SGX와 ASX 등의 의견들을 더 들어본 뒤 최종 결정할 계획이라고 밝혔다. 이에 대해 SGX는 FIRB와의 후속 협의를 거쳐 2011년 4월 7일 ASX-SGX 합병안에 연관된 추가적인 서면 답변을 제출했다. 하지만 기존 수정합병안의 조건을 변경하지는 않았다.

결국 아시아 최초의 유일한 증권거래소 통합 시도는 2011년 4월 8일 운명을 다하게 된다. 스완 재무장관은 “ASX에 대한 호주의 경제적 및 규제적 주권을 약화시키는 것은 호주 기업과 투자자들이 자본시장에 접근할 수 있는 기회가 크게 확대되는 등 우리나라에게 매우 큰 이익이 있는 경우에만 정당화된다. SGX의 규모와 성격(ASX보다 주식시장이 작은 소규모 거래소)을 고려하면, 이 제안에 근거해 제공된 기회는 이 주권의 상실을 정당화하기에는 분명히 충분하지 않다”며 합병안을 최종적으로 공식 거부했다(Swan 2011).

야심차게 첫발을 뗀 ASX-SGX 합병 계획이 최종 좌절된 것은 몇 가지 점에서 수수께끼라고 할 수 있다. 첫째, 호주 정부가 외국인 투자를 심사할 때 근거로 삼는 1975년 외국인투자및인수합병법(FATA)은 국가이익에 대한 정의를 두고 있지 않고, 재무장관의 국가이익 테스트에 관한 지침도 없다. 재무장관에게 폭넓은 재량권을 부여하고 있다. 그렇지만 외국인 투자 제안서를 대놓고 거부한 사례는 극히 드물었다. 2009-2010년 FIRB 연례보고서에 의하면 단 3건만 거부되었고 1,729건은 조건부 승인되었다. 국가이익을 근거로 부과하는 조건부 승인이 거부보다 훨씬 빈번했다(Bath 2012). 둘째, ASX-SGX 인수합병안이 발표될 시점부터 줄곧 반대 여론을 주도한 사람들은 호주의회 내 소수파인 녹색당 또는 무소속 정치인들이었다(Pannett 2011). 규모의 경제나 유동성 확대 같은 상업적인 인수합병 찬성 근거는 ‘팔아치우기’ ‘국가이익’ 등 소수파의 민족주의적인 수사에 쉽게 압도당했다. 반면 호주의 거대 정당들은 규제기관의 뒤에 몸을 숨기면서 정치적 기회주의에 편승했다.

위와 같은 퍼즐에 대해 호주 외국인 투자 승인 메커니즘과 정치제도 환경은 유용한 열쇠를 제공한다. 재무장관의 거부 결정으로써 ASX-SGX 합병안이 종결되었지만, 사실 그 최종 성패는 연방의회에서 ASX 지분 15% 소유 한도에 관한 회사법을 개정하는 데에 달려있었다. 만약 합병안이 하원과 상원에서 다수 의원의 지지를 받고 있었다면 끝내 성공할 수도 있었다. 하지만 보수 야당 자유-국민연합은 기존의 기업친화적인 명성을 유지하기 위해 합병안에 대한 명시적인 거부 의사를 표명하지 않았고, 집권 여당인 노동당 정부를 압박하는 수단으로 활용했다. 집권 노동당 정부는 합병안에 대한 입장을 정하지 않은 채 자신의 위태로운 정치적 지지 기반을 유지하기에 급급했다(Lobov and Morrow 2011).

〈표 3〉 호주의회의 정당별 의석 분포

2010년 연방선거 결과	하원	상원
자유-국민연합(Coalition)	73	34
노동당(Labor)	<u>72</u>	<u>31</u>
녹색당(Greens)	<u>1</u>	<u>9</u>
무소속(Independents)	<u>4</u>	
민주노동당(Democratic Labor)		1
의석 총수(과반수)	150(76)	76(39)

(출처: 저자 작성)

이렇듯 거래소 합병안은 호주의회에서 다수파의 침묵과 소수파의 반대에 부딪쳐 좌절했다. 그 이유는 의회 내 의석분포에서 찾을 수 있다. 2010년 연방선거 결과 70년 만에 처음으로 양대 정당이 과반의석을 확보하지 못하는 이른바 형의회(Hung Parliament)가 탄생했다. 현직 노동당 정부는 하원에서 무소속 의원 3명과 녹색당 의원 1명의 지지를 기반으로 가까스로 정부를 구성했고, 상원에서도 녹색당에 의지해서 과반수를 확보했다. 한 마디로 노동당 정부는 녹색당과 무소속 의원들에게 정치적 부채를 지고 있었다. 따라서 이들이 강력히 반대하는 SGX-ASX 인수합병안이 노동당 정부 재무장관의 승인을 얻기는 불가능했을 것이다.

인수합병안이 다뤄지는 시점도 불리하게 작용했다(Smith 2011). 당시 길러드 정부는 광산세(mining tax)와 물 산업 개혁(water reforms)에 대한 지지를 모으느라 힘겨운 싸움을 벌이고 있었다. 여기에 일부 녹색당과 무소속 의원들은 2010년 2월 자유-국민연합이 추진하고 자신들도 지지하는 청소년수당 개선안이 부결된 데 대해 ASX-SGX 합병안을 지지하지 않을 수 있다고 노동당에게 경고했다.¹⁶⁾ 거래소 합병 논쟁은 노동당 정부가 싸울 의향이 없는 싸움이었던 셈이다. 결국 아시아 최초

16) “Minority Government Gets First Warning.” *SBC News*, October 28, 2010.

의 증권거래소 합병 시도는 인수합병 반대 논리와 여소야대 정치제도가 결합하면서 정치의 희생물로 일단락되었다.

IV. 결론

이 논문은 아시아태평양 지역에서 유일무이한 초국적 증권거래소 통합 사례였던 ASX-SGX 인수합병안의 진행과정을 중심으로 찬성 논리(경제적 자유주의) 대 반대 논리(경제적 민족주의), 그리고 정치제도 환경(의회 의석 분포)이 어떻게 상호작용했는지 분석했다.

증권거래소 통합과 국제적 자본이동은 자본시장에서의 기술혁신과 경쟁 심화에 따른 자연스러운 현상으로 인식될 수 있다. 정보통신기술의 비약적인 발전으로 증권 거래의 시공간적 제약이 느슨해졌고, 특히 대안매매시스템의 부상은 그동안 일정한 물리적 공간을 기반으로 사설상 독점적인 지위를 누렸던 증권거래소 간의 경쟁을 부추겼다. 거래소들은 규모의 경제와 범위의 경제를 추구하여 경제적 효율성을 제고하기 위해 제휴, 네트워킹, 인수합병의 파트너를 물색했다. 거래소의 상장주식이 늘어나고 거래량과 유동성이 증가하면 거래비용을 낮출 수 있을 뿐만 아니라 거래소 운영과 경영에 있어서 다양한 시너지효과를 기대해볼 수 있기 때문이었다.

이러한 세계자본시장의 급격한 변화에 먼저 반응한 것은 유럽과 북미의 증권거래소들이었다. 2000년대에 북유럽 소규모 거래소들은 OMX로 통합되었고, 서유럽 거래소들은 유로넥스트를 탄생시켰다. 유럽의 통합거래소들은 북미의 뉴욕증권거래소와 나스닥과의 인수합병에까지 나아갔다. 그런데 2010년대에 증권거래소 통합 압력이 아시아에도 밀려들었다. 2010년 싱가포르거래소와 호주증권거래소가 아태지역 최고의 국제거래소 창설을 비전으로 인수합병을 추진하기로 뜻을

모은 것이다. 싱가포르-호주 증권거래소 통합 시도는 아시아 증권거래소 산업에서 초국경 자본이동의 동학을 이해할 수 있게 하는 유일한 사례다. 그뿐 아니라 최근 강대국 간 전략경쟁의 일환으로 확산하는 경제책략의 국내정치적 기초를 탐색할 수 있는 기회를 제공해준다.

증권거래소 통합의 촉진요인은 국제자본시장의 변화에 순응하여 경제적 효율성을 극대화하려는 유인이다. 거래소 인수합병의 찬성 논리는 시장과 경쟁의 효율성을 강조하는 경제적 자유주의 입장에서 있다. 반면 거래소 통합의 방해요인은 국가적 상징에 대한 애착, 규제주권의 수호, 외국인 투자에 대한 경계심 등이다. 이들은 거래소 통합의 반대 논리로서 주권과 국가이익이 시장 효율성보다 우선해야 한다고 믿는 경제적 민족주의와 맥을 같이한다. 그렇지만 인수합병의 찬성 집단이든 반대 집단이든 그들의 선호가 최종 결과로 이어지기 위해서는 인수합병 승인 여부를 결정하는 정책결정 메커니즘을 거쳐야 한다. 이 때 의회-행정부 관계, 의회 내 정당별 의석 분포 등 정치제도적 환경이 중요한 영향을 끼친다.

ASX-SGX는 2010년 10월 역내 최고의 국제거래소 설립을 목표로 야심찬 통합의 첫걸음을 뗐다. 두 거래소의 장점을 상호 보완하는 시너지효과, 규모 및 범위의 경제 달성 등을 강조함으로써 인수합병의 필요성을 정당화했다. 거래소 고위경영진과 일부 재계지도자의 낙관적인 기대와 더불어 거래소 통합의 주요 이해상관자로부터 반대의 목소리도 분출했다. 통합의 시너지효과에 대한 의구심부터 호주의 상징적 자산을 권위주의 싱가포르에게 매각하려는 데 대한 비판이 제기되었다. 거래소 합병안은 양국 총리회담과 호주경쟁소비자위원회의 지지를 바탕으로 불안한 순항을 이어갔다.

그러나 2010년 12월 호주 여론조사에서 인수합병안에 대해 압도적이고 초당적이며 민족주의적인 반대 여론이 확인되었다. 이듬해 2월에 SGX는 이사회 동수 구성 및 ASX의 물적·인적 자산 보호 등을 내용으

로 한 수정합병안을 통해 호주인의 우려와 반감을 달래려고 시도했다. 그럼에도 2011년 3월부터 호주 정부가 합병안을 거부하기로 했다는 소문이 돌다가, 드디어 4월 8일에 합병안은 최종 거부되었다. 어떤 점에서 거래소 합병안의 좌절은 정치의 희생물이었다. 2010년 호주 연방선거 결과 여소야대 정부가 탄생했고, 집권 노동당은 거래소 인수합병 반대를 주도하는 녹색당과 무소속 의원들의 지지를 얻어야만 정권을 유지할 수 있었다. 요컨대, 아시아 최초의 유일한 증권거래소 통합 시도는 민족주의적인 반대 요구에 여소야대 정치제도가 조응하면서 빛을 볼 수 없게 되었다.

ASX-SGX 통합 사례에서 얻을 수 있는 시사점은 첫째, 아시아 패러독스는 비단 군사안보뿐 아니라 경제안보 영역에도 존재할 수 있다는 사실이다. 호주는 싱가포르와 외교 및 무역, 투자에서 긴밀한 협력을 도모해왔지만 증권거래소라는 국가적 상징이자 전략산업에 대한 투자를 거부했다. 둘째, 최근 강대국들을 중심으로 확산하고 있는 경제책략의 국내정치제도적 기초에 대한 이해가 필요하다는 점이다. 경제주권 수호를 요구하는 목소리는 의회-행정부 관계, 정당체계, 정파 간 이념 분포 등 적절한 정치제도와 조응할 때 비로소 정책으로 실행될 수 있다.

투 고 일: 2024년 01월 10일

심 사 완 료 일: 2024년 02월 07일

게 재 확 정 일: 2024년 02월 08일

참고문헌

- 김준석·장욱·장병훈·한지연. 2010. “거래소 인수·합병: 동향과 사례.” 자본시장연구원 조사보고서 10-04.
- 김치욱. 2019. “금융세계화와 선진국 증권시장 통합의 정치경제.” 『21세기 정치학회보』 29(1), 101-123.
- 이인형·강소현·김준석. 2012. “글로벌 거래소 변화양상과 시사점.” 자본시장연구원 연구보고서 12-05.
- Aggarwal, Vinod K. and Andrew W. Reddie. 2021. “Economic Statecraft in the 21st Century: Implications for the Future of the Global Trade Regime.” *World Trade Review* 20(2): 137-151.
- Ahern, Kenneth, Daniele Daminelli, and Cesare Fracassi. 2015. “Lost in Translation? The Effect of Cultural Values on Mergers around the World.” *Journal of Financial Economics* 117(1): 165-189.
- Alba, Joseph D., Donghyun Park, and Peiming Wang. 2009. “Corporate Governance and Merger and Acquisition (M&A) FDI: Firm-Level Evidence from Japanese FDI into the US.” *Journal of Multinational Financial Management* 19(1): 1-11.
- Baldwin, David. 1985. *Economic Statecraft*. Princeton: Princeton University Press.
- Bath, Vivienne. 2012. “Foreign Investment, the National Interest and National Security: Foreign Direct Investment in Australia and China.” *Sydney Law Review* 34(5): 5-34.
- Bauerle Danzman, Sarah and Sophie Meunier. 2023. “Mapping the Characteristics of Foreign Investment Screening Mechanisms: The New PRISM Dataset.” *International Studies Quarterly* 67(2): 1-11.
- Bencivelli, Lorenzo, Violaine Faubert, Florian Le Gallo, and Pauline Negrin. 2023. “The Rise of Foreign Investment Screening in

- Advanced Economies.” *VoxEU Column*, November 16.
- Blackwill, Robert D. and Jennifer M. Harris. 2016. *War by Other Means: Geoeconomics and Statecraft*. Cambridge: The Belknap Press of Harvard University Press.
- Boyd, Tony. 2010. “Fear of Foreigners Only Barrier.” *Australian Financial Review*, October 26.
- Bris, Arturo and Christos Cabolis. 2008. “The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers.” *The Review of Financial Studies* 21(2): 605-648.
- Brown, Kevin. 2010. “Regulators Unlikely to Block SGX Bid for ASX.” *Financial Times*, October 25.
- Callaghan, Helen. 2009. “Insiders, Outsiders and the Politics of Corporate Governance: How Ownership Structure Affects Party Positions in Britain, Germany and France.” *Comparative Political Studies* 42(6): 733-762.
- Chesini, Giuseppina. 2007. “From Demutualization to Globalization: New Challenges for Stock Exchanges.” *International Review of Business Research Papers* 3(5): 146-160.
- Clift, Ben and Cornelia Woll. 2012b. “Economic Patriotism: Reinventing Control over Open Markets.” *Journal of European Public Policy* 19(3): 307-323.
- Coorey, Madeleine. 2010. “Australia, Singapore PMs Discuss Bourses Merger.” *The Sydney Morning Herald*, October 31.
- Curran, Enda. 2010. “Interview: ASX CEO To Apply for ASX-SGX Regulatory Approval by End Nov.” *Dow Jones Institutional News*, November 1.
- de Bolle, Monica and Jeromin Zettelmeyer. 2019. “Measuring the Rise of Economic Nationalism.” PIIIE Working Paper 19-15.

- Di Guardo, Maria Chiara, Emanuela Marrocu, and Raffaele Raci. 2016. “The Concurrent Cultural, Political, and Spatial Distances on International Mergers and Acquisitions.” *The World Economy* 39(6): 824-852.
- Fetzer, Thomas. 2020. “Patriotism and the Economy.” In Mitja Sardoc. eds. *Handbook of Patriotism*. Cham: Springer.
- Fleckner, Andreas M. 2006. “Stock Exchanges at the Crossroads.” *Fordham Law Review* 74(5): 2541-2620.
- Forssbäck, Jens and Lars Oxelheim. 2008. “Finance-specific Factors as Drivers of Cross-border Investment: An Empirical Investigation.” *International Business Review* 17(6): 630-641.
- Francis, Bill B., Iftekhar Hasan, and Xian Sun. 2008. “Financial Market Integration and the Value of Global Diversification: Evidence for U.S. Acquirers in Cross-border Mergers and Acquisitions.” *Journal of Banking and Finance* 32(8): 1522-1540.
- Garrett, Geoffrey and Peter Lange. 1995. “Internationalization, Institutions and Political Change.” *International Organization* 49(4): 627-656.
- Gilpin, Robert. 1987. *The Political Economy of International Relations*. Princeton: Princeton University Press.
- Gonzalez, Pedro, Geraldo M. Vasconcellos, Richard J. Kish, and Jonathan K. Kramer. 1997. “Cross-border Mergers and Acquisitions: Maximizing the Value of the Firm.” *Applied Financial Economics* 7(3): 295-305.
- Grant, Jeremy and Peter Smith. 2010. “SGX Set to Launch Bid for ASX.” *Financial Times*, October 25.
- Haleblian, Jerayr, Cynthia E. Devers, and Robert B. Davison. 2009. “Taking Stock of What We Know about Mergers and Acquisitions: A Review and Research Agenda.” *Journal of Management* 35(3):

469-502.

- Harford, Jarrad. 2005. "What Drives Merger Waves?" *Journal of Financial Economics* 77(3): 529-560.
- Hitt, Michael, Victor Franklin, and Hong Zhu. 2006. "Culture, Institutions and International Strategy." *Journal of International Management* 12(2): 222-234.
- Holmes, Sam. 2010. "FOCUS: SGX Bid for ASX Struggles to Convince Investors on Price, Synergies." *Dow Jones Institutional News*, October 26.
- Hundt, David. 2020. "The Changing Role of the FIRB and the Politics of Foreign Investment in Australia." *Australian Journal of Political Science* 55(3): 328-343.
- Hyun, Hea-Jung and Hyuk Hwang Kim. 2010. "The Determinants of Cross-Border M&As: The Role of Institutions and Financial Development in the Gravity Model." *The World Economy* 33(2): 292-310.
- Janda, Michael. 2010. "MPs Line up to Oppose ASX Merger." *ABC News*, October 26.
- Jordan, Cally. 2016. "Success and Failure in Stock Exchange Consolidations: Implications for Markets and Their Regulation." Center for International Finance and Regulation Working Paper No. 118/2016.
- Kang, Nam-Hoon and Sara Johansson. 2000. "Cross-border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation." OECD Science, Technology and Industry Working Papers 2000/01.
- Khoo, Lynette. 2011. "SGX Plays New Board Game to Seal ASX Deal." *The Business Times*, February 16.
- Kim, Joon-Seok. 2011. "Mergers between Exchanges: Trends and Outlook

- in Asia.” *KCMI Capital Market Opinion*, March 22.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny. 2000. “Investor Protection and Corporate Governance.” *Journal of Financial Economics* 58(1/2): 3-27.
- Lannin, Sue and Peter Ryan. 2011. “Stockbrokers Back ASX Takeover Rejection.” *ABC News*, April 8.
- Liondis, George and David Crowe. 2010. “ASX Bid Faces Political Hurdles.” *Australian Financial Review*, October 27.
- Lobov, Alexander and Richard Morrow. 2011. “Opinion: Sweeteners Unlikely to Save SGX/ASX Merger.” *Asiamoney*, Vol. 22, Issue 1(February).
- Metherell, Mark. 2010. “Singapore Takeover of ASX Proves Hugely Unpopular.” *The Sydney Morning Herald*, December 28.
- Ovtchinnikov, Alexei V. 2013. “Merger Waves Following Industry Deregulation.” *Journal of Corporate Finance* 21(1): 51-76.
- Pablo, Eduardo. 2009. “Determinants of Cross-border M&As in Latin America.” *Journal of Business Research* 62(9): 861-867.
- Pannett, Rachel. 2011. “Australia Greens Say ASX-SGX Board Changes Are Just Window Dressing.” *Dow Jones Institutional News*, February 15.
- Paul, Sonali. 2011. “Australia Treasurer: Politics Won’t Sway ASX-SGX Decision.” *Reuters*, March 21.
- Pryke, Sam. 2012. “Economic Nationalism: Theory, History and Prospects.” *Global Policy* 3(3): 281-291.
- Reddy, Katapati Srinivasa. 2015. “Determinants of Cross-border Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Review and Future Direction.” MPRA Paper 63969.
- Robinson, Georgina. 2010. “ASX Takeover Faces Big Hurdles.” *The*

- Sydney Morning Herald*, October 26.
- Romani, Roberto. 2022. "Neoliberals' Economic Liberalism: A Checkered History." *Constellations* 29(3): 359-374.
- Shimizu, Katsuhiko, Michael A. Hitt, Deepa Vaidyanath, and Vincenzo Pisano. 2004. "Theoretical Foundations of Cross-border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future." *Journal of International Management* 10(3): 307-353.
- Smith, Michael and Saeed Azhar. 2011. "A Tale of Two Exchanges: How Singapore Lost Down Under." *Reuters*, April 21.
- Smith, Peter. 2011. "Quick View: SGX-ASX, Seen from Down Under." *Financial Times*, April 6.
- Suesse, Marvin. 2023. *The Nationalist Dilemma: A Global History of Economic Nationalism, 1776-Present*. New York: Cambridge University Press.
- Swan, Waynes. 2011. "Foreign Investment Decision." Media Release 030, April 8.
- Teen, Mak Yuen. 2012. *Corporate Governance Case Studies*. Singapore: CPA Australia.
- The Economist*. 2006. "Battle of the Bourses." May 25.
- Thurlow, Rebecca and P.R. Venkat. 2010. "SGX, ASX Deal Faces Hurdles." *The Wall Street Journal*, October 25.
- Tsebelis, George. 1995. "Decision-making in Political Systems: Veto Players in Presidentialism, Parliamentarism, Multicameralism and Multipartism." *British Journal of Political Science* 25(3): 289-325.
- Tsebelis, George. 2002. *Veto Players: How Political Institutions Work*. Princeton: Princeton University Press.
- Xie, En, K.S. Reddy, and Jie Liang. 2017. "Country-specific Determinants

of Cross-border Mergers and Acquisitions: A Comprehensive Review and Future Research Directions.” *Journal of World Business* 52(2): 127-183.

Yahya, Yasmine. 2011. “Doubts Remain over SGX-ASX Merger Attempt: Several Aussie MPs Unmoved by New Terms, Talk in S’pore of Diluted Benefits.” *The Straits Times*, February 17.

Abstract

The Political Economy of Cross-border Capital Flows in Asia:

The Case of Australia-Singapore Stock Exchange Merger Failure

Chi-Wook Kim
University of Ulsan

This article examines how the conflict between the logic of economic liberalism and the logic of economic nationalism has evolved and interacted with political institutions during the failed merger between the Australian Stock Exchange(ASX) and the Singapore Exchange (SGX), which was the first cross-border exchange integration in Asia. ASX pursued the merger deal on the basis of increased economic efficiency, with the vision of creating the premier international exchange in the Asia-Pacific region. However, it ran into nationalist resistance led by some minority politicians in Australia. In the 2010 federal election, the incumbent Labor Party failed to win a majority of seats and came to power based on the support of minority MPs. In the end, the ASX-SGX integration attempt fell victim to politics, with the political institutional configuration attuned to the demands of nationalist opposition. This finding points out that the Asian Paradox can exist not only in military security but also in economic security and

underscores the importance of understanding the domestic political institutional foundations of recent economic statecraft among great powers.

Keywords: cross-border M&A, stock exchange, economic liberalism, economic nationalism, international capital market