“U.S. 달러표시 주식부문” 도입을 통한 한국자본시장 국제화의 타당성 검토

2006. 11

연 구 위 원 엄 경 식
서울대 교수 김 영 식
홍익대 교수 정 순 섭

한 국 증 권 연 구 원
Korea Securities Research Institute

序 言

주식 및 선물거래 IT의 급속한 발전과 함께 1990년대 중반 이후 유럽에서 시작된 거래소간 연계 또는 치열한 합병 경쟁은 이제 전세계적 현상으로 심화되고 있다. 예를 들면, 범유럽거래소(pan-European exchange)를 확보하기 위한 유럽 주요 거래소간의 치열한 주도권 다툼은 이제 더 이상 뉴스거리도 되지 않을 만큼 일상화되었다. 이와 관련한 이슈에서 그동안 한발 물러서 있다고 생각했던 미국의 주요 거래소도 자국 ECNs과의 통합을 완료한 후, 이제는 유럽거래소와의 통합마저 시도하고 있다. 유럽과 미국의 거래소와는 지정학적 위상이 다른 아시아의 주요 거래소는 자국내 시장간 또는 거래소간 통합을 통해 내부정비를 마치고 지역내 경쟁 가능성에 대비해 다음 단계를 준비하고 있다. 비록 현재 놓여 있는 위상과 추구하는 방향은 각기 다르지만, 이들 전세계 주요 거래소가 공통적으로 취하고 있는 중점 전략으로서의 국제화는 이미 이들 거래소에게 가장 시급한 화두가 되었다.

한국증권선물거래소(KRX) 역시 이와 같은 환경변화에 대한 인식을 바탕으로 “Global KRX: 동북아 최고의 자본시장”을 비전으로 설정하고, 이를 달성하기 위하여 국제화를 추진하고 있다. 점차 가시화되고 있는 세계(또는 아시아) 주요 거래소간 경쟁에서 KRX의 경쟁력 제고는 정부가 추진하고 있는 동북아 금융허브의 달성에도 매우 중요하며, 또한 현재 한창 논의 중에 있는「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」의 경제적 효과와도 매우 밀접하게 연관되어 있다.

이러한 환경 하에서 한국자본시장의 큰 축을 담당하고 있는 KRX는 국제화와 관련하여 무엇을 해야 할 것인가? 무엇보다도 KRX는 비전을 가지고 비교우위가 큰 부문에 역량을 집중하여 KRX 스스로에 의한 국

제경쟁력을 육성하거나, 또는 이와 병행하여 세계 수준의 거래소와 연계하면서 거래소간 경쟁에 대비해야 할 것이다.

본 보고서는 이와 관련하여 KRX 유가증권시장본부가 선택할 수 있는 국제화 전략의 현실적 방안으로 KRX에 달러표시 주식부문을 도입하는 것이 타당한지를 검토하고 있다. KRX내에서도 선물옵션시장에 비해 대외 경쟁력상 비교우위가 떨어지는 유가증권시장본부가 KRX 전체 차원에서 취할 수 있는 국제화 전략은 선택의 폭이 넓다고 할 수 없다. 그럼에도 불구하고, 본 보고서는 달러표시 주식부문을 도입하는 것이 현재 KRX가 추진 중인 주변국 기업들의 교차상장 추진노력과 보완적인 측면에서, 또는 KRX 더 나아가 한국자본시장의 국제화를 위한 선제적이고 공격적인 측면에서 상당한 의미를 지닐 수 있다고 평가하고 있다. 한국자본시장의 국제경쟁력 강화를 위한 지혜가 절실한 시점에, 본 보고서가 하나의 유용한 도구가 되기를 희망해본다.

본 보고서를 작성하는데 많은 노고를 아끼지 않은 본 연구원의 엄경식 박사, 서울대학교 경제학과 김영식 교수, 홍익대학교 법과대학 정순섭 교수에게 감사의 뜻을 표한다. 또한 훌륭한 조언을 해준 본 연구원의 송민규 박사와 자료 및 원고정리에 많은 도움을 준 장병훈 연구원과 박진모 연구원, 김옥엽 연구조원에게도 고마움을 전하고 싶다. 마지막으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며, 본 연구원의 공식의견이 아님을 밝혀둔다.

2006년 11월

한국증권연구원

원장 최 도 성

목 차

Executive Summary ····· viii

Abstract ····· xv

Ⅰ. 서론 ····· 3

Ⅱ. 거래소 비즈니스의 최근 동향과 달러표시 주식부문의 의의 ····· 9

1. 세계 주요 거래소 비즈니스의 최근 동향 및 예상 ····· 9
2. 달러표시 주식부문의 의의 ····· 17

Ⅲ. 달러표시 주식부문의 도입이 KRX 유가증권시장에 미치는 영향: 교차상장 연구를 중심으로 ····· 23

1. 교차상장의 경제적 효과 ····· 23
2. 가격발견효과 사례연구--POSCO의 TSE 교차상장: 엄경식 · 빈기범 · 이현진(2006) ····· 38
3. 달러표시 주식부문 도입에 대한 시사점 ····· 41

Ⅳ. 달러표시 주식 유통이 국내 물가수준 및 외환시장에 미치는 영향 ····· 49

1. 시뇨리지와 물가에 대한 시사점 ····· 49
2. 환위험 관련 거래비용 절감 효과 ····· 52
3. 외환시장의 효율성 제고 ····· 54

Ⅴ. 달러표시 주식부문 도입 관련 법적·제도적 고려 사항 ·· 57

1. 발행 ····· 57
2. 유통 ····· 61
3. 외국인 투자등록제도 ····· 62
4. 기타 관련 이슈 ····· 64

Ⅵ. KRX의 달러표시 주식부문 도입: 효과, 타당성 및 결론 ·· 69

1. 달러표시 주식부문 도입의 일반적 필요성 ····· 69
2. 도입시 KRX와 한국주식시장에 미치는 효과 및 이슈 ····· 70
3. 도입 가능한 달러표시 주식부문의 형태 ····· 78
4. 결론 ····· 80

참고문헌 ····· 85

부록 ····· 95

표 목 차

<표 Ⅱ-1> 중국주식시장에서 상장·유통되는 주식에 대한 구분 ····· 20
<표 Ⅲ-1> 정보공유로 살펴본 KRW/JPY 환율, KRX POSCO 주가, TSE POSCO 주가의 가격발견효과 ····· 40
<표 Ⅲ-2> 교차상장의 경제적 효과: 요약(I) ····· 44
<표 Ⅲ-3> 교차상장의 경제적 효과: 요약(II) ····· 45
<표 Ⅴ-1> 외화표시 주식부문 도입 국가의 공시 사례 ····· 65
<표 Ⅵ-1> 달러표시 주식부문 도입시 필요한 법적·제도적 개선에 대한 구체적 목록 ····· 78
<표 Ⅵ-2> KRX에 도입 가능한 달러표시 주식부문의 형태 ····· 80
<표 부록 I-1> 국내기업 DRs 발행국가별 현황 ····· 95
<표 부록 I-2> 국내기업 DRs 발행·거래 현황 ····· 96
<표 부록 I-3> LSE의 DRs 상장 현황 ····· 97
<표 부록 I-4> NYSE의 DRs 상장 현황 ····· 98
<표 부록 I-5> Luxembourg Stock Exchange의 DRs 상장 현황 ····· 99

그 림 목 차

<그림 Ⅲ-1> KRX와 TSE에서 POSCO의 가격추이 ····· 41
<그림 Ⅳ-1> 통화옵션을 이용한 환위험 헤징 ····· 53

약 어 표

ADRs	American Depositary Receipts
AMEX	American Stock Exchange
ASX	Australian Stock Exchange
ATS	Alternative Trading System
BH	Bonding Hypothesis
CBOT	Chicago Board of Trade
CFETS	China Foreign Exchange Trade System
CME	Chicago Mercantile Exchange
DB	Deutsche Börse
DRs	Depositary Receipts
ECNs	Electronic Communications Networks
ETFs	Exchange-Traded Funds
FSA	Financial Services Authority
GAAP	Generally Accepted Accounting Principles
GDP	Gross Domestic Product
IB	Investment Bank
IPO	Initial Public Offering
HKEx	Hong Kong Exchanges and Clearing Limited

KIC	Korea Investment Corporation
KRX	Korea Exchange
LSE	London Stock Exchange
MiFID	Markets in Financial Instruments Directive
MSH	Market Segmentation Hypothesis
MOS	Mutual Offset System
NYSE	New York Stock Exchange
Reg NMS	Regulation National Market System
SBH	Shareholder Base Hypothesis
SET	Stock Exchange of Thailand
SGX	Singapore Exchange
SH	Signalling Hypothesis
SSE	Shanghai Stock Exchange
SWX	Swiss Exchange
TSE	Tokyo Stock Exchange
TSX	Toronto Stock Exchange
WBAG	Wiener Börse

《Executive Summary》

본 보고서는 한국증권선물거래소(KRX)에 "U.S. 달러표시(이하 '달러표시'라 함) 주식부문"을 도입하는 것이 현재 KRX가 추진 중인 주변국 기업들의 교차상장 추진노력과 보완적인 측면에서, 또는 KRX, 더 나아가 한국자본시장의 국제화를 위한 선제적이고 공격적인 측면에서 상당한 의미를 지닐 수 있다고 평가한다.

이와 관련하여, 본 보고서가 제시한 도입 가능한 부문의 형태, 논의의 필요성, 도입 효과, 법적·제도적 고려 사항 및 정책적 제언은 다음과 같다.

<도입 가능한 달러표시 주식부문의 형태>

- 대상: 국내 초우량기업의 주식 및 DRs, 국내투자자에게도 익숙한 외국 우량기업의 주식 및 DRs(유통 DRs 포함)
  - 국내주식에 "우선적" 초점. 국내주식: 현재 ADRs, GDRs 형태로 외국 주요 거래소에 교차상장된 주식(즉, 대부분 본딩효과를 이미 달성한 기업)과 이들 기업과 견줄 만한 초우량기업의 주식. 반드시 교차상장일 필요 없고 직상장도 가능
  - 외국주식: 외국 주요 거래소에 상장된 우량주식
- 상장기준: NYSE 정도의 상장기준과 투자자보호 및 기업지배구조 수준을 요구
  - 이미 국제적으로 본딩효과를 달성한 기업들이기 때문에, 양적 상장요건의 강화는 별 의미가 없고, 기준을 유연하게 적용할 수 있는 질적 요건에 초점

- 공시: 영어
- 혜택 및 유인: 부문이 안정적 궤도에 오를 때까지 한시적으로 상장수수료 면제 및 연부과금 혜택 부여

<논의의 필요성>

첫째, KRX 국제화의 시급성이다. 동북아 금융허브를 달성하기 위해 정부가 설정한 7대 과제 중에서 KRX가 담당해야 할 역할 및 비중이 매우 큰데, 이 모든 사항은 KRX가 다각적으로 국제화 전략을 수행할 수 있는지의 여부와 연관되어 있다. 사안의 중요성에도 불구하고, 문제는 KRX가 국제화를 통해 동아시아의 주요 거래소로 약진할 수 있는 현재와 같은 우호적 환경이 향후 몇 년 밖에 지속되지 못할 것으로 예상된다는데 있다. 주변국가로부터 교차상장(cross-listing)이 지지부진한 상태에서, KRX가 현재의 우호적 환경과 국내 초우량기업의 브랜드를 이용하면서 달러표시 주식부문을 운영하는 것은 KRX의 국제화를 "전면적이고 다각적으로" 추진하는 한 방법이 될 수 있을 것이다.

둘째, KRX라는 거래소 브랜드에 대한 고급화의 필요성이다. KRX가 추구해야 할 국제화는 현재 동아시아의 지역 거래소 수준인 KRX의 평판을 제고하는 것에 초점을 맞추어야 한다. 즉, 유동성(거래비용, 가격발견 포함), 투명성(상장기업 및 KRX), 시장건전성 및 투자자보호 등 시장의 질적 수준(market quality)을 동아시아 최고의 수준으로 확립하는 것은 KRX 국제화의 필요조건이라

할 수 있다. 따라서 기업의 지명도, 재무상태, 지배구조 등에서 최고의 상장요건을 갖춘 달러표시 주식부문을 운영하는 것은 KRX의 브랜드를 고급화하는데 공헌하는 하나의 수단이 될 수 있다.

셋째, 파생상품시장보다 국제적 브랜드가 낮은 현물시장, 그 중에서도 유가증권시장본부에 대한 경쟁력 강화의 필요성이다. KRX 파생상품시장은 "KOSPI200 주가지수 선물(옵션)"이라는 국제적 지명도가 높은 상품으로 인해 세계 주요 거래소로부터 교차상장 또는 교차거래(co-trading)를 위한 "구애"의 대상이다. 이에 비해 유가증권시장의 경우 시가총액기준으로는 세계 14~15위(2001년부터 2004년까지)이지만 그 지명도와 평판에 있어서는 매우 낮은 상태이다. 세계적인 우량기업과 대형기업이 다수 포진하고 있는 한국경제의 실물 구조상 이들 기업의 자본조달시장인 KRX 유가증권시장본부의 균형적 발전은 매우 중요하다. 이를 위해서는 파생상품시장의 성장에 맞춰 현물시장의 국제적 경쟁력도 강화되어야 한다. 따라서 현재 논의가 진행되고 있는 주변국 거래소와의 주식 연계거래의 추진과는 별도로, KRX 유가증권시장본부에 달러표시 주식부문을 신설하는 것은 중요한 경제적 의의를 갖는다고 판단된다.

<도입 효과>

- **전방위로 국제화 추진: 국제화 관련 효과의 극대화--**현재 중국기업에 대한 KRX의 상장 유치가 진행 중이기는 하지만,

지금까지 우리나라에서 발생한 교차상장(ADRs, GDRs)은 국내기업이 외국주식시장에 진출하는 것이었다. 이에 비해, 달러표시 주식부문의 운영을 통해 국제화를 추진하는 것은 외국으로부터 KRX로 주식수요의 유입을 추구하는 국제화 전략이라 할 수 있다. 물론 두 전략 모두 중요하지만, 동아시아 주식시장에서의 경쟁을 위해서는 후자의 방식이 더 중요하다고 판단된다.

- 달러표시 주식부문의 운영으로, 기존에 **LSE, Nasdaq, NYSE, 등에서 이미 교차상장되어 거래되고 있는 국내 초우량주식**에 대해 **"하루 24시간 글로벌 주식거래"가 가능**하게 됨으로써, 해당 종목에 투자하는 **기관투자자(특히, 외국기관투자자)에게 환위험을 최소화하면서 이들 종목에 대한 헤지수단을 제공**하게 되어 이로 인한 **유동성 창출을 기대**할 수도 있다.
- **KRX에 의한 "24시간 글로벌 주식거래"의 동아시아 타임존(time zone)을 선점하는데 기여--**더 늦기 전에, TSE가 재차 추구하고 있으나 크게 진전시키고 있지 못하고 있는 이러한 역할을 KRX가 추진해야 하는 시기라고 판단된다(물론 이를 구현하기 위해서는 "철저하게" 고급 브랜드로 달러표시 주식부문을 운영하는 것이 전제되어야 한다). 이는 **동아시아 주요국 우량기업들이 KRX에 교차상장하는 것에 긍정적 영향**을 끼칠 뿐만 아니라, 달러표시 주식부문에서 거래되지 않는 대부분의 KRX 주식에도 영향을 끼쳐, **전체 주식시장의 질적 수준을 제고하는데 기여**할 수 있을

것으로 판단된다. 문제는 이러한 효과가 KRX가 취할 수 있는 다양한 국제화 전략 중에서 주요 전략인지 아니면 보조 전략인지의 여부인데, **유가증권시장을 위해서는 주요 전략이지만 KRX 전체 입장에서는 보조 전략의 역할**일 것으로 판단된다.

- **KRX의 가격효율성 제고 및 소위 "Korea Discount" 해소에 긍정적 영향--**LSE, NYSE, TSE 등에서 프리미엄에 거래되고 있는 국내 초우량기업이 KRX의 달러표시 주식부문에 교차상장되면 차익거래가 발생하여 KRX의 가격효율성은 제고되고, 또한 이들 종목의 가격이 상승할 것이므로 Korea Discount 해소에도 다소나마 긍정적 영향을 끼칠 것으로 예상된다.
- **한국투자공사(KIC) 운용기금** 200억 달러(예상) 중 **일정 부분**이 **KRX에서도 거래될 수 있어**, 동북아 금융허브를 추진하는 정부의 정책과도 서로 윈-윈이 될 수 있는 전략이라 할 수 있다.
- **KRX 인지도 제고--**미국과 유럽의 주요 거래소에 교차상장된 세계적인 국내기업이 KRX의 달러표시 주식부문에 상장될 경우, 이들 거래소의 개장시에 KRX의 종가가 이들 종목의 가격발견에 영향을 끼치게 되어(달러표시 가격이 원화표시 가격보다 정보상 더 유용), KRX가 이들 국가의 미디어에 상당 수준 노출될 것으로 예상할 수 있다. 이는 KRX의 위상에도 큰 영향을 끼칠 것이다.

- **비용--**"달러표시 호가, 매매체결, 결제 및 시세제공" 서비스를 위한 시스템 도입과 관련하여 KRX와 증권회사에게 비용이 발생할 것이다. 이러한 비용을 충당할 수 있을 정도로 달러표시 주식부문에 편익이 발생할 수 있을지에 대한 논란이 있을 수 있다. 그러나 이에 대해 "유동성만 일정 수준 존재한다면 비즈니스 기회의 다변화로 인한 편익이 더 중요하다"는 증권회사의 반응은 의미있는 시사점을 제공한다. 또한 달러표시 주식부문의 도입은 중장기적으로 한국주식시장의 하부구조(infrastructure) 체제를 확립하기 위한 하나의 시금석이 될 수도 있다. 결국 **달러표시 주식부문의 도입은 KRX와 정책당국자의 의지에 관한 문제**라 할 수 있다.
- **물가수준 및 외환시장과 관련하여 별 다른 악영향 없이 전체적으로 긍정적 효과 발생:** 달러의 유통범위가 주식거래에 제한될 것이고 그 거래규모가 작을 것으로 예상되므로, 달러표시 주식부문의 도입에 따른 **본원통화 수요의 감소는 크지 않을 것으로 추정**된다. 한편 달러표시 주식부문의 도입은 외국인투자자로 하여금 **환위험 헤징을 위한 별도의 선물환 및 통화옵션거래 관련 비용 없이 국내 우량주식에 대한 투자를 가능하게 함**으로써 이들 주식에 대한 외국인의 투자가 활성화될 것으로 기대된다(이는 달러표시 주식부문의 주요 목표 투자자가 외국기관투자자라는 묵시적 가정에 의한 것이다). 또한 달러표시 주식거래 관련 주문흐름(order flow)은 미래 환율의 변동 예상을 반영할 수 있다는 점에서 **환율의 예측가능성 및 외환시장의 효율성이 제고**될 것으로 기대된다.

<법적・제도적 고려 사항>

달러표시 주식부문의 도입과 관련하여 법적・제도적으로 문제되는 것은 주로 "발행과 관련한 문제"라고 할 수 있다. 현재 입법예고되어 있는「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」의 제정이 완료되면 국내기업이 발행한 주식을 기초로 국내에서 DRs 발행시에만 입법적 개선이 필요하다. 외국기업이 발행한 주식을 기초로 국내에서 DRs을 발행하는 경우와 국내기업이 달러표시 원주를 발행한 경우에는 특별한 법적 문제가 발행하지 않는다. 발행에 관한 문제가 명확히 정리되면 유통 및 기타 사항은 기술적인 것으로 특별한 문제가 발생하지 않을 것으로 판단된다.

<정책적 제언>

달러표시 주식부문을 도입하는 시기는 KRX와 정책당국자의 KRX 국제화와 이를 통한 한국자본시장의 동북아 금융허브에 대한 추진 의지의 정도에 따라 결정될 것이다. 따라서 법적・제도적 개선의 번거로움, 불확실한 편익 대비 확실한 비용(예: 시스템 구축비용) 등과 같은 애로 사항에도 불구하고, 달러표시 주식부문의 도입이 가져다주는 경제적 중요성에 대해 KRX와 정책당국자는 한국자본시장의 발전이라는 거시적 틀 속에서 이를 보다 심각하게 고민해야 할 것이다.

《 Abstract 》

The Potential for Dollar-Denominated Securities Trading in Korea

We examined the possibility of introducing a dollar-denominated securities-trading section on the Korea Exchange (KRX), on which the original shares or depositary receipts (DRs) of Korean blue chips and certain foreign stocks could be traded in U.S. dollars (hereafter *dollar*).

We argue that the introduction of dollar-denominated trading on the KRX would advance the internationalization of Korean securities markets, and complement two of the KRX's primary goals: cross-listing firms from neighboring countries, and drawing foreign investors to trade on the KRX. The following considerations are important in evaluating the impact of the introduction of dollar-denominated trading.

<Possible Features of the Section>

- **Securities listed:** Korean blue chips or their DRs, foreign stocks that are familiar to domestic investors (including the DRs of Korean firms currently traded on exchanges outside Korea). Domestic blue chips will be the first priority.
- **Listing standards:** The standards would be equivalent to the listing standards, in the level of investor protection

and corporate governance, required of the firms listed on the NYSE.

The standards will focus on the qualitative rather than the quantitative requirements.

- **Language of disclosure**: English.
- **Benefits and inducement**: Listed firms would be temporarily exempt from the listing fee and would pay a reduced annual fee initially, until the section reached a viable status.

<Rationale for Discussion Now>

The internationalization of the Korean securities markets is an urgent priority, as is achieving a high profile for the KRX brand. It is important to strengthen the competitiveness of the stock market division, which has had the lowest brand power among the divisions of KRX.

<Effects of the Introduction of Dollar-Denominated Trading>

- It will advance the internationalization of the Korean securities markets by helping to draw in foreign firms and foreign investors to the KRX.
- Since **the KRX is open when the European and American**

markets are closed, dollar-denominated trading will allow institutional investors (esp. foreign) **to trade and hedge Korean blue chips, which are already listed on foreign exchanges, around the clock with less exposure to currency exchange fluctuations**. This in turn will **bring a fresh liquidity pool** to the KRX.

- It will **contribute to KRX's goal of becoming the hub for global trading within the East-Asia time zone**. The Tokyo Stock Exchange (TSE) has attempted to fulfill this role, but it has not yet been successful, which creates an opportunity for the KRX. Establishing a dollar-denominated securities-trading section will facilitate the achievement of this goal.
- It will **enhance price efficiency on the KRX and have a positive effect on the resolution of the so-called "Korea Discount."**
- **A certain amount of Korea Investment Corporation (KIC) holdings could be invested in the section**, to support the Korean government goal of making Korea the hub of Northeast-Asia.
- It will **enhance the visibility of the KRX** among investors on world major exchanges since the closing

price of the KRX wil be more transparently informative for the opening price of Korean blue chips which are cross-listed on foreign exchanges.

- It will generate costs to the KRX and securities firms to set up the dollar-denominated section. However, **the benefits to the Korean securities markets from the section would be greatly exceed the costs.**
- **Its possible negative impacts on the KRW FX market can be managed and contained. Overall impacts will be positive.**

The introduction of dollar-denominated trading on the KRX will somewhat decrease the demand for KRW and lower the exchange rate, but this will have a modest beneficial effect on Korean exports, while **not have a great effect on domestic inflation and seigniorage.** Foreign investors will find **Korean blue chips more attractive because of the reduction in foreign exchange risks and transaction costs**, which would **increase somewhat liquidity on the KRX**. Dollar-denominated trading will **enhance the predictability of FX and the efficiency of the FX markets**.

<Legal Considerations>

It will be essential to clarify the legal status of the *issuance* of dollar-denominated securities. Passage of "The Capital Market Consolidation Act" would resolve most of the issues, except for the case of a domestic firm wanting to issue DRs in Korea based on its stock. Once the legal issues concerning the issuance of dollar-denominated securities are clearly settled, then secondary floating and other issues would become technical matters that could readily be resolved. **It will be critical to provide credible assurance to foreign investors that dollar-denominated investments placed in Korea can be liquidated without undue restrictions.**

<Policy Suggestions>

The timing of the introduction of dollar-denominated trading on the KRX depends on the priority placed by the KRX and policy makers on internationalization and the establishment of Korea as the Northeast-Asia Financial Hub. Notwithstanding the cumbersomeness of legal and institutional changes, uncertain benefits vs. certain costs, and so on, it is time for the KRX and policy makers to seriously consider the introduction of dollar-denominated trading on the KRX as an investment in the future of Korean securities markets.

Ⅰ. 서론

I. 서론

본 보고서는 국내 초우량기업의 주식과 해외 우량기업의 주식을 대상으로 한국증권선물거래소(Korea Exchange: KRX)에 "U.S. 달러표시 주식부문"의 도입 가능성을 검토하는데 그 목적이 있다. 여기서 주식부문이라 함은 U.S. 달러(이하 "달러"라 함)로 표시된 원주 또는 유가증권(주식) 예탁증서(depositary receipts: DRs)를 의미한다.

본 연구는 정부의 동북아 금융허브 추진 정책 및 KRX 국제화와 관련한 다음과 같은 필요성에 의해 제기되었다.

첫째, KRX 국제화의 시급성이다. 정부는 2003년 말 한국경제의 한 단계 도약을 목표로 동북아 금융허브 육성에 대한 청사진을 제시하였다(재정경제부(2003), Urade(2005) 참조).[1][2] 이를 달성하기 위해 정부가 설정한 7대 과제 중에서 KRX가 담당해야 할 역할 및 비중이 매우 큰데, 이 모든 사항은 KRX가 다각적으로 국제화 전략을 수행할 수 있는지의 여부와 연관되어 있다. 사안의 중요성에도 불구하고, 문제는 KRX가 국제화를 통해 동아시아의 주요 거래소로 약진할 수 있는 현재와 같은 우호적 환경이 향후 몇 년 밖에 지속되지 못할 것으로 예상된다는데 있다.[3] 주변국가로부터 교차상장(cross-listing)이 지지부진한 상태에서,

---

1) 이는 금융부문의 발전과 실물부문의 성장에 대한 인과관계에서 전자가 후자를 선도한다는 King and Levine(1993)의 관점에 암묵적으로 그 이론적 기반을 두고 있는 듯하다.

2) 7대 추진 과제는 다음과 같다. ① 자산운용업을 선도산업으로 육성, ② 금융시장의 선진화, ③ 지역 특화 금융수요(구조조정, 개발금융 등) 관련 이니셔티브(initiative) 확보, ④ 금융산업의 글로벌 네트워크 강화, ⑤ 한국투자공사(Korea Investment Corporation: KIC) 설립, ⑥ 금융 규제·감독 시스템 혁신, ⑦ 금융 관련 경영·[외국인] 생활 여건 개선(재정경제부(2003) 참조).

3) 아시아(또는 세계) 주요 거래소와 비교하여 KRX가 강점을 가진 시장부문은 파생상품시장본부와 코스닥시장본부라 할 수 있다. 국내외 전문가에 따르면,

KRX가 현재의 우호적 환경과 국내 초우량기업의 브랜드를 이용하면서 달러표시 주식부문을 운영하는 것은 KRX의 국제화를 "전면적이고 다각적으로" 추진하는 한 방법이 될 수 있을 것이다.

둘째, KRX라는 거래소 브랜드에 대한 고급화의 필요성이다. KRX가 추구해야 할 국제화는 현재 동아시아의 지역 거래소 수준인 KRX의 평판을 제고하는 것에 초점을 맞추어야 한다. 즉, 유동성(거래비용, 가격발견 포함), 투명성(상장기업 및 KRX), 시장건전성 및 투자자보호 등 시장의 질적 수준(market quality)을 동아시아 최고의 수준으로 확립하는 것은 KRX 국제화의 필요조건이라 할 수 있다. 따라서 기업의 지명도, 재무상태, 지배구조 등에서 최고의 상장요건을 갖춘 달러표시 주식부문을 운영하는 것은 KRX의 브랜드를 고급화하는데 공헌하는 하나의 수단이 될 수 있다.

셋째, 파생상품시장보다 국제적 브랜드가 낮은 현물시장, 그 중에서도 유가증권시장본부에 대한 경쟁력 강화의 필요성이다. KRX 파생상품시장은 "KOSPI200 주가지수 선물(옵션)"이라는 국제적 지명도가 높은 상품으

이들 시장본부가 적어도 TSE(Tokyo Stock Exchange), SSE(Shanghai Stock Exchange), 또는 이들 국가의 파생상품시장 및 신시장에 가진 비교우위를 향유할 수 있는 기간은 향후 2년에서 6년 정도라고 예상하고 있다(한국증권연구원(2006) 참조). 이러한 예상은 아직 일정 수준에 도달하지 못한 SSE와 관료적 비효율성으로 진정한 국제화를 달성하지 못하고 있는 TSE에 대한 기존의 인식에 바탕을 둔 것이다. 그러나 최근 들어 TSE의 국제화 행보에 변화가 감지되고 있다. 주로 미국 및 유럽기업에 치중하던 교차상장을 주변국 우량기업으로 적극 추진하기 시작한 것이다. 일례로, 2005년 11월 POSCO 주식을 ADRs(American Depositary Receipts) 형태로 상장(거래는 엔화로)시키면서, 그동안 명목적으로 수행해온 "하루 24시간 글로벌 주식거래(round-the-clock)"의 동아시아 타임존(time zone)의 허브 역할을 이제 보다 실제적으로 추구한다는 신호를 보내기 시작하였다. 이와 같은 TSE의 적극적인 국제화 전략은 KRX가 향후 길게는 6년까지 향유하리라던 기회의 시간을 더욱 단축시킬 것이며, 이는 KRX가 동아시아 주요 거래소로 위상을 확립하는데 반드시 극복해야 할 큰 위협일 것으로 전문가들은 판단하고 있다.

로 인해 세계 주요 거래소로부터 교차상장 또는 교차거래(co-trading)를 위한 "구애"의 대상이다.[4] 이에 비해 유가증권시장의 경우 시가총액기준으로는 세계 14~15위(2001년부터 2004년까지)이지만 그 지명도와 평판에 있어서는 매우 낮은 상태이다.[5] 세계적인 우량기업과 대형기업이 다수 포진하고 있는 한국경제의 실물 구조상 이들 기업의 자본조달시장인 KRX 유가증권시장본부의 균형적 발전은 매우 중요하다. 이를 위해서는 파생상품시장의 성장에 맞춰 현물시장의 국제적 경쟁력도 강화되어야 한다. 따라서 현재 논의가 진행되고 있는 주변국 거래소와의 주식 연계거래의 추진과는 별도로, KRX 유가증권시장본부에 달러표시 주식부문을 신설하는 것은 중요한 경제적 의의를 갖는다고 판단된다.

본 보고서는 다음과 같이 구성되어 있다. 다음 장에서는 세계 주요 거래소 비즈니스의 최근 동향과 예상, 그리고 달러표시 주식부문의 의의를 아시아 주요 거래소의 외화표시 주식부문 현황과 함께 살펴본다. III장과 IV장에서는 KRX에 달러표시 주식부문을 도입하는 것이 주식시장과 외환시장(외환의 수급조절 및 환율변동)에 미치는 영향을 각각 분석하고, 이에 대한 법적·제도적 고려 사항은 V장에서 분석한다. 이를 종합하여 VI장에서는 달러표시 주식부문의 도입 여부를 논하고 그 효과에 대해 검토한 후, 도입 가능한 부문의 형태를 기술한 후 보고서를 마무리한다.

---

4) 참고로 선물거래의 경우에는 그 특성상 국경에 구애를 받지 않는 성격이 강하다. 따라서 파생상품과 관련한 KRX의 국제화 전략으로는 KOSPI200 주가지수 관련 파생상품의 브랜드 가치를 최대한 확보할 수 있도록 설계되어야 할 것으로 판단된다.

5) 유럽 주요 국가의 경제뉴스 채널에서 대만의 주가지수는 자막을 통해 지속적으로 방영되지만 KOSPI 관련 주가지수는 그렇지 않다는 것이 하나의 예일 수 있다.

Ⅱ. 거래소 비즈니스의 최근 동향과 달러표시 주식부문의 의의

1. 세계 주요 거래소 비즈니스의 최근 동향 및 예상
2. 달러표시 주식부문의 의의

II. 거래소 비즈니스의 최근 동향과 달러표시 주식부문의 의의

최근 수년간 세계 주요 거래소를 둘러싸고 거세게 진행되고 있는 현상은 "거래소간 합병(또는 제휴) 추진"으로 요약할 수 있으며, 이에 대한 원천적 동인(driving force)은 "시장간 경쟁, 궁극적으로 대형 투자은행(investment bank: IB)과의 경쟁"으로 규정할 수 있다.[6] 본 장에서는 먼저, 세계 주요 거래소 비즈니스의 최근 동향을 주제별로 기술하면서 향후 전개 과정을 예상해 본다. 다음으로, 이러한 현상이 KRX를 포함한 동북아 주요 거래소에 미치는 영향을 고찰하고, KRX 국제화 전략으로서 달러표시 주식부문이 갖는 의의 및 아시아거래소의 외화표시 주식발행 현황을 간략히 기술한다.

1. 세계 주요 거래소 비즈니스의 최근 동향 및 예상

가. Trans-Atlantic Exchange의 가능성

2005년 중반 이후, 미국의 대표적 거래소인 NYSE(New York Stock Exchange)와 Nasdaq은 유럽의 대표적 거래소인 Euronext(파리, 암스테르담, 브뤼셀, 리스본거래소의 합병으로 탄생)와 DB(Deutsche Börse), LSE(London Stock Exchange)를 각각 대상으로 하여 경쟁적으로 합병을

6) 여기에서 언급된 시장은 광의로 정의된 시장을 의미한다. 즉, 거래소시장, ECNs(electronic communications networks)으로 대표되는 대체거래시장(alternative trading system: ATS)은 물론이고, IB 내부에서 주문이 매칭(matching)되어 거래가 체결되는 소위 내부화(internalization)가 발생하는 추상적 장소도 포함한다(엄경식・장병훈(2006)).

시도하고 있다.[7] 과연 대서양을 사이에 두고 치열하게 전개되고 있는 미국과 유럽의 통합 거래소는 출현할 수 있을까? 경제적 논리에 한서만 보면 이는 가능하다고 볼 수 있으며, 그 이유는 다음과 같다.[8]

첫째, 유럽거래소를 대상으로 합병을 할 경우 "사일로 모형(silo model)"[9]을 채택하지 않은 거래소가 유리한데, 미국거래소는 사일로 모형을 따르지 않는다. 따라서 미국거래소가 유럽거래소를 합병하려는 의지만 있으면 유럽의 경쟁 거래소보다는 구조적으로 우위에 서있는 것이다. 범유럽거래소 비즈니스에 대한 EU의 입장을 대변하는 Lamfalussy Group(2001)은 EU내 통합 거래소는 여러 개 존재할 수 있으나, 후선업무인 청산·결제는 독립하여 존재하는 단일(또는 복수)기관이어야 할 것을 권고하고 있다. 이는 청산·결제와 관련한 비효율성이 유럽거래소가 미국거래소에 비해 낙후되었다고 평가받는 주원인이라고 판단했기 때문이다. 따라서 이에 대한 EU의 입장은 매우 단호하다. 최근의 예로, 사일로 모형이었던 Euronext와 DB가 LSE를 합병하려 했을 때 FSA(Financial Services Authority)에서 전제조건으로 내세운 것이 해당 청산·결제기관을 거래소로부터 분리하는 것이었다. Euronext는 이를 받아들여 더 이상 사일로 모형을 추구하지 않고 있으나, DB는 청산·결제기관인 Eurex Clearing과 Clearstream을 포기하지 않고 있다.

---

7) 합병 대상인 유럽거래소들은 한편으로는 상대방 미국거래소의 제의에 대응하면서, 다른 한편으로는 유럽내의 다른 거래소와의 합병도 모색하고 있다.

8) 통합 거래소에 대한 공적규제의 관할권 문제는 그 이해관계가 복잡하게 얽혀 있지만 매우 중요한 이슈이다. 이것이 하나의 걸림돌로써 작용하여 미국과 유럽의 거래소간 통합이 이루어지지 않을 수도 있다는 예측도 만만치 않다.

9) 유럽의 국가간 거래소 통합의 형태로는 크게 사일로 모형(수직적 통합모형)과 수평적 통합모형이 있다. DB는 시장뿐만 아니라 청산·결제(또는 예탁)를 수직적으로 포괄하는 사일로 모형의 대표적 예이다. 반면, Euronext는 4개국 시장을 수평적으로 통합할 뿐 자체내에 청산·결제(또는 예탁)기관을 보유하지는 않는다(물론 이를 수행하는 LCH.Clearnet, Euroclear와 밀접한 비즈니스 관계를 가지고는 있지만).

둘째, 2007년 10월과 11월로 미국과 유럽에서 각기 그 시행이 예정된 Regulation NMS(National Market System, 이하 "Reg NMS"라 함)와 MiFID(Markets in Financial Instruments Directive)의 영향을 들 수 있다. 거래소 비즈니스와 관련한 이 두 규정의 핵심은 주식거래의 "Best Execution[10]"이다. 그런데 이들 규정이 시행되면 주식거래의 내부화[11]가 급격히 증가하여 향후 주문흐름(order flow)을 둘러싸고 거래소와 IB간의 경쟁이 심화될 것으로 전문가들은 예상하고 있다(엄경식・장병훈(2006)). 특히 미국거래소의 경우 Reg NMS가 시행되면 전자주문거래를 (반드시) 실행해야 하는데, 이미 전자주문장(electronic limit order book) 제도를 채택하고 있는 유럽거래소를 합병하는 것은 미국거래소에게 커다란 매력일 수 있다.

셋째, "Sarbanes-Oxley Act 2002"의 역풍으로 미국거래소의 상장수익이 악화된 것도 미국거래소가 유럽거래소의 합병을 적극적으로 추진하는 또 다른 요인이다.[12] 이는 미국거래소가 주식회사로 전환한 후 진정한 주식회사로서 기능하기 시작하면서, 일정한 수준의 자율규제기능(self-regulatory function)을 유지하면서 최대한의 이윤을 추구하는 방식으로 비즈니스 마인드에 변화가 발생했기 때문인 것으로 판단된다.

---

10) 어떤 주식이 복수의 시장에서 거래될 수 있을 경우 해당 주문은 가장 낮은 매수가격과 가장 높은 매도가격이 제시되는 시장에 의무적으로 회송되어 체결되어야 한다는 것을 의미한다. 여기서 말하는 시장에 대해서는 주석 6을 참조하기 바란다.

11) IB에 제시된 매도・매수주문이 최우선가격으로 대기 중일 경우 해당 주문을 거래소로 보내지 않고 IB 자체적으로 체결하는 거래관행을 의미한다.

12) Sarbanes-Oxley Act 2002 제정 이전인 2000년에는 전세계 10대 IPO 중 9개사가 NYSE에서 이루어진데 비해, 2005년에는 거꾸로 9개사가 LSE와 Euronext에서 성사되고 오직 1개사만이 NYSE에서 이루어졌다. 이와 관련하여 Steil의 다음과 같은 표현은 의미심장하다: "The NYSE is not buying a foreign exchange; the NYSE is buying a foreign jurisdiction." 이러한 현상은 Nasdaq의 LSE 합병 시도에도 동일하게 적용된다(Clary(2006)).

1) NYSE Euronext 탄생 가능성

2006년 5월 NYSE는 Euronext를 합병한다고 공식 선언하였다.[13] 이미 주주의 동의를 받았으며, 통합 거래소에 대한 공적 규제기관간의 규제 주도권 문제와 범유럽으로의 통합이 보다 바람직하다는 정서와 관련한 문제만 해결될 수 있다면 통합은 확정적이다. 모든 것이 순조로울 경우 향후 6개월 정도의 시일이 경과하면 NYSE Euronext가 탄생할 것으로 전망된다.[14]

그동안 꾸준히 Euronext와의 합병을 시도했던 DB도 끝까지 포기하지 않을 것을 천명하고 있으나, NYSE는 Euronext와의 통합 이후 DB와의 통합도 하나의 옵션으로 고려하고 있음을 암시하고 있다(Jeffs(2006)). DB가 Euronext 합병에 성공하지 못한 데는 헤지펀드 Atticus의 역할이 지대하였다. Atticus는 Euronext(9% 보유로 최대 주주), DB(5% 보유로 2대 주주), NYSE(6% 보유로 2대 주주)의 최대 또는 2대 주주로, 이번 합병 경쟁에서 NYSE의 손을 들어 주었다. 거래소 비즈니스에서 헤지펀드의 영향력을 실감할 수 있는 대목으로, 향후 KRX가 IPO(initial public

---

13) 위에서 언급한 미국거래소가 유럽거래소를 합병하려는 동인 이외, NYSE가 Euronext와의 합병을 통해서 향유할 수 있는 수익과 비용 측면에서의 시너지 효과도 상당한 것으로 평가받고 있다. 특히 NYSE는 파생상품시장으로 비즈니스 영역을 확대하려는 의도가 매우 강한데, Euronext Liffe와 NLQX를 보유한 Euronext와의 합병은 이를 충족시킬 수 있을 것이다. 또한 합병대상인 Euronext가 추진하는 Borsa Italiana와의 통합도 꽤 진전되어 있다. 이 합병의 성사여부도 NYSE의 Euronext 합병에 있어서 중요하다. 왜냐하면 이 두 거래소는 유럽 제2의 채권거래소(거래량 기준)인 MTS의 소유주로, 합병시 NYSE가 채권시장으로 비즈니스 영역을 확대시킬 수 있기 때문이다.

14) 최근 NYSE Euronext 합병과 관련하여 Euronext와의 통합이 어려워진 DB가 Borsa Italiana와 함께 다각적으로 Euronext와의 통합을 재차 촉구하고 있다. 이것이 EU에 상당한 반향을 일으키고 있는 것은 NYSE Euronext의 통합 가능성에 하나의 변수가 될 수도 있을 것이다.

offering)를 수행할 경우 이에 대한 고려를 해야 할 것이다.

Euronext와의 통합 이후 NYSE의 다음 행보로 TSE와의 합병이 "논리적 수순(next logical step)"라고 업계에서는 예상하고 있다(Jeffs(2006)).

2) Nasdaq의 LSE 합병 가능성

2006년 5월 현재, Nasdaq은 LSE 지분의 25.1%를 확보한 상태이다. 영국법상 공개매수에 있어서 "전부매수의무"와 합병에 해당하는 "조정절차(schemes of arrangement)"에 법원의 사전 허가와 주주 75%의 동의를 요하는 점을 고려하면, 이는 Nasdaq 이외의 거래소가 "실질적으로" LSE를 합병할 수 없다는 것을 의미한다.[15] 이에 대한 LSE의 반응은 매우 소극적인 것이어서 Nasdaq의 LSE 합병 가능성은 그 추이를 좀 더 지켜봐야 할 것으로 판단된다.

25.1%의 지분 확보를 위해 Nasdaq은 여러 차례에 걸쳐 점진적으로 매우 높은 가격에 LSE 지분을 구입해야 했다. 이 결과 Nasdaq의 재무

15) 영국에서 매수자가 기업에 대한 지배(control)를 취득할 경우에는 전부매수의무가 부과된다. 즉, 공개매수에 의하여 지배권을 취득하고자 하는 자는 모든 주식을 대상으로 제안을 해야 한다(City Code, r9.1). 여기서 기업에 대한 지배를 취득하는 것은 대상 회사의 의결권 30% 이상을 취득하는 것을 의미한다. 이미 대상 회사의 30% 이상 50% 이내의 의결권을 보유하고 있는 자가 추가로 의결권을 취득할 경우에도 동일한 의무가 부과된다(City Code, r9.1). 전부매수의무가 부과되는 근거는 누구도 잔존하는 소수주주에게 당해 기업에 대한 지배권을 취득할 시점의 주가로 그들의 주식을 매도할 수 있는 기회를 부여하지 않은 채 당해 기업에 대한 지배권을 취득해서는 안 된다는 데 있다고 설명되고 있다(Kenyon-Slade(2004) 참조). 일부매수는 원칙적으로 금지되어 있다(City Code, r36). 다만, 매수자 및 회사관계자 이외의 주주의 과반수의 승인이 있는 경우나 회사가 중대한 재정위기를 맞아 신주발행이나 제3자에 의한 매수이외에는 회사를 구제할 수 있는 방법이 없는 경우 등 패널이 인정한 경우에는 전부매수의무를 면제할 수 있다.

상태는 정크본드 수준으로 하락한 상태이다(Basar and Ahuja(2006)).

나. DB와 OMX의 움직임과 예상 가능한 선택

유럽내 거래소간 합병을 주도했던 두 거래소인 DB와 OMX(스톡홀름, 헬싱키, 코펜하겐 및 발틱(Baltic) 3국 거래소를 통합 운영)의 범유럽거래소에 대한 의지는 희망 사항으로 끝날 가능성이 높아 보인다.

DB의 경우를 보면 거래소 비즈니스에 아직도 국가적 자존심이 엄존하고 있음을 알 수 있다. 물론 원칙적으로나 명목적으로는 비즈니스 원리가 우선시 되고 있지만, 두 차례 세계대전을 일으킨 독일에 대한 다른 유럽국가들의 정서는 무시할 수 없는 것으로 보인다. NYSE Euronext가 탄생하고 NYSE가 DB를 합병할 수 있다고 언급을 할지라도, DB는 SWX(Swiss Exchange), WBAG(Wiener Börse) 등과 연합할 것으로 예상된다(주석 14 참조). DB는 현재 SSE에 시스템을 공급하고 있기 때문에 중국주식시장과의 연대도 강화할 것으로 전망된다.

지속적으로 LSE를 합병코자 했던 OMX의 노력도 성사되지 못하였다. Nasdaq의 영향권 하에 들어선 LSE가 뒤늦게 OMX와의 비즈니스 연계를 모색하고 있지만 실현 가능성이 매우 낮다고 할 수 있다. 현재 OMX는 북구 및 발틱 연안국가들과 NOREX Alliance를 형성하여 시스템 및 규정이 통합된 상태이다. 즉, 단일 스크린으로 이들 시장간에 상호 접속할 수 있다. DB의 예에서처럼 거래소 비즈니스에도 역시 민족적, 문화적 유사성이 작용하고 있음을 알 수 있다. 아직 구체적으로 논의되고 있지는 않지만 태생적으로 시장이 협소하기 때문에 다른 대형 거래소와의 합병 가능성(예: DB)은 항상 열려 있다고 볼 수 있다.

다. 아시아거래소의 발전 전략

아시아의 주요 거래소들도 국제화를 통한 경쟁력 제고를 위해 외국 거래소와의 전략적 제휴를 활발히 추진하고 있다. 그러나 아시아거래소들의 이러한 노력은 시장간 연계 및 통합 측면에서 SGX(Singapore Exchange)를 제외하고는 미국과 유럽의 거래소들에 비해 비교적 초기 단계라 할 수 있다. 왜냐하면 거래소가 전략적으로 국제화를 추구할 수 있기 위해서는 주식회사로의 전환(demutualization)과 IPO가 구조적인 전제조건인데, 대부분의 아시아거래소들은 이를 완료하지 못했기 때문이다.

1) SGX

SGX는 아시아 지역에서 가장 먼저 공격적이고 다양한 형태의 국제화를 활발히 추진하고 있다. 대상도 주식 및 파생상품부문을 망라하고 있다.

주식부문의 대표적인 국제화 사례로는 ASX(Australian Stock Exchange)와의 교차거래를 들 수 있다. SGX는 2001년 12월 세계 최초로 ASX와 교차거래를 개시하였다. 그러나 거래량 부족으로 2006년 9월말에 종료되었기 때문에 이 시도는 일단 실패로 막을 내렸다(de Terán(2006)). 이외 SGX는 AMEX(American Stock Exchange)와 제휴하여 ETFs(Exchange-Traded Funds)의 교차상장과 거래를 활성화시키려 하고 있으며,[16] Bursa Malaysia, TSE 등과의 연계거래도 추진하고 있다.

16) 현재 SGX에서 거래되는 ETFs 중 비교적 활발하게 거래되고 있는 종목은 다음과 같다: ① SPDRs, ② DIAMONDS, ③ iSharesSM S&P 500 index fund, ④ iSharesSM MSCI Singapore index fund, ⑤ iShares Dow Jones U.S. technology sector index fund.

파생상품부문의 국제화와 관련한 성과도 최근 다소 주춤하고 있다. SGX는 CME(Chicago Mercantile Exchange)와의 제휴로 1984년 이래 양 거래소간 선물거래 링크인 MOS(Mutual Offset System)를 통해 세계 최초로 "상호청산(offset)거래"를 성공적으로 수행해왔다. 그러나 최근 CME의 GLOBEX Alliance(해당 종목이 하루 23시간 거래될 수 있는 국제간 전자거래 네트워크)와 제휴관계가 성립되지 않아 MOS를 통한 유동성이 급감하였고, 이는 SGX 총수익 자체를 급감시키는 요인으로 작용하고 있다. 또한 CBOT(Chicago Board of Trade)와 합작으로 "Joint Asian Derivatives Pte. Ltd."를 설립(2006. 1)하여 운영하고 있으며, SET(Stock Exchange of Thailand)와 파생상품 교차거래도 성사 단계에 있다.

2) SSE와 TSE[17)]

SSE의 경우 아직까지는 자본시장의 확립에 중점을 두고 있다. 그러나 2006월 3월 CFETS(China Foreign Exchange Trade System)가 CME와 GLOBEX Alliance를 통해 중국시장에 CME의 환율 및 이자율 선물상품을 거래할 수 있도록 계약한 것은 국제화 전략에 있어서 향후 SSE의 행보를 가늠해 볼 수 있는 중요한 사건이라 할 수 있다. 즉, 하루 24시간 금융상품거래를 목적으로 운영 중인 GLOBEX Alliance의 취지로 볼 때, 아시아 금융허브에 대한 SSE와 CME의 이해가 일치한 것으로 짐작된다.

TSE는 SGX와 달리 눈에 띄는 국제화 전략을 수행하지 않았고, 단지 세계자본시장에서 차지하는 자신의 위상을 손상시키지 않을 정도의 기본적인 국제화 및 성장전략만을 추구했었다. 그러나 최근 이러한 전략에 변화가 발생하고 있다는 징후가 자주 나타나고 있다. 첫째, 작년 11월

17) SGX와 함께 아시아의 대표적 국제거래소인 HKEx(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited)는 중국에 반환되면서 국제화와 관련한 아시아의 선도적 지위를 "장기적으로는" SSE에 넘겨주게 될 것이라고 전망되고 있다.

POSCO의 교차상장 유치에서 볼 수 있듯이, 하루 24시간 글로벌 주식거래의 아시아 지역 허브로서의 주도적 역할을 수행하려 하고 있다(이에 대해서는 Ⅲ장 2절을 참고하기 바람). 둘째, 2006년 6월 NYSE와의 파트너 관계를 먼저 운운하고 또 KRX, SSE 등과의 연계를 거론하는 등, 보수적인 경영으로 유명한 TSE가 기존과는 매우 상이한 움직임을 보이고 있다.

2. 달러표시 주식부문의 의의

가. 미국 및 유럽거래소의 움직임이 동북아거래소에 미치는 영향과 KRX에 주는 시사점

언어, 문화(민족적 자긍심), 경제적 통합, 거래소 수준 등과 같은 측면에서 볼 때 동북아거래소간의 통합은 단기간내 성사되기는 힘들 것으로 전망된다. 그러나 미국과 유럽의 통합 거래소 또는 다른 대형 거래소(예: CME, CBOT)가 (동북)아시아거래소(예: TSE)와 통합에 가까운 연계를 할 가능성은 우리의 예상 보다 훨씬 빠르게 진전될 수도 있다. 이러한 전망은 현재 발생하고 있는 미국과 유럽거래소의 합병 움직임이 예상과는 달리 매우 신속하게 전개되고 있기 때문이다. DB가 SSE와 시스템 통합을 통해 중국주식시장에 접근하려는 시도와 최근 부쩍 뉴스에 등장하는 CME와 NYSE의 아시아 관련 움직임은 이러한 변화의 시초라 볼 수 있다. 이는 세계 주요 거래소 대부분이 IPO를 통해 주식회사로의 전환을 완성함으로써, 일정 부분 영리를 목적으로 하는 기업으로서의 거래소 비즈니스 문화가 정착된 것을 의미한다. 따라서 공적 기능에 해당되는 업무는 가급적 공적 규제기관에 의지하거나 독립된 기관에 의해 수행하고, 운영부문은 철저히 기업경영의 논리가 작동하고 있는 것을 알 수 있다.

결국 KRX는 비전을 가지고 비교우위가 큰 부문에 역량을 집중하여 KRX 스스로에 의한 국제경쟁력을 육성하거나, 또는 이와 병행하여 세계 수준의 거래소와 연계하면서 거래소간 경쟁에 대비해야 할 것이다. 이와 관련하여 KRX 비즈니스 중에서 비교우위가 큰 부문은 파생상품시장, 코스닥시장, 유가증권시장 순이라고 판단된다.[18)]

나. 유가증권시장과 관련하여 KRX가 수행할 수 있는 국제화 전략: 달러표시 주식부문의 도입 가능성

KRX는 현재 IPO를 한 상태가 아니기 때문에 세계 주요 거래소와의 지분 교환을 통한 보다 적극적 연계는 현실적으로 제한되어 있다. 따라서 IPO를 준비하는 기간 동안에 추진해볼 수 있는 국제화 관련 사항으로는 다음을 들 수 있다.

첫째, 파생상품시장의 경우 KOSPI200 주가지수 선물의 교차상장을 통한 CME와의 연계 및/또는 CME 주요 상품의 KRX 교차상장을 적극 추진한다. 이는 현실적으로 가장 가능성이 높고 바람직한 국제화 전략이라고 판단된다.[19)] 둘째, 최근 코스닥시장의 질적 수준에 대한 국내 미디어의 부정적인 평가에도 불구하고, 세계 신시장에서 코스닥시장의 상품성에 대한 평가는 상당히 높기 때문에 KRX는 이를 적극 활용해야 할 것이다. 비록 Nasdaq-Japan, Nasdaq-Deutschland 등이 문을 닫았지만, Nasdaq이 추진했던 전세계 하루 24시간 연속거래 전략 자체는 아직 유효하므로, KRX는 세계주식시장의 합병 과정을 주시하면서 Nasdaq과의 연계 가능성을 개방적이고 심도 있게 고려하는 것이 매우 중요하다. 셋

18) 코스닥시장이 유가증권시장에 비해 시장효율성 측면에서 손색이 없다는 연구결과로는 남상구・박종호・엄경식(2006)을 참조하기 바란다.

19) 이에 대한 자세한 논의는 한국증권연구원(2006)을 참고하기 바란다.

째, 유가증권시장과 관련한 KRX 국제화의 현실적 대안으로는 기존에 추진하고 있던 주변국 기업들의 교차상장을 지속적으로 추진하면서, 이에 대해 보완적으로 또는 선제적이며 공격적인 차원에서 달러표시 주식부문을 도입하는 것은 의미 있는 국제화 전략이라 판단된다.

다. 아시아거래소의 외화표시 주식발행 현황[20]

1) SGX

규정상 외화표시 주식(또는 펀드)의 상장 및 거래가 가능한 SGX에서는 1991년 달러표시 주식(또는 펀드)을 시작으로, 2005년말 현재 총 32개의 외화표시 주식(24개)과 펀드(8개)가 거래되고 있다. 거래량은 총거래량의 6.5% 수준이다.

24개 외화표시 주식 중 주권은 23개, DRs은 1개이며, 22개는 HKEx, LSE, TSE 등 다른 거래소에 교차상장되어 있다. 외국통화로는 달러를 포함하여 엔, 파운드, 캐나다 달러, 호주 달러, 홍콩 달러 등 다양하다. 본 보고서가 관심을 가지고 있는 자국기업 주식의 외화표시 상장 및 거래와 관련해서는, 7개 싱가포르기업이 달러로 상장・거래되고 있다.

2) SSE

액면은 위안화로 표시되고, 발행 및 거래는 달러로 표시되어 거래되는 전용주식시장("B주 시장")이 외자조달창구로서 1992년 2월 SSE에 개설되었다.[21] 이후 2001년 2월부터 중국내 거주자도 보유하고 있는 달러로 투

20) 본 항의 내용은 한국증권선물거래소(2006)와 해당 거래소와의 이메일을 통한 교신 등을 바탕으로 작성되었다. 자료의 작성과 교신에 많은 도움을 주신 KRX의 옥진호 박사님께 고마움을 전한다.

자할 수 있게 되었다. 2006년 1월 현재 109개 종목이 상장되어 국내투자자 전용 "A주 시장" 거래량(금액 기준)의 8.6% 정도가 거래되고 있다.

<표 II-1> 중국주식시장에서 상장·유통되는 주식에 대한 구분

구분	특징	비고
A주	국내투자자 전용주식	2002년말 외국 적격투자자에 대하여 부분적으로 개방
B주	외국인투자자 전용주식	2001년 2월 외환보유 국내투자자에게 개방
H주	외국 상장주식	일반적으로 상장하는 증권시장에 따라 H주(HKEx), N주(NYSE), S주(SGX) 등으로 구분하나, H주로 통칭

출처: 한국증권선물거래소(2006)

3) HKEx

1986년 아시아거래소 중 외화표시 주식의 상장 및 거래가 가장 먼저 이루어졌다. 이는 투자자의 투자욕구를 충족시키려는 것이 주목적이었다. 소수의 미국계 펀드(ETFs)가 달러로 거래되기 시작했으나, 거래는 미미한 상태이다.

4) TSE

POSCO의 예(III장 2절에서 후술)에서도 파악할 수 있듯이, TSE에서는 달러로 주식을 발행할 수는 있으나 거래는 엔화로만 가능하다. 이는 TSE에 외화표시 주식의 상장 및 매매에 관한 규정이 없기 때문이다. 따라서 외화표시 주식의 거래는 당연히 전무하다.

---

21) Shenzen Stock Exchange에서의 발행 및 거래는 홍콩 달러로 이루어진다.

Ⅲ. 달러표시 주식부문의 도입이 KRX 유가증권시장에 미치는 영향: 교차상장 연구를 중심으로

1. 교차상장의 경제적 효과
2. 가격발견효과 사례연구--POSCO의 TES 교차상장: 엄경식・빈기범・이현진(2006)
3. 달러표시 주식부문 도입에 대한 시사점

III. 달러표시 주식부문의 도입이 KRX 유가증권시장에 미치는 영향: 교차상장 연구를 중심으로

"KRX에 달러표시 주식부문을 도입한다는 것"은 "국내 상장주식의 경우 동일 거래소(KRX)의 서로 다른 부문(예: 유가증권시장본부, 달러표시 주식부문)"에, "해외 상장주식의 경우 서로 다른 거래소(해당 외국거래소와 KRX)"에 "교차상장하는 것"을 의미한다. 국내 상장주식의 경우 KRX라는 동일 거래소의 서로 다른 부문에 교차상장한다는 점에서, KRX에 달러표시 주식부문을 도입하는 것은 광의로 해석한 "특수한" 형태의 교차상장을 의미한다. 본 장에서는 교차상장이라는 경제현상이 시장참여자, 증권시장 및 거시경제에 미치는 효과에 대한 기존 연구 결과와 POSCO의 TSE 교차상장을 사례로써 분석하여, 달러표시 주식부문의 도입이 KRX 유가증권시장에 미치는 영향을 도출하고자 한다.

1. 교차상장의 경제적 효과

교차상장에 대해서는 크게 ① 상장기업, ② 투자자, 그리고 일국의 자본시장 발전과 연결된 ③ 증권시장 및 ④ 거시경제 측면 등으로 세분하여 그 동기 또는 효과를 파악할 수 있다.[22] 그러나 상장기업과 투자자 측면에서 본 교차상장의 경제적 의의는 서로 동전의 양면과 같은 성격을 지니고 있기 때문에 이에 대해서는 본 절에서 함께 다루고, 증권시장과 거시경제 측면에 대해서는 다음 절에서 별도로 구분하여 기술한다.

---

22) 이하의 논의는 엄경식 · 정순섭(2006)을 좀 더 자세하게 정리한 것이다.

가. 상장기업 및 투자자에게 미치는 영향

교차상장이 상장기업과 투자자에게 미치는 영향에 대해서는 여러 가지 세부 가설이 논의되고 있지만, 일반적으로 "Market Segmentation Hypothesis"와 "Bonding Hypothesis"의 두 가설로 구분되고 있다. 여기에 더해 본 보고서에서는 Bonding Hypothesis와 매우 밀접한(대부분 거의 동일하게 취급하는) "Signalling Hypothesis"를 따로 구분하여 기술한다.

1) 시장분할의 극복: Market Segmentation Hypothesis

Market Segmentation Hypothesis(이하 "MSH"라 함)는 저발전 단계의 시장에 속한 기업이 세계 유수의 시장에 접근하여 보다 저렴한 자본비용으로 자금을 조달하기 위해 교차상장을 시도한다는 가설이다.[23] 이에 대한 논리는 다음과 같다. 세계자본시장에 충분히 편입되지 못한 국가의 기업은 대부분 낮은 수준의 기업 경영환경(즉, 기업 경영환경과 관

23) 이와 밀접하게 연관된 가설로 "Shareholder Base Hypothesis(이하 "SBH "라 함)"가 있다. SBH는 외국의 주요(또는 여타) 거래소와 연계 없이 국내 거래소에만 한정되어 거래되던 해당 기업의 주식이 분할된 시장을 극복한다는 측면에서는 MSH와 동일한 의미를 갖는다. 그러나 외국거래소의 투자자들은 교차상장을 했다는 이유 하나만으로 선뜻 이러한 주식에 투자하지는 않는데, MSH는 이에 대한 설명을 하지 못한다. 이에 비해, SBH는 MSH에 근거를 두고, 교차상장이 투자자 기반의 확대로 이어져 유동성과 자본조달의 조건 및 기회를 증대시킨다는 방향으로 논의를 확대한 가설이다. 이는 일국에서 거래되던 해당 주식이 또 다른 나라의 거래소에서 상장되어 거래되는 것이므로 아주 일차원적이기는 하지만 명백한 논리이다. 본 보고서에서는 이 둘을 MSH로 통합하여 사용한다(Karolyi(1998), Foerster and Karolyi(1999) 참조). 이외, 시장분할을 정보 측면(informational segmentation)에서 접근하여, 교차상장을 기업재무와 연결한 흥미로운 연구로는 Foucault and Gehrig(2006)을 참고하기 바란다.

련하여 높은 위험 수준)으로 말미암아 자본비용이 상대적으로 매우 높다. 이 경우에 해당 기업이 유동성이 높은 선진 시장에 교차상장을 하면 자국 시장의 저발전에 따른 내생적 위험을 다른 선진국가의 투자자와 공유할(risk-sharing) 수 있으므로 자본비용을 절감시킬 수 있다. 즉, 해당 기업과 관련한 위험 프리미엄의 감소로 자본비용은 낮아지게 된다.[24]

이는 교차상장과 관련한 가장 오래된 가설로서, 국제투자에 대한 진입장벽[25]이 매우 높았던 시기에 교차상장을 설명하는 가설이다. 그러나 미국주식시장에 교차상장된 사건연구(event study)를 통해 본 결과에 의하면, 교차상장으로 인해 기업의 자본비용은 감소하지만 그 결과가 MSH에 의한 것이라는 데는 의견이 일치하지 않는다. 오히려 교차상장과 관련하여 MSH로 설명할 수 있는 것보다 설명할 수 없는 부분이 더 많다는 것이 현재 학계의 공통된 의견이라 할 수 있다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

먼저, Miller(1999)의 연구에 의하면 외국기업이 미국주식시장에 교차상장을 발표함과 동시에 해당 주식은 평균 1.15%의 초과수익률을 기록하는 것으로 나타났다. 이 현상은 특히 신흥주식시장의 주식이 사모가 아닌 형태로 정규거래소(NYSE, Nasdaq)에 교차상장될 경우에 더욱 두드러진다고 하면서 MSH를 옹호하였다.

---

24) 이 부분은 후술하는 Bonding Hypothesis로도 설명이 가능하다. 즉, Bonding Hypothesis에서는 지배구조의 의미가 매우 중요한데 교차상장으로 인해 "법적 본딩(legal bonding)"을 하면 소유구조가 분산되어 자본비용은 감소하게 된다(Himmelberg, Hubbard and Love(2002)).

25) 진입장벽에는 보유제한, 세금과 같은 직접적 진입장벽과 정보 접근 가능성, 회계기준 또는 유동성 위험의 차이와 같은 간접적 진입장벽으로 구성된다(Miller(1999) 참조).

반면, Foerster and Karolyi(1999)는, 교차상장 발표 이전의 초과수익률은 Miller(1999)가 제시한 것보다 훨씬 높을 뿐만 아니라 교차상장 이후에도 초과수익률이 주당 0.14% 감소하기 때문에, 외국기업이 미국주식시장에 교차상장을 통해 발생하는 순편익을 MSH를 적용해서 평가하기는 매우 어렵다고 주장하였다. 더군다나 세계자본시장의 통합은 1980년대보다 1990년대 이후에 가속화되었는데, 교차상장이 시장분할에 따른 위험 프리미엄을 감소시키기 위해 발생하는 현상이라면, 1990년대 이후의 교차상장 건수는 1980년대에 비해 현저하게 적어야 한다. 하지만 실제로는 오히려 급속히 증가하였다(Karolyi(2004) 참조). 동일한 맥락에서 스위스와 캐나다기업의 경우 터키와 인도기업보다 세계자본시장의 질서 속에 더 깊숙이 연관되어 있음에도 불구하고, 교차상장에 따른 자본비용의 감소를 살펴보면 이들 기업의 위험 프리미엄이 훨씬 더 높게 나타나, MSH를 뒷받침하지 못하고 있다.

김재명・안희준(1999)은 국내기업의 DRs 교차상장을 대상(1990. 12~1997. 12)으로 MSH를 검증하였다. 이들은 국내기업의 NYSE 교차상장으로 이들 기업이 세계자본시장에 통합되는 긍정적 효과가 나타나지만, 국내기업의 LSE 또는 Luxembourg Stock Exchange의 교차상장으로는 이러한 효과가 나타나지 않는다고 보고하였다.

MSH과 연관되어 있으면서 교차상장의 동기를 보다 세부적으로 설명하는 논의로는, 교차상장으로 국내・외에 해당 기업의 인지도(visibility)를 제고시킬 수 있다는 가설(“Recognition Hypothesis”)을 들 수 있다(Baker, Nofsinger and Weaver(2002) 참조). 이 가설에 의하면, 교차상장으로 인해 해당 기업은 교차상장 대상 국가로 자사 제품의 수요 기반을 확충시켜 판매 증대와 같은 비금융적 혜택을 증대시킬 수 있다.

2) 투자자보호 강화

가) Bonding Hypothesis

Bonding Hypothesis(이하 "BH"라 함)[26]는 현재 교차상장에 대한 법적·경제적 논의(law and finance)로 광범위하게 수용되고 있는 가설이다. BH는 해당 기업이 보다 엄격한 상장요건, 강화된 소액주주보호, 보다 양호한 기업지배구조(corporate governance)를 요구하는 거래소에 교차상장함으로써, 자신의 최소 질적 수준을 국내보다 투자자보호에 엄격한 제도적 환경에 접목시켜(bonding, 이하 "본딩"으로 기술), 투자자에게 보다 적극적으로 자신의 가치를 신호하려(signal) 한다는 가설로 정의된다.[27]

본 장에서 서술하는 학계의 다양한 연구 결과를 종합하면 해당 기업에 본딩효과를 가장 강하게 제공하는 시장은 미국주식시장이다. 미국주식시장에 교차상장할 경우 해당 기업이 받게될 규제의 범위를 참고삼아 예로 들면 다음과 같다.[28]

---

26) 또는 "Functional Convergence Hypothesis"라 한다. Functional Convergence Hypothesis란 일국의 법적 체계가 다른 나라의 법적 체계와 일치되는 방향으로 변모한다는 "Formal Convergence"와 대칭되는 용어이다. 정치적·문화적 이유로 인해 법적 환경에서 Formal Convergence와 같은 거시적 차원(macro-level)의 변화가 발생하기 힘든 이유에 대해서는 Ribstein(2005)을 참조하기 바란다.

27) Bonding Hypothesis의 이론적 출발에 대해서는 La Porta, Lopez de Silanes, Shleifer and Vishny(1998), Stulz(1999), Coffee(1999, 2002) 등을 참조하기 바란다.

28) 특히 2002년 "Sarbanes-Oxley Act"의 제정으로 ADRs을 포함하여 미국주식시장에 교차상장 하는 모든 기업은 회계 및 재무활동에 대해 보다 강도 높은 책임이 요구되기 시작하였다. 이는 BH의 입지를 강화시키는 요인 중 하나로 작용할 뿐만 아니라, 교차상장을 두고 발생하는 미국의 주요 거래소와 LSE와의 경쟁에서 LSE에 우호적인 법적 환경으로 작용하고 있다는 평가를 받고 있다.

- 교차상장 기업에 대한 SEC의 규제 집행(enforcement)
- GAAP(Generally Accepted Accounting Principles)에 의거한 재무제표의 작성 및 공시 수행
- 미국주식시장이 요구하는 보다 높은 수준의 상장요건 충족
- 미국의 IB, 회계법인, 채권평가회사, 애널리스트 등 소위 명성(reputation)을 중요시하는 기관에 의한 비즈니스 감시를 받게 되어, 강도 높은 비공식적 감독에 노출[29]

BH에 대한 지금까지 대부분의 연구 결과는 이를 지지한다고 할 수 있다. 그러나 최근 몇몇 연구는 이를 기각하거나 제한적으로 지지하는 결과를 보고하고 있다.

BH를 지지하는 대표적인 연구결과를 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 투자자보호가 허술한 국가의 기업의 경우 미국주식시장으로 활발하게 교차상장을 시도하지는 않으나, 일단 시도하면 많은 주식을 발행하면서 교차상장하는 것으로 나타난다(Reese and Weisbach(2002)). 둘째, 교차상장시 해당 기업의 지배주주(controlling shareholder)가 대리인비용을 적게 발생시키는 경우 이들 기업의 지배주주는 미국주식시장에 교차상장함으로써 얻을 것은 많은데 비해 잃을 것은 아주 적다. 그 이유는 지배주주 스스로가 보호해야 할 자신의 기득권적 혜택은 적은 반면, 보다 우수한 자본시장에 진입하여 취할 수 있는 성장 기회는 훨씬 크기 때문이다. 따라서 해당 기업은 자신의 가치를 보다 정상적으로 평가받을 수 있게 된다(Doidge, Karolyi and Stulz(2004)).[30] 셋째, "미국주식시장에 교

29) Lang, Lins and Miller(2003)의 연구에 의하면 교차상장 기업의 이익 예측치(earnings forecast)는 그렇지 않은 기업보다 높은 것으로 나타난다. 물론 이 같은 "Reputation Bonding Hypothesis"를 BH와 구분(Ribstein(2005) 참조)하기도 하지만 본 보고서에서는 이를 함께 사용한다. 일반적으로 Reputation Bonding Hypothesis는 본딩이 법적 구속력을 예상하지 않더라도 발생할 수 있다는데 초점을 둔 것이다(Siegel(2004) 참조).

차상장된 주식일지라도 미국주식시장에서 높은 유동성을 보일 경우에 한해서" 본딩효과가 발생한다(King and Segal(2004)).[31]

BH를 기각하는 연구로 Siegel(2004)을 들 수 있다. 미국주식시장에 ADRs을 교차상장한 멕시코기업을 대상으로 분석한 결과에서, 그는 미국증권법이 부당 내부자거래 및 횡령 등을 처벌하는데 매우 비효율적이라고 주장하였다. 이러한 현상은 미국에 교차상장된 멕시코 기업의 자산이 미국내 존재하지 않은 경우에 특히 심하게 나타났다.

이에 비해, Ayyagari(2004)는 법적 본딩이 미국의 주요 거래소에 교차상장한 외국기업(42개국 425개)의 소유 및 지배구조에 미치는 영향을 고찰하여 BH를 분석한 결과,[32] 본딩효과는 교차상장 기업에는 나타나지

30) Doidge et al.(2004)은 미국주식시장에 교차상장한 기업의 Tobin's q가 그렇지 않은 기업보다 16.5% 높은 것을 제시하면서 자신의 이론을 입증하고자 하였다. Tobin's q는 기업자산의 시장가치를 해당 기업자산의 대체비용을 나눈 값으로, 여기서 "기업자산의 시장가치" 는 기업의 투자기회(firm's investment opportunity)이고 "기업자산의 대체비용(즉, 재구입 가치)"은 기업자산의 집중도(asset-intensiveness), 즉 기술고도화의 역을 의미한다. 따라서 Tobin's q 전체는 일반적으로 기업의 투자기회에 대한 대용변수(proxy)로 사용된다(Rajan and Zingales(2001)).

31) King and Segal(2004)은 미국주식시장에 교차상장한 캐나다기업을 대상으로 Reputation Bonding Hypothesis를 검증하였다. 캐나다기업에 한해서는 미국주식시장에 교차상장할 경우 다른 국가의 기업과는 달리 원주만이 허용된다. Jordan(2006)은 이러한 특성을 이용하여 캐나다기업은 본딩효과를 향유하기 위해 미국주식시장에 교차상장하는 것이 아니라, 미국기업처럼 취급받아 소위 "home bias" 효과를 누리기 위해 교차상장한다고 주장하고, 이를 "카멜레온효과(chameleon effect)"라 하였다.

32) SEC 등록과 U.S. GAAP을 필요로 하는 "Level II ADRs"과 "Level III ADRs"만을 분석대상으로 하였다. Ayyagari(2004)는 교차상장시 해당 기업의 지배구조에 변화를 주는 특성으로 다음을 들고 있다. ① 국내투자자에게 지배력이 이동하는 경우: 국내시장의 크기, 유동성, 법규정, 투자자보호 정도, ② 외국인투자자에게 지배력이 이동하는 경우: 기업규모, 레버리지와 같은 기업특성 변수와 교차상장 기업의 국가내 자본통제 및

않으나 해당 기업의 투자자에게는 나타난다고 하였다. 즉, ADRs 형태로 교차상장하는 기업에게 미국주식시장의 교차상장 관련 규제는 소유집중도를 변화시킬 만큼 효과적이지는 않다고 하면서 BH를 기각하고 Bebchuk and Roe(1999)의 "Path-Dependence Hypothesis"[33]을 지지하였다. 반면, 교차상장은 기존 주주에게 자신이 보유한 주식을 새로운 보유주에게 이전할 수 있는 기회를 주어, 높은 수준의 지배력 이전(control transfer)을 가능케 한다고 하면서 BH를 지지하였다.

나) Signalling Hypothesis

BH와 밀접하게 연관되어 있는 주요 가설로 "Signaling Hypothesis (이하 'SH'라 함)"을 들 수 있다. 교차상장에 대한 BH와 SH는 둘 다 해당 기업이 교차상장 대상 국가의 법적 구속력에 스스로를 노출시켜 자신이 질적으로 우수한 기업이라는 신호를 보낸다는 점에서는 그 차이점을 발견하기가 어렵다. 그러나 SH는 다음과 같은 점에서 BH와 구별된다. 첫째, BH가 법적 구속력에 의존하는데 비해, SH는 그렇지 않다. 미국의 법적 구속력이 이스라엘의 법적 구속력보다 결코 그 강도가 높지 않음에도 불구하고, 이스라엘기업이 미국주식시장에서 IPO를 수행하는 것은 하나의 좋은 예이다(Blass and Yafef(2001)). 둘째, BH에서는 해당 기업이 질적으로 보다 우수한 법률체제를 가진 외국거래소에 교차상장한다고 규정하는데 비해, SH에서는 자신이 질적으로 보다 우수한 기업이라는 사실을 신호하기 위해 해당 기업은 비록 완전정보 세계의 측면에서 보면 비효율적일 수도 있는 법률체제를 가진 거래소에도 교차상장할 수 있다. 예를 들면, SH의 경우 교차상장으로 인해 과도한 소송이 발

직접투자 관련 규정.

33) 기업의 소유·지배구조는 한 경제가 어떤 방식으로 발전해왔는지에 따라 결정된다는 가설이다.

생할 수 있는 법률체제를 가진 거래소에도 해당 기업은 자신의 질적 우수성을 신호할 수만 있다면 교차상장을 추진할 수 있다(Iacobucci(2004)).

SH를 지지한 Sarkissian and Schill(2003, 2004)의 연구에 의하면, 교차상장의 긍정적 효과(자본조달비용, 유동성, 공시 등)는 "다양한 제조품목에서 교류가 활발하게 이루어지는 국가간"의 교차상장에서 현저하게 나타난다. 이는 교차상장 대상 국가와 그 나라 제품에 대한 "친숙함(familiarity, 즉 많은 정보량)"이 교차상장에 따른 효과를 높여준다는 것을 확인하는 결과이다.

이외 SH를 지지하는 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 교차상장을 시도하는 기업은, 회계 및 재무활동에 있어서 보다 높은 수준의 책임을 요구하는 국가의 거래소에 상장함으로써, 해당 기업의 질적 수준이 우수하다는 것을 신호하려 한다. 둘째, 보다 높은 책임을 요구하는 거래소에 교차상장된 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 보다 높은 수익성을 실현한다(Fuerster(1998)). 셋째, 낮은 수준의 법적 기준을 가지고 있는 국가의 기업은 보다 엄격한 수준의 책임을 요구하는 법률체계를 갖춘 거래소에 교차상장함으로써, 외부자본조달시 대리인비용을 감소시킬 수 있다(Stulz(1999)).

3) 하루 24시간 글로벌 주식거래 편의 제공

기업이 자신의 주식(또는 DRs)을 둘 이상의 해외 주요 주식시장에 교차상장한다는 것은 투자자에게 전세계적으로 하루 24시간 중단 없이 예측 불가능한 위험을 효율적으로 헤지할 수 있는 수단을 제공하는 것이라고 볼 수 있다. 이는 물론 교차상장으로 인해 하루 24시간 글로벌 주식거래가 가능하다는 전제 하에서이다.

투자자(특히 기관투자자)에게 하루 24시간 글로벌 주식거래를 통해 헤지 거래를 수행할 수 있게 한다는 것은, 먼저 관련 파생상품의 유동성

이 제고되고 이것이 차례로 해당 주식의 유동성 증가로 이어지게 되는, 소위 증권시장의 선순환 구조를 형성시킬 수 있다는 점에서 중요한 의미를 지닌다.[34] 이 경우 해당 기업은 투자자의 거래 편의를 매우 중요하게 고려하는 차원 높은 회사라는 긍정적 기업 이미지를 얻을 수도 있다.[35]

나. 주식시장 및 거시경제에 미치는 영향

1) 교차상장 상대방 주식시장으로 거래이동 가능성과 이의 개별기업 및 국가경제에 미치는 미시적·거시적 효과

교차상장 기업이 ① "교차상장을 하지 않은 기업(이하 '비교차상장 기업'이라 함)"에 미치는 영향, ② 국내주식시장의 성장에 미치는 영향, ③ 국내경제(자본시장 발전)에 미치는 영향에 대한 연구 결과는 매우 상반되게 나타나고 있어 아직도 논쟁 중임을 알 수 있다. 논의의 초점은 교차상장을 시장의 통합으로 보느냐, 아니면 시장의 분할로 보느냐에 있다. 또한 분석대상 기업의 자료(일별, 월별, 연도별 등 시계열 자료 및 개별기업 또는 거시경제 수준 변수 등)에 따라 그 결과가 상반되게 나타나는 것도 논쟁을 일으키는 하나의 요인이라 할 수 있다.

---

34) 주식 관련 파생상품의 유동성 증가가 주식시장의 가격 및 유동성에 미치는 영향에 대해서는 그 결과가 일의적이지 않다. 이에 대해서는 Easley, O'Hara and Srinivas(1998), Eom and Hahn(2005)을 참고하기 바란다.

35) KRX와 중첩되지 않는 시간대(미국주식시장의 거래시간)에 KOSPI200 주가지수 선물을 달러로 교차상장하자는 CME의 제안도 이러한 경제적 의의에 기반을 둔 것으로 해석할 수 있다. KRX의 이익(즉, KOSPI200 주가지수 선물의 브랜드 고급화)에 충실할 수 있도록 세부적인 방안이 선행적으로 모색되어야 하는 것은 물론이다. 교차상장에 의한 하루 24시간 주식거래가 주식시장 및 거시경제에 미치는 영향은 후술한다.

가) 국내주식시장의 질적 수준 제고: 전이효과발생가설

"전이효과발생가설(spillover effect)"에 의하면 교차상장은 일국의 주식시장이 세계자본시장의 질서 속에 편입되는데 있어서 촉매 역할을 수행하며 자국의 경제발전과 경제성장을 촉진시킨다. 따라서 교차상장은 이를 시도하는 기업이 속한 국가의 주식시장 자유화 및 질적 수준을 향상시키는데 상당한 기여를 하는 사건(event)이다.

예를 들면, 교차상장 기업 때문에 비교차상장 기업(주로 교차상장 기업의 경쟁기업)의 주식에 외국인투자자의 관심이 발생해서 이들 기업에 대한 신뢰와 유동성이 제고될 수 있다. 또한 국내증권회사는 교차상장이 몰고 오는 선진주식시장으로부터의 경쟁에 효율적으로 대처하기 위한 조치(즉, 브로커 업무의 효율화, 시장조성인의 경우 거래방식의 개선 등)를 취하게 될 수 있다. 개별기업 및 개별증권회사에서의 이러한 효과를 극대화하기 위해 국내주식시장도 보다 높은 투명성과 엄격한 공시제도를 구비하려 할 것이다.

전이효과발생가설이 지지되는 경우는 다음과 같다. 첫째, 국내주식시장의 발전 여부는 교차상장으로 연계된 시장간의 정보 투명성에 의해 결정된다(Hargis and Ramanlal(1998)). 시장규모가 작고, 유동성이 낮으며, 외국인투자자에 대한 소유권의 제한이 있는 주식시장의 상장기업이 보다 크고, 투명성이 높은 주식시장으로 교차상장할 경우 해당 기업 국내시장의 질적 수준은 상당히 개선된다. 둘째, 주식보유자의 기반이 확대될 가능성이 높으면 교차상장은 국내시장 발전에 매우 긍정적 영향을 미친다(Hargis(2000)). 셋째, 어떤 기업이 처음으로 ADRs을 발행할 경우 국내에서 이와 경쟁관계에 있는 기업에게도 매우 긍정적인 효과가 나타난다(Fernandes(2003)). 이러한 효과[36]는 교차상장 기업과 경쟁 기업의

36) 저자는 이를 "자유화효과(liberalizing effect)"로 명명하였다. 효과로 측정되는 대용변수로는 주식수익률의 변화, 국내시장과 전세계시장 수익률의

주식수익률간 상관관계가 높을수록 크게 나타난다. 넷째, 교차상장으로 인해 시장분할현상이 나타나지는 않기 때문에 시장의 질적 수준은 저하되지 않는다는 주장도 전이효과발생가설을 간접적으로 지지한다고 할 수 있다(Karolyi(2003), Lau and McInish(2002) 참조).[37]

나) 국내주식시장의 질적 수준 저하: 역전이효과발생가설

"역전이효과발생가설(adverse spillover effect)"에 의하면 교차상장은 국내주식시장으로부터 투자자본 및 거래활동을 이탈시켜 국내주식시장의 질적 수준을 저하시킨다. 따라서 세계주식시장에 접근하기 어려운 기업이 주로 남게된 국내주식시장은 국제주식시장으로부터 고립된(fragmented) 시장으로 전락할 수 있다.

역전이효과발생가설이 지지되는 경우는 다음과 같다.[38] 첫째, 교차상장으로 시장이 확대되면 될수록 해당 주식시장은 발전하고 질적 수준[39]도 개선된다. 그러나 이러한 효과의 대부분은 ADRs 발행기업에서만 나타날 뿐 비교차상장 기업의 주식에 대한 국내주식시장의 질적 수준은

베타 및 변동성의 변화가 사용되었다.

37) 최근 Sarbanes-Oxley Act 2002의 영향으로 또는 교차상장된 외국거래소에서의 유동성 부족으로 자진해서 미국주식시장 교차상장을 철회하는 기업(특히 유럽주식)이 나타나고 있다(예: Vivendi Universal SA, (MarketWatch(2006) 참조)). Sarbanes-Oxley Act 2002의 영향도 있겠지만 이 경우 확실한 것은 교차상장 기업의 주식에 대한 거래이동(trading migration)이 발생하지 않았다는 사실이다.

38) 전이효과도 인정하지만 역전이효과를 보다 더 강조한 연구로는 Edison and Warnock(2004)을 들 수 있다. 이들은 교차상장으로 인해 신흥주식시장으로부터의 자본이동이 크게 증가하지만 이 현상은 일시적이라고 주장하였다.

39) Karolyi(2006)는 주식시장의 발전 정도를 ① GDP(gross domestic product) 대비 시가총액비율, ② 상장기업수, ③ 거래량, ④ 교차상장 거래량 등으로 측정하였다.

악화된다(Karolyi(2006)). 둘째, 해당 국가에서 상당한 영향력을 행사하는 글로벌 기업의 주식이 교차상장을 통해 유동성의 일부가 선진주식시장으로 이동할 경우 국내주식시장의 유동성은 더욱 더 교차상장 기업으로 몰리게 되고 비교차상장 기업의 유동성은 악화되는 현상이 발생한다(Levine and Schmukler(2006)). 이러한 현상은 1인당 GDP 수준이 낮고, 법률체계가 비효율적이며, 국내주식시장의 유동성이 낮은 국가에서 강하게 나타난다(Claessens, Klingebiel and Schmukler(2002)).

미국주식시장내에서 빈번하게 발생하는 ETFs에 대한 ECNs과 Nasdaq의 교차상장도 ETFs의 유동성 이동(liquidity migration)에 영향을 미치는 것으로 나타나, 간접적으로 역전이효과발생가설을 지지하고 있다(Hendershott and Jones(2005)).[40]

2) 거래소 가격발견기능에 미치는 영향

교차상장과 관련하여 해당 주식의 균형가격이 국내주식시장에서 형성되는지, 아니면 교차상장된 외국주식시장에서 형성되는지는 정책당국자, 거래소, 투자자, 해당 기업 등 이해 당사자간에 매우 민감한 이슈이다. 원래 가격발견기능이라는 것이 현대 거래소의 가장 중요한 기능이라

40) 물론 이들이 분석한 Island ECN과 Nasdaq의 교차상장은 다음 두 가지 측면에서 본 보고서에서 논하는 교차상장과는 구분된다. 첫째, Hendershott and Jones(2005)에서 교차상장이란 동일 시장조성인이 두 시장에 공히 참여하는 것으로서, 이들 시장조성인이 두 시장의 정보공개(information disclosure)를 서로 연결해주는 역할을 하는 매우 독특한 형태이다(당연히 교차거래처럼 매매체결시스템을 연결하는 것도 아님). 둘째, 교차상장을 한 상태에서 한 시장(Island ECN)이 정보공개를 하지 않게 되어 실질적으로 다른 시장(Nasdaq)에 단독상장된 것과 동일한 효과가 발생하는 사건이다. Island ECN과 Nasdaq에 교차상장된 상태에서 정보공개를 하지 않은(즉, 실질적으로 교차상장에서 단독상장으로 전환된) 해당 ETFs의 유동성은 Island ECN에서는 급감하면서 대부분 Nasdaq으로 이동하였다.

할 수 있으므로(Macey and O'Hara(1999)), 이 기능이 교차상장 관련 두 시장 중 어디에서 주로 이루어지는지는 주식시장의 미시적·거시적 구조에 대한 세부 논의에서 매우 중요하기 때문이다.

결론부터 말하면 이에 대한 논의는 아직까지 진행형이다.[41] 다만, 해당 주식의 거래가 더 활발하게 형성되는 거래소에서 가격발견기능이 이루어진다는 것이 현재까지 학계의 일치된 견해라 할 수 있다.

가) 국내주식시장에서 가격발견 형성

국내주식시장에서 균형가격이 형성되는 것을 지지하는 대표적인 연구로는 Grammig, Melvin and Schlag(2005)을 들 수 있다. 이들은 DB와 NYSE에 교차상장되어 있는 세 개의 대표적 독일기업인 Daimler-Chrysler, SAP, Deutsche Telekom을 대상으로 DB와 NYSE 중 어디에서 가격발견이 형성되는지를 분석하였다. 방법상의 특성으로 인해 두 거래소의 거래시간이 중첩되는 3시간만을 분석한 결과, 이들은 원래 상장거래소인 DB에서 형성된 가격발견이 교차상장 거래소인 NYSE에서 형성된 가격발견을 압도한다고 보고하였다.

나) 외국주식시장에서 가격발견 형성

외국주식시장에서 균형가격이 형성되는 것을 지지하는 연구로는 Eun and Sabherwal(2003)과 Menkveld, Koopman and Lucas(2003)를 들 수 있다. Eun and Sabherwal은 TSX(Toronto Stock Exchange) 상장주식으로서 NYSE와 Nasdaq에 교차상장된 캐나다기업을 분석하여 이들 기업

41) 결론이 상이하게 나타나는 원인으로 분석방법상의 차이(Hasbrouck(1995))가 언급되기도 했지만, 최근에는 교차상장 관련 국가간의 환율변동에 대한 처리 문제가 주요 원인으로 지적되고 있다.

의 가격발견이 주로 미국주식시장에서 이루진다고 주장하였다. 이에 대한 원인으로 이들은 캐나다 교차상장 주식이 본국인 캐나다주식시장보다는 미국주식시장에서 보다 활발히 거래되고 있다는 점을 지적하였다. 그러나 미국주식시장에서 발생하는 가격조정폭이 매우 커, 캐나다주식시장에 비해 미국주식시장의 안정성은 낮은 것으로 나타났다. Menkveld, Koopman and Lucas는 Euronext-Amsterdam과 미국주식시장에 교차상장된 일곱 개 네덜란드 대기업의 교차상장 주식을 분석하여 상당한 정도의 가격발견이 NYSE의 개장시점에서 발생한다고 보고하였다.

다) 주식시장과 거시경제에 미치는 하루 24시간 글로벌 주식거래의 영향

둘 이상의 거래소에 교차상장하여 해당 주식이 전세계적으로 하루 24시간 거래될 수 있을 경우 해당 주식의 가격발견은 보다 효과적으로 달성될 수 있으며,[42] 관련 주식시장의 효율성 또한 개선될 수 있다. 이는 선물시장보다 국제적 브랜드가 낮은 KRX의 현물시장 경쟁력 강화에 교차상장이 일정한 공헌을 할 수 있다는 것을 의미한다.

동북아 금융허브라는 자본시장에 대한 국가 정책적 측면에서 살펴보아도 하루 24시간 글로벌 주식거래를 가능케 하는 교차상장이 주는 경제적 의의는 매우 크다. 본 보고서에서 의미하는 하루 24시간 글로벌 주식거래란 결국 국내주식이 북미와 유럽에 이미 교차상장되어 있고, 여기에 아시아 주요 주식시장에 또 다시 교차상장되어 하루 24시간 거래될 수 있는 환경이 "완성"되는 것을 의미한다. 예를 들어 보자. 앞에서도 언급했듯이, TSE는 2005년 11월 POSCO 주식을 ADRs 형태로 상장시키

42) 주식시장의 휴장기간 동안 주식수익률의 변동성은 장중기간 동안의 변동성보다 평균적으로 작다. 이에 대한 원인으로 French and Roll(1986)은 장중기간 동안 사적 정보의 반영을 들고 있다. 이를 본 항에 적용하면, 해당 주식이 하루 24시간 글로벌 거래가 가능할 경우 24시간 내내 사적 정보가 실시간으로 반영될 수 있으므로 효과적인 가격발견이 이루어질 수 있다.

면서, 이제 그동안 명목적으로 수행해온 하루 24시간 글로벌 주식거래의 동아시아 타임존 허브로서의 역할을 보다 실제적으로 추구한다는 신호를 보내기 시작하였다. 이는 TSE가 그동안 주로 미국 및 유럽기업의 교차상장에 치중했던 것과 비교해볼 때, 매우 중요한 정책적 선회라 할 수 있다. 만일 KRX가 하루 24시간 글로벌 주식거래의 동아시아 타임존 허브를 인접한 경쟁 국가의 거래소에 빼앗길 경우 KRX의 동북아 금융허브로서의 역할은 타격을 받을 수밖에 없다. 이러한 측면에서도 교차상장의 중요성은 간과될 수 없는 아주 중요한 이슈이다.

2. 가격발견효과 사례연구--POSCO의 TSE 교차상장: 엄경식 · 빈기범 · 이현진(2006)

2005년 11월 POSCO는 국내기업으로는 최초로 TSE에 ADRs을 상장하였다. (ADRs이 의미하는 바와 같이 발행은 달러로 하였으나, 현행 TSE의 규정상 거래는 엔화로만 체결될 수 있다.) POSCO는 1994년과 1995년 NYSE와 LSE에 DRs을 상장시킨 적이 있지만, TSE에 교차상장한 것은 다음과 같은 점에서 그 의미하는 바가 크게 다르다. 첫째, NYSE와 LSE에 상장했을 때는 자금조달(각각 3억 달러)이 주요 목적이었으나, TSE에서는 신규자금을 조달하지 않았다. 즉, KRX에서 자사주(350만 주)를 매입해서 소각한 후 그에 상당하는 액수를 TSE에 교차상장한 것이다. 따라서 POSCO에 자금의 실질적 순유입은 발생하지 않은 채, 거래이동 가능성만이 발생하였다.[43] 둘째, 앞서 논의한 교차상장에 대한 연구결과에 의하면 과거 NYSE와 LSE에 상장한 것은 MSH와 BH에 의해 설명이 가능하나, TSE에의 상장은 기존의 이러한 가설에 부합하지 않는다는

43) POSCO는 1996년 TSE에 2억 달러 상당의 DRs을 교차상장하여 자금조달을 시도하였으나 시장상황이 좋지 않아 철회하였다.

것이다. 왜냐하면 POSCO는 NYSE와 LSE에 상장함으로써 이미 본딩을 실현하였고, TSE를 통해서는 자금조달조차 하지 않았기 때문이다. 셋째, NYSE와 LSE와는 달리 TSE에서의 거래시간은 KRX와 완전히 중첩된다.

이를 바탕으로 하여 볼 때 본 연구에서는 POSCO의 TSE 교차상장이 본딩을 넘어 이제는 투자자, 특히 외국기관투자자들에게 하루 24시간 헤지할 수 있는 수단을 제공하고자 하는 POSCO의 성숙한 기업경영과 세계적인 우량 거래소로서의 명성을 확보하고자 하는 TSE의 경영전략이 맞아 떨어진 결과라 판단한다.

엄경식・빈기범・이현진(2006)은 POSCO의 KRX, TSE 교차상장을 대상으로 두 주식시장간의 가격발견효과를 추정하였다. 두 거래소의 거래시간이 완전히 중첩된다는 사실은 가격발견이라는 측면에 있어서 매우 중요한 분석요소이다.[44][45] 2006년 4월 20일부터 2006년 6월 8일까지 33일간 KRX와 TSE의 거래자료와 해당 환율의 일중데이터를 사용해서 얻은 결과는 다음과 같다. 첫째, KRX의 POSCO 주가와 TSE의 POSCO 주가는 KRW/JPY 환율과 함께 공적분(cointegration)되어 있다. 이는 <그림 III-1>을 보면 육안으로도 쉽게 파악할 수 있으며, 표로 제시하지는 않지만 엄경식・빈기범・이현진이 실시한 Johansen 검정으로도 명확하게 확인된다.[46] 둘째, 정보공유(information share)[47]로 살펴보면 가격발

44) 국내기업의 외국거래소 교차상장과 관련하여 거래시간이 중첩되지 않은 경우에 정보효과를 분석한 논문으로 장호윤(1996)을 들 수 있다. 그는 포항제철과 한국전력의 NYSE 교차상장을 분석하여, 두 주식에 대한 KSE에서의 거래 정보는 당일 NYSE의 시가 형성에 영향을 주지만, NYSE의 거래 정보는 KSE에 영향을 미치지 않는다고 하였다.

45) 거래시간이 완전히 중첩되는 주식시장을 대상으로 교차상장에 따른 가격발견효과를 분석한 연구로는 Bias and Martinez(2004)가 있다. DB와 Euroext-Paris에 교차상장된 독일 및 프랑스주식을 대상으로 한 분석에서, 이들은 유럽주식시장의 통합효과가 미미하며 이를 개선하기 위해서는 투명성을 제고할 것을 제언하였다.

46) 참고로 이들의 Johansen 검정에 따르면 [KRW/JPY, KRX POSCO 주가,

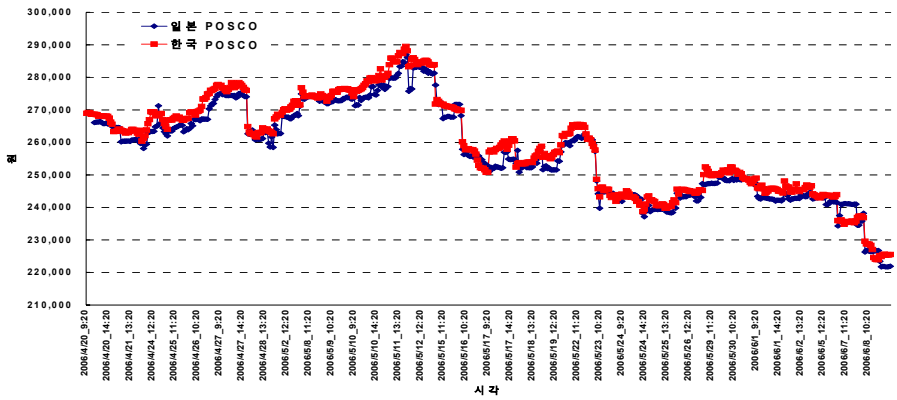
견효과 중 99.3%가 KRX에서 나타나고 TSE를 통해서는 0.7%로 아주 미미하게 나타난다. 이는 TSE에 교차상장된 POSCO의 DRs은 ADRs 즉, 달러로 발행되었으나 거래는 TSE의 규정상 엔화로 밖에는 할 수 없어 발생하는 어찌 보면 너무나도 당연한 현상이라는 것이 이들의 해석이다.

<표 III-1> 정보공유로 살펴본 KRW/JPY 환율, KRX POSCO 주가, TSE POSCO 주가의 가격발견효과

	KRW/JPY 환율의 이노베이션	KRX POSCO 주가의 이노베이션	TSE POSCO 주가의 이노베이션
KRW/JPY 환율	0.9885	0.0010	0.0105
KRX POSCO 주가	0.0003	0.9955	0.0042
TSE POSCO 주가	0.0458	0.9472	0.0070

출처: 엄경식 · 빈기범 · 이현진(2006)

<그림 III-1> KRX와 TSE에서 POSCO의 가격추이



출처: 엄경식 · 빈기범 · 이현진(2006)

TSE POSCO 주가]로 구성되는 공적분 벡터는 [1, -1, 1]로 나타난다.

47) 각 시장의 가격발견에 대한 기여도를 의미하며 Hasbrouck(1995)의 방법론을 사용하였다.

3. 달러표시 주식부문 도입에 대한 시사점

<표 III-2>와 <표 III-3>은 이상에서 논의한 교차상장의 경제적 효과를 요약 제시하고 있다. 만일 KRX에 달러표시 주식부문을 도입해야 한다면, 이 또한 비록 "특수한" 형태이기는 하지만 교차상장을 의미하는 것이다. 여기서 말하는 특수성이란, 해외 상장주식의 경우와는 달리, 국내 상장주식의 경우에는 KRX라는 동일 거래소의 서로 다른 부문(예: 유가증권시장본부, 달러표시 주식부문)에 교차상장해야 한다는 측면을 의미한다. 이러한 특수성은 KRX에 달러표시 주식부문을 도입할 경우 부문의 특성을 결정짓는 아주 중요한 요소이다. 왜냐하면 교차상장이라는 것이 기업의 의사결정이고 이로부터 상장기업이 얻는 경제적 효과는 크게 시장분할을 극복하고(MSH) 투자자보호를 강화하는(BH) 것인데, 기업 입장에서 볼 때 KRX라는 동일 거래소의 서로 다른 부문에 교차상장함으로써 기존의 원화표시 주식부문 상장 이상으로 이를 달성한다는 것은 매우 어렵기 때문이다.[48]

물론 달러표시 주식부문 도입이라는 특수한 형태의 교차상장으로 인해 국내주식시장 및 거시경제에 긍정적 효과(전이효과), 부정적 효과(역전이효과), 또는 원화표시 주식부문에서 달러표시 주식부문으로 가격발견 이동(또는 그 반대) 등이 발생할 수 있다. 그러나 교차상장의 일반적 논의에서 살펴보았듯이 이에 대한 효과는 연구에 따라 그 결과가 상이

48) 달러표시 주식부문의 투자수요는 외환보유액의 크기, 해외결제대금의 여건 등에 따라서 영향을 받으므로 원화표시 주식부문과는 "자본여건"이 다를 수 있다. 후술하지만, KIC가 초기 투자에 사용할 수 있는 외환보유액은 200억 달러와 수출의존도가 높은 국내기업들의 외환관리자금 등의 일부가 원화표시 주식부문에는 유입되지 못하지만 달러표시 주식부문에는 유입될 수 있다. 이 경우 국내주식이 달러표시 주식부문에 교차상장해도 시장분할을 극복(MSH)하는 효과는 존재할 수 있다. 이에 대한 의견을 주신 한국증권연구원의 송민규 박사님께 고마움을 전한다.

하여 달러표시 주식부문에 일률적으로 적용하기가 매우 어렵다.[49] 또한 일반적 교차상장에 따른 국내주식시장 및 거시경제에 미치는 경제적 효과의 발생은 어떤 기업이 미국주식시장이라는 세계 최대(최고) 시장에 교차상장하는 것과 연관되어 있다. 따라서 KRX라는 지역 거래소의 서로 다른 부문에 대한 특수한 형태의 교차상장의 효과는 다른 것보다는 전략적 측면에서의 효과가 중시되어야 할 것으로 판단된다.

이러한 점에서 엄경식・빈기범・이현진(2006)이 분석대상으로 한 POSCO의 TSE 교차상장은 본 보고서의 논의를 전개하는데 있어서 다음과 같은 시사점을 주는 매우 중요한 사건이라 할 수 있다.

첫째, POSCO의 TSE 교차상장은 기업의 교차상장을 설명하는 기존의 두 가설인 MSH와 BH에 전혀 부합하지 않는다. 왜냐하면 POSCO라는 초우량기업은 10여 년 전에 TSE보다 질적 수준이 훨씬 높은 LSE와 NYSE에 교차상장함으로써 이미 시장분할극복을 통한 자금조달 및 본딩효과를 달성했기 때문이다. 기업에게 자금조달은 언제나 필요할 수 있다. 그러나 POSCO의 경우 TSE를 통해서는 자금조차 조달하지 않았다. 그럼에도 불구하고 POSCO가 TSE에 교차상장한 것은 이제는 본딩을 넘어 투자자(특히, 외국기관투자자)에게 하루 24시간 헤지수단을 제공하려는 POSCO의 성숙한 기업경영과 새로이 강화되는 TSE의 국제화 전략이 일치했기 때문이다. KRX는 국내 초우량기업의 이러한 욕구를 충족시켜야 한다. 이는 KRX가 달러표시 주식부문(즉, 특수한 형태의 교차상장 부문)을 도입할 경우, 우선적 유치대상 기업은 주변국 경쟁 거래소도 유치하고 싶어 하는 초우량기업이어야 한다는 것을 명확히 제시해주고 있다.

---

49) 그럼에도 불구하고, 달러표시 주식부문이 국내주식시장에 도입되어 상장대상 우선기업이 외국의 주요 거래소에 이미 교차상장된 기업이므로, 전이효과 발생 및 가격발견기능의 개선의 여지는 높다고 할 수 있다.

둘째, 비록 최근 들어 TSE가 주변국 우량기업의 교차상장을 적극 추진하는 방향으로 국제화 전략을 변경하여 POSCO를 교차상장했지만, 아직 제도상의 미비로 가격발견기능을 전혀 제공하지 못하고 있다. 따라서 KRX의 POSCO 거래량이 TSE로 이동하는 현상은 발생하지 않고 있다. 이는 국제화를 위해 KRX에 주어진 시간이 많지 않음에도 불구하고, 다행히도 한편으로 아직 늦지 않았다는 것을 의미한다.

셋째, TSE에서 POSCO의 주식거래가 매우 미미한 것은 ADRs 즉, 달러로 발행되었으나 유통은 엔화로 해야 하는 것이 주요인이라 판단된다. 거래상의 불편함은 차치하고라도, 이 경우 원, 달러, 엔과 연계되어 나타나는 환율위험에 대한 투자자(특히, 외국기관투자자)의 부담은 상당하다고 판단된다. 이는 달러표시로 DRs 또는 원주를 발행할 경우 유통도 달러로 이루어져야 한다는 것을 의미한다.

이상을 종합하면 다음과 같다. 교차상장으로 인해 하루 24시간 글로벌 주식거래에 대한 동아시아 타임존의 허브를 놓고 TSE와의 경쟁은 시작되었으며, 이에 대응한 KRX 국제화 전략의 하나로써 달러표시 부문은 필요하고, 이는 아직 늦은 것이 아니며, 그 대상은 국내의 경우 초우량기업의 주식이 우선적이고, 이를 실행할 경우 달러로 유통하는 것은 필수적이다.

<표 III-2> 교차상장의 경제적 효과: 요약(I)

대상	가설	관련 연구 및 비교
상장기업 · 투자자	**시장분할극복(MSH):** 저발전 단계의 시장에 속한 기업이 세계 유수의 시장에 접근하여 보다 저렴한 자본비용으로 자금을 조달하기 위해 교차상장을 시도한다는 가설 - 교차상장과 관련한 가장 오래된 가설로서, 국제투자에 대한 진입장벽이 매우 높았던 시기에 교차상장을 설명 - 관련 가설: 주식소유자기반가설(SBH)	전반적으로 지지받지 못함 - 최근에 올수록 교차상장기업수가 감소해야 하나, 실제로는 증가 - 세계자본시장의 질서 속에 보다 깊숙이 연관되어 있는 국가의 기업이 갖는 위험 프리미엄이 그렇지 않은 국가의 기업보다 훨씬 높게 나타남 **지지:** Miller(1999) - 인지도 제고: Baker, Nofsinger and Weaver(2002) **반대:** Foerster and Karolyi(1999)
	투자자보호강화(BH): 해당 기업이 보다 엄격한 상장요건, 강화된 소액주주보호, 보다 양호한 기업지배구조를 요구하는 거래소에 교차상장함으로써, 자신의 최소 질적 수준을 국내보다 투자자보호에 엄격한 제도적 환경에 접목시켜, 투자자에게 보다 적극적으로 자신의 가치를 신호하려 한다는 가설 - 현재 교차상장에 대한 법적·경제적 논의로 광범위하게 수용되고 있음 - 관련 가설: 신호전달(SH)	전반적으로 지지되고 있음 **지지:** Reese and Weisbach(2002), Doidge, Karolyi and Stulz (2004), King and Segal(2004) **반대:** Siegel(2004) **Mixed:** Ayyagari(2004) **<비교>** - **카멜레온효과가설:** 캐나다기업은 미국주식시장에 본딩효과를 향유하기 위해서 교차상장하는 것이 아니라, 미국기업처럼 취급받아 소위 "home bias" 효과를 누리기 위해 교차상장함 - **SH 지지:** Blass and Yafef (2001), Iacobucci(2004), Sarkissian and Schill(2003, 2004)
	하루 24시간 글로벌 주식거래 편의 제공	최근 나타난 현상으로 판단되나, 아직 구체적인 가설로서 연구가 진행되고 있지는 않음. 이러한 접근을 수행한 연구: 엄경식·빈기범·이현진(2006)

<표 Ⅲ-3> 교차상장의 경제적 효과: 요약(II)

대상	가설	관련 연구 및 비고
주식시장 · 거시경제	**전이효과(spillover effect)발생 가설:** 교차상장은 일국의 주식시장이 세계자본시장의 질서 속에 편입되는데 있어서 촉매 역할을 수행하며 자국의 경제발전과 경제성장을 촉진시킨다는 가설 - 따라서 교차상장은 해당 주식시장 자유화와 질적 수준을 향상시키는데 상당한 기여를 하는 사건임	**지지:** Hargis and Ramanlal(2000), Hargis(2000), Karolyi(2003), Lau and McInish(2002)
	역전이효과(adverse spillover effect) 발생가설: 교차상장은 국내주식시장으로부터 투자자본 및 거래활동을 이탈시켜 국내주식시장의 질적 수준을 저하시킨다는 가설 - 따라서 세계주식시장에 접근하기 어려운 기업이 주로 남게된 국내주식시장은 국제주식시장으로부터 고립된(fragmented) 시장으로 전락할 수 있음	**지지:** Claessens, Klingebiel and Schmukler(2002), (Henderschott and Jones(2005), Levine and Schmukler(2006),
거래소 가격발견 기능	**국내주식시장에서 형성**	Biais and Martinez(2004), Grammig, Melvin and Schlag (2005), 엄경식 · 빈기범 · 이현진(2006)
	외국주식시장에서 형성	Eun and Sabherwal(2003), Menkveld, Koopman and Lucas (2003)

Ⅳ. 달러표시 주식 유통이 국내 물가수준 및 외환시장에 미치는 영향

1. 시뇨리지와 물가에 대한 시사점
2. 환위험 관련 거래비용 절감 효과
3. 외환시장의 효율성 제고

IV. 달러표시 주식 유통이 국내 물가수준 및 외환 시장에 미치는 영향

달러표시 주식부문의 도입은 원화 대신 달러가 주식거래에 사용될 수 있다는 점에서 본원통화 수요의 감소를 가져올 것이다. 본 장에서는 우선 이러한 원화수요의 감소가 화폐주조차익(seigniorage, 이하 "시뇨리지"라 함) 즉, 한국은행이 원화를 발행하여 얻는 수입과 국내 물가수준에 미치는 영향을 살펴본다. 그리고 달러표시 주식부문의 도입이 외환시장에서 환위험 헤징을 위한 비용 절감에 미치는 효과와 주문흐름을 통한 환율예측 효과를 논의하고자 한다.

1. 시뇨리지와 물가에 대한 시사점

일반적으로 시뇨리지는 통화발행으로 발생하는 수입을 의미하며, 크게 "화폐 시뇨리지"와 "기회비용 시뇨리지"로 나누어 볼 수 있다. 먼저 화폐 시뇨리지는 중앙은행이 독점적으로 화폐를 발행하여 얻는 수입으로서 화폐주조차익을 말한다. 즉, 화폐 시뇨리지는 통화당국이 본원통화를 공급하면서 민간으로부터 획득한 비통화자산의 실질거래가치로서, 아래와 같이 나타낼 수 있다.

$$\sigma_m = \frac{\Delta M - C}{P}$$

여기서 ΔM은 본원통화 증감액, P는 물가수준, 그리고 C는 화폐주조비용을 나타낸다.

한편 민간은 수익자산 대신 무수익자산인 화폐를 보유하고 은행은

무이자 혹은 시장금리보다 낮은 이자로 중앙은행에 지불준비금을 예치한다. 그 결과 민간과 은행은 수익자산을 보유함으로써 얻을 수 있는 이자수입을 포기하게 되고, 중앙은행은 지급하지 않은 이자만큼 수입을 얻게 된다. 이를 기회비용 시뇨리지라 하며 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\sigma_r = \frac{rM - C}{P}$$

여기서 r은 명목시장금리를 나타낸다.

홍승제・함정호(2004)에 의하면 2003년 말 현재 한국은행은 총자산 중 외화표시자산의 비중이 주요 선진국에 비해 높기 때문에 총시뇨리지(=화폐 시뇨리지+기회비용 시뇨리지)가 환율 및 국제금리의 변동위험에 상대적으로 크게 노출되어 있다. 한편 한국은행의 부채는 이자를 지급하지 않아도 되는 본원통화의 비중이 다른 주요국들에 비해 작은 반면, 통화안정증권 등 이자를 지급해야 하는 부채의 비중은 상당히 큰 편이다. 따라서 국내금리 상승시 이자지급의 증가로 총시뇨리지가 감소하는 문제에 노출되어 있다.

최근 들어 세계적으로 물가가 낮은 수준에서 안정되는 가운데 새로운 전자지급결제수단의 보급 확대와 금융규제 완화에 따른 법정지불준비제도의 완화 혹은 폐지 등으로 대다수 국가의 실질GDP 대비 화폐 시뇨리지 비율이 하락하고 있다(Hawkins(2003)). 홍승제・함정호(2004)에 의하면 우리나라의 경우 화폐 시뇨리지는 1990년대 중반까지 대체로 증가하는 추세를 보였으나 최근 들어 그 규모가 점차 감소하고 있다. 기회비용 시뇨리지도 1990년대 중반 이후 고금리 현상이 완화되면서 감소하는 추세를 보이고 있다. 2003년 기준으로 우리나라의 실질GDP 대비 화폐 시뇨리지의 비율은 0.43%로 영국(0.26%)에 비해서는 높으나 일본(3.32%), 유로지역(1.54%), 미국(0.9%)에 비해서는 크게 낮은 편이다. 또한 기회비용 시뇨리지의 경우도 우리나라는 0.35%로 영국(0.28%)에 비해

서는 높으나 미국(0.6%), 일본(0.42%), 유로지역(0.36%)에 비해서는 낮은 편이다.

본원통화 수요의 감소에 따른 시뇨리지의 감소가 빠르게 진행되는 경우, 중앙은행은 통화량과 단기금리를 조절하기 어려울 뿐만 아니라 통화정책 운영을 위한 재원조달에도 제약을 받을 수 있다. 만약 총시뇨리지가 지속적으로 감소하여 통화정책 운영을 위한 재원을 재정에 의존하게 되는 경우 통화정책의 독립성 확보가 어려워지며, 그 결과 통화정책을 효과적으로 수행할 수 없는 상황이 발생할 수 있다.

또한 본원통화 수요의 감소는 통화의 초과공급에 따른 화폐가치의 하락, 즉 인플레이션을 유발할 수 있다. 이는 실질 시뇨리지의 감소를 가속화시킬 뿐만 아니라, 중·장기적으로 국가경제의 고용 및 성장을 저해하는 요인이 될 수 있다.

달러표시 주식부문의 도입은 원화 대신 달러가 주식거래에 사용될 수 있다는 점에서 시뇨리지 손실의 발생이 불가피할 것으로 보인다. 그러나 달러의 유통범위가 초우량주식 거래에 제한될 것이고 본 제도를 이미 도입한 싱가포르, 홍콩 등의 경험에 비추어볼 때 그 거래규모가 작을 것으로 예상되므로, 이에 따른 원화수요의 감소가 국내 물가상승 및 시뇨리지 손실에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 추정된다.[50]

끝으로 외국인투자자에 의해 달러표시 주식매입을 목적으로 유입된 달러 중 국내통화로 전환될 가능성이 있는 부분은 주로 국내 일반투자자가 달러표시 주식을 매도한 금액일 것이다. 그러나 일반투자자가 원화표시 주식 대신에 환전 등의 거래비용을 감당하면서까지 동일한 기업의 달러표시 주식을 보유할 유인은 매우 작을 것이다. 따라서 달러표시 주

50) 참고로 Andrew and Borensztein(1995)은 아르헨티나가 자국통화 대신 달러를 기축통화로 사용하는 dollarization을 채택할 경우, 매년 10억 달러의 시뇨리지 손실이 발생하는 것으로 추정하였다.

식매입을 목적으로 유입된 달러는 대부분 국내통화(즉 원화)로 교환되지 않은 상태로 존재할 것이므로, 이에 따른 국내 통화공급의 증가가 물가수준에 미치는 영향 역시 크지 않을 것으로 예상된다.[51]

2. 환위험 관련 거래비용 절감 효과

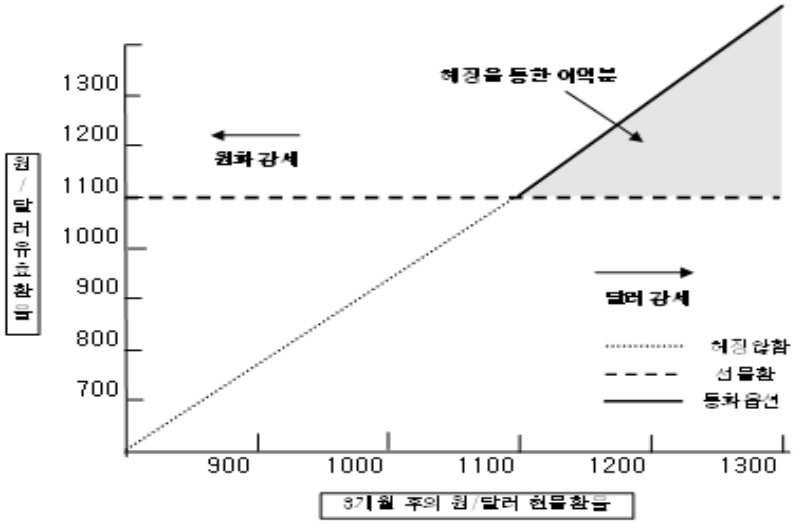
외국인투자자가 원화표시 주식거래를 하는 경우 선물환거래를 통하여 환위험을 제거할 수 있다. 예를 들어 3개월 후에 원화표시 보유주식을 매도한 뒤 달러 자금이 필요한 미국투자자는 선물환시장에서 3개월 후에 인도받을 수 있는 달러의 가격(즉, 환율)을 현재 시점에서 확정할 수 있다. 즉, 3개월이 경과하여 환율이 어떤 방향으로 변하더라도 이 투자자는 달러를 정해진 가격으로 매입할 수 있다.

이 처럼 원화표시 주식거래와 동시에 선물환거래를 통한 환위험 헤징이 투자자에게 불리한 위험과 유리한 위험을 동시에 제거하는 것이라면, 통화옵션을 이용한 환위험 헤징은 투자자에게 불리한 위험은 제거하고 유리한 위험을 그대로 살리는 것이라고 볼 수 있다.

---

51) 이 밖에 국내 물가수준의 변화는 달러표시 주식가치에도 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어 어떤 기업이 원화표시 채권과 원화표시 주식 발행으로 자금을 조달하는 경우, 채권은 명목채무액이 고정되어 있고 주식은 잔여청구권(residual claim)이므로 물가상승은 원화표시 채무액의 실질가치를 하락시키는 반면 주식의 실질가치를 상대적으로 상승시킨다. 달러의 공급량이 고정되어 있는 경우, 원화표시 주식의 실질가치는 달러표시 주식가치와 일대일의 관계를 갖게 되므로 국내 물가수준의 상승은 달러표시 주식가격의 상승을 가져올 수 있다. 한편 달러표시 채권이 도입되는 경우 달러표시 채무액의 실질가치는 국내 물가수준과 독립적으로 결정된다. 따라서 달러표시 주식부문의 도입이 채권부문과 병행될 경우 국내 물가상승이 달러표시 주식가격에 미치는 영향은 크지 않을 것이다.

<그림 Ⅳ-1> 통화옵션을 이용한 환위험 헤징



<그림 IV-1>은 3개월 후의 현물환율과 원/달러의 "유효환율"을 비교함으로써 투자자의 환위험 양태를 보여주고 있다.[52] 45도 점선은 투자자가 달러 선물환 매입을 통한 헤징을 하지 않은 경우의 포지션을 나타내고 있다. 예를 들어 달러 약세가 되어 1,000원으로 1달러를 매입할 수도 있고, 달러가 강세가 되어 1,200원으로 1달러를 매입할 수도 있다. 수평선은 투자자가 1,100원으로 달러 선물환을 매입한 포지션을 나타낸다. 이 경우에는 3개월 후에 현물환율이 어떻게 변하더라도 1달러를 매입하기 위해서는 1,100원만 지불하면 된다.

만약 달러당 1,100원으로 달러 선물환을 매입하는 대신에 3개월 후에 1,100원으로 1달러를 살 수 있는 통화옵션을 매입한다고 하자. 이때 달러가 1,100원 이상으로 강세가 되면 투자자는 옵션상의 권리를 행

52) Galitz(1994, p. 33)의 <Figure 1.5>를 변형한 것이다.

사하여 1,100원으로 달러를 선물환거래와 마찬가지로 매입할 수 있게 된다. 반면에 달러가 1,100원 이하로 약세가 되면 투자자는 현물환시장에서 더 싼 가격으로 달러를 매입하고, 옵션 행사는 하지 않는다. 그러나 일반적으로 환위험 헤징을 위한 선물환 및 옵션거래에는 수수료 등 일정한 거래비용이 수반된다.

달러표시 주식부문의 도입은 외국인투자자에게 환위험 헤징을 위한 별도의 선물환 및 통화옵션 거래비용 없이 국내 초우량주식에 대한 투자를 가능하게 함으로써 이들 주식에 대한 외국인의 투자가 더욱 더 활성화될 것으로 기대된다.

3. 외환시장의 효율성 제고

KRX에서 달러표시 주식거래의 동향은 국내외 투자자들에게 미래 대미환율변동에 대한 추가적인 정보를 제공해 줄 수 있다. 즉, Evans and Lyons(2002)에서도 지적되었듯이, 일정 기간 중 달러표시 주식거래와 관련된 주문흐름에 체계적인 변화가 발생한다면 이는 미래 환율의 하락 혹은 상승 예상을 반영한 것일 수 있기 때문이다. 예를 들어 종목 특성과 무관하게 달러표시 매도(매수) 주문이 증가하는 경우 이는 달러가치 하락(상승) 예상에 따른 것일 수 있다.

이와 같이 주식시장 참여자들뿐만 아니라 외환당국을 포함한 외환시장 참여자들이 미래 환율을 예측하기 위해 활용할 수 있는 정보의 집합이 확대됨에 따라 환율의 예측가능성(predictability) 및 외환시장의 효율성이 제고될 수 있는 측면이 있다.

Ⅴ. 달러표시 주식부문 도입 관련 법적·제도적 고려 사항

1. 발행
2. 유통
3. 외국인 투자등록제도
4. 기타 관련 이슈

V. 달러표시 주식부문 도입 관련 법적·제도적 고려 사항

본장에서는 KRX에 있어서 달러표시 주식부문의 도입이 가지는 정책적 타당성에 대한 평가가 이루어진 것을 전제로 이를 현실화하기 위해 필요한 법적·제도적 고려 사항을 발행과 유통 그리고 공시와 상장으로 구분하여 분석한다.

1. 발행

본 연구에서 검토하고 있는 달러표시 주식부문의 도입을 위해서는 국내기업이나 외국기업이 발행한 주식을 기초로 국내에서 DRs을 발행하는 경우와 국내기업이 달러표시 주식을 직접 발행하는 경우 등 두 가지를 생각할 수 있다. 본 항에서는 각각의 경우에 대해 발행과 관련한 법적·제도적 문제점과 개선방안을 검토한다.

가. 국내에서의 DRs 발행

1) 현황

현행 증권거래법상 국내에서의 DRs 발행에 대해서는 발행주체와 대상 증권이 이슈가 된다. 여기서 발행주체란 대상 증권(즉, 주식)을 예탁받아 이를 기초로 DRs을 발행할 수 있는 자를 말한다.

우선, 발행주체에 관하여 살펴보면 다음과 같다. 현행 증권거래법상

국내 DRs의 발행주체는 증권예탁결제원으로 한정되어 있다. 현재 입법작업 중인「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」상으로도 발행주체에 대한 이 같은 제한은 유지된다.

<관련 규정>

증권거래법 제2조(정의) ①이 법에서 "유가증권"이라 함은 다음 각호의 1에 해당하는 것을 말한다.

1~7. <생략>
8. 외국법인 등이 발행한 증권 또는 증서를 기초로 하여 대통령령이 정하는 자가 발행한 유가증권예탁증서

증권거래법시행령 제2조의2(유가증권예탁증서의 발행인) 법 제2조제1항제8호에서 "대통령령이 정하는 자"라 함은 법 제173조의 규정에 의하여 설립된 증권예탁결제원(이하 "예탁원"이라 한다)을 말한다.

다음으로, 대상 증권을 살펴보면 다음과 같다. 현행 증권거래법상 국내 DRs의 대상 증권은 "외국법인 등이 발행한 증권 또는 증서"로 한정되어 있다. 따라서 국내기업이 발행한 주식을 대상으로 국내에서 발행한 DRs은 증권거래법상 유가증권이 아니다. 현재 입법작업 중인「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」상 DRs은 "'내국인 또는 외국인이 발행한 채무증권, 지분증권, 수익증권, 투자계약증권, 또는 파생결합증권'을 예탁받은 자가 당해 증권이 발행된 국가 이외의 국가에서 발행하였거나 발행하는 것으로서 당해 예탁받은 증권에 관련된 권리를 표시하는 것"으로 정의되어 대상 증권에 대한 제한을 일부 완화하였다. 따라서, "내국인이 발행한 주식을 예탁받은 자가 외국에서 발행하는 DRs도 유가증권으로 분류될 수 있다. 이 경우 DRs 발행주체를 증권예탁결제원으로 제한하는 규정도 국내에서 발행하는 경우에 한정되어 적용된다(법안제341조제2항)."

<관련 규정>

제4조(증권) ①제3조제2항제1호에서 "증권"이라 함은 내국인 또는 외국인이 발행하였거나 발행하는 투자성 있는 것으로서 투자자가 취득과 동시에 지급한 금전등 외에 그 존속기간 동안 어떠한 명목으로든지 추가적인 지급의무(투자자가 대통령령이 정하는 기초자산에 대한 매매를 성립시킬 수 있는 권리를 행사하는 경우를 제외한다)를 부담하지 아니하는 것을 말한다.
②제1항의 증권은 다음 각호와 같이 구분한다.
1. 채무증권
2. 지분증권
3. 수익증권
4. 투자계약증권
5. 파생결합증권
6. 증권예탁증권

③~⑦<생략>
⑧제2항제6호에서 "증권예탁증권"이라 함은 제2항제1호 내지 제5호의 증권을 예탁받은 자가 당해 증권이 발행된 국가 이외의 국가에서 발행하였거나 발행하는 것으로서 당해 예탁받은 증권에 관련된 권리를 표시하는 것을 말한다.
⑨<생략>

제341조(예탁업무영위등의 금지) ①<생략>
②예탁결제원이 아닌 자는 국내에서 증권예탁증권을 발행하는 업무를 영위하여서는 아니된다.

2) 문제점

외국인이 발행한 증권을 기초로 증권예탁결제원이 국내에서 발행한 DRs은 증권거래법상 유가증권에 해당되어 동법의 규제를 받게 되지만, 내국인이 발행한 증권을 기초로 국내에서 발행한 DRs이나 외국인이 발행한 증권을 기초로 외국예탁기관이 발행한 DRs은 증권거래법상 유가증권에 해당되지 않으며 동법의 규제를 받지 않게 된다. 외국에서 발행한 DRs을 기초로 증권예탁결제원이 국내에서 DRs을 발행하는 방안도 생각해 볼 수 있으나, 현행법상 법적 근거가 없다.

3) 개선방안

달러표시 주식부문의 도입과 관련하여 외국기업이 외국에서 발행한 주식을 기초로 국내에서 DRs을 발행하는 경우에는 특별한 문제가 없다.

반면, 달러표시 주식부문의 도입과 관련하여 국내기업이 국내에서 발행한 주식을 기초로 국내에서 DRs을 발행하는 경우는 현행법 및 현재 입법작업 중인「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」상으로도 법적 근거가 없으므로 입법조치가 필요하게 된다.「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」상으로는 "내국인이 발행한 주식을 예탁받은 자가 외국에서 발행하는 DRs도 동법상 유가증권으로 분류될 수 있으므로 '이미 외국에서 발행되어 외국기관투자자들이 보유한 DRs의 국내상장(유통 DRs에 해당)'을 검토할 수는 있다." 다만 그러한 기관투자자들은 상장규정상 발행회사에 해당하지 않으므로 관련 제도의 개선이 전제되어야 한다.

나. 국내기업의 외화표시 주식 발행

현행법상 국내기업의 외화표시 주식발행에 대해서는 발행주식의 최소액면금액을 제한하는 상법 제329조 이외에 별도의 제한은 없다.

<관련 규정>

상법 제329조(자본의 구성, 주식의 권면액) ①~③<생략>
④1주의 금액은 100원 이상으로 하여야 한다.

위 상법 제329조와의 관계를 고려할 때 국내기업의 외화표시 주식발행에 대해서는 ① 상법상 최소액면금액이 명시되어야 하므로 액면금액을 원화로 명시하고 실제 거래는 외화표시로 하는 것은 가능하다고 보

는 견해와 ② 상법상 최소액면금액 기준은 발행시의 액면가를 상법상 최소액면금액 이상으로 유지하면 문제가 없다고 보는 견해 등 두 가지가 있을 수 있다고 판단된다. 특히 두 번째 견해의 경우는 사채의 경우와 비교하고자 하는 견해가 있을 수 있다. 왜냐하면 사채의 경우에도 주식과 마찬가지로 최소액면금액의 제한이 있지만, 외화로 발행하는데 이론이 없기 때문이다.

<관련 규정>

상법 제472조(사채의 금액) ①각사채의 금액은 1만원 이상으로 하여야 한다.

이상의 두 가지 견해를 고려하면, 발행주식의 액면금액이 원화기준으로 명시되는 한 외화표시 주식의 발행에 특별한 법적 문제는 없는 것으로 판단된다. 그리고 실무상 국내기업이 발행한 원주를 외국에 상장할 때 원화로 액면금액을 명시한 바 있다.[53]

2. 유통

본 연구에서 검토하고 있는 달러표시 DRs은 모두 외국환거래법상 "외화증권"에 해당한다. 달러표시 주식부문의 유통과 관련해서는 외화증권에 대한 거주자의 거래참가와 비거주자의 거래참가로 구분하여 검토할 수 있다. 원칙적으로 현행법상 규정되어 있는 외화증권의 거래절차에 따르면 되므로 특별한 문제는 없다고 할 수 있다.

53) 국내기업인 STX Pan Ocean이 SGX에 직상한 경우가 그 예이다. 해외원주 직상장에 관하여는 정성구(2005)를 참조하기 바란다.

가. 거주자의 거래참가

본 연구에서 검토하고 있는 달러표시 DRs이나 달러표시 주식에 대한 거주자의 거래참가에 특별한 제한은 없다.

나. 비거주자의 거래참가

비거주자가 국내유가증권시장에 상장 또는 등록된 외화증권을 취득하는 경우 특별한 제한은 없다. 다만, 외국인투자자의 국내원화증권 투자절차를 준수하여야 한다(외국환거래규정 제7-32조).

3. 외국인 투자등록제도

달러표시 주식부문의 거래가 외국인투자와 관련하여 새롭게 문제를 야기하는 분야는 거의 없다고 할 수 있다. 다만, 외국인투자와 관련한 일반적인 문제점을 외국인 투자등록제도를 중심으로 검토한다.

현행 "증권업감독규정(제7-10조)"에 의하면 외국인은 최초의 유가증권 취득 또는 처분시 금융감독원에 사전에 본인의 인적사항을 등록해야 한다.

일반적으로 외국인 투자등록제도는 일본을 포함하여 주요 자본시장 국가들 사이에서는 찾아 볼 수 없는 제도라고 할 수 있다. 이 제도는 투자등록을 통해 포지션 노출이 가능하므로 투자 및 자산운용 전략에 대한 노출을 꺼리는 투자자들(특히, 기관투자자 및 헤지펀드)에게는 중요한 투자 장애요인이 된다.

<관련 규정>

증권업감독규정 제7-10조(투자등록등) ①외국인은 다음 각호의 1에 해당하는 유가증권을 최초로 취득 또는 처분하고자 하는 때에는 사전에 감독원에 본인의 인적사항 등을 등록하여야 한다.

1. 유가증권시장 또는 코스닥시장에 상장된 유가증권(상장법인 또는 코스닥 상장법인이 신규로 발행하는 유가증권을 포함한다)<개정 2005.4.27>
2. 유가증권시장 또는 코스닥시장에 상장하기 위하여 모집·매출하는 유가증권<개정 2005.4.27>

②제1항의 규정에 불구하고 다음 각호의 1에 해당하는 경우에는 투자등록을 하지 아니할 수 있다.

1. 해외증권의 권리행사로 인하여 취득한 주식을 그 날로부터 3월이내에 처분하고자 하는 경우
2. 직접투자와 관련하여 주식을 취득 또는 처분하고자 하는 경우. 다만, 유가증권시장 또는 코스닥시장에서 취득하는 경우에는 그러하지 아니하다

③제1항의 규정에 의하여 투자등록한 외국인이 투자자집단에 속하는 경우 투자자집단을 위하여 투자운용을 하는 자는 이를 증권회사에 신고하여야 한다.<개정 2005.4.27>

④투자등록의 방법·절차, 투자등록증의 발급 및 투자자집단의 신고 등에 관하여 필요한 사항은 감독원장이 정한다.<개정 2002.1.4>

제7-11조(투자등록의 거부 또는 취소 등) ①감독원장은 제7-10조의 규정에 의하여 투자등록을 신청한 외국인이 다음 각호의 1에 해당하는 경우에는 그 등록을 거부할 수 있다.

1. 무국적자 또는 이중국적자인 경우
2. 제2항의 규정에 의하여 투자등록을 취소당한 자로서 취소후 2년을 경과하지 아니한 자
3. 투자등록신청서 또는 그 첨부서류 중 허위의 기재가 있거나 기재사항이 누락된 경우
4. 이중으로 투자등록을 신청하거나 사위 기타 부정한 방법으로 투자등록을 신청한 자

②감독원장은 다음 각호의 1에 해당하는 경우에는 투자등록을 취소하거나 그 효력을 정지시킬 수 있다.

1. 투자등록 이후 제1항 각호의 1에 해당하게 된 경우
2. 이 규정 기타 감독원장의 명령에 위반한 경우
3. 외국인이 투자등록의 취소를 신청한 경우
4. 유가증권의 매매거래와 관련하여 매수대금 또는 매도유가증권을 결제기일로부터 5일 이내에 납입하지 아니한 경우

4. 기타 관련 이슈[54)]

가. 상장 관련 제도

1) 외국기업의 경우

KRX의 경우 외국기업이 발행한 주식이나 DRs에 대한 상장실적이 없지만 국내·국외기업의 동등대우원칙에 따라 국내기업과 동일한 신규상장요건을 적용하되, 본국법 규제 등 외국법인의 특성을 고려해 일부 요건을 달리 정하고 있다. 상장폐지요건도 국내기업과 동일한 관리 및 퇴출요건을 적용하되, 외국법인의 특성을 고려해 일부 요건을 탄력적으로 변경·적용하고 있다.

외국기업이 국내에서 증권예탁결제원을 통해 발행하는 DRs은 현행법상 유가증권에 해당하므로 상장규정상 문제는 없다고 할 수 있다. 따라서 일반 유가증권의 상장절차와 기준에 따라 상장하여 거래할 수 있다. 그러나 외국기업의 주식을 기초로 외국에서 발행한 DRs은 현행법상 유가증권이 아니므로 법적 근거 마련이 선행되어야 하며, 법적 근거가 마련된 후에는 역시 상장규정상 특별한 문제는 없다고 할 수 있다.

해외에서 유통되는 외국기업의 DRs도 현행법상 유가증권이 아니므로 해당 DRs의 상장을 허용하려면 법 개정이 선행되어야 한다. 해외에서 유통되는 외국기업의 DRs을 보유한 기관투자자가 상장을 신청할 경우, 현행 상장규정상 발행회사가 아니므로 상장이 허용되지 않는다. 역시 제도개선이 필요한 사항이다.

---

54) 이하의 내용은 한국증권선물거래소(2006, pp. 10-14)를 주로 참조하여 기술하였다.

2) 국내기업의 경우

국내기업이 국내에서 발행하는 DRs은 현행 증권거래법상 유가증권이 아니므로 법적 근거 마련이 선행되어야 하며, 법적 근거가 마련된 후에는 상장규정상 문제는 없다고 할 수 있다.

나. 공시 관련 제도

공시사항에 대하여는 상장외국법인에 대해 부과되는 사항을 동일하게 적용할 수 있다.

공시언어의 경우, 달러표시 주식부문이 외국인투자자를 비롯한 전문투자자를 주요 목표 시장참가자로 설정한 시장이기 때문에 비록 우리나라가 비영어권국가라 할지라도 한글공시보다는 영어공시가 바람직할 것이라고 판단된다.

<표 Ⅴ-1> 외화표시 주식부문 도입 국가의 공시 사례

NYSE	LSE	TSE	HKEx	SGX
영어	영어	일어	- 영어 또는 - 본국어(공증된 영어 번역본 첨부)	영어

Ⅵ. KRX의 달러표시 주식부문 도입: 효과, 타당성 및 결론

1. 달러표시 주식부문 도입의 일반적 필요성
2. 도입시 KRX와 한국주식시장에 미치는 효과 및 이슈
3. 도입 가능한 달러표시 주식부문의 형태
4. 결론

VI. KRX의 달러표시 주식부문 도입: 효과, 타당성 및 결론

1. 달러표시 주식부문 도입의 일반적 필요성

세계 주요 거래소 비즈니스의 최근 동향을 고려해볼 때 KRX에 달러표시 주식부문을 도입하는 것은 유가증권시장과 관련하여 KRX가 국제화를 추진할 수 있는 현실적 대안 중의 하나라고 할 수 있다(II장 참조). 이는 KRX가 현재 추진하고 있는 주변국 기업들의 교차상장 노력에 대한 보완적 전략으로 또는 아시아거래소간에 조만간 예상되는 경쟁에 대한 대비책으로 선제적이며 공격적 차원에서 중요한 의미를 지닌다고 볼 수 있다.

KRX에 달러표시 주식부문을 도입한다는 것은 국내 상장주식의 경우 KRX의 서로 다른 부문에 교차상장한다는 측면에서 매우 특수한 교차상장이며, 이러한 특수성은 부문의 특성을 결정짓는다. 교차상장에 대한 기존의 연구결과를 살펴보면, 교차상장이란 전적으로 기업의 의사결정이며 상장기업이 이로부터 얻는 주요 경제적 효과는 시장분할을 극복하는 것(MSH)과 (소액)투자자보호를 강화하는 본딩효과(BH)를 달성하는 것이다. 그러나 KRX의 국제적 위상 측면에 비추어 판단해볼 때, KRX 소속의 서로 다른 두 부문에 교차상장하는 것으로써 이를 달성하기란 매우 어려운 일이다(III장 참조). 그럼에도 불구하고 본 연구에서는 KRX에 달러표시 주식부문을 도입하는 것이 KRX를 포함한 한국주식시장의 발전에 상당한 기여를 할 수 있다고 판단한다. 왜냐하면 이는 상기한 세계 주요 거래소 비즈니스의 최근 동향으로부터 도출한 필요성뿐만 아니라, 시장분할의 극복 및 본딩효과를 이미 달성한 우리나라의 세계적 기업이

자사주식의 하루 24시간 글로벌 주식거래를 도모하여 외국인투자자에게 거래 편의를 제공하려 교차상장하기 시작한데서 비롯된 필요성 때문이다(III장 참조).[55]

이하에서는 "달러표시 주식부문의 도입에 대한 이상의 일반적 필요성을 조건부로 하여," 이를 도입할 경우 KRX와 한국주식시장에서 발생 가능한 국제화 및 거래소 기능 관련 효과와 외환시장 관련 효과를 살펴보고, 법적·제도적 요소와 함께 그 타당성을 검토하며, 도입 가능한 부문의 형태를 제시하고 보고서를 마무리한다.

2. 도입시 KRX와 한국주식시장에 미치는 효과 및 이슈

가. KRX 및 한국주식시장 국제화 추진 효과

1) 전방위로 국제화 추진: 국제화 관련 효과 극대화

달러표시 주식부문의 도입은 KRX로 하여금 전방위로 국제화를 추진케 하는 것이기 때문에, 이로 인해 얻게 될 국제화 관련 효과가 극대화될 수 있다. 현재 중국기업에 대한 KRX의 상장 유치가 진행 중이기는 하지만, 지금까지 우리나라에서 발생한 교차상장(ADRs, GDRs)은 국내기업이

55) 현재 국내기업으로서 이를 시도한 기업은 NYSE와 LSE를 거쳐 2005년 TSE에 또 다시 교차상장한 POSCO가 유일하다. 그러나 교차상장에 대한 국내 초우량기업의 하루 24시간 글로벌 주식거래 편의 제공을 위한 경영은 세계적 기업의 향후 경영에 있어서 중요한 트렌드(trend)일 것으로 판단된다. 본 연구가 주목하는 교차상장은 바로 이것을 의미한다(p. 37 참조). 예를 들어 SKT가 NYSE에 교차상장되어 있는데 한국에서는 원화로, NYSE에서는 달러로 되어 있어 비록 교차상장이지만 달러로 투자하는 외국인투자자의 하루 24시간 글로벌 주식거래에는 전혀 도움이 되지 않는다.

외국주식시장으로 진출하는 것이었다.[56] 이에 비해, 달러표시 주식부문의 운영을 통해 국제화를 추진하는 것은 외국으로부터 KRX로 주식수요의 유입을 추구하는 국제화 전략이라 할 수 있다. 물론 두 전략 모두 중요하지만, 동아시아 주식시장에서의 경쟁을 위해서는 외국으로부터 KRX로 주식수요의 유입을 추구하는 후자의 방식이 보다 더 중요하다고 판단된다. 즉, 달러표시 주식부문이 어느 정도 궤도에 오를 경우 국제화를 통해서도 KRX의 유동성을 일정 수준 제고할 수 있을 것으로 판단된다.

달러표시 주식부문 도입을 통해 국제화 효과를 극대화하기 위해서는 무엇보다도 철저하게 고급 브랜드로 달러표시 주식부문을 운영해야 할 것으로 판단된다. 즉, 대다수 기업을 위한 부문이 아니라, 교차상장을 통해 시장분할의 극복 및 본딩효과를 이미 달성한 국내 초우량기업 또는 그에 준하는 국내기업을 우선 대상으로 해야 할 것이다. 외국기업에 대해서는 한국의 초우량기업에 준하는 기업을 대상으로 해야겠지만, 경제적 (또는 현실적) 논의의 우선순위에 있어서 국내기업보다는 후위에 있다고 볼 수 있다. 철저하게 고급 브랜드로 부문을 운영할 경우 달러표시 주식부문은 KRX가 하루 24시간 글로벌 주식거래의 동아시아 타임존을 선점하는데 기여할 것이고, 동아시아 주요국 우량기업의 KRX 교차상장에도 긍정적 영향을 끼칠 수 있을 것이다. 이는 또한 달러표시 주식부문에서 거래되지 않는 대부분의 KRX 주식에 영향을 끼쳐(전이효과발생가설), 전체 주식시장의 질적 수준을 제고하는데 기여할 수 있을 것으로 판단된다. "문제는 이러한 효과가 KRX가 취할 수 있는 다양한 국제화 전략 중에서 주요 전략인지 아니면 보조 전략인지 여부인데, 유가증권시장을 위해서는 주요 전략이지만 KRX 전체 입장에서는 보조 전략의 역할일 것으로 판단된다."

---

56) KRX가 추진 중인 교차거래 또한 비록 교차거래로 인해 외국으로부터의 신규수요가 유입된다 할지라도 외국거래소로의 진출에 의미를 더 부여하는 방식이라 할 수 있다.

이외에, 달러표시 주식부문의 도입이 KRX 국제화와 관련하여 야기하는 효과로는 KRX의 가격효율성 제고와 소위 "Korea Discount" 해소에 미치는 긍정적 영향을 들 수 있다.[57] 예를 들어, 삼성전자, POSCO 등과 같은 (이미 교차 상장되어 있는 국내 초우량기업이 KRX의 달러표시 주식부문과 원화로 거래되는 현행 주식부문에서 동시에 거래가 될 경우 두 주식부문간에 차익거래가 발생할 것이므로, KRX의 가격효율성이 개선될 것으로 예상된다.[58] LSE, NYSE, TSE 등에서 프리미엄에 거래되고 있는 국내 초우량기업이 KRX의 달러표시 주식부문에 교차상장되면 차익거래가 발생하여 이들 가격이 상승할 것이므로, Korea Discount 해소에도 다소 긍정적 영향을 끼칠 것으로 예상된다.[59]

2) KIC 운용기금 관련 가능성

KIC는 안정적으로 국가 외화자산의 수익성을 제고하고 자산운용업을 중심으로 한 국내 금융산업의 선진화를 위해 2005년 7월 설립되었다. 출범 초기에는 한국은행으로부터 위탁받은 외환보유액 200억 달러(예상)를 외화표시 자산에만 투자할 것으로 방침을 정하고 있다.

KRX가 달러표시 주식부문을 도입할 경우 KIC의 200억 달러 운용기

57) 여기에 더해, 달러표시 주식부문의 도입은 중장기적으로 한국주식시장의 하부구조(infra structure) 체제를 확립하기 위한 하나의 시금석이 될 수도 있다.

58) 이들 종목에 대한 가격효율성 개선은 다른 종목의 가격효율성 개선에도 연쇄적으로 영향을 미칠 수 있을 것이다.

59) 40여 개의 ADRs, GDRs 발행주식 중, 2006년 2월 현재 프리미엄으로 거래되는 종목은 한국을 대표하는 주식 몇몇 종목에 그치고 있으므로, Korea Discount 해소 여부에 대한 논의는 이들 종목의 시계열을 좀 더 분석해봐야 가능할 것으로 판단된다(부록 I-1 참조). 그러나 이들 종목 중 다수가 외국에서도 디스카운트되어 거래되는 것은 최근의 현상인 것으로 보이므로, 이에 대해서는 좀 더 상세한 분석이 요구된다.

금 중 일정 부분이 이 부문에서도 거래될 수 있을 것이다. 달러표시 상장종목에 대한 KIC의 투자 가능성이 어느 정도 높다고 판단할 수 있는 근거는 다음과 같다: 첫째, 달러표시 주식부문 상장을 위해서 우선적으로 고려할 수 있는 세계적 브랜드를 가진 국내기업이 다수 존재한다. 둘째, KIC 입장에서 볼 때 외국주식시장에 상장된 유명 외국기업보다는 이들 기업에 대한 정보비대칭이 훨씬 작다.

나. KRX의 거래소 기능 관련 효과

1) 인지도 제고

달러표시 주식부문의 운영으로 인해 외국주식시장 및 미디어에 KRX의 지명도가 제고될 것이다. 현재 유럽의 주요 국가 및 미국의 전국 TV 채널(CNN과 같은 뉴스 채널 제외) 뉴스에서 대만의 주가지수는 자막을 통해 지속적으로 표시되고 있으나, KOSPI 관련 지수는 표시되지 않고 있다. 예를 들어, 세계적인 국내기업인 삼성전자, POSCO, LG, 현대자동차 등이 KRX의 달러표시 주식부문에 상장될 경우 미국과 유럽주식시장의 개장시에 KRX의 종장가격이 이들 종목의 가격발견에 영향을 끼치게 되므로(달러표시 가격이 원화표시 가격보다 정보상 더 유용), KRX가 이들 국가의 미디어에 상당 수준 노출될 것으로 예상할 수 있다. 이는 KRX의 위상에도 큰 영향을 끼칠 것이다.

2) 하루 24시간 글로벌 주식거래: 상장기업과 투자자에게 편의 제공, 부수적 유동성 창출

동아시아 타임존 허브로서 KRX가 세계적인 국내기업에 달러표시 주

식거래를 허용하면, LSE, NYSE, Nasdaq 등에서 거래되는 국내주식의 ADRs(원주 포함), GDRs에 투자하는 외국기관투자자들은 달러로 하루 24시간 글로벌 주식거래를 할 수 있기 때문에 이들 종목에 대해 매우 효과적인 헤지수단을 가지게 된다. 이 경우 KRX에 다소나마 유동성 창출효과가 발생할 수 있다.[60] 더불어 국내 상장 초우량기업의 입장에서도 투자자들로부터 자신들의 거래 편의를 매우 중요하게 고려하는 차원 높은 회사라는 긍정적 기업 이미지를 얻을 수 있다.

외국기관투자자들의 헤지수요에 의한 유동성 창출효과와는 다른 채널로, 하루 24시간 글로벌 주식거래가 가능할 때 KRX의 유동성이 제고될 수 있는 예로는 다음을 들 수 있다. 이 경우에도 외국기관투자자들에게 편의를 제공한다는 측면에서는 위에서 언급한 논의와 동일하나, 해당 주식에 신규로 유동성 공급이 확대된다는 측면에서는 서로 다르다고 할 수 있다. 예를 들어, 외국기관투자자들이 유통을 목적으로 자신이 보유하고 있는 외국거래소 상장 국내주식 DRs을 KRX에 상장하는 경우를 생각해보자(이를 "유통 DRs"이라 정의함). 이는 그 형태가 어떻든지 간에 외국거래소에 상장된 국내 우량기업의 신규주식 물량이 국내주식시장에 공급되는 효과를 유발하는 것이기 때문에, 그동안 국내 초우량기업에 대한 국내투자자의 채워지지 못한 투자욕구가 다소나마 충족될 수 있게 된다. 한편, 외국주식 DRs을 유통 DRs로 KRX에 상장시킬 경우에는 국내에서 외국주식의 투자가 용이해지는 이점이 있다.

3) 기타: KRX 공시수준에 미치는 영향

국내 초우량기업을 우선적으로 상장시켜 달러표시 주식부문의 설립

60) 달러표시 주식부문을 이용한 외국기관투자자들의 헤지수요가 도입초기부터 KRX에 추가적인 유동성을 창출할 정도로 일정 수준 존재하기는 어려울 것이다.

취지를 달성하기 위해서는 해당 기업의 달러표시 주식 또는 DRs(유통 DRs 포함)에 대해 기존 원화표시 주식의 경우보다 질적으로 더 높은 수준의 공시를 요구해야 한다. 이는 연쇄적으로 달러표시 주식부문에 상장하지 못하는 다른 기업의 공시에도 긍정적 영향을 끼치게 되어, KRX 전체 공시의 질적 수준 개선에 다소나마 공헌할 수 있을 것이다. 여기서 논하는 공시수준의 강화가 반드시 양적 요건의 강화를 의미하는 것이 아니다. 왜냐하면 달러표시 주식부문의 우선적 상장 대상 기업이 이미 본딩효과를 달성한 기업이어서 공시요건을 강화하는 것에 큰 영향을 받지 않을 것이기 때문이다. 단지, 달러표시 주식부문이므로 공시언어는 영어를 사용해야 할 것인데, 이 또한 우선적 상장 대상 기업이 이미 국제적으로 명성을 얻은 기업이기 때문에 큰 문제가 없을 것으로 예상된다.

다. 물가수준 및 외환시장 관련 효과

달러표시 주식 유통 하에서 원화 대신 달러가 주식거래에 사용될 수 있다는 점에서 본원통화 수요의 감소에 따른 시뇨리지 손실의 발생이 불가피할 것으로 보인다. 이러한 시뇨리지의 지속적 감소는 중앙은행의 통화량 및 단기금리 조절 능력과 통화정책 운영을 위한 재원조달을 제약함으로써 효과적 통화정책의 수행을 어렵게 할 수 있다. 또한 본원통화 수요의 감소는 인플레이션을 유발하여 국가경제의 물가안정 및 고용·성장을 저해할 수 있다. 그러나 달러의 유통범위가 주식거래에 제한될 것이고 우리나라보다 앞서 본 제도를 도입한 싱가포르, 홍콩 등의 경험에 비추어볼 때 그 거래규모가 작을 것으로 예상되므로, 이에 따른 시뇨리지 손실 규모 역시 크지 않을 것으로 추정된다.

한편 외국인투자자가 원화표시 주식거래를 하는 경우 환위험 헤징을 위해 주식거래와 동시에 선물환 또는 통화옵션거래가 수반된다. 즉, 선

물환 거래를 통해 투자자에게 불리한 환위험과 유리한 환위험을 동시에 제거할 수 있고, 통화옵션을 이용하여 투자자에게 불리한 환위험만 제거할 수도 있다. 달러표시 주식부문의 도입은 외국인투자자에게 환위험 헤징을 위한 선물환 및 통화옵션 거래비용 없이 국내 우량주식에 대한 투자기회를 제공하게 된다. 이는 물론 달러표시 주식부문의 주요 목표 투자자가 외국기관투자자라는 묵시적 가정에 의한 것이다.[61] 혹자는 미국 이외의 외국기관투자자는 어쨌든 환위험에 노출되어 있다고 주장할 수 있으나, 이는 세계를 무대로 투자하는 이들 기관투자자에게 해당되는 것으로는 볼 수 없다.[62]

또한 달러표시 주식거래 동향은 국내외 투자자들에게 미래 대미환율 변동에 대한 추가적인 정보를 제공해 줄 수 있다. 왜냐하면 일정 기간 중 달러표시 주식거래와 관련된 주문흐름의 체계적인 변화는 미래 환율의 하락 혹은 상승 예상을 반영한 것일 수 있기 때문이다. 그 결과 환율의 예측가능성 및 외환시장의 효율성이 제고될 것으로 기대된다.

라. 법적 · 제도적 타당성

달러표시 주식부문의 도입과 관련하여 법적 · 제도적으로 문제되는 것은 주로 발행과 관련한 문제라고 할 수 있다. 달러표시 주식부문 도입시, 본 보고서에서 검토한 상품은 첫째, 국내기업이나 외국기업이 발행한 주식을 기초로 국내에서 DRs을 발행하는 경우와, 둘째, 국내기업이

61) 국내투자자의 경우도, 달러표시 주식부문에 투자하기 위해 달러로 환전하는 부류의 투자자가 아니라, 외생적으로 투자할 달러를 보유하고 있어 달러표시 주식부문에 투자하고자 하는 투자자라는 묵시적 가정을 하고 있다.

62) DRs의 배당은 원화로 지급되기 때문에 이에 한에 외국기관투자자의 경우에도 환율변동에 따른 위험으로부터 완전히 자유롭지는 않으나, 이로부터의 영향은 크지 않을 것으로 판단된다.

달러표시 주식을 직접 발행하는 경우이다.

이 중 국내기업이 발행한 주식을 기초로 국내에서 DRs을 발행하는 경우를 제외하고는 현재 입법예고되어 있는「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」의 제정이 완료되면 발행과 관련한 문제는 해결될 수 있을 것이다. 따라서 이는 정책적 타당성에 대한 판단이 이루어지는 것을 전제로 입법적 개선이 필요한 분야라고 할 수 있다. 외국기업이 발행한 주식을 기초로 국내에서 DRs을 발행하는 경우와 국내기업이 달러표시 주식을 직접 발행하는 경우에 대해서는 위에서 검토한 요건을 갖출 경우 특별한 법적 문제를 야기하지는 않을 것으로 보인다.

본 보고서에서 검토한 바와 같이 달러표시 주식부문의 도입과 관련한 법적·제도적 문제는 주로 발행과 관련된 것이며, 발행에 관한 문제가 명확하게 정리되면 유통 및 기타 상장이나 공시 등과 관련한 문제는 기술적인 것으로서 별 문제 없이 해결될 수 있을 것으로 판단된다. 달러표시 주식부문을 도입할 경우 필요한 법적·제도적 개선에 대한 구체적 목록은 <표 VI-1>과 같다.

<표 VI-1>에서 제시한대로 법적·제도적 개선이 이루어지더라도 특별한 부작용은 예상되지 않는다. 다만, DRs에 대해서는 현재 주로 외자조달수단으로 인식되고 있고, 이러한 인식을 기초로 규제상 취급이 이루어지고 있으므로 추가적인 검토의 여지는 있으나 본질적인 문제는 아니라고 생각된다.

<표 Ⅵ-1> 달러표시 주식부문 도입시 필요한 법적·제도적 개선에 대한 구체적 목록

개선 사항	개선 과제	비고
발행	· 증권거래법상 DRs의 정의를 확대할 필요 · 「자본시장 및 금융투자업에 관한 법률」이 제정되면 대부분의 문제는 해결 · 국내기업이 국내에서 발행한 증권을 기초로 국내에서 DRs을 발행하는 것에 대해서는 정책적 판단을 전제로 입법개선이 필요	· 외화표시 주식발행에 대해서는 액면기준을 원화로 명시하고, 거래금액을 외화로 할 경우 특별한 문제는 없음
유통	· 특별한 문제는 없음	-
상장	· 외국기업의 국내 상장의 경우에 준하여 제도개선 필요	-
공시	· 외국기업의 국내 공시의 경우에 준하여 제도개선 필요	-

3. 도입 가능한 달러표시 주식부문의 형태

지금까지의 모든 논의를 종합하여 KRX에 달러표시 주식부문을 신설하여 운영할 경우 도입 가능한 부문의 형태는 다음과 같다.

- 대상: 국내 초우량기업의 주식 및 DRs, 국내투자자에게도 익숙한 외국 우량기업의 주식 및 DRs(유통 DRs 포함). 국내 초우량기업의 주식 및 DRs을 우선적 상장 대상으로 한다.[63] 여기서 국내 초우량기업이란 주식 또는 ADRs, GDRs 형태로 현재 외국 주요 거래소에 교차상장한 기업 및 이들 기업과 질적인 면에서 최소 동일한 수준의 기업을 의미한다. 따라서 우선적 상장 대상으로 고려하는 국내기업의 "대부분"은 교차상장으로 인한 본딩효과를 이미 달

63) 비록 매우 소수겠지만, 코스닥시장에 상장된 초우량기업에게도 KRX 부문간 교차상장을 점진적으로 확대하는 방법도 고려할만하다.

성한 기업이다. 이 경우 반드시 교차상장일 필요는 없기 때문에 달러로 직상장도 가능하다. 반면, 외국기업 주식의 경우 세계 주요 거래소에 상장된 우량주식을 대상으로 한다. 교차상장이란 것이 전적으로 외국기업의 의사결정이지만, 국내에 비즈니스 이해관계가 있으면 관심을 보일 기업이 있을 것이다(Sarkissian and Schill(2003, 2004) 참조).

- 상장기준: NYSE 정도의 상장기준과 투자자보호 및 기업지배구조 수준 요구. 이미 본딩효과를 달성한 기업들을 대상으로 하기 때문에 상장기준, 그 중에서도 양적 상장요건의 강화는 별 의미가 없을 것이다. 단지, 기준을 유연하게 적용할 수 있는 질적 요건에 초점을 맞추는 것이 바람직할 것으로 판단된다.
- 공시 언어: 영어.
- 혜택 및 유인: 부문이 안정적 궤도에 오를 때까지 상장수수료 면제 및 연부과금에 해택 부여.[64] 특히 이 부문에 교차상장한 국내 초우량기업의 경우 한 거래소에 두 번씩 상장수수료를 지불하게 되므로 이에 대한 고려를 충분히 해야 할 것으로 판단된다.[65]

---

64) 이 경우 기존 상장회사와의 차별 문제가 대두할 수 있다. 그러나 "달러표시 부문이 안정적 궤도에 오를 때까지 한시적으로" 이를 운영하면 이는 별 문제가 되지 않을 것으로 판단된다.

65) "달러표시 호가, 매매체결, 결제 및 시세제공" 서비스를 위한 시스템 도입과 관련하여 KRX와 증권회사에게 비용이 발생할 것이다. 이러한 비용을 충당할 수 있을 정도로 달러표시 주식부문에 편익이 발생할 수 있을지에 대한 논란이 있을 수 있다. 그러나 이에 대해 "유동성만 일정 수준 존재한다면 비즈니스 기회의 다변화로 인한 편익이 더 중요하다"는 증권회사의 반응은 의미있는 시사점을 제공한다. 결국 달러표시 주식부문의 도입은 KRX와 정책당국자의 의지에 관한 문제라 할 수 있다.

<표 VI-2> KRX에 도입 가능한 달러표시 주식부문의 형태

항목	내용
대상	· 국내 초우량기업의 주식 및 DRs, 국내투자자에게도 익숙한 외국 우량기업의 주식 및 DRs(유통 DRs 포함) - 국내주식에 우선적 초점 - 국내주식: 현재 ADRs, GDRs 형태로 외국 주요 거래소에 교차상장된 주식과 이들 기업과 견줄 만한 초우량기업, 반드시 교차상장일 필요 없고 직상장도 가능 - 외국주식: 외국 주요 거래소에 상장된 우량주식
상장기준	· NYSE 정도의 상장기준과 투자자보호 및 기업지배구조 수준을 요구
공시 언어	· 영어
혜택 및 유인	· 부문이 안정적 궤도에 오를 때까지 한시적으로 상장수수료 면제 및 연부과금에 혜택 부여

4. 결론

한국자본시장의 한 축을 담당하는 KRX(특히 유가증권시장본부)가 동아시아거래소의 주변부 거래소가 아닌 주요 거래소가 되기 위해서는 적극적으로 국제화를 시도해야 한다. IPO를 수행하지 않은 상태에서 국제화 전략에 대한 옵션은 교차거래, 외국(특히 주변국)기업의 KRX 교차상장(원화부문), 달러표시 주식부문의 신설 등 그 수가 많지 않다. 이 중에서 본 보고서의 관심사인 KRX에 달러표시 주식부문을 도입하는 것은 중기적인 전략적 중요성으로 인해 비용보다 편익이 클 것으로 예상된다. 즉, 이는 KRX가 그동안 적극적으로 추진해왔으나 그 성과가 미미한 외국기업의 교차상장을 보완하는 차원에서 또는 선제적이고 공격적으로 추진하는 차원에서 국제화를 도모한다는 매우 중요한 의의를 갖는다.

달러표시 주식부문의 도입시 우려되는 거시경제적 요소와 고려해야

하는 법적·경제적 사항도 큰 문제가 되지 않을 것으로 예상된다. 먼저, 달러로 주식 및 DRs이 유통되더라도 거래규모가 상대적으로 작을 것으로 예상되기 때문에, 국내 물가수준과 외환시장에 미치는 악영향은 대체로 크지 않을 것으로 전망된다. 오히려 환율의 예측가능성과 외환시장의 효율성이 제고되는 등 외환시장에서는 일부 긍정적 효과도 나타날 것으로 예상된다. 다음, 법적·제도적 개선 여부는 달러표시 주식부문의 경제적 효과에 대한 정책적 타당성이 있다고 판단되면 적극적으로 개선하면 될 것이다.

달러표시 주식부문을 도입하는 시기는 KRX의 국제화와 이를 통한 한국자본시장의 동북아 금융허브에 대한 추진 의지의 정도에 따라 결정될 것이다. 따라서 법적·제도적 개선의 번거로움, 불확실한 편익 대비 확실한 비용(예: 시스템 구축비용) 등과 같은 애로 사항 불구하고, 달러표시 주식부문의 도입이 가져다주는 경제적 중요성에 대해 KRX와 정책당국자는 심각하게 고민해야 할 것이다. 현재 KRX는 명목상 주식회사가 되었다. KRX가 비즈니스 마인드를 갖는 것은 좋지만 현재까지는 너무 단기성과를 중요시하는 징후가 곳곳에서 나타나고 있다. 이러한 정책을 지속적으로 유지한다면 KRX는 멀지 않은 장래에 본 보고서에서와 같은 고민을 할 필요가 없을지도 모른다. 왜냐하면 중장기 이후에는 KRX에 이러한 고민을 할 기회조차 없을 수 있기 때문이다.

참 고 문 헌

참고 문헌

<국내 문헌>

김재명・안희준, 1999, “해외증시 상장이 주식의 국내가격에 미치는 영향”, 증권・금융연구 5, 1-25.

남상구・박종호・엄경식, “KOSDAQ의 시장 효율성: 영구적 요소와 일시적 요소의 분해를 통한 주시장과 신시장의 변동성 비교분석”, 증권학회 추계발표논문, 2006.

엄경식・빈기범・이현진, “POSCO의 KRX, TSE 교차상장을 통해 본 가격발견효과”, 한국증권연구원 mimeo, 2006.

엄경식・장병훈, “미국주식시장의 재개편: Regulation NMS의 도입 및 시사점”, 한국증권연구원 연구보고서, 발간 예정, 2006.

엄경식・정순섭, “교차거래의 법・경제적 고찰: 한국에서의 적용을 중심으로”, 한국증권연구원 디스커션 페이퍼, 발간 예정, 2006.

장호윤, 1996, “한국 주식의 New York 증시 상장과 주식 가격 정보의 이전”, 증권・금융연구 2, 105-131.

정성구, 2005, “해외원주상장과 관련한 국내법상의 문제점”, BFL 14, pp. 67-79.

재정경제부, “동북아 금융허브 추진전략, mimeo, 2003. 12.

한국증권선물거래소, “U.S. 달러표시 주식부문 시장개설 검토(안)”, 유가증권시장본부 주식시장총괄팀, mimeo, 2006. 3.

한국증권연구원, “KRX와 해외증권(선물)거래소간 연계타당성에 관한 연구”, 학술용역보고서, 2006. 4.

홍승제 · 함정호, 2004, "우리나라의 시뇨리지 변동추이와 정책과제", 경제분석 10(4), 143-179.

<외국 문헌>

Andrew, B., Borensztein, F., 1995, The pros and cons of full dollarization, *Economic Issue* No. 24, IMF.

Ayyagari, M., 2004, Does cross-listing lead to functional convergence? empirical evidence, working paper, World Bank.

Baker, H.K., Nofsinger, J.R., Weaver, D.G., 2002, International cross-listing and visibility, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 37, 495-521.

Basar, A., Ahuja, V., S&P junks Nasdaq over pursuit of LSE, www.efinancialnews.com (May 17, 2006).

Bebchuk, L.A., Roe, M.J., 1999, A theory of path dependence in corporate ownership and governance, *Stanford Law Review* 52, 775-808.

Biais, B., Martinez, I., 2004, Price discovery across the Rhine, *Review of Finance* 8, 49-74.

Blass, A., Yafef, Y., 2001, Vagabond shoes longing to stray: why foreign firms list in the US? *Journal of Banking and Finance* 25, 555-572.

Claessens, S., Klingebiel, D., Schmukler, S., 2002, Explaining the migration of stocks from exchanges in emerging economies to international centers, working paper, World Bank.

Clary, I., Euronext agrees to terms with NYSE, www.efinancialnews.com (June 2, 2006).

Coffee, J.C., 1999, The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications, *Northwestern University Law Review 93*, 641-708.

Coffee, J.C., 2002, Racing towards the top? the impact of cross-listings and stock market competition on international corporate governance, *Columbia Law Review* 102, 1757-1831.

de Terán, N., SGX cuts off ASX trading link, www.efinancialnews.com (August 9, 2006).

Doidge, C., Karolyi, A., Stulz, R., 2004, Why are foreign firms listed in the U.S: worth more? *Journal of Financial Economics* 71, 205-238.

Easley, D., O'Hara, M., Srinivas, P.S., 1998, Option volume and stock prices: evidence on where informed traders trade, *Journal of Finance* 53, 431-465.

Edison, H., Wornock, F., 2004, Cross border listings, capital controls and equity flows to emerging markets, working paper, Federal Reserve Board International Finance Division.

Eom, K.S., Hahn, S.B., 2005, Traders' strategic behavior in an index options market, *Journal of Futures Markets* 25, 105-133.

Evans, M., Lyons, R., 2002, Order flow and exchange rate dynamics, *Journal of Political Economy* 110, 170-180.

Eun, C., Sabherwal, S., 2003, Cross-border listings and price discovery: evidence from U.S.-listed Canadian stocks, *Journal of Finance* 58, 549-574.

Fernandes, N., 2003, Market liberalization: spillovers from ADRs and implications for local markets, working paper, IESE Business School.

Foerster, S., Karolyi, A., 1999, The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices: evidence from foreign stocks listing in the U.S, *Journal of Finance* 54, 981-1014.

Foucault, T., Gehrig, T., 2006, Stock price informativeness, cross-listings and investment decisions, working paper, HEC School of Management and CEPR.

French, K., Roll, R., 1986, Stock return variances: the arrival of information and the reaction of traders, *Journal of Financial Economics* 17, 99-117.

Fuerster, O., 1998, A theoretical analysis of the investor protection regulations argument for global listing of stocks, unpublished manuscript, Yale School of Management.

Galitz, L., 1994, *Financial Engineering*, Pitman Publishing (국제재무연구회(민상기 외 9인 공동번역), 1995,『파이낸셜 엔지니어링』, 삼성경제연구소).

Grammig, J., Melvin, M., Schlag, C., 2005, Internationally cross-listed stock prices during overlapping trading hours: price discovery and exchange rate effects, *Journal of Empirical Finance* 12, 139-164.

Hargis, K., 2000, International cross-listing and stock market development in emerging economies, *International Review of Economics and Finance* 9, 101-122.

Hargis, K., Ramanlal, P., 1998, When does internationalization enhance the development of domestic stock markets? *Journal of Financial Intermediation* 7, 263-292.

Hasbrouck, J., 1995, One security, many markets: determining the contributions to price discovery, *Journal of Finance* 50, 1175-1199.

Hawkins, J., 2003, Electronic finance and monetary policy, BIS papers No. 7.

Hendershott, T., Jones, C.M., 2005, Island goes dark: transparency, fragmentation, and regulation, *Review of Financial Studies* 18, 743-793.

Himmelberg, C., Hubbard, G., Love, I., 2002, Investor protection, ownership and investment, working paper, World Bank.

Iacobucci, E., 2004, Toward a signaling explanation of private choice of corporate law, *American Journal of Law and Economics* 6, 319-344.

Jeffs, L., NYSE hints at Börse tie-up, www.efinancialnews.com (August 11, 2006).

Jordan, C., 2006, The chameleon effect: beyond the bonding hypothesis for cross-listed securities, bepress working paper.

Karolyi G.A., 1998, Why do companies list shares abroad? a survey of the evidence and its managerial implications, *Financial Markets, Institutions & Instruments* 7, 1-60.

Karolyi, G.A. 2003, DaimlerChrysler AG, the fist truly global share, *Journal of Corporate Finance* 9, 409-430.

Karolyi, G.A., 2004, The role of ADRs in the development of emerging equity markets, *Review of Economics and Statistics* 86, 670-690.

Kenyon-Slade, S., 2004, *Mergers and acquisitions in the US and UK*: *law and practice*, Oxford University Press.

Karolyi, A., 2006, The world of cross-listings and cross-listings of the world: challenging conventional wisdom, *Review of Finance* 9, 2-54.

King, R.G., Levine, R., 1993, Finance and growth: Schumpeter might be right, *Quarterly Journal of Economics* 108, 717-737.

King, M.R., Segal, D., 2004, International cross-listing and the bonding hypothesis, working paper, University of Toronto.

Lamfalussy Group, 2001, Financial report of the Committee of Wise Men on the regulation of European securities markets.

Lang, M., Lins, K., Miller, D., 2003, ADRs, analysts and accuracy: does cross-listing in the US improve a firm's information environment and increase market value? *Journal of Accounting Research* 41, 317-345.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R., 1998, Law and finance, *Journal of Political Economy* 106, 1113-1155.

Lau, S.T., McInish, T.H., 2002, Cross-listings and home market trading volume: the case of Malaysia and Singapore, *Journal of Financial Research* 25, 477-484.

Levine, R., Schmukler, S., 2006, Internationalization and stock market liquidity, *Review of Finance* 10, 153-187.

Macey, J.R., O'Hara, M., 1999, Globalization, exchange governance, and the future of exchanges, Bookings-Wharton papers on Financial Services.

MarketWatch, Pink-sheet primer: seeking out foreign stocks unlisted on U.S. exchange (January 31, 2006).

Menkveld, A.J., Koopman, S.J., Lucas, A., 2003, Round-the-clock price discovery for cross-listed stocks, Tinbergen Institute discussion paper, Vrije Universiteit Amsterdam.

Miller, D., 1999, The market reaction to international cross-listing: evidence from depositary receipts, *Journal of Financial Economics* 51, 103-123.

Rajan, R.G., Zingales, L., 2001, Financial systems, industrial structure, and growth, *Oxford Review of Economic Policy* 17, 467-482.

Reese, W., Weisbach, M., 2002, Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings, *Journal of Financial Economics* 66, 65-104.

Ribstein, L.E., 2005, Cross-listing and regulatory competition, *Review of Law and Economics* 1:1, 87-148.

Richards, A., 2005, Sustaining growth in a listed mid-tier stock exchange: the ASX experience, Mimeo, Australia Stock Exchange.

Sarkissian, S., Schill, M., 2003, The cost of capital of overseas listings: market sequencing and selection, working paper, University of Virginia.

Sarkissian, S., Schill, M., 2004, The overseas listing decision: new evidence of poximity preference, *Review of Financial Studies* 17, 769-809.

Siegel, J., 2004, Can foreign firms bond themselves effectively by renting US securities laws? *Journal of Financial Economics* 75, 319-359.

Stulz, R.M., 1999, Globalization of equity markets and the cost of capital, *Journal of Applied Corporate Finance* Fall, 8-25.

Urade, T., 2005, The northeast Asian financial hub project in South Korea and the conditions for an Asian financial center, *Nomura Capital Market Review* 8 (Winter), 43-56.

부 록

<부록>

<표 부록 I-1> 국내기업 DRs 발행국가별 현황

(2006. 2. 28 기준)

구분	종목명	상장국	프리미엄	구분	종목명	상장국	프리미엄
ADRs	국민은행	독일	-0.61	GDRs	대우조선해양	룩셈부룩	2.84
		미국	-0.75			영국	-0.21
		영국	-6.26			독일	0.02
	미래산업	독일	-11.31		롯데쇼핑	독일	-1.51
		미국	-10.11			미국	-1.07
	신한금융지주	미국	1.48			영국	-1.26
		영국	-15.23		삼성물산	룩셈부룩	-38.86
	우리금융지주	미국	1.22		삼성전자	독일	-1.04
	웹젠	독일	-0.86			영국	-0.35
		미국	-1.19		삼성전자우	독일	-1.02
	포스코	독일	0.04			룩셈부룩	0.97
		미국	0.14			영국	-0.53
		영국	-14.53		삼성SDI	독일	-0.60
		일본	-0.25			룩셈부룩	-3.67
	하나로텔레콤	독일	-1.54			영국	2.43
		미국	-3.50		하이닉스	독일	-3.78
	한국전력	독일	7.33			룩셈부룩	-46.51
		미국	6.80			영국	-79.51
		영국	23.76		한솔제지	룩셈부룩	-2.77
	KT	독일	4.72		현대차	룩셈부룩	-1.95
		미국	3.76			영국	0.91
		영국	11.06		현대차2우B	룩셈부룩	-6.40
	LG필립스LCD	독일	-0.25		현대차우	독일	3.63
		미국	-0.31			룩셈부룩	1.94
	SKT	독일	6.16			미국	5.61
		미국	6.00			영국	3.43
		영국	12.85		INI스틸	룩셈부룩	-4.95
EDRs	대한통운	룩셈부룩	-3.37		KT&G	독일	-0.66
GDRs	금호타이어	독일	-2.85			룩셈부룩	0.46
		영국	-1.95			영국	-0.36
	기아차	룩셈부룩	-2.86		LG전자우	독일	0.49
	기업은행	룩셈부룩	1.78			영국	-0.13
		영국	0.70		SK우	독일	-0.79
	동부아남반도체	룩셈부룩	-			룩셈부룩	-2.69

출처: 한국증권선물거래소(2006)

<표 부록 I-2> 국내기업 DRs 발행·거래 현황

(2006. 2. 21 기준)

종목명	일평균거래대금(USD)	거래일비율	발행규모(천 USD)	시가총액대비 비율	비고
하나로텔레콤	21,175	100%	372,000	32.2%	
국민은행	38,151,234	100%	1,328,590	5.1%	
한국전력	16,319,491	100%	1,353,590	4.9%	
KT	13,983,666	100%	4,727,960	41.4%	
LG필립스LCD	27,178,343	100%	2,484,550	14.7%	
미래산업	1,645	59%	120,000	77.7%	
포스코	49,625,680	100%	3,132,930	15.6%	
신한금융지주	3,164,526	100%	-	-	ADRs, GDRs 미구분
SK텔레콤	26,295,988	100%	2,268,800	13.5%	
우리금융지주	1,096,039	100%	-	-	
웹젠	1,191,554	100%	97,180	36.7%	
현대차	1,888,852	97%	840,000		보통주, 우선주 합산
현대차우선	807,733	100%	-	-	보통주, 우선주 합산
하이닉스	807,733	100%	2,557,720	17.8%	
삼성SDI	41,603	39%	230,000	5.8%	
신한금융지주	230,961	42%	자료 없음	-	ADRs, GDRs 미구분
SK Corp.우선	-	0%	90,000	1.6%	
삼성전자	28,826,418	100%	930,000		보통주, 우선주 합산
삼성전자우선	3,328,273	100%	-	-	보통주, 우선주 합산
기업은행	13,051	3%	284,400	4.1%	
대우조선해양	40,600	22%	255,770	4.9%	
케이티엔지	551,251	83%	539,230	6.0%	
LG전자우선	399,141	92%	145,000	16.0%	
금호타이어	5,681	3%	295,040	27.1%	
롯데쇼핑	47,316,970	89%	2,834,740	23.4%	

출처: 한국증권선물거래소(2006)

<표 부록 I-3> LSE의 DRs 상장 현황

(총 118종목, 20006. 1. 31)

지 역	국 가	DRs 종목수	시가총액(£ mil.)
아시아/태평양	중국	2	5,970
	인도	19	2,418
	인도네시아	2	1,383
	일본	3	40,787
	한국	9	10,059
	대만	10	710
유럽	크로아티아	1	370
	체코	2	4,271
	그리스	7	4,872
	헝가리	3	30
	카자흐스탄	1	103
	라투아니아	1	110
	룩셈부르크	1	334
	네덜란드	3	1,646
	폴란드	7	3,119
	러시아	7	46,767
	터키	9	467
	에스토니아	1	189
중동/아프리카	바레인	1	32
	이집트	10	3,842
	이스라엘	3	3,538
	요르단	1	0
	레바논	2	177
	말라위	1	8
	몰타	1	90
	모로코	1	0
	오만	1	111
	카타르	1	1,486
	남아공	1	0
	튀니지	1	22
	아랍에미레이트	1	621
남미/북미	아르헨티나	1	0
	버뮤다	1	5,870
	칠레	1	880
	미국	2	19,168

* 자국 DRs 14종목 (시가총액 £182,225 백만) 상장
출처: 한국증권선물거래소(2006)

<표 부록 I-4> NYSE의 DRs 상장 현황

(총 328종목, 2006. 2. 1)

지 역	국 가	DRs 종목수	비고
아시아/태평양	호주	10	
	중국	16	
	홍콩	6	
	인도	9	
	인도네시아	2	
	일본	18	
	한국	8	
	뉴질랜드	1	
	필리핀	1	
	대만	5	
유럽	오스트리아	1	
	벨기에	1	시가총액에 대한 자료 파악은 어려움
	덴마크	2	
	핀란드	4	
	프랑스	19	
	독일	15	
	그리스	3	
	헝가리	1	
	아일랜드	3	
	이태리	13	
	룩셈부르크	3	
	네덜란드	13	
	노르웨이	5	
	포르투갈	2	
	러시아	6	
	스페인	6	
	스위스	9	
	터키	1	
	영국	53	
중동/아프리카	이스라엘	2	
	남아공	6	
남미	아르헨티나	10	
	브라질	37	
	칠레	18	
	콜롬비아	1	
	멕시코	16	
	페루	1	
	베네수엘라	1	

출처: 한국증권선물거래소(2006)

<표 부록 I-5> Luxemburg Stock Exchange의 DRs 상장 현황

총 148종목, 2004. 12. 31)

지 역	국 가	DRs 종목수	시가총액(EUR mil.)
아시아/태평양	인도	66	3,283
	인도네시아	1	0.6
	한국	15	9,140
	파키스탄	1	133
	필리핀	3	39
	싱가포르	1	846
	스리랑카	1	4
	대만	38	7,143
	태국	2	3
유럽	헝가리	4	3,816
	저지(Jersey)	1	910
	터키	2	157
	영국	1	348
중동/아프리카	이집트	1	3
	레바논	2	73
	남아공	2	26
남미	아르헨티나	3	817
	브라질	2	840
	콜롬비아	1	0.5
	베네수엘라	1	0.3

출처: 한국증권선물거래소(2006)