

【관련자료】

동시상장에 관한 국제심포지엄

■ 논문 1

Racing Towards The Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance

John C. Coffee, Jr
(Columbia University Law School)

지난 11월 21일부터 25일까지 미국 스탠포드법과대학과 서울대학교 금융법센터(Center for Financial Law, 소장: 김건식 서울대학교 교수)는 공동으로 동시상장에 관한 국제심포지엄을 미국 스탠포드법과대학에서 개최하였다. 동시상장분야에 관한 세계적 석학들이 대거 참석한 이번 심포지엄에서는 특히 미국에 해외기업들이 동시상장하는 이유를 이론적으로 검토하여 발표하였는데, 이러한 논의들은 우리 기업이 미국에 동시상장할 때 전략을 수립하는데 도움이 될 것으로 기대된다. 다음은 이들 연구내용들을 요약·정리한 것이다.

John C. Coffee, Jr

Racing Towards The Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance

Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, and Rene M. Stulz

Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?

Mark H. Lang, Karl V. Lins, and Darius P. Miller

ADR, Analyst, and Accuracy: Does Cross Listing in the U.S. Improve a Firm's Information and Increase Market Value?

Amir N. Licht

Bonding and Dominance in Securities Markets: Cross-Listing and Corporate Governance

Edward B. Rock

Coming to America?: Venture Capital, Corporate Identity and U.S. Securities Law

● 핵심주제

본 내용은 동시상장을 유인하는 근본원인이 무엇인가에 대해서 종전과는 다른 이유를 이론적으로 제시하고 있다. 즉 회사법에서 많이 이용되고 있는 bonding을 동시상장에도 적용하고 있는데, 즉 bonding theory라고 불리는 것이다.

● 주요결과

저자는 동시상장을 하는 근본 배경을 설명해 왔던 전통적인 이론인 시장구획(market segmentation theory)이론과는 동시상장 배경을 달리 보고 있다. 즉 자국이 아닌 해외시장

에 기업이 동시상장하는 이유로서 기업들이 지배구조규범과 공시규제 및 증권발행에 있어 규제가 엄격한 시장에 자발적·적극적으로 진출하여 소수주주를 보호하고자 하는 의지를 약속하는 표현의 한 일환이라고 주장하고 있다. 본래 bonding은 자기가 한 약속을 그대로 지키겠다는 의지의 표현으로 그만큼 자신에게 불리한 것을 일부러 감수하겠다는 약속을 하는 것을 표현하는 것이다.

미국시장에 상장할 경우 i) SEC의 강력한 집행 및 감독의 대상이 되는 점, ii) 집단소송과 대표소송이 발달되어 있어 일반투자자가 강력하게 법적 권리를 행사할 수 있는 점, iii) U.S GAAP과 일치하는 재무제표를 작성하게 되어 공시가 강화되는 점, iv) 미국시장에서 증권을 발행할 경우 엄격하게 검증받는 장치가 제도적으로 확립되어 있는 점(예컨대 신용도가 높은 인수인의 실사를 받는다거나, 투자분석가의 분석, 신용평가기관·감사인의 감사 등) 등에 비추어 미국에서 동시상장하겠다는 의도는 투자자의 이익을 보호하겠다는 의지를 표현한 것이라고 설명하고 있다.

기업의 경우 유동성이 큰 시장을 선호하는 것이 아니라 유동성과 규제수준이 엄격한 시장을 찾는데, 따라서 유동성은 높는데 규제수준은 낮은 시스템을 기업은 선호하지 않는다고 한다.

또한 회사지배구조 개선과 공시증대를 위하여 공적 규제기관이나 법에 의해 변화를 유도하는 데에는 한계가 있고, 이보다는 기업 자체적으로 변화하려고 동기화되는 것이 더 효과적이라고 주장하고 있다. 동시상장을 bonding theory에 의하여 설명할 때 기업의 변화의지를 가장 잘 대변할 수 있다고 본다. 일반적으로 이러한 아래로부터의 변화를 통해 지배구조가 개선되는 것을 private ordering이라고 부른다.

한편 bonding theory에 의하면 유동성이 유동성을 낳는다(liquidity attracts liquidity)는 시장이론과 시장간의 경쟁의 결과 큰 시장만이 궁극적으로 남게 된다는 이론은 맞지 않는다고 본다. 기업들의 소유분산 정도에 따라 시장의 지배구조규범과 공시규제수준이 특징지워지는 경향이 있기 때문에 모든 시장들이 규제면에서 같은 모습을 취하거나 고강도의 규제수준을 가진 시장으로 획일화되지는 않는다고 주장하고 있다.

왜냐하면 지배주주하에 있는 기업은 규제수준이 높은 곳으로의 동시상장을 선호하지 않는 반면, 소유구조가 분산된 기업은 정반대의 결과를 보여준다는 점에서 동시상장지를 선택하는 것은 지배구조와 상당한 관련이 있기 때문이다.

● 논문의 의의

저자의 연구는 소수주주보호법제와 기업의 자금조달비용간에 상관관계가 있다는 기존 연구에서 나아가 private action과 자금조달비용간의 상관관계를 제시하고 있다.

무엇보다도 동시상장의 근본원인을 market segmentation이 아니라 회사 자발적인 bonding에서 찾음으로써 투자자를 유인하기 위하여 반드시 일부러 원거리에 있는 시장까지 갈 필요는 없으며 오히려 시장의 규제수준을 높임으로써 투자를 유인할 수 있는 가능성을 보여주고 있다. 이러한 대표적인 예로서 브라질과 독일의 신시장의 규제변화를 제시하고 있다.

● 연구내용

- 동시상장은 private action의 한 일환이며 소수보호법제가 미약한 국가출신의 성장가능성이 큰 기업들이 외부자금조달의 편의를 위하여 통상 취하는 수단이 된다고 하고 있다.
- 유럽기업들의 경우 공시규제수준이 높은 곳을 기업들이 선호하며, 그 결과 주가를 높이고

자본조달비용도 낮추고 있다는 점을 제시하고 있다.

- 그러나 지배구조규범, 공시규제, 소수주주보호가 잘된 규제체계일수록 시장으로 동시상장할 유인이 크지만, 이러한 것이 반드시 모든 시장으로 하여금 획일적으로 이러한 규제체제로 나아가도록 경쟁하게 하는 것은 아니라고 주장하고 있다.

- 따라서 장차 시장의 전문화와 구획화는 여전할 것으로 전망하고 있다. 그 이유는 상장의 주체인 기업은 사실 재벌과 같이 소유가 집중된 기업과, 그렇지 않고 분산된 기업으로 구분되기 때문에 동시상장에 대한 이들 기업의 선호도는 차이가 있을 수밖에 없기 때문이라고 한다.

- 소수주주보호와 지배구조규범이 엄격한 시장에 동시상장을 하는 데 소극적인 기업은 소유 분산된 기업보다 지배주주가 있는 기업이라고 추측하고 있다. 왜냐하면 이들은 주가 상승이나 소수주주 보호보다 지배권을 통한 사적 이익의 향유가 더 중요하기 때문이다. 따라서 상장의 고객인 기업들의 선호도에 따라 각각 규제수준에 차이가 있는 시장을 선택할 것으로 전망하고 있다.

- 따라서 시장간 경쟁으로 경쟁력 있는 시장만 살아남는 것이 아니라 주고객의 성향에 따라 시장을 선택하기 때문에 각각의 시장은 나름대로 역할을 할 것으로 예측하고 있다.

- 한편 시장입장에 거래규모만으로는 시장간 경쟁에 불리한 지역거래소라 하더라도 상장 기준을 높임으로써 다른 시장으로의 이동을 막을 수도 있다고 주장하고 있다. 대표적으로 투자를 유인하기 위하여 공시수준을 높인 독일 Neuer Markt과 브라질 S&P Paulo거래소의 경우를 제시하고 있다.

- 특히 미국에 동시상장하는 이유 중의 하나로 유럽기업의 경우 글로벌기업으로 성장하기 위한 전략으로서 미국기업과 합병하기로 하는 경우 합병자금을 마련하는 수단으로서 동시상장을 선택한다는 것을 보여주면서(Daimler Chrysler사례) 이 경우 공시수준이 높은 시장에 상장할 경우 자금조달비용이 저렴해지는 효과가 있음을 보여주고 있다.

- 2002년도에 제출된 Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act(일명 Sarbanes-Oxley Act)의 효력이 발효될 경우 자국기업은 물론 외국기업에게도 동일하게 높은 수준의 지배구조규범을 준수할 것을 요구하게 되는데, 이 경우 bonding theory의 정확성이 시험받게 되는 계기가 될 것으로 전망하고 있다.

- 다만 시장이 외국기업을 위하여 동시상장을 위한 서비스를 제공함으로써 항상 이익을 보는 것은 아닌데, 그 이유는 동시상장 거래규모가 자국시장에서의 거래보다 많아야만 시장의 수익이나 증권업자의 수익기반에 유리할 수 있는 것이므로 거래규모가 적은 경우라면 외국기업을 감독하는 데 비용이 많이 들어가는 문제가 발생하게 되기 때문이다.

● 방 법 론

- 1990년부터 1999년까지 미국 NYSE, Nasdaq에서 발행된 ADR 현황을 분석하여 ADR을 발행한 기업들은 대부분 신흥시장에서 온 것임을 제시하고 있다.

- NYSE에서 자국기업 상장규모와 외국기업 상장규모를 비교하여 후자인 외국기업이 상장한 비율이 훨씬 높음을 제시하고 있다.

- Nasdaq과 NYSE를 분석하여 외국기업들이 거래시스템상 훨씬 나은 Nasdaq보다 NYSE에 더 많이 상장하고 있음을 제시하고 있다.

- NYSE와 LSE에서의 동시상장 현황을 분석하여 외국기업들이 LSE보다 NYSE를 선호하고 있음을 제시하고 있다.

- 아시아와 라틴아메리카 기업의 경우 1990년부터 2000년까지 동시상장과 국내시장에 상장한 비율을 분석하여 이 비율이 2000년도에는 40%까지 달하고 있는데, 때문에 정부는 local market exodus, migration 현상을 우려한 사실을 보여주고 있다.
- 중전에 캐나다와 시장규모면에서 유사한 브라질시장이 침체된 원인을 분석, 소수주주보호 장치가 현저히 떨어진 체제에 근본원인이 있음을 제시하고 있다.
- market segmentation이론에 의할 경우 주가에 긍정적인 반응은 동시상장이 완료하면 소멸되나 abnormal return이 동시상장을 결정한 날부터 동시상장을 완료한 후에도 지속적으로 존재하고 있음을 보여줌으로써 bonding theory가 보다 정교하고 우수한 이론임을 비교적으로 설명하고 있다.
- 또한 Rule 144에 따른 사모형태와 기관투자자들에게만 제한된 특수한 전자시장인 PORTAL과 동시상장을 비교하여 후자의 경우 abnormal return이 발생하는 것을 제시하고 있다.
- 기업이 동시상장을 발표하는 경우 주가에 미치는 영향을 살펴보는 데 있어 신흥시장과 안정된 시장으로 범주를 나누어 상호 주가에 미치는 영향을 분석하여, 결과적으로 아시아기업들이 미국에 상장할 경우 주가에 긍정적으로 반영된다는 것을 제시하고 있다.
- 또한 미국에 동시상장한 기업과 그 외의 국가에 동시상장한 경우를 비교 분석하여, 전자의 경우 Tobin's q ratio가 16.5% 더 후자의 경우보다 높음을 제시(즉 cross listing premium 이 높음)하고 있다.
- 결과적으로 시장에 기업의 진입을 유인하는 것은 유동성이 아닌 reputation임을 제시하고 있다.

■ 논문 2

Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?

Craig Doidge, G. Andrew Karolyi, and Rene M. Stulz

(Rotman School of Management, University of Toronto / Fisher College of Business of the Ohio State University / National Bureau of Economic Research)

● 핵심주제

이 연구에서는 미국에 동시상장하는 기업의 동기를 설명할 때 기존의 이론으로는 충분히 설득력 있게 설명할 수 없다고 지적하면서 이를 보완하는 이론을 제시하고 있다. 즉 미국시장에 상장한 기업을 보면 미국 외의 시장에 상장한 기업보다 투자수익률이 높는데, 그 이유는 미국시장에 상장할 경우 자국시장에서라면 향유할 수 있는 사적인 이득들이 그만큼 감소하게 되고, 이는 달리 말하면 그만큼 사적 이익을 추구하지 않고 그 이익만큼 성장기회에 사용하여 성장이익을 얻을 수 있기 때문이라고 설명하고 있다.

그러나 그럼에도 불구하고 현실적으로는 여전히 미국시장에 상장하지 않고 다른 시장에 상장하는 경우가 많은데, 이 경우 미국에 상장하지 않는 기업과 상장하는 기업간에는 다음의 차이가 발견된다는 것이다. 즉 전자의 경우 소유가 분산되지 않고 지배주주가 존재하는 기

업인 반면 후자의 경우는 그렇지 않다는 것이다. 이를 감안하면 지배주주가 있는 기업이 동시상장하는 것은 포기하는 사적 이익보다 외국시장에 상장함으로써 얻는 추가적인 이점이 아주 큰 경우에만 동시상장을 할 것이라고 볼 수 있다.

특히 소수주주보호법제가 미약한 나라의 기업이라면 그 기업의 지배주주가 외국시장에 상장함으로써 이득을 볼 수 있기 위해서는 소수주주보호법제가 강력한 나라의 기업과 비교하여 성장가능성이 높고 그로 인한 이익이 훨씬 높지 않으면 동시상장을 하지 않을 것이라고 한다.

● 주요결과

미국시장에 외국기업이 동시상장할 경우 얻는 이점에 대하여 기존 이론들은 투자위험을 외국인투자자와 국내투자자가 분산하여 취할 수 있음으로써 기업의 자금조달비용은 감소된다고 설명하고 있는데, 이러한 이론은 다음과 같은 점에서 문제가 있다. i) 리스크프리미엄의 감소분이 외국시장에서의 동시상장에 드는 비용을 초과하는 한 모든 기업들은 동시상장을 하려고 해야 될 것인데, 실제로는 그렇지 않기 때문이다. ii) 시장이 통합되기 시작한 80년대에 이미 동시상장하여 이익을 취한 예가 적지 않다는 점이다. iii) 점차 시장이 통합되면서 동시상장은 줄어야 하는데, 오히려 통합이 가속화된 90년대에 동시상장이 늘어나는 이유를 risk premium으로는 설명할 수 없다는 점이다. iv) Doidge연구(2002)에 의하면 동시상장을 발표한 경우 의결권 있는 주식의 가치보다 의결권 없는 주식의 가치가 증가한다고 하는데, 이는 자본조달상의 이점만으로는 설명할 수 없다고 반박하고 있다.

● 논문의 의의

이 연구는 동시상장을 결정하는 이유를 지배구조관점에서 분석하고 있는데, 즉 지배주주가 있는 기업은 소수주주의 보호정도가 강한 나라에 동시상장하는 것을 주저하는 경향이 있으며, 이들은 포기하는 사적 이익보다 더 큰 이점(자본조달비용의 현저한 감소)이 기대되지 않는 한 동시상장에 찬성하지 않을 것이라는 점을 밝히고 있다. 즉 동시상장결정은 기업의 지배구조와 상관관계가 있음을 제시하고 있는 것이다.

또한 지배주주가 있는 기업의 경우 지배주주에 의한 부 착취를 우려하는 외부투자자들은 투자를 주저하거나, 그만큼 주식가치를 할인하게 됨으로써 해당 기업은 외부자본이 필요한 경우 조달에 어려움이 있을 수 있는데, 이러한 경우 소수주주보호법제가 정비된 나라에서의 동시상장은 지배주주가 이러한 부의 이전을 하지 않겠다는 약속의 실현장치로 기능할 수 있으며(bonding의 일환) 소수주주와의 이해를 일치하는 수단의 하나로 기능할 수 있음을 제시하고 있다.

다만 이러한 결론은 모든 기업의 동시상장을 같은 의미에서 볼 수는 없으며, 지배주주가 지배하고 있는 기업이 소수주주보호법제가 잘 확립된 국가에서 동시상장하여 부의 이전행위를 하지 않는 만큼 성장기회에 사용하여 성장에 따른 이익을 취할 것으로 기대되는 경우에만 의미가 있을 것이다.

● 연구내용

- 미국에 동시상장한 기업의 가치가 그렇지 않은 기업보다 크다는 것을 보여주고 있다.
- 외국기업 중 ADR형태로 상장한 경우와 주식을 상장한 기업을 분석하여 상장한 기업의 경우 premium은 37%에 달하고 있음을 제시하고 있다.

•Reese & Weisbach(2002)의 연구를 빌려 미국에 동시상장한 이후 자국내에서의 자금조달 비용도 감소되고 있음을 보여주고 있다.

•특히 미국기업에 동시상장한 기업들은 그렇지 않은 기업보다 규모가 큰데, 그 이유는 자산 규모가 큰 기업일수록 미국투자자의 인식정도가 높고, 국제적으로 취급하는 상품종류도 많기 때문이라고 설명하고 있다.

● 방법론

•지배주주가 동시상장으로 상실하는 사적 이익과 반대로 동시상장으로 얻는 이득을 비교하고 있다.

•Tobin's q ratio를 이용하여 미국에 상장한 외국기업의 가치와 미국에 상장하지 않은 외국기업의 가치를 비교(이러한 가치 차이를 cross-listing premium으로 칭함)하고 있다.

•이 방법에 의하면 전자의 경우 후자보다 평균 16.5% 정도 premium이 붙음을 보여주고 있다.

•동시상장으로 인한 기업의 가치와 소수주주보호법제를 반영한 국가별 특성을 반영하여 비교하기 위한 기업자료는 Thomson Financial group의 Primmak division에서 제공하는 온라인 재무정보서비스인 Worldscope를 이용하였다.

•소수주주보호법제를 반영한 국가별 특성을 반영하기 위해서는 LLSV(1998)의 연구에서 분석된 40개국과 LLSV에서 이용한 투자자보호변수(legal origins, anti director rights index, judicial efficiency, accounting standards)와 그 외 Millken Institute capital access index, country liquidity ratio & turnover(Salomon Smith Barney World Equity Market Annual)를 참고하였다.

•동시상장한 외국기업 분석하는 데에는 Bank of New York의 자료를 기초로 하였으며, cross-check를 위하여 NYSE, Nasdaq, OTCBB, 2000년도판 National Quotation Bureau's Pink Sheets를 이용하였다.

•valuation의 차이를 비교하는 기준으로서는 Tobin's q를 이용하고 있다.

•Tobin's q 산정에 회계기준에 따라 상당한 차이가 발생할 수 있어 국가별 특성을 반영하는데 있어 U.S. GAAP 기준을 채택하고 있는지를 고려하였다.

•분석대상인 기업에는 금융회사와 자산규모가 USD 100million 이하인 기업은 제외하였으며, 3년 이상의 판매실적데이터가 있는 기업을 대상으로 조사한 결과 적합한 대상기업수는 미국에 동시상장한 714개의 기업과 미국외의 기업에 동시상장한 4,078개의 기업을 비교할 수 있었다.

•미국시장에 동시상장한 기업의 가치변화를 더 정확히 비교하기 위하여 장외에서 거래되고 있는 기업의 가치(Level I ADR)와 거래소에 상장한 기업의 가치(level II, III ADRs)를 비교하여 분석하였다.

■ 논문 3

ADR, Analyst, and Accuracy: Does Cross Listing in the U.S. Improve a Firm's Information and Increase Market Value?

Mark H. Lang, Karl V. Lins, and Darius P. Miller

(University of North Carolina / University of Utah / Indiana University)

● 핵심주제

이 연구는 미국시장에 외국기업이 동시상장하는 것과 정보환경(information environment)간의 상관관계를 분석하고 있다. 이러한 분석에 의하면 외국기업이 미국시장에 동시상장하는 이유는 더 많은 증권분석가의 분석대상이 될 가능성이 많은 점(analyst coverage), 동시상장하지 않은 기업에 비하여 미래예측에 대한 정확도가 높아진다는 점을 보여주고 있다. 보다 많이 증권분석가의 분석대상이 될수록, 그리고 예측의 정확도가 높을수록 더 높은 가치 평가를 받을 수 있다고 한다. 따라서 투자자의 관심대상으로 떠오르고, 예측도가 높아지기 때문에 동시상장은 바로 정보환경의 변화를 야기하여 기업의 가치를 높이게 된다고 주장하고 있다.

● 주요결과

동시상장으로 인한 가치의 변화는 동시상장후 증권분석가의 분석대상이 된 정도와 상관관계가 있으며 미래예측도 더 정확해진다는 것을 제시함으로써 동시상장으로 인한 기업가치가 증대하는 배경은 바로 정보환경의 변화로 인한 것임을 보여주고 있다.

이러한 연구결과는 동시상장에 상당한 정보효과가 있다는 가설을 지지하고 있으며, 이러한 정보효과는 기업의 가치와 긍정적인 관계가 있다는 것을 입증하고 있다. 즉 공시가 증가할수록 투자자의 인지도가 높아질 뿐 아니라(Merton, 1987) 기업가치에 긍정적으로 영향을 미침으로써 자본조달비용을 낮출 수 있다. 결과적으로 투자자에게 귀속될 현금흐름이 증가하게 된다.

또한 동시상장으로 인하여 공시가 증가할 경우 대리인비용을 감소시켜 기업가치에 긍정적으로 영향을 미친다는 이론을 지지하고 있다(Coffee, 1999; Stulz, 1999).

공시 및 지배구조개선과 관련한 효과면에서는 공시를 적극적으로 하겠다는 약속보다 동시상장으로 인하여 기대되는 효과가 더 크다고 보는데, 그 이유는 동시상장을 한 기업의 경우 자신의 약속을 번복하기란 쉽지 않으며 자국에서 공시를 위반하는 경우보다 위반효과는 더 크기 때문이다.

● 논문의 의의

이 연구는 투명한 시장에 상장하는 경우 기업의 가치가 높다는 기존 이론은 실증적인 입증이 없어 한계가 있으며 오히려 동시상장은 구체적으로 정보환경의 변화를 가져와 기업의 가치를 높이게 된다는 것을 보여주고 있다.

무엇보다도 이 연구가 주는 시사점은 회사지배구조 개선 및 공시 증대를 위한 여러 가지 방법 중 자국 법제로 의무화하는 방법에 비하여 신뢰도와 인지도가 높은 외국시장에 동시상장할 경우 회사에 대한 국내외 투자자의 인지도는 물론 회사지배구조 개선 및 공시 증대에 상당한 효과가 있음을 보여주고 있다.

● 연구내용

저자는 정보환경(information environment)이라는 용어를 차별적으로 사용함으로써

corporate transparency와는 구분하고 있다.

외국기업이 미국시장에 동시상장할 경우 기업의 정보환경에 영향을 미쳐 기업의 가치를 증대시킨다는 것을 실증적으로 밝히고 있다. 즉 더 많은 증권분석가의 관심 및 분석의 대상이 되며, 증권분석빈도와 수익력 분석의 정확도가 높아질수록 더 좋은 평가를 받을 수 있으며, 분석빈도와 분석정확도가 높을수록 정보제공도 증가하여 수익력 분석의 정확성을 한층 높이며, 결과적으로 투자자의 관심 증대 및 자본조달비용 감소로 기업의 가치증대에 기여한다고 한다. 다만 분석빈도 증가 및 수익력예측의 정확도는 동시상장기간에만 나타난다.

● 방 법 론

●정보환경을 구체적으로 측정할 수 없는 기준은 현실적으로 찾기 어렵다는 점에서 제약이 있음을 감안하여야 한다. 종전에는 price volatility, volume reaction 등을 대용변수로 보거나(Bailey, Karolyi, and Salva, 2002), 증권분석가가 분석대상으로 취한 정도와 대중매체에서 다룬 정도(Baker, Nofsinger, and Weaver, 2002)를 대용변수로 사용하였으나, 이 연구에서는 정보환경의 변수로서 i) 분석대상으로 다룬 증권분석가의 수, ii) 예측분석의 정확성 등을 선택하고 있다.

●외국기업 중 미국에 동시상장한 기업과 그렇지 않은 기업을 대상으로 증권분석가의 분석종목이 된 비율, 미래예측의 정확성 증대가 기업의 가치에 미치는 정도를 time series로 분석하고 있다.

●분석자료는 Historical I/B/E/S International database의 자료를 이용하였으며, 동시상장시기로 1996년도에 초점을 맞추고 있다. 증권분석가의 분석빈도를 산출하는 기간은 11개월, 추측분석의 정확성 정도는 수익력 예측상의 오차부분을 주가로 나눈 것을 이용하였다.

●대상기업은 NYSE, AMEX, Nasdaq에 ADR형태로 동시상장한 기업을 이용하였으며, 이러한 정보는 Bank of New York, NYSE, Nasdaq, CRSP databases에서 입수하였다. 또한 분석대상기업은 모든 외국기업을 다루지 않고 미국시장에 ADR형태로 직상장한 캐나다기업과 이스라엘기업을 주로 취급하였다.

●분석대상기업으로 다루어지는 빈도가 기업의 가치에 어느 정도 영향을 미치는지 확인하는데에는 Tobin's q를 가지고 확인하고 있다.

■ 논문 4

Bonding and Dominance in Securities Markets:
Cross-Listing and Corporate Governance

Amir N. Licht
(Interdisciplinary Center Herzliya, Israel)

● 핵심주제

이 논문은 동시상장하는 동기로 최근 제기되고 있는 bonding theory에 반대하면서 오히려 avoiding theory를 제안하고 있다. 즉 지배구조규범과 공시규제가 강한 국가에 자발적으로

동시상장함으로써 소수주주의 이익을 약탈하지 않겠다는 bonding할 의사가 주된 동시상장의 동기는 아니며, 동시상장의 진정한 동기는 자본조달의 이점, 사업기회 확대 등 복합적인 이유에서 찾을 수 있다는 것이다.

또한 bonding theory가 설득력 있기 위해서는 bonding이 작동(function)할 수 있는 메커니즘이 시장에 확립되어 있어야 하는데, 실제 미국증권법제를 살펴보면 외국기업에 대하여 자국기업보다 완화된 태도를 취함으로써 규제상의 arbitrage를 취할 수 있게 하고 있다. 또한 실제 시장은 외국기업에 대하여 엄격한 태도를 취할 유인이 없다고 한다.

더구나 지배구조규범이 강한 시장은 동시상장하는 것을 주저하게 할 수 있는 요인이 된다고 하여 오히려 avoiding theory를 제시하고 있다.

동시상장하는 시장과 대상기업의 출신국가간의 물리적·지역적 차이가 클수록 동시상장하는 시장의 규제체계에 익숙하기 어렵다고 주장하고 있다. 이러한 사례로서 한국의 유교적인 사상과 지배구조체계를 제시하고 있다. 자국의 규제체계와 지배구조규범이 동시상장하는 시장에서의 가격형성에 지배적인 영향을 미친다고 주장하고 있다.

따라서 다른 시장의 엄격한 규제체계를 통하여 제도들이 자국에 피기백킹(piggybacking)하는 데에는 한계가 있으며 근본적으로 자국의 법제도가 개선되는 것이 시장의 발달 및 소수주주 보호에 필수적이라고 주장하고 있다.

● 주요결과

동시상장하는 배경을 연구하는 데 있어 종래의 연구들은 기업과 거래소에만 초점을 두고 연구해 왔으나 이것은 모두를 설명할 수는 없어 심리적·문화적인 관점에서 분석하여야 한다고 주장하고 있다.

또한 bonding theory는 경영자의 도덕성을 전제하나 이러한 것은 당연한 것으로 전제할 수는 없으며 현실적으로 동시상장을 특정국가에 하거나 시장을 선택할 때 발생할 수 있는 경영자의 기회주의를 배제하여서는 안된다고 주장하고 있다. 이러한 점에서 경영자가 동시상장을 기회로 하여 기회주의를 취할 가능성은 bonding theory와 결합할 수 없다고 한다.

지배주주를 포함한 내부자의 남용가능성의 관점에서 보면 이들은 동시상장이 지배권에 미치는 불리한 영향을 초과하는 이득을 가져다 줄 수 있을 때만 동시상장을 결정할 것이며, 이 경우 엄격한 규제를 취하고 있는 시장은 피할 수도 있어 동시상장이 지배구조를 개선하는 결과를 가져오지 않을 수 있다는 것이다.

더구나 미국의 법제도가 소수주주를 엄격히 보호하고 있으며 지배구조규범이 엄격하다고 하나 실제 외국기업의 경우 이러한 규제체제로부터 제외될 가능성이 높다. 예컨대 SEC의 조치집행실적을 보면 외국기업에 대해서는 관여하지 않는 입장을 취하는 경향을 보이고 있으며, 거래소 지배구조규범의 적용에서도 외국기업에 대해서는 많은 예외를 두고 있다. 또한 외국기업의 경우 Form 20-F를 이용하도록 하여 공시부담을 대폭 완화시키고 있을 뿐 아니라 위임장권유규제, 단기매매차익규제, 공정공시 부담 등에서 규제가 대폭 완화되어 있기 때문이다.

따라서 미국의 법제도를 검토해볼 때 미국시장에 동시상장하는 이유를 bonding theory로 설명할 수는 없으며 여러 가지 다른 전략적 이유들 때문에 상장하는 것이라고 할 수 있으며, 기업들은 규제가 엄격한 나라에의 상장은 오히려 피하는 경향이 있다.

● 논문의 의의

이 논문은 외국기업이 미국시장에 동시상장하는 이유는 bonding 차원에서 하는 것이 아니며 경우에 따라서는 해당기업의 국적과 문화적 요소가 외국투자자의 투자가치 판단, bonding에 대한 신뢰도 등에 영향을 미쳐 부정적으로 작용할 수도 있다고 경고하고 있다. 결국 전략적으로 볼 때 동시상장하는 경우 기대하는 대로 효과를 항상 보는 것은 아니며, 자국의 지배구조규범과 문화가 변화하지 않는 한 동시상장으로 인한 기대효과를 기대할 수 없다는 것을 감안하여야 한다는 것을 보여주고 있다.

● 연구내용

- 저자는 동시상장하는 진정한 동기는 지배구조 개선과는 차이가 있다는 것을 SEC의 enforcement action의 현황을 기초로 제시하고 있다. 즉 SEC는 외국기업에 대해서는 비공식적으로 불간섭주의(hands off) 관점을 취하고 있다는 것이다.
- 저자는 외국기업이 미국에 동시상장한 경우 외국기업의 한계상 여전히 낮은 평가를 받는 것을 보여주고 있다. 즉 외국기업을 평가하는 데에는 자국에서의 법의식 정도, 출신국가의 지배구조규범, 투명성수준, 국가적 문화와 상관성이 있다는 것이다.
- 비록 동시상장으로 출신국가에 대한 평판을 어느 정도 희석할 수는 있으나 완전히 제거할 수는 없으며, 미국시장에 상장한다고 해서 미국기업이 되는 것은 아니라는 것이다. 동시상장으로 소수주주를 보호하겠다고 약속하여 실천의지를 보여주는 bonding으로 기능한다는 것은 환상에 불과한 것이라고 반박하고 있다.
- 또한 동시상장과 관련하여 내부자들이 이득을 볼 가능성이 많은 점도 bonding theory가 타당하지 않음을 보여주고 있다. 즉 동시상장이 정보의 비대칭으로 인한 도덕적 해이를 완화시키기보다는 오히려 악화시킬 수 있다고 한다.

● 방 법 론

- 저자는 bonding theory가 타당하지 않다는 것을 입증하기 위하여 bonding과 무관한 이유로 동시상장하는 이유들을 제시하고 있다(marketing, technical issue, visibility, liquidity, segmentation and diversification gains효과).
- 아울러 미국의 투자자보호규정의 효과가 크지 않다는 것을 보여주고 있다.
- 또한 동시상장을 하는 데 많은 비용(준비시간, 상장비용, 인수인수수료, 전문가자문수수료, 자료인쇄비, 법적 책임의 증가, 소송가능성 증가 등)이 소요되고 있음을 보여주고 있다.
- 한편 동시상장하는 기업의 동기나 동시상장의 효과를 파악하는 데 있어 법제나 경제적 효과측면에 국한하지 않고 심리적·문화적으로 접근하고 있다.
- 특히 문화적 요소가 어느 정도 영향을 미치는지 밝히기 위하여 예시적으로 한국의 회계와 관행을 분석하였다. 이처럼 분석대상국가로서 유교적 성격이 강한 한국을 유일하게 선택한 이유는, 유교적 성격을 가진 문화체계에서 회사소유가 집중된 재벌형태를 취하고 있는 점, 아시아국가 중 성장속도가 빠른 점, 금융위기 이후 서구식 지배구조를 취한 점 등의 특징을 고려하여 선택한 것이라고 한다.

■ 논문 5

Coming to America?: Venture Capital, Corporate Identity and U.S. Securities Law

Edward B. Rock

(University of Pennsylvania Law School)

● 핵심주제

저자는 앞의 연구들과 달리 외국기업이 미국에 동시상장하는 이유를 벤처캐피털산업과 관련하여 고찰하고 있다. 즉 벤처캐피털의 투자금 회수방법으로 선택하는 IPO대상시장의 지역적 위치, IPO대상국의 회사법제와 증권법제를 변수로 하여 동시상장의 동기와 벤처캐피털산업과의 상관관계를 밝히고 있다. 이를 위하여 분석대상으로서 대조적인 IPO패턴을 나타내는 두 가지 유형의 외국기업을 선택하여 주장을 관철하고 있다. 즉 상장시장으로 자국 거래소만 이용하는 대만기업과 미국시장을 선택하여 상장하는 이스라엘기업을 대조적으로 비교·분석하고 있다.

벤처캐피털의 경우 자금회수면에서 유리한 방법을 선호할 유인이 있는데, 따라서 기업을 보다 매력적으로 보이는 것이 중요하다는 것이다. 그런데 이러한 경우 미국의 법제는 이러한 전략에 상당히 기여한다고 한다. 즉 이스라엘기업과 같이 Nasdaq을 투자금회수의 exit경로로 선택한 기업의 경우 미국 증권법과 회사법이 이러한 벤처캐피털의 주된 선택동기가 된다고 한다. 즉 미국 증권법에서는 외국기업(foreign private issuers)과 자국기업(U.S. Issuers)을 구분하여 규제하고 있는데, 전자기업의 경우 공시규제가 약한 반면 자국기업에 대해서는 규제가 강하다. 한편 규제체계상 외국기업이더라도—비록 영업활동센터가 외국에 소재한 경우라도—미국기업으로 설립할 수 있어 미국투자자에게 미국기업으로 인식되는 것을 가능하게 하고 있다. 이러한 규제체계를 이용하여 이스라엘 벤처캐피털업계는 투자금회수에 보다 유리하도록, 비록 이스라엘기업이지만 Silicon Valley의 미국 첨단기술기업이라는 것을 투자자에게 인식시킴으로써 여러 가지 이점을 얻는 것이 가능하다고 한다.

● 주요결과

전세계가 주목할 만한 Silicon Valley의 성공은 지리적 장점과 인적자원의 풍부 외에도 실상 다른 성공요소가 있다는 것이다. 이러한 성공요소는 투자자금의 회수방법(IPO exit option)에 있어 보다 전략적으로 이용할 수 있는 배경을 미국 회사법제와 증권법제가 제공하고 있기 때문이라는 것이다.

벤처캐피털의 자문 및 자금조달상의 기능은 신생기업의 처음 정착단계에서만 그 효과를 발휘하게 되므로 기업이 안정적인 지위로 갈수록 벤처캐피털의 역할은 감소하며 벤처캐피털에 투자한 투자자의 이익을 위해 투자자금 회수방법으로 보다 전략적인 방법을 모색하지 않으면 안된다.

투자자금의 회수방법에는 투자대상기업의 매각 혹은 IPO를 통한 자본차익을 보는 것이 대표적인 유형인데, 어느 방법이든 전략적일 수밖에 없다. 대표적으로 IPO를 통한 자본차익을 계획하는 경우 exit 경로로 국내시장만 고려할 필요는 없는 것이며 해외시장을 선택하는 것도 고려할 수 있다. 이스라엘 벤처기업의 경우 이러한 선택을 극명하게 보여주고 있다. 또한 벤처캐피털은 Nasdaq에 상장함으로써 유발되는 각종 혜택, 즉 valuation, Nasdaq order flow, liquidity, U.S. 기관투자자에 대한 접근 등에서 이점을 누리게 된다.

● 논문의 의의

이 논문은 벤처캐피털의 경우 모두 그러한 것은 아니나 경우에 따라서는 자금회수전략으로 상장을 고려하는 경우 상장할 시장을 선택하는 데 있어 주요 변수로서 상장국가의 규제체계와 투자자 인식을 주된 고려사항으로 주목한다는 것을 보여주고 있다.

이 경우 자국시장이 자금회수방법면에서 더 유리할 경우 자국시장을 선택할 것이며 외국시장이 더 유리할 것으로 보일 경우 외국시장에 진출한다는 것을 보여주고 있다. 다만 후자의 방법을 선택한 경우 보다 전략적이지 않을 수 없는데, 즉 투자자가 보다 매력적으로 생각할 수 있는 방법과 모습을 취할 유인이 있다는 것이다.

결과적으로 이 논문은 벤처캐피털의 자금회수방법에 있어 보다 전략적으로 취할 수 있는 길을 제시하고 있으나 한편으로 자국 법제가 이러한 방법을 자국기업이 취하는 것을 뒷받침하지 않는 한 한계가 있음을 보여주고 있다.

● 연구내용

- 벤처로서의 특성, 발전속도, 환경, 인적자원면에서 매우 유사한 기업들임에도 불구하고 각국의 벤처캐피털업계가 취하는 exit option은 서로 상이방법을 취하고 있음을 보여주고 있다.

- 대표적으로 타이완 벤처캐피털의 경우 자국시장을 주된 IPO exit option으로 선호하고 있는 반면, 이스라엘 벤처캐피털의 경우 미국 Nasdaq을 절대적으로 취하고 있음을 비교적으로 분석하고 있다.

- 그러한 이유는 i) 우선 각각의 선호도에 차이가 있기 때문이다. 즉 국내시장이 더 긍정적일 것으로 기대하는 경우 내지 다른 시장에 진출할 경우 소요되는 비용 등을 부담스러워 하는 경우 자국시장에 상장하게 된다. ii) 이외에 자국 법제측면에서 명문으로 내지 비공개적으로 외국거래소에 상장하는 것을 어렵게 하는 경우도 있기 때문이다. 그러나 법제상의 장애만으로는 외국시장에 상장하는 것을 주저하는 이유로 충분하지 않다. 왜냐하면 자회사를 외국에 설립하여 상장하는 것도 가능하기 때문이다.

- 벤처캐피털업계의 투자자금회수형태 측면에서 보면 반드시 미국시장에 동시상장할 필요는 없다는 것을 보여주고 있다.

- 이러한 점을 연장하여 현재 관심이 쏠리고 있는 증권시장간 경쟁에 적용 해보면 한 시장이 다른 시장에 반드시 우위적 지위에 있는 것은 아니라는 것을 보여주고 있다. 즉 IPO시 타이완기업은 타이완시장을, 미국기업은 미국시장을, 이스라엘기업은 미국시장을, 유럽기업은 유럽시장을 선호하고 있다.

- 그러나 벤처캐피털측면에서 보면 그러한 선호도면에서 주목할 만한 분명한 차이가 나타나지는 않는다.

- 반면 투자자측면에서 보면 언어나 의사소통, 친숙성면에서 더 자신들의 취향과 유사하고 친근한 곳에 투자하게 되므로 외국시장에 상장한 기업보다 자국시장에 상장한 기업에 투자하는 것을 선호하게 된다.

- 이러한 투자자성향을 고려할 때 벤처캐피털업계는 투자자금회수측면에서 자국시장을 exit option으로 취하는 경우보다 외국시장이 가치평가를 높이 쳐주는 경우 후자시장을 선택하게 되며 이 경우 외국인투자자의 취향에 맞추어 상장할 유인을 갖게 된다.

- 즉 외국기업으로 상장하는 것이 아니라 외국인투자자에게 자국기업으로 인식할 수 있도록 동시상장의 방법면에서 전략적인 행동을 취하게 된다.

- 결국 이스라엘 벤처기업이 급격히 성장한 주된 배경에는 이스라엘 벤처캐피털업계의 전략적인 exit이 성공했기 때문이라는 것이다.
- 실상 미국 Nasdaq을 IPO exit option으로 선택한 것에는 이스라엘 Tel Aviv Stock Exchange에서 exit이 성공적이지 못하였기 때문에 대안으로 미국을 선택한 것이다. 물론 예외적으로 유럽시장이 주된 상품판매처인 경우에는 유럽시장을 이용하기도 한다.
- 이와 달리 타이완 벤처기업은 자국시장에서도 충분히 exit하는 구조가 확립되어 있어 절박하게 다른 외국시장을 이용할 필요성이 없었다.
- 그러나 자국시장을 선호한다고 해서 항상 다른 시장을 이용할 가능성이 없는 것은 아닌데, 자국기업이 모두 자국시장만을 선호할 경우 언젠가는 포화상태가 되어 수급불균형을 이룸으로써 exit의 효율성은 감소될 수밖에 없어 다른 시장에 관심을 가질 가능성이 있다.
- 이 경우 미국 회사법제와 증권법제가 venture capital exit option에 있어 우호적인 환경을 마련해줌으로써 미국시장을 전략적으로 이용할 수 있게 하고 있음을 보여주고 있는데, 즉 회사법제상 미국에 회사를 설립하는 데에는 아무런 장애가 없을 뿐 아니라 증권법상 외국기업과 국내기업을 단순히 구분하고 규제도 차이가 있는데, 이러한 규제차이를 이용, 외국 벤처캐피털업계가 자본차익을 보는 데 유리하게 만들고 있다고 한다.
- 즉 외국기업으로서 활동하지 않고 실상 외국기업임에도 불구하고 법제, 대중매체, 증권분석가의 분석 등의 경로를 통하여 국내투자자에게 국내기업으로 인식시켜 높은 평가를 받도록 규제상의 차이를 역으로 이용하는 것이다.
- 이러한 전략은 외국기업으로 인식되는 기업은 물론 자기출신국가에서 상장한 기업에 비하여 여러 가지 면에서 유리한데, 즉 상품판매처 확대, 브랜드 인지도, 주주층 확대면에서 유리하므로 경쟁력에서 차이를 가져다주기 때문이다.
- 그러나 자국시장이나 정부는 크게 동시상장에 대하여 반대하거나 주저하지 않는 경향이 있는데, 그러한 이유는 i) 동시상장으로 인한 위협을 고려할 필요없이 이미 시장간 경쟁의 수위는 매우 높은 상태이고, ii) 시장이 구획화된 상태에서 동시상장을 반대하는 입장을 다수화하기에는 무리가 있으며, iii) 신생기업과 이미 안정적이고 규모가 큰 기업의 경우 동시상장으로 인한 효과는 차이가 있음을 감안하지 않을 수 없기 때문이다.
- 국가에 따라서는 법제상 동시상장하는 데 일부 장애가 있는데, 첫 번째 장애는 'real seat' rule이 된다. 델라웨어나 이스라엘의 경우에는 the place of incorporation doctrine을 따르는 것과 달리 다른 나라의 경우 회사규제법은 설립장소를 기준으로 하지 않고 본사 내지 경영과 control이 집중된 곳의 법이 회사내부 및 외부관계를 규율하고 있다.
- 따라서 기업 스스로 자신을 규율하는 준거법을 선택하는 것을 제한하고 있는 국가의 경우 기업들은 다른 나라에서 설립하는 것을 법적 불확실성 내지 법적 리스크로 보고 주저하게 된다. 다만 real seat rule은 모든 기업에 제약이 되는 것은 아닌데, 즉 신생기업의 경우 사정이 다르기 때문이다. 창업자는 얼마든지 설립지 및 활동규제법을 선택할 수 있을 뿐 아니라 주고객이 미국투자자들이며 상품판매처, 직원인력도 미국에서 조달하는 것이 유리하기 때문이다.
- 이러한 점에서 real seat rule은 신생기업의 선택을 고려할 때 무시되거나 아니면 극단적으로 자국 경제에 미치는 효과면에서 역효과를 가져올 수도 있다. 즉 real seat rule을 고집할 경우 이러한 것을 회피하기 위하여 신생기업들이 필요에 따라 incorporation rule을 취하는 곳에 설립할 경우 세금이나 고용면에서 불리하게 작용할 수도 있기 때문이다.
- 다음으로 외국에서 설립하는 것을 주저하게 하는 두 번째 장애가 되는 것은 외국기업이 국

내기업을 인수하는 것을 어렵게 하고 있는 점이다. 예를 들어 자국기업이 아닌 기업이 자국 기업을 인수하거나 해당회사 주식을 대량 취득하는 경우 사전에 신고하게 하는 규정들이 이에 해당한다.

● 방 법 론

●미국법제가 venture capital exit option으로서 우호적인 환경을 마련해줌으로써 미국시장을 전략적으로 이용할 수 있음을 보여주기 위하여 저자는 두 가지 IPO exit option모델을 비교적으로 예시, 설명하고 있다. 즉 성장시기나 속도, 성장엔진, 정부지원 정도, 미국 Silicon Valley에의 진출비율면에서 매우 유사성을 지닌 외국계 중 미국시장을 이용하는 이스라엘 벤처기업과 반대로 국내시장만 이용하는 타이완기업을 비교분석하고 있다.

●미국 Nasdaq을 exit option으로 선택하는 배경에는 미국 회사법제와 증권법제에 대한 고려도 포함되어 있음을 보여주기 위하여 외국기업의 회사설립준거법으로 대부분 이용되는 델라웨어주회사법과 증권발행시 규제법이 되는 연방증권법 규정을 상세히 분석하고 있다.

●특히 실상 외국기업이나 회사법제나 증권법상은 물론 국내투자자에게 국내기업으로 인식시킴으로써 인지도와 신용도를 높이는 것이 가능한데, 이러한 것을 증권분석가의 투자 의견, 회사설립서류, 증권감독기관에 제출하는 각종 신고서류를 제시함으로써 어느 곳에도 외국기업임을 알리는 표시가 없어 국내기업으로 인식하도록 작용한다는 것을 입증하고 있다.

●다만 이러한 연구는 외국기업 중 첨단기술업종의 기업으로 최초로 자금을 조달하기 위하여 IPO를 이용하는 신생기업에만 제한적으로 적용됨을 주의시키고 있다.