

국내기업의 해외DR 발행현황과 그 문제점

최 경 렬

(증권예탁원 해외증권팀장)

【초 록】

삼성물산이 국내기업으로는 처음으로 해외DR을 발행한 이래 10여년의 시간이 지났다. 그동안 국내기업으로는 총 33개 기업이 60여 차례에 걸쳐 미화 130억 달러 규모에 해당하는 해외DR을 발행하였으며 그 상장지역도 룩셈부르크에서 런던, 나스닥 및 뉴욕증권거래소 등으로 확대되는 등 국내기업의 해외DR 발행은 양적·질적으로 크게 성장하였다.

DR은 해외투자의 불편함을 없애기 위해 등장한 상품으로 기본적으로 투자자를 위한 상품이다. 그러나 국내기업이 발행한 해외DR의 경우 투자자를 위한 상품으로서보다는 발행회사의 자금조달수단으로서의 기능을 훨씬 더 많이 해 온 것이 사실이다. 주식의 DR전환에 주식발행회사의 사전동의를 얻도록 한 것이 그 하나의 예일 것이다. 이에 따라 주식과 DR의 상호전환이 자유롭지 못해 DR이 본연의 기능을 제대로 수행하지 못하고 있다.

이 글에서는 DR에 대한 설명과 함께 지난 10여년간 국내기업의 해외DR 발행현황을 살펴보고 이와 관련된 문제점을 제시하였다. 가장 큰 문제점으로 주식을 DR로 전환시키기 위해서는 발행회사의 사전동의를 필요하다는 점을 지적하였으며, 그 외에도 해외DR의 발행가격 결정에 있어서의 문제, DR소유자에 대한 주주총회 소집통지 및 의결권 행사방법과 관련된 문제 등을 제시하였다.

【차 례】

I. 들어가는 말

II. 해외DR 발행현황

1. DR의 의미
2. DR의 구분
3. 국내기업의 DR발행현황
4. 관련규정

III. 해외DR운영관련 문제점

1. 발행회사 중심의 DR
2. '주식의 DR전환'의 어려움
3. DR가격과 주식가격
4. 주주총회 소집통지
5. DR의 의결권

IV. 해외DR운영관련 개선방안

1. 주식의 DR전환 자유화
2. 발행가격 결정
3. 주주총회 소집통지
4. DR의 의결권
5. 유통DR의 개념
6. DR배당금 등에 관한 과세방법

I. 들어가는 말

1990년 12월 삼성물산이 국내기업으로는 최초로 DR을 발행한 이래 10여년의 시간이 지났다. 국내기업의 DR발행은 그 규모가 130억USD를 넘어섰다는 양적 관점에서뿐만 아니라 상장거래소가 초기단계의 룩셈부르크증권거래소에서 런던증권거래소는 물론 나스닥 및 뉴욕 증권거래소로 확대되었다는 점, 그리고 DR발행기업에 삼성전자, 한국통신, 한국전력, SK텔레콤, 포항제철 등 한국을 대표하는 우량기업들이 모두 포함되었다는 점 등에서 질적으로도 커다란 발전을 이루었다고 볼 수 있다.

그러나 국내기업의 해외DR 발행이 국내경제 및 증권산업에 순기능만을 제공한 것은 아니다. 많은 기업이 해외에서 DR을 발행하고 외화를 조달하면서 재무구조가 개선되는 등 DR발행이 기업에게 도움을 주고 있지만 일부 기업의 경우 DR발행이 주가를 떨어뜨리는 촉매 역할을 한 것 또한 사실이며, 해외DR이 오랫동안 국내기업이 외자를 조달할 때 누리는 유력한 방법으로서뿐만 아니라 발행회사, 정부 등 특정인이 프리미엄을 받고 소유 주식을 매각하는 데 이용되는 등 일부를 위한 특혜로 기능해 온 것 또한 사실이다.

이 글에서는 지난 10여년간 이루어진 국내기업의 DR발행실적 및 그 문제점을 살펴보고 그 개선방안을 제시해 보고자 한다.

II. 해외DR 발행현황

1. DR의 의의

국내기업이 발행한 주식을 외국인이 매입하려면 시차문제, 환전문제, 언어사용문제 등 불편함을 감수해야 한다. 이러한 어려움을 해결하고 해외투자자에게 편의를 제공하기 위하여 제공되는 프로그램이 DR(Depositary Receipts: 주식예탁증서)이다. 즉 국내기업이 발행한 주식을 국내원주보관기관에 맡기고 이를 근거로 해외예탁기관(Depository)이 발행하여 해외 시장에서 유통시키는 것이 해외DR이다.¹⁾

다시 말하면 DR은 상이한 언어, 법률, 거래관습 차이 등에 따른 주주권행사, 주권의 이전 및 결제상의 불편함을 제거하고 외국투자자간에 그 나라 주식과 마찬가지로 당해 주식의 거래가 가능하도록 고안된 주식대용증권이다. 이러한 DR은 1927년 미국시장에서 최초로 발행되었는데, 해외주식투자에 관심은 있으나 외국기업 주식의 직접매입이 내규 등으로 곤란했던 미국의 기관투자자들의 요구에 부응하기 위하여 Morgan Guaranty Trust에 의해 설계되고 발행되었으며, 이후 발행지역 및 특성에 따라 여러 종류의 DR이 발행되었다.

2. DR의 구분

(1) 발행장소에 따른 구분

앞에서 언급한 바와 같이 DR은 외국시장에 투자하기 불편한 미국투자자들을 위하여 미국의 은행이 발행하기 시작한 것으로, 발행되는 시장에 따라 ADR (American DR), EDR(European DR), GDR(Global DR) 등으로 구분할 수 있다. ADR이 발행되는 미국시장이 규모나 거래량 면에서 세계최대이며 외국주식을 수용할 수 있는 시장성 면에서도 월등하므로 최근 외국기업들의 DR발행은 대부분 ADR형태로 발행되는 추세이다.²⁾

(2) 미국시장에서의 DR의 분류

1) 개 요

미국시장에서의 DR은 Sponsored DR과 Unsponsored DR로 구분할 수 있는데, Sponsored DR은 발행회사의 요청에 따라 예탁기관이 해외시장에서 발행하는 DR로서 발행후 SEC공시(Disclosure)의무 및 상장 또는 자금조달여부에 따라 Sponsored Level I ADR, Sponsored Level II ADR, Sponsored Level III ADR, Rule 144A ADR로 구분된다. Unsponsored DR은 발행회사의 참여나 동의없이 발행회사의 주식을 보유하려는 투자자들의 요청에 따라 예탁기관의 주도로 발행되며 발행관련비용은 투자자가 부담하여야 하고 따라서 발행회사와 예탁기관간의 예탁계약서(Deposit Agreement)가 반드시 존재할 필요는 없다.

1) 국내기업뿐만 아니라 외국기업도 해외에서 DR을 발행할 수 있지만 이 글에서는 국내기업 발행 해외DR에 국한하여 기술하고자 한다. 한편, 우리나라에서도 외국기업이 주식예탁증서를 발행 할 수 있지만 아직 발행실적은 없다.

2) 상장되는 거래소에 따라 분류될 때의 ADR과 거래되는 지역에 따라 분류될 때의 ADR은 서로 다르게 사용된다. 후자의 ADR은 전자의 ADR과 GDR을 포함하는 개념, 즉 미국시장에서 상장된 ADR과 미국에 상장되지는 않았지만 미국의 QIBs가 거래할 수 있는 GDR을 포함하는 것으로 이해된다.

	자금조달	상장
Level I	불가	×
Level II	불가	○
Level III	가능	○

2) Level I

Sponsored Level I ADR은 발행회사가 예탁기관과 예탁계약을 맺은 후 투자자의 주문발생시 예탁기관의 요청에 의해 증권거래소에서 해당주식을 매입, 보관기관에 예탁하고 예탁기관은 외국투자자를 대상으로 보관기관에 예탁된 원주에 대한 DR을 발행 판매하는 구조이다. 동 DR은 미국증권거래소에 상장되지 않고 공모절차도 밟지 않기 때문에 Rule 12g3-2(b)에 의하여 1934년 증권거래법(Exchange Act)에 따른 Full Registration적용이 면제되고(Information Exemption), 1933년 증권법(Securities Act)에 따라 등록 약식신고서인 Form F-6만을 제출토록 하여 ADR이 SEC에 등록되도록 허용하고 있다.

3) Level II

Sponsored Level II ADR은 미국의 증권거래소에 상장되는 경우로 Sponsored Level I의 경우와 같이 투자자의 신청에 의한 원주의 보관기관 보관 및 예탁기관의 DR발행 방식으로 발행이 이루어진다. 그러나 Level II ADR은 증권거래소에서 유통되므로 투자자 보호를 위하여 Information Exemption이 배제되어 Exemption Act에 따른 공시의무를 부담하게 되므로 약식신고서인 Form F-6 외에도 연차보고서인 Form 20-F 및 일종의 공시보고서인 Form 6-K를 제출하여야 한다.

4) Level III

Level III ADR은 미국증권거래소에 상장이 가능할 뿐 아니라 자금이 조달되는 DR로서, 미국시장에서 공모를 통해 자금을 조달하므로 1933년 증권법상의 등록의무 및 1934년 증권거래법상의 보고의무까지 모두 갖게 된다. 따라서 Information Exemption이 배제되고 증권거래법상의 Full Registration을 해야 하며(Form 20-F와 Form6-K) 증권법상 Form F-6 외에도 Form F-1의 제출의무를 진다.

(3) 한국에서의 DR의 분류

우리나라에서는 일반적으로 DR원주가 어떻게 조달되는가와 발행주체에 따라 신주(발행)DR, 구주DR, 유통DR로 나누어진다.³⁾

1) 신주(발행)DR

발행회사가 제3자 배정에 의한 유상증자의 방법으로 국내에서 주식을 발행한 후 이를 원주보관기관에 보관을 하고, 이를 근거로 해외의 예탁기관이 발행하는 DR이다. 지난 10년간

3) 신주DR, 구주DR 및 유통DR의 개념은 해당되는 DR의 발행이 허용될 때 붙여진 명칭으로 공식적 구분은 아니다. 현재 증권업감독규정에서는 주식예탁증서와 유통주식예탁증서로 구분하여 정의를 내리고 있으며 여기서의 주식예탁증서는 신주DR및 구주DR을 포함하는 개념이다.

국내기업이 발행한 DR 중 많은 부분이 신주(발행)DR에 속하며, 회사입장에서는 중요한 외화조달수단 중 하나이다.

2) 구주DR

구주DR이란 기업이 보유하고 있는 자기주식을 근거로 해외에서 자금조달을 하기 위해 발행하는 DR을 말한다. 기업의 자기주식 가격을 안정시키는 수단 중 하나로 1994년 4월 자기주식(이른바 자사주) 매입제도를 도입하였는바, 매입한 자기주식을 무상으로 소각하는 경우에는 자본금 감소가 초래되어 재무구조가 악화되고, 매입한 자기주식을 다시 매각하는 경우에는 주식시장의 불안정과 투자자의 피해가 초래될 소지가 있다. 이때 기업이 보유하고 있는 자기주식을 해외에서 DR방식으로 매각하게 되면 외화자금을 조달하면서도 주식시장의 매물압박을 피할 수 있게 된다. 구주DR은 또한 기업간 합병이나 주요 영업의 양수도 등에 반대하는 주주들이 주식매수청구권을 행사함으로써 자기주식을 매입하게 된 기업들의 주식처분수단으로 이용되고 있다.

3) 유통DR

유통DR은 국내에서 이미 발행되어 유통되고 있는 주식(원주)을 원주보관기관에 보관하고, 이를 근거로 해외예탁기관이 해외에서 거래될 수 있도록 발행한 DR로서, 그 원주를 국내유통시장에서 취득한 주식이란 점에서 국내기업이 발행한 신주를 원주로 한 신주(발행)DR과 구별된다. 유통DR 발행시 기대할 수 있는 효과로는 외국인의 국내주식 투자편의 제공, 이미 발행한 DR의 유통성 증대 및 발행기업의 대외이미지 제고를 통한 국내외 영업활동 지원 등을 들 수 있다.

한 가지 언급할 것은 유통DR이 우리나라에서만 통용되는 독특한 개념이라는 것이다. 위에서 설명한 바와 같이 미국시장에서는 발행회사에 자금이 조달되는지와 해당DR이 상장되는지의 여부에 따라, Level I, Level II, 그리고 Level III로 나누어진다. 우리나라에서는 신주(발행)DR만이 허용되던 1994년 3월 증권업무 자율화 방안의 일환으로, 국내기업이 발행한 신주를 원주로 하여 발행하는 신주DR과 구별하여 예탁기관이 국내유통시장에서 취득한 원주를 바탕으로 발행하는 유통DR의 발행을 허용한 이래 계속하여 유통DR(유통주식예탁증서)이란 용어를 사용하고 있다.

3. 국내기업의 DR발행현황

(1) 배 경

우리나라는 1981년부터 자본시장을 점진적으로 대외에 개방하기 시작한 이래, 1985년에는 국내상장법인이 해외시장에서 전환사채, 신주인수권부사채 등 주식관련증권을 발행하는 것이 허용되었으며, 1990년부터 국내기업이 발행한 주식예탁증서의 해외증시상장이 가능하게 됨에 따라 1990년 12월 삼성물산이 4,000만 달러 규모의 DR을 발행하여 룩셈부르크증권거래소에 상장하였다.⁴⁾

4) 삼성물산의 DR발행은 국내기업 최초의 해외DR발행이라는 의미 외에도, 처음으로 발행된 GDR이라

1994년 10월에는 포항종합제철이 국내기업으로는 처음으로 3억 달러 규모의 DR을 뉴욕 증권거래소(NYSE)에 상장하였으며, 곧이어 한국전력의 DR도 뉴욕증권거래소에 상장되었다. 1995년 3월 SK텔레콤 DR이 런던증권거래소에 상장되었으며, 1999년에는 미래산업 DR이 미국 Nasdaq에 상장되는 등 국내기업의 해외상장거래소는 계속 확대되고 있다. 국내기업 해외DR 발행현황을 신주DR, 구주DR 및 유통DR 등으로 나누어 살펴보면 다음과 같다.

(2) 신주(발행) DR

(단위:만 USD)

회사명	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	합계
포항제철					30000	30000			5000 10000 34500			10950 0
한국전력					3000	3000						60000
SK텔레콤						15000	33800	10000				58800
만도기계						3000						3000
삼성전자		10000		15000 15000	10000	15000 15000		13000				93000
엘지화학						6500						6500
현대건설							9000			11500		20500
현대차			15000			9000	10000			50000		84000
국민은행							30000					30000
하나은행							7300					7300
조흥은행							18000					18000
주택은행								3000				30000
아남산업								10000				10000
삼성물산	4000				4500							8500
한국유리					4900							4900
엘지전자					7000							7000
기아차		10000			7000 5000							22000
신한은행										40000		40000
한국통신										13384 4		13384 4
삼성SDI										23000		23000
한빛은행										10000 0		10000 0

는 중요한 의미를 갖고 있다. 앞에서 언급한 바와 같이 1980년대 후반기에 들어서면서 국제증권시장에서 미국의 역할이 축소되자 외국증권의 발행을 미구시장으로 흡수하기 위한 여러 가지 방법이 강구되었다. 그 중의 하나로 미국 SEC는 사모증권-GDR은 미국시장에서 보면 사모형태임-에 대해 보다 많은 유통성을 부여하기 위해 일반투자자가 아닌 QIBs에게 PORTAL(Private Offerings, Resale and Trading Through Automated Linkage)시스템을 통한 사모증권의 거래를 허용하였으며 이를 DR에 대해 최초로 적용한 것이 삼성물산DR이다.

(3) 구주DR

1995년 9월 LG전자가 보유하고 있던 자기주식을 근거로 7,500만 달러 규모의 DR을 발행하여 유로시장에 상장시킨 것이 국내기업 최초의 구주DR이다. 이어 동년 11월에는 포항제철이 3억 달러 규모의 구주DR을 발행하여 NYSE에 상장시켰으며 그 후에도 1999년 10월에는 현대전자가 1억 달러 규모를, 2000년 9월과 12월에는 신세계백화점 및 SK글로벌이 각각 5,400만 달러와 1억 8천만 달러 규모를 구주DR 형태로 발행하였다.

(4) 유통DR

앞에서 살펴본 바와 같이 유통DR은 국내증권시장에서 거래되고 있는 주식을 당해 주식발행회사의 동의하에 투자자들의 요청으로 외국시장에서 원주를 대신하여 매매될 수 있도록 발행한 것으로, DR발행을 통해 발행회사가 직접적으로 자금을 조달할 수 있는 신주(발행)DR이나 구주DR과 구별된다. 우리나라에서는 금융감독원이 1994년 4월 1일을 시행일로 한 “예탁기관의 유통주식예탁증서 발행을 위한 상장주식취득 승인에 관한 기준”을 제정하여 유통DR 발행근거를 마련하였으며, 이후 “외국인의 유가증권매매거래 등에 관한 규정”에서 유통DR의 발행근거를 두고 있다.

유통DR의 발행은 DR을 인수하는 자가 대금을 지불하고 DR을 수령하는지 그렇지 않으면 대금지불은 없이 주식보유자가 주식을 인도하고 DR을 수령하는지에 따라 자금흐름이 수반된 유통DR의 발행과 주식전환에 의한 유통DR의 발행으로 나눌 수 있다.

1) 자금흐름이 수반된 유통DR의 발행

1996년 7월 SK텔레콤의 주식을 소유하고 있던 외국인투자자가 자신의 소유주식을 원주로 하는 DR(18,800만 달러 규모)을 발행한 것이 우리나라 최초의 유통DR이다. 1997년 8월에는 정부가 보유중인 주택은행 주식을 원주로 하는 유통DR(15,000만 달러 규모)을 발행하여, 주택은행이 신규로 발행하는 DR과 함께 런던증권거래소에 상장시켰다. 1998년 12월에는 정부와 산업은행이 보유중인 포항제철 주식을 원주로 하여 유통DR(34,500만 달러 규모)을 발행하였으며 1999년 3월에는 정부가 보유중인 한국전력 주식(7억 5천만 달러 규모)을, 1999년 5월에는 역시 정부보유 한국통신공사 주식(11억 5천만 달러 규모)을, 1999년 7월 및 2000년 10월에는 산업은행이 보유한 포항제철 주식(각각 10.1억 및 3.4억 달러 규모)을 원주로 하는 유통DR이 발행되었다.

2) 주식전환에 의한 유통DR의 발행

DR은 일반적으로 주식(원주)과의 상호교환이 자유로워야 한다. 주식과의 상호교환이 이루어져야 차익거래가 가능하고 DR의 유동성이 높아지며, 주식시장과 DR시장의 가격을 안정시키는 데 기여하게 된다. 주식과 DR의 상호교환으로 인해 궁극적으로, 적어도 이론적으로는, 주식과 DR의 가격차이는 없어지게 된다. 국내기업이 발행한 DR의 경우, DR의 주식으로의 전환은 특별한 경우를 제외하고 언제든지 가능하지만, 주식의 DR로의 전환은 유통DR의 일종으로서 증권업 감독규정 제7-9조에 의해 해외예탁기관이 당해 주식발행회사의 사전 동의를 얻어야 한다.

1999년 1월 런던증권거래소에 DR을 발행하여 유통중이던 한국주택은행이 동행발행주식의 DR로의 전환에 동의하였다. 앞에서 기술한 바와 같이 특정인소유 주식을 DR로 발행(자금의 흐름이 수반된 유통DR의 발행)한 경우는 국내에서도 있었지만 불특정 다수에게 주식을 DR로 전환할 수 있도록 허용한 것은 우리나라에서 최초의 일이다.

2000년 11월 이미 발행된 DR 중 주식으로 전환된 수량 이내에서의 주식의 DR전환은 발행회사의 동의 없이도 가능하도록 관련규정이 개정되었다. 2001년 3월 현재 주택은행, LG화학, LG전자, 국민은행, 조흥은행, 신한은행(외국인만 가능), 미래산업, 하나로통신 및 삼성전자(우선주)의 경우 주식의 DR로의 전환이 가능하며, 한국전력, 포항제철, 삼성전자(보통주)의 경우 DR의 주식전환이 발생할 경우 이에 해당하는 수량 내에서는 주식의 DR전환이 가능하다.

(5) DR발행총계

1) 신주DR, 구주DR 및 자금의 흐름이 수반된 유통DR

1990년 12월 삼성물산이 4천만 달러 규모의 DR을 유로시장에서 성공적으로 발행한 이래 2000년말까지 33개 기업이 총 136억 달러 규모의 DR을 발행하였으며 자세한 내역은 다음과 같다.

발행회사	대금납입일	주식종류	발행가격 (일주, \$)	발행주식 (1K)	발행금액 (1K\$)	프리미엄
삼성물산	1990-12-18	우선주(신)	32.59	1,227	39,983	15.005
삼성전자	1991-05-16	우선주(신)	52.42	1,908	100,000	27.00%
기아자동차	1991-11-22	보통주(신)	33.90	2,950	100,000	15.32%
현대자동차	1992-11-23	우선주(신)	30.00	5,000	150,000	2.00%
한솔제지	1993-02-11	보통주(신)	33.12	850	28,152	10.00%
삼성전자	1993-06-07	우선주(신)	59.00	2,542	150,000	23.04%
삼성전자	1993-11-12	우선주(신)	69.05	2,158	150,000	31.15%
동아건설	1994-02-03	보통주(신)	57.94	863	49,997	35.54%
삼성전자	1994-04-06	우선주(신)	92.00	1,087	100,000	17.06%
대한통운	1994-05-11	보통주(신)	59.00	746	44,000	15.00%

2) 주식전환에 의한 DR발행

주식전환에 의한 DR발행, 즉 자금의 흐름이 수반되지 않는 유통DR의 발행은 1999년부터 시작되어 1999년에는 7개 회사 8종목에 대해 502건 26,784,532주의 DR전환이 이루어졌다. 2000년에는 13개 회사 15종목에 대해 916건 64,413,131주의 DR전환이 이루어졌으며, 2001년에는 3월 15일까지 10개 회사 10종목을 대상으로 358건 23,405,417주의 DR전환이 이루어졌다. 그 중 전환이 활발하게 이루어지고 있는 삼성전자 보통주 및 우선주, LG전자 보통주 및 우선주, LG화학, 신한은행, 주택은행, 국민은행, 한국전력공사, 포항제철 및 미래

산업의 전환현황을 살펴보면 다음과 같다. 아울러 같은 회사들의 DR의 주식전환현황도 같이 소개한다. 여기서 주의할 것은 주식의 DR전환통계와 DR의 주식전환통계는 그 의미가 다르므로, 상대적으로 높은 가격을 추측하는 등의 대칭적 용도로는 쓰일 수 없다는 것이다. 그 이유는 DR의 주식전환은 DR소유자가 원하면 언제든지 가능하지만 주식의 DR전환은 발행회사가 조건을 붙일 수 있으며,⁵⁾ DR의 주식전환은 해당연도 전체의 통계이지만 주식의 DR전환은 일부분의 통계일 수 있기 때문이다.⁶⁾ 또한 주식의 DR전환은 3년간의 합계가 전체와 일치하지만, DR의 주식전환은 1998년 이전에도 이루어졌으므로 3년간의 합계와 전체가 일치하지 않는다.

주식의 DR전환

발행사	1999		2000		2001*		전 체	
삼성전자(보)	-	-	130	4,338,197	-	-	130	4,338,197
삼성전자(우)	-	-	108	1,943,867	954	1,488,735	203	3,432,602
LG화학	28	2,792,775	24	1,130,614	18	832,471	70	4,755,860
LG전자	27	1,852,484	30	1,079,521	1	9,500	58	2,941,505
LG전자(우)	45	644,552	82	1,947,539	-	-	127	2,592,091
신한은행	45	5,026,516	118	12,120,667	60	4,284,356	223	21,431,539
주택은행	200	7,926,254	146	11,763,505	21	1,147,667	367	20,837,426
국민은행	147	8,261,201	159	10,485,142	35	3,461,598	341	22,207,941

DR의 주식전환

발행사	1999		2000		2001*		전 체	
삼성전자(보)	221	3,263,678	8	162,731	-	-	575	4,338,197
삼성전자(우)	256	4,618,051	15	188,123	21	185,796	334	6,259,153
LG화학	23	1,082,592	69	1,543,323	15	356,083	145	4,093,978
LG전자	40	971,151	49	1,080,581	7	295,629	114	
LG전자(우)	90	1,932,721	6	153,430	-	-	109	2,442,651
신한은행	192	20,897,884	140	11,033,367	27	1,182,410	366	33,113,661
주택은행	129	3,735,757	217	7,846,139	61	2,483,328	561	27,397,534
국민은행	128	5,314,874	106	6,266,998	53	2,450,054	440	22,147,113
한국전력	206	8,671,650	46	3,025,350	2	235,000	259	11,941,950
포항제철	4	26,250	20	246,952	-	-	37	275,702
미래산업	-	-	108	10,831,004	10	1,437,800	128	12,2068,804

*2001년은 3월 15일까지의 자료임.

5) 예를 들어 수량에 제한을 가하는 경우 해당 수량에 도달하면 더 이상의 DR권환은 불가능해진다.

6) 예를 들어 2000년 7월 1일부터 주식의 DR전환을 허용한 경우 주식의 DR전환은 6개월간 자료일 수밖에 없다. DR의 주식전환은 제한이 없으므로 1년간의 자료임.

4. 관련규정

1985년 11월 정부는 국내기업에게 해외증권발행을 허용하는 내용의 기업의 해외증권발행 방안을 발표하였으며, 이를 구체화하기 위해 같은 해 11월 외화증권발행에 관한 규정을 제정한 데 이어 금융감독위원회(당시 증권관리위원회)로 하여금 상장법인의 “해외증권발행 및 관리에 관한 규정”을 제정·시행토록 함으로써 국내기업의 해외증권발행을 위한 기본체제를 갖추었다. “해외증권발행 및 관리에 관한 규정”은 발행자요건, 자금용도, 발행조건 및 기타보고사항 등의 내용을 포함하고 있었으며 “해외증권발행규정”으로 바뀌어 1998년 6월 폐지될 때까지 DR, 해외CB, 해외BW 및 해외EB 등을 발행관리하는 지침으로서 오랫동안 역할을 수행하였다.

1994년 3월까지의 국내기업 DR은 모두 신주발행에 의한 것이었다. 국내시장에서 유통되는 주식을 원주로 하는 DR발행을 허용하기 위해 정부는 1994년 3월 유통DR발행허용방침을 발표하고 그 허용방안으로 1994년 4월 1일을 시행일로 한 “예탁기관의 유통주식예탁증서 발행을 위한 상장주식취득 승인에 관한 기준”을 제정하였다. 이에 따라 해외예탁기관은 해당되는 주식발행회사의 동의를 얻고 금융감독위원회의 승인을 얻은 후 국내에서 발행되어 유통중인 주식을 취득하여 원주보관기관인 증권예탁원에 보관하고 해외에서 DR을 발행하여 유통시킬 수 있게 되었다. 동 기준은 뒤에 “외국인의 유가증권매매거래 등에 관한 규정”에 흡수되었으며, 금융감독위원회의 사전승인은 1998년의 규정개정으로 필요하지 않게 되었다. 2000년 11월 15일 금융감독위원회는 유통DR발행시 요구되던 발행회사의 사전동의를 일부 완화하여, 이미 발행된 DR 중 주식으로 전환된 수량범위 내의 주식의 DR로의 전환은 사전동의 없이도 가능하도록 규정을 개정하였다. “외국인의 유가증권매매거래 등에 관한 규정”은 금융감독규정들이 통폐합되면서 2001년 1월 1일부로 새로 제정된 “증권업감독규정”으로 흡수·통합되어 오늘에 이르고 있다.

DR발행은, 주식전환에 의한 DR발행을 제외하는 경우 외화의 유출입이 수반되며 따라서 외국환거래법령의 규제를 받는다. 우리나라의 외국환규제는 1961년 외국환과 그 거래 기타 대외거래를 합리적으로 조정·관리함으로써 대외거래의 원활화를 기하고 국제수지의 균형과 통화가치의 안정을 도모하여 국민경제의 건전한 발전을 이룰 목적으로 제정한 외국환관리법으로부터 시작되었으며, 동 법은 DR발행시 자금의 사용 등과 관련하여 많은 사항을 다루었다.

1999년 4월 1일 기존 외국환관리법이 외국환거래법으로 바뀌어 시행되었는바, 그 가장 큰 변화는 외국환거래의 원칙이 원칙규제-예외허용(Positive System)에서 원칙자유-예외규제(Negative System)로 바뀐 것이다. DR발행과 관련되는 부분은 DR을 발행하기 위해서는 지정거래외국환은행의 장 등에게 신고하여야 하며, 외화자금차입규정을 준용하여 발행금액이 미화 3천만 달러를 초과하는 경우에는 지정거래외국환은행을 경유하여 재정경제부장관에게 신고하도록 하고 있다.

III. 해외DR운영관련 문제점

1. 발행회사 중심의 DR

지난 10여년간 국내기업의 DR발행 및 운영현황을 보면 우선 떠오르는 것이 지나치게 발행회사 중심으로 이루어졌다는 것이다. 그 동안 DR발행에 주체적으로 참여하고, 그에 따른 이익을 향유한 것은 대부분의 경우 발행회사였다. DR을 발행하는 회사들은 많게는 70-80%까지 Premium을 받고 외국에서 DR을 발행해 왔고, 정부나 일부 외국인 투자자도 국내기업의 DR발행시 보유주식을 원주로 하여 DR을 발행함으로써 결과적으로 국내시장에 서보다 훨씬 높은 가격으로 주식을 매도하였다.

이러한 Premium의 본질을 분석하면 ① 일반주주는 DR발행에 참여하지 못한다는 점과, ② 1997년까지 존재한 외국인 투자한도가 그 주요 원인이다. 즉 일반주주에게 돌아가야 할 부분이 시장의 왜곡에 의해 발행회사나 정부 등 일부 특정인에게 배분된 것이다. 이러한 왜곡은 하루라도 빨리 시정되어 발행회사, DR소유자, 일반주주 모두가 DR발행·유통의 수혜자가 되도록 해야 할 것이다. 그렇게 된다면 DR과 원주의 가격이 원칙적으로 같아질 것이고, 어느 한 시장의 가격변동이 다른 시장에 영향을 미침으로써, DR과 원주가 각각 상대방 시장에서의 급격한 가격변동의 완충역할을 할 수 있을 것이다. 그럼으로써 DR이 시장의 안정성에 기여하게 될 것이고 합리적·효율적 시장형성에 도움을 줄 수 있을 것이다.

2. ‘주식의 DR전환’의 어려움

국내기업이 발행한 DR이 주로 프리미엄부로 발행되었고 거래되어 왔다는 사실은 유통DR 발행이, 특히 주식전환에 의한 DR발행이 활성화되지 못한 주요 원인 중의 하나로 작용하여 왔다. DR가격이 주식가격보다 높다는 것은 주식의 DR전환에 의해 차익을 남길 수 있다는 의미이다.

앞에서 언급한 바와 같이 우리나라의 경우 독특하게도 주식의 DR전환에 발행회사의 동의가 필요하도록 하고 있다. 지난 2000년 11월 정부가 규정개정을 통해 이미 발행된 DR 중 주식으로 전환된 수량 이내에서의 주식의 DR전환은 발행회사의 동의 없이도 가능하도록 하였지만, 2001년 3월까지 규정개정 내용을 DR운영에 반영한 회사는 삼성전자, 포항제철, 한국전력, 조흥은행 등 4개 회사뿐이다(주택은행, 국민은행, 신한은행, LG화학, LG전자, 미래산업, 하나로통신 등은 규정개정 전에 일정한도 내의 전환을 허용한 상태임).

DR의 주식전환이 이루어지는 상황에서 주식의 DR전환이 허용되지 않을 경우 DR거래량이 줄어 유동성 부족이 초래될 수 있다. 실제로 국내기업 발행 DR의 일부가 1997-1998년 중 DR의 유동성 부족으로 인해 원주가격보다 낮게 거래되기 시작하면서 국내외간 가격차이가 현저하게 발생하였고 이에 따라 국내 주식도 큰 폭의 주가하락을 경험한 적이 있다. 이런 현상이 심화될 경우 DR의 시가총액이 감소하게 되며 경우에 따라서는 투자적격성 유지가 문제될 수도 있다. 한편으로는 DR의 거래량이 줄게 되면 일부시장의 경우 시세형성 및 매매거래를 위해 필요한 마켓메이커의 관심 밖으로 밀려나 지속적인 거래에 장애가 될 수도 있다.

현재 미국시장에서 DR을 발행한 나라는 영국, 독일, 프랑스, 캐나다, 일본, 홍콩, 싱가포르, 중국을 비롯하여 80여국에 이른다. 그 중 주식의 DR전환에 회사의 동의가 필요하다는 제한을 둔 나라는 대만과 인도 그리고 한국 정도이다.

DR은 외국시장에 투자할 때 나타날 수 있는 불편함을 없애주는 프로그램으로 기본적으로 투자자를 위한 상품이다. 투자자 입장에서는 DR과 그 원주 두 상품을 놓고 투자하기 편리한 쪽을 골라 투자를 하게 되며, 두 상품 사이에 가격차이가 발생하면 차익거래(arbitrage)

기회가 생기고 활발한 차익거래에 의해 두 상품 사이의 가격차이는 “0”에 수렴하게 될 것이다. 그렇게 되면 DR과 원주 두 상품의 유동성이 높아질 것이며 두 상품의 가격안정에도 도움을 줄 수 있을 것이다.

2000년 11월 당시 외국인의 유가증권 매매거래 등에 관한 규정의 개정에 의해 일정범위 내의 주식의 DR전환은 규정상 발행회사의 동의 없이도 가능해졌다. 그러나 2001년 3월 현재 주식의 DR전환이 가능한 회사는, 앞에서 본 바와 같이 DR발행회사 중의 일부에 지나지 않는다.

3. DR가격과 주식가격

앞에서도 살핀 바와 같이 1997년까지 국내기업은 DR을 발행할 때 그 가격을 주식가격과 비교하여 프리미엄이 붙은 상태로 발행할 수 있었으며, 그 이유로는 국내주식시장에의 외국인 주식투자한도가 존재했다는 것과 주식의 DR전환이 사실상 불가능했다는 것 등을 생각할 수 있을 것이다.

그러나 1997년 말의 외환위기는, 이를 극복하기 위해 취해진 조치 중의 하나인 외국인 주식투자한도의 원칙적 폐지와 함께 DR에 붙던 프리미엄을 없애는 역할을 하였다. 프리미엄이 없어지게 되면서—일부 종목의 경우 프리미엄이 남아 있지만 그 정도가 약해졌음—신규로 DR을 발행하는 경우 할인(디스카운트)발행을 하게 되는 국내기업이 나타나기 시작하였으며, DR발행기업이 늘어나면서 할인발행하는 회사의 수도 점차 늘어나게 되었다. 앞의 DR발행총계를 보면 1997년까지는 모든 DR발행기업이 프리미엄을 받고 주식을 매각할 수 있었다. 1998년에는 DR발행규모가 크게 줄어들어 비교하기가 곤란하지만 1999년 이후에는 할인발행의 경우가 할증발행보다 더 많다는 것을 알 수 있다.

물론, 할인발행이 반드시 부정적인 것만은 아니다. 유통시장에서 매입하는 것보다 낮은 가격에 발행시장에서 인수하는 것이 어떻게 보면 정상적일 수도 있다. 그런데도 할인발행이 주목을 끄는 이유는 오랫동안 DR이 주식보다 높은 가격에 거래되었고, 이에 따라 DR발행시에도 프리미엄을 받는 데 우리가 너무 익숙해 있기 때문일 것이다. 문제가 되는 것은 할인율이 어떻게 결정되느냐이며 아울러 주주들이 DR발행 및 인수과정에 참여할 수 있는지의 여부라고 생각한다.

한편, 증권거래법 제192조의 규정에 의해 금융감독위원회가 제정한 “유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정” 제57조에 의하면 주권상장법인 등이 제3자배정방식에 의한 유상증자를 하는 경우 그 할인율은 100분의 10 이내로 해야 하지만 금융감독위원회 위원장의 승인을 얻어 해외에서 DR을 발행하는 경우 할인율을 100분의 10 이상으로도 할 수 있다. 기존 주주의 권익을 심각하게 저해할 수 있는 할인율의 결정이 주주들의 의사와는 무관하게 결정될 수 있다는 점에서 문제가 있다고 본다.

이와 관련된 것이 유상증자시 발생하는 우리사주조합의 우선배정 문제이다. 증권거래법 제191조의7에 의하면 상장법인의 유상증자의 경우에는 원칙적으로 발행주식의 20%까지 우리사주조합에 우선하여 배정하도록 하고 있다. 우리사주조합원에 대한 우선배정이 곤란한 주식배정의 경우로서 대통령령이 정하는 경우에는 우선배정이 면제되게 되어 있으나 대통령령에는 DR발행의 경우 우선배정 의무가 면제된다고 해석할 만한 근거가 보이지 않는다. 그러므로 현행법의 해석상으로는 DR의 발행시에도 종업원이 청약을 하면 우선적으로 배정하지 않으면 안 되는 것으로 보인다. 할인발행의 경우 이 문제는 더욱 크게 대두될 수 있을

것이므로 적절한 법령 및 정관의 정비가 있어야 할 것이다.

4. 주주총회 소집통지

(1) 통지기간

일반적으로 주주총회일이 결정되면 회사는 총회일 2주간 전에 주주에게 주주총회 일시·장소 및 회의의 목적사항인 안건 등을 통지한다. DR을 발행한 회사의 경우도 마찬가지이며, DR소유자를 위하여 예탁기관과 원주보관기관(예탁기관의 국내대리인 역할)에게 주주총회 일시·장소 및 회의의 목적사항인 안건 등을 통지한다. 국내에 거주하는 주주의 경우에는 2주간 전에 통지를 받게 되면 의결권을 행사하기에 시간적으로 큰 문제가 없을지 모르겠지만, 예탁기관이나 원주보관기관이 2주간 전에 통지를 받게 되면 DR소유자는 의결권을 행사하는 데 시간적으로 어려움을 겪게 된다. 그 이유는 ‘발행회사-원주보관기관-해외예탁기관-DTC 등 외국 중앙예탁기관-Global Custodian-Custodian(DR소유자의 보관기관)-DR소유자’의 연결고리를 거쳐 주주총회 소집통지가 이루어지고, 또 그 반대방향으로 의결권 행사지시가 이루어지게 되므로, 2주간은 DR소유자가 자신의 의결권을 제대로 행사하기에는 부족한 기간이다.

(2) 통지내용

통지시점과 함께 통지내용도 고려해야 한다. 일반적으로 회사가 주주총회 소집통지를 할 때에는 앞에서 언급한 바와 같이 주주총회 일시·장소 및 회의의 목적사항인 안건 등을 통지한다. 주주총회의 결의가 회사경영의 근본을 이루고 주주총회를 통해 회사의 주요한 의사결정이 이루어지므로 회의의 목적사항 통지는 중요한 의미를 갖는다. 그러나 우리나라 회사들은 위에서 말한 주주총회의 기능을 고려하기보다는 보이지 않는 채널을 통해 중요한 사항에 대해 결정을 하고 주주총회는 이를 통과시키는 기능만을 담당하므로 회의의 목적사항에 대한 자세한 설명 없이 안건만을 통지하는 것이 일반적인 관행으로 여겨지고 있다. 일반주주들은 회의의 목적사항에 대한 자세한 설명 없이 안건만을 나열한 상태로 통지받는 것에 익숙하므로 큰 불만이 표출되지 않을지 모르겠지만 DR소유자를 비롯한 외국인 주주들은 회의의 목적사항에 대한 자세한 설명을 요구하며, 이는 주주로서의 당연한 권리라 할 수 있다.

5. DR의 의결권

DR이 주식을 표창하는 유가증권이므로 DR소유자는 주주와 동일한 권리를 향유하는 것이 바람직하다. 명의개서청구권(상법 제337조), 주권 불소지 신고권(상법 제358조의2)과 같이 주권실물이 권리행사에 필요한 권리는 DR의 본질상 행사할 수 없으므로 예외로 하더라도, 의결권(상법 제369조 제1항), 이익배당청구권(상법 제462조), 그리고 잔여재산분배청구권(상법 제538조) 등은 일반 주주와 동등하게 행사하는 것이 바람직할 것이다. 국내기업이 발행한 DR의 경우, 이익배당청구권이나 잔여재산분배청구권 등의 재산적 권리는 DR소유자에게 국내주주와 동일한 권리를 인정하지만, DR소유자들의 의결권은 여러 가지 제약을 두

는 경우가 많이 있다. DR소유자들의 의결권행사와 관련하여 크게 다음과 같이 분류할 수 있다. ① 국내주주와 동등하게 의결권행사—DR소유자들이 찬반의사를 표시할 수 있으며 의사표시가 없으면 기권처리됨, ② 의결권행사(찬쟁鬮뽴聆 ? 기회를 주되 의사표시가 없으면 Proportional Voting(해당 주주총회에 참석한 다른 주주들의 찬쟁趺炷꼬; 따라 의결권이 행사)으로 처리, ③ 의결권행사(찬쟁鬮뽴聆 ? 기회를 주되 의사표시가 없으면 발행회사 등이 지정한 자에게 의결권행사를 위임, ④ 의결권행사 기회를 주지 않고 모든 DR에 대해 Proportional Voting으로 처리, ⑤ 의결권행사 기회를 주지 않고 제3의 기관이나 위원회(Voting Committee)에 위임하는 경우 등이다. 물론 의결권을 행사하는 경우 그 경로는 DR소유자→예약기관→보관기관을 거쳐야 한다. 또 의결권행사에 발행회사 등의 변호인의 의견이 필요한 경우와 그렇지 않은 경우, 주주총회 회의 목적사항에 따라 제한이 가해지는 경우 등 여러 변수가 있다.

문제가 되는 것은 지금까지 DR을 발행하는 동안 정책당국이나 발행회사가 의결권에 제한을 두는 것을 경영권 보호와 관련하여 선호해 왔다는 것이다.⁷⁾ 회사의 입장은 논외로 하더라도 정책당국에서조차 DR의 의결권에 제한을 가하는 것을 바람직한 것으로 여겨 왔다는 것은 문제가 크다고 생각한다.

IV. 해외DR운영관련 개선방안

1. 주식의 DR전환 자유화

이제 주주로서는 당연히 누릴 수 있는 주식의 DR전환이라는 권리를 행사함에 있어 발행회사 동의라는 사전요건은 폐지되어야 한다고 생각한다. 주식의 DR전환 자유화는—발행회사의 사전동의요건 폐지는—국내증권시장에서 주식을 취득하려 할 때 새로운 유인(Incentive)을 제공하여 국내증권시장의 활성화에도 도움이 될 것이다. 그 동안은 국내시장에서 해당주식의 가격이 오르기를 기대하거나, 의결권 있는 주식의 경우 경영권 참여를 의도하여 주식을 취득했으나, 주식의 DR로의 전환이 자유롭게 허용된다면 해외시장의 DR가격이 국내시장의 주식가격보다 높거나 해외시장에서의 DR가격 상승이 기대되는 경우에도 국내에서 주식을 취득하려 할 것이다. 그 이유는 국내에서 취득한 주식을 언제든지 DR로 전환하여 높은 가격으로 해외에서 매각함으로써 차익을 남길 수 있기 때문이다. 이것은 국내증권시장 투자자에게 새로운 이익창출의 기회를 제공하는 투자수단이 만들어지는 것을 의미한다. 주식의 DR전환 자유화는 투자자에게 주식가격과 DR가격을 비교하여 차익거래를 할 수 있게 해 줄 것이며, 이에 따라 주식과 DR가격은 원칙적으로 같아질 것이고, 어느 한 시장의 가격변동이 다른 시장에 영향을 미치는 반면 한 시장의 가격변동시 다른 시장의 가격이 주요변수가 됨으로써, DR과 원주가 각각 상대방 시장에서의 급격한 가격변동의 완충 역할을 할 수 있을 것이다.

한편, 주식의 DR전환에 발행회사의 사전동의가 필요한 현재의 규정은 해외예약기관이 사

7) 한 가지 예를 들면 외국인투자투자한도가 존재하던 때에 DR을 비롯한 해외증권의 발행 및 권리행사와 관련하여 투자한도의 예외조항이 있었으며, Proportional Voting등의 방법으로 의결권에 제한이 가해진 DR을 발행한 기업의 경우 투자한도가 따로 적용되었다.

전동의를 얻어야 한다는 점에서도 문제가 있어 보인다. 주식의 DR전환으로 인해 직접적으로 이익을 얻는 것은 해외예탁기관보다 전환을 청구하는 주식소유자(일반적인 경우 주식소유자가 전환을 청구하고 해외에서 DR을 받게 됨)이며, 해외예탁기관은 DR발행이라는 기능을 제공하는 일종의 대리인이므로 사전동의를 얻어야 하는 주체는 해외예탁기관보다 DR전환신청자 또는 그의 국내 대리인이 되어야 할 것이다.

다시 말해 주식의 DR전환의 사전요건인 발행회사의 동의는 없어지는 것이 바람직하며, 어떠한 사정에 의해 이를 남겨 두더라도 동의를 구하는 주체는 해외예탁기관이 아니라 전환신청자가 되어야 한다는 것이다.

2. 발행가격 결정

1997년까지 국내회사들은 해외에서 DR을 발행하면서 비교적 높은 프리미엄(premium)을 붙여 판매할 수 있었으며, 그 가장 큰 이유는 외국인들이 한국의 주식시장이 저평가되었다고 믿고 있었고, 한국시장에서는 외국인 투자한도가 존재하므로 외국인들이 원하는 주식을 자유로이 살 수 없었기 때문이다. 그러나 1997년 말 우리나라가 외환위기를 겪으면서 상황은 바뀌어 외국인들의 한국주식시장에 대한 평가는 하락하였고 한국시장의 외국인투자한도도 원칙적으로 없어졌다. 그 결과 프리미엄을 받고 발행하는 것이 아니라 발행가격을 기준주가보다 낮추어 할인(디스카운트)발행하는 경우가 나타나기 시작하였다.

할인발행의 경우 고려해야 할 점이 DR발행시 원주에 대한 신주인수권이 기존주주에게 배정되지 않고 제3자에게 배정된다는 점이다. 회사가 제3자에게 신주인수권을 부여하는 경우에는 기존주주의 이해관계에 중대한 영향을 미치게 되므로 주주의 이익을 보호하기 위하여 상법은 정관에 정함이 있는 경우에 한하여 제3자에게 신주인수권을 부여할 수 있음을 규정하고 있다.⁸⁾ DR을 할인발행하는 경우와 그렇지 않은 경우—즉 할증발행 또는 시가발행하는 경우—기존주주의 이해관계는 크게 달라질 것이므로 정관의 해당되는 조항은 주주의 권리에 큰 영향을 미칠 수 있다. DR을 발행한 회사들의 경우 대부분 제3자에게 신주인수권을 부여할 수 있는 경우의 하나로 DR발행의 경우를 넣고 있지만 그 가격과 관련된 조항은 거의 없는 실정이다. 어느 정도까지 할인할 수 있는지 정관에서 구체적으로 정하는 것이 기존주주의 권익보호차원에서 바람직하다고 본다.

3. 주주총회 소집통지

(1) 통지기간

DR의 경우 발행회사의 주주총회 소집통지서가 DR소유자에게 도달하기까지 여러 단계를 거쳐야 하므로 주주총회 소집통지시점을 상법에서 정하는 주주총회일 2주간 전에서 그 전으로 앞당기는 것이 바람직하다. 최근에 DR을 발행하는 회사들의 경우 해외예탁기관과 발행회사 사이에 체결되는 예탁계약서(deposit agreement)상에 주주총회 소집통지시점을 총회일 2주간 전보다 더 앞선 시점, 예를 들어 3주간 전 또는 한달 전으로 하는 예가 늘어나고 있다는 점은 이런 면에서 고무적인 현상으로 받아들일 수 있을 것이다. 개별계약뿐 아니

8) 상법 제418조.

라 관련 법규에도 반영할 수 있다면 더욱 바람직할 것이다.

불가피하게 2주간 전에 통지를 해야 하는 경우에는 회사에서 원주보관기관과 예탁기관에게 최대한 신속하게 알림으로써 DR소유자의 의결권행사를 최대한 반영할 수 있도록 해야 할 것이다.

(2) 통지내용

주주총회 소집통지시점을 앞당기는 것과 함께 소집통지내용을 상세하게 설명할 필요가 있다. 회의의 목적사항에 대해 상세하게 설명을 하고 이를 빠르게 통지하는 것이 DR소유자들에게 도움이 될 것이며, 궁극적으로는 발행회사에 도움이 될 것이다. 이는 회사의 주주관리를 포함하는 IR(Investor Relationship)뿐 아니라 바람직한 주주총회운영을 위해서도 중요한 의미를 갖게 될 것이다.

이와 관련하여 고무적인 것은 2001년 4월 1일부터 시행되는 개정 증권거래법은 제191조의10 제2항에 주권상장법인 또는 협회등록법인이 주주총회 소집통지 및 공고를 할 때 회의의 목적사항이 이사의 선임에 관한 사항인 경우에는 이사회후보자의 성명·약력·추천인 그밖의 대통령령이 정하는 사항을 통지 또는 공고하여야 한다고 규정하고 있다. 이와 관련된 대통령령에서는 이사회후보자의 성명·약력·추천인 외에 최대주주와의 관계, 당해 법인과의 거래내역을 통지하도록 함으로써 주주총회 소집 및 공고의 내실화를 기하고 있다. 동 개정 증권거래법은 제191조의10 제3항에서 사외이사 그밖의 비상임이사의 이사회 출석률, 이사회 의안에 대한 찬반여부 등 활동내역과 보수에 관한 사항, 최대주주 등과의 거래내역이 단일거래 규모로 자산 또는 매출액의 1% 이상이거나 연간누적거래규모가 자산 또는 매출액의 5% 이상인 경우 그 거래내역, 그리고 사업개요·경영현황 등 주요경영참고사항을 함께 통지·공고하거나 일반인이 쉽게 이용할 수 있도록 하고 있다.

4. DR의 의결권

포항제철, 한국전력공사와 SK텔레콤 등 3개 회사가 DR을 발행하여 NYSE에 상장시킨 후 1998년말까지 주주총회에서 DR소유자들이 의결권을 행사한 비율(의결권 행사주식수/의결권 있는 소유주식수)을 보면 각각 5.49%, 0.46%, 0.11%, 1.89%, 30.59%, 4.13%, 2.09%, 0.88%, 0%, 0%, 42.52%, 6.79% 및 0.32%로 평균 7.33%이다. 이에 비해 2001년에 주주총회를 개최한 LG전자, 삼성전자, 삼성SDI, 한미은행, SK텔레콤, 한국통신, 포항제철, 한국전력공사, 미래산업, 주택은행, 하나로통신의 의결권 있는 DR소유자 중 찬성, 반대, 혹은 기권 의사를 표시한 것은 각각 61.28%, 8.34%, 82.00%, 60.42%, 18.74%, 30.54%, 49.19%, 25.61%, 0.30%, 3.17%, 9.08% 등으로 평균 31.70%이며, 포항제철, 한국전력공사와 SK텔레콤 3개 회사의 의결권행사비율은 31.18%에 이른다.

의결권행사비율이 높아진 원인을 살펴보면 첫째, 1997년까지의 DR발행이 제3자배정에 의한 유상증자의 방법에 의한 것으로 경영권과는 관계가 없는 것이었으나, 1998년 이후의 DR발행은 전략적 제휴를 비롯한 지분매각의 비중이 높아졌으며, 이에 따라 의결권행사비중이 높아지고 있다. 둘째, 과거에 비해 소액주주의 주인 의식 및 주주총회 참여여기가 높아지고 있고 소액주주의 권익보호를 위해 활동하는 단체들이 늘어나는 것도 이유로 꼽을 수 있을 것이다. 이러한 이유 외에도 M&A가 점차 활성화되면서 의결권의 중요성이 부각되고 있

다는 것과 회사의 주주에 대한 IR활동이 강조되는 것도 의결권행사비용이 높아지는 원인으로 분석된다.

앞에서 살펴보았듯이 DR소유자들은 대부분 DR 자체의 매매차익이나 DR과 원주의 가격차를 이용한 차익거래(arbitrage)를 위해 DR을 보유하며 실제로 DR소유자들의 의결권행사비용은 매우 낮다. 그런데도 DR과 원주의 권리를 다르게 하는 것은 DR의 상품가치를 희석시킬 수 있으므로 지양해야 된다고 본다.⁹⁾ DR보유목적이 경영권에 참여하는 것이라면, 비록 DR의 의결권행사에 제한이 있더라도, DR소유자는 원주로 전환하여 경영권에 참여할 수 있으므로, DR의 의결권에 제한을 두는 것은 효과적인 방법이 될 수 없다.

주식매수청구권을 고려하면 문제는 더욱 어려워진다. DR소유자에게도 주식매수청구권을 부여하는 것이 바람직하지만, DR소유자가 Proportional Voting 방법으로 의결권을 행사하는 경우, 주식매수청구권행사는 반대의사표시를 조건으로 하지만 찬반의사표시를 할 수 없으므로, DR소유자에게 주식매수청구권을 인정하는 것이 곤란하다고 해석될 여지도 있다.

이러한 점까지 고려하여 DR소유자의 의결권을 제약하는 것은 지양해야 된다고 보며, 불가피하게 의결권에 제약을 두는 경우에도 주식매수청구권의 행사 등 재산적 권리와 연결될 수 있는 부분은 특별한 주의가 요청된다.

5. 유통DR의 개념

유통DR은 우리나라에서만 사용되는 독특한 개념으로, DR발행범위를 점차 확대함에 따라 나타난 것으로 외국인투자한도가 존재하고 이에 따라 DR발행한도가 있었을 때 통상의 DR발행한도 외에 추가적인 DR발행을 인정하기 위해 나타난 용어이다.

이와 관련하여 우선 생각할 것이 ADR, GDR, EDR 등 상장(거래)지역에 따른 구분이나 Level I, Level II, Level III, Rule 144 ADR 등 미국에서 이루어지는 구분은 발행시장에서 뿐만 아니라 유통시장에서도 구별이 되는 개념이지만, 우리나라에서 분류하는 신주DR 및 구주DR—또는 이 둘을 묶는 “주식예탁증서”—과 유통DR은 발행할 때 원주가 어떻게 조달되는지에 따른 구분으로, 일단 발행이 되면 그 후에는 구별할 수가 없다는 것이다.¹⁰⁾

실제로 주식과 DR의 전환이 활발하게 이루어질 경우, 이미 발행된 DR(유통DR포함) 중 원주로 전환된 수량 이내에서 유통DR을 발행하는 경우 회사의 동의가 필요없다는 증권업감독규정 제7-9조는 여러 가지 의미로 해석될 수 있을 것이다. 이제 주식의 DR전환 자유화와 함께 유통DR 개념을 없애고 DR 개념에 포함시켜야 한다고 생각한다.

6. DR배당금 등에 관한 과세방법

DR에 배당금이 지급되거나 주식배당, 또는 재원이 과세대상인 무상증자에 의한 신주가 배정되는 경우 DR소유자의 거주지국과 대한민국간에 체결된 조세협약내용에 따라 여러 가지의 세율이 적용된다. 우선 DR소유자들은 자신의 거주지와 소유 DR의 수를, 자신의 보관기관을 거쳐 예탁기관에 신고해야 하고 예탁기관은 이를 취합하여 국내원주보관기관에 통보

9) 실제로 NYSE의 경우 권리행사를 함에 있어 원주와 다른 취급을 받는 DR은 상장을 시키지 않고 있다.

10) 다시 말해 신주DR 또는 구주DR, 유통DR 여부에 관계없이 일단 발행되면 동일한 DR로 관리되며 계속하여 구분할 수는 없다는 것이다.

해야 한다. 원주보관기관은 이에 따라 세금을 징수한 후 세무당국에 납부하고, 남은 금액을 예탁기관에 송금해야 하며, 예탁기관은 이를 DR소유자에게 그의 보관기관을 통해 분배한다. DR소유자의 수가 많을 경우 수만 내지 수십만에 이르므로 매우 복잡하고 어려우며, 많은 시간을 할애해야 하는 과정이다. 해외의 DR소유자나 그 보관기관 및 예탁기관이 부담스럽게 생각하는 부분이다. 어느 한곳에서 자료신고가 누락되거나 잘못되는 경우 DR소유자는 과도한 세금을 징수당하게 되고 이를 해결하려면 세무당국에 세액환급요청을 해야 한다. 이 경우 세무당국, 원주보관기관, 해외예탁기관 및 DR소유자의 보관기관 등의 업무에 상당한 부담을 끼치게 될 것이다. 현재 국내기업이 발행하는 해외채권의 경우 이자에 대하여는 조세특례제한법에 의해 소득세가 면제되고 있다.¹¹⁾ DR의 경우에도 소득세를 면제해 주거나 세율을 일률적으로 적용함으로써 관련당사자들의 부담을 완화시키는 방법을 모색해 볼 필요가 있다고 생각한다.

11) 소득을 지급받는 자가 거주자와 내국법인인 경우는 다름.