

2010.08.16

## 아시아 역내 전문채권시장창설을 위한 제언

「아시아 역내 전문국제채권시장 (AIR-PSM: Asian Inter-Regional Professional Securities Market)」  
과 일본 국내판 「일본 전문공모채권시장 (PSM-J)」 창설  
Proposal for the Establishment of an “Asian Inter-Regional Professional Securities Market  
(AIR-PSM)” and a “PSM-J” as its Japanese Domestic Version

와세다대학 GCOE 아시아자본시장법제연구그룹대표  
와세다대학 법학 학술원교수 이누카이 시게히토

### 요약

아시아 역내에는 저축이 풍부하고 자금 수요도 왕성하지만, 역내 각국의 금융중개 시스템, 특히 직접금융의 자본시장은 여전히 발전도상중인 나라가 많고, 각국 연기금 등의 기관투자자들도 자금운용에 어려움을 겪고 있다.

아시아 역내에 독자적인 cross-border 금융기능을 정비함으로써, 효율적이며 고부가가치적으로 역내 저축자금을 역내에서 순환시켜 역내 경제성장을 지원하는 것이 필요하다. 즉, 글로벌 시장의 표준적인 거래관행을 공유하면서, 유로채권시장 수준에 상응하는 고도의 자유가 허용되고 시장 이노베이션을 가능하게 하는 cross-border 시장 창설이 아시아에 필요하다.

이를 위해서 제 1 단계로 일본 거래소에 채권 등의 공시등록<sup>1</sup>을 가능케 하고 그 공시기준에 근거하는 「일본 국내 전문공모채시장 (PSM-J) (이는 아시아 역내 전문국제채권시장 (AIR-PSM: Asian Inter-Regional Professional Securities Market) 의 일부」을 창설할 필요가 있다. 이를 「일본版 유로채권시장 (Japanese version of the Eurobond market)」으로 자리매김한다

그리고 제 2 단계로 아시아 역내 전반에 자유도가 높은 「아시아 역내 전문국제채권 발행·유통시장 (AIR-PSM)」을 창설하는 것이 필요하다. 이런 AIR-PSM 을 「아시아版 유로채권시장 (Asian version of the Eurobond market)」으로 자리매김하고자 한다.

(주) 본고는 2010년 4월 20일에 와세다대학 GCOE 연구그룹이 공표한 제언의 내용을 중심으로 이후 관련 연구정보 등도 포함하여 집필자 자신의 문책하에 그 개요를 논문형식으로 정리한 것이다. 제언의 상세내용은 미주를 참조바람.

연구주체: 와세다대학 GCOE 아시아자본시장법제연구그룹 「Asia Debt Listing 연구회」

협력: 아시아자본시장협의회 (CMAA) · 일본증권업협회

목차

I. 배경설명	3
1. 아시아 역내 cross-border 금융의 현황과 역내 횡단적 시장창설의 필요성	3
2. 구주국제채권시장(유로채권시장)의 발전과 아시아의 의존	3
3. 일본의 입장과 역할의 필요성	4
4. 와세다대학의 『일본과 아시아 역내의 프로채권시장 창설』 제언	5
그래프와 표 : 아시아 각국과 각지역의 국내채권시장의 규모	5
II. 아시아 역내 전문국제채권시장 (AIR-PSM) 창설의 목적	7
1. 아시아판 유로채권시장 (AIR-PSM) 창설 의의	7
2. AIR 시장의 의미와 예상되는 신시장 (PSM-J/AIR-PSM) 의 참가자	7
3. 신시장 (PSM-J/AIR-PSM) 창설의 2 가지 목표와 의의	7
4. 아시아통화표시 국제채권발행의 의의	8
III. AIR-PSM 창설시 지향해야할 원칙	9
1. 각국 증권규제의 적용범위	9
2. 프로(professional)의 설정과 정의	9
3. 신시장의 증권거래규제와의 관계	9
4. 프로투자가를 위한 공시원칙 · 공시규칙	9
5. 증권인수증개기관	9
6. 영문공시	10
7. 각국 국내시장과 신시장의 선택	10
8. 회계기준	10
9. 세제	10
IV. 신시장 (PSM-J/AIR-PSM) 정착조건으로서의 고도의 윤리규범의 존재	10
V. 신시장 (PSM-J/AIR-PSM) 창설의 시간표와 특기사항	11
1. 제 1 단계	11
2. 제 2 단계	12
3. 아시아 역내 대화의 중요성	12
4. 각국 외환규제 완화에 관하여	12
5. cross-border 거래의 역내접속 · 역내결제의 방법에 관한 검토	12
6. ABMF의 중요성	12
7. 일본으로부터의 메시지발신의 중요성	13
VI. 마지막으로	13

## I. 배경설명

### 1. 아시아 역내 cross-border 금융의 현황과 역내 횡단적 시장창설의 필요성

아시아 경제는 「세계의 공장」의 역할을 담당하며, 세계경제에 큰 공헌을 하고 있다. 그러나 국제 자금이동이 활발해지는 가운데, 역내 제조업과 무역의 활발한 움직임에 비하여 아시아와 세계에 대한 역내 cross-border 금융기능의 공헌도는 상당히 낮다. 이로 인해 점차 규모가 커지고 있는 아시아 각국의 연기금 등도 자금 운용에 어려움을 겪고 있다.

역내에 독자적인 cross-border 금융기능을 정비하고 효율적이며 고부가가치적으로 역내 저축을 역내에 순환시켜, 역내 경제성장을 지원하는 것이 필요하게 되었다.

1997년 아시아 통화위기 이후, “ABMI : Asia Bond Market Initiative<sup>ii)</sup>”등을 중심으로 아시아 역내 각국에서 국내 금융자본시장의 정비가 진전되고 있으며 그 진척상황은 주목할 만 하다.

그러나 아시아 역내 현황을 보면, 각국의 국내 금융시스템, 특히 직접금융의 자본시장은 아직 발전도상중인 나라가 많으며 여전히 개선의 여지가 남아 있다. 그리고 일본 등 일부 국가를 제외하고 아시아 각국의 채권시장 규모가 여전히 소규모에 머물고 있다.

따라서 아시아 각국의 국내시장 정비를 한층 진전시킴과 동시에 국내시장 정비의 틀을 넘어서, cross-border 시장 정비를 위한 노력이 필요하다. 즉 각국 국내시장만으로는 충족할 수 없는 역내의 횡단적인 필요를 충족시킬 수 있는 「cross-border wholesale 型 전문국제채권시장 (AIR-PSM: Asian Inter-Regional Professional Securities Market)」 창설에 절실한 필요성과 의의가 존재한다고 할 수 있다.

### 2. 구주국제채권시장 (유로채권시장)의 발전과 아시아의 의존

한편, 구주에서는 과거 수십 년에 걸쳐, 유로채권시장이라 불리는 offshore wholesale 전문국제채권시장<sup>iii)</sup>의 발전에 따라 구주 역내 채권발행자들은 국내시장에서는 조달할 수 없는 장기자금 수요를 유로채권(wholesale)시장에서 충족해왔고 기관투자가들도 자금을 운용해 왔다.

그러나 지금까지 아시아 역내의 cross-border 금융기능은 offshore wholesale 구주국제채권시장 (런던 금융가의 금융기관과 유럽의 국제증권결제시스템(ICSD : International Central Securities Depository (EuroClear, ClearStream)의 사용을 전제로 한 「영국과 베네룩스 3 국 연계의 유로채권시장의 금융시스템」)에 상당부분을 의존해 왔다.

한국어판 원고

원래, wholesale 型 금융자본시장은 글로벌한 특징을 갖고 있으며 전문가(프로)만이 참가하는 시장으로 cross-border 금융중개 기능의 역할을 담당해왔다.

그러나 지금까지 아시아 각국의 자본시장 대부분은 공시규제 등의 법규제, 외환규제, 관련세제 혹은 국내의 고유 시장관행 등의 저해요인 때문에, 국외시장과는 「분단」되어, 글로벌 시장의 표준적인 거래관행과 금융 이노베이션이 역내 각국시장에 도입되기는 어려웠으며, 그 결과 cross-border 금융중개기능은 아시아 역내에 본격적으로 육성되지 못했다.

따라서 아시아에 필요한 독자적인 자금 공급시스템으로서의 「cross-border wholesale 型 금융시장과 관련 시장인프라」에 대한 구체적인 그랜드 디자인이 지금까지 아시아 역내에 명확한 형태로서 그려지지 못해 왔다.

### 3. 일본의 입장과 역할의 중요성

아시아 역내에 새로운 시장과 시장 인프라를 구축하기 위해서 일본의 이니셔티브는 중요하다.

국제적으로 투자 가능한 저축 자금과 아시아에서 사업을 전개하는 국제적 기업들도 많고 발행·유통·결제의 채권시장 시스템과 인프라를 갖춘 일본은,

(1) 아시아 역내 투자적격 증권 등의 정보(공시정보, 거래가격 등)를 수집하여 제공하는 장소와 시스템(listing place)을 구축·제공

(2) integrity(시장 본연의 모습과 일관성)가 높은 시장에 어울리는 적격 투자상품의 공급이 가능하면서 신뢰할 만한 아시아 역내 시장환경 정비에 적극적으로 이니셔티브를 발휘해야 할 것이다.

다행히도 일본에서는 최근 수년 역외시장과 「분단」 시켜왔던 제도적 저해요인들이 정책당국과 시장관계자의 노력에 의해 제거되어 왔다.

2008 년에 일본 금융청은 금융자본시장의 경쟁력강화계획의 일환으로서 금융상품거래법을 개정하여 프로시장(특정투자가를 위한 사모제도와 특정 거래소의 금융상품시장)의 법적 틀을 정비하였다. 이로 인해 법적 공시를 전제로 하지 않는 미국의 Rule144A<sup>iv</sup> 시장에 상당하는 새로운 증권시장창설을 위한 법적 틀을 제공하였다.

이어서 원칙적으로 비거주자가 보유하는 국내 회사채투자에서 얻은 소득에 대한 과세를 제로로 하는 법개정이 2010 년도부터 실시되었다. 이런 개정은 「시장의 분단」을 메우는 계기가 되었다

일본 국내에는 국내채권과 국제채권(유로채권)은 개념적인 갭이 존재하지만 상기의 법률 및 세제상의 2 가지 제약이 제거되었기 때문에 나머지 일본 국내 거래소에서 공시등록(상장)을 위한 규칙이 제대로 정비된다면, 국내채권과

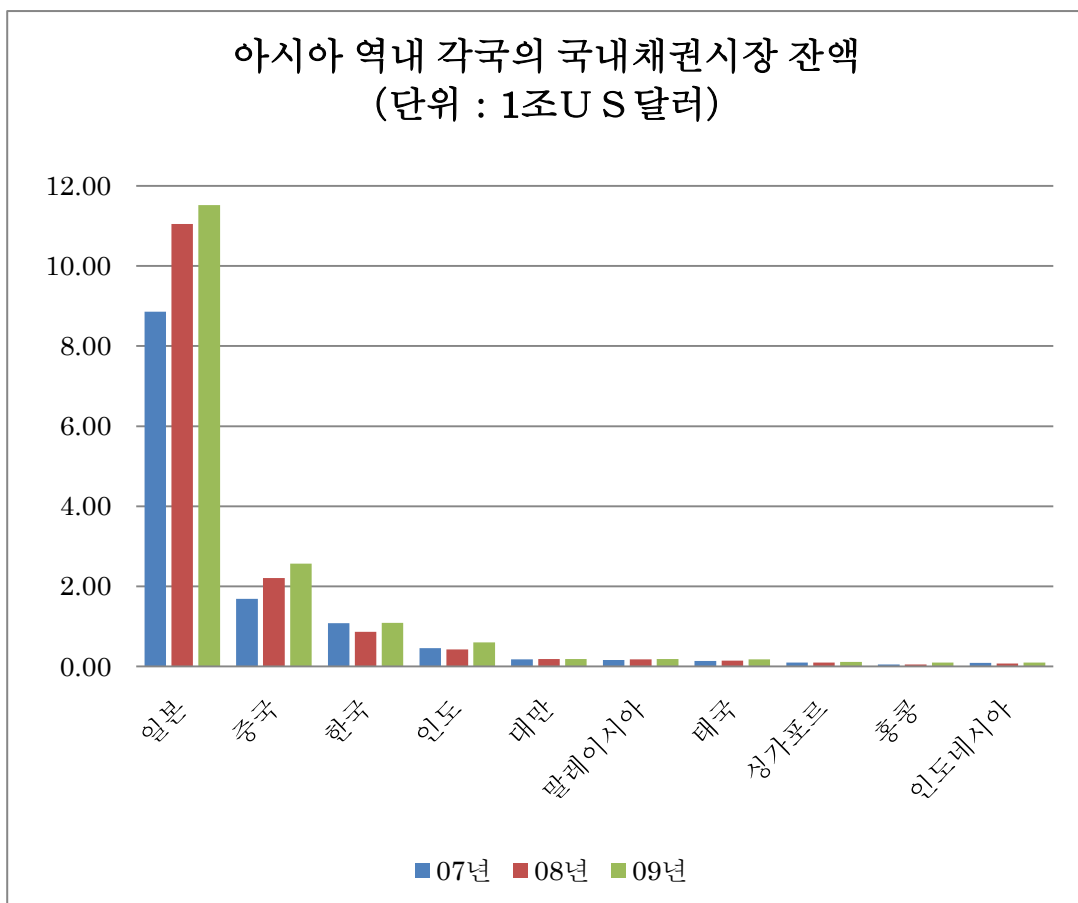
한국어판 원고

국제채권을 구분할 필요성은 희미해져 일본 회사채시장<sup>v</sup>의 기동성과 편리성은 현저하게 향상될 것이다.

#### 4. 와세다대학 『일본과 아시아 역내의 전문채권시장 창설』 제언

와세다대학 GCOE 《기업법제와 법창조》종합연구소 (소장 : 우에무라 다츠오 교수)에서는 필자를 중심으로 아시아자본시장 법규제연구를 실시해 왔지만, 일본에서 이런 내외시장을 「분단」 시켜온 제약요인이 해소된 시점을 계기로 2010년 2월, 제일선의 시장실무가, 법률가, 연구자, 정부 관계자 등이 참가하여 「Asia Debt Listing 연구회」를 설치. 지난 3개월간 집중적으로 「일본과 아시아版 유로채권시장」에 대한 그랜드 디자인의 검토와 신시장의 상세 설계에 관한 연구를 실시하였고 신시장 실현을 향한 공정목표를 포함하여 검토 결과도 발표했다 (단 본 개요 번역판에서는 일본시장 설계<sup>vi</sup>에 관한 상세 기술은 생략함) .

그래프 및 표 : 아시아 역내 각국과 각 지역의 국내채권시장의 규모



한국어판 원고

(단위 : 1 조 달러)	2007 년도	2008 년도	2009 년도
일본	8.86	11.05	11.52
중국	1.69	2.21	2.57
한국	1.08	0.86	1.09
인도	0.46	0.43	0.60
대만	0.17	0.18	0.18
말레이시아	0.16	0.17	0.18
태국	0.14	0.14	0.18
싱가포르	0.10	0.10	0.12
홍콩	0.05	0.05	0.10
인도네시아	0.09	0.07	0.10

자료) BIS, ADB, Taiwan Financial Supervisory Commission

## II. 아시아 역내 전문국제채권시장 (AIR-PSM) 창설의 목적

### 1. 아시아판 유로채권시장 (AIR-PSM) 창설 의의

Offshore wholesale 型 구주국제채권시장의 경험에서 학습하여 아시아 역내 각국에서 볼 때 자국의 발행기업뿐만 아니라 역내 타국의 발행기업이나 역외 발행기업에게도 진입장벽이 낮고 편리성이 높은 「아시아版 유로채권시장 (Asian version of the Eurobond market)」 즉, 아시아 역내 전문국제채권시장 (AIR-PSM) (비거주자에 따른 투자가 가능한 각국 국내시장을 포함)」을 창출하는 것은 지금까지 아시아 각국 국내시장에 의존해 왔던 역내 타국의 기관투자자나 역외 기관투자자들의 진입제약을 완화시켜, 역내 각국의 금융자본시장을 보완하면서 역내의 금융중개기능을 강화할 것이다. 따라서 아시아 역내 전체로서의 금융자본시장의 경쟁력을 강화하는 것도 가능하게 될 것이다.

### 2. AIR 시장의 의미와 상정되는 신시장 (PSM-J/AIR-PSM) 의 참가자

금번에 제안하는 아시아 역내 전문국제채권시장을 「Asian Inter-Regional Professional Securities Market」라고 하고 이 시장을 「AIR 시장」이라고 칭할 것을 제안한다.

AIR 라는 것은 말 그대로 머리 글자를 따서 만든 단어인 동시에 일본, 한국, 중국 등 아시아 각국시장의 천공(하늘)에 공통으로 존재하는 자유활발하며 높은 유동성을 가진 wholesale 型 시장 창설을 지향하는 의미가 담겨 있다.

신시장의 투자가로서는 전문 투자자만을 대상으로 하여 다수의 시장형성자가 참가하는 유동성 있는 채권시장을 목표로 한다. 게다가 발행기업, 관련 중개기업들에게도 편리성이 높고, 사용하기 쉬운, 아시아 역내 최초의 시장 인프라로서 professional wholesale 시장의 창설을 지향한다. 또한 이런 신시장은 글로벌 시장과 시장관계자들에게 열려있는 구조를 가져야 할 것이다.

### 3. 신시장 (PSM-J/AIR-PSM) 창설의 2 가지 목표와 의의

구체적인 목표는 프로 투자자와 프로 시장참가자만이 참가하는

(1) 일본 국내 전문채권시장 (PSM-J : 프로 공모채시장) 의 창설과

(2) 아시아 역내 cross-border wholesale 국제채권시장 (AIR-PSM) 의 창설

이 중에서 제일단계로 일본 거래소 공시기준에 따른 공시등록을 활용한 신시장 (PSM-J 혹은 AIR-PSM 일부)의 창설 의의는 다음과 같다.

(1) 일본 및 아시아 역내의 자금조달 기업·회사채 보유자에게 일본 국내에 있어서 회사채 발행불가기간의 압축, 발행절차의 간소화 및 생략, 유통시장의 절차생략 및 공시비용을 포함한 조달비용의 절감을 통하여 프로채권시장의 편리성 향상을 도모한다.

⇒ 일반 투자자를 위한 법정공시규제의 대상 외로 한 프로 투자자 공모채시장 (PSM-J) 의 창설

한국어판 원고

- (2) 조달원의 확대·다양화 (Debt Portfolio 분산)
  - ⇒ 해외 발행기업에게 편리한 영어공시로 프로를 위한 발행시장이 가능. 또한 유로채권, 유로 MTN 프로그램에 일본 거래소의 PSM-J 적격조항으로 추가하는 것으로 미국 144A 옵션과 유사한 Euro Asia offering 시장을 창설한다.
  - ⇒ 시장참가자를 기관투자가 등의 프로(professional)에 한정하는 것으로 발행기업측의 공시의무가 완화되어, 일본과 아시아 역내의 발행기업에게 자금조달 기회를 확대시킨다.
- (3) 일본 및 아시아 역내, 글로벌 프로 투자자에게 일본발의 프로 투자를 위한 국제채권의 공시기준이 가능하게 된다.
  - ⇒ 일본 거래소 (listing place) 를 중심으로 하는, 충실한 발행자정보, 증권정보 및 가격 정보의 발신
- (4) 글로벌 프로 투자자에 의한 일본을 포함한 아시아 역내를 향한 투자의 원활화와 투자 기회의 확대
  - ⇒ 일본版 유로채권시장 (PSM-J) 및 아시아版 (AR-PSM) 의 실현
- (5) 발전도상중인 아시아 역내 국내시장의 보완시장 그리고 기존 일본 국내 회사채시장과 대체가능한 신시장 (AR-PSM) 의 창설

#### 4. 아시아통화표시 국제채권발행의 의의

향후, 아시아경제의 글로벌화가 강화되면서 아시아 자본시장이 안정적으로 발전해 가기 위해서 증권발행자 측면에서 자본의 유출입시 환율변동이 발생하지 않는 것이 바람직하다.

이런 점에서 아시아 각국의 기업들이나 기관투자자들은 자국통화로 자금 조달·운용하는 것이 중요하다. 즉, 아시아 각국에서 사업을 전개하는 국제적 기업들이 사업활동에 필요한 특정의 아시아통화로 자금조달을 할 수 있는 선택적 시장으로서 아시아 역내 국제채권시장을 준비하는 것이 필요하다.

그러나 발행가능 채권의 통화에 관해서는 기본적으로 일본엔, 싱가포르달러, 홍콩달러를 제외하고는 한국원화 조차도 사용에 제한이 따르고 기타 아시아 통화로 채권발행은 개별적인 상황은 다르지만 전반적으로 어렵다고 밖에 볼 수 없다.

다만 그런 곤란한 현황을 수용하여 포기하기 보다 관계 당사자들이 계속적으로 역내 대화를 촉진시켜 현황을 개선하고자 노력할 필요가 있다.

예를 들어, 아시아 역내 해당국에게 그 자국 통화의 채권채무를 균형 있게 상쇄시킬 수 있는 범위 내라면, 해당국 외환규제상의 본래 목적에 반하지 않는 것이라고 생각되기 때문에 대외채권의 일정 범위 내라는 조건부로 해당국의 자국통화표시 국제채권의 발행을 가능하게 하는 방향도 생각할 수 있다.



한국어판 원고

### III. AIR-PSM 창설 시에 지향해야 할 원칙

본격적인 역내 전문국제채권시장 (PSM-J/AIR-PSM) 창설에 관한 원칙 :

제일단계로서 일본 국내의 전문채권시장 (PSM-J) 을 창설한 후, 아시아 역내로 확대해 나가거나, 타국에서도 마찬가지로 전문채권시장을 창설하여 최종적으로 아시아 역내 전체를 하나의 본격적인 국제채권시장 (AIR-PSM) 이 형성되는 방향을 지향한다.

이런 아시아 역내 전문국제채권시장 (AIR-PSM) 은 다음과 같은 원칙을 지향해야 한다고 생각한다.

#### 1. 각국 증권규제의 적용범위

아시아 및 일본에 있어서 각국의 증권규제의 적용범위를 미국과 같이 역외로 확대하지 않는다. (속지주의 인정)

#### 2. 프로 설정과 정의

신시장에서는 투자가는 프로만이 참가한다. 일본에서는 대상이 되는 투자를 2007 년 발효된 금융상품거래법상의 프로투자가 (특정투자가)에 한정하고, 일반투자자로의 증권전매 (증권대체)가 이뤄지지 않을 것을 담보한다.

역내 각국의 프로 결정 및 인증은 각국 규제기관 혹은 규제당국이 행한다. 프로로 인정되는 범위 내에서 적합성 원칙 등 원칙중심 (principle based) approach 에 따라 발행기업과 투자가 등의 시장 참가자들이 조정하여 결정해 가는 것으로 한다.

#### 3. 신시장의 증권거래규제와의 관계

증권거래 규제에 관해서는 종래 각국의 국내 일반투자자를 위한 법정공시 규제의 대상 외로 할 필요가 있다.

#### 4. 프로 투자자를 위한 공시원칙 · 공시규칙

프로를 위한 시장에서 어느 정도 공시를 해야 할 것인가에 대한 문제가 여전히 남게 된다. 이런 면에서 거래소 중개기관 등의 금융기관, 발행기업, 기관투자자 등의 프로 시장참가자와 연구자들에 의한 자율적인 공통 규칙제정이 요구된다.

#### 5. 증권인수중개기관

증권인수중개기관은 각국의 규제감독당국에서 인정받은 증권업자로 한다. (예를 들면 일본에 있는 증권업자의 경우에는, 일본 금융청에 등록된 증권업자)

한국어판 원고

## 6. 영문공시

공시 원칙은 영문으로 하며, 원칙적으로 offshore wholesale 구주 국제채권시장의 특징인 offering circular 방식을 채용하고 영문공시만으로 증권회사가 프로에 대해 비교적 자유롭게 증권을 권유할 수 있는 자유도가 높으면서 자율규제가 작동하는 offshore wholesale 구주 국제채권시장형의 아시아 역내 전문국제채권시장을 아시아 역내에 설립한다.

## 7. 각국의 국내시장과 신시장의 선택

상황에 따라 나라별로 다르겠지만, 원칙적으로 각국의 국내시장과 신전문시장(AIR-PSM)은 병존한다. 일반 투자자를 위한 각국 국내시장과 AIR-PSM 중 어느 쪽을 사용할 것인가는 발행기업과 프로 투자자 선택의 자유에 맡긴다.

이를 위해, 신시장이 주시장(main market)이 되도록 MTN 프로그램을 도입하는 등, 끈임 없이 시장 사용자들에게 사용하기 편하면서도 신뢰도가 높은 시장이 되도록 할 것을 기대한다.

## 8. 회계기준

기본적으로 회계기준은 국제회계기준으로 한다. 그 외 일반적으로 공정타당하다고 인정되는 회계기준에 따른 것도 인정하도록 한다. 기본적으로 프로를 위한 시장임을 전제한다.

## 9. 세제

아시아 각국 채권의 원천징수세에 관해서는 비거주자가 취득한 채권의 이자소득에 대해서는 종래의 각국 원천징수세법의 적용 외로 하는 것을 기대한다. 인지세 등의 증권발행에 따른 세부담도 최소화하는 것으로 기대한다.

## IV. 신시장 (PSM-J/AIR-PSM) 정착조건으로서의 고도의 윤리규범의 존재

전문시장참가자를 전제로 한 아시아 역내 프로시장 본연의 모습(integrity)의 확보를 위해 원칙중심(principle base)에 따른 고도의 윤리규범이 전제조건이 될 것으로 기대한다.

전문채권시장이 일본과 아시아에 실제로 설립되고 그것이 사회적으로 지지를 얻기 위해서는 모든 시장참가자의 높은 자질, 규칙의 공정함, 적절하면서도 시장신뢰를 확보 가능한 자율규제의 존재, 시장의 편리성이 요구되며, 법규제 뿐만 아니라 자율적이고 실무상 적절한 규칙과 각종 시장 시스템 및 인프라의 확립이 필요하다.

그 중에서도 일본의 역할을 생각해 보면 일본이 아마도 가장 섬세하고도 성숙한

한국어판 원고

증권규제와 시장시스템을 갖고 운영해 왔다는 점에서 자율규제 구축에 있어서 당연히 리더쉽을 발휘해야 할 것이다.

일본은 세계 최초로 「(금융상품의) 공정한 가격형성」을 금융상품거래법에 목적규정으로 강조한 나라이다.

특히 일본이 이런 역내 신시장 관련의 제도구축에 있어서 우위성을 갖고 있는 혹은 갖을 수 있는 점은, 공정가격표시나 시장형성의 책임 및 본연의 모습을 포함하여 「프로도 공정한 가격형성이나 高質의 자본시장 기능확보에 대한 책무를 지고 있다」라는 위상정립으로 신시장에 관한 자율규제 등의 제도 관행상에 있어서 기타 아시아 역내 국가들이나 listing place 에 선행하여 솔선수범할 수 있다는 것이라고 생각한다.

향후 일본의 이니셔티브와 함께 아시아 역내 시장 참가자들의 독자적 자율규제 등의 제도 및 시장관행의 책정과 확립도 기대된다.

## V. 신시장 (PSM-J/AIR-PSM) 창설의 시간표와 특기 사항

### 1. 제 1 단계

신시장정비의 제일단계 목표는, 2010 년도중에 일본 거래소의 공시등록 (상장:listing)을 전제로 한 「전문공모채시장 (PSM-J)」을 설립하고 국내채권시장에는 증권보관대체기구 (JASDEC)의 증권대체 대상이 되는 시장 (PSM-J)의 운용(발행, 판매권유)을 개시하는 것으로 한다.

즉, 역내 종합투자정보센터로서 일본 거래소의 공시기준을 사용한 공시기준(listing)과 가격정보집중을 핵심으로 전문성이 높은 프로 투자가와 시장관계자만이 참가하는 일본국내시장 (PSM-J)을 창설하는 것이다. 또한 그것은 국내채권시장인 동시에 아시아 역내 cross-border 국제채권시장 (AIR-PSM)의 일부이기도 하다.

이런 일본의 신시장에서는 개인 등 아마추어 일반투자자의 참가를 방지하고 기관투자가 등 프로만이 참가하는 시장으로 하여 일반투자자를 위한 법정공시 의무를 면제시켜 사채발행 불가기간의 압축, 발행절차 간소화, 유통시장 절차 간소화, 공시비용을 포함한 조달관련 비용절감 등을 기한다.

이렇게 함으로써 시장의 기동성과 편리성이 향상되고 게다가 해외발행기업은 편리한 영문공시의 사무라이채권발행도 가능하다.

또한 유로채권, 유로 MTN 프로그램에 일본 거래소의 「PSM-J 적격사항」을 설정한다면, 일본 증권보관결제기구(JASDEC)에서의 증권대체의 대상이 되지 못하는 증권들도 포함된 미국 144A 옵션과 유사한 Euro Asia offering 시장이 창설된다.

이로 인해 아시아 역내의 비일본계 발행기업에게도 일본 국내 전문투자자의

한국어판 원고

접근이 원활하게 되며 제일단계의 일본 거래소를 중축으로 하는 PSM-J / AIR-PSM 가 창설된다. 일본은 외환관리도 사실상 폐지되었고 투자가증도 두텁기 때문에, 공시기준과 세제상의 2 가지 제약이 없어진 것을 계기로 일본이 솔선하여 이런 유형의 시장을 발전시켜 나가는 것이 중요하다.

## 2. 제 2 단계

제 1 단계의 PSM-J 설립을 시작하는 일본 거래소를 중축으로 하는 PSM-J / AIR-PSM 을 창설한 이후, 제 2 단계로서 일본의 노력이 사실상 표준이 되어 역내 각국도 비슷한 노력을 기울일 것을 기대한다.

아시아 전반에 일본 거래소를 필두로 하는 자율규제가 작동하는 역내 거래소의 공시등록을 전제로 한 AIR-PSM 이 창설되길 바란다.

## 3. 아시아 역내 대화의 중요성

역내 신시장의 확대에는 각국 외환규제, 세제, 공시규제, 거래관행 등에 관한 전략적 대화가 중요하다.

일본 거래소를 중축으로 하는 PSM-J / AIR-PSM 창설 이후, 가능하다면 일본의 이니셔티브를 바탕으로 아시아 역내 각국 정책담당자와 시장관계자의 관민대화를 촉진시켜 각국 외환규제, 세제, 공시규제, 거래관행 등의 제약을 완화 해소하기 위한 전략적 대화를 진행하는 것이 중요하다.

## 4. 각국의 외환규제 완화에 대하여

각국의 외환규제에 관해서는 먼저 각국의 현지통화표시 자산이나 채권의 보유자인 역내 국가와 역내 기업 등의 현지통화표시 국제채권발행에 따른 외환 리스크 완화에 도움이 되는 채무의 창출도 예상된다.

예를 들면, 각국 외환규제에 관해서는 한국, 중국에 더하여 인도네시아, 태국, 말레이시아 등의 아세안국가들에 대해서 일본에 대한 대외채권의 일정 한도내의 조건부로 각 자국통화표시 국제채권의 발행을 가능하게 하도록 요청, 노력할 것도 기대된다.

## 5. Cross-border 거래의 역내접속(link)·역내결제 방안 검토

2011 년 이후, 아시아 역내 증권결제에 관해서는 증권보관대체기구 등에 따른 cross-border 거래의 역내접속, 역내결제 방안의 검토부터 시작하여 순차적으로 역내 제국의 유관기관과의 대화를 촉진시켜 나가는 접근방법을 생각하고 있다.

## 6. ABMF 의 중요성

일본의 이니셔티브도 중요하지만, 그것과 병행하여 신속하게 ABMI 하에 설립

한국어판 원고

예정되어 있는 관민포럼 (ABMF : ASEAN+3 Bond Market Forum) 을 조기에 설립하여 역내 각국의 외환규제, 세제, 공시규제, 거래관행 등의 상황과약 및 제약요인 해소와 함께 cross-border 거래의 역내접속 및 역내결제 방법 등에 관한 대화와 검토를 진행하길 바란다.

역내 몇몇 나라의 전문공모채시장에서 타국 발행기업이나 증권중개기관의 진입제약이 낮아지는 것과 동시에 아시아 역내 전체의 전문국제채권시장 (AIR-PSM) 이 기능하게 될 때, 처음으로 AIR-PSM 가 아시아 역내 전체 시장으로서 창설되는 것이 가능할 것이다.

## 7. 일본으로부터의 메시지 발신의 중요성

결국 일본은 「아시아 역내에 cross-border 전문채권시장구축의 중요성을 인식하고 중요시하여 그 실현을 바라고 있다」 라는 메시지를 아시아를 향하여 계속적으로 발신하는 것이 중요하다고 생각한다.

이런 관점에서 2010년 6월 18일에 각료회의에서 결정되어 공표된 일본정부의 신성장전략<sup>viii</sup> 의 금융부분에 「일본에 유로시장에 비견할 전문회사채시장의 정비」 와 「아시아채권시장의 육성」 이 포함되었다고 생각한다.

## VI. 마지막으로

금번에 발행기업, 기관투자자, 증권업계, 증권거래소, 관계 관청 등의 협력 하에 기본적으로는 민간 차원에서 많은 시장실무가, 연구자, 법률가의 자발적 참가로 일본과 아시아에 대응 가능한 새로운 wholesale 型 전문채권시장의 디자인과 새로운 시장관행 및 규칙제정에 대하여 집중적으로 연구하고 제언했다.

우리가 지향하고자 하는 것은 보다 적절하면서도 시장 자체의 품질이 관리되며 보다 자유도가 높은 자율규제가 작동하는 wholesale 型 채권시장의 창설이다. 개인을 위한 시장은 별도로 하더라도 본격적인 wholesale 型 메인시장을 일본과 아시아 역내에 창설하고자 하는 점을 이해해주길 바랄 뿐이다.

이 제언은 일본 정부의 신성장 전략에도 채용되었지만 이를 계기로 역내 전문가들과의 협력으로 일본과 역내의 wholesale 型 금융자본시장이 비약적으로 발전해 나가기를 간절히 바란다.

「일본과 아시아版의 유로채권시장의 창설」 이라는 새로운 비전 하에 「일본과 아시아 일체의 글로벌 시장에 신뢰받는 열린 역내금융자본시장의 신시대」 가 하루 빨리 도래하길 절실하게 바란다.

이상

<p>프로젝트 책임자 : 이누카이 시게히토 (犬飼 重仁 ) 75 년 게이오(Keio)대학 법학부졸업, 미즈비시상사를 거쳐, 08 년부터 와세다대학법학학술원교수 와세다대학 GCOE 아시아자본시장법제연구그룹대표 「Asia Debt Listing 연구회」 공동좌장. 아시아자본시장협의회 (CMAA) 대표겸 사무국장</p>
<p>본건에 관한 연락처: 와세다대학 법학학술원 교수 이누카이 시게히토(犬飼 重仁) 〒169-8050 新宿区西早稲田 1-6-1 研究室: 9 号館 6 階 624 号室 Tel &amp; Fax (Direct): + 81-3-(0)3-3202-2472 내선: 71-3274 Mobile: + 81-3-(0)80-3360-7551 E-Mail: <a href="mailto:shige.inukai@river.dti.ne.jp">shige.inukai@river.dti.ne.jp</a> Waseda GCOE HP : <a href="http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/">http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/</a></p>

<sup>i</sup> 이 문맥에서 공시등록이란 일본의 금융상품거래법상의 특정증권정보를 일본국내의 특정거래소 금융상품시장에 등록(법제상 상장)하여 프로투자가에 종람하는 것을 가리킨다.

<sup>ii</sup> ASEAN+3 (한중일) 의 재무장관이 주도하는 「아시아채권시장육성 이니셔티브 (ABMI)」 목표는 아시아의 풍부한 저축을 아시아의 중장기적인 성장을 위해 투자될 수 있도록 아시아 역내통화 표시로 채권발행이 가능케 하는 아시아채권시장을 정비하는 것이다.

<sup>iii</sup> Offshore wholesale 型 구주국제채권시장이란, 1999 년 1 월 유로 (Euro) 도입까지 전세계에서 유일하게 성공한 프로시장으로 offshore wholesale 구주국제채권발행유통시장 (1999 년까지의 유로채권시장) 을 지칭한다. 구주는 프로를 위한 금융시장기능을 제공하는 면에 있어 장기간에 걸쳐 국경을 넘나드는 cross-border 「offshore wholesale 구주국제채권시장」 이점을 누려왔다.

<sup>iv</sup> Rule144A 시장이란, 1990 년에 미국증권거래위원회가 도입한, 미국 증권법상의 사모에 관해서 공시가 면제된 증권시장을 가리킨다. 미국시장에서 프로투자를 위해 채권 등을 발행하는 경우, 공시해야만 하는 서류에 엄격한 법적 기준을 적용하는 공모채보다는 미국 「Rule144A」 (미국 증권법)에 따라 적격기관투자가에게만 판매하는 방법이 일반적이다. 영어로는 「Rule144A market」 이라고 한다.

미국에서 국내의 프로시장은 「Rule144A」, offshore 프로시장은 Regulation S 시장으로 공시가 면제되는 시장이 존재한다. 미국에 있어서 국외 거래에 대해서는 safe harbor(공시면제) Regulation S 와 미국 국내거래이면서도 적격기관투자가 (qualified institutional buyers)를 위한 safe harbor 인 「Rule144A」가 있다. 어느 쪽이든 원칙적으로 미국 국내로의 전매는 「Rule144A」의 기관투자가에게 한정되어 있다.

「Rule144A」의 전신은 1982 년 증권법 규제 501~508 으로 구성된 미국 국내에서 사모의 대상이 되는 Regulation D 에 정해진 자위력인정투자가 (accredited investor)이다. 그러나 Regulation D 는 자산기준(asset test)이었지만 자산이 있는 투자가 모두가 투자판단력이 있다 라는 전제는 적절하지 못하다고 비판 받아 「Rule144」 A 는 자산투자증권기준(ownership and investment securities test)에 대체하고 있다. (즉 리스크 증권에 대한 투자경험의 요소가 추가되었다)

<sup>v</sup> 일본의 회사채시장은 현재 큰 문제를 안고 있다. 일본의 회사채는 대부분, 기관투자자 등의 특정투자자를 위해 판매되고 있다. 그러나 대부분의 회사채는 개인투자자를 포함한 불특정 다수의 투자자에 대한 판매를 전제로 한 발행등록제를 사용하여 발행되고 있어 일반투자자 보호를 위한 엄격한 법정공시가 의무화 되어 있다.

동제도 하에서는 공시의 절차나 심사상의 문제 등으로 연간 240 일정도의 금융기관 영업일 중에서 발행 가능한 기간이 100 일정도 밖에 없어 자금조달의 기동성이 결여되어 있다. 해외기업 등이 일본에서 발행하는 엔화표시 채권(사무라이채권)도 일본어의 법정공시 대응을 포함하여 동일한 문제에 직면하게 된다. 금융상품거래법이 정한 발행등록제도 자체는 본래 일반투자자에게는 유용한 제도이며 원칙적으로 엄격한 정보공시나 인수심사가 요구되는 것은 당연하지만 동제도의 규제완화를 일방적으로 요구하는 것은 불가하다. 또한 공시나 인수심사가 임의로 되어 있는 기존의 사모채권시장은 원래 전매를 상정하지 않고 있기 때문에 사용하기가 어렵고 가격정보의 투명성이나 시장유동성도 기대하기가 어렵다.

일본의 회사채시장에 기동성과 편리성을 갖추기 위해서 발본적인 해결책은 매수자와 매도자가 전문지식을 가진 시장관계자만 참여하는 자유활달하며 자율규제가 작동하는 wholesale 型 전문가만이 참여하는 신시장을 중핵시장으로 하여 일본에 창설하는 것이다. 일본에 신시장 (일본版 유로채권시장)이 창설되어 국제적인 거래도 신시장을 통하여 이뤄지게 되며 일본자신의 경제도 금융산업의 성장에 연결될 것으로 기대되며 아시아전체에게도 이롭게 될 것이다.

<sup>vi</sup> 와세다대학 제언의 상세 및 관련정보는 아래 사이트 참조.

<http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/>

<http://www.globalcoe-waseda-law-commerce.org/activity/AIR-PSM.html>

<sup>vii</sup> 2010 년 6 월 18 일 공표된 일본정부의 신성장전략에 첨부된 신성장전략 실행계획(공정표)의 금융전략부분의 처음부분에 조기실시사항(2010 년도에 실시사항)으로 「프로를 위한 사채발행·유통시장의 정비」가 게재되어 있다.