

가

: *

李昌鏞**·朴大權***·朴在夏****·吳奎澤*****

최근 ASEAN+3 국가를 중심으로 아시아 채권시장 활성화를 위한 정책 공조가 구체화되고 있으며 이를 위해 6개 실무작업단이 다양한 주제를 연구 중이다. 본고는 이들 실무작업단이 추진 중인 6개 과제 중 역내 예탁결제기구 및 신용평가기관 구축에 대해 분석하고 있다. 본고는 아시아 역내 예탁결제기구로서 각국의 중앙은행과 NCSD를 연결하여 AsiaSettle이라 불리는 역내 ICSD를 설립할 것을 주장한다. 비록 아시아 역내에 이미 국제예탁결제기구가 활동하고 있지만, 시간문제(time-zone problem), 민간 CSD의 한계 등을 고려할 때 공적기구로서 역내 ICSD를 새로이 설립하는 것이 바람직함을 설명하였다. 또한 현재 아시아 채권의 신용등급이 낮은 현실을 고려할 때 회사채 시장을 통한 역내 채권시장 활성화에는 많은 시간이 필요할 것이다. 따라서 우선 AsiaSettle을 통해 각국 국채의 국제 예탁결제를 담당하게 하면, 아시아 채권시장 육성의 촉매 역할을 할 수 있음을 주장하였다. 또한 AsiaSettle이 국채의 예탁결제를 위해 중앙청산기구로서 기능하고 전자장내거래 시스템을 구축한다면 역내 채권시장 발전에도 크게 기여할 수 있을 것이다.

또한 본고는 아시아 채권 시장의 발전을 위해 역내 표준화된 신용평가 시스템이 존재해야 함을 주장하였다. 하지만 청산 및 결제 시스템과는 달리, 역내 신용평가 기관을 각국 정부 주도 하에 구축하는 것은 바람직해 보이지 않는다. 왜냐하면 각국별로 데이터베이스 및 전문 인력을 갖추는 데 막대한 비용이 필요할 뿐

* 본 논문의 초고에 조언을 주신 전성인, 함준호 교수님께 감사 드립니다. 증권예탁결제원의 장혜일 부장, 허항진, 이종형 팀장께서도 국제예탁결제제도에 현황에 대해 조언을 주셨습니다. 최초심사일(2004년 6월 12일), 최종심사일(2005년 2월 12일)

** 서울대학교 경제학부 교수, 한국채권연구원, E-mail: rhee5@plaza.snu.ac.kr

*** 한양대학교 경제금융대학 교수, 한국채권연구원, E-mail: parkdk@hanyang.ac.kr

**** 한국금융연구원 선임연구위원, E-mail: jhpark@kif.re.kr

***** 중앙대학교 경영대학 교수, 한국채권연구원, E-mail: gtoh@cau.ac.kr

아니라, 정부의 지원을 통해 설립된 기관이 시장에서 공정성에 대해 인정을 받기 어려울 것이기 때문이다. 따라서 본고는 표준화된 신용평가 시스템이 각국의 민간신용평가기관 및 국제신용평가기관의 협력을 통해 구축되어야 함을 강조하고 있다.

핵심주제어 : 국제예탁결제기구, 국제신용평가기구, AsiaSettle, Asia Bond Market
JEL : G15, G20

I. 서론

최근 아시아 채권시장 육성이 중요한 경제외교의 정책과제로 대두되고 있다. 그 진행과정을 살펴보면, 2002년 9월 제9차 APEC 재무장관 회의에서 각국 재무장관들이 증권화(securitization) 및 신용 보증(credit guarantees)을 통해 아시아 역내 채권시장을 육성할 필요가 있음을 천명하였다. 또한 APEC 재무장관 회의뿐만 아니라, ASEAN+3 재무장관 회의, EMEAP(Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks) 등 다양한 지역경제협력 체제를 통해 아시아 채권시장 육성 방안이 구체적 논의되고 있다. 특히 ASEAN+3 재무장관 회의에 이은 실무자 회담에서는 아시아 채권시장 육성에 필요한 신용보증, 예탁결제제도, 신용평가기구 등에 관한 기초연구를 위해 6개 실무작업반을 운영하고 있으며 우리나라도 이 중 신용보증기구 설립 작업반의 의장국 역할을 맡고 있다.

아시아 역내 채권시장 육성에 대한 각국의 관심은 1997년 발생한 아시아 금융 위기에 의해 촉발되었다. 아시아 국가들은 은행중심의 금융구조를 가지고 있으며 자본시장, 특히 채권시장이 발달되어 있지 못하다. 그 결과 아시아 기업들은 장기 투자자금을 대부분 단기 해외차입이나 국내 은행차입에 의존하여 왔다. 이와 같은 단기 해외차입에 따른 만기불일치(maturity mismatch)와 통화불일치(currency mismatch)라는 이중불일치(double mismatch)가 외환위기의 주요한 원인이었음은 주지의 사실이다. 따라서 아시아 국가들은 향후 이러한 위험을 줄이려면 은행부문과 함께 자본시장의 육성이 중요하다는 인식을 갖게 되었다.

이와 함께 외환위기 이후 새로이 나타난 아시아 역내 자본이동의 특징 또한 아시아 각국에게 채권시장 육성의 중요성을 일깨워 주었다. 외환위기 이후 동아시아 국가들은 외환보유고의 급격히 증가하였다. 이는 위기재발을 막기 위해 각국 정부가 의도적으로 외환보유고를 증가시켰기 때문이기도 하였지만, 금융 위기로 인한 투자 및 수입 침체, 급격한 통화 평가절하로 인한 수출증가도 경상수지 흑자 및 외환보유고 증가에 기여하였다. 그 결과 2003년 말 아시아 국가들이 보유한 외환보유고는 전세계 외환보유고의 절반 이상을 차지한다.

그러나 아시아 국가들의 외환보유고는 대부분 선진국의 안전자산, 특히 미국의 국공채에 집중 투자되고 있다. 이러한 미국 국채 집중 현상의 원인은 아시아 역내에서는 신용위험이 적은 우량 채권을 찾기 어려울 뿐만 아니라 아시아 금융기관들의 위험 평가 및 분석 능력이 아직 선진국 수준에 못 미치는 데에 있다. 그 결과 선진국으로 투자된 아시아의 외환보유고는 선진국의 아시아에 대한 주식 또는 직접투자의 형태로 다시 아시아로 환류 되고 있다. Oh et al.(2003a)이 지적했듯이, 이러한 자본의 흐름은 역내 금융 시장과 기관들이 발전할 수 있는 기회를 박탈할 뿐 아니라, 역내 국가들을 금융 위기에 더욱 취약하게 만들 수 있다. 이러한 구조적 문제를 해결하기 위해서 아시아 각국들은 역내 채권시장의 육성이 중요하다는 인식을 공유하게 된 것이다.

본 연구는 이러한 노력의 일환으로 아시아 역내 채권시장 발전을 위해 필요한 인프라 중 중요성이 큰 역내 예탁결제기구 및 채권신용평가기구의 설립 방안에 대해 연구하고자 한다. 모든 금융 거래는 최종적으로 증권의 결제를 필요로 한다. 따라서, 금융 시장이 제대로 기능하도록 하기 위해서는 청산 및 결제 시스템을 비롯하여 신뢰성 있고 효율적인 금융 하부구조가 구축되는 것이 전제조건이다. 본고의 제Ⅲ장에서는 Euroclear and Clearstream Banking과 같은 국제예탁결제기구(International Central Securities Depository: ICSD)가 이미 존재하는 상황에서 과연 역내에 새로운 예탁결제기구의 설립이 필요한지, 또 필요하다면 어떠한 기능을 가져야 하며 지배구조는 어떻게 구성되어야 하는지에 대해 살펴보고자 한다.

본고의 두 번째 분석대상은 역내 신용평가 시스템이다. 1997년 아시아 금융 위기는 아시아 국가들로 하여금 국제신용평가기관의 중요성을 깨닫게 해 주었다. S&P나 Moody's와 같은 국제신용평가기관의 말 한 마디에 아시아 각국의 경제와

외자 유출입액이 요동을 쳤기 때문이다. 뿐만 아니라 BIS와 같은 국제금융감독기구가 향후 적정자기자본비율 등을 정의할 때에도 신용위험을 반영하기로 결정한 만큼 향후 국제신용평가기구는 아시아 각국의 거시경제에 보다 큰 영향력을 갖게 될 것이다.

현재 아시아 각국에서 발행된 자국 통화표기 채권은 각국의 신용평가기관에 의해 독립적으로 평가되고 있는데, 이들 각국의 국내 신용등급 간에는 비교평가가 가능한 기준이 없는 상태이다. 그러나 앞으로 역내 채권시장이 발전하고 해외채권 발행 및 거래가 활성화되려면 공통의 역내 신용평가 시스템이 필요하다. 신용평가를 위한 공동 시스템의 필요성은 현재 ASEAN+3에서 논의 중인 2단계 증권화(two-tier securitization) 과정을 보면 명확해진다. 2단계 증권화 안에 따르면 각국이 현지 통화표기 채권을 발행하여 증권화한 후 후순위 채권은 국내에서 보유하고 선순위 채권을 역외의 SPV에 매각한다. 역외의 SPV는 여러 국가에서 인수한 선순위채권을 다시 유동화하여 선순위 채권과 후순위 채권을 발행한다. 이렇게 발행된 선순위 채권은 두 번의 증권화 과정에서 신용보강이 이루어지기 때문에 아시아 국가들의 낮은 신용등급에도 불구하고 높은 신용등급을 받게 될 가능성이 커진다.¹⁾ 이러한 2단계 증권화 과정을 실현하기 위해서는 1단계와 2단계에서 발행되는 채권의 신용 등급이 발행 국가와 상관없이 공통된 기준에 의해 평가되고 비교될 수 있어야 하며 이를 위해서는 역내에 공통된 신용평가등급체제가 필요하다.²⁾ 이러한 문제 의식 하에 본고의 제IV장은 공통된 신용평가등급체제를 갖기 위해서 새롭게 아시아 역내 신용평가기구를 설립해야 하는지, 혹은 국가간 신용평가기구의 협력 또는 국제신용평가기구가 그 역할을 대신할 수 있는지를 분석하고 있다.

본고의 연구 결과를 정리하면 다음과 같다. 본고는 역내 예탁결제기구와 신용평가기구의 설립에 대해 상이한 정책대응이 필요함을 주장하고 있다. 우선 본 연구

1) 2단계 증권화의 장단점에 관해서 Oh et. al(2003 II)를 참조

2) The New Basel Accord가 채택될 경우 공통 평가 기준에 대한 필요성은 보다 현실적인 문제점으로 부각될 것이다. 적정 자본 비율에 대한 규제가 신용등급을 고려하게 되면, 금융감독기구는 외국 신용평가기관에서 평가한 외국채의 등급이 국내 기준으로는 어떻게 평가될 것인지 명확히 해야만 한다. 예컨대, 일본의 금융기관이 한국 신용기관에서 A등급으로 평가한 채권을 보유하고 있는 경우, 추가적인 위험 요소를 감안했을 때 한국의 A등급이 일본의 어느 등급과 같게 취급될지를 결정해야 한다.

는 각국의 정부 주도 하에 역내 예탁결제기구를 국제기구(multilateral agency)의 형태로 설립할 것을 주장하며 새로운 예탁결제기구를 AsiaSettle이라고 명명하였다. 이와 반면에 대 역내신용평가 시스템으로는 도의기구를 설립하기보다 각국 신용평가기관 간의 상호 협력을 통해 공통의 기준과 평가체계가 정립되어야 한다는 입장이다.

Euroclear와 Clearstream Banking와 같은 국제예탁결제기구가 이미 국제 예탁결제 업무를 담당하고 있는 것이 사실이지만, 이들 국제예탁결제기구의 아시아 지역 내 업무 범위 및 규모는 매우 제한적이다. 국제예탁결제기구와 별도로 역내 예탁결제기구로서 AsiaSettle을 설립하면 현재 ICSD가 해결할 수 없는 제3시간대 문제(third time-zone problem)를 해결할 수 있으며 아시아 각국 정부의 지원 하에 AsiaSettle을 설립하는 과정에서 각국의 금융 규제 완화 및 시장개방의 기회를 확대할 수 있는 장점이 있다.

이에 반해 정부 지원을 통해 역내 신용평가기관을 설립하는 방안은 바람직하지 못한 듯하다. 성공적인 신용평가 업무를 수행하기 위해서는 과학적 분석 능력도 중요하지만 각국 경제에 대한 제도적 지식 또한 중요한 요소가 된다. 따라서 역내 신용평가기관이 각국의 채권을 평가하기 위해서는 개별 국가마다 데이터 베이스, 전문 인력 등을 구축해야 하며 이에 필요한 비용은 무시하지 못할 수준이다. 또한 신용평가사업 성공의 중요한 요소가 공정성과 이에 대한 시장의 평판이다. 역내 신용평가기구가 정부에 의해 설립되고 시장 경쟁에 직면하지 않는다면 과연 이 기관이 경쟁력을 갖출 수 있는지, 공정성에 대한 평판을 유지할 수 있을지 의문이다. 역내 신용평가기관이 정부 주도 하에 설립될 경우, 그로 인해 민간 신용평가기관들이 구축될 위험도 존재한다. 따라서 정부의 역할은 국내 신용평가기관과 국제 평가기관들이 서로 협력을 통해 공통의 평가 체계를 확립하도록 도와주는 역할을 수행하는 데에만 국한시키는 것이 바람직하다. 현재 민간 기구인 아시아 신용평가기구 협회(the Association of Credit Rating Agencies in Asia: ACRAA)는 아시아 채권시장 육성을 위해 아시아 역내에 공통적인 평가 체계 도입을 위한 표준화 작업을 시작하였다.

본고는 다음과 같이 구성되어 있다. 우선 제II장에서는 논의의 배경을 설명하기 위해 아시아 역내 채권시장 활성화 방안 논의의 진행 과정을 설명하고자 한다. 특

히 ASEAN+3를 중심으로 진행되고 있는 6개 실무작업반(working group)의 활동을 설명한다. 제Ⅲ장은 실무작업반 Ⅲ이 주로 논의하고 있는 아시아 역내 예탁결제 시스템의 구축 방안을 분석한다. 특히 본고는 국제 예탁결제 시스템을 구축하는 다양한 방안의 장단점을 평가한 후, 역내 ICSD로서 AsiaSettle을 설립할 것을 제안한다. 제Ⅳ장에서는 역내 신용평가 시스템 구축 방안을 논의하고 있는데 이는 ASEAN+3 실무작업반 V가 담당하고 있는 주제이다. 본고는 역내 채권시장 활성화를 위해 새로운 신용평가기관을 별도로 설립하는 게 나은지, 또는 현존하는 국내 신용평가기관들 간의 상호 협조가 더 바람직한지를 비교하고 있다. 만일 각국의 신용평가기관들 간의 협조가 더 적절하다고 판단될 경우, 상호 협조가 어떻게 이루어져야 하는지에 대해서도 논의하고 있다. 제Ⅴ장에서는 간단한 결론을 제시한다.

II. 아시아 채권시장 육성 방안 논의의 전개 과정

정부 차원에서 아시아 채권시장 육성 논의가 본격적으로 논의되기 시작한 것은 아시아 각국이 외환위기를 경험하는 과정에서 각국의 저축을 역내에서 환류(recycling)할 필요성을 인식하기 시작하면서이다. 이 절에서는 2003년 2월 ASEAN+3 재무장관회의 실무자회담으로부터 본격적으로 논의되기 시작한 아시아 채권시장 육성 방안의 전개과정을 정리함으로써 향후 논의의 배경을 제공하고자 한다.

1. ASEAN+3 재무장관회의

1998년 12월 하노이에서 개최된 ASEAN+3(한, 중, 일) 정상회담 후속조치의 일환으로 각국은 재무장관 회의를 정례적으로 개최하여 역내 국가간 금융협력 방안을 논의하기로 했다. 이 회의에는 ASEAN(동남아시아국가연합) 회원국 10개국과 동북아 3개국(한국, 중국, 일본)이 참여하였기에 ASEAN+3 재무장관회의라고 한다.

ASEAN+3 재무장관회의에서의 역내 금융협력에 관한 최근 논의를 살펴보면 <표 1>과 같다. 2002년 11월 재무차관 비공식회의에서 한국의 제의로 아시아 채권시장

발전 방안을 주요 사업으로 추진기로 합의하였으며, 이의 일환으로 2003년 2월 아시아 채권시장 발전을 위한 실무회의가 동경에서 개최되었다. 동경회의에서 한국 정부는 증권화와 신용보강을 활용하여 아시아 채권시장을 발전시키자는 내용의 Korean Initiative를 제안한 바 있다. 한국의 제안은 각국으로부터 적극적인 지지를 받아 현재 그 실현 방안이 추진 중에 있다. 특히 역내 채권시장 발전을 위한 구체적인 방안 마련을 위해 6개의 실무작업반(working group)이 구성되어 활동 중이며, 향후 이를 토대로 구체적 실행 방안을 도출할 예정이다.

이들 실무작업반이 다루고 있는 주제는 증권화를 통한 아시아 채권발행, 역내 신용보증제도, 결제제도, 국제기구 등의 아시아 통화표시 채권 발행, 신용평가기관, 기술지원 등으로 세부 내용은 <표 1>에 정리된 바와 같다. 본 연구의 주요 주제인 역내 예탁결제기구 및 신용평가기구의 설립 방안은 실무작업반 III과 V에서 주로 다루고 있는 주제이기도 하다.

< 1> ASEAN+3 Informal Working Group

	Informal Working Group	Chair	주요 내용 및 논의 동향
I	New Scheme of Securitized Debt Instruments	Thailand	◦ 각국의 국채 또는 중소기업 채권을 기초로 한 ABS 발행 방안 검토
II	Regional Credit Guarantee and Investment Facility	China, Korea	◦ Credit gap 해소를 위해 역내 신용보증제도의 활성화 방안 연구 ◦ Credit guarantee 외에 민간중소기업에 대한 lending facility 설립 방안 연구
III	Exchange Control and Security Settlement	Malaysia	◦ 채권인도-대금지급제도 및 법적 기반 마련을 위한 결제시스템 구축 방안
IV	Issuing Local Currency Bonds by Foreign Entities	China	◦ 역내 정부기관 및 기업, 국제금융기구의 아시아 통화표시 채권발행 가능성 연구
V	Credit Rating Agency and Information Dissemination Agency	Singapore Japan	◦ 아시아 각국의 신용평가기관 간 협력 강화 방안(교육/훈련, 신용평가기법 및 정보 교류 등)
VI	Technical Assistance	ADB, Asian Secretariat, etc	◦ 각국 채권시장 발전 장애요인 파악 및 제도 개선 지원

2. 아태 중앙은행회의(EMEAP)

EMEAP(The Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks)란 동아시아태평양 지역의 회원국 중앙은행 간 협력을 증진하고 각 회원국의 금융경제에 관한 정보교환을 촉진하기 위해 1991년 설립된 중앙은행 간 협의체로 현재 한국, 일본, 중국, 싱가포르, 말레이시아, 인도네시아, 태국, 필리핀, 홍콩, 호주, 뉴질랜드 등 11개 국가의 중앙은행으로 구성되어 있다. 초기에는 회원국 간 협력증진 및 정보교환을 위한 임원회 중심의 비공식적 모임으로 연 1회 총재회의, 연 2회 부총재회의를 개최하였다. 부총재회의 산하에 지급결제시스템(WG on Payment and Settlement Systems), 은행감독(WG on Banking Supervision) 및 금융시장(WG on Financial Markets)에 대한 조사연구 기능을 수행하는 3개의 실무그룹을 설치하였다. 그러나 최근에는 급변하는 세계 금융환경 하에서 금융위기의 사전예방과 확산방지를 위해 중앙은행 간 긴밀한 정책협조가 필요하다는 공감대가 형성됨에 따라 실질적인 정책협의체로의 발전을 도모하고 있다.

EMEAP 11개 회원국 중앙은행들은 역내 중앙은행 간 금융협력 증진과 투자자산의 역내 환류를 강화하기 위해 회원국(일본, 호주 및 뉴질랜드 제외)의 정부 및 정부기관 등이 발행하고, 신용등급이 일정수준 이상인 달러화 표시 채권에 투자하기 위해 ABF(Asia Bond Fund)를 구성하기로 2002년 11월 합의하였다. ABF 설립은 EMEAP 회원국들이 보유한 막대한 외환보유액의 일부를 역내에 직접 공급하고, 각국 중앙은행들은 투자수단 다양화 및 투자수익률 제고 등의 효과를 얻는 것을 목표로 한다. 즉, 아시아 채권에 대한 수요 증대를 목표로 한 정책으로 볼 수 있다. 제1차 ABF의 주요 내용을 요약하면 <표 2>와 같다.

< 2> ABF I

최초 펀드규모 : 10.25억불(한국 : 1.2억불)

투자대상 : EMEAP 회원국(일본, 호주, 뉴질랜드 제외) 정부 및 정부기관이 발행한 미달러화표시 채권

자산운용기관 : BIS(펀드가 스위스에 설립됨)

채권신용등급 : S&P 및 Moody's 기준 일정 신용등급 이상

ABF I은 그 투자대상이 아시아 발행자가 발행한 달러화 표시 채권에 국한되어 있다. 따라서 아시아 발행자, 아시아 투자자, 아시아 통화의 세 요소로 정의되는 아시아채권시장의 육성과는 취지가 맞지 않는다는 비판이 있다. 따라서 EMEAP는 제1차 ABF를 성공적으로 추진한 이후, 현재 아시아 통화로 표시된 채권에 투자될 제2차 ABF를 추진하고 있다.

3. APEC 재무장관회의

APEC은 1989년 11월 호주에서 아태지역의 지속적인 경제성장과 공동의 번영을 위한 협의체로 출범하여 1993년 11월 시애틀에서 제1차 정상회의를 개최하였다. 그리고 제1차 APEC 정상회의에서 향후 APEC 재무장관회의를 개최할 것에 합의하였다. 역내 채권시장 발전 방안이 논의되기 시작한 것은 제5차 재무장관회의로부터이다. 제5차 회의는 1998년 5월 22일 캐나다 카나나스키스에서 열렸는데, 이 회의에서는 홍콩의 제안으로 APEC 역내 채권시장 발전 initiative 출범과 6개 핵심 분야의 개선방안이 제시되었다. 제8차 회의는 2001년 9월 6일 중국 소주에서 열렸으며, 재무장관회의에서는 중국의 제안으로 아시아 지역에서의 금융부문 강화를 위한 논의를 추진하였다.

2002년 9월과 10월 멕시코에서 개최된 APEC 재무장관회의(제9차 회의) 및 APEC 정상회의(제10차 정상회의)에서는 역내 자본시장 발전을 위해 「APEC 역내 증권화 및 신용보증시장 발전」 initiative를 적극 추진해 나가기로 합의하였다. 우리나라는 동 initiative에 홍콩, 태국과 함께 공동 의장국으로 참여하여 각국의 증권화 및 신용보증시장의 장애 요인을 파악하고 정책방향을 제시하였다. 뿐만 아니라 동 initiative 추진방안의 하나로 증권화 및 신용보증시장 발전에 대한 각국의 경험공유와 이해증진을 위해 APEC 회원국 정책당국자와 전문가, 시장참가자들이 참여하는 워크숍을 2003년 1월부터 2004년 9월 사이에 3회 개최하기로 합의하였다.

한국은 2003년 4월 동 initiative의 추진방안의 하나로 가맹국의 고위 정책 당국자들이 참가한 가운데 제1차 워크숍을 개최하였는데, 이 회의에는 당시 이라크 전쟁 및 아시아 지역 SARS의 확산에도 불구하고 APEC 회원국 및 ADB/WB 고위 관계자, 민간분야 전문가 등 국내외 관련 인사 300여명이 참여하였다. 한국의 재정경

제부 장관은 개막연설을 통해 한국이 1997년 외환위기 이후 기업 구조조정 과정에서 자산유동화법 제정 등을 통해 부실채권을 효율적으로 정비하고 채권시장의 발전을 이룩했던 경험을 소개하며, 이를 기초로 각국의 경험과 아이디어를 더해 가시적인 정책 대안을 논의해 줄 것을 요청하였다. 참석자들은 아시아 지역의 채권 시장 육성을 위해서는 증권화와 신용보증제도의 발전이 필요하다는데 공감하고 각국의 발전경험 및 장애요인, APEC 차원의 정책과제에 대해 논의하였는데, 특히 한국의 자산관리공사와 신용보증기금은 자산유동화의 경험을 소개하여 많은 참석자들로부터 긍정적인 평가와 관심을 받았다.

APEC 자체는 구속력이 없는 국제기구이기 때문에 실무자 선에서 실질적인 논의를 전개하고 구체적인 안을 발전시켜 나가는 데 한계를 지니고 있다. 따라서 APEC에서 사업추진이 합의된 채권시장 육성방안은 실질적으로 ASEAN+3 재무장관회의에서 실행안을 작성하고 있다고 볼 수 있다.

III. 아시아 역내 예탁결제기구의 설립 방안

이 절에서는 ASEAN+3의 실무작업반 III이 담당하고 있는 주제이기도 한 역내 예탁결제기구의 설립 방안에 대해 분석하고자 한다. 아직 ASEAN+3의 실무작업반에서 구체적인 대안을 제시하지 않고 있는 단계이지만, 이에 앞서 동 주제에 대해 분석함으로써 우리의 입장을 충분히 반영할 수 있는 대안을 마련하는 것이 본 연구의 목적이다. 분석의 순서로 우선 아시아 역내 국제 증권결제 제도의 현황부터 살펴보기로 하자.

1. 아시아 역내 국제 증권결제 제도 현황

일반적으로 국제 증권거래의 결제는 다음과 같은 4가지 방식을 통해 이루어질 수 있다. (i) 현지 보관기관(local custodian)의 이용, (ii) 국제 보관기관(global custodian: GC)의 이용, (iii) 국제예탁결제기구(ICSD)의 이용, (iv) 해당국 중앙예탁결제기구(national central securities depository: NCSD) 간의 연계가 바로 그것이다. 현재

아시아 내 국제 증권거래의 결제에 있어서도 이 4가지 방식이 모두 활용되고 있다.³⁾

역사적으로 볼 때 현지 보관기관을 이용하는 방법이 국제 결제에 가장 널리 활용되어 온 방법이다. 특히 NSCD와 ISCD 사이에서나, NCSD들 사이에 연계가 없는 국가들 간에 증권 결제가 이루어져야 하는 경우에는 현지 보관기관을 사용할 수 밖에 없는 것이 현실이다. 하지만 현지 보관기관을 활용하다 보면 투자자마다 투자 대상국에 따라 별개의 현지 보관기관을 지명해야 하며 이로 인한 비용이 상당하므로 현지 보관기관을 이용하는 방법은 가장 비효율적인 방법이기도 하다.

이렇듯 비용상의 불이익으로 인해 기관 투자자들은 단일 창구(single gateway)를 통해 다국적 시장에서 결제 및 보관 서비스를 제공하는 국제 보관기관(GC)의 이용을 선호한다. 국제 보관기관들은 자체 지사를 포함한 하부 보관기관의 네트워크를 구축해 국경을 넘어 통합 서비스를 제공한다. 이를 통해 국제 보관기관은 현지 보관기관에 비해 규모와 범위의 경제로 인한 비용 우위를 가질 수 있다. 국제 보관기관을 이용하는 또 다른 이점은 이들 기관이 대부분 대형 국제 상업은행이기 때문에, 예탁결제 이외에도 다국환 금융 서비스 및 현금 관리 서비스를 제공할 수 있다는 점이다. 아시아 증권의 국제 결제의 대부분이 현재 국제 보관기관을 통해 이루어지고 있으며, 이를 위한 거래에서는 미국 달러와 같은 국제 통화가 이용되고 있다. 비록 GC이 투자자들에게 국제 증권거래를 위한 단일 창구의 편의를 제공해 주는 것은 사실이지만, 각국마다 현지의 기관을 하부 보관기관(sub-custodian)으로 고용해야 하기 때문에 운용 비용이 높은 것이 단점이다. 더구나 서비스의 질도 하부 보관기관으로 고용되는 현지 기관의 서비스 질에 따라 지역 별로 큰 편차를 보이기도 한다.

국제 결제의 또 다른 방법으로는 국제예탁결제기구(ICSD)를 이용하는 방법이 있다. 실제로 유로채(Eurobonds)와 같이 ICSD를 중앙예탁기구로 사용하고 있는 경우에는 ICSD가 자연스럽게 국제 증권결제기구가 된다. 하지만 아시아 각국의 국내채권과 경우와 같이 발행된 채권이 ICSD가 아닌 발행국가의 NCSD에 예탁되는 경우라도, 국가간 채권거래의 결제만큼은 ICSD를 통해 이루어지는 것이 효율적일

3) BIS(1995)와 the Giovannini Group(2001)는 국제 증권결제에 관한 다양한 방법을 비교해 놓았다.

때가 있다. 이 경우, ICSD는 채권 결제를 위해 각 개별국가의 NCSD와 연계되거나 NCSD의 회원인 보관기관과 연계되어 있어야 한다. ICSD와 이와 같은 연계성(linkage)을 가지고 있는 국가들을 청산 회원국(clearing members)이라 부른다. <표 3>을 보면 대표적인 ICSD인 Euroclear의 31개 청산 회원국가들이 제시되어 있다. 이를 보면 Euroclear에 연계된 아시아 국가들은 매우 제한적임을 알 수 있다. 2002년 현재 7개 아시아 국가들만이 Euroclear의 청산 회원국가이다.⁴⁾

< 3> Euroclear

Region	Countries	
Asia	Australia, New Zealand, Hong Kong, Indonesia, Japan, Malaysia, the Philippines, Singapore, Thailand	9 countries
Europe	Belgium, Finland, France, Germany, Greece, Ireland, Luxembourg, the Netherlands, Norway, Portugal, Spain, Sweden, Switzerland, Great Britain, Austria, Italy	16 countries
America	United States of America, Argentina, Canada, Mexico	4 countries
Others	Russia, South Africa	2 countries
Total	31 countries(specialized depository, common depository, clearing depository included)	

자료 : 증권예탁원

4번째 국제 결제 방법은 거래 당사국의 중앙예탁기구(NCSD)의 연계를 통한 방법이다. 하지만 현재 아시아 NCSD 간에는 양국간 연계를 가진 경우가 소수에 그치고 있는 실정이다. 국가간 NCSD의 연계가 이루어진 경우로는 호주와 뉴질랜드, 홍콩과 뉴질랜드, 한국과 홍콩, 일본과 홍콩 등을 들 수 있다. 그러나 호주와 뉴질랜드 간을 제외하면 이들 NCSD 간 연계를 통한 증권 결제량은 극히 작은 것이 현실이다.

4) 이는 specialized depositories, common depositories, or clearing depositories의 형태로 Euroclear와 연계된 국가들을 포함한 수치이다.

2. 아시아 역내 예탁결제기구 설립의 필요성

아시아 채권시장의 청산 및 결제를 위해 현지 보관기관을 이용하는 방식은 비용 면에서 비효율적이므로 중장기적으로는 아시아 채권시장의 발전을 위해서는 다음과 같은 세 가지 방식 중 하나를 택해 역내 예탁결제 시스템을 구축해야 할 것이다. 첫째, 국제예탁결제기구(ICSD)를 활용하는 방안, 둘째 아시아 각국의 중앙예탁결제기구(NCSD)들을 연결해 역내 결제 시스템을 구축하는 방안, 셋째 새로운 역내 ICSD를 만들자는 방안이 그것이다. 이 절에서는 이미 아시아 역내의 국제채권결제 기능을 수행하고 있는 국제예탁결제기구(ICSD)를 활용하는 방안의 장단점을 살펴보도록 하자. 특히 아시아 투자자들이 유럽 시간대(European time zone)에 위치한 국제예탁결제기구(ICSD)를 통해 아시아 통화 표기 채권 거래를 결제할 때 발생하는 시차 문제를 구체적으로 논의해 보기로 한다.

가. ICSD

아시아 통화로 표기된 아시아 채권은 현재 아시아 통화로 표기된 유로본드가 ICSD를 통해 결제되듯이 ICSD를 통해 결제될 수 있다. 그러나 유로본드와 달리 현실적으로 ICSD에서 취급하는 아시아 통화가 제한적이라는 문제가 있다. 현재 Euroclear는 투자자들이 결제 통화를 선택하는 것을 허용하고 있지만 <표 4>에서 볼 수 있듯이 결제통화 선택의 범위가 극히 제한적이다.⁵⁾ 42개국의 32개 통화만이 결제 가능 통화이며 이 중 아시아 국가의 통화는 9개에 불과하다. 여기에는 한국, 중국, 인도, 대만의 통화는 포함되어 있지 않다. 이들 국가의 통화가 포함되지 않은 것은 이들 국가의 통화가 국제화되지 않았기 때문이 아니다. 말레이시아의 링기트(ringgit)와 싱가포르의 싱달라는 국제화되지 않았지만 현재 Euroclear의 결제 통화로 인정된다.

대부분의 아시아 통화가 Euroclear의 결제 통화가 아닌 이유는 국제화가 되지 않았기 때문이 아니라 외환거래 등에 관한 규제와 법적 불확실성으로 인해 통화의 태환성(convertibility)이 완전히 보장되지 않았기 때문이다. 한국의 경우 현금통합

5) Euroclear(2002a) lists settlement currencies and cash correspondents.

계좌(omnibus accounts) 허용 불가 문제가 좋은 예다. 한국의 외환거래법의 투자자 등록제도 규정에 의해 비거주 투자자들이 원화 표시 투자계정을 만들 때 반드시 투자자 명의로 계좌를 개설하도록 규정하고 있다. 이 규제로 인해 ICSD는 투자자들을 대신하여 한국의 증권예탁원에 현금통합계좌(an account for large groups of investors)를 개설하지 못한다. 이와 같은 규제는 만일 ICSD가 현금통합계좌를 개설하여 외국 투자자 간의 거래를 관리한다면 한국 정부가 투자자 별로 거래를 감시할 수 없기 때문에 만들어졌다. 하지만 이 규제로 인해 외국인 투자자들은 역외에서 ICSD를 통해 채권장외거래를 쉽게 할 수 없으며 투자자의 익명성 역시 보호

< 4> Euroclear

Region	Country	
Asia	Australia(ARS), New Zealand(NZD), Hong Kong(HKD), Indonesia(IDR), Japan(JPY), Malaysia(MYR), Philippines (PHP), Singapore(SGD), Thailand(THB)	9 currencies of 9 countries
Europe	EURO(Austria, Belgium, Deutschland, Finland, France, Greece, Ireland, Italy, Portugal, Spain, Luxembourg, the Netherlands), Norway(NOK), Sweden(SEK), Denmark(DKK), Switzerland(CHF), the United Kingdom(GBP), [Republic of Croatia(HRK), Czech(CZK), Republic of Iceland(ISK), Slovakia (SKK), Estonia(EEK), Hungary(HUF), Lithuania(LTL), Latvia (LVL), Poland(PLN)]*	15 currencies of 26 countries
North/South America	USA(USD), Argentina(ARS), Canada(CAD), Mexico(MXN)	4 currencies of 4 countries
The Middle East & Africa	South Africa(ZAR), [Kuwait(KWD), Israel(ILS)]*	3 currencies of 3 countries
Others	Gold(XAU)**	1 currency
Total	32 currencies of 42 countries	

주 : [] 안의 국가들은 Euroclear의 청산 회원국이 아니지만 그 국가의 통화가 결제통화로 지정된 경우이다. 러시아는 Euroclear의 청산 회원국이지만 루블화(ruble)는 결제통화가 아니다(대금지불은 미국의 달러로 결제된다.). 금은 결제통화로 지정되어 있다.

자료 : 증권예탁원

받지 못하게 된다. 이러한 이유로 Euroclear는 한국의 원화를 결제 통화로 지정하지 않고 있다.⁶⁾

결제 통화의 제한 외에도, Euroclear와 직접 결제가 가능한 국가 역시 제한적이다. 호주와 뉴질랜드를 제외하면 아시아 7개국(홍콩, 일본, 싱가포르, 태국, 필리핀, 말레이시아, 인도네시아)만이 Euroclear와 직·간접적으로 연계되어 있다. 한국, 중국, 대만, 인도, 파키스탄과 같은 아시아 국가들은 현재 Euroclear의 청산회원국(clearing members)가 아니다. Euroclear의 청산회원국(clearing members)에 대한 선별 기준은 결제 통화 선정 기준과 동일하지 않다. <표 3>과 <표 4>를 비교해 보면, 다음과 같은 네 가지 조합이 모두 가능함을 알 수 있다. 첫째, 일본과 태국은 청산회원국임과 동시에 자국통화가 결제 통화로도 인정된다. 둘째, 러시아는 청산회원국이지만 ruble화는 결제 통화가 아니다. 셋째, 한국처럼 청산회원국도 아니고 통화도 결제 통화가 아닌 국가들이 존재한다. 넷째, Croatia, Czech, Israel, Iceland와 같은 국가들은 청산회원국은 아니지만 자국 통화가 결제통화로 지정되어 있다.

현재 아시아 지역 내 ICSD의 역할이 제한적이기에 아시아 지역을 전문으로 하는 ICSD의 설립이 필요한 것은 사실이다. 그러나 기존 ICSD의 역할이 제한적이라는 점 이외에도 역내 예탁결제기구의 설립이 필요한 중요한 이유가 있다. 제3시간대(the third time zone) 문제가 바로 그것이다.

증권결제가 유럽에 위치한 ICSD를 통해 이루어지더라도, 대부분의 아시아 통화는 국제화되지 않았기 때문에 아시아 국가의 통화로 표기된 채권의 대금결제(payment settlement)는 결제의 최종성(finality)를 보장받기 위해서 해당 국가 중앙은행을 통해 이루어지고 있다. 하지만 유럽과 아시아의 시차로 인해 아시아 채권의

6) 인도네시아의 루피아(rupiah)는 Euroclear의 결제통화이지만 1997년 금융위기 이후 결제가 다소 제한되었다. 이 제한 조치는 Euroclear가 환위험이나 신용위험을 우려했기 때문이 아니다. Euroclear의 결제는 RTGS와 DVP 시스템을 통해 이루어지므로 Euroclear는 환위험 및 신용 위험에 노출되지 않는다. 그럼에도 불구하고 결제 제한 조치를 취한 것은 인도네시아 내에서의 자본 거래 규제와 관련한 법적 불확실성이 커졌기 때문에 그로 인해 발생할 business risk를 줄이기 위해서였다.

실시간 결제가 불가능하기 때문에 아시아 투자자는 유럽에 위치한 ICSD를 이용할 경우 유럽 투자자에 비해 불리한 위치에 있게 된다. 미주와 유럽과 다른 시간대에 있음으로 인해 발생하는 이와 같은 문제를 제3시간대(third time zone) 문제라 하는데, 이 문제의 해결을 위해 같은 시간대에서 예탁결제 기능을 수행할 수 있는 아시아 역내 ICSD 설립이 오래 전부터 주장되어 왔다.

제3시간대 문제를 구체적으로 이해하기 위해 홍콩 달러로 표기된 아시아 채권의 결제 절차를 생각해 보자. 홍콩의 시간대는 Euroclear가 위치한 브뤼셀보다 7시간 앞서 간다. 브뤼셀에서 10월 2일 채권의 결제가 이루어진다고 가정해 보자. 그 날 브뤼셀에서 결제가 이루어지기 위해서는 Euroclear는 결제 하루 전인 10월 1일 까지 홍콩 내에 위치한 예탁결제기관(common depository)인 HSBC에 거래 당사자들이 현금 및 증권을 예치하도록 요구하고 있다. 현금과 증권이 예치되면 10월 1일 밤에 HSBC로부터 예치 공지를 받은 후, 브뤼셀의 Euroclear Bank는 10월 2일 오전 9시(홍콩의 오후 4시)까지 결제를 완료한다. 결제 완료가 통보되면 홍콩에 있는 매도인은 오후 5시 이전에 홍콩 달러를 인출할 수 있고 결제는 10월 2일까지 완료 가능해진다.

매수인과 매도인이 결제 하루 전에 현금 및 증권을 HSBC에 예치하지 않고 벨기에 시각으로 10월 2일 RTGS 시스템을 이용해 증권을 결제하기를 원한다면, 매도인은 10월 2일 거래대금을 인출할 수 없게 된다. 예컨대, 양자가 10월 2일 증권과 대금을 브뤼셀에 예치하여 RTGS 결제가 10월 2일 오후 3시까지 완료되었다라든가 결제가 완료된 오후 3시에는 홍콩은 이미 오후 10시이기 때문에 채권 매도인은 매각 대금을 인출하기 위해 다음날까지 기다려야 한다. 이러한 이유로 인해 Euroclear는 아시아 통화로 표기된 채권을 결제함에 있어 결제 하루 전에 현금 및 증권을 예치하도록 요구하고 있다.

유럽국가나 미국 통화로 표기된 채권의 경우, 증권 및 대금 결제(security and payment settlement)에 시차가 없을 뿐 아니라 유럽과 미국 간 시차가 오히려 미국 투자자들에게 인출 시간을 더 많이 확보해 주는 방향으로 작용하기 때문에 RTGS 시스템을 통하더라도 아시아의 경우와 달리 같은 날 결제 완료가 가능하다. 이러한 이유로 인해 아시아 통화 표기 채권을 거래하는 투자자들은 유럽에 위치한 ICSD를 이용할 경우 시차 문제로 인해 하루 동안 유동성을 상실하는 추가 비용을

부담해야 한다. 만일 아시아 지역 내에 ICSD가 존재한다면 투자자들이 이 같은 추가 비용을 부담할 필요가 없다. 아시아 통화 표기 채권의 주요 투자자들이 아시아 지역 기관 투자자들일 것임을 고려할 때, 이들 모두가 위치한 아시아 역내에 ICSD를 설립함으로써 얻게 되는 혜택은 상당하다 할 수 있다.

제3시간대 문제는 거래비용을 증가시킬 뿐만 아니라 결제주기(settlement cycle)를 줄이기 위한 노력에도 장애 요인이 된다. 국제예탁결제기구는 최근 결제주기를 최장 T+3로 줄이려고 노력하고 있으며, 미국을 포함한 선진국에서는 결제 주기를 T+1로 감축하는 방안을 적극 추진하고 있다. 그러나 아시아 채권의 경우에는 third time zone 문제가 해결되지 않는다면 T+1 결제는 원칙적으로 불가능하게 된다. 결제 하루 전에 대금과 채권을 모두 예치하기 위해서는 현금을 이미 보유하고 있는 거래만이 가능하기 때문이다. 즉, 증권 거래를 성사시키고 결제 전까지 대금을 마련하는 일반적인 관행은 더 이상 불가능하게 된다. 그러나 만일 아시아 채권의 거래가 아시아에 위치하여 아시아 시간대에서 영업을 하는 역내 ICSD를 통해 결제된다면 투자자들은 결제일보다 하루 앞서 증권 및 현금을 예치할 필요가 없게 되며, 이를 통해 투자자들의 유동성 관리가 용이해질 뿐 아니라, 결제 주기 또한 T+1로 줄어 들 수 있다.

3. 역내 예탁결제기구 수립 제안 : AsiaSettle

아시아 역내 예탁결제 시스템을 구축하기로 결정하더라도 다양한 형태의 역내 예탁결제기구의 수립이 가능하다. 이 절에서는 각국 NCSD를 연계하는 모형과 각국이 투자하여 독립된 ICSD를 구축하는 두 방안의 장단점을 살펴보자.

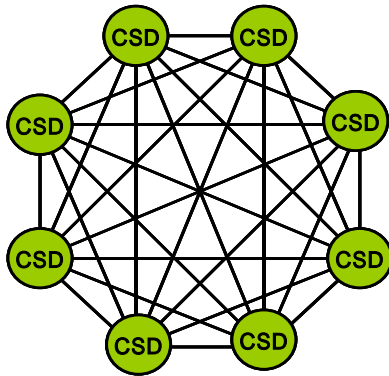
가. Model I : NCSD

아시아 NCSD 간 양자간 연계가 모든 국가간에 완성된다면 독립된 ICSD 구축 없이도 국제 예탁결제가 가능해진다. 사실상, 유럽증권예탁기관협회(European Central Securities Depositories Association: ECSDA)은 유럽 내에서의 국제 결제를 위해 각국 NSCD 간 양자간 연계 모형을 제시한 적이 있다.⁷⁾ <그림 1>은 ECSDA가

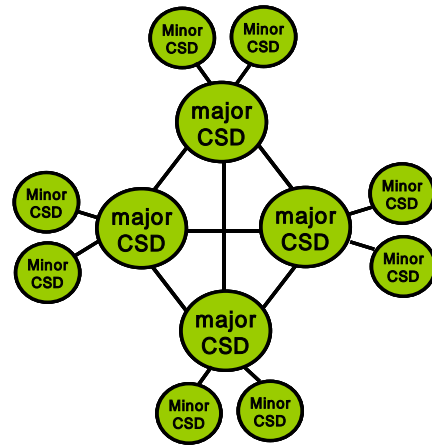
연구해왔던 범유럽 예탁결제기구 양자연계모형의 두 가지 방안을 그림으로 보여 준다. 하나는 Eurolinks Real-time Network 모형(일명 Spaghetti 모형)이라고 불리는 방식이며 다른 하나는 European Financial Superhighway 모형(일명 Canneloni 모형)이라고 불리는 방식이다. 전자는 NCSD 모두를 서로 연결하는 것인데 반해, 후자는 주요 NCSD들을 축으로 소규모의 NCSD들을 연결하는 방식이다. 두 모형 모두 NCSD 간 상호 연계를 강조한다는 점에서 공통점이 있다.

< 1> Bilateral Linkage Models of ECSDA

(1) Eurolinks Real - Time Network
(Spaghetti Model)



(2) European Financial Superhighway
(Canneloni Model)



아시아 내에선, 오래 전부터 홍콩이 양자간 연계 모형에 지대한 관심을 표명해 왔다. 홍콩금융당국(Hong Kong Monetary Authority: HKMA)은 아시아 회원국들의 예탁결제 시스템을 인터넷처럼 연결함으로써 역내 예탁결제기구인 AsiaClear를 설립할 것을 1990년대부터 주장해 왔다. 즉, HKMA는 AsiaClear를 단일 중심 기구가 아닌 아시아 지역 내 개별 NCSD 간 공통 네트워크로 구축할 것을 제안해 왔다. 정보통신기술 기술의 발달로 NCSD를 연결하는 것이 가상 공간 내에선 용이해졌을 뿐만 아니라, AsiaClear를 특정 지역 내에 하나의 기구로 설치할 경우 발생할 수

7) 中島眞志·宿輪純一(2002)에서는 ECSDA가 제시한 연계 모형에 대해 논의하고 있다.

있는 유치 경쟁 및 정치적 이해 갈등 문제를 피할 수 있다는 주장이다.⁸⁾ HKMA는 아시아 국가들과 적극적으로 연계를 추구해온 결과, 현재 호주, 뉴질랜드, 한국의 예탁결제기구와 연계를 맺고 있으며 중국과도 곧 연계관계를 가질 예정이다.⁹⁾

그러나 아시아에 있어서 국가간 연계 모형을 적용하는 데에는 많은 문제점이 존재한다. 첫째, NCSD를 상호 연계하는 방안은 ICSD를 통해 결제하는 방법과 비교할 때 매우 비효율적이다. 양자간 연계 모형의 경우 각 NCSD가 모든 거래 대상국의 NCSD에 계정을 만들어야 하기 때문에 높은 거래 비용을 야기한다. 둘째, 상호 연계를 통해 국제 결제를 하는 방법은 거래 당사국 NCSD에 등록된 증권만의 결제만을 취급할 수 있다. 즉 제3국이 발행한 증권의 결제를 처리하기는 어렵다는 점이다. 셋째, 각 NCSD가 공통된 결제 플랫폼(platforms)을 공유하지 않을 경우 양자간 연계를 구축하는 데 필요한 초기 비용이 높아질 수 있다.¹⁰⁾

현실적으로 볼 때에도 양자간 연계 모형을 적용함에 있어 가장 큰 문제점은 아시아 국가의 채권 시장이 상호간 연계가 어려울 정도로 발전 정도가 상이하다는 점이다. 아시아 NCSD 중에 오직 7개국(호주, 홍콩, 일본, 한국, 말레이시아, 뉴질랜드, 싱가포르)에서만 실시간 총액결제(real-time gross settlement : RTGS)와 delivery versus payment(DVP) 시스템을 갖추고 있다. 또한 아시아에서 Euroclear에 직접 연계된 국가들은 호주, 홍콩, 일본, 뉴질랜드, 필리핀, 태국, 싱가포르에 불과하다.

<표 5>를 보면, G30/ISSA가 각국의 예탁결제기구에 제시하는 권고안에 대해 부응하는 정도에 있어서도 아시아 NCSD 사이에 큰 격차가 존재함을 볼 수 있다. 즉, 이는 아시아 역내 NCSD 간 연계 방안이 현실적으로 어렵다는 점을 시사한다.¹¹⁾ 아시아 각국의 상이한 법체계 역시 연계를 막는 주요한 요인이다. 각 국가의 법적 시스템이 상대적으로 유사한 유럽과는 달리, 아시아 국가들은 더욱 다양한 역사적 배경, 문화, 법 체계를 가지고 있어 NCSD 간 연계를 표준화하기 힘들다.

8) 홍콩금융당국(HKMA)는 홍콩이 아시아의 금융 중심지 역할을 할 수 있도록 금융 시장 및 IT의 역량에 대해 연구하였다(HKMA(1997)를 참고).

9) 홍콩금융당국과 아시아 내 다른 NCSD와의 연계 상황을 보려면 HKMA(1997b-2002)를 참고

10) Park and Hong(2001)에서는 양국간 연계 모형의 장점과 단점에 대해 논의하고 있다.

11) 보다 구체적인 사항은 ISSA(2002)를 참고

< 5> NCS D G30/ISSA

	B	C	H	I1	I2	J	K	M	Pa	Ph	S	Th	T
Trade Comparisons between direct market participants by T+0	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Matched trade details should be linked in the settlement system	○	○	○	○	○	○	○	○		○	○	○	○
Indirect market participants to achieve affirmation by T+1	○		○		○		○			○		○	○
Central depository, broadest possible participation		○	○		○	○	○	○	○	○	○	○	○
Widest possible range of depository eligible instruments		○	○	○	○		○	○	○		○	○	○
Immobilization/dematerialization to the utmost extent possible		○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Compatible rules and practices in case of municipal CSDs				○		○							
Real time Gross Settlement system			○				○	○					
Trade netting system as per "Lamtalussy(?)" Recommendations	○		○		○		○	○	○		○	○	○
Delivery VS Payment(DVP) as defined by iSSA			○				○	○	○		○	○	○
Same day funds for securities settlement		○	○	○	○	○	○	○		○	○	○	○
Same day funds for the servicing of securities portfolios		○	○		○	○	○	○		○	○		○
A rolling settlement system should be adopted by all markets	○	○	○		○	○	○	○			○	○	○
Final settlement for all trades by T+3		○	○		○	○	○	○				○	○
Securities lending and borrowing should be encouraged			○	○	○	○	○	○				○	○
Existing regulatory and taxation barriers should be removed			○		○	○	○					○	
ISO Standard 7775 (Securities Messages)						○			○		○		
ISO Standard 6166 (ISIN Numbering System)			○	○	○	○	○	○	○		○	○	○

주 : B : Bangladeshi, C : China, H : Hong Kong, I1 : India, I2 : Indonesia, J : Japan, K : Korea, M : Malaysia, Pa : Pakistan, Ph : Philippines, S : Singapore, Th : Thailand, T : Taiwan

자료 : 증권예탁원

. Model II : ICSD AsiaSettle

각국 NCSD를 연계하는 방안 외에 역내의 독립된 ICSD를 새로이 설립하는 방안을 고려해 볼 수 있다. 본고는 새로이 설립될 아시아 역내 ICSD의 가칭을 홍콩이 주장하는 연계모형인 AsiaLink와 구별하기 위해 AsiaSettle이라고 부르기로 한다. AsiaSettle은 아시아 각국의 NCSD를 국제 결제에 관한 한 AsiaSettle의 하부 예탁기관(sub-depositories)으로 활용하며, AsiaSettle은 이들 NCSD 연계의 중심 허브로서의 역할을 담당한다. AsiaSettle의 구체적인 구축 방안은 Oh et. al(2003a)에서 자세히 논의하고 있으니 본고에서는 주요 결론만을 요약해 보자.

AsiaSettle 모형은, 비록 AsiaSettle의 각국의 NCSD에 연계되어 있기는 하나 국제 채권결제에 관한 한 AsiaSettle이 주도적 역할을 하기 때문에 hub and spokes model에 속한다. hub and spokes model의 이점은 현재 구축되어 있는 결제 기간설비를 활용할 수 있으며 각국 간 연계 수를 줄여줄 수 있기 때문에 구축비용이 적다는 점이다. 특히 아시아 채권시장 육성에 관한 아시아 각국 정부의 공통적 이해가 일치하고 있으므로 AsiaSettle은 각국 정부의 지원을 통해 NCSD와 직접적인 연계를 통해 구축되는 것이 바람직하다.¹²⁾ 수탁은행(custodian banks)을 통해 NCSD와 간접적으로 연계되어 있는 Euroclear와 달리 AsiaSettle 처럼 직접적으로 각국의 NCSD에 연계하는 모형은 비용 우위를 가진다.

또한 대금 결제의 경우, AsiaSettle은 수탁은행보다는 아시아 국가의 중앙은행들과 직접적으로 연계되는 것이 바람직하다. 중앙은행과의 직접적인 연계는 결제 비용뿐 아니라 결제 주기를 줄이는 장점을 가진다. 이러한 특징을 고려할 때 AsiaSettle은 NCSD과 아시아 국가들의 중앙은행으로부터 자금 지원을 받는 다자간 기구(multilateral agency)로 설립되는 것이 바람직할 것이다.

AsiaSettle의 설립은 예탁결제기구 수립을 통해 제3시간대 문제 등을 해소할 수 있다는 것 이상의 의미가 있다. 이를 수립하는 과정에서 이를 아시아 각국이 자국의 채권시장 발전의 계기로 삼을 수 있기 때문이다.

12) 직접적 연계(Direct linkag)는 ICSD가 local NCSD에 현금통합계좌를 가지고 있는 경우를 말한다. 간접적 연계(Indirect linkage)는 ICSD가 specialized or common depositary와 같은 제3 기관을 통해 local NCSD와 연계된 경우를 의미한다. Euroclear가 NCSDs와 간접적인 연계를 가지는 것이 보다 일반적이다

이전에 논의되었듯이, 아시아에서 ICSD의 역할이 적었던 것은 아시아 각국의 복잡한 금융 규제 및 법적 불확실성에 기인한 바 크다. AsiaSettle을 구축하기 위해서는 아시아 각국 정부의 정책 공조가 필요한 바 이를 통해 각국이 규제를 완화하고 국내 시장을 해외에 개방할 기회를 가지게 될 것이다. 현존하는 ICSD는 사기업(private entities)이기 때문에 아시아 각국 정부가 규제 완화를 통해 이들 기구의 영업을 도와줄 동기를 갖지 못한다. 하지만 아시아 채권 시장을 발전시키기 위한 한 방안으로서 아시아 각국 정부의 주도 하에 AsiaSettle이 구축된다면 각국 정부는 이의 육성을 위해 규제를 완화할 유인을 갖게 될 것이다. 이러한 의미에서 AsiaSettle은 아시아 내 국내 시장을 개방하고 규제를 완화하며 궁극적으로는 아시아 채권 시장을 발전시키는 데 효과적인 촉매가 될 수 있다.

새로운 역내 예탁결제기구를 설립하는 데 필요한 비용에 대해 회의를 가질 수 있다. 그러나 AsiaSettle의 구축비용은 각국 NCSD의 상호 연계비용에 비해서는 적을 것이 확실하다. 전문가들의 의견에 따르면 AsiaSettle 구축을 위한 비용 중 대부분은 IT구축 비용이기보다 각국 간 증권 거래 및 결제를 위해 정비되어야 할 법적 환경을 조사, 조정하는데 들어가는 비용이라고 한다. 따라서 각국의 지원 하에 공통된 법적 platform이 마련된다면 양자간 연계를 통해 이 문제를 해결하는 것에 비해 구축비용이 크게 절감될 것이 분명하다.

한편 AsiaSettle을 설립함에 있어서는 후발주자의 이점을 살려 Euroclear 등 기존의 ICSD와는 달리 중앙청산기구(central counter-party: CCP) 기능을 처음부터 갖도록 설계할 필요가 있다. 중앙청산기구는 각 거래에 있어 매도인과 매수인 사이에서 거래를 중개해 주는 특별 금융기관(special financial institution)이다. CCP는 매도인과 매수인 사이의 거래를 매도인과 CCP, 매수인과 CCP의 거래로 법적 지위를 변경시켜 준다.¹³⁾ 그 결과, CCP는 거래 당사자들 간에 발생할 수 있는 결제 위험을 감소시키게 된다.¹⁴⁾ 또한 CCP를 통해 시장 참여자의 익명성을 보장할 수 있고, 다자간 차감결제(netting)을 통해 결제량을 최소화할 수 있다. 예컨대, 2000년도

13) 이를 경개(novation)라 한다. DTCC(2000)에서는 CCP 산업의 발전에 대해 전반적으로 살펴보고 있다.

14) DVP system은 결제의 위험을 감소시킬 수 있지만, 효과적으로 대체비용위험(replacement risk)을 커버하지 못한다. CCP는 원금손실위험(principal risk) 및 대체비용위험을 커버할 수 있다.

에 미국의 DTCC에서 증권결제의 총액은 약 7,220억 달러였지만, 다자간 상계를 거쳐 220억 달러 정도로 순결제액이 감소하였다.

AsiaSettle이 자회사를 설립하여 중앙청산기구 서비스를 제공한다면 아시아 채권시장의 효율성을 증대시킬 수 있고 기존 ICSD와도 차별화될 수 있을 것이다. 특히 AsiaSettle-CCP의 다자간 차감결제 기능은 아시아 채권 거래에 수반하는 기축 통화의 사용 비용을 획기적으로 줄여줄 것이다. 대부분의 아시아 통화가 국제화되지 않았기 때문에 아시아 채권에 대한 대금결제(payment settlements)는 대부분 미국 달러와 같은 기축 통화를 통해 이루어지고 있다. 만일 CCP서비스가 제공된다면 이들 기축통화의 사용 규모가 다자간 차감결제를 통해 줄어들 수 있어 결제 비용 또한 크게 낮아질 것이다.

IV. 역내 신용평가 시스템의 구축 방안

1. 아시아 역내 신용평가기관 현황

가. 가

<표 6>에서 볼 수 있듯이, 대부분 아시아 국가들은 자국 내 신용평가기관을 가지고 있다. 이들 신용평가기관은 자국 내에서 주로 채권 평가나 은행 대출의 신용평가 조사를 담당한다. 예컨대, 한국의 경우 모두 4개의 신용평가기관이 있는데 이 중 3개사는 모든 채권의 신용평가를 담당하고 있는 반면, 1개 기관은 기업 어음(CP)과 자산유동화증권(ABS)만을 평가하고 있다. 일본에는 일본계 신용평가기관인 R&I와 JCR뿐만 아니라 국제 신용평가 기관인 Moody's, S&P, Fitch 등이 진출해 있다. R&I와 JCR 두 기관 모두 스스로 국제신용평가기관이라 주장하고 있으며 사무라이 채권(Samurai bond) 및 해외 sovereign bonds에 대해서도 신용평가 업무를 한다. 이에 반해 일본을 제외한 아시아 국가들의 신용평가기관은 주로 국내 채권의 신용평가에 중점을 두고 있으며, 대부분 자본 투자 및 업무 협조(operational collaboration)을 통해 국제신용평가기관과 연계되어 있다. <표 6>의 마지막 두 열

은 아시아 각국의 신용평가기관과 국제신용평가기관 간의 협조 관계를 요약하고 있다.

< 6> 가

Country	Rating Agencies	Affiliation (operation, capital)	Major Stockholders
Korea	KR	Fitch	Hanil Cement, Korea Development Bank, Fitch
	KIS	Moody's	Moody's
	NICE	R&I	Domestic bank
	SCI	JCR	SB Partners
Japan	R&I		Nikkei 56.5%
	JCR		
	Moody's Japan K.K.	Moody's	Moody's
	S&P Japan	S&P	S&P
	Fitch Japan Branch	Fitch	Fitch
China	China Chengxin International Credit Rating Co. Ltd	Fitch 30% withdrawal	
	Fitch Ratings Hong Kong Limited	Fitch	Fitch subsidiary
	Dagong Global Credit Rating Co. Ltd.	Moody's	Moody's
	S&P office	S&P	S&P
	China Lianhe Credit Rating Co. Ltd.		
India	The Credit Rating Information Services of India Ltd. (CRISIL)	S&P	9.68% acquired by S&P in 1997
	Investment Information & Credit Rating Agency Ltd.(ICRA)	Moody's	Moody's, Central Bank, Public financial institutions
	Credit Analysis and Research limited (CARE)		IDBI, Canara Bank, UTI
	Fitch Ratings India Pvt Ltd.	Fitch	Fitch subsidiary
Indonesia	PEFINDO	S&P	S&P
	PT Kasnic Credit Rating Indonesia		

Country	Rating Agencies	Affiliation (operation, capital)	Major Stockholders
Singapore	Moody's Singapore Pte. Ltd.	Moody's	Moody's
	S&P office	S&P	S&P
	Fitch Ratings Singapore Pte. Ltd.	Fitch	Fitch
Bangladesh	Credit Rating information & Services Ltd. (CRISL)	JCR-VIS, RAM	Join venture between JCR VIS and RAM
Malaysia	Rating Agency Malaysia Berhad (RAM)	Fitch	Fitch 4.9%, minor shares held by other banks
	Malaysian Rating Corp. Berhad	Fitch	Affiliate, but Fitch does not seem to hold any shares
Pakistan	JCR-VIS Credit rating Co., Ltd.	IIRA, CRISL	JCR 15%, VIS 67.5%, KSE 12.5% ISE 5.0%
	The Pakistan Credit Rating Agency (private) Ltd., (PACRA)	No longer affiliated with Fitch	
Philippines	Philippine Rating Services Corp. (PhilRatings)	S&P	
	Fitch Ratings Manila Representative Office	Fitch	Fitch affiliate
Chinese Taipei	Taiwan Ratings Corp. (TRC)	S&P	Domestic banks and financial institutions
	Fitch Ratings Taipei Representative Office	Fitch	Fitch subsidiary
	Moody's Chinese Taipei branch	Moody's	Moody's
Thailand	Thai Rating & Information Services Co. Ltd. (TRIS)		
	Fitch Ratings (Thailand) Ltd.	Fitch	Fitch affiliate
Sri Lanka	Fitch Ratings Lanka Ltd.	Fitch	Fitch affiliate

가

아시아 금융 시장의 급격한 성장에 발 맞춰 Moody's, S&P, Fitch와 같은 국제 신용평가 기관들이 아시아 내 사무소를 설치하였다. <표 7>은 2001년 기준으로 아시아 지역 내에서 이들 국제신용평가기관들이 고용한 근로자 숫자를 보여주고 있다.

S&P에서 234명의 근로자들이, 99명이 Moody's에서, 66명이 Fitch에서 일하고 있다.

<표 8>은 아시아 지역 내에서 이들 국제 신용평가기관들이 직접 신용평가를 한 기업의 수를 보여준다. 2001년에 Moody's가 가장 많은 수의 발행 기업을 신용평가 하였으며, S&P가 2위를 차지하였다. 하지만 이들이 평가한 기업들은 대부분 상대적으로 채권시장이 발달된 일본, 호주, 한국, 홍콩에 집중되어 있다.

< 7> 가

	S&P	Moody's	Fitch
Japan	80	70	33
Hong Kong	30	13	17
Singapore	24	10	4
Australia	100	6	12
Total	234	99	66

Source : Fitch, year 2001

< 8> 가 가

	S&P	Moody's	Fitch	Total
Japan	297	504	71	872
Australia	227	226	178	631
South Korea	53	89	6	148
Hong Kong	47	38	3	88
Total	624	857	258	1739

Source : Fitch, year 2001

가 (ACRAA)

아시아 신용평가기관 협의체(The Association of Credit Rating Agencies in Asia: ACRAA)는 상호 협력 및 공동 연구를 목적으로 아시아 10개국의 16개 신용평가 기관들이 설립한 기구이다. 현재 일본 JCR이 ACRAA의 의장을 맡고 있으며, 필리핀의 Phil Ratings가 executive director를 담당하고 있다. 아시아 지역 내 모든 신용

평가기관이 ACRAA의 회원 가입 자격을 가지고 있다. 가입을 하고자 하는 신용 평가기관은 집행위원회(executive committee)의 추천 후 이사회의 의결을 받아야 한다. ACRAA는 매년 회의를 주최하여 모든 회원 기관들이 상호 협력 등 다양한 문제에 대해 논의를 하며, 2년 주기로 회원 기관들에 대해 교육 프로그램을 제공하기도 한다.

< 9> ACCRAA

Country	Company	Notes
Chinese Taipei	Taiwan Ratings Corp.	
Malaysia	Rating Agency Malaysia Berhad	
Bangladesh	Credit Rating information & Services Ltd.	
India	The Credit Rating information & Services of India Ltd.	
India	Investment information & Credit Rating Agency Ltd.	
India	Credit Analysis and Research Ltd.	
Indonesia	P.T. Kasnic Credit Rating indonesia	
Indonesia	PEFENDO Credit Rating Indonesia	
Japan	Japan Credit Rating Agency Ltd.	chairman
Thailand	Thai Rating & Information Services Co.	
Pakistan	JCR-VIS Credit Rating Co.	
Pakistan	The Pakistan Credit Rating Agency. Ltd.	
Philippines	Philippine Rating Services Corp.	executive director
South Korea	Korea Ratings	
South Korea	Seoul Credit Rating & Information Inc	
South Korea	Korea Information Services	

2. 공통적인 역내 신용평가 시스템의 필요성

아시아에서 국제 채권 투자의 규모가 증가할수록 공통적인 역내 신용평가기준의 필요성도 증가하고 있다. 공통적인 신용평가 기준을 갖는 가장 손쉬운 방법은 새로운 역내 신용평가기구를 설립하기보다 Moody's, S&P, Fitch와 같이 이미 아시아 역내에서 영업 중인 국제 신용평가기관들을 활용하는 방법이다. 아시아 내 국가간 채권 투자 규모가 그리 크지 않은 점을 고려할 때 새로운 기관을 설립하기보다 국제 신용평가기관을 활용하는 방안이 비용 측면에서 더욱 효율적일 것이다. 하지만 국제 신용평가기관을 이용하는 데에는 여전히 한계가 있다.

현재 아시아에서 국제 신용평가기관이 평가하고 있는 아시아 통화표시 채권의 수는 매우 제한적이다. 물론 아시아 채권시장의 규모가 커짐에 따라 미래에는 그 수가 증가할지 모른다. 그러나 이들 국제 신용평가기관들의 평가 기준이 주로 선진국들을 대상으로 설정되었기 때문에 아시아 채권시장의 규모가 커진다 해도 낮은 신용 등급에 몰려있는 아시아 채권의 등급을 적절히 구분하기에는 이들 국제 신용평가기관들의 등급기준이 적합하지 않을 수 있다.

<표 10>은 국제신용평가기관이 매긴 국가신용등급(sovereign credit ratings)을 보여주고 있다. 북미나 유럽의 주요 선진국들의 경우 대부분 AAA의 평가를 받았고, 기타 유럽 국가들과 일본이 AA 등급을, 개발도상국들은 경제 상황에 따라 A에서 B까지 다양하게 평가되고 있다. 일반적으로 발행국의 국가신용등급보다 높은 평가 등급을 받는 회사채는 거의 존재하지 않는 것을 고려할 때 대부분의 아시아 회사채는 이들 기준에 따르면 BBB 이하로 평가 받기 쉬울 것이다. 따라서 국제 신용평가기구들이 투자등급 이하 등급을 보다 더 세분되게 분류하지 않을 경우, 아시아 채권의 등급은 한두 등급에 집중된 분포를 보임으로써 신용평가의 유용성이 크게 떨어질 수 있다.

낮은 신용등급 문제 외에 아시아의 경우 기존의 신용등급 체계와 다른 등급 기준이 필요한 다른 이유가 있다. 현재의 국제 신용평가 체계는 국내 통화 또는 외화 통화의 두 가지 기준으로 신용위험이 측정된다. 외화의 경우에는 국제적으로 태환이 보장된 경화(hard currencies)로 지불이 이루어지는가에 따라 신용위험이 결정된다. 하지만 대다수 아시아 통화는 국제화되지 않았고, 태환성에도 한계가 있다.

이 경우 어떠한 기준에 따라 이들 통화표시 채권의 신용위험을 측정해야 하는가가 중요한 문제가 된다. 한국 기업이 발행한 Baht화 표기 채권을 예를 들어 보자. 한국 정부의 Baht화 지급 능력을 달러화 지급능력과 동일시해야 할 것인가? 특히 아시아 금융위기 이후 아시아 국가들이 앞으로의 금융위기를 예방하기 위해 양자간 통화 스왑 계약(bilateral currency swap agreement)을 체결한 사실이 있어 이들 문제가 더욱 복잡하게 되었다. 태국과 한국 간 스왑 계약 체결이 한국 정부의 Baht화 지급능력 평가에 반영되어야 하기 때문이다. 이러한 요인을 무시한 채 아시아 통화표기 채권에 대한 지불 능력을 달러화표시 채권 지불 능력과 구분하지 않을 경우 아시아 채권은 저평가될 수 있다.

< 10> 가

Credit Rating	Country
AAA	Australia, Austria, Canada, Denmark, Finland, France, Germany, Ireland, Luxembourg, Netherlands, Singapore, Switzerland, United Kingdom, United States
AA+	Belgium, New Zealand, Spain, Sweden
AA	Italy, Portugal
AA-	Japan, Chinese Taipei
A+	Hong Kong, Iceland, Kuwait, Slovenia
A	Cyprus
A-	Chile, Estonia, Hungary, Israel, South Korea, Qatar
BBB+	Lithuania, Poland
BBB	China, Oman
BBB-	South Africa, Thailand, Mexico
BB+	Bulgaria, Egypt, ElSalvadore, Peru, Philippines
BB	Brazil, Columbia, Costa Rica, India, Kazakhstan, Morocco, Panama, Russia
BB-	Dominican Republic, Romania, Vietnam
B	Bolivia, Jamaica, Lebanon, Pakistan, Senegal, Surinam, Turkey
CCC	Uruguay
D	Argentina, Paraguay

Note : S&P, March 2003, foreign curnecy denominated bonds

Data : S&P, List of Sovereign Ratings

신용등급 집중 문제와 통화 대환성 문제를 반영하여 국제 신용평가기관이 기존의 평가 시스템과 별개로 아시아 지역에 특화된 신용평가 시스템을 새로이 도입할 수도 있을 것이다. 하지만 상대적으로 규모가 작은 아시아 시장을 위해서 이들 국제신용평가기관이 새로운 기준을 마련할지는 회의적이다. 객관성에 대한 평판이 가장 중요한 신용평가 사업에서 두 가지 다른 기준을 갖게 됨에 따라 발생할 평판상실의 위험이 매우 크기 때문이다. 더욱이 신용등급의 정확성은 과학적 조사 방법과 함께 지역에 특화된 지식을 필요로 한다. 따라서 국제신용평가기관이 아시아 역내 채권을 평가하는 사업에 진출하고자 한다면 해당국가마다 데이터베이스를 구축하고 전문 인력을 양성해야 하는데 이에 상당한 비용이 소요될 것이다. 이러한 문제로 인해 일본을 제외한 아시아 국가들의 경우에는 국제신용평가기관이 직접 시장에 진입하지 않고 역내 신용평가기관과의 협력을 모색하고 있는 것이 현실이다.

이와 함께 국제신용평가기관에 대한 아시아 국가들의 불만 또한, 이들 기관을 이용하는데 현실적인 장애가 되고 있다. 국제신용평가기관들의 공정성에 대해 의문을 제기하고 있는 것은 아시아 국가들만이 아니다. 2003년, S&P는 독일의 유명 기업의 신용등급을 낮춘 바 있다. 독일은 이런 결정에 반박하여 독일 자체적으로 국내신용평가기관을 설립할 것을 고려하기 시작했다.¹⁵⁾ Ferri와 Lui(1999) 역시 개발도상국의 기업들이 선진국들의 기업보다 좀더 보수적으로 평가되어 왔다는 실증분석 결과를 제시하였다. 국제신용평가기관들이 각 나라의 특수한 경제 상황을 인식하지 못하고 있으며, 신용평가 방법 역시 black boxes로서 공개되지 않고 있다는 점에서 각국의 비판이 커지고 있는 상황이다.

아시아 역내 공통의 신용평가 시스템을 마련하는 데 있어 국제신용평가기관을 활용하지 않는다면, 그 대안으로 각국 정부 또는 신용평가기관들이 합작하여 역내

15) 2003년 2월, S&P가 독일의 주요 3개 기업(Thyssen Krupp, Linde and Wolfgang Gerke)에 대한 신용등급을 하향 조정했을 때, 유럽은 공정성에 대해 의문을 제기하기 시작하였다. 2003년 8월에도 독일의 재보험회사인 Munich Re의 신용등급이 AA-에서 A+로 하향 조정되자, 독일은 국제신용평가기관의 신용등급 조정에 의문을 제기하였고, 독일 내 자체적인 신용평가기관을 새로 설립하자는 논의를 일으킨 바 있다. Gerke(2003)에서는 국제신용평가기관이 독일의 연금적립 방식을 제대로 이해하지 못해 신용등급 평가에 오류가 있다고 주장하였다.

신용평가기관을 새로 설립하는 방안을 생각해 볼 수 있다. 역내 신용평가기관들을 각국의 정부 지원 하에 설립한다면 수익성 면에서도 전망이 밝다고 볼 수 있다. 예를 들어, 신용 위험을 반영해 최소 자기자본비율을 계산하도록 신 Basel 협약이 채택되고, 각국의 금융감독기관들이 국내 금융기관들로 하여금 새로 만들어진 역내 신용평가기관을 해외채권에 관한 한 신용평가기관으로 지정할 것을 권장한다면, 새로 설립될 신용평가기관은 처음부터 영업력을 확보한 셈이 된다.

하지만 각국 정부의 지원 하에 새로운 역내 신용평가기관을 설립하는 데에는 심각한 문제점이 존재한다. 국제신용평가기관의 경우와 마찬가지로, 새로이 수립될 역내 신용평가기관도 대상국마다 개별적인 데이터베이스 및 전문인력을 구축을 위해 높은 비용을 지불해야 한다. 더욱이 역내 신용평가기관이 국제신용평가기관과 경쟁하기 위해서는 공정성과 정확성에 관해 명성을 쌓아야만 한다. 하지만 정부의 지원을 받는 기관은 시장에서 공정하다는 인식을 받을 수 있을지 의문이며, 경쟁에 노출되지 않은 상태에서 그 운용이 효율적일 것으로 기대할 수 없을 것이다. 또한 역내 기관이 정부의 지원으로 설립될 경우, 각국 민간신용평가기관을 구축할 위험이 크다.

앞 장에서 역내 예탁결제기구를 새로이 설립하지는 주장은 시장실패를 보완하지는 주장이었기에 합리화될 수 있었다. 즉, 예탁결제 거래량을 집중하고 제3시간대 문제를 해결함으로써 역내 예탁결제기구의 설립은 시장실패 문제를 완화할 수 있다. 그러나 신용평가 시스템의 논의는 이와 다르다. 비록 아시아 역내 채권거래를 활성화하고 낮은 신용등급에 집중되어 있는 아시아 채권을 효과적으로 구분하기 위해 아시아 공통의 새로운 신용평가 시스템이 필요한 것은 사실이다. 하지만 이를 위해 역내 신용평가기관을 새로이 설립해야 하는가는 또 다른 문제이다. 새로운 역내 기관을 설립하는 방안의 폐해를 고려해 볼 때, 공통의 평가 시스템은 기존의 각국 민간신용평가기관과 국제신용평가기관들의 상호 협조를 통해 구축되는 것이 바람직할 것이다. 각국 정부의 역할은 이러한 협조가 원활히 이루어질 수 있도록 도와주는 선에서 그쳐야 한다. 실제로 이미 ACRAA는 아시아 채권시장의 발전을 염두에 두고 아시아 역내 신용평가 시스템의 표준화 작업에 이미 착수하였다.

3. 아시아 역내 신용평가 시스템의 표준화

아시아 국가들의 채권시장은 발전 단계나 규모 면에서 상이하므로 신용등급 체제 역시 국가별로 발전 단계가 크게 다르다. 따라서 각국의 신용평가기관들 간의 상호 협조를 통해 공통의 신용평가 기준을 채택하는 것은 쉬운 일이 아닐 것이다. 이러한 어려움에도 불구하고, 최근 ACRAA는 상호 협조를 위한 방안을 모색하고 있다. 일단 상호 교육 프로그램 및 평가 기준에 관한 교류를 통해 회원 기관의 전문성을 함양하고 선진규범제정위원회(best-practice committee)를 세워 신용등급에 대한 공통 기준을 결정하기로 하였다. 회원 기관들 사이에 신용평가 방법론을 공유하고 평가 개념을 표준화하기 위한 노력이다.

ACRAA가 추진하고 있는 아시아 역내 신용평가 시스템 표준화 작업은 몇 단계에 걸쳐 진행된다. 최초 단계는 기초적인 평가 개념을 공유하고 상호 교육을 제공하는 것이다. 상호 교육을 통해 회원 기관은 신용 등급의 정의, 부도의 개념 등을 공유하게 된다. 그 공통의 평가 체계를 위한 통합위원회(joint committee)를 설립할 예정이다.

아시아 역내에 공통의 신용평가 체제가 실질적으로 구축되기 위해서는 상당한 시간이 필요할 것이다. 그 기간 동안, 아시아 채권시장을 발전시키기 위해서 국내의 신용평가기관들의 협력이 반드시 필요하다. 예컨대, 인도네시아의 채권을 결합(pooling)한 후 한국에서 원화 표기 CDO로 발행하려면, 역내 신용평가 시스템이 구축되기 이전이라도 한국과 인도네시아 신용평가기관이 서로의 신용등급에 대해 신뢰하고 비교할 수 있는 시스템이 구축되어야만 한다. 즉, 두 나라 사이에서만이라도 신용등급 간 일정한 정도의 표준화가 필요하다는 것이다. 이러한 과정에서 양국의 신용평가기관들 사이에 협력 관계가 증진된다면 궁극적으로 아시아 전체의 공통된 신용등급 체제 수립에 큰 도움이 될 것이다.

IV. 결론

본고는 아시아 채권시장 활성화를 위한 역내 예탁결제기구 및 신용평가기관 구

축에 대한 방안을 논의하여 보았다. 본고는 아시아 역내 예탁결제기구로서, 각국의 중앙은행과 NCSD를 연결하여 AsiaSettle이라 불리는 역내 ICSD를 설립할 것을 주장하였다. 초기 단계에 있어, AsiaSettle은 아시아 국가들의 자국 통화 표기 국제화에 대한 청산 및 결제 시스템으로 역할을 담당할 수 있다. 초기 국면에서 AsiaSettle의 역할을 국제의 예탁결제로 초점을 맞추는 것이 매우 중요한 시사점을 갖는다. 아시아 채권의 신용등급이 낮은 현실을 고려할 때 회사채 시장을 통한 역내 채권시장 활성화에는 많은 시간이 필요할 것이므로 우선 국제를 통해 아시아 채권시장 육성의 촉매 역할을 하자는 의도이다. 또한 AsiaSettle이 국제의 예탁결제를 위해 중앙청산기구로서 기능하고 전자장내거래 시스템을 구축한다면 역내 채권시장 발전에도 크게 기여할 수 있을 것이다. 아울러 AsiaSettle의 바람직한 지배 구조로는 각국의 NCSD와 중앙 은행이 투자한 국제기구(multilateral agency)가 바람직함은 본문에서 주장한 바와 같다.

또한 본고는 아시아 채권시장의 발전을 위해서 역내 표준화된 신용평가 시스템이 존재해야 함을 주장하였다. 하지만 청산 및 결제 시스템과는 달리, 역내 신용평가기관을 각국 정부 주도 하에 구축하는 것은 바람직해 보이지 않는다. 왜냐하면 각국별로 데이터베이스 및 전문 인력을 갖추는데 막대한 비용이 필요할 뿐 아니라 정부의 지원을 통해 설립된 기관이 시장에서 공정성에 관해 인정을 받기 어려울 것이기 때문이다. 따라서 본고는 표준화된 신용평가 시스템이 각국의 민간 신용평가기관 및 국제신용평가기관의 협력을 통해 구축되어야 함을 강조하고 있다. 아시아 신용평가기관 협의체인 ACRAA가 이미 이 방향으로 표준화를 진행 중이다.

아시아 역내에 전문화된 기구를 설립하자는 주장은, 신용평가기관이든 예탁결제기관이든 간에 아시아 외부의 시각으로 보면 시장보호 행위라는 오해를 받기 쉽다. 하지만 역내 인프라 구축에 대한 논의는 아시아 시장을 폐쇄적으로 운용하기 위한 수단으로 추진되고 있는 것이 아니다. 이러한 기구의 구축 과정에서 아시아의 채권시장을 더욱 개방하고 각종 규제를 완화시킬 수 있는 촉매로서 인식되어야 할 것이다. 아시아 채권시장 발전을 위해 가장 바람직한 방법은 아시아 국가들이 국내 채권시장을 개방하여 발행자와 투자자들이 그들이 원하는 국가에서 거래를 하도록 만드는 것임에는 의문이 있을 수 없다. 하지만 동아시아 국가들의 채

권시장은 발전 국면과 개방 정도에 있어 상이한 양상을 보이고 있다. 또한 대부분의 아시아 국가들은 채권시장 발전에 필요한 예탁결제 시스템, 신용평가 시스템, 가격평가 시스템 등 인프라가 잘 발달되지 못한 것이 일반적이다. 그러므로 아시아 채권시장을 발전시켜야 한다는 정치적인 압박이 존재하지 않는 이상, 이들 국가들이 가까운 시일 내에 자국의 채권시장을 개방하고 인프라 구축에 노력할 것을 기대하기 어려운 상황이다.

이러한 현실적인 제약으로 인해 1990년대에 이미 아시아 채권시장 육성에 대한 논의가 있었음에도 불구하고 별다른 성과를 내지 못한 바 있다. 1990년 초 Dragon Bond Initiatives가 좋은 예로 현재 논의와 유사한 아시아 채권시장의 육성 방안이 홍콩을 중심으로 주장되었지만 회의만 무성했을 뿐 가시적인 성과를 갖지 못했다. 원칙에는 찬성하였지만 아시아 각국의 이해 상충 문제를 해결하지 못했기 때문에 합의를 이끌어내는 데 실패하였다. 우선 아시아 국가들은 외국 자본의 투기적 공격에 대한 취약성을 이유로 자국의 자본시장을 자유화하고 개방하기를 꺼렸다. 또한 아시아 채권시장의 성장 잠재력에 대한 회의론이 존재하였다. 회의론자들은 유로 채권시장과 같이 효율적인 국제 채권시장이 이미 구축되어 있는 상황에서 아시아 채권시장을 별도로 구축할 필요가 있는지에 대해서도 회의를 갖고 있었다.

하지만 최근 아시아 채권시장 육성의 논의는 과거와는 크게 다른 듯하다. 외환 위기를 거치는 동안 최소한 정부 차원에서는 아시아 채권시장 육성의 중요성에 대해 공통의 인식을 갖게 되었다. 서론에서 설명한 바와 같이 금융위기의 재발을 방지하고 아시아의 자본을 역내에서 환류하기 위해서는 역내 채권시장이 발전되어야 한다는 공감대가 형성된 것이다. 따라서 정부의 확고한 의지가 있다는 점에서 최근의 논의는 과거와는 달리 아시아 채권시장을 개방하고 각종 규제를 완화하는데 좋은 기회가 될 수 있을 것이다

- Asian Development Bank, "Government Bond Market Development in Asia", March 2000.
- Bank for International Settlements, "Cross-border Securities Settlements", March 1995.
- _____, "A New Capital Adequacy Framework", June 1999.
- Batten, Jonathan and Thomas A. Fetherston, *Asia-Pacific Fixed Income Markets*, John Wiley & Sons(Asia) Pte Ltd., 2002.
- DTCC, "Cooperation and Consolidation", *Central Counterparties: Development*, October 2000.
- Euroclear, "The Hub and Spokes Clearance and Settlement *Model*", May 1999.
- _____, "Quick Cash Card", June 2002a.
- _____, "Banking on Excellence", September 2002b.
- _____, "Quick Guide to the Euroclear System", February 2003.
- Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks, *Payment Systems in EMEAP Economies*, July 2002.
- Ferri, Giovanni and Li-Gang Liu, "How Do Global Credit Rating Agencies Rate Firms from Developing Countries?", mimeograph, the ADB Institute and University of Bari.
- Financial Times, *Credit Ratings in Emerging Markets*, (Every Year).
- Gerke, Wolfgang and Bernhard Pellens, "Pension Provisions, Pension Funds and the Ratings of Companies-A Critical Analysis", ThyssenKrupp AG, 2003.
- Hong Kong Monetary Authority, "Financial Technology Infrastructure for Hong Kong", December 1997a.
- _____, "Hong Kong Monetary Authority Annual Report 1997", 1997b.
- _____, "HKMA Introduces Securities Lending Programme and Linkage with the Securities Depositories in Australia", October 1997c.

_____, “Bilateral Linkage between the Central Securities Depositories in Hong Kong and New Zealand”, *Press Release*, April 1998.

_____, “Hong Kong and South Korea signed agreements for a reciprocal bilateral linkage between HKMA and KSD”, *Press Release*, September 1999.

_____, “HKMA and China Government Securities Depository Trust & Clearing Agree to Establish Central Securities Depository Link”, *Press Release*, January 2002.

International Securities Services Association, *HandBook*, 2001.

_____, “Compliance to the ISSA Recommendations 2000”, April 2002.

Ito, Takatoshi, “Promoting Asian Currency Basket(ABC) Bonds”, material presented at the Voluntary Working Group Meeting of the Asian Bond Market Initiative, Tokyo, June 2003.

Kaminsky, Graciela, Sergio Schmukler, “Rating Agencies and Financial Markets” in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, Carmen Reinhart(eds), *Rating, Rating Agencies and the Global Financial System*, 2002.

Korea Securities Depository, “KSD Brochure”, January 2003.

Lee, Kyeong-Hyeong and Sun-Ho Kwak, “European Capital Market and Settlement System”, Korea Institute of Finance, May 2003.

Oh, Gyutaeg, Daekeun Park, Jae-Ha Park and Doo Yong Yang, “How to Mobilize the Asian Savings within the Region: Securitization and Credit Enhancement for the Development of East Asia’s Bond Market”, KIEP Working Paper 03-02. 2003.

Oh, Gyutaeg, Daekeun Park, Jae-Ha Park and Changyong Rhee, “Building a Settlement Infrastrucutre for the Asian Bond Markets: AsiaSettle”, paper presented at “Workshop on East Asia’s Strategy for Regional and Global Financial Cooperation”(hosted by Asia Pacific School of Economics and Government, Australian National University and Northeast Asian Institute of Business and Economic Research, Korea University), on October 2003.

Oh, Gyutaeg and Jae-Ha Park, “Fostering an Asian Bond Market using Securitization

- and Credit Guarantee”, paper presented at the ASEAN+3 Informal Session of Finance Ministers and Central Bank Deputies on “Fostering Asian Bond Markets”, 2003.
- Olam, Chaipravat, Bhasu B. Supapol and Kanit Sangsubhan, “Regional Self-Help and Support Mechanisms: Beyond the CMI”, paper submitted to *the ASEAN Secretariat*, 2003.
- Park, Yeong-Suk and Jeong-Hoon Hong, “An Establishment Proposition for Cross-Border Settlement System which is Suitable to the Globalization or Unification of Securities Markets”, *Korean Securities Association*, 2001.
- Park, Yung-Chul and Daekeun Park, “Creating Regional Bond Markets in East Asia: Rationale and Strategy”, paper presented at *Second Finance Forum of Pacific Economic Cooperation Council*, Hua Hin, Thailand on July 7-10, 2003.
- Partnoy, Frank, “The Siskel and Ebert of Financial Markets? Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies”, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, No. 3, 1999.
- _____, “The Paradox of Credit Ratings”, in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, Carmen Reinhart(eds), *Rating, Rating Agencies and the Global Financial System*, 2002.
- Reinhart, Carmen M., “Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crisis” in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, Carmen Reinhart(eds), *Rating, Rating Agencies and the Global Financial System*, 2002.
- Reisen, Helmut, “Ratings Since the Asian Crisis” OECD Development Center, April 2002.
- Scott, Hal S., 2000, “Internationalization of Primary Public Securities Markets”, *Law and Contemporary Problems*, Vol. 63, No. 3, 2000, pp.71-104.
- Sylla, Richard, “An Historical Primer on the Business of Credit Rating” in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, Carmen Reinhart (eds), *Rating, Rating Agencies and the Global Financial System*, 2002.

The Giovannini Group, “Cross-Border Clearing and Settlement Arrangement in the European Union”, November 2001.

White, Lawrence J., “The Credit Rating Industry : An Industrial Organization Analysis”, in Richard M. Levich, Giovanni Majnoni, Carmen Reinhart(eds), *Rating, Rating Agencies, and the Global Financial System*, 2002.

中島眞志·宿輪純一, “All Things about Securities Settlement System”, 2002.

Building Infrastructures for the Asian Bond Markets: Settlement and Credit Rating

Abstract

This paper discusses the issues of building infrastructures for Asian bond markets, such as establishing regional security settlement system and credit rating agencies. As for a clearing and settlement institution for the Asian bond market, we propose to establish a regional ICSD dubbed as AsiaSettle by linking the central banks and NCSDs(National CSDs) of each country. At the initial stage, AsiaSettle would perform as the clearing and settlement system for local currency-denominated government bonds of Asian countries. The focus in the early stages on government bonds is extremely important; i.e., because the supply of high-quality bonds in the private sector is low, high-quality government bonds would be an indispensable catalyst for the development of the Asian bond market. We also discuss the necessity for AsiaSettle to also function as the Central Counter Party(CCP) for the exchange of government bonds, and to possess Electronic Communication Networks(ECN) platform capabilities.

As for a regional credit rating system, there is a great need for a common credit rating system amongst the Asian countries to develop the Asian bond market. However, unlike the clearing and settlement system, it is not recommended that the regional credit rating agency be established through government supports. This is due to the high costs of building a centralized agency that is equipped with extensive database and local human resources to handle the credit rating of local bonds. Moreover, it is questionable whether an agency established through government supports can compete with private agencies on the grounds of retaining a reputation of impartiality. Therefore, this paper emphasizes the importance of harmonization where local credit rating agencies and global credit rating agencies coordinate in

building a common credit rating system.

Key words: International Central Security Settlement and Depository, Credit Rating Agency, Asian Bond Market, AsiaSettle

JEL classification: G15, G20