

일본 증권결제시스템 개혁의 현황과 과제

간사쿠 히로유키(神作裕之)*

번역: 박준원·김홍진

(증권예탁원 조사개발부)

【차 례】

I. 머리말

II. 개혁의 필요성—기존 시스템의 문제점

1. 증권결제시스템의 난립
2. 완전 무권화의 미실현·민사법규의 불명확성
3. T(Trading Day)+3

III. 증권결제시스템 개혁의 경위와 현황

IV. 사채·국채 등의 대체제도

1. 총 설
2. 민사법규
3. Safety Net—가입자보호신탁
4. 보관대체법의 개정

V. 청산인수업 및 청산기관

VI. 결론을 대신하여—향후의 과제들

I. 머 리 말

증권결제시스템은 증권거래 및 증권시장의 기반을 지탱하는 중요한 인프라스트럭처이다. 따라서 전세계적으로 효율적이고 안전한 증권결제시스템의 구축을 위한 노력이 이루어지고 있다. 이러한 현상의 직접적인 원인으로, 1989년의 G-30권고 및 1995년의 ISSA 수정권고 이후 증권결제시스템에 관한 국제기준이 서서히 형성되어 왔다는 사실을 지적할 수 있다. 그간 1990년에는 G-10이 Lamfalussy 기준을, 그리고 2000년에는 국제결제은행(BIS)의 결제시스템위원회(CPSS)가 「시스템적 영향이 큰 대금결제시스템에 관한 핵심 원칙」(Core Principles for Systemically Important Payment System)을 공표하여 결제리스크, 그 중에서 시스템 리스크의 중요성이 부각되었다. 나아가 증권결제시스템에 관해서 2001년에 국제결제은행의 결제시스템위원회와 국제증권감독자기구(IOSCO)가 공동으로 「증권결제시스템을 위한 권고」(Recommendations for Securities Settlement Systems)를 발표했다.

증권결제시스템 개혁의 보다 본질적인 원동력으로 다음 2가지를 지적할 수 있다. 첫째, 증권투자가 세계적 수준에서 이루어지게 되었다는 사실이다. 둘째, 효율성과 안정성만으로 증권결제시스템의 우열이 결정되기 때문에 증권결제시스템간 국제경쟁이 격화되었다는 사실이다. 특히 유럽에서는 Euronext나 Clearstream의 설립 등 국가의 틀을 넘어선 시스템간의 통합이 진전되고 있다. 다른 한편, 증권결제시스템 개혁에 따라 투자자의 권리가 실질적으로 축소된다는지, 특히 거래의 당사자가 아닌 투자자의 안전이 위협을 받아서는 안 된다.

증권결제의 효율성 및 안전성을 제고함에 있어서 중요한 법적 과제는 결제리스크를 축소시

켜 효율적인 증권결제시스템을 구축하고 운영할 수 있도록 하는 법적 환경의 정비이다. 그와 더불어 당해 시스템을 운영함에 따라 손실이 발생했을 경우의 합리적이고 공정한 보전을 위한 룰을 정하는 것이다. 다양한 결제리스크가 존재하지만, 가장 커다란 리스크는 대금을 지급하고 아직 증권을 교부받지 않은 동안에 중개업자가 도산하는 등의 이유에 의해 원본의 전부가 손실되는 리스크이다. 이 원본리스크를 피하기 위해서는 증권과 대금을 동시에 결제할 필요가 있다. 이를 以下에서는 DVP(Delivery versus Payment)라고 한다. DVP의 실현을 위해서 증권의 매도인은 인도시점까지 증권을 준비하고, 증권의 매수인은 매입대금을 준비해야 한다. 더욱이 결제기간이 짧으면 짧을수록 결제리스크도 작아진다. 결제주기는 STP(Straight Through Processing)의 실현, 즉 증권거래의 전 과정을 표준화된 포맷을 이용하여 전자적으로 수행함으로써 비약적으로 단축된다.

증권결제시스템의 효율성·안정성을 제고하기 위해서는 DVP를 실현해 증권결제와 대금결제를 연결할 필요가 있다. 더욱이 기능적으로 보더라도 증권결제는 대금결제와 접근하고 있다. 부연 설명을 하자면 첫째, 원래 증권결제는 일반적으로 대금결제에 의해 최종성(finality)을 갖기 때문에 양자를 분리해 고찰하는 것은 부적당하다. 더군다나 결제의 최종성이라 함은 결제가 취소 불가능하고 무조건적으로 이행되는 것을 말한다. DVP를 실현하기 위해서는 증권수도시스템과 대금결제시스템을 연동시킬 필요가 있다. 더욱이 금융계에서는 일정요건을 충족시키는 증권을 담보로 납입함으로써 유동성을 확보하는 예가 적지 않다. 일본에서는 국채가 유동성 확보를 위한 담보물로 활발하게 이용되고 있다. 이와 같이 증권과 대금결제는 밀접하게 연관되어 있다. 둘째, 유동성이라는 관점에서 볼 때, 증권과 대금의 차이가 상대화되고 있다는 사실을 간과할 수 없다. 즉 파생상품거래, 증권대차거래, Repo거래의 발전 등에 따라 증권의 유동성이 현저하게 높아지고 있으며, 증권거래가 유동성 확보를 위한 수단으로서 이루어지게 되었다. 더욱이 일본에서는 투자신탁 등의 금융자산을 결제수단으로 하는 시도가 시작되고 있다. 이는 증권결제시스템이 그 기능을 충분히 발휘하지 못하면 대금결제시스템을 포함한 결제시스템 전체에 영향을 미칠 우려가 있다는 것을 의미한다. 셋째, 증권결제제도의 전자화가 진전되고 있지만 그 기술적 기반은 대금결제의 구조인 전자자금이체(EFT)와 공통되는 점이 적지 않기 때문에 법률문제도 공통적으로 논할 수 있는 부분이 적지 않다.

다음은 최근 수년간 일본의 증권결제시스템 개혁의 동향과 과제에 관하여, 먼저 지금까지 일본 증권결제시스템의 개요와 그 문제점을 지적하고, 그것을 해결하기 위해 어떠한 경위로 개혁이 이루어지고, 현재 시점에서 어디까지 달성되었는지에 관해 설명하고자 한다. 2000년의 증권결제시스템 개혁법에 의해 국채·사채 등에 대해서는 완전 무권화가 실현됨과 동시에 다층구조를 채택한 대체결제시스템이 구축되었다. 일본은 법제상 국채·사채 등에 관해 상당히 대담하고 선진적인 개혁을 실현했다고 할 수 있다. 이러한 파격적인 증권결제시스템 개혁에 수반하여 새롭게 발생한 해석론상의 법률문제에 관해서도 지적하고자 한다. 증권결제를 효율적으로 수행하기 위해 청산기관의 역할 및 권한을 명확히 하였기 때문에 이에 관해 설명하고자 한다. 마지막으로 향후의 검토과제 및 현재 헤이그 국제사법회의에서 논의되고 있는 증권결제의 준거법에 관한 조약 기안 현황과 일본의 입장에 관해 언급하면서 결론에 대신하고자 한다.

II. 개혁의 필요성 — 기존 시스템의 문제점

1. 증권결제시스템의 난립

일본의 증권결제시스템의 특징으로는 증권의 종류마다, 즉 투자대상이 국채, 사채, 주식 등

어는 것이냐에 따라 상이한 증권결제시스템을 통해 대체결제되며, 더욱이 각각의 시스템이 상당히 상이한 법규에 근거해 운용되어 왔다는 점을 지적할 수 있다.

(1) 국 채

국채에 관해서는 일본은행을 증권집중보관기관(CSD)으로 하는 'BOJ-Net 國債係'라는 시스템이 존재한다. 국채보관대체를 세분하면 2개의 방식으로 나뉜다. 현물을 발행한 후에 예탁받아 증권을 부동화해서 장부상 대체로써 권리를 이전하는 대체결제방식과, 완전하게 무권화해서 등록부상 등록과 대체로써 거래하는 등록방식이다. 국채는 2001년 1월부터 건별로 증권수도와 대금결제는 '실시간총량결제(RTGS)'가 실시됨에 따라 DVP가 실현되었다. 실시간총량결제라 함은 거래 건별로 즉시 결제하고 그것에 최종성을 부여하는 것이다. 1건마다 최종성이 있는 결제를 하기 때문에 지급불능이 발생하더라도 결제리스크는 당사자간으로 한정되어, 그 영향이 다른 시장참가자에게 직접 과급되는 일은 없다. 실시간총량결제는 결제리스크를 극도로 축소하는 결제방법이라 할 수 있다. 한편, 실시간총량결제는 지급대금을 총량으로 준비하여야 하기 때문에 유동성 확보 때문에 자금효율이 악화된다는 단점이 있다.

(2) 사 채

사채에 관해서는 「사채등등록법」에 근거한 사채등록기관이 전국에 164개가 존재해 무권화된 사채를 등록하고 있다. 「사채등등록법」은 사채를 발행하는 대신 사채등록기관에 등록하는 것으로 완전 무권화를 실현하는 것이지만(사채등등록법 제4조 제1항), 등록부상의 기재가 회사 또는 제3자에 대항요건이 되고 있다는 것 뿐으로(사채등등록법 제5조 제1항), 등록사채 양도의 효력요건에 관해서 「사채등등록법」은 규율하고 있지 않다. 통설은 등록채 양도의 효력요건은 일반적인 지명채권과 같으며, 따라서 의사표시만으로 양도할 수 있다고 해석하고 있다(민법 제466조 이하 참조). 그렇다고 한다면 등록채의 이중양도가 이루어질 가능성이 있어 법적으로는 불안정한 상황에 있다고 할 수 있다.

현재 일본 사채의 거래 및 결제는 구 日本興業銀行계의 주식회사 사채결제네트워크(JB넷)를 중계해 이루어지며, 여기에는 39사가 참가하고 있다. 즉 모든 사채등록기관을 접속하는 온라인 네트워크가 구축되어 있지 않기 때문에, 온라인에 의한 이전등록 청구와 서면에 의한 이전등록 청구가 혼재하고 있어 사무처리의 효율성이 저해되고 있다. 1998년부터는 JB넷와 BOJ-Net의 접속으로 DVP가 실현되었으나, JB넷상의 이전등록 청구가 차지하는 DVP 거래의 비율은 2001년도에 36%에 불과한 상태이다. 더욱이 현물채와의 연속성을 유지할 의도하에 등록사채에 기번호를 부여하는 데 따른 기번호 관리가 문제시되었다. 기번호는 등록채이더라도 현물이 존재하는 경우와 마찬가지로 개별성을 갖는 것으로써 취급할 수 있게 하기 위해 부여되는 것으로, 이로써 제권판결제도를 이용하는 것이 가능하다고 해석되어 왔다. 그러나 문제는 기번호 관리에 사무처리 비용 및 시간이 소요된다는 것이다. 또한 「사채등등록법」이 단층구조만을 허용하고 있기 때문에 사채권자로부터 사채를 예탁받은 자가 상위의 등록기관에 등록하는 이른바 수탁자명의 등록을 할 수 없어 사채권자는 등록기관에 직접 등록하는 방법밖에는 없기 때문에 시스템 구축을 위한 비용이 높아진다고 지적되고 있다.

(3) 주 권 등

주권 등에 관해서는 1984년에 제정된 「주권등의보관및대체에관한법률(이하 「보관대체법」이라 한다)」에 근거해 보관대체기관을 CSD로 하는 보관대체제도가 실시중이다. 「보관대체법」 제정 전부터 실무적으로는 증권회사가 고객의 보유증권을 보호예수받아 장부상 대체로 증권거래를 해왔지만, 권리행사를 위해 주권을 제시할 필요가 있기 때문에 결국 기

말에는 투자자에게 주권을 반환해야 했다. 이와 같은 번거로움을 없애고 증권을 부동화하여 안정적·효율적인 주권 등의 보관대체제도를 구축하기 위해 「보관대체법」이 제정된 것이다. 참가자는 고객의 동의를 얻어 주권 등을 보관대체기구에 예탁하고(보관대체법 제14조 제1항), 고객은 공유지분구성이 채택되어 있으므로 예탁된 주권 등에 대해 공유지분을 갖는다(보관대체법 제24조). 이는 「보관대체법」을 제정할 때 공유지분구성을 채택하고 있는 독일의 「예탁법」(Depotgesetz)을 본보기로 삼았다는 연혁에 유래한다. 참가자의 권리행사는 최초 참가자가 보관대체기관에 권리행사를 신고하고 이를 보관대체회사가 발행회사에 통보하고 그에 근거하여 발행회사가 작성한 실질주주명부에 근거하여 이루어진다(보관대체법 제31조 제1항). 즉 예탁자인 주주가 권한을 행사하는 이른바 직접방식이 채택된 것이다. 무엇보다도 주주명부의 기재 또는 기록에 관한 권리 및 주권에 관한 권리에 대해서는 보관대체기관이 실질주주를 대신해 권리행사하는 것으로 되어 있다(보관대체법 제29조 제3항). 장부상 기재에 근거해 그 계좌의 주식수에 상응한 주권의 점유자로 간주되고, 대체기재는 당해 수량만큼 주권을 교부받은 것으로 간주된다(보관대체법 제27조). 장부상 기재에 대해서는 권리추정적 효력이 부여된다(보관대체법 제24조). 따라서 주권보관대체제도하에서도 선의취득이 인정된다고 해석되고 있다. 「보관대체법」의 문제점으로는 첫째, 예탁되는 유가증권의 범위가 한정적이라는 점, 둘째, 장부상 기재에 주권의 교부와 동일한 효과를 부여하고 있다는 점은 유가증권 법리와 연속성이라는 관점에서는 뛰어나지만, 장부상 기재를 본질로 하는 무권화 시대에 적합한 법제·법리의 발전을 저해하고 있다는 이론적인 비판이 있다.

DVP와 관련해서는 도쿄증권거래소 및 오사카증권거래소에서 발생한 거래에 대해서는 거래소가 CCP가 됨으로써 양당사자간 차감으로 치환시켜 결제대금을 축소시켜 DVP를 실현하고 있다. 다만, 일본의 주권예탁비율은 주요국과 비교하면 낮은 수준으로, 2002년 1월말 현재 발행완료 주식총수의 49.7%에 불과하다.

(4) 문제점

증권의 종류별로 결제시스템이 분리되어 있다는 점과 관련하여 다음과 같은 문제점이 지적되고 있다. 첫째, 이용자는 매입하는 유가증권의 종류별로 다른 시스템에 참가하는 방법밖에 없어 비용증가의 원인이 된다. 예컨대, 담보를 납입해야 하는 경우에 담보의 공용화가 불가능하기 때문에 한곳에 통합하여 담보를 납입하는 경우보다 많은 액수의 담보를 납입해야 한다는 문제점이 있다. 둘째, 새로운 종류의 유가증권이 생겼을 때 어떤 시스템에서 신규 유가증권을 취급할 것인지 신속하고도 유연하게 대처할 수 없다. 셋째, 사회적인 관점에서 통일된 결제시스템이 없기 때문에 불필요한 중복투자가 이루어질 가능성이 있다.

2. 완전 무권화의 미실현·민사법규의 불명확성

현재의 증권결제시스템 개혁의 움직임은 유가증권의 역사 전체를 통틀어서 생각하면 결코 새삼스러운 것이 아니다. 이미 주요국에서는 종이부족 또는 유가증권의 발행·유통량의 증대에 따라 업무처리비용이 증가하여 페이퍼 크라이시스와 같은 사태가 발생했다. 따라서 현물 유가증권의 유통없이 증권을 부동화 또는 대권화해서 장부상 대체를 통해 증권을 거래하는 것이 이미 세계 각국에서 이루어져 왔다. 다른 국가들보다 한발 앞서 이러한 개혁을 실현한 국가는 독일이었다. 즉 독일에서는 제2차 세계대전으로 물자가 부족해짐에 따라 현물의 유통없이 증권을 거래할 수 있는 방안으로 장부상 대체가 실무선에서 계약에 근거하여 이루어졌다. 그후 이를 정비하여 법제화하기 위해 1937년에 「예탁법」이 제정되었다. 「예탁법」은 대체성이 있는 증권을 폭넓게 예탁대상으로 하고, 그것을 유가증권혼장은행에 혼장예탁

한 후에 혼장증권이라는 1매 내지 수매의 유가증권에 표창함으로써 증권을 CSD에 부동화하는 한편, 투자자는 그에 대해 공유지분을 갖게 하고, 공유지분권의 양도로 증권을 거래하는 구조를 제공했다.

일본의 증권결제시스템은 증권의 종류별로 난립하여 서로 다른 법규의 적용을 받고 있다는 점에 관해서는 이미 1.에서 서술한 바와 같지만, 여러 법규 중 가장 잘 정비된 법규제에 근거한 주권보관대체제도도 주권을 완전히 무권화한 것은 아니고, 독일에서와 마찬가지로 주권보관대체기구에 주권을 예탁하고 그에 대해 참가자가 공유지분을 갖는 구성을 채택하고 있다. 다만 일본의 주권보관대체법은 독일법과 마찬가지로 공유권구성을 채택하면서도 대체기재에 증권교부와 동일한 효력을 인정함으로써 법률적으로는 전적으로 유가증권 법리에 준거하는 법률이었다. 그 결과 일본과 독일에서는 대체결제되는 증권거래의 법효과에 차이가 발생하고 있다. 그 구체적인 사례를 든다면 CSD에 혼장예탁된 증권에 대해 선의취득이 가능한가에 관해 독일의 다수설은 선의취득을 부정하고 있는 데 반해, 일본에서는 선의취득이 성립한다는 데에 이론이 없다는 점을 들 수 있다. 무엇보다도 일본의 법제는 기존의 법제, 그 중에서도 전통적인 유가증권 법리와 연속성이라는 의미에서는 문제가 적으나, 전자적 방법에 의한 장부화라는 현실로부터 괴리되어 있다는 점을 부정할 수 없으며, 그런 의미에서 현실에 부합하는 유가증권법리를 대체할 수 있는 민사법규의 확립이 현안과제이다.

3. T(Trading Day)+3

일본의 주식거래에 있어서 양수인이 주권을 교부받아 주주가 되는 것은 매매체결일로부터 4일째 되는 날(T+3)이다. 금융심의회는 T+1의 실현을 목표로 하고 있다. 결제리스크를 축소하기 위해서는 증권거래에 필요한 주기를 가능한 한 단축시키는 것이 바람직하다. 왜냐하면 결제리스크의 크기는 결제주기와 결제금액의 누적으로 나타나며, 결제주기가 장기화되면 될수록 결제리스크도 증가하는 관계에 있기 때문이다. 주식거래의 신속성이라는 관점에서 일본은 한국보다도 뒤쳐져 있는데, 그 중요한 이유는 증권거래의 매매체결에서부터 결제까지 일련의 업무처리가 표준화된 메시지 포맷에 근거해 이루어지고 있지 않다는 점이다. 즉 효율적이고 신속한 증권거래를 실현하기 위해서는 단순히 거래의 대상인 유가증권을 무권화하는 것뿐 아니라 거래의 프로세스 전체를 전자화할 필요가 있다. 즉, STP의 실현이다. 이런 프로세스 사이에 「실물」이 존재한다면 거래 전체의 효율성은 크게 손상될 것이다.

III. 증권결제시스템 개혁의 경위와 현황

“2”에서 서술한 문제점을 지적하고 그에 대한 해결방법을 제시하고 증권결제시스템 개혁을 위한 지침을 제시한 것이 금융심의회 제1부회의 「21세기를 향한 증권결제시스템 개혁에 관하여」(2000년 6월)였다. 동 보고서는 ① 통일적인 증권결제 법제의 정비, ② STP화, ③ DVP의 실현, ④ 역외거래에 대한 결제의 원활화를 개혁의 목표로 하고 구체적인 방법을 제안했다. 한편, CP에 대해서는 다른 증권과 분리해서 한발 앞서 완전 무권화와 효율적인 결제시스템의 확립을 위한 입법작업이 이루어졌다. 즉 당시의 대장성과 법무성이 설치한 「CP 무권화에 관한 연구회」가 2000년 3월에 발표한 보고서를 기초로 (<http://www.fsa.go.jp/p-mof/shingikai/cp/top.htm>), 2001년 6월 「단기사채등의대체에 관한법률」(2000년 법률 제75호)(이하 「CP법」이라 한다)이 제정되었다. 「CP법」은 권리의 발생·이전·소멸의 모든 프로세스를 완전하게 전자화하는 것으로, 완전히 무권화된 유가증권에 관한 민사법규를 법제화한 획기적인 법률이었다. 「CP법」은 2002년 개정되어 명칭도 「사채등의대체에 관한법률」(이하 「사채등대체법」이라 한다)로 개정되었다. 「사채등대체

법」은 민사법규에 관해서는 기본적으로 「CP법」과 동일하나 대상 유가증권을 CP뿐만 아니라 사채, 국채, 지방채, 투자신탁 수익권 등으로 다양화하였다. 또한 「사채등대체법」의 대상이 아닌 유가증권에 대해서는 「보관대체법」을 개정해 보관대체기관에 의한 보관 및 대체가 가능하게 되었다. 한편, 「보관대체법」에 근거하여 주무대신의 지정을 받은 주식회사인 보관대체기관은 「사채등대체법」에서 규정하는 업무도 수행할 수 있게 되었기 때문에, 법제상으로는 동일한 보관대체기관이 국채를 제외한 모든 증권을 취급할 수 있게 되었다. 한편, 국채에 관해서는 일본은행을 대체기관으로 지정할 수 있기 때문에 종전대로 국채는 BOJ-Net을 통해서 대체결제될 것이다.

IV. 사채·국채 등의 대체제도

1. 총 설

단기사채, 대체사채, 국채, 지방채, 투자법인채, 특정목적회사의 사채, 투자신탁·외국투자신탁·대부신탁·특정목적신탁의 수익권 등을 무권화하고 장부상 기재·대체에 근거해 그 발행에서부터 상환까지를 수행하는 「사채등의대체에관한법률」이 2002년에 제정되었다.

주무대신으로부터 대체업을 영위할 자로 지정받은 주식회사인 「대체기관」은(사채등대체법 제2조 제2항·제3조 제1항), 「사채등대체법」 및 「업무규정」이 정하는 바에 따라 사채 등의 대체에 관한 업무를 수행한다(사채등대체법 제8조 제1항). 대체제도는 계층구조로 설계되어 있으며 가입자는 계좌관리기관에 계좌를 보유하고, 당해 계좌관리기관은 상위의 계좌관리기관에 계좌를 보유할 수 있다. 「계좌관리기관」이라 함은 「사채등대체법」 및 대체기관의 「업무규정」에서 정한 바에 따라 타인을 위해 그 신청에 의해 사채 등을 대체하기 위한 계좌를 개설한 대체기관을 말한다(사채등대체법 제2조 제4항, 제44조). 계좌대체기관의 업무는 「사채등대체법」 및 상위기관인 대체기관의 「업무규정」이 정한 바에 따라 계좌관리기관으로서 대체업을 수행하는 것이다(사채등대체법 제45조 제1항). 계좌관리기관은 더욱 상위의 계좌관리기관에 계좌를 개설할 수 있으며, 최종적으로는 최상위의 기관인 대체기관에 의해 대체사채 등이 보유된다. 「사채등등록법」과 달리 계층구조가 인정되기 때문에 모든 투자자가 대체기관에 직접 계좌를 개설할 필요가 없어져 보다 효율적인 시스템을 구축할 수 있게 된다. 무엇보다도 가입자가 대체기관에 직접 계좌를 개설하는 단층구조를 취할 수도 있다.

대체계좌부는 계좌관리기관이 보유한 대체사채 등을 기록하는 자기계좌와 가입자가 보유한 대체사채를 기록하는 고객계좌로 구분해야 한다. 대체계좌부의 기록사항, 신규기록절차, 대체절차 및 말소절차 등에 관해 정해져 있다. 또한 「사채등등록법」은 「사채등대체법」의 시행일인 2003년 1월 6일부터 5년 이내에 정령으로 정하는 날에 폐지된다.

2. 민사법규

(1) 사 채

새로운 대체제도의 대상이 되는 사채는 ① 단기사채, 즉 CP 및 ② 사채의 발행결의에 있어서 「사채등대체법」의 적용을 받기로 한다는 뜻을 정한 사채이다(사채등대체법 제66조). ① 및 ②를 통틀어 「대체사채」라 한다. 단기사채라 함은 (i) 계약에 의해 사채의 총액이 인수된다. (ii) 각 사채의 금액이 1억엔을 하회하지 않는다. (iii) 원본의 상환에 관해 사채 총액의 납입이 있었던 날로부터 1년 미만의 날로 하는 확정기한의 정함이 있고 분할납입의 정함이 없다. (iv) 이자의 지급기한이 원본의 상환기한과 같은 날이다. (v) 「담보부사채신탁법」의 규정에 따른 담보가 설정되지 않는다. 이와 같은 5개의 모든 조건을 만족시키는 사채이다(사채등대체법 제66조 제1호). 또한 단기사채에 대해서는 상법의 특례가 정해져

있어 이사회 결의로써 그 발행을 특정한 이사에게 위임할 수 있으며, 사채원부의 작성을 요하지 않는 이외에 사채관리회사·사채권자집회 및 신주예약권부사채 등에 관한 규정의 적용이 배제되어 있다(사채등대체법 제83조). 종래에 일본에서 CP는 법적으로는 사채가 아니라 약속어음으로서 정리되어 왔으나 「CP법」에서 단기사채로 규정되었다. 한편, 단기사채는 상법에 있어서의 사채에 관한 규율의 많은 부분을 적용받지 않아, 그 결과 단기사채의 발행은 사채의 발행과는 달리 이사회 결의를 필요로 하지 않고 또한 사채관리회사의 설치도 강제되지 않는다 실무에서의 큰 변화없이 취급할 수 있도록 고려된 것이다. 「사채등대체법」도 「CP법」의 규율을 실질적으로 계승하고 있다.

대체사채는 사채권을 발행할 수 없다(사채등대체법 제67조 제1항). 즉 권리의 이전뿐만 아니라 발행단계에서부터 무권화가 가능해짐으로써 그 동안의 과제였던 완전 무권화가 실현되었다. 대체사채의 권리는 대체계좌부의 기재 또는 기록에 의해 귀속된다(사채등대체법 제66조 제1항). 대체사채의 양도도 대체의 신청에 따라 양수인이 그 계좌의 보유란에 당해 양도와 관련된 금액을 증액기재 또는 기록받지 않으면 그 효력이 발생하지 않는다(사채등대체법 제73조). 이와 같이 권리의 발생·양도·소멸 등의 모든 절차가 대체계좌부의 기재 또는 기록에 의해 정해지게 되었다. 또한 질권설정에 관해서도 양도의 경우와 마찬가지로 장부부의 기재가 그 효력요건임과 동시에 대항요건이 된다(사채등대체법 제74조). 신규기록, 대체, 말소 및 변경의 구체적인 절차에 대해서는 상세한 규정이 마련되어 있다(사채등대체법 제69조 내지 제72조). 종래에는 유가증권이 부동화되어 있는 경우라도 지시에 의한 점유이전과 같은 법률구성을 취하는 등 유가증권 법리의 연장선상에서 이론을 구성했었으나, 장부의 기재 또는 기록을 중심으로 한 민사법규로 간결하게 개정되었다.

나아가 대체신청을 통하여 계좌에 특정 종류의 대체사채가 증액기재 또는 기록받은 가입자는 악의 또는 중과실이 있는 때를 제외하고 당해 사채에 관한 증액기재 또는 기록과 관련된 권리를 취득하게 하여 선의취득제도를 인정하였다(사채등대체법 제77조). 계좌대체에 있어서 선의취득이 인정되기 위한 전제로서 가입자는 그 계좌에 기재 또는 기록된 대체사채에 관한 권리를 적법하게 보유한 자로 추정된다(사채등대체법 제76조). 장부상 기재에 대해 권리추정적 효력 및 선의취득의 효과가 인정되어 완전 무권화된 후에도 선의취득 등의 법 효과가 인정되지 않는 실물이 존재하지 않는 지명채권으로 돌아가는 것이 아니라 유가증권 법리에 특징적인 기능이 유지되는 것이다. 유가증권에 있어서 선의취득의 실질적 근거는 증권이라는 유체물의 점유에 대한 신뢰로 여겨져 왔으나, 완전 무권화되어 장부화되었을 때는 유체물의 점유에 대한 제3자의 신뢰는 문제가 되지 않는다. 역으로 말하면, 법률에 선의취득을 인정한 규정이 없다면 해석론으로 그 효과를 유도하는 것은 거의 불가능했다. 주요국에서도 완전 무권화된 권리에 관해 선의취득을 인정하고 있는 예는 거의 없는 것 같다. 선의취득의 실질적 근거로서 장부상 기재에 의할 수밖에 없으나, 장부가 공시되어 있지 않은 이상 장부상 기재에 대한 신뢰를 근거로 할 수도 없기 때문이다. 한편, 완전 무권화된 유가증권에 관해 선의취득을 인정해야 하는지 아닌지는 입법정책론으로도 의심스러운 점이 있으며, 이 규정의 해석 및 시비를 둘러싸고 향후 많은 논의가 이루어질 것으로 예상된다.

또한 장부상 기재 또는 기록과 관련된 권리에 관해 선의취득을 인정한 결과, 유가증권의 세계에서는 발생할 수 없는 새로운 논점이 발생하게 되었다. 이른바 과대기재된 경우에 있어서 과대부분에 관해 선의취득이 이루어졌을 때의 바람직한 처리방법이다. 유체물로서의 실물이 존재할 때는 선의취득이 이루어지면 진정한 권리자는 반사적으로 그 권리를 상실할 수밖에 없는 결과, 권리의 총계에는 변동이 발생하지 않는다. 그러나 장부상의 권리에 관해

선의취득이 인정되면, 예컨대 과오에 의해 과대기재된 부분에 대하여 선의취득이 성립되면, 발행완료사채의 총액보다 많은 사채가 장부상 발생하게 된다. 왜냐하면 장부상으로도 또한 실질적으로도 선의취득이 이루어진 부분과 동일한 금액만큼 과대기재가 이루어진 계좌 권리자의 권리가 줄어드는 것은 아니기 때문이다. 그러나 발행액보다 많은 권리가 발생하는 것을 인정할 수도 없다. 선의취득은 과오기재라는 발행회사가 통제할 수 없는 상황에서 발생한 일이므로 발행회사에 책임을 지울 수 없기 때문이다. 따라서 이와 같은 경우에 법적으로 어떻게 대처할 것인가가 문제가 된다.

「사채등대체법」은 이 경우에 대체기관은 선의취득을 통해 모든 사채권자가 보유한 사채의 총액(단, 상환금액은 제외한다)이 대체사채의 발행총액을 초과하는 액(이하 「초과액」이라 한다)에 달할 때까지 당해 대체사채를 취득하여 즉시 발행회사에 대해 당해 대체사채에 관해 채무의 전부를 면제한다는 뜻의 의사표시를 하고 기재를 말소해 당해 대체사채의 권리를 소멸시켜야 한다는 내용의 의무를 부과한다(사채등대체법 제78조). 더욱이 대체기관이 이 의무를 완전하게 이행하는 동안 발행자는 각 사채권자에게 당해 사채권자가 보유한 대체사채의 금액이 총사채권자가 보유한 대체사채의 총액에서 차지하는 비율을 초과액에 곱한 금액에 관한 부분에 대해 원리금 지급의무를 지지 않게 하고(사채등대체법 제80조 제1항), 한편 대체기관은 각 사채권자에게 각 사채권자가 보유한 대체사채 중 발행자가 지급의무를 면제한 부분에 관해 발행자를 대신해 원리금을 지급함과 동시에 상술한 소각의무의 불이행에 따라 발생한 손해를 배상할 의무를 진다(사채등대체법 제80조 제2항). 또한 상술한 비율에 따라 지급의무를 면제했음에도 불구하고 발행회사가 사채권자에게 변제했을 때는 당해 종목의 다른 대체사채에 관련된 발행자의 채무를 소멸시키는 효과는 발생하지 않는 것으로 했다. 즉 발행자는 사채권자에게 반환 청구할 수 없으며, 지급한 금액을 한도로 사채권자의 대체기관에 대한 권리를 취득한다(사채등대체법 제82조). 사채권자에 대하여 변제가 이루어진 이상 그 변제의 효력을 번복할 수 없으며, 나중에는 발행자와 대체기관간에 조정하기로 한다는 취지이다.

또한 각 계좌관리기관 수준에서 가입자의 계좌에 기재된 대체사채의 금액 합계액(상환금액을 제외한다)이 직속 상위기관의 대체계좌부에 있어서 당해 계좌관리기관 계좌의 고객계좌에 기재된 대체사채의 금액을 초과했을 때는 당해 계좌관리기관은 발행자에게 당해 초과액에 상당하는 액의 당해 대체사채에 관해 채무 전부를 면제하는 의사표시를 해야 한다(사채등대체법 제79조 제1항). 계좌관리기관이 당해 초과액에 상당하는 금액의 대체사채를 보유하고 있지 않은 때는 면제의 의사표시를 하기 전에 당해 초과액에 달하기까지 대체사채를 취득해야 한다(사채등대체법 제79조 제3항). 계좌대체기관이 이 의무를 완전히 이행하기까지 발행자는 당해 계좌관리기관 또는 그 하위기관의 가입자인 각 사채권자에 대해 당해 사채권자가 보유한 대체사채의 금액이 당해 계좌관리기관 또는 그 하위기관의 가입자인 모든 사채권자가 보유한 대체사채의 총액에 접하는 비율을 초과액에 곱한 액에 관한 부분에 대해 원리금 지급의무를 지지 않는 것으로 하고(사채등대체법 제81조 제1항), 한편 대체기관은 각 사채권자에 대해 각 사채권자가 보유한 대체사채중 발행자가 지급의무를 면한 부분에 관해 발행자를 대신해 원리금을 지급함과 동시에 상술한 소각의무의 불이행에 따라 발생한 손해를 배상할 의무를 진다(사채등대체법 제81조 제2항). 면제한 때는 직속 상위기관에 대해 일정한 사항을 통지하고 직속 상위기관은 즉시 계좌관리기관 계좌의 자기계좌에서 초과액의 감액기재 및 同 고객계좌에의 증액기재를 해야 한다(사채등대체법 제79조). 즉 계층구조가 채택된 경우에 있어서 하위의 계좌관리기관의 수준에서 초과기재가 발생한 때는 당해 계좌

관리기관만이 소각의무를 지게 되었다. 후술하는 바와 같이 「보관대체법」에서도 예탁주권에 부족이 발생한 때의 보전의무가 규정되었다(보관대체법 제25조, 제39조 등). 「사채등대체법」 상의 소각의무와 「보관대체법」 상의 보전의무를 비교하면 후자는 예탁기관 및 모든 참가자가 의무를 지는 것임에 비해, 전자는 대체기관의 수준에서 과대기록의 선의취득이 발생한 때는 대체기관이 소각의무를 지고, 전 사채권자에게 영향이 미칠 수 있으나 계좌관리기관 수준에서 발생한 때는 당해 계좌관리기관만이 소각의무를 지기 때문에 당해 계좌관리기관 및 그 하위 계좌관리기관에 가입한 사채권자만이 영향을 받으므로 다른 계좌관리기관에 가입하고 있는 투자자에게는 어떠한 영향도 발생하지 않는다는 점이 다르다. 과대기재라 함은 무관계의 계좌관리기관이나 참가자에게는 의무 및 책임을 지울 근거가 없고, 또한 그렇게 하지 않으면 과대기재를 방지하고자 하는 인센티브가 작동하지 않을 우려가 있기 때문이다.

또한 대체기관 또는 계좌관리기관이 소각의무의 전부를 이행하지 않은 경우에 사채권자집회가 개최되었을 때는 각 사채권자는 상법의 원칙에 따라 사채의 최저금액별마다 1개의 의결권을 갖는 것이 아니라(상법 제321조 제1항 참조), 상술한 산정방법에 따라 발행자가 지급의무를 면한 액을 공제한 사채금액에 따라 의결권을 갖게 되며, 또한 소수사채권자의 권리의 산정에 있어서도 그 부분은 산정에서 제외되는 점에 주의를 요한다(사채등대체법 제85조 제1항, 제2항).

(2) 국 채

민사법규에 관해서는 기본적으로 (1)에서 설명한 사채의 경우와 마찬가지로 법규가 정해졌다(사채등대체법 제88조 이하). 그리고 국채대체와 관련하여 주무대신은 일본은행을 그 신청에 따라 대체업을 영위하는 자로 지정할 수 있으며(사채등대체법 제47조 제1항), 이 지정을 받은 일본은행은 대체기관으로 간주되며 그 성질에 반하지 않는 한 「사채등대체법」의 규정이 적용된다(사채등대체법 제48조).

3. Safety Net — 가입자보호신탁

유체물인 증권이 존재하지 않고 장부상 기재에 근거해 권리가 발생·이전될 때는 과대기장이 발생할 여지가 있어, 그 부분에 관해 선의취득이 이루어질 가능성이 있기 때문에 장부기재액이 대체사채 등의 총액을 상회하는 사태가 발생할 수 있다. 이런 경우의 취급에 관해 「사채등대체법」은 ① 오기재 등에 따라 선의취득이 발생한 경우의 대체기관 및 계좌관리기관의 소각의무, ② 가입자보호신탁제도를 마련했다. ①에 관해서는 본장 2. (1)에서 이미 설명하였으므로 여기서는 ②에 관해 검토하고자 한다.

②는 대체기관 등이 ①의 소각의무를 이행하지 않은 채 파산한 경우의 Safety Net와 관련된다. 즉 가입자가 대체기관 등의 과오기재 등으로 입은 손해에 관련된 채권에 있어 파산절차 개시에 있어서 가입자가 직속 상위기관 등에 대해 보유한 채권(이를 「보상대상 채권」이라 한다)의 지급을 확실히 하기 위해 대체기관은 주무대신의 인가를 받아 대체기관을 위탁자, 신탁회사 등을 수탁자, 보상대상 채권을 보유한 가입자(단, 적격기관투자자 등을 제외한다)를 수익자로 하는 가입자보호신탁계약을 체결해야 한다. 수탁자는 운영위원회에 의한 보상대상 채권이라는 사실의 확인·지급지시를 거쳐 보상대상 채권에 상당하는 금액을 지급한다(사채등대체법 제60조, 제61조). 가입자보호신탁으로부터의 지급금 상한은 정령이 정한 바에 따르지만 1,000만엔으로 한다. 1,000만엔은 예금보험기구 및 생명보험기금보호기구의 지급한도액에 공통적으로 적용되는 금액이다.

4. 보관대체법의 개정

주권보관대체기구는 2001년에 개정된 「보관대체법」에 의해 주무대신의 지정을 받은 주식회사이어야 한다. 따라서 민법상의 공익법인으로 설립된 주권보관대체기구(JASDEC)는 주식회사로 조직형태를 변경하였다. 이보다 앞서 동경증권거래소도 증권거래법 개정에 따라 주식회사 조직과 민법상 공익법인의 형태를 선택하는 것이 인정되어 주식회사로 실질적인 조직변경을 하였다. 이와 같이 증권시장의 인프라 스트럭처를 담당하는 기관의 주식회사화가 최근 수년간 빠른 속도로 진전되고 있는 것은 세계적인 추세에도 부합한다.

V. 청산인수업 및 청산기관

2002년의 증권결제제도 개혁에서 증권거래 및 금융선물거래의 청산기관에 관한 규정이 마련되었다. 증권거래 등의 결제에서 차감을 통한 결제금액의 축소가 결제리스크를 축소하기 위한 하나의 방안이 된다. 그러나 일본에서는 3당사자 이상간의 차감효과는 명확하지 않다. 따라서 유가증권청산기관이 CCP로서 모든 거래를 양자간 채권·채무관계로 치환함으로써 차감의 유효성을 확인함과 동시에 「증권거래청산기관」 및 「유가증권 등 청산중개」 등의 정의 규정을 두어 일정한 법적 규제에 따르게 하기로 하였다.

즉 「유가증권 등 청산중개」 개념이 도입되어 증권회사 등이 증권거래청산기관의 업무 매뉴얼이 정하는 바에 따라 고객의 위탁을 받아 그 계산으로 수행한 유가증권의 매매 등, 외국시장 증권 선물거래, 유가증권 점두 파생상품거래, 기타 정령으로 정한 거래(대상거래)에 있어서 당해 거래에 근거한 채무를 당해 증권거래청산기관이 인수하는 것을 조건으로 하는 것으로 정의되었다(증권거래법 제2조 제25항). A증권회사와 B증권회사간에 증권의 매매계약이 성립되었다고 하자. A증권회사(매도자)는 B증권회사(매수자)에 증권의 인도 채무를 지는 한편, B증권회사는 A증권회사에 대금지급 채무를 진다. 유가증권청산기관은 A증권회사 및 B증권회사로부터의 통지에 따라 A증권회사의 증권인도 채무를 B증권회사를 위하여 인수하고, B증권회사의 대금지급 채무를 A증권회사를 위하여 인수하게 된다. 한편, 유가증권청산기관은 A증권회사에 대해서는 채무인수의 대가로 취득한 당해 증권인도 채무와 동종동량의 증권의 인도청구권을 갖고, B증권회사에 대해서는 채무인수의 대가로서 취득한 당해 대금지급 채무와 동액의 금전채권을 갖게 된다. 그 결과 증권거래청산기관이 CCP로 등장하고 청산참가자의 거래는 모두 청산기관에 대한 관계로 환원되어 차감이 이루어지게 된다. 이에 따라 3당사자간 이상의 참가자간의 차감이 양당사자간의 관계로 단순화되어 그 유효성도 명확해 결제리스크의 대폭적인 축소가 가능하게 된다.

유가증권 등 청산중개는 등록금융기관이 수행할 수 있다(동법 제65조 제2항 제8호). 증권회사 등을 상대방으로 이들이 수행한 대상거래에 근거한 채무를 인수하는 것을 ‘유가증권 채무인수업’이라고 한다(동법 제2조 제26호). 유가증권 채무인수업은 내각총리대신의 면허를 받은 주식회사가 아니면 영위할 수 없다(동법 제156조의2). 증권거래청산기관은 업무 매뉴얼이 정한 바에 따라 업무를 수행해야 하며, 내각총리대신의 감독에 따른다(동법 제156조의6 내지 제156조의15). 업무 매뉴얼에는 ① 증권회사 등 이외의 자를 상대방으로 하여 대상거래에 근거한 채무의 인수를 하는 때와 그 뜻, ② 인수의 대상으로 하는 채무의 원인이 되는 거래 및 당해 거래의 대상으로 하는 유가증권의 종류, ③ 상대방으로 하는 자(청산참가자)의 요건에 관한 사항, ④ 채무의 인수 및 그 이행에 관한 사항, ⑤ 청산참가자의 채무 이행의 확보에 관한 사항, ⑥ 유가증권 등 청산중개에 관한 사항, ⑦ 기타 내각부령으로 정하는 사항을 정해야 한다(동법 제156조의7). 유가증권 채무인수업에 따라 손실이 발생한 경우는 청산참가자가 당해 손실을 모두 부담해야 하는 이외에 업무의 적절한 수행을 확보하기 위한 조치를 강구해야 한다(동법 제156조의10). 증권거래청산기관은 다른 업무를

영위하는 것이 금지된다(동법 제156조의6 제2항). 또한 증권거래소는 내각부령으로 정한 바에 따라 내각총리대신의 승인을 받아 유가증권 채무인수업 및 이에 부대하는 업무를 영위할 수 있다(동법 제156조의19).

2002년의 증권결제시스템 개혁에 따라 청산업무의 분리, 청산기관의 외부기관화, 청산기관간의 연계 가능성이 열렸다. 청산기관의 현재 상황을 설명하면 증권거래소 및 JASDAQ 시장에 상장되어 있는 주식 등의 유가증권에 관해서는 1999년부터 동경증권거래소와 오사카 증권거래소가 '청산기관방식'을 시작해 거래소 자신이 집중청산기구가 되어 청산하고 있다. 그리고 2002년 7월 1일, 증권업협회 및 일본의 모든 증권거래소가 통일청산기관인 (주)일본증권클리어링기구를 설립해 2003년 1월부터 업무를 운영할 예정이다. 이에 비해 사채 및 국채에 관해서는 청산기관이 존재하지 않는다. 그러나 이에 관해서도 발행량의 증대에 비추어보면 유통시장의 정비를 위해 청산기관을 설립하는 것이 바람직할 것이다. 나아가 청산기관의 참가자에 의한 자금의 효율적인 이용을 가능하게 하고, 어느 참가자의 채무 불이행이 청산기관 및 기타 참가자에게 악영향을 미치는 것을 피하기 위해 ① 결제중에 있는 증권의 담보화, ② 서로 다른 청산기관간의 담보의 공용화, ③ 참가자의 각출에 근거한 기금 등의 설정, ④ 참가자별 순채무한도(Net Debit Cap)의 설정, ⑤ 직접 참가자의 자격요건의 설정 등의 조치들을 조합해야 할 것이다.

VI. 결론을 대신하여 — 향후의 과제들

그밖에 남겨진 중요한 과제 중에서 첫째, 주권의 완전 무권화와 그에 수반한 민사법규의 확립이다. 현재 법제심의회 회사법부회에서 주권의 무권화에 관한 부회에서 이 문제가 집중적으로 검토되고 있다. 사채·국채 등에 관해서는 "III"에서 설명한 바와 같이 완전 무권화를 실현하고자 이에 적합한 민사법규를 정했다. 그러나 주식에 관해서는 공익권이나 소수주주권 등 주주가 갖는 권리가 사채·국채처럼 단순한 현금흐름(cash flow)에 대한 권리가 아니라라는 점 등의 이유로 신중한 검토를 요하므로 지속적으로 검토하기로 하였다. 구체적으로 어떠한 문제점이 지적되고 있는지 설명하자면, 예컨대 과대기재가 이루어져 그 부분에 관해 선의취득이 이루어진 결과, 소수주주권의 요건을 만족시켰던 주주가 주식보유비율의 저하에 따라 그 요건을 충족시키지 못하게 된 경우에 관해 어떻게 취급하여야 하는가 등과 같은 논점이다.

둘째, 헤이그 국제사법회의에서 준비하고 있는 역외에서 이루어진 증권거래의 준거법에 관한 조약안, 즉 「보유기관에 의해 보유하고 있는 증권의 권리에 적용될 법률에 관한 조약(안)」에 대한 일본의 대응을 명확하게 할 필요가 있다. 증권거래의 준거법은 국제사법의 일반 법리에 의하면 전통적으로 증권 소재지의 법에 따르고, 그것이 불명확할 때는 발행회사의 소재지에 의한다고 해석되어 왔으나, 세계 각지의 증권집중보관기관에 증권이 존재하고 있는 상황하에서 이 규칙을 적용하는 것으로는 본래 증권이 어느 나라에 존재하고 있는지, 당해 국가의 증권상 권리의 이전·처분에 관한 규율은 어떤 내용인가를 조사하기 위해 막대한 비용이 소요될 뿐만 아니라 경우에 따라서는 준거법을 결정할 수 없는 위험마저 있다(예컨대, 대권이 서울, 동경, 뉴욕에 3매 존재하고 투자자의 지분이 어느 대권에 대한 것인지 명확하지 않은 것과 같은 사례). 따라서 증권거래에 의해 적합한 준거법에 관한 규칙을 정하자는 움직임이 있는 것이다. 일본은 법제심의회의 산하에 간접보유증권준거법부회를 설치하고 조약안에 대한 대응에 관해 논의하고 있다. 무권화의 진전에 따라 물리적인 의미로서의 증권의 의의, 그 중에서도 증권에 대한 점유의 의의가 상실되고 민사법규에서도 유가증권 법리에 의거하는 것이 허구(fiction)에 지나지 않다는 것으로 드러난 것과 마찬가지로

로 국제사법 규칙에 관해서도 증권의 존재 및 그것에 대한 점유에 속박되지 않는 합리적인 규칙을 만들 필요가 있을 것이다. 일본도 헤이그 국제사법회의의 증권결제 준거법에 관한 조약에 적극적으로 그리고 전향적으로 관여하고 있는 바이다.

* 學習院(Gakushuin)大學 法學部 教授.