Occasional Paper Series
08-05

Current Status and Prospects of the Japanese Capital Markets

일본 증권시장의 현재와 전망

Atsushi Saito (齊藤 惇)

October 2008

세계경제연구원

Institute for Global Economics

***Atsushi Saito* (齊藤 惇)**

- 현 동경증권거래소 CEO
- 일본 Keio대 卒
- Noumra Securities 부사장, Sumitomo Life Investment 사장 및 회장,
  Industrial Revitalization Corporation of Japan (IRCJ) 사장 등 역임.

Current Status and Prospects of the Japanese Capital Markets*

Atsushi Saito

Good morning ladies and gentleman. I am very much honored to be here this morning to have this opportunity to speak in front of this audience. This morning I would like to speak about recent issues which the security market operators like the Tokyo Stock Exchange and Korea Exchange are facing. Particularly relating to improvement of the corporate governance of listed companies and enhancing the strength of the global capital market.

The environment surrounding the world of global capital markets has been dramatically changing very rapidly these days. With the advancement of information technology the globalization of markets will be and has been further accelerated. At the same time the amount of money flow has globally increased and there is no geographical limitation as to where the money is placed. One of the important factors as to rapidly changing environment is whether or how much the global money can be invited into the market. If the market fails to properly function and allows such customs and traditions that are not internationally accepted and hinders the flow of money from outside countries, it will be more difficult for the market to compete with other global markets.

In other words, the markets need to be efficient and transparent not only in its domestic context but also for global investors. Needless to say, the market strength should be decided by whether the market can offer the cheapest trading cost and efficiency through fair competition among market participants. Also in order to provide the best possible prices, the market needs to have high liquidity and reduce the amount of disparity among the

* Transcription of a speech given at the IGE Distinguished Lecture Forum on Tuesday, June 10, 2008

participants. At the same time, stock exchanges as market operators are expected to make all the efforts to ensure the fairness and transparency in the process of price discovery. I think all of us can understand the importance of these basic principles. Particularly we need to note that it is most critical for the market to invite all possible investors with a variety of value judgment. So the market can see the best prices without any fears of any irrational one-side movement of prices. For this purpose we are urged to remove any obstacles to impede the entry of investors and to construct a true global market where participants both domestic and abroad can equally play based on the common rules and tradition.

At the end of last year, the Japanese financial services agency announced plans for strengthening the competitiveness of Japan's financial and capital markets. This plan was designed to halt any further deterioration of the market. It represented a significant contribution from our government and should be viewed as a valuable step in the right direction. On the other hand while improvements in the regulatory system have been made there might be too ample room for improvement regarding the issue that its uniqueness and differences from the Western standard has hindered the resurgence of our market. One of the urgent issues that we have to tackle is how can we respect the rights of shareholders. Naturally investors or shareholders shall eagerly make demands for sufficient internal control and information disclosure of the listed companies in order to ensure their investments. Therefore this is why the exchange requires listed companies to further improve their corporate governance, I strongly believe that it is almost impossible to attract risk money in the market unless the market maintains the system or tradition to respect shareholders' rights. Recently one of the largest pension funds in the United States, CalPERS and similar other prominent Western funds and management companies jointly proposed reformatory measures for corporate governance in Japanese companies. If we take them in a positive way, this proposal illustrates the fact that investors have not given up on their Japanese market just yet. This may be the last chance for Japanese companies to adjust their corporate governance and share the global standard.

Therefore I hope that the Japanese companies will sincerely consider these proposals. Foreign investors are making their opinion known in such an active manner. Seeing this I hope that Japanese investors will take the initiative and conduct thorough evaluations into the corporate governance of the companies they invest in. Above all else, it is imperative that Japanese pensions, insurances and investment trusts make an active commitment to use their professional knowledge to protect the efficiency of the Japanese market.

In addition we should contemplate the possibility of establishing a stratified monitoring system whereby general investors like ourselves who entrust the institutional investors with their money can determine whether it is too lenient. The money in the pension funds does not belong to the government, it is our money that we as individuals have left in their custody. For that reason it is essential that we have some means for determining whether or not our money is being properly invested. At the very least I believe that we have the right to require our pension fund to perform at the same level as in the United States or Europe. I do not think our profits are assured by surveillance by the government.

Moreover, current international opinion has shifted such that the expectation and obligation to conduct surveillance activities and monitoring falls more on the market than on the institutions and funds. Although people often point out that Japan has a closed and unique nature, I would like to take this opportunity to introduce several different initiatives that are being taken in Japan to strength corporate governance. We have also made significant achievements in the legislative arena through repeated revisions to the law. We have improved upon and made functional enhancements to Japan's unique auditing system, as well as made it possible to implement the style like in the United States with the so-called company with "committee corporate governance system".

In addition, we at the Tokyo Stock Exchange aim to encourage listed companies to adopt voluntary corporate governance reforms through establish-

ing guidelines for listed companies' corporate governance. And since June 2006, the TSE has required companies to submit a report on their corporate governance. Similarly we have taken measures to provide information about each companies' corporate governance structure on our website in a way that is easy for investors to understand. Also last November, the TSE enacted a corporate code of conduct outlining mandatory regulation as part of our effort to provide detailed measures that will strengthen the corporate governance of listed companies. We are making solid progress towards improving corporate governance.

For example each listed company is adopting an arrangement where internal management is monitored by an outside body. Not only does this help prevent corporate scandals but also by enhancing management efficiency the overall value of the company will increase. Management style and decision-making structures vary from country to country and Japan is no exception. Therefore it is possible that from a simple comparison of their external reforms, the actual state of affairs related to Japan's reforms may not be fully understood or could go unnoticed.

Although Japan may be different from other countries in structure or style, it is of the utmost importance that in order to prevent any misunderstanding among investors we should communicate that our governance is working effectively. We must also work to ensure that all companies' managers have a thorough knowledge of corporate governance and take measures in a timely and appropriate manner. This point is also established in the OECD rules.

At the Tokyo Stock Exchange we are fully committed to supporting these actions and we will continue to strive to realize these objectives. For example world opinion dictates that an independent director is essential for efficient governance. Yet the fact is that in Japan there are many successfully managed companies with a high market evaluation whose governance system employs a board of director from only internal ones. That is why at the TSE we believe that uniformly requiring listed companies to introduce

an independent director system is a fundamental departure from our role as an exchange.

In addition, looking at the unfortunate circumstances surrounding the Sub-prime Mortgage Crisis and the Enron Scandal it is difficult to say that the independent director system is absolutely effective to the improvement of corporate governance. Nonetheless in a company that does not employ an independent director system, it is the responsibility of the company's management to provide a rational explanation to investors on why they do not adopt such a system. I believe that the TSE must create secure means to ensure that listed companies are fulfilling this responsibility to investors. Although most listed companies are making efforts to improve their corporate governance, I must regrettably inform you that in some cases managers of a very small number of listed companies do not fully understand the fundamental concept of corporate governance, this is an ongoing concern of our stock exchange.

For example, in a recent case approximately 80% of stockholders lost their rights after stock underwent a "reverse stock split" making ten shares into one. There have also been cases where shareholders' rights have been substantially diluted through large-scale third-party stock allocation. In addition in Japan, in cases other than third party stock allocation that only benefits non-shareholders it is legally possible to carry out the allocation without the consent of shareholders. However it is currently on the subject of discussions whether the third-party share allocation with a change in controlling right over the company is acceptable without shareholders' consent. Obviously the Tokyo Stock Exchange should not neglect these sorts of cases. Often we consult with companies beforehand about the action of the companies and encourage them to abandon it when it is disadvantageous to shareholders' rights and to make our opinion publicly known.

Naturally there is a disparity between the kind of information available to stockholders' who own a stake in the company and the company's management which functions as their agent. Each has their own respective interests

and objectives and stockholders have a relatively short-term perspective from which they try and control the actions of the management. However it is undeniable that if a company's capital policy is excessively regulated that could become an obstruction to the flexible and swift management of the company.

Therefore, we believe that it is difficult to unconditionally prohibit all such corporate actions in the same way. As a result the TSE implemented a policy in which we make a public announcement whenever a company commits such an act on the grounds that it violates the corporate code of conduct adopted last year. The public announcement in this manner helps expose the fact that the company is disregarding the rights of shareholders. Thus, the announcement not only functions to deter such rash behavior but as an alarm system for investors. Since the TSE is unable to directly prohibit such corporate action if these are technically possible under the corporate role. We are also addressing more effective measures that need to be implemented.

How the party concerned should address these kinds of problematic actions within an inadequate understanding of the concept of public governance is one of the most critical subjects of the year. Although the issue that is frequently the topic of public discussion relates to the role of corporate governance associated with the listing of subsidiary companies. As an advocate for the strength of the national economy and for an effort to offer diverse investment opportunities for investors, the TSE does not unconditionally prohibit the listing of subsidiary companies. Still some people point out that it is possible that the corporate action that may damage or ignore the right of interest of minority shareholders of subsidiary companies may happen. This may occur based on the fact that there is a conflict of interest between the parent company and other stockholders of the subsidiary. These cases include situations where the parent company forces the subsidiary to accept an unfair agreement or take on disadvantageous projects or reforms. It also includes where a parent company in need of money siphons the money raised by subsidiary or privatizes a subsidiary shortly after listing.

However these concerns are reduced if the subsidiary company to be listed has implemented reliable corporate governance system such as maintaining a board of directors who are independent from the parent company.

In other words, the case of listing subsidiary companies varies among each other and we feel that any unconditional provisions can be considered excessive legislation. In any case we cannot allow minority shareholders to be victimized in the interest of the parent companies. Thus with the listing of subsidiary companies, the TSE explicitly outlines specific points and guidelines that must be adhered to. Concurrently, the TSE investigates how to best handle subsidiary's transactions with its parent company. As a major first, beginning this July we will adopt a policy requiring these listed companies to disclose a basic plan on what conditions they will give to their minority stockholders when conducting transactions with their controlling stockholders like the parent company and to provide annual update on the state of affairs of this system.

I am afraid I have gone into too much detail about the corporate governance issues but I feel the need to reiterate how absolutely necessary it is that listed companies act urgently to improve the efficiency of their management so that they can increase their corporate value and make tangible gains in ROE rates.

To accomplish this goal, listed companies must first continue to voluntarily develop and improve their system of corporate governance. The TSE will also provide support and endeavor to improve the atmosphere as it strives to satisfy the social expectation surrounding this role. I believe this effort will become a driving force to quiet the critics, particularly those from abroad. We frequently deride isolationism and idiosyncrasies. Admittedly it might take time until we can fully realize these objectives. I hope the Japanese market changes will be recognized so that there will be a huge risk by not investing in Japan. I do believe that we have ample time to make these changes.

So far I have spoken mostly about my thoughts on the publicly listed companies as I mentioned, I believe investors and market practitioners in Korea can accept our thought and effort.

Now finally let me express my view on the future relationship between the Korean and Japanese markets. We have witnessed the serious competition among the markets across the Atlantic Ocean in the recent past. We have seen that this has resulted in the moving out of a substantial amount of business from the United States to Europe. This kind of competition might finally arrive in Asia. What should we do before its arrival?

The Asian market should maximize their market efficiency through all possible efforts including the issues which I mentioned today. Although competition is the key for evolution as for the case of Korea and Japan, I think that cooperation rather than competition would be better for both of us. If Korea and Japan work independently without any substantial scale merit like that being enjoyed in the United States and now being implemented in the EU, they will not be able to compete with the US and European markets. Our markets are located in the same region and time zone which is leading to a view that both are competitors. That would be true to some extent, but at the same time I believe we can make the cooperation all the more meaningful and fruitful with both of us being located in the same region.

If we cooperate in enhancing the efficiencies of the two markets, the financial industry will be further developed with more business opportunities arising. The size of the pie shared by us will be getting bigger, giving the merit of scale which none of us can achieve independently. One of the areas where the KRX and the TSE have worked together has been in the listing of ETF (Exchange Traded Fund), listed investment funds attracting the stock indices and hence providing easy access to the market in different countries. We have completed the listing of KODEX 200 ETF in Tokyo last November and TOPIX 100 ETF in KRX in February this year. This is a major step for creating the further flow of funds between the two countries. I hope that more capital flows between the two markets will be brought about

in the future by having these products as a way of entering the market. Of course, we will be looking to further cooperation between each other even more closely which is beneficial to markets and investors in both countries.

I have just spoken about the relationship between our two countries but naturally we should seek possibly to work with another economic powerhouse in this region, China. If we can establish a common framework on markets to facilitate the investment flow among ourselves, markets in this region will surely attract more money from global investors, by which the construction of one of the world's strongest markets will have been accomplished in Northeast Asia.

Thank you very much.

Questions & Answers

Q Thank you for your lecture. I have three questions. Firstly, in order for good corporate governance to work, the starting point has to be with the exchange. What type of corporate governance activity is taking place in the Tokyo Stock Exchange and are there any plans to bring it to the public. Secondly, in the case of Japan, if there is good corporate governance, how much more investment do you think would come in? And lastly, in relation to the privatization of the exchange, there has been some reluctance by Korea Exchange to go public, what is your feeling about this?

A On the first question, as I mentioned in the speech, without any very objective corporate governance on the management of the company we will lose the efficiency of the nation as well as the corporation itself and we will lose the attractiveness of the stocks on the Tokyo Stock Exchange and eventually no foreign money as well as no domestic money will be invested in the Tokyo Stock Exchange. That will be the loss of the national wealth of

Japan. So we are asking the national pension to take very severe actions. Because they are neutral and they have an obligation to the people who require the efficient management of the corporation in order to enhance the fund that they have invested. First we start with the policy to persuade the pension managers to take a much more severe attitude to the corporations listed on the Tokyo Stock Exchange.

In answer to the second question. I don't have any evidence about how many investors will come into the Japanese markets with the improvement of this corporate governance. What I can say at the least is that there are many foreigners advocating with a big voice that they feel very uneasy about the Japanese market on corporate governance or transparency of the management. As a matter of fact, foreigners on the TSE do 60-70% of trading, Japanese only account for less than 40% of trading. So, foreign investors already dominate trading. Even the shareholders, ownership, are a little bit less than 30% for foreigners. Already foreigners own our corporations. We should listen to their voices as much as possible. Naturally there are some pros and cons to this issue, some conservative groups are afraid of the outflow of technology to other countries by giving up so much ownership of the company. Or from the point of view of security, they are afraid that some foreign funds will take over a large portion of the public companies like airports and utilities. But in general TSE is asserting that it should be flexible and work with the foreign investors.

Thirdly, going public with the stock exchange is a very controversial problem. The stock exchange is wearing two hats, one is the regulator, and the other is the pro-profit organization as an exchange. We have to find the balance between these two obligations. If it is at the expense of regulations in order to make profit then that is not good news for us as an exchange, yet if we list some stock on the Tokyo or Korea Exchange, the new shareholders tend to be very noisy about the profitability.

Looking at the case of the United States they started off with the same style as the TSE but they now separate out the legal portion and they just

hold the business portions, meaning just regulations related to their own business. For example inspections of listed companies or monitoring trade. New York Stock Exchange will not target any matters on the security brokers or participants at all, they gave that up to the government. The London Stock Exchange from the beginning, they gave up all that to SRO (Self-Regulatory Organization) and the FSA (Financial Services Authority) in London who play that role. So the London Stock Exchange is just crazy about making a profit.

Q Would you please elaborate on the third-party stock allocation issue you mentioned in your speech?

A I am not so familiar with Korean law. As far as the new issue, stock price is too much discounted and third party allocation of new stock is permitted without any approval from incumbent shareholders. In order to make for efficient management, the Japanese government intentionally established this law. But some of the emerging listed companies in emerging markets in Japan abuse this system. Sometimes very huge portions of these third party allocations dilute too many incumbent shareholders' rights. With 50% of the number of incumbent shares, third party allocation is not permitted. So sometimes the real shareholders' rights move to someone else but without any approval of any of the shareholders, that's at the expense of these incumbent shareholders. These managers of the corporations have a "free hand" and the worst problem for us is those who face the real problems of management such as companies facing bankruptcy, suddenly the company decides to allocate the third party's shares to the so-called "paper" company owners. That is a problem, they move it to places like the Virgin Islands, the Cayman Islands where there is only the name of the President, that's it. No explanation at all. We are concerned that some laundered money might be behind it, but the police cannot act without any evidence of a crime. So unfortunately these people associated with some savvy lawyers and accountants know of these loopholes. This is a typical abuse systematic to enhancing the business.

We are making warnings about these companies with third party allocation diluting too much and they don't disclose the final provider of the fund, it is a "paper" company. There is a limit for us because legally it is approved. If we were to go to the court we would be defeated. Our first concern is money laundering. We are concerned about money from crime like Yakuza. Now we are seriously considering changing the law, we have to spend more time with policymakers in the Diet because if this situation does not improve much then we will take action.

Q What is considered illegal in this respect?

A Illegal is more than 50% dilution or with more than 30% discount of the current price.

Q What would happen if we make it completely illegal for third party stock allocation?

A Since many of these corporations are facing the final stage of their business if they are not successful in this third party allocation the company will meet bankruptcy. It is not the normal situation. There were a couple of cases in Japan and even though they were successful with this third party allocation, the Prosecutor comes in later to check the stability of the company and they discover some illegal decisions. So they were de-listed from the market. We have seen so many cases from this kind of operation on normal victims, the general investors tend to be victims and we cannot rescue them, which is such a pity for us.

Q There are many Korean investors focused on Chinese and Indian markets, so why should Korean investors focus on Japan?

A Well, a very good question. I would like to raise the same question to

the Japanese. Nowadays, on the daily trading body, sometimes 70% is by foreigners, not Japanese. Japanese are making, not so much, but some Japanese are making like the Koreans investment in China, India and Russia preferring growth. So I think I would have to ask directly Korean investors why they do not come to Japan. Japan used to enjoy very much high growth like China. When I was a young man our growth rate was around 13% and we were catching up with the United States. At that time a lot of money was coming into Japan from all over the world. But after we reached the level of 2% per GDP annual we lost a lot of attractiveness from the worldwide financial market.

As I mentioned in the speech, there are various reasons why we are not attractive to Korean investors. In general, low ROE can explain a large portion of these problems, our average of ROE on Tokyo Stock Exchange is 9.3%. Recent disclosure of the European stock exchanges is that the London Stock Exchange is enjoying about 18%, Germany is 12-13% and the US is 16%. Amazingly the Hong Kong Stock Exchange is 17%, better than the US and close to the London Stock Exchange. So naturally the Hong Kong Stock Exchange tries to be very much active. So the reason why I am trying to emphasize the importance of corporate governance is that Japan is losing the efficiency of capital usage. Like Korea, Japan has enjoyed the “relationship capitalism”, very much inside the family orientated organization. So internal trade will prevail. We were successful like Germany, so Japan and Germany shared the same style of non-market orientated capitalism, rather collusive organizations. While our total GDP growth was very high, both countries dominated growth in the world and we were very successful, 1985 was the breaking point. We had very huge foreign reserves, house accounts, trade accounts turned black so we had a lot of pressure from all over the world to change the structure of Japan in 1985, that was called the Plaza Agreement in New York.

We kept the growth rate but naturally we were forced to change the structure but we were not responding perfectly to this requirement from the world. That is the reason for this low ROE. Through their power, sharehold-

ers are advocating that we should enhance the ROE to at least double digits. Actually the highest company is enjoying 18% ROE but as an average it is 9%. So as an average we would like to have it up to 10%. Probably that is why Koreans hate the Japanese market. If we could have the ROE up to 10% we could attract more Korean investors.

Q This may be related to the corporate governance issue. There have been some reports last month that you met with the Japanese Prime Minister Fukuda about the government asking the Tokyo Stock Exchange to come up with measures against take over guidelines by companies meaning there has been concern about increasing “poison pills” and cross-share holdings among Japanese companies. Is there any plan to come up with those guidelines and can you detail what those guidelines might be?

A I’m so surprised you know so well. Yes, I was asked by the Prime Minister to make explanations to some cabinet members about these problems. In general again, as a stock exchange we welcome any shareholders to Japan. We should keep as little as possible any barriers against foreign investment. One trigger was the very unique British active fund, which made an investment in the Japanese utility company, and one Australian fund tried to make an investment into Haneda Airport. That suddenly triggered the public voice on how we should handle these investors. Naturally we had two voices, pros and cons. The pros argued that since we have faced for a long time a lack of capital efficiency usage, this strong power from foreigners is good for us and we should take advantage of their power and voice to increase the efficiency of the management system of Japan. In fact because they are public companies we had better invite these foreign investors. As long as the government manages it, it is not very efficient so why not bring in the Australians to run it.

Naturally on the other side this is considered to be a security problem, the utility companies are constructing new nuclear facilities. As you know, these industries are very much targeted by many foreign countries, because only

Japan and France have upgraded their technology. So even Toshiba bought US generators and now the United States are buying the technology from Japan. This British fund targeted that security company, they insisted on 20% holdings, they have 9.5% and would like to increase to 20%. I don't know the meaning of the relationship between 20% holdings and the leaking of technology. I am not an engineer but even 20% investment in the management cannot steal the technology. But the conservative groups are saying that if they combine, not only one fund but three or four funds behind the scene then they can control the company, they could force out the current managers and send in some foreign CEO and transfer the technology out.

So we check the case of the foreign utility companies in the United States and UK. Except for the UK and Holland, all countries have a "poison pill" against this kind of thing. So I think from the point of view of security or defense, we may not have a "poison pill" but a framework for this. In general, any type of defense would not be reasonable.

Q Thank you for elaborating today on corporate governance issue. I am interested in the stock price on the Tokyo Stock Exchange. I believe it is one-third the level, so the price is less than the valuation. It seems investors are not so active despite there being some good companies. So, my question is, when will the issue of corporate governance be met?

A About 60% of Japanese companies' P/B Ratio is less than 1%. Tentatively that kind of phenomenon happens everywhere even in the US when the market collapsed too much. We cannot keep this unnatural price for too long though, because if we continue with less than 1% P/B Ratio anyone can buy the company and dissolve it. That is why I am arguing that we should keep up the body of efficiency of capital usage. The reason behind that is that we welcome the knowledgeable foreign investors and if stocks are less than 5% P/B Ratio there will be a rush to buy and the price will go up. If the financial data does not improve, the foreign investor or any share-

holder will improve the company and sell it back to the market.

When I was with the IRCJ (Industrial Revitalization Company of Japan), I cleaned up the non-performing companies for four years, I picked up 42 companies and cleaned them up, changing their business plan, enhancing their Enterprise Body and then sold them at a profit to the other body. People were surprised we made a profit, but it is so simple. These ailing companies with less than P/B Ratio of 1% when they were sold, they came to us, we bought them, we asked the banks to give up lending money, we changed the business model, sold off any ineffectual assets from the balance sheet. And finally we enhanced the leeway on the IRR basis of 7%. Internationally that was well accepted and many foreign investors approached us and some of them bought companies like Daiei. So we did not discriminate.

We cannot continue this irrational management style of less than 1% P/B Ratio. Because of that we would like to invite rational investors and listen to their very strong voice on the use of capital by this way we would like to improve the style of management and enhance the ROE and then finally the Korean investors will come in.

Q When do you think that will happen?

A Well, unlike the Korean situation we have the largest debt as a national budget. Although it is peculiar problem, we have a household debt of 13 trillion won and that is very unusual in the world. Our government tax revenue is 50 trillion yen, but the general budget is 80 trillion. That means issuing the bonds, debt, which finances 30 trillion yen. And we already had the bond issue before. So every year we are additionally issuing about 140 to 150 trillion yen to cover up the shortage of this budget. So Japanese are enjoying playing golf, listening to music and enjoying good food at the expense of this “junk” paper. The point is that how should the government or journalists disclose this information to all the people in Japan. Unless otherwise,

every person in the corner of Japan will be calling for more money in order to address the shortage of the budget in the local government. I have had the experience of this in New York in 1975, they were bankrupt, exactly the same phenomenon, they issued the paper, the paper lost the credit and one started to buy this paper and they became bankrupt. So we don't have time to keep an inefficient capital usage in Japan.

일본 증권시장의 현재와 전망*

Atsushi Saito **(齊藤 惇)**

이 자리에서 여러분들을 모시고 발표할 기회를 갖게 된 것이 본인으로서는 매우 영광스럽다. 오늘 본인이 발표하고자 하는 내용은 동경증권거래소(Tokyo Stock Exchange: TSE)나 한국증권선물거래소(Korea Exchange: KRX)와 같은 증권시장 운영자가 당면하고 있는 최근 현안에 관한 것으로, 특히 기업지배구조 개선 및 세계자본시장의 역량 강화에 관한 것이다.

오늘날 세계자본시장을 둘러싼 환경은 최근 극적으로 빠르게 변하고 있다. IT기술의 발전과 더불어 시장의 세계화는 계속 촉진되고 있는 중이고 앞으로도 그러할 것이다. 동시에 자금이동의 규모가 증가하고 있으며 이러한 자금이 이동하는 곳에 대한 지리적 제한도 없다. 급변하는 환경에서 가장 중요한 요인 중 하나는 일본 증권시장에 세계적 자금이 얼마나 유입되느냐 하는 것이다. 일본 증권시장이 제 기능을 하지 못하고, 국제적으로 수용할 수 없는 형태의 관행과 전통에 집착하며, 타국으로부터 유입되는 자금에 장애가 된다면 세계 여타 증권시장과 경쟁하기 매우 힘들 것이다.

다시 말해, 일본 증권시장은 국내뿐만 아니라 세계적 투자가들에게도 효율적이고 투명해야 한다. 증권시장의 능력이 시장참여자들 간의 공정한 경쟁을 통해 최저가의 거래비용을 제공할 수 있는지와 효율성에 따라 결정되어야 함은 말할 나위 없다. 또한 가능한 한 최선의 가격을 제공하기 위해 증권시장은 높은 유동성을 유지하고 시장참여자들 간의 격차를 줄이는 한편, 증권거래소와 증권시장 운영자는 주가를 예시하는 과정에서 공정성과 투명성이 보장되도록 모는 노력을 다해야 할 것이다. 이러한 기본원리는 우리 모두가 이해할 수 있는 것으로 생각된다. 특히 증권시장에게는 다양한 가치판단을 가진 모든 투자가들을 불러들이는 것이 매우 중요하다는 점을 우리는 알아야 한다. 그렇게 함으로써 증권시장은 불합리하고 일방적인 가격변동에 대한 우려 없이 최선의 가격을 관찰할 수 있다. 이를 위해 일본은 투자가의 진입을 억

* 이 글은 2008년 6월 10일 개최된 특별강연회의 내용을 녹취하여 번역 · 정리한 것으로 필자의 개인 의견임을 밝혀둡니다.

제하는 모든 장애요인을 제거하고, 동일한 규칙과 전통을 바탕으로 국내외 시장참여자들이 동등하게 움직일 수 있는 진정한 세계적 증권시장을 구축해야 한다.

작년 말에 일본 금융당국은 일본의 금융 및 자본시장 경쟁력 강화를 위한 계획을 발표한 바 있다. 이는 일본 증권시장이 더 이상 추락하지 못하도록 하기 위해 입안된 계획이다. 반면에 그동안 규제제도의 개선은 계속 이루어져왔지만, 서방세계의 기준에 비해 독특하고 상이한 일본 금융 및 자본시장의 규범과 관행이 자체시장의 활성화에 장애요인이 되고 있는 문제에 대해서는 아직도 개선의 여지가 많은 것으로 보인다. 일본이 시급히 해결해야 할 과제 중 하나는 어떻게 하면 주주의 권익을 존중할 수 있느냐 하는 것이다. 투자자나 주주는 자신의 투자에 대한 안정성을 확실히 하기 위해 당연히 상장기업의 충분한 내부통제와 정보공시를 적극 요구할 것이다. 상장기업들이 재무구조를 계속 개선하기 위해 증권거래소가 반드시 필요한 것은 이 때문이다. 주주의 권익을 존중하는 제도나 전통이 유지되지 않을 경우 증권시장이 위험자본(risk money)을 유치한다는 것은 불가능하다고 본인은 굳게 믿고 있다. 미국에서 가장 큰 연금펀드 중 하나인 CalPERS(캘리포니아주 공무원연금)와, 다른 유명 외국펀드 및 운용회사들이 공동으로 일본 기업의 지배구조 개혁을 위한 조치들을 최근 제안한 바 있다. 적극적인 면에서 볼 때, 이 제안은 외국투자가들이 아직까지 일본 증권시장에 대한 관심을 버리지 않고 있음을 나타내는 것이다. 따라서 이는 일본 기업들이 자신의 기업지배구조를 개선하고 세계적 기준에 참여하는 마지막 기회일 수도 있다.

그러므로 본인은 일본 기업들이 앞서의 제안들을 진지하게 고려하기 바라는 바이다. 외국투자가들은 자신의 견해를 이처럼 적극적인 방법으로 알리고 있다. 이를 보면서 본인은 일본 투자가들도 솔선수범하여 자신이 투자하는 기업들의 지배구조를 철저히 평가하는 자세를 취하기 바라는 마음이다. 무엇보다도 일본의 연금, 보험, 투자신탁 기관들은 자신의 전문지식을 활용하여 일본 금융시장의 효율성을 제고하는 데에 적극적으로 의무를 다할 필요가 있다.

이 외에도, 기관투자가에게 위임하는 우리와 같은 일반투자가들이 자신의 자금이 제대로 투자되고 있는지 점검할 수 있는 단계별 감시제도의 구축 가능성 역시 숙고되어야 한다. 연금펀드에 투입된 자금은 정부 자금이 아니라, 정부가 관리하도록 각 개인들이 맡겨둔 우리의 자금이다. 그렇기 때문에 그 자금이 적절히 투자되고 있는

지 여부를 결정하기 위한 수단이 우리에게 있어야 한다는 것은 중요한 부분이다. 본인은 연금펀드가 미국이나 유럽 수준으로 운영되기를 요구할 최소한의 권리가 우리에게 있는 것으로 믿고 있으며, 우리 이익이 정부의 감독을 통해 보장된다고 생각하지 않는다.

더욱이 최근의 국제여론은 감시 · 감독활동 의무와 이에 대한 기대감이 기관이나 펀드보다는 시장으로 이동하고 있다. 흔히 일본은 폐쇄적이고 독특한 문화를 가진 나라로 지적되고 있는데, 본인은 이 자리를 통해 일본이 기업지배구조를 개선하기 위한 각종 조치를 추진하고 있음을 소개하고자 한다. 일본은 독특한 회계감사제도를 개선하여 기능적 향상을 이루고 있는 중이다. 아울러 미국의 경우처럼, 이른바 "감시위원회를 가진 기업지배구조 시스템(company with committees corporate governance system)"을 채택하여 경영 투명성 강화와 주주권익 보호를 위해 감시 · 감독과 경영 기능을 완전히 분리할 수 있는 기업지배구조를 실행에 옮길 수 있도록 하였다.

이에 더하여, 동경증권거래소는 상장기업 지배구조지침 구축을 통해 상장기업들이 자발적으로 지배구조 개혁을 채택하도록 독려하고 있으며, 2006년 6월부터 동경증권거래소는 기업지배구조에 대한 보고서를 제출하도록 요구하고 있다. 이와 비슷하게, 동경증권거래소는 투자가들이 쉽게 이해할 수 있는 방식으로 웹사이트를 통해 상장기업들의 지배구조 정보를 제공하는 조치를 취하고 있고, 또한 2007년 11월에는 상장기업 지배구조 강화에 대한 상세한 조치를 제공하기 위한 노력의 일환으로 의무적인 규제를 열거한 행동규범을 입법화하였다. 일본은 기업지배구조를 개선하는 방향으로 알차게 전진하고 있다.

예컨대 상장기업들은 개별적으로 사내 경영이 외부기관의 감시를 받는 체계로 정비하고 있는데, 이러한 조치는 기업의 부정행위를 막는데 도움을 줄 뿐 아니라 경영효율을 강화함으로써 기업의 전반적인 가치를 상승시킨다. 경영형태와 의사결정 구조는 각국마다 다르며 일본도 예외는 아니다. 그러므로 외부개혁에 대한 단순비교로는 실질적인 일본 개혁 상황을 충분히 이해하지 못하거나 간과할 가능성이 있다.

비록 일본의 구조와 형태가 다른 나라들과는 다르다고 하더라도, 투자가들 사이에서 발생할 수 있는 오해를 불식시키기 위해 일본의 지배구조가 효과적으로 작동하

고 있음이 반드시 알려져야 한다는 것은 매우 중요하다. 또한 일본은 모든 기업 경영진들이 기업지배구조에 대한 지식을 꿰뚫고 있으며, 시의 적절하고 합당한 방법으로 조치를 취한다는 점을 보장하기 위한 노력 또한 기울여야 한다. 이러한 점은 OECD 규범에도 설정되어 있다.

동경증권거래소는 위와 같은 조치를 지원하는데 전념하고 있고, 앞으로도 이러한 목적이 실현되도록 계속 노력할 것이다. 예컨대 효율적인 지배구조를 위해서는 사외이사가 긴요하다는 것이 세계 여론의 주류이다. 하지만 일본 기업지배구조 시스템의 경우, 의사결정상 독립성이 취약한 사내이사로만 구성된 이사회를 가지고 있으나 시장으로부터 높은 평가를 받으며 성공적인 경영을 하고 있는 일본 기업들도 다수 있는 것이 사실이다. 때문에 동경증권거래소는 상장기업들에 대해 사외이사제도 도입을 획일적으로 요구하는 것은 거래소의 역할에서 크게 벗어나는 것으로 보고 있다.

게다가 서브프라임 모기지(Subprime Mortgage) 위기와 엔론(Enron) 회계부정사건을 둘러싼 좋지 않은 기업환경으로 볼 때 사외이사제도가 기업지배구조 개선에 절대적으로 효과적이라고 하기는 어렵다. 그럼에도 불구하고 사외이사제도를 채택하지 않은 기업의 경영진에게는 그 제도를 채택하지 않은 이유에 대한 합리적인 설명을 투자가들에게 제공할 책임이 있다. 본인은 동경증권거래소가 상장기업들이 투자가에게 이와 같은 책임을 충분히 하고 있는지 확인할 안전장치를 반드시 만들어내야 한다고 믿고 있다. 대부분의 상장기업들은 기업지배구조를 향상시키기 위해 자체적으로 노력하고 있다. 하지만 유감스럽게도 경영진이 기업지배구조의 기본적인 개념을 충분히 이해하지 못하고 있는 상장기업들도 일부 있다는 사실을 본인은 언급하지 않을 수가 없으며, 이 문제는 현재 동경증권거래소의 현안이기도 하다.

최근의 사례를 보면 주주의 약 80%가 기존 주식 10주를 1주로 만드는 "주식병합(reverse stock split)" 과정에서 권리를 상실했다. 또한 대규모 신주의 제3자 배정 또는 연고자 배정제도(third-party stock allocation)를 통해 주주의 권익이 실질적으로 약화되는 사례도 있었다. 더구나 일본에서는 주주 이외의 자에게만 혜택을 주는 제3자 주식배정이 아닌 경우에도 기존 주주의 동의 없이 주식을 배정하는 것이 법적으로 가능하다. 그러나 기업 지배권에 변화를 가져다 줄 수 있는 제3자 주식배정이 기존 주주의 동의 없이도 가능한지는 최근 논란의 대상이 되고 있다. 분명한 것은 동경증권거래소가 이러한 점을 무시해서는 안 된다는 것이다. 동경증권거래소는 이와 같

은 조치에 대하여 사전에 해당 기업들과 자주 협의하며, 그 조치가 주주의 권익에 불리할 때에는 포기하도록 함과 동시에 동경증권거래소의 견해를 공시하도록 권장한다.

기업에 이해관계가 있는 주주와, 주주의 대리인 역할을 하는 기업 경영진이 접할 수 있는 정보의 종류 사이에는 당연히 격차가 있다. 각각 각자의 관심과 목적을 가지고 있으며, 주주는 비교적 단기적 관점에서 경영진의 행위를 견제하고자 한다. 그러나 기업 자본정책에 대한 과도한 규제는 기업경영의 유연성 및 신속성에 장애요인이 될 수 있다는 점은 부인할 수 없다.

그러므로 이러한 기업행위 모두를 무조건 동일하게 금지하기는 어렵다. 그 결과 동경증권거래소는 기업이 주주의 권익을 손상시키는 행위를 범할 경우 작년에 채택된 기업행동규범에 위배됨을 근거를 이를 공시하는 정책을 실시하고 있다. 이 같은 방법을 통한 공시는 기업이 주주의 권익을 무시하고 있다는 사실을 공개하는데 도움을 주며, 기업의 경솔한 행위를 억제하는 기능뿐만 아니라 투자가들에게 경고를 하는 기능도 한다. 주주의 권익을 손상시키는 기업행위가 기업의 역할 하에서 가능할 경우 이와 같은 기업행위를 직접 금지시킬 수 없기 때문에, 동경증권거래소는 이에 필요한 보다 효과적인 조치도 강구하고 있다.

관련 당사자들이 상장기업 지배구조 개념에 대해 충분히 이해하지 못하고 있는 가운데 앞서 열거된 종류의 문제행위에 어떻게 대처해야 하는지가 금년도의 핵심과제 중 하나인데, 이는 자회사 상장에 관한 기업지배구조의 역할과 관련된 문제이기도 하다. 국가경제 강화와 투자자들에 대한 다양한 투자기회 제공을 주창하는 동경증권거래소는 자회사의 상장을 무조건 금지하지는 않는다. 일각에서는 자회사 소액주주의 권익과 관심을 무시하거나 손상시킬 수 있는 행위가 나타날 수 있다는 지적이 아직도 있다. 이러한 지적은 모기업과 자회사 주주 간에 이해충돌이 있다는 사실을 바탕으로 하고 있는 것 같다. 여기에는 모기업이 자회사에게 불공평한 협정을 수용하게 한다거나, 불리한 사업이나 구조조정을 강요하는 경우도 포함된다. 또한 자금이 필요한 모기업이 자회사가 조달한 자금을 흡수한다거나 상장된 자회사를 곧바로 사유화하는 경우도 마찬가지이다. 그러나 해당 자회사의 이사진을 모기업과는 독립되게 유지하는 등 믿을 만한 기업지배구조 체제를 이행하면 이와 같은 우려는 줄어든다.

다시 말해 자회사의 상장 사례는 각기 다양하므로 어떠한 무조건적 조항도 과도한

입법조치가 될 수 있는 것으로 보인다. 모기업의 이익 속에서 소액주주들이 희생양이 되는 것을 동경증권거래소는 어떤 경우에도 허용하지 않을 것이다. 그러므로 동경증권거래소는 자회사의 상장과 관련된 특정사항 및 지켜야할 지침에 대한 밑그림을 분명하게 마련함과 동시에, 자회사가 모기업과의 거래를 가장 좋은 방법으로 처리할 수 있는 방안을 모색하고 있다. 가장 중요한 것으로는, 자회사가 모기업과 같은 지배적 주주와 거래할 때 어떤 조건으로 소액주주들을 대우할 것인지에 대한 기본계획을 공개하고 조직현황에 대한 최신 연간 정보를 제공하도록 하는 정책이 2008년 7월부터 시작된다는 것이다.

기업지배구조에 대해 본인이 너무 자세히 파헤친 듯하다. 하지만 상장기업은 경영효율을 자체 개선하여 기업 가치를 제고하고 자기자본이익률에 실익이 있도록 신속히 움직이는 것이 얼마나 절대적으로 필요한지에 대해서는 본인이 다시 한 번 지적하고자 한다.

이러한 목적을 달성하기 위해 상장기업들은, 첫째 자발적으로 기업지배구조를 발전시키고 개선해야 한다. 동경증권거래소 역시 이와 같은 역할에 거는 사회적 기대를 충족시키기 위한 노력의 일환으로 분위기 개선을 위한 노력과 지원을 아끼지 않을 것이다. 이러한 노력은 비판, 특히 외국으로부터의 비판들을 잠재우는 원동력이 될 것으로 보인다. 우리는 흔히 고립주의와 특이성을 비웃는다. 일본이 앞서의 목표들을 충분히 실현하기까지는 분명 시간이 걸릴 것이다. 본인은 일본에 투자하지 않으면 큰 손해가 된다고 인식할 정도도로 일본 증권시장이 변화하기를 바란다. 그리고 일본에게는 이러한 변화를 이룰 충분한 시간이 있다고 본인은 믿는다.

지금까지 본인은 상장기업에 대한 본인의 생각을 대부분 언급하였으며, 한국의 투자가들과 시장참여자들도 이러한 우리의 생각과 노력을 받아 줄 수 있으리라 믿는다.

마지막으로 한국과 일본 양국 증권시장의 미래관계에 관한 본인의 견해를 언급하고자 한다. 지난 몇 년간 대서양을 넘나드는 여러 시장들 간의 치열한 경쟁을 우리는 목격해왔으며, 그 결과 상당한 규모의 거래가 미국에서 유럽으로 이동하는 결과가 나타나고 있다. 이와 같은 경쟁이 종국에는 아시아로 올 수도 있다. 이러한 상황이 발생하기 전에 우리가 해야 할 일은 무엇인가?

아시아 시장은 본인이 오늘 언급한 과제를 포함하여 가능한 한 모든 노력을 경주하여 자체시장의 효율성을 극대화해야 한다. 한국과 일본의 경우처럼 경쟁이 자본시장 발전의 관건이기는 하지만, 경쟁보다는 협력이 양국에게 유리하리라는 것이 본인의 생각이다. 현재 미국이 체험하고 있고 유럽에서 이행되고 있는 것과 같은 상당한 규모의 경제 혜택 없이 한-일 양국이 독립적으로 움직인다면, 한국과 일본은 미국 및 유럽 시장과 경쟁할 수 없을 것이다. 한-일 양국 시장은 서로를 경쟁관계로 만드는 동일한 지역과 시간대에 있다. 이러한 것이 어느 정도 사실이지만, 동시에 한-일 양국은 동일한 지역에 위치함으로써 더욱 의미 있고 생산적인 협력이 이루어질 수 있을 것으로 생각된다.

한-일 양국의 시장이 효율성을 강화하는데 협력한다면 금융산업은 더욱 발전되어 보다 많은 영업상의 기회가 촉발될 것이다. 그리고 양국이 나눠 갖는 파이(pie)의 규모는 어느 한 나라가 혼자서는 성취할 수 없는 규모의 경제혜택을 창출하면서 더욱 커질 것이다. 그동안 한국증권선물거래소와 동경증권거래소가 서로 협력해온 분야는 상장지수펀드(ETF: Exchange Traded Fund)와 투신펀드의 상장, 그리고 외국 증권시장에 대한 접근을 용이하게 하는 일이었다. 한-일 양국은 지난 1월 동경증권거래소 KODEX 200 ETF(삼성투신이 운용하는 ETF) 상장과 금년 2월 한국증권선물거래소에 TOPIX 1000 ETF(동경증권거래소가 운용하는 ETF) 상장을 완료했다. 이는 양국 간의 계속적인 자금흐름을 창출하는 하나의 커다란 행보이다. 위와 같은 금융상품들을 시장에 진입시킴으로써 양국 시장 간의 자금이동이 한층 많아질 것으로 본인은 바라고 있다. 물론 우리는 양국 시장과 투자가들에게 혜택이 될 수 있도록 양국 간의 협력이 보다 긴밀하고 지속적으로 이루어지기를 기대하고 있기도 하다.

방금 본인이 한-일 양국 관계에 대해 언급하였으나 가능하다면 이 지역의 또 다른 경제대국인 중국과의 협력도 추진해야 한다. 우리가 상호간의 투자흐름을 촉진하는 동일한 체계를 이 지역 시장 내에 구축할 수 있다면, 보다 많은 자금을 세계 각처의 투자가들로부터 확실하게 유치함으로써 세계에서 가장 강력한 시장 중 하나를 동북아시아 지역에 구축할 수 있을 것이다.

질의 · 응답

질문 귀하의 발표에 감사드리며 세 가지 질문을 하겠다. 첫째, 훌륭한 기업지배구조가 작동하기 위해서는 증권거래소에서부터 시작되어야 할 것이다. 동경증권거래소가 요구하고 있는 기업지배구조 개선 조치는 어떠한 것이 있으며 이를 일반 대중에게 공개할 계획이 있는가? 둘째, 일본의 기업지배구조가 양호하다면 일본으로 유입되는 투자가 얼마나 증가할 것으로 보는가? 마지막으로, 증권거래소의 민영화와 관련하여 한국증권선물거래소가 기업공개를 다소 주저하고 있는데 이에 대한 귀하의 생각은 어떠한가?

답변 첫 번째 질문에 대해서는 본인이 언급한 바와 같이, 기업경영에 대한 매우 객관적인 기업지배구조가 없으면 기업 자체와 나아가 국가의 효율성을 상실하게 된다. 그리고 동경증권거래소 상장기업의 주식이 가지는 매력도 잃게 되어 결과적으로 국내자금뿐만 아니라 해외자금도 동경증권거래소에 투자하지 않을 것이다. 이는 일본이 국부를 상실하는 것이다. 그래서 동경증권거래소는 국민연금에 대해서 매우 엄격한 조치를 취할 것으로 요구하고 있다. 왜냐하면 국민연금은 중립적이며, 투자기금 강화를 위해 효율적 기업경영을 요구하는 가입자에 대한 책임이 있기 때문이다. 따라서 동경증권거래소는 첫 번째 조치로 연금운용자가 동경증권거래소 상장기업에 대해 매우 엄격한 태도를 취하도록 설득하는 조치를 실시하였다.

두 번째 질문과 관련하여, 기업지배구조 개선으로 얼마나 많은 투자가가 일본 증권시장에 진입할 것인지에 대한 근거자료가 본인에게는 없다. 적어도 본인이 말할 수 있는 것은 경영 투명성이나 기업지배구조로 인해 불안감을 느낀다고 주장하는 외국인들이 많다는 것이다. 사실 동경증권거래소 총 거래의 60~70%는 외국인이 차지하고 있으며 일본인은 40%미만에 불과하다. 그러므로 외국인 투자가들이 이미 거래를 지배하고 있다. 주주나 소유의 경우도 외국인 지분이 30%를 약간 밑도는 수준으로 이미 외국인들이 일본의 기업을 소유하고 있다. 일본은 최대한 그들의 목소리를 경청해야 한다. 이러한 문제에 대해서는 당연히 찬반논의가 있기 마련인데, 보수단체에서는 기업 소유권을 크게 포기할 경우 기술이 해외로 유출될 것을 우려하고 있다. 안보적 측면에서도 보수단체는 일부 외국펀드가 공항이나 전기, 전화, 수도 및 가스 등 국영기업체의 대부분을 인수할 가능성에 대해 우려하고 있다. 그러나 일반적으로 동경증권거래소는 유연성을 유지하고 외국인 투자가들과 협력할 것을 주장하고 있다.

셋째, 증권거래소의 기업공개는 크게 논란이 되고 있는 문제이다. 증권거래소에는 두 가지 기능이 있는 바, 하나는 규제기관이고 다른 하나는 거래소로서 이윤친화적인 조직이라는 것이다. 동경증권거래소는 이 두 가지 책무에서 균형을 모색해야 한다. 이익창출을 위해 규제를 무시한다면 거래소로서의 동경증권거래소에게는 좋은 소식이 아니다. 하지만 동경이나 한국의 증권거래소가 일부 주식을 상장한다면 신규 주주들이 제기하는 채산성 문제로 인해 크게 시끄러워질 가능성이 있다.

미국의 경우는 동경증권거래소와 같은 형태로 출발하였으나, 지금은 규제부문을 분리시켜 기업부문만 유지하면서 자체 영업에 관계된 규제만 유지하고 있다. 예컨대 상장기업에 대한 조사나 거래감시 등만 유지하고 있다는 뜻이다. 뉴욕증권거래소는 증권브로커나 시장참여자들에 대해 전혀 관여치 않으며, 이러한 일은 정부에 이양된 상태이다. 런던증권거래소는 처음부터 규제에 관한 모든 것을, 그러한 역할을 하는 런던의 자율규제기관(SRO: Self-Regulatory Organization) 과 금융감독청(Financial Services Authority)에 이양했으며 런던증권거래소는 단지 이익창출에만 집중하고 있다.

질문 귀하의 강연 중에 언급된 제3자 주식배정에 관해 자세한 설명을 듣고 싶다.

답변 본인은 한국의 법체계에 대해 아직 익숙하지 못하지만, 신주발행의 경우 발행가액이 기준가액에 비해 너무 낮고 신주의 제3자 배정은 기존 주주들의 어떤 허락도 없이 허용되고 있다. 효율적인 경영을 위해 일본 정부는 의도적으로 이와 관련된 법을 제정하였다. 그러나 일본 신흥시장의 일부 신생 상장기업들은 이 제도를 악용하고 있으며, 대부분의 제3자 주식배정이 기존 주주의 권익을 상당히 약화시키는 경우가 종종 있다. 총 발행주식의 50%가 넘는 경우에는 제3자 주식배정이 허용되지 않는다. 그러므로 실질적인 주주의 권익이 다른 사람에게로 이양되는 경우가 가끔 있지만, 기존 주주 누군가의 동의가 없다면 이는 기존 주주의 희생 대가로 이루어지는 것이다. 이와 같은 기업들의 경영자는 자유롭게 행동하는데, 동경증권거래소가 직면하는 최악의 문제는 거의 파산사태에 빠지는 등 실제로 경영상의 문제를 안고 있는 기업이 갑자기 제3자 주식배정을 실체가 없는 이른바 "페이퍼 컴패니(paper company)"에게 하기로 결정하는 것이다. 페이퍼 컴패니 소유자는 조세피난처인 버진군도(Virgin Islands)나 케이먼군도(Cayman Islands) 등과 같은 곳으로 이동하는

데, 페이퍼 컴패니는 사장의 이름만 있을 뿐 기업에 대한 설명이 전혀 없다는 것이 문제이다. 우리는 배후에 세탁자금이 있지 않나 우려하고 있지만 경찰도 범죄의 증거 없이 행동을 취하기가 어렵다. 불행히도 박식하고 경험 많은 변호사 및 회계사와 연계된 이러한 페이퍼 컴패니는 법망을 피할 수 있는 허점을 알고 있다. 이는 기업가치를 높이기 위해 제도적으로 악용되는 전형적인 사례이다.

동경증권거래소는 기존 주주의 권익을 약화시키는 제3자 주식배정제도를 가진 기업에 대해 경고를 하고 있지만, 이 기업들은 최종 자금제공자가 누구인지 공개하지 않는다. 이러한 것이 페이퍼 캠패니이다. 이것이 법적으로 허용되기 때문에 우리에게도 한계가 있다. 우리가 이 문제를 법정으로 가져간다 해도 패소할 것이다. 동경증권거래소의 최우선 관심사는 돈세탁이다. 야쿠자(Yakuza)와 같은 범죄조직의 돈세탁이 우려되기 때문에 우리는 법 개정을 심각하게 고려하고 있다. 이를 위해 동경증권거래소는 의회 정책입자들과 더 많은 시간을 가질 필요가 있으며, 상황이 크게 개선되지 않을 경우에는 조치를 취할 것이다.

질문 제3자 주식배정에 있어서 어떤 사항이 불법적인 것인가?

답변 발행주식의 50%를 초과하여 기존 주주의 권익을 약화시키는 것과 할인율이 기준가액의 30%를 넘는 경우이다.

질문 제3자 주식배정을 완전히 불법화하면 어떻게 되겠는가?

답변 대다수의 기업들이 경영의 최종국면에 있는 관계로 제3자 신주배정에서 성공하지 못하면 그 기업은 파산하게 된다. 이는 정상적인 상황이 아니다. 일본의 경우 두 가지 사례가 있었는데, 제3자 주식배정이 성공적으로 이루어진 기업이라도 추후 기업 안정성에 대한 검찰 조사에서 불법적인 결정사항이 발견되면 해당 기업은 시장 상장이 취소된다. 우리는 기업경영상의 이러한 사례에서 정상적인 희생자를 많이 보아왔으며 그들을 구제할 수 없는 것을 안타깝게 생각한다.

질문 한국의 투자가들은 중국과 인도 증권시장에 많이 집중하고 있다. 한국 투자가들이 일본 증권시장에 주목해야할 이유가 있다면?

답변 매우 좋은 질문이다. 이 질문을 일본의 투자가들에게 해보고 싶다. 요즘 1일 주식거래량을 보면 어떤 때에는 그 중 70%가 일본인이 아닌 외국인에 의해 거래된다. 일본인들도 거래를 하지만 많지는 않다. 성장을 선호하는 일부 일본인들은 한국인들처럼 중국, 인도, 러시아에 투자한다. 그래서 본인은 한국 투자가들이 왜 일본으로 오지 않느냐고 직접 물어봐야겠다는 생각마저 든다. 일본도 중국과 같은 높은 성장을 경험했다. 본인이 젊었을 때 일본의 성장률은 약 15%로 미국을 따라잡고 있었다. 그러나 일본이 연 2%대의 GDP성장률에 이른 이후 범세계적 금융시장은 일본에 대한 매력을 크게 잃었다.

본인이 앞서 언급한 바와 같이 한국 투자가들이 일본 시장에 매력을 못 느끼는 이유는 여러 가지가 있다. 일반적으로 이러한 문제의 대부분은 자기자본이익률로 설명될 수 있다. 동경증권거래소 내 일본의 평균 자기자본이익률은 9.3%이다. 최근 공개된 유럽증권거래소의 자료를 보면 런던증권거래소가 약 18%를 기록하고 있고, 독일이 12~13%, 미국이 16%이다. 놀랍게도 홍콩증권거래소는 17%로 미국보다 양호하며 런던증권거래소에 근접하고 있다. 당연히 홍콩증권거래소는 매우 적극적으로 노력하고 있다. 본인이 기업지배구조의 중요성을 강조하는 이유는 일본이 자본이용의 효율성을 상실하고 있기 때문이다. 한국과 마찬가지로 일본도 "연고자본주의(relationship capitalism)" 하에 있는데 이는 매우 가족지향적인 시스템이다. 그렇기 때문에 내부거래가 보편적이다. 일본도 독일처럼 성공적이었으며, 일본과 독일은 시스템을 공모라도 한 듯 서로 비슷한 비(非)시장지향적 자본주의 형태를 공유했다. 양국의 GDP 성장률은 매우 높아서 세계성장을 주도할 정도로 성공적이었으나 1985년에 한계점에 도달했다. 일본이 거대한 외환보유고, 가계저축 및 무역흑자를 기록하자 1985년 일본 경제의 자체 구조변화를 요구하는 압력이 세계 각처에서 나타났다. 이것이 뉴욕에서 있었던 이른바 플라자 협정(Plaza Agreement)이다.

일본은 성장을 유지하였으니 당연히 경제구조를 바꾸어야 했으나 세계가 요구하는 조건에 완전히 부응하지 못했다. 일본의 자기자본이익률이 저조한 이유는 바로 이 때문이다. 주주들은 자신의 힘을 동원해 자기자본이익률이 최소한 두 자리 수치로 향상되어야 한다고 주장하고 있다. 사실 최고의 경영성과를 내고 있는 기업들은

18%의 자기자본이익률을 기록하고 있으나 평균치는 9% 수준이다. 그래서 우리는 이를 10%로 끌어올리고자 한다. 한국 투자가들이 일본 증권시장을 기피하는 것은 아마 이 때문인 것 같다. 일본이 자기자본이익률을 10%로 끌어올릴 수 있다면 보다 많은 한국 투자가들을 유치할 수 있을 것이다.

질문 본인의 질문이 기업지배구조 문제와 관련이 있는지 모르겠다. 지난달에 나온 어떤 보고서에 의하면, 외국기업의 인수・합병에 대처하기 위해 극약처방(poison pill)과 일본 기업 간 상호보유지분의 수준을 높일 것이라는 우려 때문에, 귀하와 후쿠다(Fukuda) 총리가 만났을 때 동경증권거래소로 하여금 현행 기업인수지침에 반하는 조치를 마련하라는 일본 정부의 요구가 있었다고 한다. 이러한 조치를 마련할 계획이 있는지, 그리고 가능한 조치는 어떤 것들이 있는지 자세히 설명해 줄 수 있는가?

답변 귀하가 너무 자세히 알고 있는데 대해 본인은 매우 놀랐다. 후쿠다 총리는 본인에게 이 문제에 대해 몇몇 각료들에게 설명하기를 요구했다. 일반적으로 다시 한 번 말하지만 동경증권거래소는 일본을 찾는 주주라면 누구든지 환영한다. 우리는 외국인 투자에 대한 모든 장벽을 가능한 가장 낮은 수준으로 낮추어야 한다. 외국인 투자가들의 우려는 일본의 전력회사에 투자한 매우 독특한 영국의 액티브 펀드(active fund)와 하네다 공항에 투자하려던 호주 펀드에서 시작되었다. 이러한 것들이 외국인 투자에 대해 일본이 어떻게 대응해야 할지에 관한 여론을 갑자기 촉발시킨 것이다. 당연히 일본에는 찬반양론이 있었다. 찬성측은 일본의 경우 장기자본이 충분히 효율적으로 이용되지 않고 있기 때문에 외국인 투자가들의 강력한 지원은 일본에게 유익하며, 경영조직의 효율성 제고를 위해서도 그들의 능력을 이용해야 한다는 주장이다. 실제로 전력회사 등은 국영기업체이기 때문에 이와 같은 외국인 투자가들을 유치하는 것이 일본에게는 유리하다. 정부가 운영하는 한 효율성이 매우 부족한데 호주 투자가들이 운영하도록 불러들여도 무방하지 않느냐는 것이다.

다른 한편으로 이 문제는 당연히 국가안보 차원에서 제기되었다. 전력 등 기간산업체들은 새로운 핵시설을 건설하고 있다. 아시다시피 이 부문에 대해서는 일본과 프랑스만이 높은 기술수준을 보유하고 있기 때문에 많은 다른 나라들이 열심히 겨냥하고 있다. 과거에는 도시바(Toshiba)가 미국의 발전기를 구입했지만 지금은 미국이 그 기술을 일본에서 구입하고 있다. 앞서 말한 영국의 액티브 펀드는 일본의 전력회

사를 겨냥하여 20%의 지분을 주장했다. 현재 그 펀드는 9.5%의 지분을 보유하고 있는데 20%로 확대하고 싶어 한다. 본인은 20%의 지분과 기술유출 간의 상관관계에 대한 의미를 모르겠다. 본인이 기술자는 아니지만 경영상의 20% 투자로는 기술을 훔칠 수 없을 것으로 생각된다. 그러나 보수집단은 하나의 펀드가 아니라 서너 개의 펀드가 배후에서 서로 결합할 경우 그들이 기업을 장악하여 지금의 경영진을 퇴출시킬 수 있으며, 일부 외국인 CEO을 불러들여 기술을 이전할 수도 있다는 것이다.

그래서 동경증권거래소는 미국과 영국에서 외국인이 경영하는 전력회사를 살펴보았다. 영국과 네덜란드를 제외한 모든 나라들이 이러한 사안에 대응하는 독소조항을 가지고 있었다. 그러므로 국가안보나 국방이라는 관점에서 볼 때, 이러한 문제에 대비하기 위해서는 독소조항은 아니더라도 어떤 대응체계가 있어야 할 것으로 생각된다. 하지만 일반적으로는 어떠한 형태의 방어체계도 타당하지 않다.

질문 기업지배구조 문제에 대한 귀하의 상세한 설명에 감사드린다. 본인의 관심분야는 동경증권거래소 상장주식의 주가인데, 주가가 기준금액의 1/3수준으로 저평가된 것으로 여겨진다. 일본에 몇몇 우량기업들이 있음에도 불구하고 외국인 투자가들이 그다지 적극적이지 않은 듯하다. 따라서 본인은 기업지배구조 문제가 언제쯤 해결될 것인지 궁금하다.

답변 일본 기업의 60%가 주식의 장부가격 대비 시장가격(P/B: Price to Book Ratio)이 1% 미만이다. 이러한 현상은 시장이 크게 붕괴될 경우 미국뿐만 아니라 어디에서도 나타난다. 그러나 이처럼 부자연스러운 가격은 장기간 유지될 수 없다. 왜냐하면 1% 미만의 P/B 비율이 계속 유지될 경우 누군가가 기업을 매입할 수 있고 해체할 수도 있다. 우리가 자본이용의 효율성 체제를 반드시 유지해야 한다고 본인이 주장하는 이유는 이 때문이다. 이러한 근거를 주장하는 이면에는 박식한 외국인 투자가의 진입을 허용한다는 뜻이 있다. 주식의 P/B 비율이 5%보다 낮으면 주식매수가 쇄도하여 주가가 상승할 것이다. 금융수치가 좋아지지 않으면 외국인 투자가나 주주가 기업을 개선시켜 다시 시장에 판매할 것이다.

본인이 일본산업재생기구(IRCJ: Industrial Revitalization Corporation of Japan)에 근무하면서 4년간에 걸쳐 부실기업을 정리한 바 있는데, 그 중 42개 기업을 선정한 후 깨끗이 정리하여 기업계획을 바꾸고 해당 기업의 체질을 강화시켰다. 그리고 이

윤을 남기며 다른 기업에 판매 · 정리하자 사람들은 우리가 이윤을 창출했다는 데에 놀라워했다. 그러나 이는 매우 쉬운 일이었다. 인수될 당시 P/B 비율이 1% 미만이었던 한 부실기업이 우리를 찾아왔고, 우리는 이 부실기업을 사들이면서 은행에 대출 포기를 요청하였으며, 기업 모델을 바꾸고 장부상 무익한 자산은 판매 · 정리함으로써 마침내 우리는 7%의 내부수익률로 재정적 여유를 높였다. 이러한 조치는 국제사회에서 잘 된 것으로 받아들여져 많은 외국인 투자가들이 우리와 접촉하였고 그 중 몇몇 외국인 투자가들은 다이에이(Daiei)와 같은 기업을 인수하기도 했다. 이처럼 우리는 국내기업과 외국기업에 대한 차별을 두지 않았다.

P/B 비율이 1% 미만인 비합리적 경영체제는 유지될 수 없다. 때문에 우리는 합리적인 투자가들을 초빙하여 자본이용에 관한 그들의 강력한 의견을 듣고 싶다. 우리는 이러한 방법으로 경영형태의 개선과 자기자본의 이익률 제고를 도모하고자 한다. 그러다보면 결국 한국의 투자가들도 진입하게 될 것이다.

질문 귀하는 그러한 것이 언제쯤 이루어질 것으로 보는가?

답변 한국의 상황과는 달리 일본은 정부 예산상 가장 큰 채무를 가진 국가이다. 이 문제도 독특하지만 일본의 가계부채는 13조 엔으로 세상에서 흔치 않은 경우이다. 일본 정부의 세수는 50조 엔이나 일반예산 지출규모는 80조 엔이다. 이는 30조 엔의 재원조달을 위해 채권을 발행해야 한다는 뜻이다. 그리고 일본은 이미 국채를 발행한 바 있다. 그래서 매년 예산부족을 메우기 위해 추가적으로 약 140~150조 엔에 이르는 채권이 발행된다. 즉 일본인들은 휴지조각 같은 채권의 발행으로 골프를 즐기고 음악을 들으며 좋은 음식을 만끽하고 있는 것이다. 문제의 핵심은 일본 정부와 언론인이 일본 국민들에게 이러한 정보를 어떻게 공개해야 하는가이다. 그렇지 않으면 지방정부의 예산부족을 이유로 일본 각지에 있는 모든 사람들이 더 많은 자금을 요구할 것이다. 본인은 이 같은 경험을 1975년에 뉴욕에서 겪었다. 당시 뉴욕은 파산했다. 이와 꼭 같은 현상이 일본에서 일어나고 있다. 채권이 발행되었지만 그 채권이 신용을 잃었기 때문에 채권을 구입한 사람들은 파산했다. 때문에 일본은 비효율적인 자본이용을 계속할 시간적 여유가 없다.

세계경제연구원 후원회 가입안내

- 후원회원의 종류 : 법인회원, 개인회원

- 법인회원에 대한 서비스
  연구원 주최 행사에 우선 초청
  연구원 주최 행사에 5인까지 무료 참가 가능
  연구원이 발간하는 모든 간행물 무료 제공
  법인 회원을 위한 특별 세미나 및 간담회 개최

- 개인회원에 대한 서비스
  연구원 주최 행사에 초청
  행사 참가비 할인
  연구원이 발간하는 일부 간행물 무료 제공

- 후원회비는 관련세법에 따라 세금공제 가능

- 회원 가입 문의
  551-3334～7(전화) 551-3339(팩스)
  E-mail : igenet@igenet.com
  http://www.igenet.com

세계경제연구원
Institute for Global Economics
서울 강남구 삼성동 159 무역센터 2505호
전화 : 551-3334/7, FAX : 551-3339
E-mail : igenet@igenet.com
http://www.igenet.com