

우리나라 증시의 MSCI 선진국 지수 편입에 대한 소고*

연구위원 임태훈

MSCI는 2008년 우리나라를 선진지수 관찰대상국으로 선정하면서 선진지수 편입의 선결조건으로 외국인 ID제도 개선, 원화의 태환성 확보, 거래소 데이터 접근에 비경쟁적 조항 삭제를 요구했으나 상당기간 진척이 없었던 관계로 2014년에 우리나라는 관찰대상국에서 제외되기에 이르렀다. 이들 선결조건은 MSCI 지수를 사용하는 기관투자자의 자산운용 편리성과 밀접한 관계가 있으며 MSCI의 확대된 영향력이 반영된 결과라고 이해할 수 있다. 우리나라의 특수한 상황으로 인해 선결조건 충족에 어려움이 있으므로 과거 선진국 편입사례를 통해 선진국 지수 편입의 득과 실을 고려한 대응 방안이 필요하다.

지난 6월 MSCI는 연례 지수 검토 결과를 발표하면서 정부의 기대와는 달리 한국을 선진국 지수 편입 관찰대상 국가로 선정하지 않았다. MSCI 선진국 지수 편입을 위해 정부는 2015년부터 외국인 투자자의 접근성을 개선하려는 노력을 기울였지만, 개선된 제도는 2017년에 시행되며 선진국 편입을 위한 주요 조건 사항에는 변화가 없다는 이유로 MSCI는 우리나라를 관찰대상 국가로 선정하지 않았다. 본고는 과거 우리나라가 관찰대상 국가로 선정된 이후 일련의 과정을 되짚어보고, 지수 사업자의 영향력 증가 배경과 함께 MSCI 선진국 지수 편입사례 검토를 통해 향후 우리나라의 대응방안에 대한 시사점을 도출하고자한다.

* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

과거 우리나라의 MSCI 선진국 분류 검토 과정

지난 2008년 6월 MSCI는 우리나라를 선진국 지수 편입 검토대상(watch list) 국가로 지정했다. 이후 MSCI는 국제 기관투자자의 자문(consultation)을 구한 후 MSCI의 자체 평가 과정을 거쳐 2009년에는 우리나라의 선진 지수 편입을 위한 세 가지 선결조건을 제시했다.

MSCI의 선진국 지수 편입 조건을 크게 세 가지로 분류하면 경제 발전정도, 증시의 규모와 유동성, 증시의 접근성으로 나뉜다. 처음 두 조건은 객관적 수치로 정의되며 우리나라 증시는 이를 쉽게 만족한다. 하지만 세 번째 기준인 증시의 접근성은 상대적으로 주관적인 기준으로 이루어져있다. MSCI는 우리나라의 증시의 접근성이 선진국 증시와 비교했을 때 다음 세 가지 측면에서 부족하다고 검토했다. 첫째로 원



화의 태환성이 부족하며, 둘째로 외국인 투자자 ID 제도가 통합 관리를 허용하지 않으며, 셋째로 거래소의 데이터 접근에 비경쟁적 조항이 존재한다는 문제였다. MSCI가 제시한 세 가지 선결조건의 본질은 외국인 기관투자자의 입장에서 본 선진국 주식과 우리나라 주식의 거래과정의 차이로 이해할 수 있으며 선결조건은 외국인 기관투자자의 자산운용 편리성과 밀접한 관계가 있다.

이후 2014년까지 6년 동안 우리나라는 선진국 지수 편입 후보 국가로 지속적으로 등재되었으나 MSCI가 제시한 선결조건에 대한 진전이 없다는 이유로 2014년 6월에는 선진국 편입 관찰대상 국가에서 제외되기에 이르렀다. 우리 정부는 2015년 6월 연례 지수 검토에 앞서 선진지수 편입의사를 밝히는 서신을 발송하였으나 MSCI는 검토시간이 부족하다는 이유로 우리나라를 관찰대상국에 등재하지 않았다.

이에 2015년 하반기부터 정부는 선진국 지수 편입 선결조건을 만족시키기 위한 제도 개선을 검토하고 MSCI에 정부의 입장을 피력하는 등 MSCI와 본격적인 논의를 시작했다. 2016년 1월에 정부는 MSCI가 제시한 3가지 선결조건 중 하나인 외국인 투자 ID 제도 개선을 위해 외국인 통합계좌 도입 계획을 발표했고, 같은 해 5월에는 원화의 태환성 개선의 일환으로 주식, 외환 시장의 거래시간 연장방안을 발표했다. 하지만 MSCI는 2016년 6월 발표에서 실질적인 제도개선은 2017년이나 이루어지고 원화의 태환성과 거래소 데이터 사용관련

비경쟁적 조항의 문제가 개선되지 않았다는 이유로 선진국 편입 관찰대상에 우리나라를 포함하지 않았다.

MSCI의 선진국 분류 결정이 주목받는 배경

MSCI는 기관투자자들에게 각종 지수를 산출하여 제공하는 지수사업자이다. 지난 10년간 지수사업자의 영향력이 빠른 속도로 증대했는데, 영향력이 커진 이유는 크게 두 가지로 볼 수 있다. 첫째, 지수를 추종하는 패시브 펀드의 비중이 빠른 속도로 늘어나고 있다. Morningstar에 의하면 패시브 펀드는 2016년 5월 현재 2007년 대비 230% 증가하여 6조달러 규모에 다다른 반면 액티브 펀드는 같은 기간 54% 증가에 그쳐 24조달러에 그쳤다. 전체 펀드에서 패시브 펀드가 차지하는 비중이 이전에 비해 가파르게 상승한 것이다. 둘째, 액티브 펀드의 성과를 평가하는 기준으로도 지수가 사용된다. 평가 기준으로 사용되는 지수를 벤치마크 지수라고도 하는데 액티브 펀드의 성과는 벤치마크 지수 수익률을 초과하는 수익률로 판가름난다. 펀드매니저가 자의적으로 투자자산을 선택하는 액티브 펀드라고 할지라도 투자 평가의 기준점인 벤치마크 지수에서 벗어나 투자할수록 펀드의 수익률이 벤치마크 수익률보다 낮아질 위험이 높아질 수 있으므로 벤치마크 지수의 변화는 액티브 펀드에도 간접적이지만 중요한 의미를 가진다.

따라서 지수사업자는 자신의 지수를 추종하는 패시브 펀드의 투자 구성에 직접적인 영향

력을 행사한다고 볼 수 있으며 자신의 지수를 벤치마크 지수로 사용하는 액티브 펀드에도 간접적으로 영향을 미친다. 다만 주가 지수의 본래 목적이 평가하고자하는 시장을 수치를 통해 측정하는데 있으므로 자의적 영향력의 폭은 제한되어있다. 한편 선진국, 신흥국 분류와 같은 명확한 기준이 없고 주관적 판단이 필요한 부분에서 지수사업자의 영향력은 커질 수 있다.

MSCI이외에도 FTSE Russel, S&P Dow Jones Indices 등의 지수사업자가 있지만 국제 주가지수에서는 아직까지 MSCI의 영향력이 가장 큰 것으로 알려져 있다.¹⁾ 또한 우리나라의 외국인 보유 주식 중 미국인의 비중이 40%에 달하고 MSCI는 미국 투자자에 미치는 영향력이 높으므로 우리나라 증시에는 MSCI 지수의 영향력이 더 크다고 할 수 있다.

이스라엘 사례로 본 MSCI 선진국 지수 편입 효과

신흥국에서 선진국으로 재분류된 최근 사례로는 2010년 이스라엘 사례가 있다. 2000년 이전에 그리스나 포르투갈의 선진국 지수 편입 사례도 있지만 활용 가능한 데이터의 범위가 좁고, 이전 선진국 분류 사례에서는 최근 부상하고 있는 패시브 펀드의 효과가 적을 것으로 추정되므로 가장 최근의 이스라엘의 선진국 분류 효과를 검토해보았다.

이스라엘은 2008년 우리나라와 같이 선진

국 지수 관찰대상 국가에 포함되어 우리나라와 마찬가지로 국제 기관투자자의 자문을 받는 과정을 거쳤다. 결제 기간이 국제 기준보다 짧은다는 이슈가 제기되었으나 특별한 진전을 보이지 않았음에도 MSCI는 이스라엘을 관찰대상국에 포함하지 1년 만에 선진국으로 재분류했다. MSCI는 결제 기간의 상이함은 선진국 지수에 편입을 막을 만큼 중요한 이유가 되지 않는다고 판단했다.

선진국 지수 편입 후 이스라엘 지수의 상승 여부나 외국인 투자자금의 유출입 효과는 매우 중요한 사항이지만 전후의 변화가 선진국 분류에 기인한 것인지 다른 기타 요인의 영향을 받았는지는 알기 어려운 문제가 있다. 선진국 지수 편입 전후의 이스라엘 대표 지수인 TA-100의 추이를 보면 선진국 지수 편입이 발표된 2009년 6월부터 2009년 말까지 32.9% 상승했다. 하지만 2009년은 글로벌 금융위기에 하락했던 주가가격이 반등하던 시기였고 같은 기간 선진국 지수가 17.4%, 신흥국 지수는 30% 상승했던 것을 보면 이스라엘 지수의 상승이 선진국 지수 편입 효과라고 단정 짓기 힘든 측면이 있다.²⁾ 선진국으로 재분류 시점 전후로 주식 포트폴리오 펀드 유출입의 변화 또한 관찰되었으나 재분류 시점에서의 급격한 변화는 관찰되지 않았다. 주가지수의 변화에서 재분류 효과

1) MSCI에 따르면 2015년 6월 현재 국제주식에 투자하는 미국 연금 자산의 95%가 MSCI 지수를 벤치마크로 사용하고 있다고 한다.

2) 개별종목의 지수 편입 이후 가격변화를 연구한 Shleifer(1986), Kaul, Mehrota, and Morck(2000)에서는 편입된 다수 종목의 전후의 효과의 평균을 측정해 개별주식의 기타요인을 상쇄했다. 선진국 재분류는 드물게 발생하는 이벤트로 이전 연구의 방법론을 사용할 수 없다.



를 분리하기 어려운 것과 마찬가지로 하나의 재분류 사례에서 재분류에 따른 자금 유출입 규모를 추정하는 것에는 무리가 따른다.

선진국으로 재분류된 이후에 저평가된 증시가 재평가될 수 있는 가능성도 거론되었으나 이스라엘의 경우에는 주목할 만한 변화가 관찰되지 않았다. 증시의 가치 평가 기준 중 하나인 주가수익배율(P/E)의 추이를 보면 이스라엘의 가치평가는 선진국 지수 편입 시점과 상관없이 신흥국 평균 수준에서 크게 벗어나지 않고 있으며 편입 이후 6년이 지난 지금 선진국 평균의 2/3 수준에 머무르고 있다.

이스라엘의 선진국 분류 이후로 괄목할만한 변화가 없는 것은 아니었다. 우선 이스라엘 주식에 대한 펀드 유출입의 변동폭이 선진국 평균 수준에 가깝게 줄어들었다. 펀드 유출입의 변동폭이 높았던 금융위기 전후 기간을 제외하더라도 이스라엘의 주식 자금흐름의 변동성은 선진국 분류 이후 현저히 감소했다. 이스라엘이 신흥국으로 분류된 기간에는 자금흐름의 변동성이 신흥국의 평균 변동성에 근접했던 반면 선진국으로 분류된 이후에는 선진국의 평균 수준으로 낮아진 모습을 보인 것이다.

자금흐름의 변동성 감소에 더해 신흥/선진국 분류에 따른 자금흐름의 동조화 양상의 변화도 관찰되었다. 이스라엘이 신흥국으로 분류되었을 당시 이스라엘 주식 자금흐름과 신흥국 주식의 자금흐름이 높은 동조화 현상을 보인 반면 선진국으로 재분류된 이후로는 신흥국과의 동조화 현상은 줄어들고 선진국과 동조화

정도가 증가하는 현상을 관찰할 수 있었다.³⁾ 이는 Barberis, Shleifer, and Wurgler(2005)가 제시한 모델과 일맥상통하는 부분이며 선진국 지수에 포함된 주식은 선진국 주식과 묶여서 거래되는 성질이 있다는 것으로 요약할 수 있다. 이스라엘이 선진국으로 재분류된 이후 이스라엘 주식을 포함하는 포트폴리오의 선진국 주식 비중이 꾸준히 상승한 점도 위 설명을 뒷받침해준다.

맺음말

MSCI의 선진국 재분류는 미리 정립된 객관적인 기준에 근거하기보다는 지수사업자의 주관적인 판단과 지수이용자인 기관투자자의 의견에 좌우된다고 할 수 있다. 외국인 기관투자자의 입장에서는 우리나라 주식에 대한 투자 절차가 기존 선진국 주식 거래 절차와 상이한 경우 정형화된 운용방식에서 벗어나야 하는 부담을 갖게 되므로 기존 선진국과 최대한 유사한 환경을 갖출 것을 요구할 유인이 있다. 또한 패시브 펀드의 빠른 성장과 벤치마크의 활용도가 높아짐에 따라 지수사업자의 영향력이 커지고 있으므로 우리는 지수사업자와의 협상에서의 득과 실을 면밀히 따져볼 필요가 있다.

MSCI가 선결조건으로 내세운 3가지 조건 중 우리 정부가 가장 수용하기 어려운 조건은 역외 외환시장으로 알려져 있다. 역외 외환시

3) 이스라엘 주식 자금흐름과 동조화 측정시 기계적인 관계를 배제하기 위해 이스라엘을 제외한 신흥국, 선진국 자금흐름과의 상관관계를 측정하였다.

장의 필요성은 2008년 MSCI가 우리나라를 처음으로 관찰대상 국가로 지정하면서 외국인 기관 투자자를 대상으로 자문을 받는 과정에서 나온 조건이며 2009년에 대만이 관찰대상 국가로 등재되었을 때도 선결조건으로 제시되었다. 따라서 역외 외환시장 유무가 MSCI 선진국 지수 이용자에게는 매우 중요한 문제임을 유추할 수 있다. 그러므로 선진국 주식에 투자하는 외국인 기관 투자자에게 역외 외환시장이 필요한 이유와 역외 외환시장 활용 방안을 파악해 이에 맞추어 대응할 필요가 있다.

마지막으로 선진국 지수에 포함됨으로써 얻을 수 있는 효과 및 부작용에 대한 충분한 이해가 필요하다. 가장 최근 MSCI가 선진국으로 분류한 이스라엘의 경우를 살펴보면 선진국으로 분류된 이후 주식자금 흐름의 변동성이 줄어들고, 신흥국 펀드흐름과 연계성은 줄어들며 선진국 펀드흐름과 연관성이 높아진 것을 확인할 수 있다. 또한 이스라엘 주식을 편입한 포트폴리오의 선진국 주식 비중이 점진적으로 높아지는 현상은 단순히 패시브 펀드에 편입되는 것을 넘어서 선진국으로 분류된 이후 연기금과 같은 장기 투자 포트폴리오에 점차 포함될 수 있는 가능성을 보여준다고 할 수 있다. 우리나라가 선진국 지수에 편입된다면 선진국 증시와 연계성이 높아지면서 비교적 안정적인 투자를 유치할 수 있을 것으로 기대되며, 신흥국 증시와의 연계성이 낮아지며 자금흐름의 변동성이 줄어 증시의 가격 변동성이 줄어드는 현상이 나타날 수 있다.

MSCI가 제시한 선결조건을 해결하기 위해서는 기존 제도의 변화가 불가피할 것으로 예상된다. 따라서 필요한 비용을 파악하고 최소화할 수 있는 노력을 해야 한다. 또한 선진국 지수 편입시 얻을 수 있는 효용을 파악해 효율적인 대응방안 마련이 필요하다.