

KCMI

Korea Capital
Market Institute

글로벌 해외포트폴리오투자
현황 및 결정요인에 관한 연구

김한수



글로벌 해외포트폴리오투자 현황 및 결정요인에 관한 연구

2017. 3.

연구위원 김한수



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

序 言

해외포트폴리오투자는 최근 글로벌 금융시장 통합의 가속화 및 정보기술의 발전에 따라 빠르게 성장하고 있다. 국내투자자는 인터넷 등 다양한 방법을 통해 적은 비용으로 해외 자산관련 정보의 취득 및 참여가 가능하게 되었으며, 또한 신흥국의 경제성장과 더불어 자본시장 개방이 확대되는 등 점차 해외 금융자산에 대한 투자가 빠르게 확대되고 있는 것이다. 이러한 해외포트폴리오투자의 빠른 성장세는 글로벌 금융위기 및 유럽 재정위기 등 일부 시점을 제외하면 대부분의 주요국에서 나타나고 있다.

우리나라 또한 최근 해외포트폴리오투자가 빠르게 증가하고 있다. 글로벌 금융위기 이전에는 해외펀드 붐으로 민간부문 주도의 해외주식투자가 크게 확대되었으며, 금융위기 이후로는 연기금 등 공공부문의 해외투자가 빠른 성장세로 확대되고 있다. 최근에는 저금리 지속에 따른 금융기관의 해외채권을 중심으로 한 성장세가 빠르게 진행되고 있으며, 또한 연기금의 해외주식투자 성장세 또한 당분간 확대를 지속할 것으로 예상되고 있다.

해외포트폴리오투자의 주목적은 국제적 위험분산을 통한 투자수익의 제고에 있을 것이다. 즉 국내투자자는 해외자산을 포트폴리오에 편입함으로써 국내 고유 위험요인의 국제적 분산과 이에 따른 위험조정 수익 증진의 효과를 가져올 수 있다. 그러나 이러한 해외포트폴리오 구성을 통한 수익 제고의 가능성에도 불구하고 글로벌 해외포트폴리오 배분은 여전히 낮은 수준이다. 주요국의 투자자는 여전히 모국투자를 선호하고 있으며 이론적으로 예상되는 바와는 매우 다른 해외포트폴리오투자 행태를 보이고 있다.

글로벌 투자자의 해외포트폴리오투자 추이 및 결정요인을 포괄적으로 살펴보고 있는 본 연구는 최근 빠르게 변화하고 있는 해외포트폴리오투자의 추이 및 특징을 세분화하여 보여줌으로써 여전히 존재하고 있는 해외투자 저해요인의 분석과 더불어 글로벌 투자자의 해외포트폴리오투자 결

정요인을 규명하는데 일조할 것으로 기대된다. 또한 해외포트폴리오투자의 빠른 성장세가 지속될 것으로 예상되고 있는 한국의 입장에서는 글로벌 투자자 및 지역별 투자자의 해외포트폴리오투자 패턴을 이해함으로써 향후 유용한 정책적 시사점을 도출하는데 도움이 되리라 판단된다.

본 보고서를 작성한 국제금융실의 김한수 연구위원에게 감사의 뜻을 전하며 사내 세미나와 심사를 통해 유익한 논평을 해주신 여러 연구위원에게도 감사드린다. 끝으로 본 보고서의 내용은 연구진 개인의 의견이며 본 연구원의 공식 견해가 아님을 밝혀둔다.

2017년 3월
자본시장연구원
원장 안동현

목 차

Executive Summary	vii
Abstract	x
I. 서론	3
II. 해외포트폴리오투자 현황	7
1. 자료 개요	7
2. 글로벌 해외포트폴리오투자 현황	11
3. 글로벌 해외주식투자 현황	20
4. 한국의 해외포트폴리오투자 현황	30
III. 해외주식투자 결정요인 분석	41
1. 기존문헌 및 분석목적	41
2. 분석 모형 및 변수	47
3. 실증분석 결과	52
IV. 결론 및 시사점	71
참고문헌	77

표 목 차

<표 II-1> 국가별 해외주식투자자산 보유 현황 (2014년)	22
<표 II-2> 국가별 해외주식투자 유치 현황 (2014)	24
<표 II-3> 그룹별 투자비중 현황 (2015.6월)	26
<표 II-4> 시가총액 대비 해외주식투자 비중 (2014년 기준)	28
<표 III-1> 분석모형	48
<표 III-2> 설명변수 내용 및 출처	51
<표 III-3> 모형별 포함 국가 수	53
<표 III-4> 글로벌 해외주식투자 결정요인	54
<표 III-5> 지역 샘플 구성 (투자원천국 기준)	58
<표 III-6> 소득군별 해외주식투자 결정요인	59
<표 III-7> 지역별 해외주식투자 결정요인	63
<표 III-8> 분석결과 요약	66

그림 목 차

〈그림 II-1〉 CPIS 커버리지	9
〈그림 II-2〉 주요 역외금융센터 해외주식투자자산 보유 비중	10
〈그림 II-3〉 글로벌 해외포트폴리오투자 추이	12
〈그림 II-4〉 주요국 해외포트폴리오투자 증가율 추이	13
〈그림 II-5〉 GDP 대비 해외포트폴리오투자 비중	14
〈그림 II-6〉 지역별 해외포트폴리오투자 자산배분 현황 (2014년)	15
〈그림 II-7〉 주요국별 해외포트폴리오투자 자산별 비중 추이	17
〈그림 II-8〉 투자주체별 해외포트폴리오투자 비중 (2013년 기준)	18
〈그림 II-9〉 자산군별 해외투자주체 비중 (2013년 기준)	19
〈그림 II-10〉 글로벌 해외주식투자 추이	20
〈그림 II-11〉 소득군별 해외주식투자자산 보유비중 추이	21
〈그림 II-12〉 소득군별 해외주식투자 유치 추이	23
〈그림 II-13〉 중·저소득 투자대상지역 투자비중 추이	25
〈그림 II-14〉 모국투자편향 (2001~2014년 평균)	29
〈그림 II-15〉 국내투자자 해외포트폴리오투자 추이	30
〈그림 II-16〉 해외포트폴리오투자 유출입 추이	31
〈그림 II-17〉 주요국 대비 고령화 속도추이	32
〈그림 II-18〉 한국 및 주요국 해외주식투자비중	33
〈그림 II-19〉 지역별 투자비중	34
〈그림 II-20〉 투자주체별 해외포트폴리오투자 추이	35
〈그림 II-21〉 투자주체별 해외주식 및 해외채권 투자비중	36
〈그림 II-22〉 금융기관 해외주식 및 해외채권 투자 추이	37

약 어 표

BOPS	Balance of Payments Statistics
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CPIS	Coordinated Portfolio Investment Survey
HB	Home Bias
IFRS	International Financial Reporting Standards
IMF	International Monetary Fund
MENA	Middle East and North Africa

《 Executive Summary 》

최근 글로벌 투자자의 해외포트폴리오투자는 매우 빠르게 증가하고 있다. 글로벌 해외포트폴리오투자 잔액은 2014년 말 기준 48.5조달러로 2001년 대비 4배 이상 성장하였으며, 글로벌 GDP 대비 62% 수준에 이르고 있다. 글로벌 해외포트폴리오투자의 주요 주체는 고소득·선진국으로, 고소득 OECD 회원국의 보유 비중은 90%를 상회하고 있다. 투자대상지역에 있어서도 고소득지역에 대한 자산배분 비중이 매우 높게 나타나고 있다. 전체 해외포트폴리오투자 잔액의 약 86%가 고소득지역 자산에 투자되어 있으며, 신흥국으로의 투자 비중은 낮은 수준이나 최근 증가 추세를 보이고 있다.

2014년 말 기준 글로벌 해외주식투자 잔액은 총 해외포트폴리오투자 잔액의 46%에 해당하는 약 22조달러로 추정된다. 2001년 이후 글로벌 해외주식투자는 연평균 11%의 매우 높은 증가율을 보이고 있으며, 투자의 주요 주체인 고소득·선진국을 중심으로 빠른 성장세가 지속되고 있다. 한편 투자자의 모국주식 투자편향은 전 지역에서 관찰되고 있다. 유럽의 투자자는 여타 지역 대비 상대적으로 낮은 모국편향을 보이고 있는 반면 일본, 한국 등은 상대적으로 모국편향이 높은 것으로 나타났다.

우리나라는 주요국 대비 매우 빠른 속도로 해외포트폴리오투자가 증가하고 있다. 2015년 말 기준 국내투자자의 해외포트폴리오투자 총액은 약 2,359억달러로 2001년 대비 30배 이상 증가하였다. 글로벌 금융위기 이후 국내거주자의 해외포트폴리오투자 확대는 공공부문 주도로 진행되고 있다. 2014년 말 기준 한국의 총 해외주식투자 잔액의 약 68%는 연기금 등 공공부문이 보유하고 있으며, 민간부문의 해외포트폴리오투자는 금융위기 이후 큰 폭으로 감소하였다. 국내 투자자의 해외포트폴리오투자는 고소득지역에 약 68%가

배분되어 있으며, 지역별로는 미국 및 중국으로의 투자비중이 상대적으로 높은 것으로 나타났다.

지역별로 상이한 글로벌 해외포트폴리오투자 패턴은 최근 세계화의 급속한 진전에도 불구하고 여전히 해외포트폴리오투자 마찰요인이 지역별로 상이하게 존재하고 있음을 보여주고 있다. 본 연구에서는 해외주식투자의 결정요인 분석을 통해 해외주식투자가 어떠한 투자요인에 의해 설명될 수 있는지를 살펴보았다. 먼저 본 연구의 실증분석에서는 기존연구에서 제시하고 있는 정보 및 거래 비용의 대리변수로 사용되고 있는 중력변수의 유의성이 확장된 글로벌 샘플에서 유의한지를 살펴보았다. 이어서 투자원천국 및 투자대상국 고유의 특성이 해외주식투자에 미치는 영향을 추정하였으며, 특히 인구고령화, 연기금 성장 등 구조적 변화요인이 미치는 영향을 분석하였다. 또한 해외주식투자의 주요 순기능인 위험분산 목적의 결정요인을 추정하여 보았으며, 마지막으로 이러한 결정요인이 지역별, 국가별로는 어떠한 차이를 보이고 있는지를 살펴보았다.

본 연구의 글로벌 샘플에서는 기존의 연구결과와 유사하게 해외주식투자의 주요 결정요인으로 포함된 투자원천국 및 투자대상국의 경제 및 사회·문화적 연관성, 금융시장의 개방도 및 유동성, 투자대상지역의 수익 및 위험분산 요인 등이 모두 통계적으로 유의하며 예상과 동일한 방향성을 갖는 것으로 추정되었다. 또한 투자원천국의 인구구조 및 연기금자산 비중은 해외포트폴리오투자의 중요한 요인으로 추정되었으며, 이러한 결과는 인구고령화 및 연기금 비중 확대가 빠르게 진행되고 있는 우리나라에서 향후 해외주식투자 확대가 지속될 것임을 시사하고 있다.

지역별 샘플에서는 투자원천지역의 소득군 및 지리적 위치에 따라 해외포트폴리오투자 결정요인의 통계적 유의성 및 방향성이 상이하게 나타났다. 특히 위험분산 목적의 해외주식투자는 고소득 지

역 및 주요 선진국에서만 나타났으며, 일부 저소득 지역의 경우에는 위험분산 요인이 예상과는 반대되는 양(+)의 관계로 추정되었다.

해외주식투자가 빠르게 확대되고 있는 우리나라는 앞으로도 빠른 성장세가 지속될 것으로 예상된다. 이에 우리나라는 장기적인 관점에서 해외주식투자를 통한 장점을 십분 활용할 수 있도록 다음과 같은 사항을 고려해야 할 것으로 판단된다. 먼저 민간투자자의 해외주식투자를 장기투자자로 유인할 필요가 있을 것이다. 단기주의 추구 목적의 해외주식투자는 특정 지역에 대한 쏠림현상으로 이어질 수 있으며, 이는 특히 국내투자자의 해외주식투자를 통한 위험분산의 효과를 저해하는 주요인으로 판단된다. 이에 향후 해외포트폴리오투자 관련 정책의 수립은 무엇보다 장기·분산투자로의 유도라는 목적 하에 진행될 필요가 있을 것이다.

한편 우리나라는 최근 해외주식투자 성장세가 공공부문 주도로 진행되고 있는 만큼 이를 민간부문의 해외포트폴리오투자 역량제고로 연결할 수 있는 방안 마련이 필요하다. 이러한 측면에서 국부펀드의 해외금융기관 위탁 시 자국 인력의 고용 여부를 조건으로 명시하는 등 민간부문의 역량제고에 앞서고 있는 싱가포르의 사례를 참조할 필요가 있다. 민간금융기관의 역량제고는 해외포트폴리오투자 확대의 주요 요건임과 동시에 해외주식투자를 통한 위험분산의 순기능을 활용 가능하게 하는 중요한 요소이다. 이에 정부는 해외주식투자 활성화를 통해 국내 금융기관 역량제고 및 금융시장 고도화를 동시에 추구할 필요가 있을 것으로 판단된다.

« Abstract »

The Current State and Determinants of Foreign Portfolio Investment

Recently, foreign portfolio investment has increased at a rapid pace. As compared to 2001, outstanding portfolio investment quadrupled to \$48.5 trillion in 2014 to account for about 62% of global GDP. High-income, developed countries form major investor countries as high-income OECD member nations hold over 90% of portfolio investment. Those countries also are popular destinations of portfolio investment. About 86% of outstanding portfolio investment is held in assets in high-income economies, whereas emerging markets account for a low, albeit recently increasing, proportion.

As of the end of 2014, outstanding portfolio investment in equity securities is estimated to reach \$22 trillion, about 46% of total outstanding portfolio investment. Foreign portfolio investment in equities has grown rapidly at a CAGR of 11% since 2001, with the growth being more evident among high-income, developed countries. Meanwhile, a bias toward home equities has been observed everywhere. Whereas European investors tend to show a low home bias, Japan and Korea are found to have a higher home bias.

Korea's outward portfolio investment has been growing more rapidly than that of developed countries. As of the end of 2015, outstanding portfolio investment by investors

resident in Korea stood at \$235.9 billion, over a 30-fold increase from the 2001 level. Since the global financial crisis, the public sector has led the expansion of Korean residents' portfolio investment. As of 2014, almost 68% of Korea's international equity investment was held by the public sector such as pension funds, whereas the private sector's portfolio investment has dwindled significantly since the global financial crisis. It is found that about 68% of portfolio investment by Korean residents is allocated in high-income regions, with a relatively high share being invested in the US and China.

Such a geographical pattern in portfolio investment demonstrates that friction factors across economies still linger despite the rapid progress in globalization. By analyzing the determinant of international equity investment, this study explored what factors could explain international equity investment. For empirical analysis, I first estimated the gravity model with variables used as a proxy for information and transaction costs in the existing literature to find out whether those variables remain significant in our extended global sample. Then, the impacts the innate nature of investor and investee countries have on international equity investment were estimated, with the focus on structural factors such as population ageing, growing pension funds, etc. Also analyzed was the determinant of risk diversification, one of the important positive functions of international equity investment. Lastly, I explored how those determinants are different across regions and countries.

Similar to the existing literature, the global sample used in this study revealed that the major determinants to international equity investment, such as economic, social, and cultural correlations between investor and investee countries, their financial market openness and liquidity, investment returns and risk diversification in investment destinations, etc., hold a statistical significance and move in the same direction as expected. Moreover, it was estimated that the demographic structure and the share of pension fund assets in investor countries are important factors behind foreign portfolio investment. This suggests an expansion of international equity investment by Korea, currently facing a rapid progress in population ageing and pension fund growth.

It was found in the regional sample that determinants of foreign portfolio investment have differences in their statistical significance and direction across investor countries' income levels and geographical locations. Especially, international equity investment for the purpose of risk diversification was found only in high-income regions and major developed countries, whereas, contrary to expectations, the risk diversification factor appeared to have a positive correlation in some low-income regions.

Korea's fast increase in international equity investment is expected to continue going forward. Accordingly, Korea should take the followings into account so as to fully realizing the benefits of international equity investment in the long run. First, it is necessary to induce private sector investors to

hold international equity investment for a longer term. Investing in international equities seeking short-term profits could lead to a herding toward a specific region, which appears to undermine the intended effect of risk diversification among Korean investors. This requires any policy effort related to foreign portfolio investment to induce a long-term, well-diversified investment.

As Korea's recent growth in international equity investment has been driven by the public sector, policy measures are necessary to leverage the growth to improve private sector capabilities for foreign portfolio investment. In this regard, it is worth considering the case of Singapore's sovereign wealth fund selects an overseas external manager under the condition that the external manager employees Singaporean staff, with the aim to nurture private sector capabilities. Improving capabilities of private sector financial institutions is not only an important precondition to the growth of portfolio investment, but also a crucial element helping realize the positive function of risk diversification via international equity investment. Hence, it appears that the government should facilitate international equity investment seeking to simultaneously achieve the dual goals of capability improvement in domestic financial institutions and advancement in the financial markets.

1. 서론

I. 서론

국내투자자가 타국의 주식, 채권 등 해외자산에 투자하는 해외포트폴리오투자¹⁾는 최근 매우 빠른 속도로 성장하고 있다. 해외포트폴리오투자의 빠른 성장세는 대부분 모든 주요국에서 관찰되고 있으며, 우리나라의 경우에도 2000년대 이후 가파른 성장세를 보이고 있다. 그러나 최근의 성장세에도 불구하고 우리나라를 포함한 주요국의 해외포트폴리오투자 규모는 이론적 최적치 대비 매우 낮은 수준이다. 세계경제 글로벌화의 급속한 진행에도 불구하고 주요국 투자자사는 여전히 모국자산에 대한 투자를 선호하고 있는 것이다.

해외포트폴리오투자는 포트폴리오 규모 확대에 따른 수익증진 효과와 더불어 각국의 지정학적 위험 분산의 긍정적 효과를 창출한다. 즉, 각국의 산업구조 및 경기변동성이 상이함에 따라 투자자는 해외포트폴리오투자를 통해 자국 고유위험의 분산 및 수익 증진의 효과를 누릴 수 있다. 글로벌 자산가격결정모형(Capital Asset Pricing Model: CAPM)에서는 각국의 주식시장 비중에 따라 해외포트폴리오투자 자산을 배분함으로써 투자자의 위험조정수익을 최대화할 수 있음을 제시하고 있다. 그러나 실제 해외포트폴리오투자 규모는 이론적 최적 규모에 크게 못 미치고 있으며, 이는 한편으로는 세계 경제의 급속한 글로벌화 진전에도 불구하고 여전히 국경간 포트폴리오투자를 제한하는 다양한 마찰요인이 존재하고 있음을 시사한다.

본 연구는 지역별 해외포트폴리오투자 현황 및 결정요인 분석을 통해 글로벌 해외포트폴리오투자 패턴을 이해하는데 주목적을 두고 있다. 각 지역별 투자자는 투자 원천국과 대상국의 경제·사회·문화적 특성 및 양국간 마찰요인에 따라 상이하게 해외포트폴리오투자 규모 및 지역별 자산배분을 결정할 것이다. 이에 본 연구는 양국간 해외포트폴리오투자 통계를

1) 본 연구의 ‘해외포트폴리오투자’는 지분참여 등 직접투자 방식을 제외한 간접투자 방식의 해외증권투자를 의미하며, 이는 해외주식 및 해외채권 투자 등을 포함한다.

4 글로벌 해외포트폴리오투자 현황 및 결정요인에 관한 연구

활용하여 지역별 해외포트폴리오투자 현황 및 추이를 분석하였으며, 실증 분석을 통해 투자 원천국 및 대상국의 특성, 양국간 관계의 특성 등 다양한 결정요인을 분석하였다.

본 연구의 실증분석은 분석대상을 해외주식투자자로 한정하여 다음과 같은 분석을 진행하였다. 첫째, 기존연구에서 유의하게 설명되고 있는 주요 해외주식투자 결정요인을 재확인하였다. 본 연구는 기존연구와 데이터 활용 범위 및 추정방식을 차별화하여 기존연구 결과의 강건성 및 차별성에 관한 추가적인 내용을 제시하였다. 둘째, 인구구조 변화 등 구조적 변화에 따른 해외주식투자 패턴의 변화를 추정하였다. 이에 본 연구에서는 투자 원천국과 투자대상국의 개별적 요인에 대한 분석을 실시하여 이를 통한 차별화된 시사점을 제시하고자 하였다. 마지막으로 해외주식투자 결정요인이 지역별로 차별화된 추정결과를 보이는지에 관한 분석을 포함하였다.

보고서의 구성은 다음과 같다. II장에서는 글로벌 해외포트폴리오투자 추이 및 특징에 관한 전반적인 내용을 제공하였으며, 한국의 최근 해외포트폴리오투자 추이에 관한 내용을 별도의 절로 구성하여 최근 국내투자자의 해외포트폴리오투자 패턴 및 특성을 분석하였다. III장에서는 실증분석을 통해 글로벌 및 지역별 해외주식투자 결정요인을 분석하였다. IV장에서는 연구결과의 요약과 함께 시사점을 제공하였다.

II. 해외포트폴리오투자 현황

1. 자료 개요
2. 글로벌 해외포트폴리오투자 현황
3. 글로벌 해외주식투자 현황
4. 한국의 해외포트폴리오투자 현황

II. 해외포트폴리오투자 현황

본 장에서는 주식 및 채권투자를 포함하는 총 해외포트폴리오투자의 글로벌 현황과 특징을 정리하였다. 각국의 해외포트폴리오투자 규모는 IMF(International Monetary Fund)의 CPIS(Coordinated Portfolio Investment Survey) 및 국제투자대조표(International Investment Position: IIP) 자료를 통해 살펴보았다. CPIS는 2001년 이후 투자원천국의 거주자가 세계 약 240여개 투자대상 국가에 보유하고 있는 주식 및 채권 잔액 현황을 포함하고 있다. 본 장에서는 전 세계 해외포트폴리오투자 현황 및 추이, 지역 및 자산군별 투자 현황, 투자주체별 현황과 더불어 한국의 해외포트폴리오투자 현황을 정리하였다.

1. 자료 개요

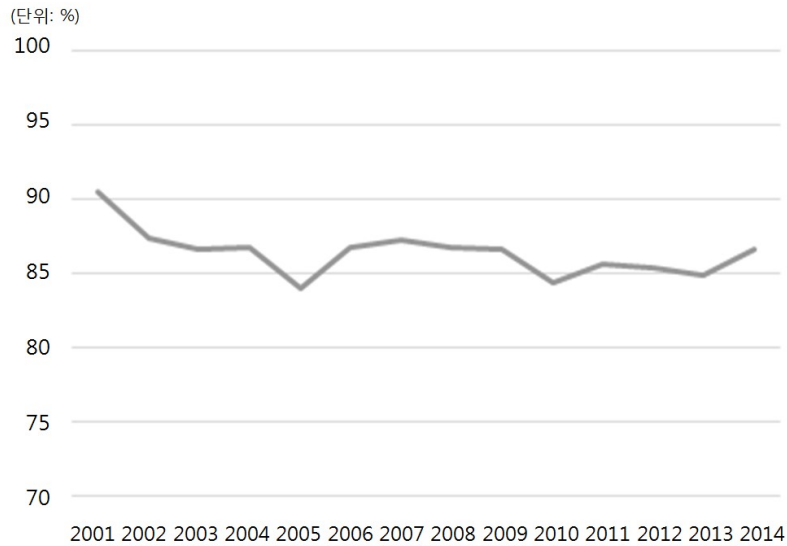
본 연구에서 사용하고 있는 IMF의 CPIS는 양국간 해외포트폴리오투자 현황을 가장 방대하게 포함하고 있어 최근 해외포트폴리오투자 패턴 분석을 위한 연구에 널리 사용되고 있다. CPIS는 1997년 최초로 보고된 이후 2001년부터 매년 발표되고 있으며, 2013년 이후에는 반기별로 자료를 제공하고 있다. 본 연구에서는 자료의 연속성을 고려하여 2001~2014년의 연간 자료를 활용하였다.

CPIS 통계는 각국 중앙은행들이 자발적으로 참여하는 설문조사를 통해 집계되고 있다. 2014년 말 기준 CPIS 설문조사에는 총 81개의 투자원천국이 참여하고 있다. 이들 투자원천국은 2014년 말 기준 총 243개 투자대상국에 대한 투자 현황을 보고하고 있으며, 보안상의 이유로 비공개하는 지역도 일부 포함되어 있다. 해당 자료의 해외포트폴리오투자 자산은 지분성자산(equity)과 부채성자산(debt)으로 분류되어 있다. 지분성 자

산에는 주식 및 펀드계좌(investment share)가 포함하고 있으며, 부채성 자산은 만기 1년 이상의 장기부채와 만기 1년 미만의 단기부채로 나누어 통계가 제공된다.

각국의 중앙은행 또는 금융당국을 통한 설문조사 자료인 CPIS 활용에 있어서는 해당 자료의 한계 및 문제점에 대한 이해가 필요하다. 우선 CPIS에 참여하고 있는 국가(투자원천국)의 수가 2014년 기준 81개국에 불과해 해외포트폴리오투자에 대한 과소 보고의 문제점이 필연적으로 발생한다. 특히 중국의 경우 2015년 6월에 처음으로 조사에 참여하였다. 또한 자발적 참여 및 조사를 원칙으로 하고 있는 자료의 특성상 국별로 상이한 외환보유액 관련 통계의 포함여부 등 통계편제의 일관성이 미흡한 점을 유의할 필요가 있다. 그럼에도 불구하고 본 자료는 가장 방대한 양국간 해외 증권자산 보유 현황을 제공하고 있으며, 해외포트폴리오투자 자산의 대부분을 고소득 선진국에서 보유하고 있다는 점에서 높은 대표성을 가진 자료로 평가할 수 있다. CPIS의 글로벌 해외주식투자 커버리지 비중은 IMF의 공식통계인 IIP 대비 약 90% 내외인 것으로 추산된다.

<그림 II-1> CPIS 커버리지



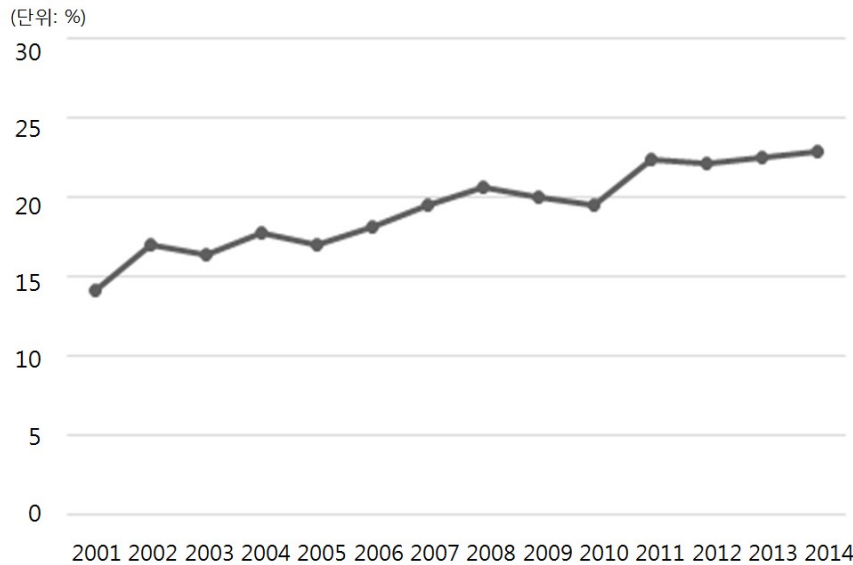
자료: CPIS(IMF), BOPS(IMF)

두 번째로 본 자료는 미 달러 기준의 잔액 통계인 만큼 실제 해외포트폴리오투자액의 추정치임에 유의할 필요가 있다. 즉, 본 자료는 집계기간 동안의 환율 변동, 기초자산의 가격 변동 등 자산가치 변동에 따른 잔액 변동을 수반하는 한계를 가진다. 더욱이 해당 자료는 반기를 기준으로 집계되고 있어 해당 기간 동안 다양한 상쇄요인에 의해 실제 투자액의 과소 또는 과다를 반영할 수 없다는 점을 유의할 필요가 있다.

마지막으로 역외금융센터 국가로 유입된 해외포트폴리오투자액 통계의 부정확성에 유의할 필요가 있다. 각국 중앙은행의 조사 자료는 대부분 일차 투자대상국에 대한 조사까지만 가능하며 해당 자금의 최종 목적지는 보고되지 않고 있다. 따라서 일부 역외금융센터 지역으로의 자금 유입 규모가 매우 크게 나타나고 있다. 2014년 기준 버뮤다, 케이맨제도, 아일랜드, 룩셈부르크 4개국 역외금융센터로의 자금 유입 규모는 전체 글로벌 해외주식투자액의 약 23%를 차지하고 있다. 대부분의 관련 연구에서는 역외금융센터 국가로의 통계를 연구 대상에서 제외하고 있으나, 이 경우

사실상 글로벌 해외포트폴리오투자 규모를 상당부분 과소평가하고 있다는 점에 유의할 필요가 있다.

<그림 II-2> 주요 역외금융센터 해외주식투자자산 보유 비중



주 : 주요 역외금융센터는 버뮤다, 케이맨제도, 아일랜드, 룩셈부르크 4개국
 자료: CPIS(IMF)

본 연구에서는 최대한 양국간 투자정보를 유지하기 위해 역외금융센터 중 가장 큰 비중을 차지하고 있는 룩셈부르크, 케이맨제도, 버뮤다, 아일랜드 4개국의 정보를 다음의 전환 과정을 거친 후 통계에 포함하였다. 해당 역외금융센터는 자국으로 유입된 해외포트폴리오투자 금액의 대부분을 해당국의 역외금융센터 기능을 통해 역외로 재투자되고 있는 것으로 판단된다. 따라서 해당 역외금융센터로 유입된 자금을 해당 역외금융센터의 투자대상국 각각의 투자 비중으로 재분배하였다. 즉, 한국이 룩셈부르크에 투자한 금액은 룩셈부르크의 200여개 투자대상국에 대한 각국별 투자 비중에 따라 이들 국가로의 해외주식투자로 변환하여 한국의 해당 대상국에 대한 투자금액에 추가하였다.

한편 연구의 목적상 아시아 역내 통계에 대한 정보를 최대한 활용하기 위해 홍콩과 싱가포르를 본 연구의 대상에 포함하였으며, 스위스를 제외한 IMF가 역외금융센터로 분류한 모든 국가를 대상국에서 제외하였다. 해당 변환을 거친 투자원천국은 2014년 기준 62개국, 투자대상국은 201개국이다.

또한 본 장에서는 투자원천국 및 대상국을 지역 및 소득군에 따라 다음과 같이 하위 그룹으로 분류하였다. 소득군별 그룹은 고소득 그룹 및 중·저소득 그룹으로 구분하였다. 2014년 62개 투자원천국을 기준으로 고소득 그룹은 고소득-OECD 회원국 및 홍콩, 싱가포르, 대만 등 32개국을 포함하고 있으며, 중·저소득 그룹에 나머지 30개국이 포함되어 있다. 투자대상국 기준으로 고소득 그룹은 34개국을 포함하고 있으며, 중·저소득 그룹에는 167개국이 포함되어 있다. 또한 고소득 그룹은 하위 그룹으로 G7 그룹을 포함하고 있다.²⁾ 지역별 구분은 투자원천국의 경우 미주, 아시아, 유럽, 기타 지역으로 구분하였으며, 아시아의 경우에는 동아시아 및 동남아시아 국가만을 포함하였다. 투자대상국의 경우에는 지역별로 미주, 유럽, 아시아·태평양, MENA(Middle East and North Africa), 기타로 분류하였다. 2014년 자료 기준 지역별 포함국가 수는 투자대상국 기준으로 미주 18개, 유럽 40개, 아시아·태평양 26개, MENA 19개, 기타 98개이다.

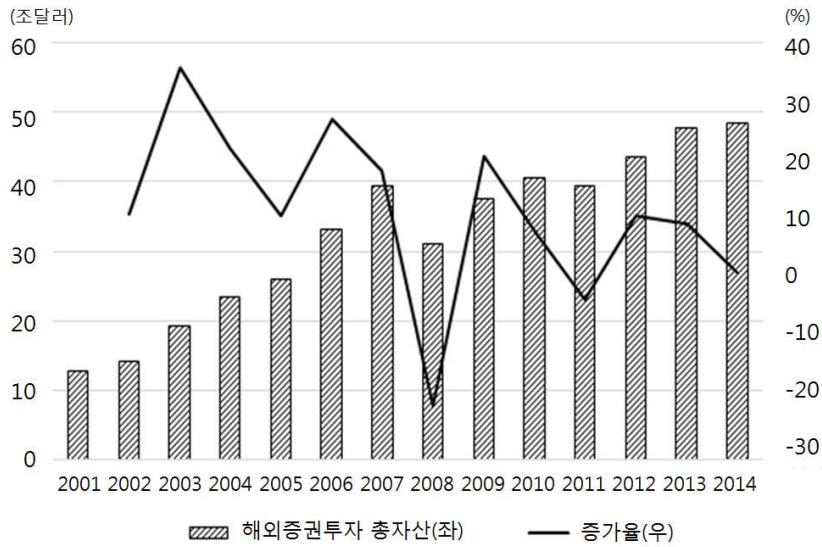
2. 글로벌 해외포트폴리오투자 현황

2014년 말 기준 81개 CPIS 참여국의 해외포트폴리오투자 총액은 약 48.5조달러를 기록하고 있다. 이는 2001년 12.7조달러 대비 약 4배 성장한 규모로, 글로벌 해외포트폴리오투자 총액은 2008년 글로벌 금융위기 직후 등 일부 시기를 제외하고는 높은 성장세를 보이고 있다. 특히 글로벌 금융위기 이전인 2001~2007년 사이 연평균 약 17%의 높은 증가율을

2) Group of 7: 미국, 캐나다, 영국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본

이어졌으며, 금융위기 이후인 2009~2014년에는 위기의 여파로 연평균 약 7% 증가세를 기록하였다. 글로벌 금융위기 이후 유럽 재정위기로 2011년 해외포트폴리오투자 총액이 감소하는 등 글로벌 변동성 확대가 투자증가세 감소에 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 한편, 2014년 기준 GDP 대비 글로벌 해외포트폴리오투자 비중은 약 62%로 2001년 (36%)보다 약 2배 확대되었다.

<그림 II-3> 글로벌 해외포트폴리오투자 추이

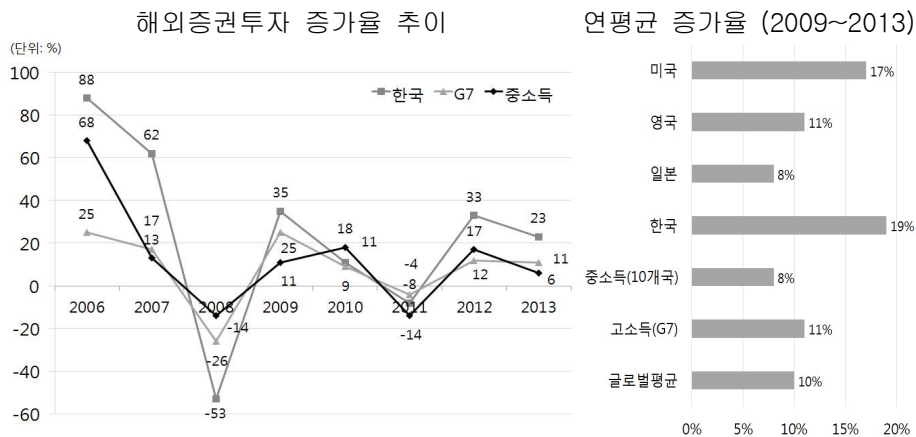


자료: CPIS(IMF)

해외포트폴리오투자 증가 추세는 대부분의 주요국에서 유사하게 관찰되고 있다. 해외포트폴리오투자 자산 최대 보유국인 미국 및 프랑스, 독일 등의 해외포트폴리오투자 자산 보유액은 2009~2013년 사이 연평균 17% 이상 증가하였으며, 영국과 일본도 동기간 각각 11%, 8%의 높은 증가세를 기록하였다. 글로벌 금융위기 이후인 2008년에는 주요국 모두 해외포트폴리오투자 총액 감소가 관찰되었으며, 유럽 재정위기 시점인 2011년에는 영국, 프랑스, 독일 등 유럽 국가의 보유액이 감소한 반면 미국 등

여타 지역 국가에서는 증가세가 지속되었다. 한편 동기간 한국의 해외포트폴리오투자 총액은 연평균 약 26% 증가하여 주요국 대비 가장 빠른 증가세를 보였다.

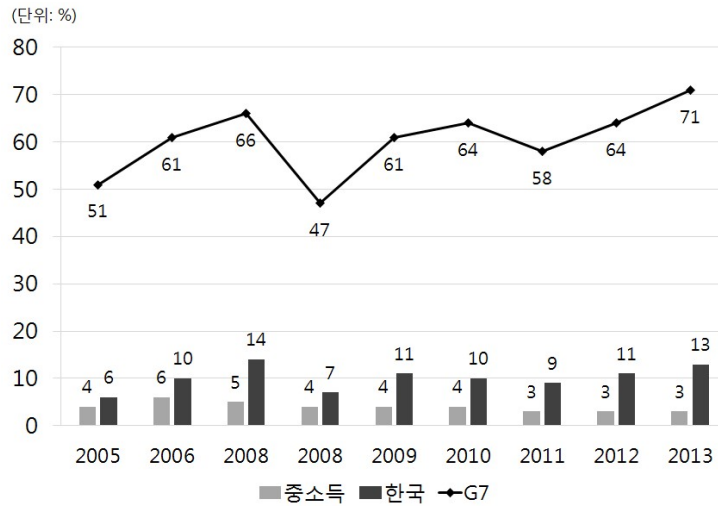
<그림 II-4> 주요국 해외포트폴리오투자 증가율 추이



자료: CPIS(IMF), 한국은행

총액 기준 전세계 최대 해외포트폴리오투자 자산 보유국은 미국이다. 2014년 말 기준 미국은 총 글로벌 해외포트폴리오투자 잔액의 20%에 해당하는 약 9.6조달러의 해외포트폴리오투자 자산을 보유하고 있으며, 이어 영국, 일본이 글로벌 잔액 대비 각각 8%, 7%의 비중을 보유하고 있다. 각국의 경제규모 대비 해외포트폴리오투자액 비중은 상대적으로 소규모 선진국의 비중이 높게 나타난다. 대규모 경제의 경우에는 영국이 GDP 대비 152% 수준의 해외포트폴리오투자 자산을 보유하고 있으며, G7 국가의 평균 GDP 대비 해외증권자산 비중은 약 71%로 높은 수준을 기록하고 있다. 반면 중·저소득 국가의 경우 절대 규모뿐만 아니라 GDP 대비 규모에서도 해외포트폴리오투자 규모가 상대적으로 저조한 것으로 나타난다. 브라질, 중국 등 10개 중소국 국가의 2013년 기준 GDP 대비 해외포트폴리오투자 비중은 약 3%로 매우 낮은 수준을 기록하고 있다.

<그림 II-5> GDP 대비 해외포트폴리오투자 비중

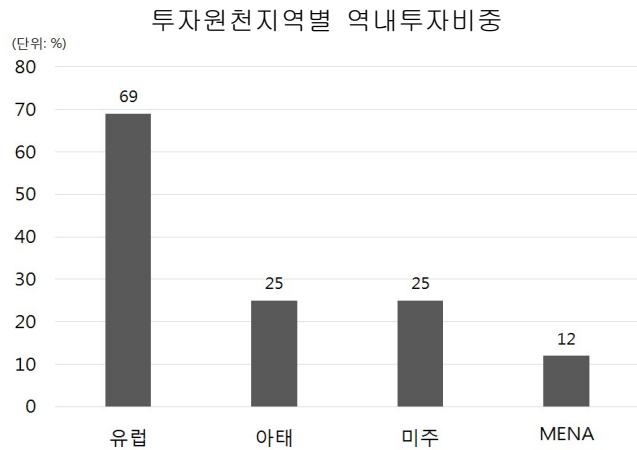
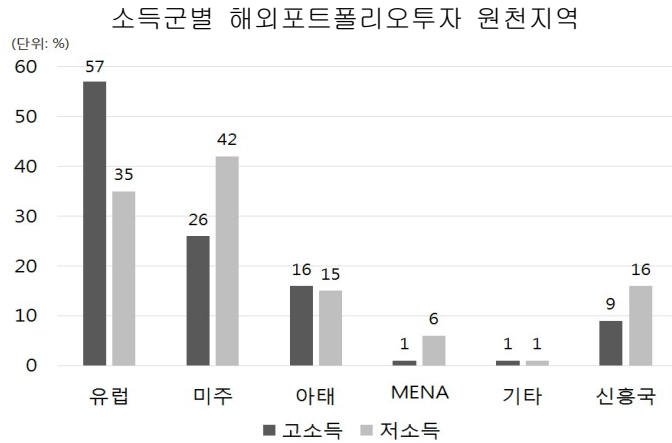


주 : 중소득국은 아르헨티나, 브라질, 중국, 인도, 인도네시아, 멕시코, 필리핀, 남아공, 태국, 터키 10개국; G7은 미국, 캐나다, 영국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 일본
 자료: CPIS(IMF), WDI(World Bank), MSCI(블룸버그 데이터베이스서비스)

투자대상 지역별 해외포트폴리오투자 자산 배분 현황은 투자원천지역의 소득군에 따라 차이를 보인다. 고소득 투자원천 그룹의 경우 총 해외포트폴리오투자 잔액 중 대유럽 투자비중이 약 57%로 가장 높은 비중을 차지하는 반면, 저소득 그룹의 경우에는 미주지역으로의 투자비중이 약 42%로 가장 높은 것으로 나타났다. 양 그룹 모두 신흥국 투자비중은 낮은 편이며, 특히 고소득 투자원천 그룹의 경우 신흥국으로의 투자비중이 약 9% 수준으로 매우 낮은 수준이다.

투자원천지역별 역내 투자 비중을 살펴보면 유럽 투자자들의 경우 역내 투자 비중이 매우 높은 특징을 보이고 있다. 2014년 기준 유럽의 투자자들은 해외포트폴리오투자 잔액의 약 69%를 역내에 배분하고 있다. 유럽을 제외한 여타 투자원천지역의 역내 해외포트폴리오투자 비중은 매우 낮은 수준이다. 미주 및 아시아·태평양 지역의 투자자는 전체 해외포트폴리오투자 잔액의 약 25%를 역내에 배분하고 있으며, 중동 및 북아프리카 지역의 역내투자 비중은 약 12% 수준이다.

<그림 II-6> 지역별 해외포트폴리오투자 자산배분 현황 (2014년)

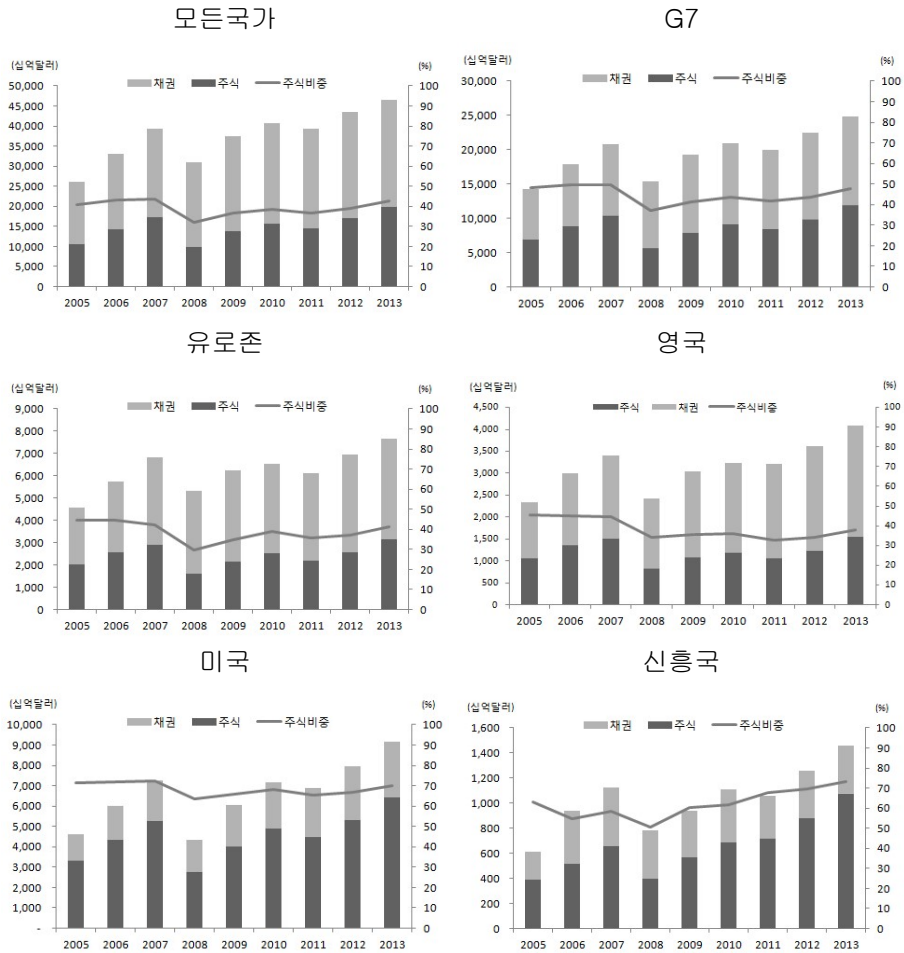


주 : 고소득 투자원천지역은 고소득 OECD 회원국 30개국과 홍콩, 싱가포르 등 32개국이 포함되어 있으며 저소득 투자원천지역은 일인당 GDP15,000달러 이하 30개국이 포함
 자료: CPIS(IMF)

한편 해외포트폴리오투자의 자산별 구성 비중을 살펴보면, 2014년 기준 글로벌 해외포트폴리오투자 잔액의 약 46%가 지분성 자산으로 구성되어 있으며, 나머지 약 54%가 부채성 자산으로 구성되어 있다. 글로벌 금융위기 당시인 2008년에는 안전자산 선호현상으로 인해 지분성 자산의 비중이 32%까지 감소하였으며, 이러한 현상은 거의 모든 지역에서 나타났다. 이후 해외주식투자 비중은 대부분 지역에서 위기 이전 수준으로 복귀하였으며, 특히 신흥국의 경우에는 주식 비중이 글로벌 금융위기 이전보다 더욱 확대되었다.

미국을 제외한 주요 고소득 국가의 경우 해외채권 투자비중이 해외주식투자 비중 대비 높은 것으로 나타나고 있다. 영국의 경우 해외채권투자 비중이 64%에 달하고 있으며, 유로존의 경우에도 60% 이상을 지속적으로 해외채권에 투자하고 있다. 반면 미국은 주요 선진국 중 유일하게 70%에 달하는 높은 해외주식 투자비중을 보이고 있다. 또한 신흥국의 해외포트폴리오투자 또한 주식 비중이 높은 것으로 나타나고 있으며, 한국도 높은 해외주식투자 비중을 보이고 있다.

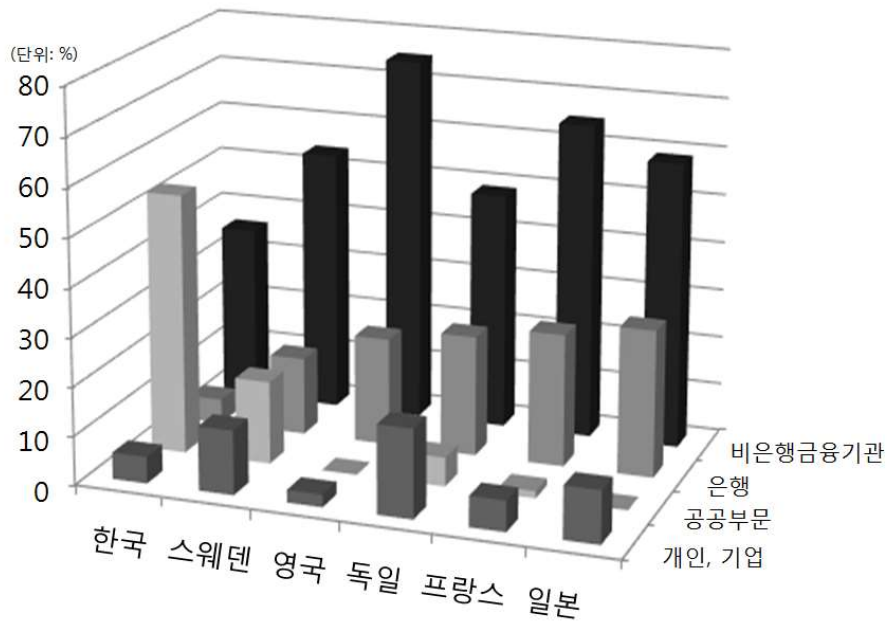
<그림 II-7> 주요국별 해외포트폴리오투자 자산별 비중 추이



자료: CPIS(IMF)

투자주체별 해외포트폴리오투자 현황을 살펴보면, <그림 II-8>에서 볼 수 있듯이 한국을 제외한 주요국의 주도적인 투자주체는 비은행금융기관이다.³⁾ 특히 영국, 프랑스는 비은행금융기관의 비중이 압도적으로 높은 것으로 나타났으며, 일본과 독일은 개인과 기업, 은행의 비중이 상대적으로 높은 편이다. 한국은 주요국 중 유일하게 공공부문의 투자비중이 매우 높게 나타나고 있다. 이는 최근 국민연금 등 연기금의 급속한 성장과 함께 공공부문이 해외포트폴리오투자를 주도하는 현상에 따른 것으로 판단된다. 연기금의 비중이 매우 높은 스웨덴의 경우에도 공공부문의 해외포트폴리오투자 비중이 비교적 높은 편으로 나타난다.

<그림 II-8> 투자주체별 해외포트폴리오투자 비중 (2013년 기준)

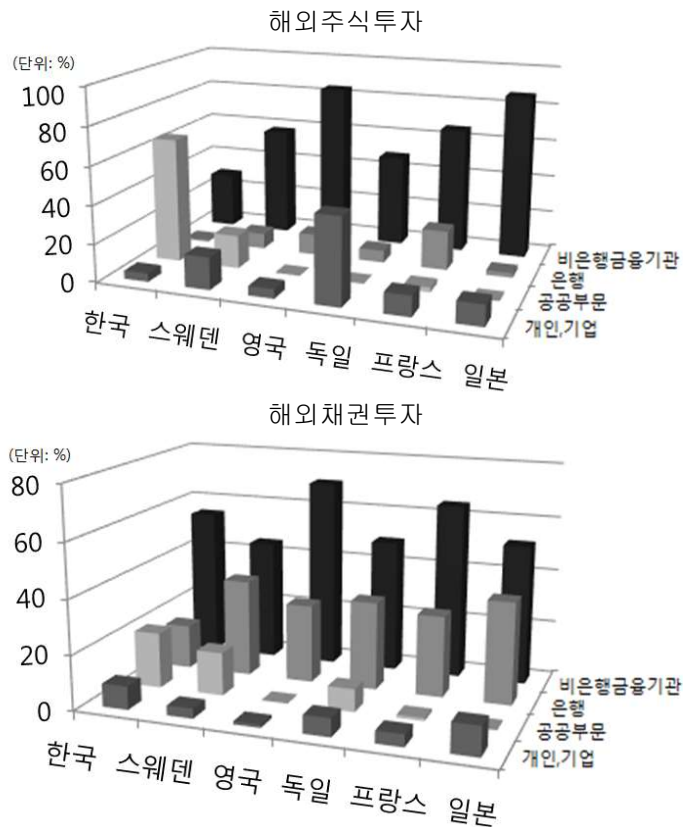


자료: CPIS(IMF)

3) 투자주체별 해외포트폴리오투자 현황은 Enhanced CPIS를 통해 연도별로 보고되고 있으나, 투자주체 관련 정보를 제공하고 있는 국가 수는 매우 제한적이다.

한편 투자주체별 해외포트폴리오 비중은 자산군에 따라 차이를 보이고 있다. 해외주식투자의 경우 대부분 국가에서 비은행금융기관의 비중이 압도적으로 크게 나타나고 있는 반면, 해외채권투자의 경우에는 은행의 비중이 상대적으로 높은 편이다. 한국의 경우에는 해외주식투자의 경우 공공부분의 비중이 매우 큰 편이나, 해외채권투자는 비은행 금융기관의 비중이 높은 것으로 나타났다.

<그림 II-9> 자산군별 해외투자주체 비중 (2013년 기준)

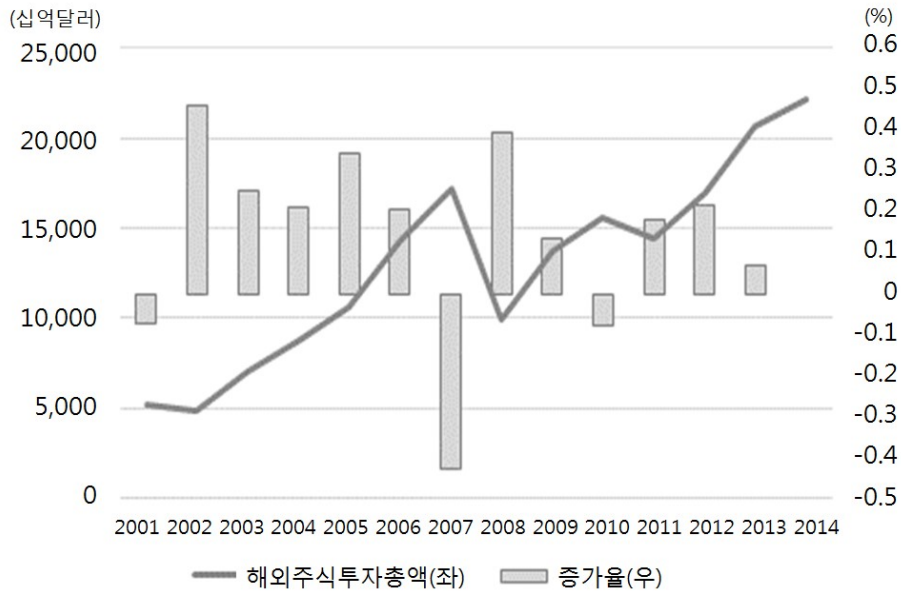


자료: CPIS(IMF)

3. 글로벌 해외주식투자 현황

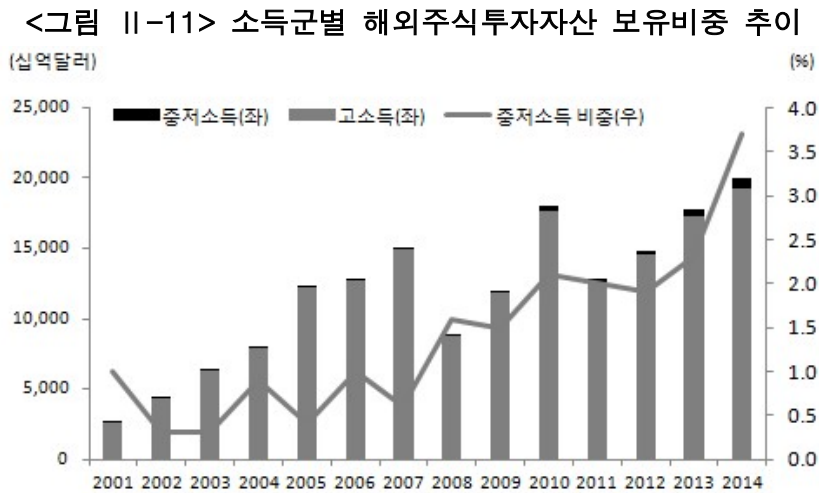
글로벌 해외주식투자 총액은 2014년 말 기준 약 22조달러를 기록하고 있다. 이는 2001년 대비 4배 이상 성장한 규모로, 2001년 이후 글로벌 해외주식투자는 연평균 약 11%의 빠른 속도로 증가하고 있다. 해외주식투자의 증가 속도는 글로벌 금융위기 발발 이전과 이후 다소 차이를 보이고 있다. 해외주식투자 총액은 글로벌 금융위기 발발 시점인 2008년 감소 이후 다시금 증가세를 회복하였으나, 2008~2014년 연평균 증가율은 약 12%로 금융위기 이전 증가율인 18% 대비 소폭 하락하였다. 한편 2014년 기준 전세계 경제규모(GDP) 대비 해외주식투자 총액 비중은 약 28%로 2001년 대비 약 12%p 확대되었으며, 전세계 시가총액 대비 비중 또한 2014년 기준 약 35%로 동기간 약 15%p 확대되었다.

<그림 II-10> 글로벌 해외주식투자 추이



자료: CPIS(IMF)

2014년 말 기준 글로벌 해외주식투자자산 총액의 약 96%는 고소득 국가⁴⁾에서 보유하고 있다. 특히 G7 국가는 총 해외주식투자자산의 약 64%를 보유하고 있으며, 이는 G7 국가의 글로벌 경제규모 비중인 32%⁵⁾와 비교해 볼 때 매우 높은 수준임을 알 수 있다. 중·저소득 그룹(30개국)의 총 글로벌 해외주식투자자산 보유비중은 2014년 말 기준 4% 미만 에 불과한 수준이나, 최근 점차 비중이 확대되는 추세를 보이고 있다.



자료: CPIS(IMF)

개별국가 기준으로는 미국이 세계 최대 규모의 해외주식투자액을 보유하고 있다. <표 II-1>에 나타난 바와 같이 2014년 말 기준 미국의 총 해외주식투자보유액은 약 7조 4,000억달러로 전세계 해외주식투자자산 총액의 약 28%를 보유하고 있다. 이어서 영국, 일본, 독일이 각각 7.2%, 6.7%, 5.4%의 비중으로 자산을 보유하고 있다. 각국의 GDP 대비 해외주식투자자산 비중은 스위스, 핀란드, 네덜란드 등 소규모 선진국의 순위가

4) 고소득 OECD 회원국 및 홍콩, 싱가포르, 대만 포함 32개국 기준

5) 2014년 PPP 기준 전세계 GDP 대비 G7 국가 GDP 총합 비중

높게 나타나며, 대규모 국가로는 영국과 캐나다의 GDP 대비 해외주식투자 총액 비중이 높게 나타났다.

<표 II-1> 국가별 해외주식투자자산 보유 현황 (2014년)

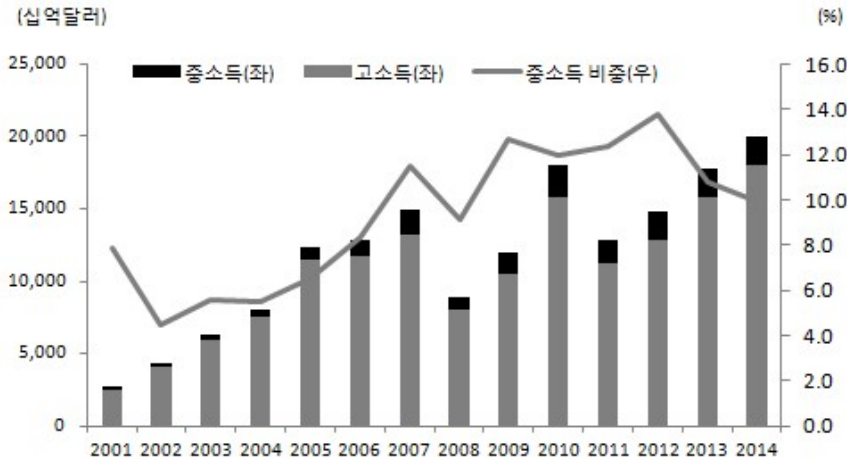
	총액기준(십억달러)		GDP 대비 비중(%)	
	1	미국	7,360	네덜란드
2	영국	1,795	스위스	100
3	일본	1,691	스웨덴	91
4	독일	1,036	핀란드	90
5	캐나다	985	덴마크	80
6	네덜란드	897	벨기에	67
7	프랑스	831	영국	63
8	이탈리아	783	캐나다	45
9	스위스	680	남아공	44
10	스웨덴	439	칠레	43

자료: CPIS(IMF)

<그림 II-12>는 지역별 해외포트폴리오투자 유치 현황을 보여주고 있다. 지역별 자산배분에서 글로벌 투자자는 대부분의 해외주식투자 자산을 고소득지역에 배분하고 있어 선진국과 신흥국간의 남북격차(North-South divide)가 큰 것으로 나타났다. 2014년 말 기준 글로벌 투자자의 신흥국 투자비중은 9.9%에 불과하며 이는 동 지역의 GDP 비중(57%)⁶⁾ 대비 매우 낮은 수준이다. 또한 신흥국의 경우에도 고소득지역에 대한 투자편향이 큰 것으로 나타나고 있어 국제자본의 흐름이 역행하는 소위 ‘Lucas Paradox’ 현상이 해외주식투자 자금 이동에서도 관찰되고 있다.

6) IMF 분류에 따른 신흥국 전체의 GDP(ppp환율 적용 기준)를 의미한다.

<그림 II-12> 소득군별 해외주식투자 유치 추이



자료: CPIS(IMF)

투자대상지역 개별국별 해외주식투자 유치 현황에 있어서도 주요 고소득·선진국의 비중이 높게 나타난다. 총액 기준으로 미국이 세계 최대규모의 해외주식투자를 유치하고 있으며, 이어서 영국, 일본 등 주요 고소득 선진국이 높은 순위를 차지하고 있다. 중국은 저소득 국가로는 유일하게 높은 해외주식투자 유치국 순위(10위)를 기록하였다. 한편, GDP 대비 해외주식투자 유치 비중에서는 주요 금융강국 및 소규모 고소득 국가의 순위가 높게 나타났다. 특히 금융강국인 스위스의 GDP 대비 해외주식투자 유치 비중이 가장 높았으며, 아시아 국가로는 대만과 일본이 높은 순위를 기록하였다.

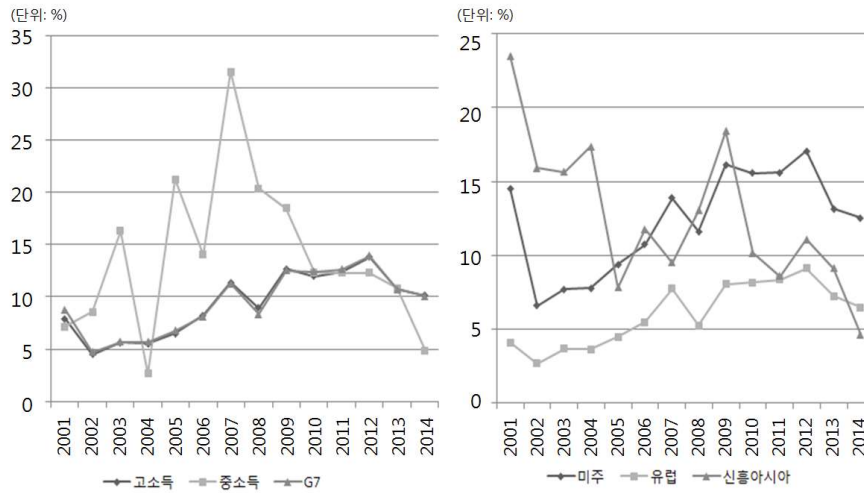
<표 II-2> 국가별 해외주식투자 유치 현황 (2014)

	총액기준(십억달러)		GDP대비 비중(%)	
	순위	액	순위	비중
1	미국	3,618	스위스	106
2	영국	1,652	네덜란드	66
3	일본	1,158	영국	58
4	이탈리아	819	덴마크	46
5	독일	730	이탈리아	45
6	스위스	717	대만	45
7	캐나다	500	남아공	36
8	프랑스	500	캐나다	32
9	네덜란드	492	일본	28
10	중국	393	벨기에	27

자료: CPIS(IMF)

주요국의 신흥국 해외주식투자 비중은 최근 점차 증가하는 추세를 보이고 있다. <그림 II-12>에서 나타난 바와 같이 중·저소득국으로의 해외주식투자 비중은 2002년 4%에서 2014년 말 9.9%로 두 배 이상 증가하였다. 이러한 증가 추세는 고소득 투자원천지역의 신흥국 투자비중 확대에 따른 것으로 나타났다. <그림 II-13>에서 볼 수 있듯이 중·저소득 투자원천 그룹의 신흥국 투자비중은 대폭 감소한 반면, 고소득 그룹의 신흥국 투자비중은 소폭 증가하고 있다. 한편 투자원천지역별로도 신흥국 투자 비중은 차이를 보이고 있다. 미주의 경우 유럽보다 상대적으로 높은 신흥국 투자비중을 기록하고 있는 반면, 유럽의 신흥국 투자비중은 상승 추세를 보이고 있음에도 불구하고 여전히 낮은 수준에 머물고 있다.

<그림 II-13> 중·저소득 투자대상지역 투자비중 추이



자료: CPIS(IMF)

중국이 최초로 CPIS에 참여하고 있는 최근 자료에서도 고소득 지역으로의 투자 비중이 높은 것으로 나타났다. 2015년 6월 CPIS 자료에 따르면, 고소득 지역에 대한 투자 비중은 약 81%로 여전히 높은 비중을 차지하고 있다. 특히, 중국을 포함하고 있는 중·저소득 투자원천그룹의 경우 전년 대비 신흥국으로의 투자비중이 크게 증가하였음에도 불구하고, 여전히 고소득지역에 대한 투자비중은 약 92%로 전체 투자의 대부분을 차지하고 있다.

해외주식투자 대상지역별 투자 현황을 살펴보면, <표 II-3>에 나타난 바와 같이 전체 샘플의 경우 대유럽 투자비중이 높은 것으로 나타난다. 소득군별 투자원천그룹으로는 고소득 투자원천그룹의 대유럽 투자비중이 높게 나타난 반면, 저소득 투자원천그룹은 미주지역으로의 투자 비중이 높게 나타났다. 또한 미주지역 투자자의 경우 대유럽 투자비중이 가장 높은 반면, 유럽의 투자자는 유럽 역내투자 비중이 약 50%에 달하였다. 신흥아시아 지역의 투자자 또한 역내투자 비중이 높게 나타났으며, 이는 동 지역 해외주식투자의 상당 부분이 대중국 투자로 이루어지고 있어 나타난

결과로 추정된다. 각 국가별로는 한국 및 일본의 투자자는 대미 투자가 가장 높은 비중을 차지하였으며, 미국의 투자자는 대유럽 투자비중이 높은 것으로 나타났다.

<표 II-3> 그룹별 투자비중 현황 (2015.6월)

투자원천지역 (source)		투자대상지역 (destination)					
		소득군		지역			
		고소득	저소득	미주	아태	유럽	기타
	전체	81.1%	18.9%	31.5%	21.5%	45.9%	0.2%
소득 군	고소득	83.2%	16.8%	32.0%	18.9%	48.0%	0.1%
	저소득	91.9%	8.1%	40.2%	33.4%	25.8%	0.2%
	G7	81.9%	18.1%	28.0%	20.3%	50.5%	0.2%
지역	미주	81.4%	18.6%	19.4%	25.3%	53.9%	0.1%
	유럽	82.6%	17.4%	35.3%	13.8%	50.0%	0.2%
	신흥아시아	93.6%	6.4%	38.0%	47.3%	14.2%	0.1%
	중동	88.2%	11.8%	43.5%	34.8%	13.0%	8.5%
주요 국	미국	79.2%	20.8%	11.3%	27.0%	60.0%	0.1%
	영국	81.4%	18.6%	43.6%	19.1%	36.2%	0.2%
	일본	88.7%	11.3%	72.3%	6.4%	20.9%	0.1%
	한국	83.6%	16.4%	56.4%	19.2%	23.6%	0.2%

자료: CPIS(IMF)를 이용하여 저자 계산

글로벌 투자자의 모국투자 대비 해외주식투자의 정도를 살펴보기 위해 우선 각 지역의 주식시장 시가총액 대비 해외주식투자 비중을 살펴보았다. 즉, 지역별 주식시장 시가총액을 국내투자 총액이라 가정할 때 국내투자자의 지역별 해외주식투자액의 비중을 알아봄으로써 해당 지역의 모국투자 선호도 및 투자지역 선호도를 비교해 볼 수 있을 것이다.

전체 샘플의 전세계 주식시장 시가총액 대비 해외주식투자자산 총액 비중은 약 22.3%로, 고소득지역은 시가총액 대비 18.6%, 저소득지역은

시가총액 대비 3.7%를 보유하고 있다. 따라서 전체 샘플의 경우 자국 주식시장규모 총합 대비 해외주식투자 비중은 매우 낮은 수준으로 모국편향을 보이고 있으며, 이는 투자대상지역의 소득군별 분포에 관계없이 모두 벤치마크⁷⁾ 대비 과소투자하고 있음을 알 수 있다. 이러한 모국투자편향은 모든 그룹의 투자원천국에서 나타나고 있으나, 유럽의 경우에는 상대적으로 높은 비중인 55.6%를 기록하고 있어 모국편향의 정도가 타지역 대비 매우 낮은 것으로 해석할 수 있다. 또한 유럽의 경우 대유럽 투자액의 시가총액 대비 비중이 벤치마크 비중을 초과하고 있어 지역별 샘플 중 유일하게 해당 지역에 대한 벤치마크 대비 과투자 현상을 보이고 있다. 또한 주요국에서도 모두 모국투자편향이 나타나고 있으며, 신흥국의 경우 이러한 모국투자편향이 더욱 큰 것으로 나타났다. 한국의 경우 유사한 경제규모를 보유한 스페인과 마찬가지로 높은 모국편향을 보였으며 투자대상 지역별로는 대미 투자비중이 높은 것으로 나타났다.

7) 글로벌 CAPM(Capital Asset Pricing Model)에서 제시하고 있는 글로벌 주식시장 시가총액 대비 각 지역 주식시장의 시가총액 비중을 의미한다.

<표 II-4> 시가총액 대비 해외주식투자 비중 (2014년 기준)

		투자대상지역					
		소득군		지역			
		고소득	저소득	미주	아태	유럽	기타
	시가총액 ^{주)}	71.1%	28.9%	45.5%	29.3%	14.8%	10.4%
투 자 원 천 지 역	전체	18.6%	3.7%	7.2%	4.3%	10.5%	0.2%
	고소득	25.1%	5.1%	9.7%	5.7%	14.5%	0.3%
	저소득	2.7%	0.2%	1.2%	1.0%	0.8%	0.0%
	미주	18.7%	4.3%	4.5%	5.8%	12.4%	0.3%
	유럽	45.9%	9.7%	19.7%	7.7%	27.8%	0.5%
	신홍아시아	3.7%	0.3%	1.5%	1.9%	0.6%	0.0%
	미국	17.7%	4.7%	2.5%	6.0%	13.4%	0.4%
	영국	41.0%	9.4%	22.0%	9.6%	18.3%	0.5%
	일본	22.5%	2.9%	18.3%	1.6%	5.3%	0.1%
	스페인	11.0%	2.5%	2.1%	0.6%	10.8%	0.0%
	한국	9.6%	1.9%	6.4%	2.2%	2.7%	0.1%

주 : 시총비중은 글로벌 주식시장 시가총액 대비 해당 지역 주식시장 시가총액 비중이며 각 지역별 시가총액 대비 총 해외주식투자 비중은 소득군별(고소득 및 저소득) 비중의 합

자료: CPIS(IMF), MSCI(블룸버그 데이터베이스서비스)의 원자료를 이용하여 저자 계산

한편 지역별 모국투자편향의 정도는 실제 자국의 해외주식투자 비중과 해당국 주식시장 시가총액의 글로벌 비중과의 차이로 수치화한 측정치를 통해 비교가 가능하다.⁸⁾ 따라서 자국의 주식시장 비중을 포함하고 있는 모국투자편향(Home Bias: HB)은 모국편향이 전혀 없는 경우 해당 측정치는 '0'으로 기록되며, 측정치가 커질수록 모국편향이 큰 것을 의미한다.⁹⁾ 주요국의 2001~2014년 사이의 모국투자편향을 살펴보면, 미국과

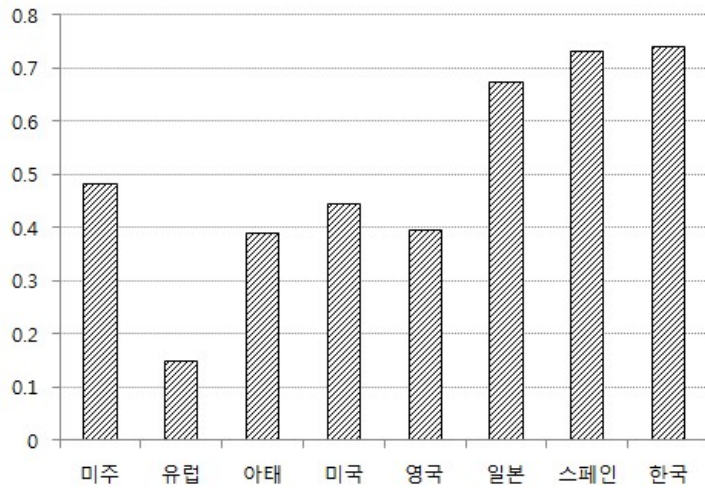
8) 이러한 측정치는 자국 주식시장의 상대적 크기를 반영하고 있어 주식시장의 글로벌 비중이 큰 미국과 같은 국가의 모국편향 정도를 비교할 수 있다.

9) 모국투자편향(HB)은 'k' 국가의 주식시장 시가총액 대비 총해외주식투자 자산 보유액과 해당국 주식시장 시가총액의 글로벌 비중과의 차이로 계산된다.

$$(HB_{k,k} = W_{k,k}^{act} - W_{k,k}^{BM})$$

영국의 경우 모국투자편향이 0.4 수준을 기록하는 반면, 한국, 일본, 스페인 등은 상대적으로 높은 수준의 모국편향도를 보이고 있다. 지역별로는 벤치마크 비교 결과와 마찬가지로 유럽의 모국투자편향이 여타 지역 대비 매우 낮은 수준으로 나타났다.

<그림 II-14> 모국투자편향 (2001~2014년 평균)

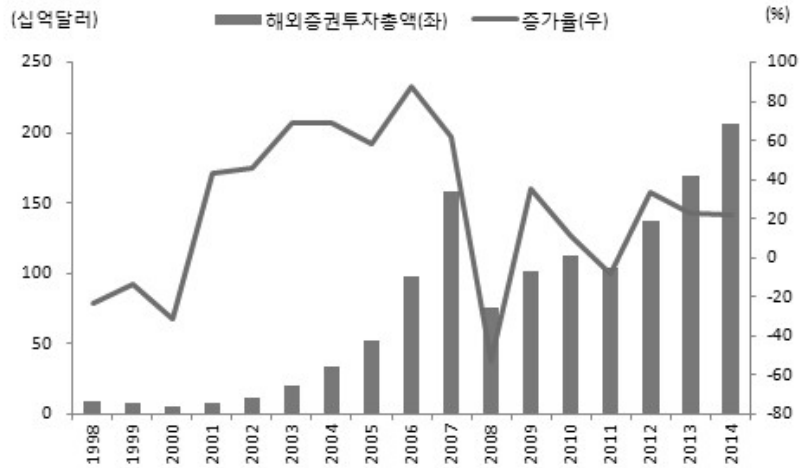


자료: CPIS(IMF), MSCI(블룸버그 데이터베이스 서비스)의 원자료를 이용하여 저자 계산

4. 한국의 해외포트폴리오투자 현황

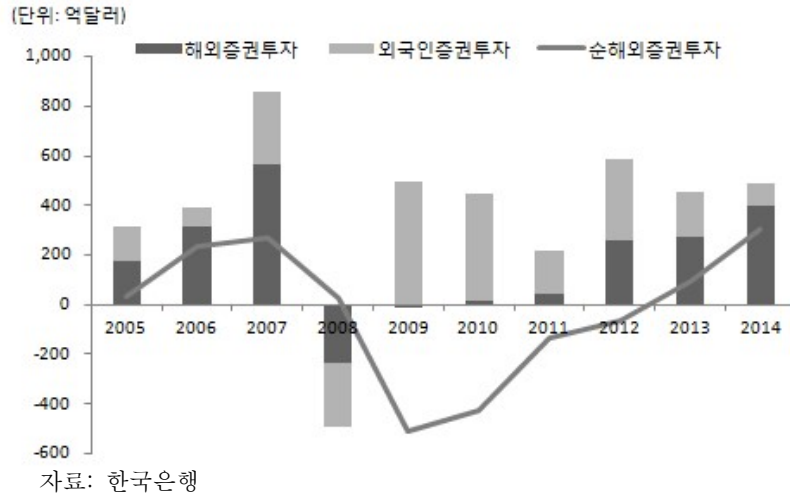
국내투자자의 해외포트폴리오투자 총액은 2015년 말 기준 2,359억달러를 기록하고 있다. 이는 2001년 잔액 대비 30배 이상 증가한 규모로, 연평균 약 26%의 빠른 속도로 증가하고 있다. 특히 2006~2007년 기간 중에는 해외펀드 붐이 일면서 급속도로 확대되었으며, 글로벌 금융위기 발발 직후인 2008년 급감한 이후 성장세를 회복하였으나 그 속도는 글로벌 금융위기 이전 대비 대폭 감소하였다. 2011년 유럽 재정위기 등으로 일시적으로 소폭 감소하기도 하였으나 이후 성장세를 지속하고 있다. 또한 해외포트폴리오투자 유출입 추이를 살펴보면, 글로벌 금융위기 이전까지는 순유출을 기록하였으나, 글로벌 금융위기 직후에는 외국인의 국내채권투자 확대 및 해외펀드 환매자금 유입 등으로 인해 2008~2012년 동안 순유입을 기록한 이후 순유출로 전환되었다.

<그림 II-15> 국내투자자 해외포트폴리오투자 추이



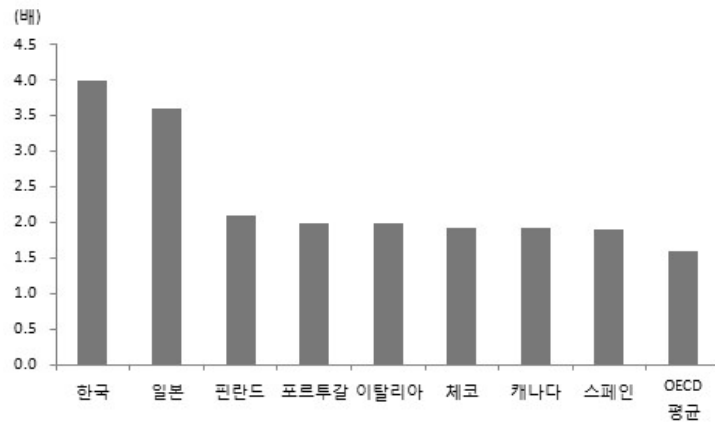
자료: 국제투자대조표(한국은행)

<그림 II-16> 해외포트폴리오투자 유출입 추이



한국의 빠른 해외포트폴리오투자 성장세는 글로벌 금융위기 이전과 이후 각기 다른 요인에서 기인한 것으로 판단된다. 금융위기 이전에는 글로벌 주식시장 호황에 따른 외부적 요인에 따라 국내투자자의 해외포트폴리오투자 확대가 지속된 데 반해, 금융위기 이후에는 급속한 인구고령화와 더불어 연기금 확대 등 내부적 요인에 기인한 것으로 보인다. 한국의 경우 주요국 대비 빠른 고령화가 진행되고 있으며, 중장년층 비중이 높은 인구구조를 보이고 있어 이러한 추세가 해외포트폴리오투자 확대에 영향을 미친 것으로 판단된다.

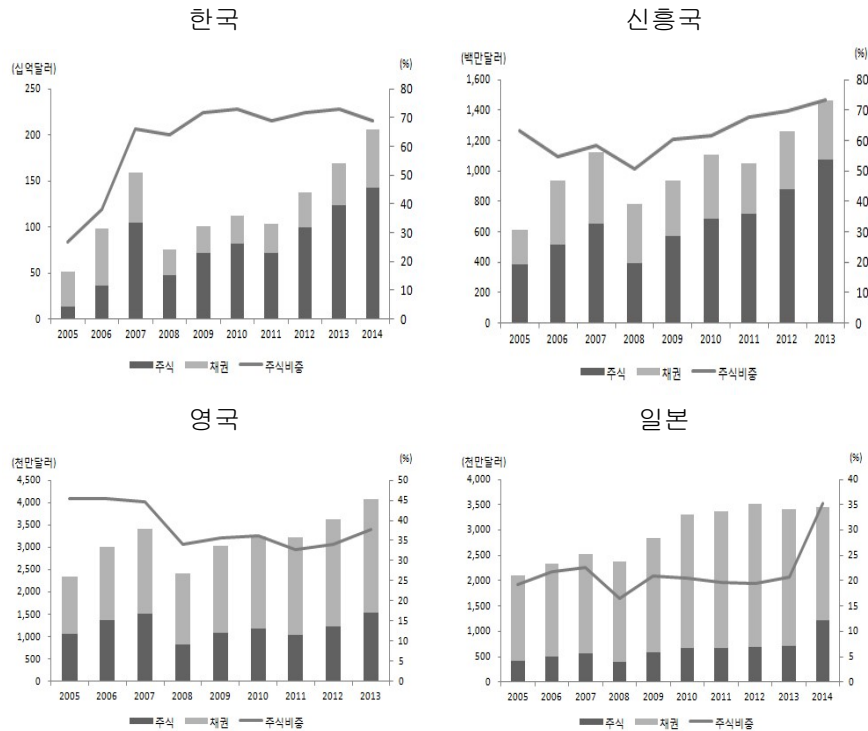
<그림 II-17> 주요국 대비 고령화 속도추이



주 : 1971년 대비 2013년 고령인구(65세 이상) 증가 배수
 자료: UN

국내투자자의 해외포트폴리오투자 자산 구성 비중을 살펴보면 주식비중이 매우 높은 것으로 나타난다. 한국의 총 해외포트폴리오투자 잔액 중 해외주식투자 잔액 비중은 2009년 이후 70% 수준을 유지하고 있다. 이러한 높은 주식투자 비중은 신흥국에서 주로 관찰되는 현상으로, 미국을 제외한 대부분 주요국에서는 주식투자 비중이 매우 낮게 나타나고 있다.

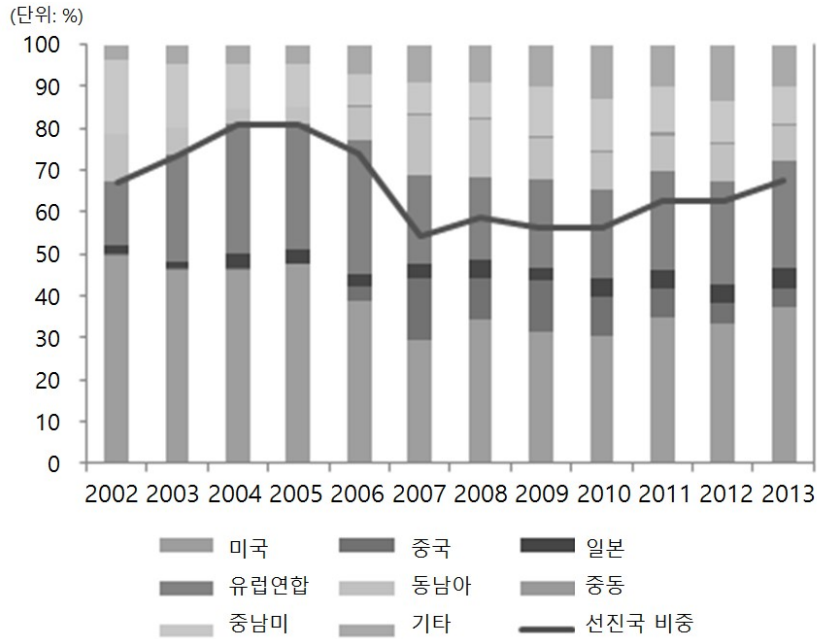
<그림 II-18> 한국 및 주요국 해외주식투자비중



자료: CPIS(IMF), 한국은행

국내투자자의 해외투자 대상지역의 소득군별 해외포트폴리오투자 비중 추이를 살펴보면, 2013년 말 기준 선진국으로의 투자비중이 약 68%로 2007년 대비 14%p 증가한 반면, 동기간 신흥국 및 중·저소득국으로의 투자비중은 8%p 감소하였다. 지역별로는 대미국 투자비중이 약 37%로 가장 높으며, 이어 대유럽 투자비중이 26%, 대중국 투자비중이 10%를 보이고 있다. 이러한 국내투자자의 대상 지역별 자산배분의 특징은 주요국과 비교해 볼 때 신흥국 및 대미 투자비중이 상대적으로 높은 것으로 요약할 수 있다. 특히 2007년 대중국 투자비중이 15%로 매우 높게 나타나는 등 국내투자자의 지역별 해외포트폴리오투자 자산배분은 미국 및 중국으로의 투자편향이 높은 것으로 판단된다.

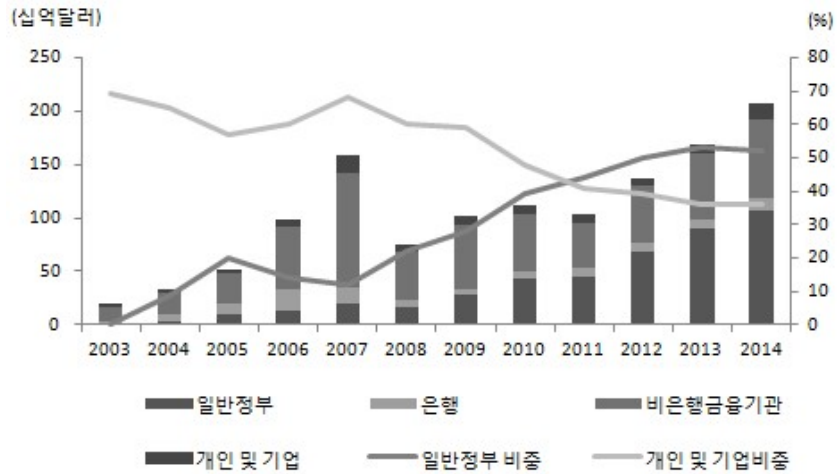
<그림 II-19> 지역별 투자비중



자료: 한국은행

최근 우리나라 해외포트폴리오투자 패턴의 가장 두드러진 변화는 투자 주체의 전환이다. 전체 해외포트폴리오투자 잔액에서 일반정부의 비중은 2007년 12%에서 2014년 52%로 크게 확대되었다. 글로벌 금융위기 이전에는 민간 금융기관의 해외포트폴리오투자가 전체 해외포트폴리오투자 확대를 주도하였던 반면, 글로벌 금융위기 이후에는 국민연금 등 공공부문이 해외포트폴리오투자 확대를 주도하고 있는 것이다. 특히 국민연금의 경우 적립금 증가와 해외투자비중 확대로 해외포트폴리오투자액이 크게 증가하고 있다. 2014년 말 기준 국민연금의 총자산 중 해외포트폴리오 투자비중은 약 21.6%를 차지하고 있으며, 이는 국내투자자의 총 해외포트폴리오투자액의 42%를 상회하는 것으로 추정된다.

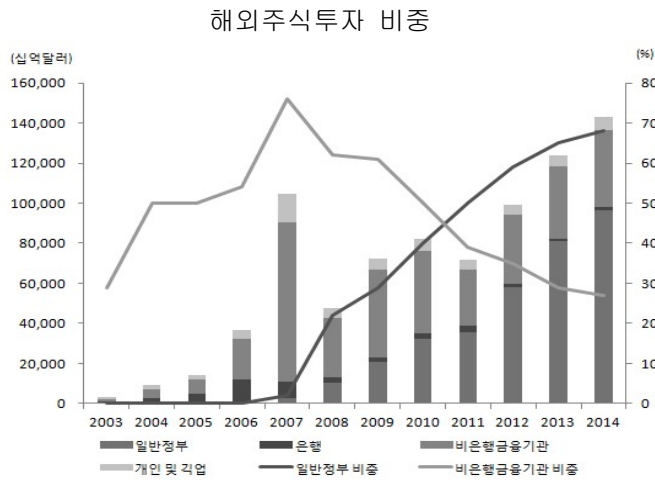
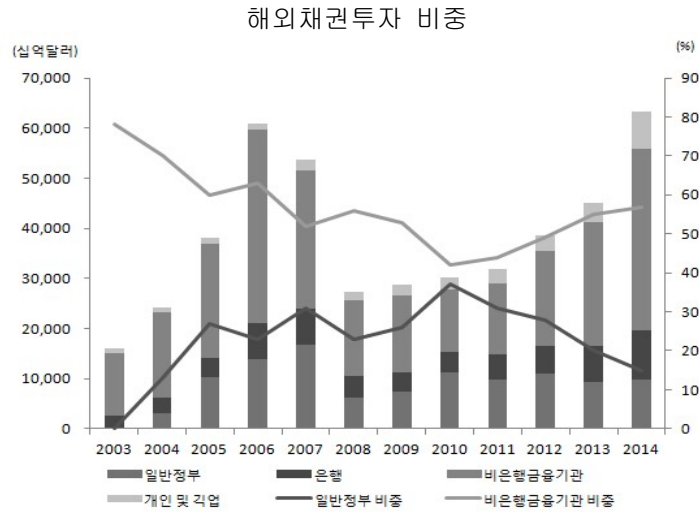
<그림 II-20> 투자주체별 해외포트폴리오투자 추이



주 : 1) 일반정부에는 한국투자공사 및 국민연금이 포함
 2) 비은행금융기관 중 자산운용사는 위탁계정을 포함하며 그 외(보험, 증권)는
 고유계정임
 자료: 국제투자대조표(한국은행)

해외포트폴리오투자의 자산군별 공공부문 비중 확대 추이를 통해 공공
 부문의 해외주식투자 증가가 매우 빠르게 진행되고 있음을 알 수 있다.
 특히 국민연금의 경우 2014년 말 기준 해외투자 총액은 약 91억달러이
 며, 이중 약 56%는 해외주식으로 보유하고 있는 반면, 해외채권 비중은
 20%로 상대적으로 낮은 수준이다. 2014년말 기준 국내 거주자의 전체
 해외주식투자 잔액 중 공공부문이 약 68%를 차지하고 있는 반면, 해외채
 권투자 잔액에서 공공부문의 비중은 약 10% 수준이다.

<그림 II-21> 투자주체별 해외주식 및 해외채권 투자비중



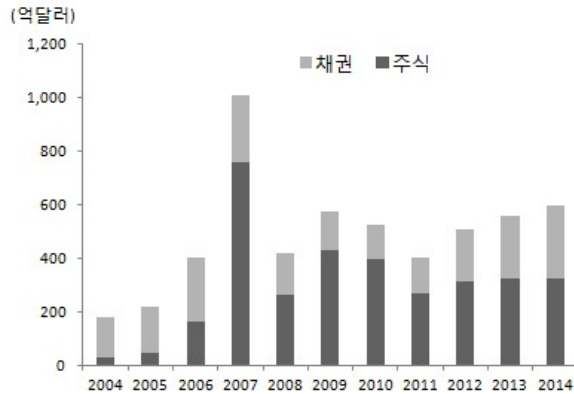
자료: 한국은행

공공부문의 해외포트폴리오투자 확대 추세와는 달리 민간 금융기관의 해외포트폴리오투자는 글로벌 금융위기 이후 큰 폭으로 감소하였다. 2007~2014년 사이 금융기관의 총 해외포트폴리오투자는 약 41% 감소하

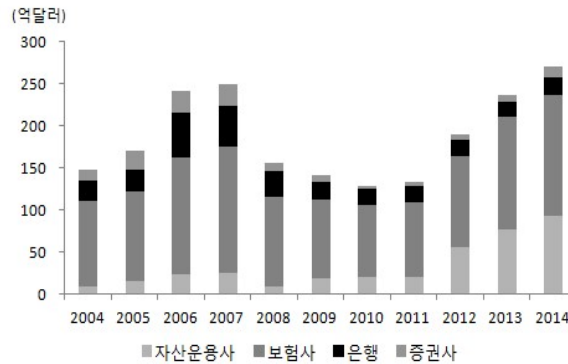
였으며, 특히 해외주식투자는 약 57% 감소하였다. 반면 금융기관의 해외채권투자는 동기간 약 8% 증가하였으며, 특히 자산운용사의 경우 해외주식투자는 크게 감소한 반면 해외채권투자액은 동기간 약 3배 이상 증가하였다. 따라서 민간부문의 해외포트폴리오투자 대상 자산이 주식에서 채권으로 비중이 확대되는 추세를 보이고 있다.

<그림 II-22> 금융기관 해외주식 및 해외채권 투자 추이

금융기관 해외증권투자 추이



금융기관별 해외채권투자 추이



자료: 한국은행 보도자료

III. 해외주식투자 결정요인 분석

1. 기존문헌 및 분석목적
2. 분석 모형 및 변수
3. 실증분석 결과

Ⅲ. 해외주식투자 결정요인 분석

본 장에서는 실증분석을 통해 글로벌 해외주식투자의 결정요인을 추정하였다. 본 실증분석에는 투자원천국 및 대상국의 경제상황 및 양국간 정보처리비용 관련 대리변수 등 중력모형의 주요 변수를 포함하였으며, 이외에도 투자원천국의 인구구조 변화, 대상국의 투자매력도 변화, 위험분산 등 다양한 결정요인을 살펴보았다. 본 장의 구성은 다음과 같다. 1절에서는 기존문헌의 연구내용을 요약하고 본 분석의 목적을 명시하였다. 2절에서는 실증분석 모형 및 변수를 소개하였으며, 3절에서는 연구에 포함된 글로벌 샘플 및 지역별 샘플 추정결과를 제시하였다.

1. 기존문헌 및 분석목적

가. 기존문헌

글로벌 해외주식투자 결정요인 및 주요 마찰요인을 설명하고 있는 연구는 자료는 매우 방대하다. 앞장에서 살펴본 바와 같이 글로벌 자본시장의 통합이 가속화되고 있음에도 불구하고 주요국 투자자의 해외주식투자 규모는 이론상 최적치 대비 매우 낮은 수준으로 나타나고 있기에 이를 설명하기 위한 다양한 연구가 진행되고 있는 것이다. 이러한 이론과 실제 해외주식투자 규모 간의 괴리는 French & Poterba(1991)가 미국 주식시장 사례 연구를 통해 발표한 이후 다양한 사례연구 및 글로벌 샘플 분석을 통해 보고되고 있다.

소위 모국투자편향으로 지칭되고 있는 이러한 자국시장 투자편향 또는 과소 해외포트폴리오투자의 이슈에 대해서는 다양한 방법의 연구가 진행

되고 있다. Lewis(1996)는 주식시장의 모국투자편향을 거시모형의 소비 측면에서의 모국편향으로 설명하고 있다. 즉 비교역재의 경우 국제적으로 분산할 수 없는 국내 고유의 헤지 수요가 존재하며, 이를 고려하면 국내 투자자들의 모국투자편향을 일부 설명할 수 있음을 제시하였다. 또한 Baxter & Jermann(1997)은 국내 인플레이션 및 노동시장에서 각국 고유의 위험요소에 의한 헤지수요가 해외주식투자 수요 중 일부를 제한할 수 있음을 보여주었다.

그러나 이러한 국내 고유요인은 대부분의 국가에서 지속적으로 관찰되는 국내투자자의 모국편향을 충분히 설명하지 못하였다. 이에 이후 관련 연구는 해외포트폴리오투자 결정요인에 초점을 두고 진행되었다. 즉 국내 투자자의 모국편향은 경제이론만으로는 설명할 수 없는 현상으로, 해외포트폴리오투자를 제한하고 있는 거래비용, 제도적·문화적 상이성, 정보비대칭 등의 결정요인 분석을 통해 이를 설명하려는 시도가 진행되었다. 제도적 측면(Glassman & Riddick(2001) 등), 정보비대칭(Ahearne et al.(2004) 등), 기업지배구조(Dahlquist et al.(2003) 등) 등 다양한 결정요인을 분석한 관련 연구가 진행되었다.

한편 양국간 해외포트폴리오투자를 분석하고 있는 관련 연구는 해당 통계자료의 확보가 연구의 제약요건으로 작용하고 있다. 이에 초기의 연구는 주요 선진국, 특히 최대 해외포트폴리오투자 자산 보유국인 미국을 중심으로 다양한 국가의 사례가 제시되고 있다.¹⁰⁾ 그러나 개별국의 사례 연구는 해외포트폴리오투자의 속성상 투자원천국뿐만 아니라 투자대상국의 특성 또한 결정요인으로 동시에 작용하고 있어 해당국가의 자료만으로는 결정요인을 충분히 설명하기 어렵다. 또한 최근에는 IMF를 통해 양국간 해외포트폴리오투자통계(CPIS)가 집계되고 있어, 이를 활용한 양국의 투자대상국 및 투자원천국의 다양한 결정요인을 포함하는 연구가 진행되고 있다.

10) Ahearne et al.(2004) 등은 미국 자료를 분석하였으며, 이외에도 스웨덴(Dahlquist & Robertson, 2001), 핀란드(Grinblatt & Keloharju, 2001) 등 다양한 국가별 연구자료가 보고되고 있다.

이러한 CPIS를 활용하고 있는 최근의 연구 중 일부는 중력모형(Gravity Model)을 통해 해외포트폴리오투자 결정요인을 분석하고 있다. 중력모형은 물리학의 중력방정식을 양자 간 거래 등에 적용한 추정방법으로, 경제학에서는 양국간 무역량을 설명하는 방법론으로 널리 사용되고 있다. Tinbergen (1965)이 최초로 중력모형을 활용하여 국제무역과 양국간 거리 등 정보비용간의 반비례 관계를 보고한 이후 수많은 연구를 통해 국제무역을 설명하는 주요 실증방법으로 사용되고 있다.

해외포트폴리오투자 결정요인 분석에 있어 중력모형은 양국간 거리 등 주요 중력변수를 정보비대칭 관련 비용의 대리변수로 해석함으로써 활용될 수 있다. Portes & Rey(2000)는 최초로 중력모형을 이용하여 양국간 해외주식거래를 실증적으로 분석하였으며, 정보비대칭의 대리변수로서 양국간 거리는 실증적으로 유의하게 국경간 거래를 설명하고 있음을 보여주었다. 이후 Martin & Rey(2004), Coeurdacier & Martin(2009) 등은 중력모형을 통해 국경간 해외주식거래를 설명하는 이론적 배경을 제시하였다.

해외포트폴리오투자의 주요 결정요인을 양국간 유사성(familiarity)으로 제시하고 있는 중력모형의 연구결과는 대부분 중력변수의 유의성을 보고하고 있다. Ghosh & Wolf(1999), Portes et al.(2001), Portes & Rey(2005) 등은 양국간 물리적 거리 및 양국간 문화적·사회적 이질성에 따른 거래비용의 차이가 해외주식투자 선택에 영향을 미친다는 연구결과를 제시하였으며, Lane & Milesi-Ferretti(2004)는 양국간 무역규모를 정보비용의 대리변수로 포함하여 유의한 영향을 미치고 있음을 보여주었다. 또한 Ahearne & et al.(2004)은 거리 등 물리적 거래비용 보다는 정보 관련 비용의 영향이 크다는 연구결과를 제시하였으며, Chan & Faff(2005)는 사회·문화적 유사성에 관련된 변수가 해외주식투자 결정에 유의한 영향을 미치고 있음을 밝혔다.

거시경제 규모 및 자본시장 성숙도 등의 국가별 경제적 특성 또한 많은 연구에서 해외포트폴리오투자과 양(+)의 효과가 있는 것으로 보고되고 있다. 양국의 경제규모를 포함하고 있는 중력모형을 이용한 연구에서는 경제규모 변수의 유의성이 확인되었으며, Mondria & Wu(2010), Sorrensens

& et al.(2008) 등은 금융시장 개방도 및 통합 정도가 해외주식투자 결정에 중요한 요소임을 보여주었다. Amiram & Frank(2016)는 해외주식투자 배당금에 대한 조세정책 또한 해외주식투자 결정에 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다.

제도적 저해요인에 관한 연구결과는 Gelos & Wei(2005) 및 Coeurdacier & Rey(2012) 등이 제시하고 있다. 즉 제도적 상이성 및 비합치성은 해외투자의 거래비용으로 전이되어 해외주식투자 수준에 영향을 미치고 있음을 설명하였다. 또한 Khurana & Michas(2011)는 미국의 데이터를 통해 국제회계기준(International Financial Reporting Standards: IFRS) 준수 등의 요인이 미국 투자자의 모국투자 선호를 감소시키는데 영향을 미치고 있음을 보여주었다.

최근에는 국내 거주자의 연령구조 변화와 관련하여 인구구조 변화가 해외주식투자에 미치는 영향을 분석한 논문이 보고되고 있다. 박성욱·이규복(2013)은 연령구조가 모국투자선호에 미치는 영향 분석을 통해 중장년층 비중이 높을수록 모국투자편향이 감소됨을 실증적으로 분석하였으며, 박대근 외(2009)는 중력모형분석을 통해 연령구조가 국내투자의 해외주식 및 채권 보유에 영향을 미치고 있음을 보여주었다.

해외포트폴리오투자 결정요인에 관한 연구는 다양한 지역별 샘플로도 제시되고 있다. 특히 신흥시장 및 역내지역 연구로는 Garcia-Herreó & Wooldridge(2007)가 아시아와 여타 지역의 비교를 통해 역내 유동성 부족이 역내 해외포트폴리오투자가 적은 원인임을 보여주었으며, Borensztein & Loungani(2011) 및 Mercado & Park(2014) 등은 아시아 국가를 대상으로 한 실증분석을 통해 금융시장 통합도 등 제도 변수가 역내 해외주식투자 결정에 영향을 미치고 있음을 밝혔다. 또한 Sendi & Bellalah(2010)는 아시아, 아프리카, 남미 지역을 대상으로 모국투자선호도 관련 설문조사를 통해 신흥국에서 모국투자선호가 높게 관찰되고 있음을 보여주었다.

한편 해외주식투자 결정요인으로 주요 관심사안 중 하나는 이론에서 제시하는 바와 같이 해외투자를 통한 위험분산의 기회를 활용하고 있는지

의 여부이다. 이는 위험분산 관련 변수를 기본 모형에 포함시켜 확인해 볼 수 있다. 관련 연구로 Faruqee & et al.(2004), Clark & Kassimatis(2013) 등은 위험분산이 해외주식투자 선택요소로서 영향을 주고 있음을 실증적으로 보여준 반면, Lane & Milesi-Ferretti(2004) 등의 연구에서는 설명력이 없는 것으로 나타났다.

나. 분석목적

기존문헌에서 나타난 바와 같이 해외주식투자는 각국의 경제규모, 자본시장개방도, 포트폴리오 투자효과 등 다양한 요인에 영향을 받고 있다. 따라서 본 장의 실증분석은 글로벌 및 지역별 샘플을 통해 기존 연구에 소개된 다양한 변수를 추정해 봄으로써 글로벌 및 지역별 해외주식투자 패턴의 특징을 이해하는데 주목적이 있다. 본 분석은 기존연구 대비 다음과 같은 차별성을 보이고 있다. 우선 CPIS를 활용하여 글로벌 샘플의 대상 범위를 확대하였다. 이는 앞장에서 설명한 바와 같이 역외금융센터 국가의 통계를 가공하여 활용함으로써 기존연구보다 데이터 가용 범위가 확대되었다. 또한 각 지역별, 소득군별 샘플을 통해 지역별 투자자의 상이한 특성을 고려하였으며, 투자원천국의 경우에는 인구구조 변화 등 최근의 구조적 변화에 따른 영향을 살펴보았다. 본 장의 실증분석을 통한 연구목적은 다음과 같다.

첫째, 확장된 글로벌 샘플에서도 해외주식투자 결정요인으로서 주요 중력변수의 통계적 유의성이 높게 추정되는지를 확인하였다. 중력모형을 활용한 기존연구에서 중력변수의 유의성은 대부분 매우 높게 나타나고 있다. 이는 중력변수가 정보비대칭 등 주요 거래 관련 비용의 대리변수로서 작용하고 있으며, 또한 투자원천국과 투자대상국간 문화 및 사회적 이질성은 해외주식투자 결정요인으로서 높은 설명력을 보이고 있음을 의미한다. 그러나 앞서 지적한 바와 같이 기존연구는 역외금융센터 국가의 통계를 활용하지 않고 있어 해외포트폴리오투자의 글로벌 자산배분을 상당부

분 왜곡하고 있다.¹¹⁾ 따라서 본 분석에서는 확장된 글로벌 데이터를 통해 주요 중력변수의 유의성을 재확인하였다.

둘째, 해외주식투자 결정요인으로 위험분산의 효과를 살펴보고자 한다. 해외포트폴리오투자의 중요한 순기능인 위험분산의 효과를 얻기 위해서는 투자다각화의 기회가 높은 지역으로의 투자비중이 타지역 대비 높게 책정될 것으로 예상된다.¹²⁾ 그러나 기존연구에서의 해외주식투자 결정요인으로 위험분산 변수의 통계적 유의성 및 방향성은 연구별로 상이하게 나타나고 있다. 본 연구에서는 확장된 글로벌 샘플을 통해 위험분산의 효과를 추정하였으며, 지역별 샘플에서도 해당 변수의 유의성 및 방향성을 살펴보았다.

셋째, 투자원천국 및 투자대상국의 개별 특성이 해외주식투자에 미치는 영향을 추정하였다. 이에 본장에서는 투자대상국의 투자매력도 및 자본시장개방 등 결정요인과 더불어 투자원천국의 인구고령화 등 구조적 변화와 관련된 변수를 설정하여 해외주식투자 결정요인으로서 유의한 영향을 미치는지 여부를 분석하였다. 특히 우리나라는 고령화, 연기금 성장 등의 구조적 변화가 빠르게 진행되고 있어 글로벌 샘플을 통해 이들 변수가 해외주식투자에 미치는 영향을 통해 추정함으로써 유용한 시사점을 도출할 수 있을 것이다.

마지막으로, 지역별 샘플의 해외주식투자 결정요인 분석을 통해 각 지역 투자자의 해외주식투자 결정요인의 공통점 및 특징을 살펴보았다. 앞에서 살펴본 바와 같이 투자자의 해외주식투자 성향 및 자산배분은 지역별로 상이하게 나타나고 있다. 이에 지역별 투자자는 각기 다른 요인에 따라 해외주식투자 자산배분을 결정하고 있는 것으로 추정해 볼 수 있다. 따라서 본 연구에서는 각 투자원천지역을 소득군 및 지역별로 구분하여 주요 해외주식투자 결정요인의 통계적 유의성 및 방향성을 살펴보았다.

11) 2014년의 경우 룩셈부르크, 아일랜드, 케이맨제도, 버뮤다 역외금융센터의 해외주식투자자산 보유액은 전세계 해외주식투자자산의 약 1/4을 차지하고 있다.

12) 본 연구에서 투자다각화의 기회가 높은 지역은 투자원천국 주식시장과 상관관계가 낮은 지역을 의미하며, 투자원천국은 해당 지역 주식시장에 투자함으로써 위험분산의 효과를 거둘 수 있다.

본 장의 구성은 다음과 같다. 2절에서는 분석을 위해 사용된 중력모형 추정식을 제시하였다. 이에 해당 절에서는 기존문헌에서 제시하고 있는 주요변수를 포함한 추정식을 변수에 관한 설명과 함께 순차적으로 제시하였으며, 아울러 투자원천국 및 투자대상국의 차별화된 변수를 분석하기 위한 고정효과를 포함한 추가 추정식을 제시하였다. 3절에서는 연구목적에 대한 실증분석 결과를 글로벌 샘플 및 지역별 샘플에 대한 분석결과로 분류하여 제시하였다.

2. 분석 모형 및 변수

본 연구에서는 국가간 해외주식자산 보유의 결정요인을 분석하기 위해 중력모형을 기초로 하는 패널회귀모형을 사용하였다. 기존문헌에서 살펴본 바와 같이 중력모형은 양국의 경제, 정보처리, 자본시장 규모 및 깊이 등의 변수와 더불어 해외주식투자 패턴을 잘 설명하고 있다. 또한 중력모형은 CPIS의 양국간 해외주식 보유현황 통계를 십분 활용할 수 있으며, 양국간 주식시장 상관관계를 통한 투자다각화 변수의 영향 및 제도 등 다양한 변수의 영향을 추정할 수 있다. 본 연구에서 사용하고 있는 분석모형은 다음과 같다.¹³⁾

13) 일반적으로 수준변수를 사용하고 있는 중력모형 실증분석은 단위근에 따른 시계열 불안정성의 이슈(spurious regression)를 내포하고 있으나, Kao & Chiang(2000) 등에 따르면 시계열 대비 횡단면 데이터의 범위가 충분히 큰 경우 이러한 문제점은 패널회귀분석을 통해 일부 상쇄될 수 있다. 또한 Fidrmuc(2009)은 중력변수간 공적분관계로 인해 수준변수를 사용한 패널분석의 경우에도 non-stationarity를 고려한 dynamic OLS 및 fully modified OLS와 유사한 결과의 추정이 가능한 것으로 나타났다. 따라서 본 연구의 분석방법은 중력모형 분석에 일반적으로 사용되고 있는 수준변수를 활용한 패널분석을 실시하였다.

<표 III-1> 분석모형

$$\begin{aligned} \log(Asset_{sdt}) = & \alpha + \beta_1 \log(GDP_{st}) + \beta_2 \log(GDP_{dt}) \\ & + \beta_3 \log(IM_{sdt}) + \beta_4 \log(Dist_{sd}) + \beta_5 Border_{sd} \\ & + \beta_6 Colony_{sd} + \beta_7 Language_{sd} + \epsilon_{sdt} \end{aligned} \quad (III-1)$$

$$\begin{aligned} \log(Asset_{sdt}) = & \alpha + \beta_1 \log(GDP_{st}) + \beta_2 \log(GDP_{dt}) \\ & + \beta_3 \log(IM_{sdt}) + \beta_4 \log(Dist_{sd}) + \beta_5 Border_{sd} \\ & + \beta_6 Colony_{sd} + \beta_7 Language_{sd} + \beta_8 Liquidity_{dt} \\ & + \beta_9 Kopen_{dt} + \beta_{10} Kopen_{st} + \epsilon_{sdt} \end{aligned} \quad (III-2)$$

$$\begin{aligned} \log(Asset_{sdt}) = & \alpha_{st} + \gamma_{sd} + \beta_1 \log(GDP_{dt}) + \beta_2 \log(IM_{sdt}) \\ & + \beta_3 Liquidity_{dt} + \beta_4 Kopen_{dt} \\ & + \beta_5 return_{dt} + \beta_6 corr_{sdt} + \epsilon_{sdt} \end{aligned} \quad (III-3)$$

$$\begin{aligned} \log(Asset_{sdt}) = & \alpha_{dt} + \gamma_{sd} + \beta_1 \log(GDP_{st}) + \beta_2 \log(IM_{sdt}) \\ & + \beta_3 Kopen_{st} + \beta_4 Over65_{st} + \beta_5 Pension_{st} + \epsilon_{sdt} \end{aligned} \quad (III-4)$$

주: Asset은 투자원천국(s)과 투자대상국(d) 간 해외주식투자 잔액을 나타내고 있으며, IM은 양국간 무역거래량, Dist는 양국간 거리, Border는 양국의 인접성, Colony는 식민지 관계, Language는 양국의 공통언어 사용 여부, Liquidity는 해당국 주식시장 유동성, Kopen은 해당국 금융시장 개방도, Over65는 해당국 고령인구 비중, Pension은 해당국 GDP 대비 연기금자산 비중임

추정식 (III-1)은 중력모형에서 사용되고 있는 주요 중력변수를 포함하고 있는 기본모형이다. 양국간 거래를 물리학의 중력방정식에 비추어 설명하고 있는 중력모형은 양국간 거래를 끌어당기는 중력요인 및 마찰요인을 통해 설명하고 있다. Portes & Rey(2005)는 이러한 중력변수로 각국의 경제규모(GDP)와 양국간 거리를 통해 설명하고 있으며, Lane & Milesi-Ferretti(2004)는 양국간 무역규모를 해외금융거래의 정보비대칭을 대리하는 변수로서 사용하였다. 이후 중력모형은 Rose & Spiegel (2004), Stein & Daude(2007) 등 양국간 금융거래의 실증분석에 대부분 사용되고 있다. 본 연구에서는 양국의 투자원천국의 투자대상국으로 부터의 수입규모를 중력변수로 사용하였다.¹⁴⁾ 이와 함께 양국간 사회·문화적 유사성

(familiarity)을 측정하는 변수로 중력모형에서 널리 사용되고 있는 양국간 접경여부(Border), 식민지 관계(Colony), 공통언어 사용여부(Language)와 같은 더미변수를 포함하였다.

추정식 (Ⅲ-2)는 중력변수 외에 금융시장 관련 변수를 추가한 모형이다. Faruqee et al.(2004)은 중력모형을 통해 국제금융투자의 거래비용은 일반적인 정보비용과 더불어 금융관련 비용을 포함할 수 있음을 보여주었으며, Garcia-Herrero et al.(2007)은 투자대상국 금융시장의 유동성을 해외주식투자의 중요한 결정요인으로 제시하고 있다. 본 연구에서는 양국간 금융거래의 마찰요인으로 투자원천국 및 투자대상국의 금융시장 개방도(Kopen), 투자대상국 주식시장의 유동성 변수(Liquidity)를 포함하였다. 금융시장 개방도는 친-이토 지수(Chinn-Ito index)¹⁵⁾를 사용하였으며, 유동성 변수는 각국 주식시장 시가총액 대비 주식시장 거래량 비중을 사용하였다.

추정식 (Ⅲ-3)과 (Ⅲ-4)를 통해 고정효과(fixed effect)를 활용한 모형을 설정하였다. 패널분석에 있어 고정효과 모형은 관찰되지 않는 이질성을 제어할 수 있는 유용한 방법이다. 그러나 양국간 거래정보를 포함하고 있는 중력모형에서 고정효과를 포함할 경우 다중공선성으로 인해 양국간 거리 등 주요 중력변수의 추정이 불가능하다. 따라서 대부분 중력모형에서는 확률효과(random effect) 모형을 통해 추정하고 있다. 반면 Lane & Milesi-Ferretti(2008) 등은 고정효과 모형을 활용하여 중력모형을 통한 양국간 무역규모 및 위험분산 변수를 추정하고 있다. 즉, 시변(time varying)하지 않는 양국간 관계를 추정하고 있는 중력변수를 고정효과를 통해 제어한 후 여타 시변 변수의 추정에 중점을 두는 것이다.

14) Lane & Milesi-Ferretti(2008)는 양국간 정보공유 여부를 설명하는 설명력 높은 변수로 양국간 총 무역 규모 보다는 대상국으로부터의 수입 규모를 사용하였다.

15) 전세계 182개국을 대상으로 금융시장 개방도를 지수화하여 보고하고 있는 친-이토 지수는 Chinn & Ito(2006) 논문 이후 저자에 의해 매년 공개되고 있으며, 본 연구에서는 가장 최근 발표치인 2014년 지수를 사용한다.

또한 투자원천국 및 투자대상국 양국의 정보를 동시에 포함하고 있는 중력모형은 각국별 더미변수를 활용한 다양한 분석이 가능하다. Lane & Galstyan(2011)은 각 투자원천국 및 투자대상국의 시변 고정효과를 활용함으로써 양국가의 이질성을 제어하였으며, 이를 통해 양국의 GDP, 금융시장 개방도 등 국가별 효과를 제어하였다. Pericoli et al.(2011)은 시변 고정효과 및 고정효과 모형을 통해 양국간 위험분산 변수를 추정하였다.

추정식 (Ⅲ-3) 및 (Ⅲ-4)는 이러한 고정효과를 통해 위험분산 및 투자대상국 또는 투자원천국의 결정요인 분석에 중점을 두었다. 추정식 (Ⅲ-3)에서는 투자원천국의 시변고정효과(α_{st}) 및 투자원천국·투자대상국 쌍의 고정효과(γ_{sd})를 포함하여 중력변수 및 투자대상국의 이질성을 제어하였다. 이를 통해 해당 추정식에서는 투자대상국의 주식시장 수익률(return)을 포함하는 투자매력도를 추정하였으며, 또한 양국간 주식시장 수익률 상관관계(corr)를 포함하여 투자요인으로서 위험분산의 효과를 추정하였다. 추정식 (Ⅲ-4)는 투자원천국의 특성 분석에 주안점을 두고 있다. 투자대상국 시변고정효과(α_{dt}) 및 투자원천국·투자대상국 쌍의 고정효과(γ_{sd})를 포함하였으며, 이를 통해 투자원천국의 인구고령화(Over65)와 연기금 비중(Pension)의 영향을 추정하였다.

다음 절의 실증분석에서는 각각의 설명변수를 중력변수, 금융시장 관련 변수, 투자매력도 변수로 분류하여 분석을 진행하였으며, 분석의 목표에 따라 위의 기본모형 및 고정효과모형을 활용하였다. 또한 각 변수의 출처 및 설명은 <표 Ⅲ-2>에 요약하였다.

<표 III-2> 설명변수 내용 및 출처

변수명	주요 내용
GDP	실질 국내총생산(USD) (출처: WDI, World Bank)
양국간무역	투자원천국의 투자대상국으로부터의 수입액 (출처: Direction of Trade Statistics, IMF)
양국간거리	투자원천국과 투자대상국간 지리적 거리(각국 수도 기준) (출처: CEPII)
접경여부	투자원천국과 투자대상국의 국경 접경 여부(더미변수) (출처: http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/RecRes.htm#Software)
식민지	투자원천국과 투자대상국의 과거 식민지 여부(더미변수) (출처: http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/RecRes.htm#Software)
공통언어	투자원천국과 투자대상국의 공통언어 사용 여부(더미변수) (출처: http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/RecRes.htm#Software)
유동성	주식시장 시가총액 대비 연간 주식거래량 비중 (출처: World Federation of Exchanges database)
금융개방	금융시장 개방도 지수 (출처: Chinn-Ito Index)
수익률	MSCI 국가별 지수의 월별 증감률의 연평균 (출처: 저자 계산, 원출처: 블룸버그 데이터베이스 서비스)
위험분산	투자원천국과 투자대상국의 주식시장 수익률 상관계수 (출처: 저자 계산, 원출처: MSCI)
고령인구	총인구 대비 65세 이상 고령인구 비중 (출처: UN)
연기금비중	GDP 대비 총 연기금 자산 비중 (출처: Nonbanking financial database, World Bank)

3. 실증분석 결과

가. 글로벌 해외주식투자 결정요인

본 절에서는 글로벌 샘플에서의 해외주식투자 결정요인 분석결과를 요약하였다. 본 절에 사용된 실증모형은 각 결정요인을 중력변수, 금융시장 관련 변수, 투자매력도 관련 변수 등으로 분류하여 설정하였다. 먼저 모형(1)은 중력모형을 사용하고 있는 기존연구의 대표적인 중력변수를 포함하고 있다(추정식 III-1). 모형(2)에서는 투자원천국 및 투자대상국의 금융시장 관련 변수를 추가하여 관련 변수의 유의성을 살펴보았다(추정식 III-2). 모형(3)은 투자매력도를 보여주고 있는 위험분산 및 국별 주식시장 수익률 변수의 유의성을 살펴보았으며(추정식 III-3), 모형(4)는 투자원천국의 인구구조 변화 및 연기금 비중의 영향을 분석하였다(추정식 III-4). 본 절의 분석모형은 모두 연도별 더미를 포함하고 있으며, 모형(1), (2)의 경우 중력변수 추정을 위해 확률효과 모형으로 설정하였으며¹⁶⁾, 모형(3), (4)는 앞 절에서 설명한 방식으로 고정효과를 포함하였다.

본 절의 분석자료는 시계열의 경우 2001~2014년 연간 데이터를 활용하였다.¹⁷⁾ 모형(1)의 경우 62개 투자원천국의 140개 투자대상국으로의 해외주식투자자료(CPIS)를 포함하고 있으며, 데이터 가용범위에 따라 연도별 불균형 패널로 구성되었다. 추정모형별로 포함된 투자원천국 및 투자대상국의 범위는 각각 추가 설명변수 데이터의 가용범위에 따라 상이하게 구성되었으며, 모형별로 포함된 투자원천국 및 투자대상국 수는 다음과 같다.

16) 패널자료의 국가별 특성을 반영하기 위해서는 고정효과 모형이 일반적으로 사용되고 있으나, 본 분석은 설정된 모형에 포함된 개별국가 및 양국간 특성 변수를 포함하여 고정효과와 분리할 수 없는 한계를 내포하고 있어 확률효과만을 고려하였다.

17) 분석자료는 CPIS 해외주식투자, GDP 등 시계열 통계와 양국간 거리, 공통언어 더미변수 등 비시계열 자료를 포함하고 있다.

<표 Ⅲ-3> 모형별 포함 국가 수

	모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
원천국	62	61	41	35
대상국	140	80	45	45
관측수	92,417	42,595	21,388	18,556

1) 모형(1): 중력변수 추정 결과

중력변수의 추정 결과는 본 연구의 확장된 글로벌 샘플에서도 중력모형의 사용을 지지하고 있다. 모형(1)에 포함된 모든 중력변수는 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 투자원천국 및 투자대상국의 GDP는 모두 해외주식투자자산 보유액과 유의한 양(+)의 관계로 추정되었으며, 양국간 무역규모¹⁸⁾ 또한 통계적으로 유의한 양(+)의 관계로 나타났다. 즉, 양국간 해외주식투자는 투자원천국 및 투자대상국의 경제규모가 클수록 증가하고 있으며, 양국간 무역규모 증가는 정보공유 등 거래비용 감소의 효과를 통해 해외주식투자 증가로 이어진다고 해석할 수 있다. 또한 양국간 거리는 예상대로 음(-)의 관계로 추정되었으며, 이는 거리가 멀수록 정보비용 증가로 인해 해외주식투자가 감소한다는 중력모형의 기본논리를 잘 설명하고 있다.

양국간 유사성(familiarity)을 설명하고 있는 기타 더미변수도 모두 유의한 관계로 추정되었다. 국경접경 여부의 더미변수는 양국이 접경하고 있는 경우 유의하게 양국간 해외주식투자가 증가하는 것으로 나타나고 있으며, 양국간 식민지 관계 및 공통언어 사용 여부의 더미변수도 해외주식투자와 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 중력변수의 높은 통계적 유의성은 글로벌 샘플을 분석한 대부분 관련 연구와 일치하는 결과로, 본 연구에서 사용하고 있는 확장된 글로벌 샘플에서도 중력변수는 양국간 해외주식투자를 설명하고 있는 유의한 결정요인으로 나타났다.¹⁹⁾

18) 양국간 무역규모는 투자원천국의 투자대상국으로부터의 수입규모를 기준이다.

<표 III-4> 글로벌 해외주식투자 결정요인

		모형(1)	모형(2)	모형(3)	모형(4)
	GDP(s)	0.170*** (0.0164)	0.456*** (0.0237)	0.168*** (0.0421)	0.499*** (0.0458)
	GDP(d)	0.509*** (0.0136)	0.677*** (0.0208)	0.989*** (0.0388)	
	양국간무역	0.0180*** (0.00236)	0.0328*** (0.00707)		0.0132 (0.0178)
	중력 변수	양국간거리 -0.360*** (0.0346)	-0.392*** (0.0410)		
	접경여부	0.568** (0.234)	0.397* (0.239)		
	식민지	1.229*** (0.248)	1.097*** (0.308)		
	공통언어	0.369*** (0.0710)	0.594*** (0.0982)		
유동성			0.00110*** (0.00020)	0.000614*** (0.000203)	
금융 시장	금융개방(d)		0.137** (0.0681)	0.252*** (0.0761)	
	금융개방(s)		0.830*** (0.0705)	0.772*** (0.0710)	0.154*** (0.0204)
위험 수익	수익률			2.306*** (0.415)	
	위험분산			-0.0701** (0.0291)	
인구 구조	고령인구				11.45*** (1.358)
	연금비중				1.928*** (0.108)
진단	고정효과	미포함 (확률효과)	미포함 (확률효과)	s-d pair	d-year s-d pair
	관측 수	92,417	42,595	21,388	18,556
	R ²	0.436	0.538	0.426	0.549

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의수준을 나타내며 ()안의 숫자는 표준오차를 나타냄

19) 본 연구의 해외주식투자 통계는 CPIS 통계의 주요 역외금융센터로 유입된 투자 금액을 해당국의 해외투자 비중에 따라 전환하여 포함하였다(II장 자료 참조).

2) 모형(2): 금융시장 관련 변수 추정 결과

금융시장 개방도 및 유동성 관련 변수를 추가하여 추정한 모형(2)의 경우에도 중력변수 및 추가변수 모두 통계적으로 유의한 결과를 보여주고 있다. 중력변수의 경우 일부 더미변수(접경여부)의 유의도가 낮아졌으나 모두 예상되는 방향으로 유의한 결과가 나타났다. 금융시장 관련 추가변수가 포함된 금융시장 개방도는 투자원천국 및 투자대상국 모두 예상과 같은 양(+)의 관계로 추정되었다. 이는 Mondria & Wu(2010) 및 Sorrensen & et al.(2008) 등의 연구와 일치하는 결과로, 투자원천국 및 투자대상국의 금융시장 개방도는 양국간 해외주식투자의 중요한 결정요인으로 나타났다. 투자대상지역 주식시장의 유동성 관련 변수 역시 해외주식투자와 유의한 양(+)의 관계로 추정되었다. 따라서 글로벌 투자자는 유동성이 높은 주식시장을 보유한 투자대상지역에 해외주식투자 자산을 상대적으로 높게 분배하고 있으며, 이러한 결과는 유동성이 낮은 아시아 지역 등에서 해외주식투자 유치가 낮은 이유 중 하나로 해석될 수 있다.

3) 모형(3): 위험·수익 관련 변수 추정 결과

투자수익 제고 및 위험분산은 해외주식투자의 가장 기본 목적이다. 경제이론에서는 국내투자자가 해외주식투자를 통해 자국시장 고유의 위험을 국제적으로 분산시킴으로써 위험조정 수익의 제고가 가능함을 제시하였다. 따라서 주식시장의 수익률 및 위험분산 요인이 해외주식투자의 중요한 결정요인 중 하나일 것으로 예상하였다. 본 절의 추정 결과 대상국 주식시장의 수익률 및 위험분산 관련 변수는 해외주식투자의 유의한 결정요인으로 나타났다. 특히 각국 주식시장 지수의 상관관계 계수를 통해 살펴본 위험분산 변수는 해외주식투자와 통계적으로 유의한 음(-)의 관계로 추정되었다. 즉, 일국의 투자자는 자국과 주식시장 간 상관관계가 낮은 타국 시장에 대한 투자자산 배분을 상대적으로 높게 책정하고 있는 것이다. 이러한 결과는 투자자가 해외주식투자를 통한 위험분산의 효과를 중요한 투자 결정요인의 하나로 고려하고 있다는 증거로 해석된다.

한편 기존연구에서의 위험분산 효과는 혼재된 결과를 보여주었다. Lane & Milesi-Ferretti(2008)의 연구에서는 위험분산 관련 변수가 유의하지 않은 것으로 나타났으며, Pericoli et al.(2011)의 연구에서는 각국의 성장률 상관관계 및 주식시장 상관관계를 통해 위험분산의 효과가 유의하게 나타나는 것으로 보고되었다. 본 연구는 기존연구에서 제외되었던 역외 금융센터의 해외주식투자 유치 규모를 변환과정을 거쳐 포함하였으며²⁰⁾, 기존연구 대비 가장 장기간 데이터를 포함하고 있어 해외주식투자 결정요인으로서 위험분산의 기능에 대한 강건한 결과를 보여주고 있다.

4) 모형(4): 투자원천국 관련 변수 추정 결과

앞 장에서 살펴본 바와 같이 우리나라는 최근 급격한 고령화가 진행되고 있으며, 이는 연기금 자산의 급격한 성장과 더불어 해외주식투자의 빠른 성장세를 주도하고 있다. 본 절에서는 우리나라에서 관찰되고 있는 인구구조와 해외주식투자와의 관계가 글로벌 샘플에서도 추정되는지 여부를 살펴보았다. 또한 주요 기관투자자인 연기금을 주축으로 해외주식투자가 확대될 경우, 해외투자 관련 전문지식 및 노하우가 민간부문으로 파급되는 선순환 효과를 가져와 금융시장 고도화에 기여할 것으로 예상된다. 이는 궁극적으로 해외주식투자 확대에 이어지는 긍정적인 외부 효과를 발생시킬 것으로 보인다.

추정 결과 고령화 및 연기금 변수는 해외주식투자와 양(+)²¹⁾의 유의한 관계로 나타났다. 즉, 투자원천국의 고령인구 비중이 높고 GDP 대비 연기금 비중이 높을수록 해외주식투자가 증가하는 것으로 해석된다. 이러한 결과는 매우 빠른 속도로 고령화 및 연기금 성장세가 진행되고 있는 한국의 경우 해외주식투자의 빠른 성장세가 당분간 지속될 수 있음을 보여주고 있다.

20) 버뮤다, 벨기에, 바하마, 케이맨군도 등 주요 역외금융센터의 해외주식투자자산 유치액은 총 글로벌 해외주식투자 잔액의 약 1/4을 차지한다.

나. 소득군 및 지역별 해외주식투자 결정요인 분석

본 절에서는 지역별 샘플에서의 해외주식투자 결정요인 분석 결과를 요약하였다. 앞서 살펴본 바와 같이 해외주식투자 패턴은 지역별로 상이한 양상을 보이고 있어 본 절에서는 지역별 해외주식투자 결정요인과 글로벌 샘플과의 차이점 및 특징을 살펴보았다. 따라서 본 절의 추정모형은 앞 절의 모형(1)~(3)을 기준으로 하고 있으며, 모형(4)의 경우에는 지역별 샘플에서의 데이터 가용범위가 크게 줄어들어 본 절에서는 제외하였다. 본 절의 실증모형은 앞 절의 추정방식에 따라 각각 확률효과 또는 고정효과를 포함하고 있으며, 모든 모형은 연도별 더미를 포함하고 있다.

본 절의 지역별 샘플은 소득 수준 및 지역에 따라 분류하였다. 소득군별 샘플은 투자원천국의 2001~2014년 일인당 평균 GDP를 기준으로 각각 고소득군과 저소득군으로 분류하였으며²¹⁾, 지역별 샘플은 투자원천국의 지리상 위치 및 OECD 회원국 여부에 따라 각각 유럽, 비유럽 OECD, 아시아, 기타지역으로 구분하였다. 각 샘플별 포함된 대상 국가는 아래 <표 III-5>에 정리하였다.

21) 고소득군은 2001~2014년 일인당 평균 GDP(ppp환율 적용) 기준 2만달러 이상 지역이며 저소득군은 평균 일인당 GDP 2만달러 미만 지역으로 설정하였다.

<표 III-5> 지역 샘플 구성 (투자원천국 기준)

		포함 국가 리스트(투자원천국)
소득 군별	고소득	호주, 오스트리아, 벨기에, 캐나다, 체코, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 홍콩, 헝가리, 이스라엘, 이탈리아, 일본, 한국, 뉴질랜드, 노르웨이, 포르투갈, 싱가포르, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국
	저소득	아르헨티나, 브라질, 칠레, 콜롬비아, 이집트, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 멕시코, 파키스탄, 필리핀, 폴란드, 러시아, 남아공, 태국, 터키
지역 별	아시아	한국, 인도네시아, 말레이시아, 필리핀, 태국
	유럽	오스트리아, 벨기에, 체코, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 헝가리, 이탈리아, 노르웨이, 폴란드, 포르투갈, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국
	비유럽 OECD	호주, 캐나다, 칠레, 일본, 멕시코, 뉴질랜드, 터키, 미국
	기타	아르헨티나, 브라질, 콜롬비아, 이집트, 인도, 파키스탄, 러시아, 남아공

1) 소득군별 추정결과

가) 모형(1): 중력변수 추정 결과

<표 III-6>은 소득군 그룹별 해외주식투자 결정요인 추정결과를 요약한 표이다. 먼저 모형(1)은 중력변수의 유의성을 각각 고소득지역 및 저소득지역 샘플을 통해 살펴보았으며, 추정 결과 대부분 중력변수는 양 샘플에서 모두 유의한 것으로 나타났다. 즉, 글로벌 샘플 추정 결과와 마찬가지로 해외주식투자 결정요인으로 주요 중력변수는 유의한 설명변수로서 추정되었으며, 이는 양국간 경제·사회적 유사성이 양국간 해외주식투자를 상당 부분 설명하고 있음을 의미한다. 중력변수 중 유일하게 유의성이 낮은 것으로 나타난 변수는 공통언어 사용여부 관련 더미변수로, 저소득 지역에서는 해당 변수가 유의하지 않은 것으로 나타났다.²²⁾

<표 III-6> 소득군별 해외주식투자 결정요인

		모형(1)		모형(2)	
		고소득	저소득	고소득	저소득
	양국간무역	0.124*** (0.0156)	0.0622*** (0.0190)		
	양국간거리	-0.455*** (0.0352)	-0.497*** (0.0642)		
중력 변수	접경여부	0.278*** (0.103)	-0.233 (0.197)		
	식민지	0.276** (0.127)	1.036*** (0.271)		
	공통언어	0.293*** (0.0673)	-0.104 (0.115)		
	유동성			-9.73e-05 (0.000215)	0.00162 *** (0.000264)
금융 시장	금융개방(d)			0.351*** (0.0798)	0.0276 (0.101)
	수익률			2.221*** (0.438)	2.070*** (0.544)
위험 수익	위험분산			-0.0306 (0.0358)	0.0735* (0.0427)
	고정효과	s-year, d-year		s-d pair	s-d pair
진단	관측 수	13,230	8,158	13,230	8,158
	R ²	0.740	0.676	0.639	0.592

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의수준을 나타내며 ()안의 숫자는 표준오차를 나타냄

22) 해당 저소득국 샘플의 투자원천국가는 영어권 국가를 포함하고 있지 않아 공통언어 사용 더미변수의 설명력이 낮게 나타나고 있는 것으로 추정된다.

나) 모형(2): 금융시장 및 위험·수익 변수 추정 결과

모형(2)에서는 금융시장 관련 변수 및 위험분산과 관련된 결정요인을 추정하였다. 금융시장 관련 변수의 경우 고소득지역 샘플에서는 대상지역 금융시장 개방도가 유의한 양(+)의 관계로 추정된 반면, 주식시장 유동성 변수는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 그러나 이러한 결과는 저소득지역에서는 정반대로 나타나고 있다. 저소득지역 샘플의 경우는 대상지역 유동성이 유의한 양(+)의 관계로 추정된 반면 금융시장 개방도는 통계적 유의성이 낮은 것으로 나타났다.

이러한 결과는 양 변수 모두 유의하게 추정된 글로벌 샘플과는 상이한 결과이나, 뒷부분의 지역별 샘플 추정결과 및 기존문헌에서의 연구결과와는 일맥상통하는 결과이다. 즉, 지역별 샘플에서도 고소득 그룹인 유럽과 비유럽 OECD 투자원천지역에서도 유동성이 유의한 결정요인으로 추정된 반면, 저소득 지역인 아시아 및 기타지역에서는 금융시장 개방도가 유의한 것으로 추정되었다.²³⁾

고소득지역 투자자와 저소득지역 투자자의 투자 결정요인의 차이점은 위험분산의 경우에도 나타나고 있다. 양 지역 투자자 모두 대상지역 주식시장 수익률과는 양(+)의 유의한 관계를 보이는 반면 위험분산 변수의 경우에는 양 지역에서 다른 결과를 보여주고 있다. 고소득지역 샘플의 위험분산 변수의 통계적 유의성은 다소 낮게 나타났으나 음(-)의 관계로 추정되어 위험분산에 따른 투자목적과는 일치하고 있다. 반면 저소득지역 샘플의 위험분산 변수는 유의한 양(+)의 관계로 추정되었다. 이는 저소득지역 투자자는 자국 주식시장과 상관관계가 높은 지역으로의 투자를 선호하는 것을 의미하며 이는 이론에서 제시하고 있는 위험분산 목적의 해외주식투자 결정요인과는 정반대의 결과이다.

이러한 결과는 다음과 같은 해석이 가능하다. 먼저, 저소득지역 투자자의 해외포트폴리오투자 주목적이 포트폴리오의 국제적 분산을 통한 위험공유가 아니라는 점을 주목할 필요가 있다. 앞 장에서 살펴본 바와 같이

23) 이 부분에 대한 해석은 III-3-나-(2)의 지역별 추정결과 부분의 해석을 참조

해외포트폴리오투자의 주요 주체는 미국, 영국 등 주요 금융 선진국들이다. 자국 금융시장 고도화 수준이 높은 선진국에서는 다양한 해외투자 금융상품 거래가 가능하며, 이를 통해 투자자는 위험분산이라는 소기의 목적 달성을 위한 해외포트폴리오의 구성이 가능하다. 또한 이러한 사실은 금융시장의 발전이 위험분산을 통한 수익제고를 실현하기 위한 전제조건임을 시사하고 있다. 따라서 금융시장의 발전단계가 낮은 저소득지역 투자자의 경우 이러한 위험분산이라는 해외포트폴리오투자의 장점을 십분 활용하지 못하는 것으로 해석할 수 있을 것이다.

또한 저소득지역 투자자의 경우 위험분산의 투자요인 보다는 경제적 유사성에 따른 투자요인이 우세하게 작용한다는 해석도 가능하다. 중력모형 추정결과에서 나타난 바와 같이 양국간 무역규모는 저소득지역 투자자의 해외주식투자 결정요인으로 유의한 양(+)의 관계를 보여주고 있으며, 실제로도 저소득지역은 경제적 관련성이 높은 지역으로 투자편향이 높은 것으로 관찰되고 있다. 특히 아시아지역 신흥국의 경우 대중국 무역비중 및 대중국 해외주식투자 비중이 모두 높게 나타나고 있어 이러한 해외주식투자 와 위험분산 요인간 양(+)의 관계를 설명할 수 있다. 따라서 신흥국의 경우 위험분산에 따른 투자요인은 관찰되지 않으며, 오히려 주식시장에서 유사성이 높은 시장에 대한 편향이 나타나고 있는 것으로 판단된다.

2) 지역별 추정 결과

가) 모형(1): 중력변수 추정 결과

<표 III-7>은 해외주식투자의 결정요인을 아시아, 유럽, 비유럽 OECD, 기타지역 샘플로 분류하여 추정한 결과를 요약하였다. 먼저 중력변수로 설정된 모형(1)에서는 양국간 무역 및 거리 변수가 모든 지역별 샘플에서 통계적 유의성이 높게 나타났으며, 방향성 또한 예상과 일치하는 것으로 추정되었다. 이는 동 변수가 투자원천국과 투자대상국 간 해외주식거래 관련 정보수집 및 처리 비용을 대리하고 있다는 중력모형의 기본 논리와 일치하는 결과로, 지역별 샘플에서도 동 변수는 지역별 투자자의 해외주식투자를 설명하는 중요한 결정요인임을 알 수 있다.

한편 양국간 사회·문화적 유사성을 대리하고 있는 더미변수는 샘플별로 상이한 추정 결과가 나타났다. 비유럽 OECD 지역의 경우 공통언어 더미변수가 유의한 양(+)의 관계로 추정되었으며, 유럽, 아시아, 기타지역의 경우에는 식민지관계 더미변수가 유의한 것으로 나타났다. 이러한 더미변수별 상이한 추정결과는 지역적 특수성에 따른 것으로 판단된다. 즉, 미국, 캐나다 등 영어권 국가가 다수 포함되어 있는 비유럽 OECD 샘플에서는 공통언어 사용여부가 양국간 유사성을 대리하는 유의한 변수로 나타나고 있는 반면, 여타 지역의 경우에는 과거 식민지 관계를 나타내는 변수가 양국간 사회·문화적 유사성을 대리하는 주요 변수로 나타났다.

<표 Ⅲ-7> 지역별 해외주식투자 결정요인

		모형(1)			
		유럽	비유럽OECD	아시아	기타
	양국간무역	0.0916*** (0.0149)	0.0901** (0.0388)	0.110*** (0.0365)	0.0441* (0.0252)
	양국간거리	-0.864*** (0.0808)	-0.400*** (0.0893)	-0.616** (0.296)	-0.337*** (0.0980)
중력 변수	접경여부	0.0668 (0.114)	0.0838 (0.323)	0.560 (0.538)	-0.442* (0.254)
	식민지	0.233* (0.136)	0.444 (0.356)	1.323** (0.632)	1.020*** (0.340)
	공통언어	0.0963 (0.0908)	0.381*** (0.145)	-0.0355 (0.255)	0.0318 (0.136)
진단	고정효과	s-year, d-year			
	관측수	9,025	4,633	3,682	4,574
	R ²	0.829	0.666	0.708	0.722
		모형(2)			
		유럽	비유럽OECD	아시아	기타
금융 시장	유동성	3.30e-05 (0.000216)	-0.000402 (0.000404)	0.00120** (0.000531)	0.00233*** (0.000343)
	금융개방	0.318*** (0.0801)	0.368** (0.153)	0.222 (0.207)	-0.136 (0.128)
위험 수익	수익률	2.549*** (0.441)	2.043** (0.832)	2.265** (1.100)	2.038*** (0.694)
	위험분산	0.00159 (0.0360)	0.0600 (0.0669)	0.0921 (0.0877)	0.0104 (0.0542)
진단	고정효과	s-year, s-d pair			
	관측수	9,025	4,633	3,682	4,574
	R ²	0.703	0.593	0.628	0.629
		모형(3)			
		미국·캐나다	영국·프랑스·독일	일본	한국
분산	위험분산	-0.0544 (0.0866)	-0.344** (0.168)	-0.0207 (0.176)	0.0727 (0.194)
진단	고정효과	d-year, s-d pair			
	관측수	1,058	1,584	529	529
	R ²	0.995	0.893	0.494	0.826

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 통계적 유의수준을 나타내며 ()안의 숫자는 표준오차를 나타냄

나) 모형(2): 금융시장 및 위험·수익 관련 변수 추정 결과

모형(2)에 포함된 금융시장 관련 변수는 지역별 샘플에 따라 상이한 결과가 나타났다. 주식시장 유동성 변수는 아시아 및 기타지역에서는 통계적으로 유의성이 높은 양(+)의 관계로 추정되었으나 유럽 및 비유럽 OECD 지역에서는 유의한 통계적 관계를 확인할 수 없었다. 이는 해외주식투자 결정요인으로 유동성 변수를 활용한 Garcia-Herrero et al. (2009)의 연구와 유사한 결과로, 해당 연구에서도 유동성 변수는 글로벌 샘플 및 아시아 지역 샘플에서만 유의한 것으로 나타나고 있다. 따라서 아시아 및 기타지역의 투자자는 주식시장 유동성을 해외주식투자의 중요한 결정요인으로 고려하고 있는 것으로 해석할 수 있으며, 이는 한편으로는 역내지역의 유동성이 낮게 나타나고 있는 해당지역 투자자의 역내투자 부족현상을 간접적으로 설명해 주고 있다.²⁴⁾

투자대상지역 금융시장 개방도 변수의 경우에는 유동성 변수와는 반대의 결과가 나타나고 있다.²⁵⁾ 즉 아시아 및 기타지역 샘플에서는 개방도 변수의 유의성이 낮게 추정된 반면 유럽과 비유럽 OECD 샘플에서는 양(+)의 관계로 추정되었으며, 통계적 유의성 또한 매우 높게 나타났다. 이러한 결과는 글로벌 금융시장 통합에 따른 해외투자의 증가가 유럽 등 선진국을 중심으로 진행되고 있음을 보고한 기존연구의 결과와 일맥상통하는 결과로 판단된다. Giannone & Reichlin(2006)은 글로벌 금융시장 통합이 가속화되기 시작한 1990년대 초반 이후 유럽지역 투자자의 해외투자 증대로 인한 국제적 위험분산 효과를 보고하였으며, Kose et al.(2008)은 글로벌 금융시장 개방 확대에 따른 해외포트폴리오투자 증가의 효과는 주요 선진국을 중심으로 나타나고 있음을 보고하였다. 본 연구의 양국간 해외주식투자 결정요인 분석에서도 투자대상지역 개방도 증가에

24) Garcia-Herrero et al.(2009)은 이러한 결과를 통해 아시아 역내국의 낮은 유동성이 아시아 지역 역내투자가 부진한 이유로 설명하고 있다.

25) 투자원천지역의 금융시장 개방도는 원천국 시변 고정효과로 인해 해당 추정식에서는 추정되지 않았으나, 확률모형을 사용하여 추정한 결과 모든 지역의 금융시장 개방도 변수의 통계적 유의성 및 이론과 일치하는 방향성이 확인되었다.

따른 해외주식투자 증대효과는 주요 해외주식투자 주체인 유럽 및 비유럽 OECD 지역 투자자를 중심으로 진행되고 있음을 확인하였다.

투자대상국 주식시장의 투자매력도 관련 변수의 경우, 먼저 투자대상지역 수익률 변수는 모든 지역에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계로 추정되었다. 이는 모든 지역의 투자자는 투자대상지역 수익률을 중요한 해외주식투자 결정요인으로 고려하고 있음을 의미한다. 그러나 해외주식투자의 중요한 순기능인 위험분산의 효과는 모든 샘플에서 통계적 유의성이 매우 낮게 추정되었다. 즉, 지역별 투자자의 경우 자국과 투자대상국간 주식시장 수익률의 상관관계는 중요한 해외주식투자 결정요인이 아닌 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 지역별 샘플을 사용하고 있는 Garcia-Herrero et al.(2009)과도 동일한 결과로, 해당 연구에서도 지역별로 위험분산의 유의성은 낮게 추정되고 있다.

다) 모형(3): 주요국 샘플 추정 결과

한편 모든 지역에서 위험분산 변수의 유의성이 낮게 나타나고 있음에도 불구하고 글로벌 샘플에서는 동 변수의 유의성 및 이론과 일치하는 방향성이 확인되고 있다. 이에 모형(3)에서는 추가적인 주요국 샘플을 통해 위험분산의 효과를 추정하여 보았다. 추정 결과 한국을 제외한 주요 선진국 샘플의 위험분산 추정계수는 통계적 유의성이 모형에 따라 유동적이기는 하지만 이론과 일치하는 음(-)의 관계가 발견되었다. 이는 앞의 소득군별 샘플과 유사한 결과로 고도화된 금융시장을 보유하고 있는 주요 선진국에서는 위험분산 목적의 해외주식투자가 이루어지고 있음을 보여주고 있다. 이러한 결과는 다양한 해외주식투자 관련 상품 개발, 인력의 전문화 등 금융시장의 고도화가 해외주식투자를 통한 위험분산의 효과를 제고하기 위한 중요한 요소임을 시사하고 있다.

다. 소결

본 절에서 추정한 모든 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 글로벌 샘플의 경우 중력변수를 포함한 모든 변수의 통계적 유의성이 높게 나타났으며, 해당 변수의 방향성 또한 이론에서 예상되는 방향으로 나타났다. 그러나 지역별 샘플에서는 위험분산 및 여타 변수의 유의성이 확인되지 않았으며, 분석결과는 샘플지역의 소득군 및 지리적 그룹에 따라 상이한 것으로 나타났다. 특히 위험분산의 효과는 일부 주요 선진국에서만 관찰되고 있으며, 저소득지역의 경우에는 위험분산 효과와 반대되는 방향으로 추정 결과가 나타나고 있다. 아래 <표 III-8>에서 주요 분석결과를 요약하였다.

<표 III-8> 분석결과 요약

		글로벌	소득군별		지역별			
			고소득	저소득	유럽	비유럽 OECD	아시아	기타
중력변수	양국간무역	+	+	+	+	+	+	+
	양국간거리	-	-	-	-	-	-	-
	접경여부	+	n/s	n/s	n/s	n/s	n/s	+
	식민지	+	n/s	+	+	n/s	+	+
	공통언어	+	+	n/s	n/s	+	n/s	n/s
금융	유동성	+	n/s	+	n/s	n/s	+	+
	금융개방	+	+	n/s	+	+	n/s	n/s
원천	고령인구	+						
	연금비중	+						
대상	수익률	+	+	+	+	+	+	+
	위험분산	-	n/s	+	n/s	n/s	n/s	n/s

주: n/s는 'not significant'를 의미

연구결과에 따라 본 연구의 질문에 대한 답을 요약하면 다음과 같다. 먼저 중력변수의 경우 글로벌 샘플을 포함한 모든 샘플에서 대부분 통계적 유의성이 높게 나타났으며, 추정계수의 방향 또한 예상과 일치하는 것으로 나타났다. 따라서 경제·사회·문화적 관련성은 양국간 해외주식투자를 설명하는 중요한 요인으로 판단된다. 또한 이러한 결과는 본 연구의 확장된 글로벌 샘플 및 지역별 샘플에서 모두 확인되고 있어, 중력변수를 주요 해외주식투자 결정요인으로 설명하고 있는 기존 연구결과의 강건성을 재차 확인하였다.

둘째, 위험분산의 효과는 글로벌 샘플의 경우 유효한 해외주식투자 결정요인으로 나타났다. 글로벌 투자자는 양국간 주식시장 수익률의 상관관계가 낮은 지역의 주식시장에 투자하는 방향성을 보이고 있으며, 이는 해외포트폴리오 구성을 통한 위험분산 동기가 해외주식투자의 주요 투자요인으로 작용하고 있음을 보여주고 있다. 또한 위험분산의 효과는 통계적 유의성이 다소 유동적이기는 하지만 고소득지역 샘플 및 주요 선진국 샘플에서도 관찰되고 있다. 한편 이러한 위험분산의 효과는 여타 지역 샘플에서는 관찰되지 않았으며, 일부 지역에서는 이론적 예상과 반대되는 방향의 결과가 나타났다. 이러한 결과는 금융인력의 전문성, 해외투자 관련 상품의 다양성 등 자국 금융시장의 고도화가 위험분산 목적의 해외주식투자의 중요한 요건임을 시사하고 있다.

셋째, 투자원천국의 인구고령화 및 연기금 비중 확대는 해외주식투자 증가의 중요한 요인인 것으로 나타났다. 이러한 결과는 인구구조 변화가 주식시장 수요기반을 확대한다는 경제이론과도 부합하며, 또한 연기금의 확대는 금융시장 고도화에 일조하여 해외주식투자 기반을 제고하는 긍정적인 효과를 견인하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

마지막으로 해외주식투자의 결정요인은 지역별 특성에 따라 통계적 유의성 및 방향성이 상이하게 나타나고 있다. 양국간 거래관련 비용을 대리하고 있는 변수와 투자대상지역 주식시장 수익률 변수는 모든 샘플에서 유의미한 결정요인으로 나타난 반면, 사회·문화적 유사성, 금융시장 개방도 및 유동성, 위험분산 요인 등은 각 지역별 특성에 따라 유의성 및 방

향성이 상이하게 나타났다. 이는 지역별로 해외주식투자 자산배분이 서로 다르게 나타나고 있는 글로벌 해외주식투자 자산배분 현황과도 일맥상통하는 결과로, 각 지역의 특성은 해외주식투자 결정요인에도 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

IV. 결론 및 시사점

IV. 결론 및 시사점

앞서 살펴본 바와 같이 글로벌 해외포트폴리오투자는 빠른 속도로 증가하고 있다. 글로벌 해외포트폴리오투자 총액은 2014년 글로벌 GDP 대비 62% 수준까지 확대되었으며, 대부분의 주요국에서 빠른 성장세가 관찰되고 있다. 특히 고소득지역이 해외포트폴리오투자의 성장세를 주도하고 있으며, 투자대상지역으로도 동지역에 대한 비중이 매우 높다. 한편 투자대상 지역별로는 대유럽 비중이 높은 것으로 나타났다. 특히 고소득지역 투자자의 경우 대유럽 투자편향이 매우 높게 나타나고 있으며, 중·저소득지역의 투자자는 미주 및 아시아·태평양 지역 비중이 상대적으로 높은 것으로 나타났다.

본 연구에서는 해외주식투자의 결정요인을 글로벌 샘플 및 지역별 샘플을 통해 살펴보았다. 먼저 글로벌 샘플의 실증분석 결과, 해외주식투자의 주요 결정요인으로 포함된 투자원천국 및 투자대상국의 경제 및 사회·문화적 연관성, 금융시장의 개방도 및 유동성, 투자대상지역의 수익 및 위험분산 요인 등이 모두 통계적으로 유의하며 예상과 동일한 방향성을 갖는 것으로 추정되었다. 또한 투자원천국의 인구구조 및 연기금자산 비중은 해외포트폴리오투자의 중요한 요인으로 추정되었으며, 이러한 결과는 인구고령화 및 연기금 비중 확대가 빠르게 진행되고 있는 우리나라에서 향후 해외주식투자 확대가 지속될 것임을 시사하고 있다.

한편 지역별로 다른 글로벌 해외주식투자 패턴은 각국별로 해외주식투자 마찰요인이 상이하며, 이에 투자자는 각기 다른 결정요인에 따라 해외주식투자자산을 차등적으로 배분하고 있음을 시사하고 있다. 본 연구의 지역별 해외포트폴리오투자 결정요인 분석에서도 지역별 결정요인은 투자원천지역의 소득군 및 지리적 위치에 따라 주요 변수의 통계적 유의성 및 방향성이 상이하게 나타났다. 특히 위험분산 목적의 해외주식투자는 고소득지역 및 주요 선진국에서만 나타났으며, 일부 저소득 지역의 경우에는 위험분산 요인이 예상과 반대되는 양(+)의 관계로 추정되었다. 또한 사

회·문화적 연관성 변수 및 금융시장 관련 변수에서도 지역별로 각각 추정 계수의 통계적 유의성 및 방향성이 다르게 나타나고 있으며, 이는 각 지역별 상이한 해외주식투자 패턴을 이해하는데 일조하고 있다.

해외주식투자가 빠르게 확대되고 있는 우리나라는 앞으로도 빠른 성장세가 지속될 것으로 예상된다. 연구결과에 나타난 바와 같이 인구고령화 및 연기금 성장은 해외주식투자 증가로 이어지고 있으며, 이로 인해 국내 투자자의 해외주식투자에 대한 관심은 더욱 높아질 것으로 예상된다. 이에 정부는 장기적인 관점에서 해외주식투자를 통한 장점을 십분 활용할 수 있도록 해외포트폴리오투자 관련 정책들을 재검토 해볼 필요가 있을 것으로 판단된다.

먼저 민간투자자의 해외주식투자를 장기투자로 유인할 필요가 있을 것이다. 국내 민간투자자의 단기주의 추구형 투자성향은 글로벌 금융위기 직전까지의 해외펀드 붐을 통해 이미 드러난 바 있다. 단기적 관점에서의 해외주식투자는 특정 지역에 대한 쏠림현상으로 이어질 수 있으며, 이는 특히 국내투자자의 해외주식투자를 통한 위험분산 효과를 저해하는 주요인으로 판단된다. 이에 향후 해외포트폴리오투자 관련 정책의 수립은 무엇보다 장기·분산투자로의 유도라는 목적 하에 진행될 필요가 있을 것이다. 이러한 맥락에서 최근 재도입된 해외펀드 비과세조치는 장기간에 걸쳐 비과세 혜택을 유지할 수 있도록 하고 있어 해외주식투자의 장기화에 일조할 것으로 예상된다.

또한 우리나라는 최근 해외주식투자의 성장세가 공공부문 주도로 진행되고 있는 만큼 이를 민간부문의 해외포트폴리오투자 역량 제고로 연결할 수 있는 방안 마련이 필요하다. 특히 민간금융기관을 중심으로 해외포트폴리오투자 확대가 진행되어온 주요 선진국에서만 해외주식투자의 주요 순기능인 위험분산 목적의 투자요인이 나타나고 있는 점을 주목할 필요가 있다. 즉, 민간금융기관의 역량 제고는 해외포트폴리오투자 확대의 주요 요건임과 동시에 해외주식투자를 통한 위험분산의 순기능을 활용 가능하게 하는 중요한 요소이다. 이에 금융산업을 주요 성장 동력으로 채택하고 있는 일부 국가는 공공부문의 해외투자 확대를 통해 자국 금융시장의 고

도화를 추진하고 있다. 특히 싱가포르는 국부펀드의 해외금융기관 위탁 시 자국 인력의 고용 여부를 조건으로 명시하는 등 공공부문의 해외주식 투자 확대를 통한 민간부문의 역량 제고에 앞서고 있다. 이에 우리나라도 공공부문의 해외투자 확대를 국내 금융시장 역량제고의 기회로 인식하고, 해외투자 활성화가 국내 금융기관의 발전으로 이어질 수 있도록 노력할 필요가 있을 것이다.

참 고 문 헌

참 고 문 헌

- 박대근 · 양두용 · 주영민, 2009, 고령화와 국제 자본이동, 『국제경제연구』 제5권 제1호, 29-53.
- 박성욱 · 이규복, 2013, 『인구구조변화에 따른 국내 및 해외 포트폴리오투자 행태변화 및 시사점』, 한국금융연구원 연구보고서 13-09.
- Amiram, D., Frank, M., 2016, Foreign portfolio investment and shareholder dividend taxes, *The Accounting Review* 91(3), 717-740.
- Ahearne, A., Grier, W., Warnock, F., 2004, Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities, *Journal of International Economics* 62, 313-336.
- Baxter, M., Jermann, U., 1997, The international diversification puzzle is worse than you think, *The American Economic Review* 87(1), 170-180.
- Borensztein, E., Loungani, P., 2011, Asian financial integration: Trends and interruptions, IMF Working Paper (WP/11/04).
- Chan, H., Faff, R., 2005, Asset pricing and illiquidity premium, *Financial Review* 40(4), 429-458.
- Clark, E., Kassimatis, K., 2013, International equity flows, marginal conditional stochastic dominance and diversification, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 40, 251-271.
- Coeurdacier, N., Marin, P., 2009, The geography of asset trade and the euro: insiders and outsiders, *Journal of Japanese and International Economics* 23(2), 90-113.

- Coeurdacier, N., Rey, H., 2012, Home bias in open economy financial macroeconomics, *Journal of Economic Literature* 51(1), 63-115.
- Dahlquist, M., Pinkowitz, R., Stulz, M., Williamson, R., 2003, Corporate governance and home bias, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 87-110.
- Dahlquist, M., Robertsson, G., 2001, Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics, *Journal of Financial Economics* 59 (3), 413-440.
- Faruquee, H., Li, S., Yan, I., 2004, The determinants of international portfolio holding and home bias, IMF Working Paper (WP/04/34).
- Fidrmuc, J., 2009, Gravity models in integrated panels, *Empirical Economics* 37, 435-446.
- French, R., Poterba J., 1991, Investor diversification and international equity markets, *The American Economic Review* 81(2), 222-226.
- Garcia-Herrero, A., Wooldridge, P., 2007, Global and regional financial integration: Progress in emerging markets, BIS Quarterly Review (September).
- Gelos, G., Wei, S., 2005, Transparency and international portfolio holdings, *The Journal of Finance* 60(6), 2987-3020.
- Ghosh, S., Wolf H., 1999, *The Geography of Capital Flows, Capital Inflows to Emerging Markets*, University of Chicago Press.
- Giannone, D., Reichlin, L., 2006, Trends and cycles in the euro area: How much heterogeneity and should we worry about it? ECB Working Paper Series (595).

- Glassmand, D., Riddick, L., 2001, What causes home asset bias and how should it be measured? *Journal of Empirical Finance* 8, 35-54.
- Grinblatt, M., Keloharju, M., 2001, How distance, language, and culture influence stockholdings and trades, *Journal of Finance* 56(3), 1053-1073.
- Kao, C., Chiang, H., 2000, On the estimation and inference of cointegrated regression in panel data, *Advanced Econometrics* 15, 179-222.
- Khurana, I., Michas, P., 2011, Mandatory IFRS adoption and the U.S. home bias, *Accounting Horizons* 25, 729-754.
- Kose, M., Prasad, E., Terrones, M., 2008, Does financial globalization promote risk-sharing? *Journal of development Economics* 89(2), 258-270.
- Lane, P., Galstyan, V., 2011, The dynamics of portfolio Holding in Emerging Europe, *European Economy* 75, 66-81.
- Lane, P., Milesi-Ferretti, G., 2004, International investment patterns, IMF Working Paper (WP/04/134).
- Lane, P., Milesi-Ferretti, G., 2008, The drivers of financial globalization, *The American Economic Review* 98(2), 327-332.
- Lee, J., 2008, Patterns and determinants of cross-border financial asset holding in East Asia, The ADB Working Paper Series.
- Lewis, K., 1996, What can explain the apparent lack of international consumption risk sharing? *Journal of Political Economy* 104(2), 267-297.
- Lewis, K., 1999, Trying to explain home bias in equities and consumption, *Journal of Economic Literature* 37, 571-608.

- Maritn, P., Rey, H., 2004, Financial super-markets: size matters for asset trade, *Journal of International Economics* 64, 335-361.
- Mercado, R., Park, C., 2014, Equity home bias, financial integration, and regulatory reforms: Implications for Emerging Asia, Working Paper on regional Economics Integration 133, Asian Development Bank.
- Mondria, J., Wu, T., 2010, The puzzling evolution of the home bias, information processing and financial openness, *Journal of Economic Theory* 145(5), 1837-1864.
- Pericoli, F., Pierucci, E., Bentura, L., 2011, International investment position and risk sharing: an empirical analysis on the coordinated portfolio investment survey, MPRA Paper No. 40080.
- Portes, R., Rey, H., 2000, The determinants of cross-border equity flows: The geography of information, CEPR.
- Portes, R., Rey, H., 2005, The determinants of cross-border equity flows, *Journal of Financial Economics* 65, 269-296.
- Rajan, R., Lee, H., 2009, Cross-border investment linkages among APEC Economies: The case of portfolio investment and bank lending, APEC Policy Support Unit.
- Rose, A., Spiegel, M., 2004, A gravity model of sovereign lending: trade, default and credit, IMF Staff Papers 51, 64-74.
- Sendi, I., Bellalah, M., 2010, The equity home bias: Explanations and financial anomalies, *International Journal of Economics and Finance* 2(2), 78-96.
- Sonlik, B., 1974, An equilibrium model of the international capital market, *Journal of Economic Theory* 8(4), 500-524.

Sorensen, B., Wu, Y., Yosha, O., Zhu, Y., 2006, Home bias and international risk sharing: Twin puzzles separated at birth, CEPR DP 5113.

Stein, E., Daude, C., 2007, Longitude matters: Time zones and the location of FDI, *Journal of International Economics* 71, 96-112.

Tinbergen, J., 1962, *An Analysis of World Trade Flows, Shaping the World Economy*, Twentieth Century Fund, NY.

한국은행 www.bok.or.kr

IMF www.imf.org

블룸버그 데이터베이스 서비스

김한수 (Hansoo Kim)

연구위원 / 경제학 박사

연구분야

- International Finance
 - Macroeconomics
 - Time Series Econometrics
-

KCMI



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

서울시 영등포구 의사당대로 143
T 02.3771.0600 www.kcmi.re.kr

값 10,000원



ISBN 978-89-6089-166-1