

# 한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석

2009. 6.

연구위원	빈기범
San Diego State University	Jaemin Kim
Belmont University	Sean Sehyun Yoo



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute



## 《 著 者 主 》

한국 경제는 1997년 큰 위기에 처하기도 했으나, 지속적인 제도 개선과 개방 정책을 통해 국제적으로 중요한 위상을 차지하면서 성장·발전해왔습니다. 이에 발맞추어, 한국 자본시장 역시 지난 10년간 눈부신 발전과 규모의 확대를 보여 왔습니다. 한국 증시는 외국인이 약 30%를 차지하고 있을 정도로 국제화된 세계적 증시입니다.

최근 주요 글로벌 증시 지수 산출·발표 기관인 MSCI, FTSE, S&P, Dow Jones의 4개 기관은 한국 증시에 대한 평가에 있어 큰 변화를 보이고 있습니다. Dow Jones와 S&P는 이미 2008년 이전 한국 증시를 선진시장으로 분류하고 있었고, FTSE는 2009년부터 한국 증시를 선진시장으로 승격시키겠다고 발표했습니다. 가장 대표적 증시 기관인 MSCI만 아직 한국 증시의 선진시장 편입 여부를 저울질하고 있습니다. 다가오는 6월 MSCI마저도 한국 증시를 선진시장으로 편입하기로 발표한다면, 한국 증시는 국제적으로 공인받는 선진증시로 우뚝 서게 될 것입니다.

MSCI는 과거 한국시장에 대해서 지정학적 위험과 역외원화시장 부재의 문제를 제기해 왔습니다. 하지만, 지난해 12월 투자자의견수렴을 거쳐 발표한 MSCI의 “예비평가”를 보면 지정학적 위험에 대한 언급은 사라지고, 역외원화시장 이슈와는 별개로 역내외환시장에서 외국인들의 통화교환상 제약 요인이 존재한다고 주장하고 있습니다.

한국 증시의 MSCI 선진시장 편입에 관해 국내외적 관심이 고조되어 가고 있고, 발표 시기가 한달 앞으로 다가왔습니다. 본 보고서는 각 증시 지수 기관의 한국 증시에 대한 인식을 평가, 비교 및 분석하며, MSCI가 한국 증시의 약점으로 제기하는 이슈를 면밀히 검토하여 한국 증시의 선진시장 자격 여부를 타진하고 정책적 시사점을 제공하기 위해 작성되었습니다.

덧붙여, 본 보고서 작성에 필요한 유용한 정보 및 조언을 제공해 주신 ICAP외국환중개(주)의 장영훈 전무께 깊이 감사드립니다. 독자 여러분의 많은 관심과 의견 개진을 부탁드립니다, 관련 문의 사항은 아래의 필자에게 연락하시기 바랍니다.

빈기범,	bink1@kcmi.re.kr, 02-3771-0624
Jaemin Kim,	jkim@mail.sdsu.edu
Sean Sehyun Yoo,	adado261@gmail.com

## 목 차

Executive Summary .....	v
Abstract .....	xxii
I. 연구 배경 .....	1
II. 글로벌 증시 지수 기관의 증시 분류 체계 .....	5
1. 글로벌 증시 지수 기관의 증시 분류 현황 .....	5
2. 글로벌 증시 지수 기관의 한국 증시 평가의 변화 .....	8
III. MSCI의 한국시장 이슈에 대한 평가 .....	19
1. 지정학적 위험 .....	19
2. 역외 원화 현물시장 .....	23
3. 역내 외환시장 .....	27
4. 외국인 ID 시스템 .....	41
IV. 글로벌 지수 기관의 선진시장 격상시 편익과 비용 .....	43
V. 국제 경제에서 한국의 위상과 잠재력 .....	47
VI. 정책적 시사점 및 전망 .....	53
1. 역외원화시장에 대한 정책 기초 .....	53
2. 전망 .....	59
참 고 문 헌 .....	63

## 표 목 차

<표 II-1> 4개 주요 증시 지수 산출기관의 국가 분류 체계1)	6
<표 II-2> FTSE의 국가 분류 기준	12
<표 III-1> 세계 거래소 장내 통화선물 거래량 및 거래규모 순위	25
<표 V-1> 2006년 전세계 주식시장 시가총액, 주식시장 거래대금, GDP 순위	48
<표 V-2> 한국 주식시장에 대한 외국인 투자	50
<표 V-3> 전세계 인터넷 사용자 수 순위	51

## 그 립 목 차

<그림 III-1> 2009년 세계 주요국 증시 대표 지수의 추이	21
<그림 III-2> 외국인의 증권-외환 거래	30
<그림 III-3> 외환시장 2거래일간 원/달러 환율 증감을 추이	32
<그림 IV-1> 그리스 주식시장 주가지수와 시가총액 추이	44
<그림 IV-2> 포르투갈 주식시장 주가지수와 시가총액 추이	45

## 약 어 표

BMI	Broad Market Index
BOI	Bank of Israel
ETF	Exchange Traded Fund
EU	European Union
EUR	EU Euro
FX	Foreign Exchange
GDP	Gross Domestic Product
IFC	International Finance Corporation
IFCG	International Finance Corporation Global
IFCI	International Finance Corporation Investable
IMF	International Monetary Fund
ITIF	Information Technology and Innovation Foundation
JPY	Jananese Yen
KRX	Korea Exchange
KRW	Korean Won
MSCI	Morgan Stanley Capital International
NDF	Non-Deliverable Forward
OECD	Organization for Economic Cooperation and Development
S&P	Standard & Poor's
U.K.	United Kingdom
U.S.	United States
USD	US dollar
WDI2008	World Development Indicators 2008

## 《 Executive Summary 》

### I. 연구 배경

- 국제 증시 지수를 산출·발표하는 MSCI, FTSE, S&P, Dow Jones의 4개 기관은 각 기관 고유의 기준에 따라 전세계 증시를 크게 “선진시장(developed markets)”과 “신흥시장(emerging markets)”으로 분류
- 한국 경제 및 자본시장의 발전 및 성장에 따라, 글로벌 지수 기관은 한국 증시를 선진시장으로 편입시키는 변화를 보이고 있음
- 4개 증시 지수 기관 중 MSCI만 한국 증시를 여전히 선진시장으로 분류하지 않고 있기에, 2009년 6월 한국 증시가 MSCI 선진시장으로 편입된다면 국제적으로 명실상부한 선진증시로 인정받는 셈

### II. 글로벌 증시 지수 기관의 증시 분류 체계

#### 1. 글로벌 증시 지수 기관의 증시 분류 현황

## 주요 증시 지수 산출기관의 국가 분류 체계

### *Panel A* MSCI

Developed Markets	호주, 오스트리아, 벨기에, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 홍콩, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 네덜란드, 뉴질랜드, 노르웨이, 포르투갈, 싱가포르, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국
Emerging Markets	아르헨티나, 브라질, 칠레, 중국, 콜롬비아, 체코, 이집트, 헝가리, 인도, 인도네시아, 이스라엘, 요르단, <b>한국</b> , 말레이시아, 멕시코, 모로코, 파키스탄, 페루, 필리핀, 폴란드, 러시아, 남아공, 대만, 태국, 터키
Frontier Markets	바레인, 불가리아, 크로아티아, 에스토니아, 카자흐스탄, 케냐, 쿠웨이트, 레바논, 리투아니아, 모리셔스, 나이지리아, 오만, 카타르, 루마니아, 사우디아라비아, 세르비아, 슬로베니아, 스리랑카, 튀니지, 아랍에미리트, 베트남

### *Panel B* FTSE

Developed Markets	호주, 오스트리아, 벨기에/룩셈부르크, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 홍콩, 아일랜드, 이스라엘, 이탈리아, 일본, 네덜란드, 뉴질랜드, 노르웨이, 포르투갈, 싱가포르, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국, <b>한국(2009년 9월 예정)</b>
Advanced Emerging Markets	브라질, 헝가리, 멕시코, 폴란드, 남아공, 대만
Secondary Emerging Markets	아르헨티나, 칠레, 중국, 콜롬비아, 체코, 이집트, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 모로코, 파키스탄, 페루, 필리핀, 러시아, 태국, 터키

### *Panel C* S&P

S&P Developed BMI	호주, 오스트리아, 벨기에, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 홍콩, 아이슬란드, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 룩셈부르크, 네덜란드, 뉴질랜드, 노르웨이, 포르투갈, 싱가포르, <b>한국</b> , 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국
S&P Emerging BMI <i>Plus</i>	아르헨티나, 브라질, 칠레, 중국, 체코, 이집트, 헝가리, 인도, 인도네시아, 이스라엘, 말레이시아, 멕시코, 모로코, 페루, 필리핀, 폴란드, 러시아, 남아공, <b>한국</b> , 대만, 태국, 터키
S&P Emerging BMI	아르헨티나, 브라질, 칠레, 중국, 체코, 이집트, 헝가리, 인도, 인도네시아, 이스라엘, 말레이시아, 멕시코, 모로코, 페루, 필리핀, 폴란드, 러시아, 남아공, 대만, 태국, 터키
S&P Frontier BMI	바레인, 방글라데시, 보츠와나, 불가리아, 콜롬비아, 코트디부아르, 크로아티아, 에쿠아도르, 에스토니아, 가나, 자마이카, 요르단, 카자흐스탄, 케냐, 쿠웨이트, 라트비아, 레바논, 리투아니아, 모리셔스, 나미비아, 나이지리아, 오만, 파키스탄, 파나마, 카타르, 루마니아, 슬로바키아, 슬로베니아, 스리랑카, 트리니다드토바고, 튀니지, 아랍에미리트, 베트남, 짐바브웨

## 2. 글로벌 증시 지수 기관의 한국 증시 평가의 변화

### 가. Dow Jones 및 S&P

- 4Dow Jones 국가 분류 체계에서 한국 증시는 2009년 4월 현재 선진시장인 Developed Markets로 분류되고 있으며, S&P는 2008년 7월 자사 글로벌 증시 지수 체계의 변경을 발표하였고, 한국 증시는 새로 생성된 선진시장 지수인 S&P Developed BMI와 역시 새로 생성된 신흥시장 지수인 S&P Emerging BMI *Plus*에 동시 소속

### 나. FTSE

- FTSE는 2007년 9월 한국 증시의 Developed Markets로 격상 여부를 고려 중이라고 밝히면서, 외국인의 통화교환시 한국내 외환거래와 증권거래를 분리시켜 외환자유화 수준을 크게 제고시킬 것을 권고
- 한국 정부는 2007년 말 외국인의 외환거래상 실수요 원칙을 폐지하였고, 이에 FTSE는 2009년 9월부터 한국 증시를 선진시장 범주인 Developed Markets로 편입하기로 결정

## 다. MSCI

- MSCI는 2008년 6월 한국 및 이스라엘 증시의 선진시장으로의 격상 여부를 놓고 “투자자 의견 수렴(consultation)”을 개시한다고 발표하면서, 한국에 대해 다음의 2가지 이슈를 제기
  - (i) 북한과 관련된 지정학적 위험(geo-political risk)
  - (ii) 역외원화시장(offshore currency market for KRW)의 부재
  
- MSCI는 2008년말 한국 증시 선진시장 편입 여부에 관하여 투자자 의견 수렴 결과를 바탕으로 “예비평가(Preliminary Assessments)” 발표
  - 예비평가에서 (i) 역내외환시장(onshore currency market)에서 원화의 제한된 환전(limited convertibility of the Korean Won)과 (ii) 외국인 등록 ID 시스템으로 인한 운영상의 제약(the operational constraints associated with the ID system)에 대한 새로운 이슈를 제기
  - 예비평가의 결론은 한국 정부가 국제 투자자들이 제기한 문제에 대해서 효과적 조치를 취하고, 이에 대한 투자자들의 평가가 이루어지는데 많은 시간이 필요하다는 것

### III. MSCI의 한국시장 이슈에 대한 평가

#### 1. 지정학적 위험

- 한국에서 북과의 대치, 북핵으로 인한 위협이 상존하고 있음은 명백하지만, 이러한 지정학적 위험을 체계적으로 측정할 방법은 없음
  - 한국과 북한의 관계 및 북핵의 위협에 따른 지정학적 위험은 중국과 대만의 양안 관계(兩岸關係)에도 거의 유사하게 적용할 수도 있음
  - 이스라엘의 지정학적 위험은 한국보다는 훨씬 명백
  - 미국의 9.11. 테러 사태는 최강대국 미국마저도 외부 공격으로 인한 위협이 없지 않음을 보여주는 사례
  - 그리스의 경우 지난 해 그리스 정부와 국민간 격렬한 충돌로 인한 소요 사태는 또 다른 유형의 지정학적 위험을 보여주고 있음
  
- 2008년 MSCI 예비평가에서는 지정학적 위험에 대한 논의가 전혀 없어, 향후 한국 증시의 MSCI 선진시장 편입에 있어 지정학적 위험이 주요 장애 요인으로 작용하지 않을 가능성이 높다고 판단됨

- 우리나라를 포함한 미국, 일본 및 주변국의 촉각을 곤두세우며 국제적 이슈로 부각되었던 북한의 로켓 발사 실험이 4월 5일 실제로 이루어졌고 그 이전에 이미 북한의 4월초 로켓 발사가 기정사실화되어 왔음에도 불구하고 한국 증시를 압박하는 요인으로 작용하지는 않았으며, 오히려 최근 한국 증시는 상대적으로 강세를 보임

## 2. 역외 원화 현물시장

- 2007년 11월, 한국 정부는 외국인 투자자의 환전시 한국내 증권 거래에 대한 입증을 요구하는 이른바 “실수요 원칙 (real demand principle)” 폐지
- MSCI는 2008년 6월 한국 시장에 대해 역외원화시장의 부재에 관해 문제 제기를 하면서, 역외원화시장은 외환시장의 전반적 효율성의 측면에서 중요한 요인이기는 하지만, 그것이 한국이 선진시장으로 격상되는데 있어 결정적 결격 사유는 아니라고 언급
  - MSCI 예비평가에서는 역외원화시장에 대해 원론적 수준에서 아주 간략히 언급

□ 한국에 투자하고자 하는 글로벌 투자자는 통화거래에 있어 다음의 2가지 중요한 이슈에 직면

— ① 외환과 한국 원화를 매매하는데 있어, 정부 규제에 의한 장애 요소가 있는가?

- 실수요 원칙이 폐지 → 외국인 외환거래시 증권거래의 입증 불필요

— ② 유동성 위험보다 더욱 큰 위험인 환위험을 헤지할 수 있는 수단이 유효한가?

- KRX에는 USD, JPY, EUR에 대한 통화선물(currency future) 및 통화옵션(currency option)이 상장되어 거래됨
- 한국 원화에 대한 역외 NDF(non-deliverable forward) 시장이 활성화
- 역내 외환시장에서도 외환거래의 근간인 현물환, 선물환과 같은 본원적 거래 외에 외환스왑(FX swap), 통화스왑(currency swap), NDF 거래, FX 마진거래 등 파생적 거래 가능

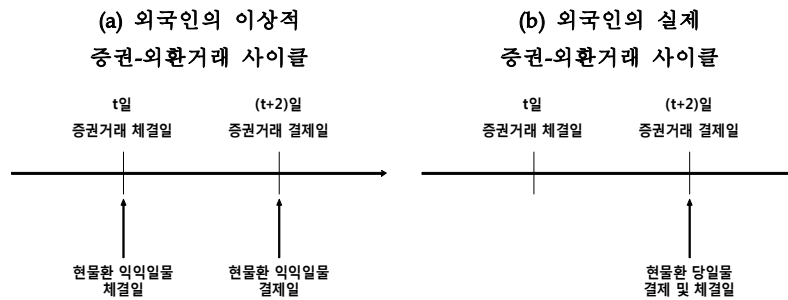
□ 외국인은 한국 원화에 대해 역외 NDF 시장, 역내 장내외 환시장에서 24시간 거래 및 헤지가 가능

### 3. 역내 외환시장

□ 외국인의 증권거래에서는 누구에게나 동일하게 적용되듯,  $t$ 일 체결 후  $(t+2)$ 일 결제가 일어나는데, 외국인이 이에 대한 외환 운용상의 사이클을 정확히 일치시키기 위해서는  $t$ 일 은행과 익익일물 계약을 체결해야 함

— 외국인은  $t$ 일 익익일물 거래를 못하고,  $(t+2)$ 일 증권거래 대금이 확인된 후 당일물(거래와 동시에 결제) 또는 익일물( $t$ 일 체결시  $(t+1)$ 일 결제) 거래를 한다고 주장 (원인은 원화차입에 한계가 있기 때문이라고 함)

#### 외국인의 증권-외환 거래



- 외환 거래에 있어 외국인의 요구 및 희망사항은 로컬 커스터디안인 국내 외국환 은행을 통하지 않고 자신들이 직접 최적의 거래 상대방을 선택하고, 협상을 통해 최적 결제일, 최적 환율로 거래하겠다는 것
  
- 이 문제의 가장 근본적 원인은 원화가 국제화되지 않았기 때문, 즉 역외원화시장이 허용되지 않았기 때문이라 할 수 있으며, 이것이 외국인의 외환거래상 남아 있는 유일한 규제
  - 역외원화시장을 불허하는 현행 체제하에서 로컬 커스터디안의 의무적 이용을 폐지하는 것은 불가능
  - 원화국제화, 역외원화시장의 허용은 당장 시행하는 것이 좋은 대안이 될 수는 없으며, MSCI 선진시장 지수 편입을 목표로 시행할 수는 없음
  
- 전세계 어디서나 통화시장은 장외 딜러시장(dealer market)이며, 여기서는 오랜 전통과 관습, 역사적 경험에 따라 딜러 자격 여부가 결정됨
  - 외국인이 장외 외환시장에서 익익일물 거래가 어려운 것은 외국인과 대고객 거래를 수행하는 은행이 결제 불이행 위험을 감안하여 요구하는 담보 때문이며, 이는 경제적 유인에 근거한 시장 관행이지 규제의 문제가 아님

- 외국환 은행 등록 규제를 폐지하거나 외국인에게 외국환 은행에 준하는 자격을 부여하여, 외국인이 달러시장 또는 중개기관 경유 거래에 달러로서 참여할 수 있게 한다 하더라도, 외국인의 익익일물 거래 불편 또는 제약이 해소되기 어려움
  - 시장 프랙티스를 통해 득한 달러자격이던, 정부가 부여한 달러자격이던간에 실제 거래에서 중요한 것은 거래 주체의 자산규모, 신용도임
  - 전세계 어느 통화시장에서도 자산운용사나 IB가 달러로 활동하는 사례는 없음
  
- 현행 국내 외환시장에서 금융기관의 외국환 은행으로서의 등록에 대한 규제는 binding하지 않는 규제임
  
- 외국인에게 유일한 로컬 커스터디안을 선택하도록 하는 규제도 없기에 다수의 로컬 커스터디안을 상대로 환율 협상 가능
  
- 결국, 현행 원화국제화, 역외원화시장을 허용하지 않는 체제 하에서 외국인이 MSCI에 전달한 통화 교환상의 불편을 근본적으로 해소할 수 있는 방안은 존재하지 않으나, 이에 관해 다음의 사항을 주지해야 할 필요가 있음
  - 외국인의 국내 외환시장에서 증권거래와 연계된 통화 교환상의 불편은 과연 규제의 문제인지, 외국인 자신의 거래규모, 신용의 문제인지를 평가

- 결과적으로, 외국인이 MSCI에 제기한 통화 교환상 제약의 문제는 사실상 역외원화시장을 허용하라는 요구로 귀결되며, 한국 정부는 지금 당장 MSCI의 요구에 부응하여 원화 국제화를 급작스럽게 추진하거나 시행할 수는 없음

#### **4. 외국인 ID 시스템**

- 외국인 ID 제도의 정책 목표는 외국인 지분 제한 기업(국가 기간 산업, 국가안보 관련 산업)에 대한 외국인 소유 현황을 사전적으로 파악하기 위한 것으로 이러한 정책 목표를 해치지 않는 범위 내에서 합리적 요구에 대해서는 허용할 필요가 있음

#### **IV. 글로벌 지수 기관의 선진시장 격상시 편익과 비용**

- 한국이 신흥시장국에서 선진시장국으로 격상시 글로벌 인덱스 펀드의 한국에 대한 자산 배분 증대로 인한 외국 자본 유입, 신흥시장국을 목표로 하는 펀드의 한국에 대한 자산 배분 제거로 인한 외국자본 유출의 두가지 효과가 혼재되어 나타날 가능성이 큼

- 신흥시장국에서 선진시장국으로의 격상에 따른 실패 사례로 그리스가 언급되곤 하지만, 격상 후 그리스 주식시장이 전반적으로 하락한 이유가 반드시 격상 때문이라고 보기 어려움
  - 반면, 포르투갈은 신흥시장국에서 선진시장국으로의 격상 후 높은 주가상승을 시현하였음
  
- 한국의 선진시장국 지위의 획득은 장기적 관점에서 한국 금융시장에 매우 긍정적 효과를 미칠 것임
  - 글로벌 시장에서 한국시장에 대한 평판 제고
  - “코리아 디스카운트(Korea discount)” 의미의 퇴색
  - 자본비용(cost of capital)을 감소시켜 할인율을 낮춰 자산 가치 상승유도
  - 실물 투자 증대

## V. 국제 경제에서 한국의 위상과 잠재력

- World Bank에서 발간하는 World Development Indicators 2008에 의하면, 한국 주식시장의 시가총액은 2006년 현재 세계 14위, 주식시장 거래대금에서 2006년 현재 세계 10위, GDP에서 2006년 현재 세계 13위

— 한국에는 삼성, LG, 현대 등 글로벌 브랜드를 가진 다수의 기업들이 있으며, 2007년 집계상 세계 11위의 무역대국임

□ 한국은 1997-1998년 아시아 금융위기 이후 지속적으로 시장 개방 조치를 취하고, 제도 개혁을 이뤄왔으며, 이에 1998년 외국인 주식 지분 제한을 폐지한 이후, 한국 주식시장에서 외국인 비중은 2004년 40% 이상에까지 이를 정도로 국제화되었음

□ 한국은 인터넷 서비스 및 인터넷 사용자 수 등에서 세계 최상 위권으로, 미국 ITIF의 발표에 의하면 브로드 밴드 speed, penetration, price의 종합 인터넷 평가에서 한국은 1위에 랭크

— WDI2008에 의하면 한국은 인터넷 사용자 수에서 세계 6위, 인구 1백명당 인터넷 사용자 수에서 세계 7위 기록

□ 최근의 글로벌 금융위기로 인한 국가 부도 위기에까지 처했던 '아일랜드'와 '아이슬란드' 경제의 붕괴 사례를 보면, 대외 개방도도 중요하지만 경제 전반적 펀더멘털이 얼마나 중요한가를 시사함

## VI. 정책적 시사점 및 전망

### 1. 역외원화시장에 대한 정책 기초

- 역외원화시장 허용 여부는 단지 MSCI 선진시장 편입을 목표로 결정되어야 할 문제는 아니며, 그것이 한국 경제에 어떤 영향을 미칠지, 어떤 정책적 대응이 필요한지에 대한 논의가 신중하고도 심도 있게 이루어져야 하며, 전문가의 심층적 연구가 필요한 영역임
  
- 하지만, 역외 통화시장에서 자국 통화 현물이 거래되는 것은 선진국 경제의 특성 중 하나인 것은 분명하며, 이에 반하는 어떠한 정책도 경제적 반자유주의(anti-laissez-faire)적이라 평가할 수 있음
  
- 대부분의 신흥시장 국가 정책당국자는 역외 통화시장으로 인해 통화정책의 유효성이 약화되며, 통화정책의 복잡성을 초래할 수 있다는 우려를 하고 있으며, 한국 정부 역시 외환 정책에 있어 수십년간 그와 유사한 경향을 견지해 온 측면이 있으며, 현재도 외환시장을 통제하고자 하는 의지는 비교적 분명하다고 여겨짐

□ 역외원화시장에 위험성에 대해 자주 언급되는 요인 중 하나가 외국인 투기 세력의 위협임

— 외국인의 환투기, 환공격에 대한 체계적 연구는 아직까지 없으며, 오히려 이와 반대 근거를 제시한 기존 연구들이 있음

• 송원호 외(2007), Choe et al.(1999, 2005), Kim et al.(2009)

— 역외원화시장이 있으면, 증권매도(매수)가 반드시 환전으로 인한 원/달러 환율 상승(하락)으로 이어지지 않아 환율의 변동성을 오히려 줄일 개연성이 존재

□ IMF 수석 부총재였던 스탠리 피셔(Stanley Fischer)가 총재로 재직 중인 이스라엘 중앙은행(Bank of Israel: 이하 BOI)의 외환시장 불개입 정책에 대해서 주목할 필요가 있음

□ 환율은 통화의 가격이며, 잘 기능하는 시장에서는 가격이 경제적 펀더멘털에 대한 중요한 정보를 전달하기에 투자와 자금 조달에 대한 의사결정에 있어 최적 선택을 유도함

□ 하지만, 역외원화시장, 원화국제화와 같이 통화정책, 거시정책, 외환정책 및 대내외적 경제 환경의 근본적 변화를 초래할 수 있고, 축적된 지식과 경험, 세심한 조정이 필요한 중대한 사안이 단지 MSCI 선진시장 편입을 목표로 결정되어서는 안 될 것임

## 2. 전망

- 한국 경제의 펀더멘털과 한국 증시의 잠재력 및 경쟁력은 선진시장으로 분류되기에 충분
  - 지정학적 위험을 무시한다면, 한국 증시는 증시 그 자체로는 선진증시로서 부족함이 전혀 없음
  
- 최근 주요 글로벌 증시 지수 산출 기관의 한국에 대한 평가의 변화를 보면, 한국은 신흥시장국과 선진국의 경계에 위치한 것은 분명
  - 모든 주요 글로벌 증시 기관의 국가 분류에서 한국 증시가 선진시장으로 평가받는 것은 단지 시간 문제
  
- 글로벌 증시 지수 기관 선진시장 편입 문제와는 별개로 정책 당국은 역외원화시장 대해 신중한 기조를 유지하되, 긍정적·부정적 효과를 객관적으로 판단하여, 시행 여부 또는 시행 단계에 대한 명확한 입장을 가져야 할 것임
  
- 이스라엘 정부의 외환시장 불개입 정책에서 보듯, 정부의 역할은 시장이 잘 기능하도록 하는 인프라 및 환경을 조성하는 것에 제한되어야 하며, 가격을 통제하거나 시장의 내적 동력을 제한하는 것은 원칙적으로 바람직하지 않다고 판단됨

— 자국 통화 유출입 통제(외환통제와 동일한 의미)를 한다고 해도 시장의 수요가 있다면 역외선물시장이 자연발생적으로 형성되면서, 통제되는 역내 외환시장에 영향을 미침

- 발달된 역외 원화현물시장은 앞으로 세계 12-13위권의 경제 대국 한국에 걸맞는 통화시장 깊이와 효율성을 증진시킬 수 있을 것임

— « **Abstract** » —

According to the World Development Indicators 2008 (World Bank, July 2008), in 2006, the Korean stock market capitalization was ranked 14th and the Korean GDP 13th in the world. Since the full market opening in 1998, foreign investments in the Korean stock market has increased substantially, reaching as high as 40.1% of the total market capitalization in 2004. Also, there is evidence that in recent years, foreigners investing in the Korean stock market make portfolio selections based on the premise that the Korean stock market is a well-established, fully-developed market: foreign investors in Korea are most likely fundamental value investors with long-term investment horizons and well diversified portfolios, rather than short-term speculative stock-pickers.

Looking at the recent developments in the major global index providers, it seems apparent that Korea is on the cusp between the developed and emerging market status. MSCI Barra classifies Korea as an emerging market and S&P accredits Korea with dual membership in both emerging and developed markets, while Dow Jones ranks Korea as a developed market. In September 2008, FTSE announced that Korea will be a member of developed markets as of September 2009. MSCI Barra is currently reviewing the status of Korea for a possible upgrade to the developed status, and is expected to make a decision in June 2009. Taken together, the full upgrade of Korea to a developed market by all major indices may be imminent.

An important issue regarding the upgrade is an offshore currency market. We argue that the existence of such an offshore market should not be a pre-requisite for the upgrade, given that international investors in Korea can freely trade their currencies with the Korean currency, and hedge currency risks without restrictions in the Korea Exchange or in the offshore NDF forward market.

We also contend that the Korean authorities adopt a policy that permits an offshore Won market, or remove any regulatory impediment that deters the development of an offshore market. The problems MSCI Barra raises on the Korean foreign exchange market are essentially related to this issue of the internalization of the currency including the offshore market. An exchange rate is the price of a currency. In a well-functioning market, price conveys important signals on economic fundamentals that guide financing and investment decisions so that resources are put to their optimal use. An important government's role is to assure that the market is functioning well. In this light, a well-developed offshore Won market will contribute to an increase in depth and efficiency of the overall currency market for Korea, the 13th largest economy in the world.

## I. 연구 배경

- 각종 국제 증시 지수를 산출·발표하는 주요 글로벌 기관은 전세계적으로 4개사가 있음
  - MSCI (Morgan Stanley Capital International) Barra(이하 MSCI)
  - FTSE International Limited(이하 FTSE)<sup>1)</sup>
  - Standard & Poor's(이하 S&P)<sup>2)</sup>
  - Dow Jones Wilshire(이하 Dow Jones)<sup>3)</sup>

- 이상의 4개 기관은 각 기관 고유의 기준에 따라 전세계 증시를 크게 “선진시장(developed markets)”과 “신흥시장(emerging markets)”으로 분류한 후, 이를 바탕으로 각종 증시 지수를 산출·발표함<sup>4)</sup>

---

1) FTSE는 약자가 아니고, Financial Times와 London Stock Exchange의 합작 기업(joint venture)임

2) S&P는 McGraw-Hill Companies, Inc.의 한 사업부문임

3) Dow Jones Wilshire는 Dow Jones & Company와 Wilshire Associate의 합작 증시기업임

4) “선진국”은 정치, 경제, 사회, 문화, 교육, 군사, 외교 등의 모든 부문에 있어 일관되게 국제적으로 선진적 위상을 차지하며 총체적 국력이 강한 국가의 의미로, 일국의 오랜 역사와 전통 및 그 국가에 대한 외부의 매우 상당한 수준으로 합의된 인식을 통해 형성되는 개념이라 할 수 있음. 예를 들어, 미국, 영국, 프랑스, 일본 등이 선진국이라는데 대해서는 이견이 없음. 나아가 이른바 G7, G8 정도까지를 선진국이라 해도 무리가 없을 것임. 반면, “선진시장”은 선진국보다는 더욱 구체적인 개념이라 할 수 있으며, 무엇보다도 경제, 금융, 투자 부문에서의 국제적 개방성, 국제적 비중 등이 주요 요건이라 할 수 있음. 예를 들어, 홍콩, 싱가포르 등은 선진국은 고사하고 대부분의 개발도상국의 국력에도 미치지 못하는 도시국가에 지나지 않지만, 선진시장인 것은 분명함. 중국, 러시아는 강대국인 것은 분명하지만

## 2 한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석

- MSCI의 기본 분류: ① Developed Markets, ② Emerging Markets, ③ Frontier Markets
- FTSE의 기본 분류: ① Developed Markets, ② Advanced Emerging Markets, ③ Secondary Emerging Markets
- Dow Jones의 기본 분류: ① Developed Markets, ② Emerging Markets
- S&P의 기본 분류: ① S&P Developed BMI, ② S&P Developed BMI *Plus*, ③ S&P Emerging BMI, ④ S&P Frontier BMI

### □ Emerging Markets의 유래

- Emerging Markets은 International Finance Corporation(IFC)의 부총재였던 Antoine W. van Agtmael이 1981년 태국에서 열린 투자자 컨퍼런스에서 최초로 사용(Knowledge@Wharton(2008))
  - 정확한 정의는 없으나 30여년간 통용되어왔으며 Emerging Economy와 혼용되기도 함
- Emerging Markets은 다소 경시적이며 부정적 의미를 내포하는 “제3세계(Third World)”란 용어보다 매우 순화된 표현
- 아시아, 러시아 및 남미 경제의 비중과 중요성이 증대되어 가는 국제 경제 환경의 변화를 반영하는 용어

### □ 국제 재무투자자(international portfolio investor)에게는 특정 국가의 증시가 글로벌 증시 지수 산출 기관 분류상 선진시장에 속하는지, 신흥시장에 속하는지 여부는 매우 중요함

---

이들 국가를 선진국으로 보는 합의된 인식은 없으며, 이들 국가의 경제 상황과 경제 정책상 선진시장으로 보기도 어려움. 본고는 한국에 대해 선진 시장으로서의 자격 여부를 타진하는 것임

- 인덱스 펀드(index fund), ETF(exchange traded fund) 등 많은 국제 포트폴리오 펀드 운용자는 글로벌 증시 지수 기관이 발표하는 각종 지수를 벤치마크로 활용
  - MSCI 웹사이트에 의하면, MSCI가 발표하는 국제 증시 지수를 벤치마크로 이용하는 전세계 운용 자산 규모는 약 2,200개 기관의 3조달러 이상이라고 밝히고 있음
  - 우리나라에서 운용하는 국제 포트폴리오 펀드(이른바 해외 주식형 펀드) 역시 벤치마크 지수로 MSCI 지수를 가장 널리 사용하고 있음
- 한국 경제 및 한국 자본시장의 발전 및 성장에 따라, 글로벌 지수 기관은 국제 투자자의 한국 증시에 대한 평가를 바탕으로 한국 증시를 선진시장으로 편입시키는 변화를 보이고 있으며, 이는 국내외적으로 중대한 관심사임
- 2007년 말 현재 한국 증시는 이미 S&P 및 Dow Jones의 선진시장에 속해 있음
    - 단, S&P는 한국 증시를 선진시장 및 신흥시장에 동시에 소속시키고 있으며, 이는 현재도 마찬가지임
  - 2008년 FTSE는 한국 증시를 2009년 9월부터 선진시장으로 편입하기로 결정했음을 발표
  - 2008년 말 MSCI는 한국 증시의 선진시장 편입 여부를 2009년 6월에 발표할 것이라고 밝힘

#### 4 한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석

- 4개 증시 지수 기관 중 MSCI만 한국 증시를 여전히 선진시장으로 분류하지 않고 있기에, 2009년 6월 한국 증시가 MSCI 선진시장으로 편입된다면 국제적으로 명실상부한 선진증시로 인정받는 셈임
  
- 본 보고서에는 과연 한국 증시가 MSCI 선진시장 지수로 편입될 자격을 여전히 갖추지 못한 것인지, MSCI가 제기하는 한국 증시의 선진시장 지수 편입에 대한 선행 조건이 타당한 것인지를 분석하고자 함
  - 아울러 MSCI 선진시장 지수 편입과 관련한 정책적 시사점을 제언하고자 함

## II. 글로벌 증시 지수 기관의 증시 분류 체계

### 1. 글로벌 증시 지수 기관의 증시 분류 현황

- 아래 <표 II-1>에 4개 글로벌 증시 지수 기관의 기본적 증시 분류 즉, 국가 분류 체계를 요약함
  - 이들 기관은 이러한 기본적 국가 분류 체계를 바탕으로 선진시장 지수, 신흥시장 지수를 산출할 뿐만 아니라 국가별, 지역별, 경제 구역별, 자산 유형별로 각종 지수를 개발하여 산출·발표함

**<표 II-1> 4개 주요 증시 지수 산출기관의 국가 분류 체계<sup>1)</sup>**

<i>Panel A.</i> MSCI	
Developed Markets	호주, 오스트리아, 벨기에, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 홍콩, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 네덜란드, 뉴질랜드, 노르웨이, 포르투갈, 싱가포르, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국
Emerging Markets	아르헨티나, 브라질, 칠레, 중국, 콜롬비아, 체코, 이집트, 헝가리, 인도, 인도네시아, 이스라엘, 요르단, <b>한국</b> , 말레이시아, 멕시코, 모로코, 파키스탄, 페루, 필리핀, 폴란드, 러시아, 남아공, 대만, 태국, 터키
Frontier Markets	바레인, 불가리아, 크로아티아, 에스토니아, 카자흐스탄, 케냐, 쿠웨이트, 레바논, 리투아니아, 모리셔스, 나이지리아, 오만, 카타르, 루마니아, 사우디아라비아, 세르비아, 슬로베니아, 스리랑카, 튀니지, 아랍에미리트, 베트남
<i>Panel B.</i> FTSE	
Developed Markets	호주, 오스트리아, 벨기에/룩셈부르크, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 홍콩, 아일랜드, 이스라엘, 이탈리아, 일본, 네덜란드, 뉴질랜드, 노르웨이, 포르투갈, 싱가포르, 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국, <b>한국(2009년 9월 예정)</b>
Advanced Emerging Markets	브라질, 헝가리, 멕시코, 폴란드, 남아공, 대만
Secondary Emerging Markets	아르헨티나, 칠레, 중국, 콜롬비아, 체코, 이집트, 인도, 인도네시아, 말레이시아, 모로코, 파키스탄, 페루, 필리핀, 러시아, 태국, 터키

<표 II-1> 4개 주요 증시 지수 산출기관의 국가 분류 체계(계속)

<i>Panel C</i> Dow Jones	
Developed Markets	호주, 오스트리아, 벨기에, 캐나다, 사이프러스, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 홍콩, 아이슬란드, 아일랜드, 이스라엘, 이탈리아, 일본, 네덜란드, 뉴질랜드, 노르웨이, 포르투갈, 싱가포르, <b>한국</b> , 스페인, 스웨덴, 스위스, 대만, 영국, 미국
Emerging Markets	아르헨티나, 바레인, 브라질, 불가리아, 칠레, 중국 역외, 콜롬비아, 체코, 이집트, 에스토니아, 헝가리, 인도, 인도네시아, 요르단, 쿠웨이트, 라트비아, 리투아니아, 말레이시아, 말타, 멕시코, 모로코, 파키스탄, 페루, 필리핀, 폴란드, 루마니아, 러시아, 슬로바키아, 슬로베니아, 남아공, 스리랑카, 태국, 터키
<i>Panel D</i> S&P	
S&P Developed BMI <sup>2)</sup>	호주, 오스트리아, 벨기에, 캐나다, 덴마크, 핀란드, 프랑스, 독일, 그리스, 홍콩, 아이슬란드, 아일랜드, 이탈리아, 일본, 룩셈부르크, 네덜란드, 뉴질랜드, 노르웨이, 포르투갈, 싱가포르, <b>한국</b> , 스페인, 스웨덴, 스위스, 영국, 미국
S&P Emerging BMI <i>Plus</i>	아르헨티나, 브라질, 칠레, 중국, 체코, 이집트, 헝가리, 인도, 인도네시아, 이스라엘, 말레이시아, 멕시코, 모로코, 페루, 필리핀, 폴란드, 러시아, 남아공, <b>한국</b> , 대만, 태국, 터키
S&P Emerging BMI	아르헨티나, 브라질, 칠레, 중국, 체코, 이집트, 헝가리, 인도, 인도네시아, 이스라엘, 말레이시아, 멕시코, 모로코, 페루, 필리핀, 폴란드, 러시아, 남아공, 대만, 태국, 터키
S&P Frontier BMI	바레인, 방글라데시, 보츠와나, 불가리아, 콜롬비아, 코트디부아르, 크로아티아, 에쿠아도르, 에스토니아, 가나, 자마이카, 요르단, 카자흐스탄, 케냐, 쿠웨이트, 라트비아, 레바논, 리투아니아, 모리셔스, 나미비아, 나이지리아, 오만, 파키스탄, 파나마, 카타르, 루마니아, 슬로바키아, 슬로베니아, 스리랑카, 트리니다드토바고, 튀니지, 아랍에미리트, 베트남, 짐바브웨

주: 1) 이 표는 2009년 4월 현재 가장 최신 자료를 바탕으로 작성됨  
 2) BMI는 Broad Market Index를 의미하는 약자  
 3) Dow Jones Wilshire(2007a, 2007b), FTSE International Limited(2008a, 2009b), Standard & Poor's(2008), MSCI Barra 웹사이트를 바탕으로 작성함

## 2. 글로벌 증시 지수 기관의 한국 증시 평가의 변화

- 글로벌 증시 지수 기관에서 산출·발표하는 각종 지수는 일별 또는 실시간으로 변화하지만, 기본적 국가 분류 체계는 분기별, 반기별, 연도별로 새로 검토하여 변경 여부를 결정
  
- 각 기관 리서치 부서가 각국의 상황을 다시 점검할 때, GDP, 1인당 GDP, 주식시장 시가총액 등 거시 변수, 시장 인프라 완비 정도, 규제, 외환시장, 전반적 국가·정부 위험 등 각종 요인을 면밀히 검토
  - 이하에서는 각 기관 국가 분류 체계를 한국시장의 지위와 관련하여 논의함

### 가. Dow Jones

- 앞서 <표 II-1>에서 보듯 Dow Jones 국가 분류 체계에서 한국 증시는 2009년 4월 현재 선진시장인 Developed Markets로 분류되고 있음
  
- Dow Jones는 IMF의 advanced economies/emerging economies/developing economies 분류에 근거하여, 전세계 증시를 Developed Markets와 Emerging Markets의 2개 범주로 구분하고 있음
  - 2007년 12월 현재, Dow Jones는 28개국을 Developed Markets로, 33개국은 Emerging Markets로 분류
  - Dow Jones는 이미 1999년 1월 한국 증시를 선진시장에 포함 (Dow Jones Wilshire(2008))

## 나. S&P

- S&P는 Standard & Poor's(2008)를 통해 자사 글로벌 증시 지수 체계의 변경을 발표하였고, 2008년 7월 변경된 체계에 따르면 한국 증시는 새로 생성된 선진시장 지수인 S&P Developed BMI와 역시 새로 생성된 신흥시장 지수인 S&P Emerging BMI *Plus*에 동시 소속
  - S&P의 글로벌 증시 지수 체계를 변경은 MSCI의 2008년 6월 발표(MSCI Barra(2008b))에 대한 대응이라 판단됨
  - S&P는 지수 체계 변경 이전에는 한국을 선진시장 지수(S&P/Citigroup BMI World Index) 및 신흥시장 지수(S&P/IFCI 및 S&P/IFCG)에 동시에 포함시키고 있었음<sup>5)6)</sup>
  - S&P의 새로운 체계에 의하면, S&P Emerging BMI도 신흥시장 지수이며, 여기에 한국 증시를 포함시킨 것이 S&P Emerging BMI *Plus*임
  - 하지만, FTSE가 한국 증시를 선진시장에 편입하기로 결정하였고, 향후 MSCI도 한국 증시를 선진시장에 포함할 경우, S&P는 한국 증시를 S&P Emerging BMI *Plus*에서 제외하는 것이 불가피할 것으로 예상됨

---

5) S&P/Citigroup BMI World Index는 26개 선진시장에 대한 지수

6) S&P/IFCI 및 S&P/IFCG 모두 신흥시장국 지수이며, IFCI는 International Finance Corporation Investable, IFCG는 International Finance Corporation Global을 나타냄. 2000년 S&P는 IFC의 지수 및 데이터베이스를 인수하였음

10 한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석

□ S&P는 Standard & Poor's(2008)에서 한국 시장에 대해서 다음과 같이 밝히고 있음

— With South Korea on the cusp of emerging and developed status, S&P has decided... Effective November 1, 2008, the S&P Emerging BMI Index will become the continuation of the original S&P/Citigroup BMI Emerging and exclude South Korea, which will remain in the S&P Developed BMI. At the same time, there will be the S&P Emerging BMI *Plus* which will mirror the S&P Emerging BMI index with the added inclusion of South Korea.

□ S&P가 한국을 포함하는 S&P Emerging BMI *Plus*란 범주를 새로 도입했다는 점을 주목할 필요가 있으며, 이는 한국이 신흥시장국에서 선진국으로의 경계를 넘어서는 이행기적 상태(transitional status)임을 반영하는 것이라 할 수 있음

— Standard & Poor's(2008)는 비교적 긴 보고서로서 대부분 명칭 변경과 지수 체계 재정비에 관해 논의하고 있으나, 그 중 중요한 변화 중 하나가 새로 생성한 S&P Emerging BMI *Plus*에 한국을 포함시킨 것

- 기존의 S&P/Citigroup BMI World Index는 S&P Developed BMI Index로 명칭 변경
- 한국을 신흥시장국으로 분류했던 기존 S&P/IFCI 및 S&P/IFCG에 관해서는, 전자는 S&P Emerging BMI *Plus*의 부분으로 포함, 후자는 종결

- S&P는 동사 지수 체계에서 한국시장을 어떻게 반영시킬지에 대해 매우 고민하고 있음을 알 수 있음
  - Standard & Poor's(2008)는 한국과 관련하여 왜 그러한 변경을 하는지에 대한 아무 설명 없음
  - Standard & Poor's(2008)의 발표 이후 한국은 S&P 국가 분류 기준에서 선진시장국 및 신흥시장국 동시에 속하게 됨
  
- MSCI까지 한국 증시를 선진시장으로 분류하게 된다면, S&P는 S&P Emerging BMI *Plus*에서 한국을 제외한 후, S&P Developed BMI Index에만 포함시킬 것으로 예상됨

#### 다. FTSE

- FTSE의 국가 분류 범주는 앞서 제시한대로 Developed Markets, Advanced Emerging Markets, Secondary Emerging Markets이며, 그 분류 기준은 다음의 <표 II-2>와 같음

**<표 II-2> FTSE의 국가 분류 기준**

<b>A. Primary factor</b>
Data quality: availability and timeliness
Free flow of foreign exchange
Gross domestic product(GDP) percapita
Market breadth: number of eligible constituents
Market depth: number of industrial sectors
Reliable price information
Stock market capitalization vs. GDP
Unrestricted/low restrictions on foreign investment
<b>B. Secondary factor</b>
Efficient settlement systems
Liquidity - minimum stock market turnover
Market maturity
Membership of economic group or common currency block
Total stock market capitalization

자료: FTSE International Limited(2008a)

□ FTSE는 2008년 8월까지 한국 증시를 신흥시장국 중 선진 신흥시장국, 즉 Advanced Emerging Markets로 분류하였으나, 2007년 9월에 발표된 FTSE International Limited(2007)는 한국 증시의 Developed Markets로 격상 여부를 고려 중이라고 밝힘

- 상기 보도자료에도 FTSE는 이후 논의하는 MSCI와는 달리 한국의 지정학적 위험에 대해 전혀 언급하지 않았음
  - FTSE의 국가 분류 기준으로 지정학적 위험이 중요한 요건은 아닌 것으로 추론할 수 있으며, 이는 명백한 지정학적 위험이 상존하는 이스라엘을 한국에 앞서 선진시장 지수로 편입시킨다는 당시 발표와 일관됨

- 상기 보도자료에서는 통화교환시 한국내 외환거래와 증권거래를 분리시켜 외환자유화 수준을 크게 제고시킬 것을 요구
  - 이는 외국인이 한국내 증권을 사거나 파는 목적을 증명(실수요 원칙)하지 않고도, 자유로이 외환과 원화의 환전이 가능해야 함을 의미
- 이에 한국 정부는 2007년 말 이러한 자유로운 외환 거래가 가능하도록 개선된 제도(실수요 원칙 폐지)를 시행

□ FTSE는 2008년 말, 2009년 9월부터 한국 증시를 선진시장 범주인 Developed Markets로 편입하기로 결정했음을 발표(FTSE International Limited(2008b))

- 물론, FTSE도 자신들의 기준에 한국 증시가 부합하지 않는 양상을 보인다면 언제든지 승격 결정을 취소할 가능성도 없지 않으나, 이변이 없는 한 결정대로 이행할 것으로 예상됨

□ FTSE는 외환자유화에 관해 MSCI와는 상당히 다른 입장을 보여 왔고, FTSE International Limited(2007)의 외환거래와 증권거래의 연계가 없어야 한다는 제언에 따라 한국 정부가 2007년 11월 실수요 원칙 폐지(재정경제부 보도자료(2007.11.8.))로 응하자, 이에 한국 증시를 승격시키기로 결정한 것으로 판단됨

- 대비적으로 MSCI는 MSCI Barra(2008a)에서 이미 한국의 실수요 원칙 폐지는 원칙적으로 시장 효율성을 개선하는데 도움이 되지만, 투자자들의 평가가 남아 있다고 언급하였고, MSCI Barra(2008c)에서 한국시장에서 외국인의 증권-외환 거래 사이클 일치상 불편과 비용을 제기함

14 한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석

- MSCI는 역외원화시장 부재의 문제를 집요하게 제기한 바 있으나, FTSE는 FTSE International Limited(2007)에서도 외환시장 효율성의 문제를 일반론적으로 논의하고 있으나 구체적으로 역외원화시장 이슈를 전혀 언급하지 않았음

## 라. MSCI

□ 가장 대표적 글로벌 증시 지수 기관인 MSCI는 2008년 1월 MSCI Barra(2008a)을 통해 국가 분류 체계를 발표하였고, 2008년 6월 MSCI Barra (2008b)를 통해 한국의 신흥시장국 지위에 대한 재평가를 제안하고 있음

- MSCI Barra (2008b)에서는 선진시장의 기준으로 다음의 사항에 엄격하게 부합되어야 한다고 밝히고 있음
  - Market accessibility(openness to foreign investment, investability, and robustness and efficiency of the operational framework)
  - Company and security minimum size and liquidity as well as minimum number of companies and aggregate size of eligible securities
  - Sustainable characteristics of advanced economies and levels of geo-political risk comparable to other existing Developed Markets, for achieving Developed Market status
- MSCI Barra(2008b)는 몇 개 국가를 언급하면서 위의 기준에 관한 제반 이슈를 논의하고 있음

- 아울러 MSCI는 2008년 6월 MSCI Barra(2008b)를 통해 한국 및 이스라엘 증시의 선진시장으로의 격상 여부를 놓고 “투자자 의견 수렴(consultation)”을 개시한다고 발표하면서, 한국에 대해 다음의 2가지 이슈를 제기하고 있음
  - (i) 북한과 관련된 지정학적 위험(geo-political risk)
  - (ii) 역외원화시장(offshore currency market for KRW)의 부재를 포함한 원화 환전의 불완전성(the lack of full convertibility of the Korean Won)<sup>7)</sup>
- MSCI는 한국 증시에 대한 접근성과 관련된 (ii)의 사안에 관하여 한국 정부에 적극적으로 피드백을 요청할 것이라 밝힘
- 이상을 바탕으로 2009년 6월에 한국의 선진시장 범주로의 격상 여부를 발표하겠다고 밝힘

---

7) 일부 국내 언론 또는 보고서에서 자주 convertibility를 ‘태환(兌換)’으로 번역하는 사례가 많으나 바람직하지 않음. 국어사전에서 태환은 “[명사]<경제>지폐를 정화(正貨)와 바꿈. 또는 그런 일.”로 정의하고 있음. 여기서 정화란 영문으로는 specie이며 금본위(gold standard) 국가의 금화, 은본위(silver standard) 국가의 은화를 의미함. 넓게는 금화와 태환 가능한 화폐(즉, 금본위제 국가 화폐)인 금환(金換, gold exchange)까지 포함함. 경제학에서도 이 정의를 그대로 준용하고 있음. 따라서, 태환이란 금과의 교환을 의미하며, 2차 세계대전 이후 금태환이 가능한 통화는 1944년 시작된 이른바 ‘브레튼우즈 체제(Bretton Woods system)’하의 미국 달러화였음. 브레튼우즈 체제에서 미국외 다른 국가는 금환인 미국 달러화와 교환해주는 금환본위제도(gold exchange standard)를 채택한 셈임. 하지만, 1971년 미국은 브레튼우즈 체제의 기반인 달러의 금태환의 정지를 선언하면서 금본위제를 포기. 따라서, 태환은 이미 역사 속으로 사라진 개념이라 할 수 있으며, 자국 통화의 달러화를 포함한 주요 국제 통화와의 교환을 의미하는 convertibility는 태환이 아니라 통화교환, 환전 정도로 번역하는 것이 바람직함

- 한국 증시 선진시장 편입 여부에 관한 MSCI의 가장 최근 보도자료인 MSCI Barra (2008c)는 투자자 의견 수렴 결과를 바탕으로 “예비평가(preliminary assessments)”를 발표
  - 예비평가는 기존의 MSCI가 고수해왔던 입장과는 다소 상이한 관점을 담고 있으며, 이는 국제투자자 의견을 수렴한 결과를 바탕으로 변화된 기조라 판단됨
  
- 예비평가에서는 그간 주요하게 언급되어온 지정학적 위험에 대한 논의가 전혀 없으며, 역외외환시장에 관해서는 지극히 원론적 수준에 그치고 있을 뿐이기에, 기존의 지정학적 위험 및 역외외환시장에 대한 MSCI의 기존의 입장이 크게 완화되었음을 추론할 수 있음
  
- 예비평가에서 (i) 역내외환시장(onshore currency market)에서 원화의 제한된 환전(limited convertibility of the Korean Won)과 (ii) 외국인 등록 ID 시스템으로 인한 운영상의 제약(the operational constraints associated with the ID system)의 문제를 구체적으로 제기
  - 투자자 의견 수렴 결과, 한국시장 증권거래에서 t일 체결-(t+2)일 체결이 이루어지는데, 외국인은 통화교환을 이 사이클에 정확히 일치시킬 수 없다고 주장
  - 외국인 투자자의 통합계좌 부재, 외국인 ID 시스템으로 인한 외국인의 장외거래(off-exchange transfer)나 현물인수도(in-kind transfer)에 있어 운영상의 부담을 제기하였고, 이는 선진시장의 통상적 프랙티스와 비교된다는 투자자들의 평가를 언급 (이는 MSCI가 기존에는 다루지 않았던 새로운 이슈)

- MSCI는 예비평가에서 향후 상황을 예의주시하고 투자자 의견 및 한국 정부의 입장을 수렴할 것이지만, 예비평가의 결론은 한국 정부가 국제 투자자들이 제기한 문제에 대해서 효과적 조치를 취하고, 이에 대한 투자자들의 평가가 이루어지는데 많은 시간이 필요하다는 것임
  - 통상적으로 확립된 일반적 시장 프랙티스를 법에 저촉되지 않도록 하는 조치가 필요하다고 권고
  - 이에 2009년 6월에 결론 내는 것이 예정이지만, 최종 결정은 더욱 지연될 수 있음을 시사



### III. MSCI의 한국시장 이슈에 대한 평가

- 이 장에서는 MSCI가 기존과 다소 입장 변화를 보이고 있지만, 한국 시장에 대해서 줄곧 문제 제기를 해왔던 (i) 지정학적 위험, (ii) 역외 원화시장 부재 및 2008년 12월 예비평가에서 새로이 제기한 (iii) 역내 외환시장에서 외국인 환전 제약, (iv) 외국인 ID 이슈를 검토하고, 평가하고자 함

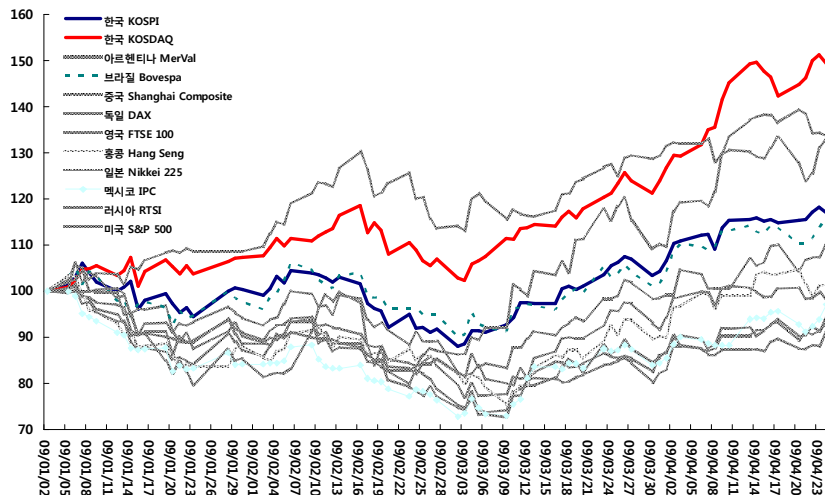
#### 1. 지정학적 위험

- 한국에서 북핵으로 인한 위험이 상존하고 있음은 명백하지만, 이러한 지정학적 위험을 체계적으로 측정하기는 매우 어려우며, 특히 그것이 경제에 미치는 영향을 개념화, 계량화하기는 더더욱 어려움
  - 북한과의 대치 상태 또는 북핵이 외국인 투자를 저해하거나 자산 가치를 훼손시키는 효과가 있는지, 있다면 어느 정도인지 산정하기 어려움
- 한국과 북한의 관계 및 북핵의 위협에 따른 지정학적 위험은 중국과 대만의 양안 관계(兩岸關係)에도 거의 유사하게 적용할 수도 있음
  - 하지만, 양안 관계의 긴장이 중국과 대만에 대한 외국인 투자를 저해하거나, 이들 국가의 경제 성장을 억제하는 효과를 지닌다고 판단하기는 어려움

- FTSE 국가 분류 체계에서 한국보다 먼저 선진시장국으로의 편입이 결정되었고, 현재 MSCI 국가 분류 체계에서 한국과 동일하게 선진시장 편입 여부를 고려 중인 이스라엘의 지정학적 위험은 한국보다는 훨씬 명백함
  - 이스라엘은 건국 이후 지속적으로 주변 중동 국가와 적대·긴장 관계를 형성해왔고, 이들과 자주 전쟁을 치러 왔으며, 2008년 말부터 하마스와의 전쟁이 다시 시작되었음
  
- 미국의 9.11. 테러 사태는 최강대국 미국마저도 외부 공격으로 인한 위험이 없지 않음을 보여주는 사례
  
- 외부적 요인에 의한 지정학적 위험 외에도 내전과 같은 내부적 요인에 의한 지정학적 위험도 고려한다면, MSCI 및 FTSE에서 이미 선진시장으로 분류되는 그리스의 경우 지난 해 그리스 정부와 국민간 격렬한 충돌로 인한 소요 사태는 또 다른 유형의 지정학적 위험을 보여주고 있음
  - 아프리카 내전을 방불케 하는 그리스 소요 사태에 대해 그 원인이 외부적 요인이 아닌 내부적 요인이라 하더라도, 외국인 투자자에게 유리하게 작용할 리 없음
  - MSCI Barra(2008b)는 “domestic political risk”라는 용어를 사용하고 있으며, 그리스 사례는 여기에 부합된다고 할 수 있음
  
- 지정학적 위험과 관련하여 이상의 사항을 MSCI도 충분히 인지하고 있다고 판단되며, 그렇기에 MSCI는 투자자들에게 한국의 신흥시장국 지위에 대한 재평가에 관한 자문 및 의견을 수렴한 것으로 판단됨

- 앞서 언급했듯이, 2008년 말 예비평가에서는 지정학적 위험에 대한 논의가 전혀 없어, 향후 한국 증시의 MSCI 선진시장 편입에 있어 지정학적 위험이 주요 장애 요인으로 작용하지 않을 가능성이 높아졌다고 볼 수 있음
  
- 우리나라를 포함한 미국, 일본 및 주변국의 촉각을 곤두세우며 국제적 이슈로 부각되었던 북한의 로켓 발사 실험이 4월 5일 실제로 이루어졌고 그 이전에 이미 북한의 4월초 로켓 발사가 기정사실화되어 왔음에도 불구하고 한국 증시를 압박하는 요인으로 작용하지는 않았음
  - 최근 한국 증시는 상대적으로 강세를 보여 왔고, 특히 한국 코스닥시장은 버블이 우려될 정도로 상승하여 2009년 들어 약 50%의 상승률을 보이고 있음

<그림 III-1> 2009년 세계 주요국 증시 대표 지수의 추이



주: 모든 지수를 2009년 1월초에 100으로 정규화함

자료: FnGuide Data GuidePro

- 북한의 로켓 발사 시행 및 성공은 비단 한국의 위험만 높이는 것은 아니며, 그것이 군사적 목적으로 악용된다면 미국과 일본 역시 이 위협으로부터 자유로울 수 없음
  - 이는 북한 로켓 발사에 대한 오보를 내기도 하는 등 한국보다도 더욱 민감하게 반응하는 일본의 움직임을 보면 알 수 있음
  - 북한의 핵보유는 이미 알려진 사실이며, 로켓 발사 성공을 통해 대륙간 핵을 운송하는 능력을 갖추었다는 것을 입증한 셈이므로 미국에까지 위협이 될 수 있으며, 미국 역시 이를 인지하고 있음
  
- 지정학적 위험이 실재하는지 어느 정도인지 판단하기 어렵지만, 현실에서 관찰되는 양상은 한국 주식시장에서 외국인이 차지하는 비중은 상당히 높다는 것임
  - 미국발 서브프라임 위기 이후 글로벌 금융위기로 인해 외국인이 2007-2008년 지속적으로 강한 매도세를 보여 왔음에도 불구하고, 2008년 말 외국인 지분은 약 27% 정도에 이르고 있으며, 최근에는 약간 상승한 수준
  - 한국 증시에 대한 외국인 투자가 가장 활발했던 2004년 외국인 지분은 약 40%에 이르기도 함

## 2. 역외 원화 현물시장

- 2007년 11월, 한국의 외환관리 정책의 최상위 정부 기관인 舊 재정경제부는 외국인 투자자의 환전시 한국내 증권 거래에 대한 입증을 요구하는 이른바 “실수요 원칙(real demand principle)”을 폐지 (재정경제부 보도자료(2007.11.8.))
  - 상기 보도자료에서 재정경제부는 외국인의 외환 거래상의 자유도를 더욱 확대하는 이러한 조치에 대해 MSCI 및 FTSE가 지목하는 한국의 선진시장 지수 편입의 장애 요인을 제거하기 위한 것이라 명백히 밝히고 있음
  - MSCI는 MSCI Barra(2008a)를 통해 이러한 조치는 외환시장 효율성면에서 긍정적 발전이지만 시장참가자들에 의해서 실질적 효과가 평가되어야 한다고 응답하였고, 결국 MSCI Barra(2008c)에서 아직도 통화 교환상 외국인에 대한 제약이 남아 있다고 주장
  
- MSCI는 MSCI Barra(2008b)에서 역외 원화현물시장의 부재를 언급하면서, 역외 원화현물시장은 외환시장의 전반적 효율성의 측면에서 중요한 요인이기는 하지만 그것이 한국이 선진시장 범주로 격상되는데 있어 결정적 결격 사유는 아니라고 언급하기도 함
  - 하지만 MSCI는 많은 글로벌 투자자들의 역외원화시장의 부재에 대한 우려는 여전하다고 덧붙이고 있어, 역외원화시장에 대해 다소 모호한 입장을 보이기도 함
  - 또한, MSCI는 MSCI Barra(2008c)에서 역외원화시장에 대해 원론적 수준에서 아주 간략히 언급하고 있음

24 한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석

- 역외 통화시장이 통화거래에 있어 유동성을 높여 외환거래상의 비용을 절감하는 효과가 있고, 실제로 유로달러(Eurodollar) 시장을 비롯한 주요 통화의 경우 잘 작동하는(well-functioning) 역외 시장이 있기에, 역외 통화시장의 존재가 국제 통용 통화를 발행하는 선진국의 특성 중 하나인 것은 사실
  - 하지만, 역외 통화시장의 존재가 선진시장 지위에 대한 선결 조건이어야 하는가에 대해서는 이견이 있을 수 있음
  
- 한국에 투자하고자 하는 글로벌 투자자는 통화거래에 있어 다음의 두 가지 중요한 이슈에 직면하게 됨
  - ① 외환과 한국 원화를 매매하는데 있어, 정부 규제에 의한 장애 요소가 있는가?
  - ② 유동성 위험보다 더욱 큰 위험인 환위험을 헤지할 수 있는 수단인 유�효한가?
  
- 앞서 언급한대로 한국 기획재정부(舊 재정경제부)의 2007년 11월 외환자유화 제고 조치상의 실수요 원칙 폐지에 따라, 원칙적으로 외국인의 원화 매매에 있어 증권거래의 입증이 연계되지 않음
  - 아울러 동 조치를 통해 외국인의 증권투자전용계정, 선물투자전용계정, 증권발행전용계정 등 유사성격의 계정을 통합할 수 있도록 하여 외국인 투자자의 편의를 제고시키고자 하였음
  
- 우리나라 장내 외환시장인 KRX에는 USD, JPY, EUR에 대한 통화선물(currency future) 및 통화옵션(currency option) 등의 통화상품이 상장되어 거래되고 있음

- 물론, 이들 통화상품에 대해서도 실수요 원칙 폐지는 동일하게 적용
- KRX 장내 외환시장에서 USD에 대한 통화선물 거래는 매우 활발하며, 2008년 외국인에 의한 일평균 달러 통화선물 거래대금은 약 1,400억원 정도임
- KRX 보도자료(2009.4.22.)에 의하면, 2008년 KRX USD 선물시장의 거래량은 세계 16위, 거래대금은 세계 9위(아시아 1위)를 차지

**<표 III-1> 세계 거래소 장내 통화선물 거래량 및 거래규모 순위**

순위		거래소 [국가]	기초자산	거래단위 (기초자산 통화)	거래량 (계약)
거래 량	거래 대금				
1	14	MICEX [러시아]	USD	1,000	131,699,407
2	2	BM&F [브라질]	USD	50,000	87,442,346
3	1	CME [미국]	EUR	125,000	53,652,590
4	17	ROFEX [아르헨]	USD	1,000	41,796,793
5	3	CME [미국]	JPY	12,500,000	32,844,404
6	4	CME [미국]	GBP	62,500	20,497,378
7	5	CME [미국]	CHF	125,000	14,814,153
8	19	TURKDEX [터키]	USD	1,000	13,979,082
9	20	RTS [러시아]	USD	1,000	13,656,896
10	13	TFX [일본]	USD	10,000	13,177,698
11	7	CME [미국]	CAD	100,000	11,378,024
12	8	CME [미국]	AUD	100,000	11,212,985
13	16	TFX [일본]	AUD	10,000	9,246,469
14	12	TFX [일본]	GBP	10,000	7,634,056
15	6	BM&F [브라질]	USD1)	250,000	7,179,600
16	9	KRX [한국]	USD	50,000	6,658,144
17	15	TFX [일본]	EUR	10,000	5,883,330
18	10	CME [미국]	MXN	500,000	5,302,297
19	18	TFX [일본]	NZD	10,000	4,966,753
20	11	BM&F [브라질]	USD2)	50,000	3,488,158

주: 1) USD Rollover 거래  
 2) USD Forward Points 거래  
 자료: KRX 보도자료(2009.4.22.)

□ 한국 원화에 대한 역외선물시장이 존재하며, 이는 1990년대 말부터 NDF(non-deliverable forward) 시장으로 크게 활성화되었음

— NDF는 원화를 기초자산으로 하여 만기에 일종의 선물환율인 NDF 가격과 현물환율인 현물 가격간 차액을 국제 통화(통상 달러화)로 결제하는 것으로 홍콩, 싱가포르, 한국의 많은 상업은행들이 거래 참여자임

— NDF는 원화 현물이 물리적으로 존재하지 않아도, 원화에 대한 투기거래, 헷지거래를 가능하게 하는 특징이 있음

— NDF 시장은 역외 장외시장이기에 정확한 통계가 존재하지 않지만, 한국은행은 2008년 한국내 외국환 은행과 역외 투자자들간 NDF 거래규모가 일평균 99억달러에 이르고, 이 중 대부분은 원화와 달러화간 NDF 거래라고 밝히고 있음(한국은행 보도자료 (2008.7.23.))

- 2008년 역내 (장외) 외환시장에서 원화와 달러화간 일평균 현물 거래 규모는 약 93억달러임(koscom에서 제공하는 CHECK Expert 집계 자료에 근거) → 역외 NDF는 역내 현물 거래 이상의 거래규모를 보이고 있음

— 역외 원화 NDF 시장이 원화 거래상의 전체적 효율성에 대한 기여는 활성화된 역외현물시장이 뒷받침된 시장에 못 미치지만, 역외 원화 NDF 시장은 원화에 익스포저를 지닌 외국인들에게 환위험을 감소시켜, 한국 원화 거래의 유동성을 증진시키는 효과가 있음

— 역외 원화 NDF 시장에서 형성되는 NDF 환율이 역내 외환시장의 현물환율에 미치는 영향력에 대한 체계적 실증연구는 없지만, 지속적으로 증가되어 간다고 평가되는 바, 역외 원화 NDF 시장의 원화 가치에 대한 가격발견기능(price discovery)의 역할이 있다고 할 수 있음<sup>8)</sup>

- 역내 (장외) 외환시장에서도 외환거래의 근간인 현물환, 선물환과 같은 본원적 거래 외에 외환스왑(FX swap), 통화스왑(currency swap), NDF 거래, FX 마진거래 등 파생적 거래에 있어 외국인이 참여 가능하며, 실수요 원칙 폐지와 함께 거래 자체에 대한 규제는 전혀 없음
- 결과적으로 외국인은 한국 원화에 대해 역외 NDF 시장, 역내 장내 외 외환시장에서 24시간 거래 및 헤지가 가능

### 3. 역내 외환시장

- 앞서 역외 NDF 시장, 역내 장내·장외 외환시장에서의 각종 외환관련 상품 거래를 통한 환위험 헤지는 일반론적인 기술이며, 외국인이 한국 외환시장에 관하여 MSCI에 제기한 이슈는 매우 구체적임
  - 외국인은 한국 시장에서 증권거래에 따른 외환거래를 수행함에 있어, 증권-외환거래의 체결일(t일)과 결제일((t+2)일)간 불일치로 인해 처하게 되는 환리스크를 언급함
- 외국인의 국내 증시 투자에 있어 역내 외환시장에서 통화 교환상 남아 있는 한국 정부의 주요 규제가 있다면, 외국인은 이른바 “로컬 커스터디안(local custodian)”이라 할 수 있는 국내 외국환 은행에 외국인투자전용 계좌를 개설하도록 한 것임

---

8) 박진우(2000)는 역외 NDF 시장이 역내 외환시장보다 국내 주식시장에 대한 영향력이 크다고 보고하고 있음

- 동 계좌와 증권계좌의 연계를 통해 증권거래를 하고, 외환거래에서는 은행과 은행대 대고객 거래 방식으로 통화 교환을 하도록 함<sup>9)</sup>

□ 외환시장 대고객 거래의 특성은 다음과 같음

- 외환 딜러인 외국환 은행 및 중개기관이 정보우위자, 은행과 거래하는 고객은 정보열위자의 입장에 있어 정보우위자의 정보열위자에 대한 착취(exploitation)가 가능할 수 있음(시장투명성(market transparency)의 문제, 정보비대칭(asymmetric information))<sup>10)11)</sup>

- 
- 9) 국내 (장외) 외환시장에서의 외환거래는 외환 딜러인 외국환 은행들간의 은행간 거래와 은행과 기타 주체(법인, 외국인, 개인, 금융투자회사 등)와의 거래인 대고객 거래로 구분할 수 있음. 전자는 다시 은행과 은행간 직접 거래와 외환중개회사(현물환의 경우 서울외국환중개 및 한국자금중개, 선물환의 경우 이들 중개회사를 포함한 다수 외국계 중개회사)를 통한 중개회사 경유 거래로 구분할 수 있음. 은행간 거래는 100만달러 단위의 도매 거래이며, 대고객 거래는 소매 거래임
- 10) 우리나라 주식시장의 경우 일반 개인투자자까지도 HTS를 통해 직전 체결가 주변의 10개 매도 호가, 10개 매수호가 및 호가잔량들을 실시간으로 알 수 있음. 이는 모든 주문을 KRX로 집중시키고, 그 주문정보의 공개를 거래 주체에 따라 차등을 두지 않으며, 실시간으로 공개하기 때문에 가능함. 따라서, 주식시장내 매매 정보 접근성 차이에 따른 거래주체간 정보우월성의 차이는 없음. 그러한 측면에서 우리나라 주식시장은 시장 투명성이 대단히 높은 시장이라 할 수 있음. 하지만, 우리나라 주식시장 정도의 시장투명성이 금융자산 시장의 일반적인 특성은 아니며, 주식시장의 일반적 특징도 아님. 즉, 일반투자자에게 호가정보가 실시간으로 공개되지 않는 주식시장도 많이 있음. (예를 들어, NYSE) 채권시장도 채권딜러만이 참여 가능하며, 중앙집중기관으로 호가가 모이지도 않으며, 딜러들의 정보가 일반에 공개되지 않는 것이 일반적임. 외환시장에서도 주요 거래 주체는 외환딜러이며, 딜러간 거래의 정보는 당연히 쌍방 딜러만 알 수 있으며, 중개회사 경유 거래의 정보도 딜러 외의 주체에게 공개되지 않음. 우리나라 외환시장의 경우 호가 정보 공개에 있어서도 중개회사에 집중된 호가 및 호가잔량이 딜러조차도 공개되지 않음. 이

- 대고객 거래에서 법인, 개인, 외국인, 증권사, 자산운용사 등의 고객은 거래규모가 작을수록 거래 은행의 제시한 환율에 순응해야 함
  - 개인은 가격 순응자(price taker)일 수밖에 없음
  - 수출대기업은 대규모 외환거래시 거의 외환 딜러에 버금가거나, 소형 외국환 은행 이상의 환율 협상력이 있음
  - 외국인 역시 적지 않은 규모로 거래한다면, 환율 협상력 있음
  
- 외국인이 제기한 증권거래-외환거래상 체결일과 결제일을 일치시키기 위해서는, 이른바 익익일물(value spot)이라 불리는 현물환 거래를 해야 함
  - 익익일물은 t일 거래 체결, (t+2)일 결제가 이루어지는 현물환으로 국제 표준의 외환 거래 계약
  - 외국인의 증권거래에서는 누구에게나 동일하게 적용되듯, t일 체결 후 (t+2)일 결제가 일어나는데, 외국인이 이에 대한 외환 운용상의 사이클을 정확히 일치시키기 위해서는 t일 은행과 익익일물 계약을 체결해야 함

---

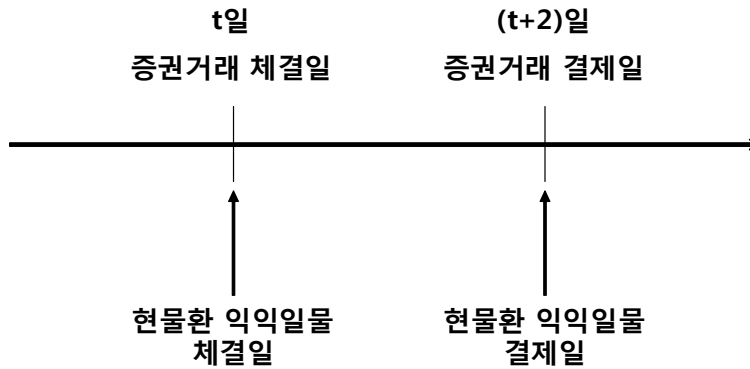
경우 최우선 매도호가, 최우선 매수호가만 공개됨. 이러한 최우선 호가가 일반에 공개된다 하더라도 실시간으로 공개하지는 않음. 원칙적으로는 시장효율성, 시장투명성, 시장공정성 관점에서는 시장의 투명성이 높은 것이 바람직함. 하지만, 각 시장의 특성이나 해당 국가의 산업 정책, 거시 정책 측면의 목표를 달성하기 위해 시장투명성이 제한되기도 함. 아울러, 대부분의 금융자산 시장은 비딜러와 딜러간 차등이 있는 딜러시장을 중심으로 발달하는 경향이 있음

- 11) 이러한 특성은 비단 국내 외환시장의 특성이 아니라, 딜러 시장으로 발달한 국제 통화시장에서도 마찬가지임. 이에 대해서는 뒤에서 다시 논의함

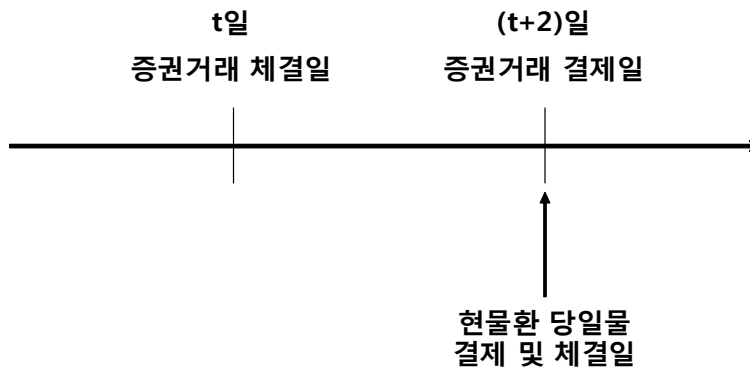
- 외국인은 t일 익익일물 거래를 못하고, (t+2)일 증권거래 대금이 확인된 후 당일물(거래와 동시에 결제) 또는 익일물(t일 체결시 (t+1)일 결제) 거래를 한다고 주장(원인은 원화차입에 한계가 있기 때문이라고 함)

**<그림 III-2> 외국인의 증권-외환 거래**

**(a) 외국인의 이상적인 증권-외환거래 사이클**

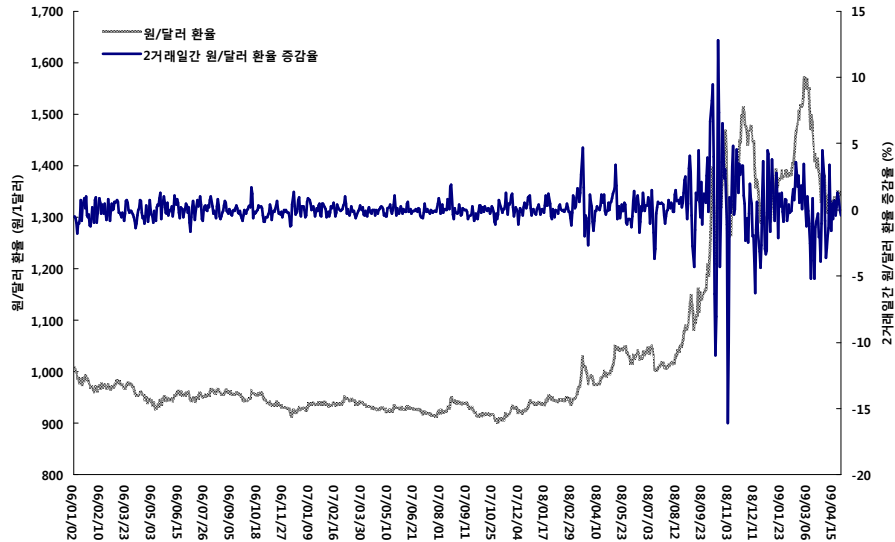


**(b) 외국인의 실제 증권-외환거래 사이클**



- 이상의 외환거래에 대한 외국인의 주장이 맞다면, 외국인은 증권거래상 t일 체결, (t+2)일 결제가 이루어지나, 외환거래는 (t+2)일 또는 (t+3)일에 체결이 이루어지며, 이 때 국제 표준의 익익일몰이 아닌 당일몰(value today) 거래를 해야 함
  - 이러한 증권-외환거래 구조하에서 외국인은 약 2-3일 동안 환위험에 노출되며, 당일몰은 익익일몰에 비해 스프레드가 더 높아 상대적으로 높은 거래비용도 부담해야 함
  
- 외국인의 증권-외환거래 체결일과 결제일 불일치에 따른 환위험을 알아보기 위해, 아래 <그림 III-3>에 2거래일간 원/달러 환율 증감율의 추이를 제시함
  - 그림에서 보듯, 외환시장이 정상적인 상황에서는 2일간 환율 증감율이 대략  $\pm 1\%$  정도이나, 우리나라 외환시장에서 환율의 변동성이 커졌던 2008년부터 최근까지는 2일간 환율 증감율이 비교적 높은 수준이며, 최대  $\pm 15\%$  정도에 이른 때도 있었음
  - 만일 외환시장이 불안한 상황이 오래도록 유지된다면 외국인의 증권-외환거래상 체결일과 결제일간 불일치에 따른 환위험은 무시하기 어려운 수준이라고 볼 수 있음

<그림 III-3> 외환시장 2거래일간 원/달러 환율 증감을 추이



자료: FnGuide Data GuidePro

- 외환 거래에 있어 외국인의 요구 및 희망사항은 로컬 커스터디안인 국내 외국환 은행을 통하지 않고 자신들이 직접 최적의 거래 상대방을 선택하고, 협상을 통해 최적 결제일, 최적 환율로 거래하겠다는 것이며 그러한 거래가 불가능하기 때문에 실수요 원칙이 폐지되었음에도 불구하고 통화 교환상 제약이 여전히 남아 있다고 주장하고 있음
  
- 그렇다면 이러한 외국인의 주장대로 증권-외환 거래가 이루어지는지, 만일 그렇다면 왜 그런 상황이 발생하는지, 관련 규제가 남아 있는지 면밀히 살펴볼 필요가 있음

- 이 문제의 가장 근본적 원인은 원화가 국제화되지 않았기 때문, 즉 역외원화시장이 허용되지 않았기 때문이라 할 수 있으며, 이것이 외국인의 외환거래상 남아 있는 유일한 규제이며, 동 규제를 구현하기 위해서는 원화의 수출입을 통제하기 위해 외국인에 대한 원화 대출(내국인에 대해서도 마찬가지로)을 통제할 수밖에 없음
  - 원화국제화가 허용되지 않은 상황에서는 자본의 역내외 유출입시 반드시 원화와의 환전이 일어나야 함
  - 외국인에 대한 원화 대출이 원칙적으로 금지된 것은 아니고, 외국인이 한국은행 신고 없이 가능한 차입한도가 300억원임
  - 외국인의 증권거래시 반드시 국내 외국환 은행을 거쳐 환전하도록 한 것도 원화 및 외환을 관리·통제하기 위한 것으로, 외국인이 이러한 로컬 커스터디안을 거치지 않고 거래를 하도록 허용하는 것은 곧 역외원화시장을 허용하는 셈임
  
- 외국인의 로컬 커스터디안 이용을 강제하지 않을 경우, 외국인은 역외 계좌에 원화 예치가 가능하며, 역외 주체간 원화 대출·차입도 가능하여, 전세계 통화시장에서 원화 거래가 가능해짐
  
- 결국 의무적으로 로컬 커스터디안을 이용하도록 하는 규제에 대한 외국인의 폐지 요구는 사실상 원화국제화, 즉 역외원화시장을 허용하라는 요구로 귀결됨
  - 역외원화시장을 불허하는 현행 체제하에서 로컬 커스터디안의 의무적 이용을 폐지하는 것은 불가능
  - 로컬 커스터디안 문제는 역외원화시장을 허용하지 않는 기본적인 외환정책 외의 추가적 규제가 아니라, 역외원화시장을 허용하지 않는 정책을 구현하기 위한 수단임

- 하지만, 원화국제화, 역외원화시장의 허용은 이후 다시 언급하겠지만, 당장 시행하는 것이 좋은 정책 대안이 될 수는 없으며, MSCI 선진시장 지수 편입을 목표로 시행할 수는 없음
  
- 그렇다면, 역외원화시장을 허용하지 않는 현행 체제하에서 외국인의 증권-외환 거래상 불편과 비용을 유발하는 규제가 있는지, 또는 이를 해소할 수 있는 방안이 있는지 검토할 필요가 있음
  - 이 때 외국인이 국내 외국환 은행(여기에는 기획재정부에 외국환 은행으로 등록한 외은지점도 포함됨)이 아닌 한, 국내 (장외) 외환시장에 딜러로서 참여할 수는 없음을 주지해야 함
  - 외국환거래법상 국내 외환시장에서 외환 딜러 자격에 대한 규제, 즉 외국환 은행에 대한 등록이 외국인의 자유로운 외환시장 참여를 제약하는 binding하는 규제인지 판단할 필요가 있음
  
- 전세계 어디서나 통화시장은 장외 딜러시장(dealer market)이며, 여기서는 오랜 전통과 관습, 역사적 경험에 따라 딜러자격 여부가 결정된다는 점을 고려해야 함
  - 장외시장이기에 서로 전적으로 신뢰할만한 거래 상대방을 찾아 거래를 하게 되어, 양자 서로 딜러로서 인정하는 주체간 거래인 딜러간 거래가 형성
  - 장외 딜러시장에서 딜러간 거래의 특성은 ① 대규모 물량의 거래가 이루어진다는 점, ② 대부분의 계약 결제일이 체결일보다 미래임에도 불구하고 담보 요구 없이 100% 신용으로 이루어진다는 점임

- 하지만 이는 전통과 경험을 통해 자연스럽게 발생한 프랙티스일 뿐 규제를 통해 형성된 것이 아니기에, 심각하게 글로벌 경기가 침체되거나 신용경색이 발생할 경우 달러 간에도 담보를 요구할 수 있음
  
- 외국인은 역내 외환시장에서 증권거래 체결일-결제일에 일치시키기 위해 현물환 중 익익일물 거래가 필요한데 이 거래를 성사시킬 수 없거나, 이를 쉽게 성사시키기 위해서 원화차입이 필요한데 원화차입 규제로 인해 제한되어 있다고 주장
  - 원화차입 문제는 앞서 언급한대로 역외원화시장 허용의 문제이기 에 그것이 허용되기 전에는 불가
  - 그렇다면, 외국인이 익익일물 거래를 쉽게 할 수 없는 원인 또는 관련 규제가 있는지 살펴볼 필요가 있음
  
- 역내 장외 외환시장에서 외국인의 현물환, 선물환(NDF 포함) 및 기타 외환스왑, 통화스왑 거래에 대한 규제는 전혀 없음
  - 물론 KRX 장내 외환시장에서 통화선물, 통화옵션 거래에 대한 규제도 전혀 없음
  - 이는 실수요 원칙이 폐지되었기 때문임
  
- 외국인이 장외 외환시장에서 익익일물 거래가 어려운 것은 **외국인과 대고객 거래를 수행하는 은행이 결제 불이행 위험을 감안하여 요구하는 담보** 때문이며, 이는 경제적 유인에 근거한 시장 관행이며 규제의 문제가 아님

- 장외 외환시장에서 당일물 현물환 거래를 제외한 모든 거래는 결제일이 미래이기에 거래 상대방의 결제 불이행 위험 (counterparty risk)이 존재하며, 이에 따라 달러 은행은 거래 상대방의 자산규모, 신용도를 고려하여 담보를 요구
  - 외국인의 편의를 위해 외국인에게 100% 신용으로 외환거래를 하도록 해주라는 규제를 시행할 수는 없음
- 외국인과 현물환, 선물환을 거래하는 은행은 거래규모, 결제일까지의 시간, 외국인의 신용도를 감안하여 많게는 100% 담보, 적게는 0%(이 경우 100% 신용)의 담보를 요구할 수 있으며, 그것은 통상적인 거래, 특히 장외거래상 당연하고도 자연스러운 요구임
- 이에 외국인은 원화차입 허용을 원하고 있음 → 1-2일 정도 원화차입 비용이 환위험에 의한 비용보다는 낮을 것임
- 그렇다면, 외국환 은행 등록 규제를 폐지하거나 외국인에게 외국환 은행에 준하는 자격을 부여하여, 외국인이 달러시장 또는 중개기관 경유 거래에 달러로서 참여할 수 있게 한다면 외국인의 익익일물 거래 불편 또는 제약이 해소될 수 있는지 살펴봐야 함
- 앞서 언급했듯이 달러 자격은 오랜 경험과 전통을 통해 얻는 것이지, 규제가 달러자격을 결정하지 않음
  - 시장 프랙티스를 통해 특한 달러자격이던, 정부가 부여한 달러자격이던간에 실제 거래에서 중요한 것은 거래 주체의 자산규모, 신용도임

- 달러 시장 플레이어가 아니라 하더라도 신용도가 높은 주체와는 적은 담보로 서로 거래를 하고자 할 것이며(예를 들어, 외환 딜러가 아닌 국내 수출대기업, 국내외 대형 글로벌 자산운용사), 달러 시장 플레이어라도 신용도가 낮은 주체와는 거래를 기피하거나, 높은 담보를 요구할 수 있음
- 따라서, 외국인이 국내 외환시장에서 달러간 거래, 중개기관 경유 거래에 참여한다고 하더라도, 다양한 외환거래를 담보 없이 또는 적은 담보로 수행할 수 있는가 여부는 외국인 자신의 자산규모, 신용도에 달려 있음<sup>12)</sup>
  - 즉, 신용도가 매우 높다면 100% 신용으로 외환 거래가 가능할 수도 있고, 신용도가 낮다면 높은 담보를 제공해야 할 수도 있음
  - 이는 현재 외환시장에서 외국환 은행의 자격을 득한 은행도 마찬가지로 적용되는 시장의 자연스러운 원리임
- 전세계 어느 통화시장에서도 자산운용사나 IB가 달러로 활동하는 사례는 없음

---

12) 자칫 주식시장에서 KRX의 중개 역할을 생각한다면 거래참여자가 거래상대방을 모를 것이라고 생각할 수 있으나, 장외시장에서 중개기관 거래는 양자 거래를 중개기관이 중간에서 중개를 할 뿐이며, 거래당사자는 거래상대방이 누구인지 전혀 모르지는 않음

**참고: 신용도와 장외 외환거래**

- 당일물을 제외하면, 현물환(익일물, 익익일물)이던 선물환이던 결제일은 체결일 이후가 됨
- 현물환과 선물환의 구분은 단지 결제일까지의 기간에 대한 기계적 구분일 뿐이며, 이를 현물-파생상품의 관점에서 해석하지 않는 것이 외환 시장을 이해하는데 있어 편리함
  - 결제일이 체결일로부터 2일 이하인 선도환이 현물환이며, 결제일이 체결일로부터 3일 이상인 선도환이 선물환임
- **현물환이던 선물환이던 결제일이 미래이므로 결제 이행 여부가 절대적으로 중요**
  - 이는 현물환 계약과 선물환 계약 모두 엄밀한 의미에서 선도계약(forward contract)로 본다면 통상적 선도계약, 선도거래에서도 결제 이행 여부가 중요한 것과 마찬가지로
  - 즉, 서로 전적으로 100% 믿을 수 있는 상대방과 선도계약을 체결
- **국내 외국환 은행간 현물환과 선물환 거래에서는 결제 이행 담보에 대한 요구 없이 거래 상대방이 외국환 은행으로 등록하여 달러의 자격을 갖춘 점을 감안하여 전적으로 신용에 의존하는 것이 관례이나, 이는 규제가 아닌 시장 프랙티스임**
- 따라서, 외국환 은행에 버금가는 신용을 갖추지 못한 자는 담보 제공 없이 은행과 대고객 거래상 **현물환, 선물환** 거래를 할 수 없음(물론 100% 담보 제공하면 그 누구라도 당연히 가능)
  - 외국환 은행이 아니라도 신용도가 매우 높은 수출 대기업은 담보 요구 전혀 없을 수 있음
- 이에 신용이 낮은 외환 거래 주체가 비교적 작은 담보, 증거금만을 바탕으로 거래할 수 있는 대상은 KRX에 상장된 **통화선물, 통화옵션** 또는 장외거래인 **FX 마진거래**임
  - **현물환과 통화선물 관계**가 주가지수와 주가지수선물간 관계의 관점에서 해석 가능

- 결국 현행 국내 외환시장에서 금융기관의 외국환 은행으로서의 등록에 대한 규제는 binding하지 않는 규제임
  - 즉, 동 규제와 무관하게 신용도가 높은 주체들끼리 장외 딜러시장을 형성할 것임
  
- 아울러, 일부 외국인의 경우 자신이 속한 금융그룹의 계열은행이 외은지점으로서 국내 외국환 은행으로 등록하여 활동하는 경우도 있음
  
- 외국인에게 유일한 로컬 커스터디안을 선택하도록 하는 규제도 없기에 다수의 로컬 커스터디안을 상대로 환율 협상 가능, 물론 거래규모가 작고 신용도가 낮은 경우 제한적일 것이며 이는 결코 규제의 문제가 아님
  
- 결국, 현행 원화국제화, 역외원화시장을 허용하지 않는 체제하에서 외국인이 MSCI에 전달한 통화 교환상의 불편을 근본적으로 해소할 수 있는 방안은 존재하지 않으나, 이에 관해 다음의 사항을 주지해야 할 필요가 있음
  - 외국인의 국내 외환시장에서 증권거래와 연계된 통화 교환상의 불편은 과연 규제의 문제인지, 외국인 자신의 거래규모, 신용의 문제인지를 외국인 스스로 평가해야 함
  - 외국인은 원화차입 한도(300억원)내에서 외환시장에서 100% 담보로 활용하여 익익일물 거래 또는 낮은 증거금으로 KRX 장내 통화선물, 통화옵션, 장외 FX 마진거래가 가능하며, 나아가 역외시장에서 복잡성이 수반되기는 하지만 NDF 거래는 자유로움

- 덧붙여, 역외원화시장을 허용하여 원화국제화를 시행한다 하더라도 외국인 투자자가 글로벌 대형 상업은행이 아닌 이상 국제 통화시장에서 달러로 인정받아 거래할 수는 없음
  - 전세계 어느 통화시장에서라도 주요 달러는 글로벌 대형 상업은행으로 글로벌 IB나 글로벌 자산운용사가 달러 시장에서 달러로 활약하지 않음
  - 물론 신용도가 높은 IB, 글로벌 자산운용사는 통화 시장 달러에 버금갈 정도로 대우를 받을 수 있음
  
- 결과적으로, 외국인이 MSCI에 제기한 통화 교환상 제약의 문제는 사실상 역외원화시장을 허용하라는 요구로 귀결되며, 한국 정부는 지금 당장 MSCI의 요구에 부응하여 원화국제화를 급작스럽게 추진하거나 시행할 수는 없음
  
- 결국 본 사안에 관해서는 MSCI의 객관적이며 합리적인 판단이 요구되며, 한국 정부는 외환자유화 조치 중 원화국제화만을 남겨 놓고 있는 상황에서 더 이상 필요한 완화 조치는 없다고 판단됨
  - 현재 남아 있는 외환시장 규제가 있다면, 역외원화시장을 허용하지 않는 것
  - 재정경제부 보도자료(2007.11.8.)에 따르면 중장기적으로 원화국제화의 추진을 계획하고 있다고 밝히고 있음
  
- MSCI는 다음의 사안을 정확히 평가해야 할 것임
  - 역내외 장내외 외환시장이 발달해 있는 경우에도 역외원화시장이 선진시장의 선결 조건인가?

- 역내 외환시장에서 외국인의 외환거래 제약에 대한 불만과 비용은 한국 정부에 의한 규제 문제인가 아니면 외국인 자신의 거래규모, 자산규모, 신용도의 문제인가?
- 역외원화시장을 허용할 경우 외국인 투자자 대부분은 국제 통화시장 달러가 아닌 이상, 어느 정도나 거래비용, 환위험 헤지비용을 절감할 수 있는가?
- FTSE는 이 문제를 간과했는가? 아니면 통화시장의 프랙티스를 감안하여 무시했는가?

#### 4. 외국인 ID 시스템

- 외국인은 동일 자산운용사 또는 동일 펀드매니저가 운영하는 다수 펀드에 서로 다른 ID가 부여되어 펀드간 주식 이체에 있어 불편과 비용을 유발할 수 있음
  
- 외국인 ID 제도의 정책 목표는 외국인 지분 제한 기업(국가 기간 산업, 국가안보 관련 산업)에 대한 외국인 소유 현황을 사전적으로 파악하기 위한 것으로 이러한 정책 목표를 해치지 않는 범위 내에서 합리적 요구에 대해서는 허용할 필요가 있으며 기술적으로 충분히 가능한 사안이라 판단됨
  - 단, 그러한 개선은 국내 기관이나 개인투자자와 형평성을 해치지 않는 범위 내에서 이루어져야 함



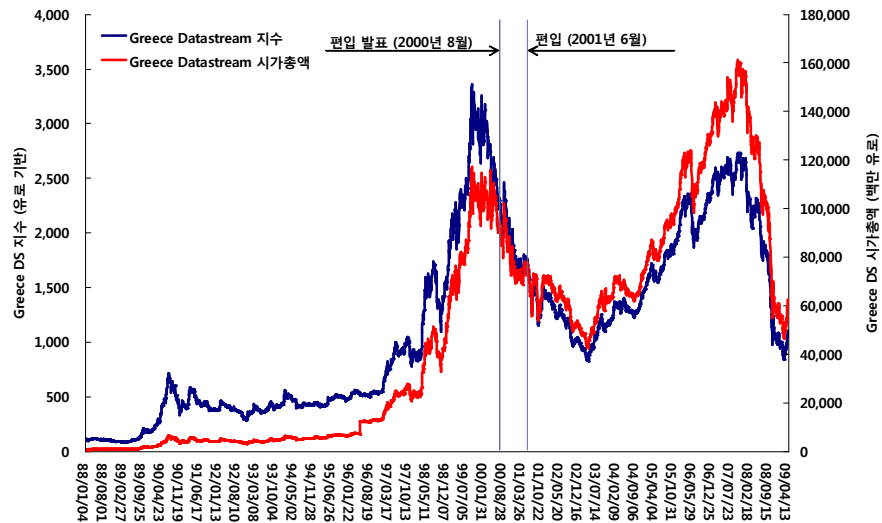
## IV. 글로벌 지수 기관의 선진시장 격상시 편익과 비용

- 한국이 신흥시장국에서 선진시장국으로 격상시 두 가지 효과가 혼재할 수 있음
  - 글로벌 인덱스 펀드의 한국에 대한 자산 배분 증대로 인한 외국 자본 유입
  - 신흥시장국을 목표로 하는 펀드의 한국에 대한 자산 배분 제거로 인한 외국자본 유출
  - 신흥시장국에서 한국의 비중은 선진시장국에서 한국의 비중보다 높음
  - 단기적 효과에 대해서는 예측하기 어려움
  
- 흔히 신흥시장국에서 선진시장국으로의 격상에 따른 실패 사례로 그리스가 언급되곤 하지만, 격상 후 그리스 주식시장이 전반적으로 하락한 이유가 반드시 격상 때문이라고 보기 어려움
  - 주식시장에 영향을 미치는 수많은 요인이 있기에 이러한 요인이 통제된 상황에서 선진시장국으로의 격상의 효과에 대한 체계적 연구는 없으며, 그리스는 단지 1개 사례일 뿐
  - 선정훈(2004)은 그리스 시장은 선진시장 격상 발표일부터 격상일 까지 약 25% 하락, 격상일로부터 6개월간 약 9% 하락, 1년간 MSCI Europe Index 대비 16.8% 하락했다고 보고

□ 반면, 포르투갈은 신흥시장국에서 선진시장국으로의 격상 후 높은 주가상승을 시현하였음

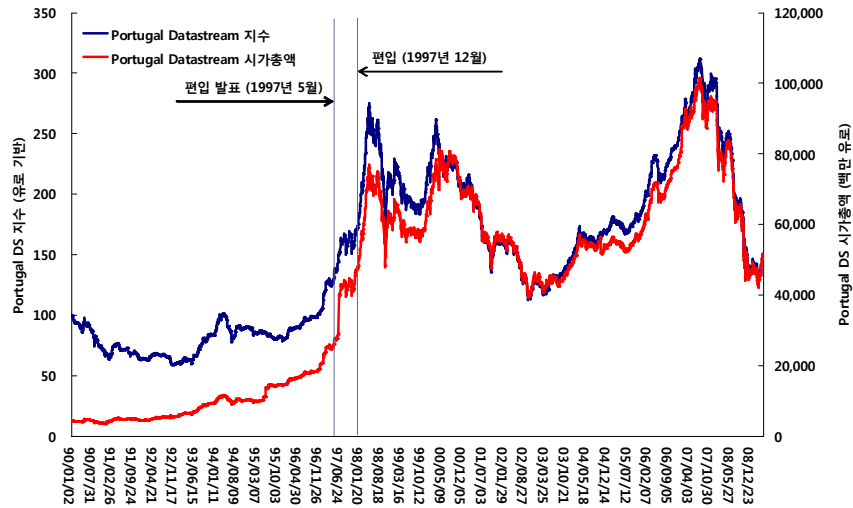
— 선정훈(2004)은 포르투갈 시장은 선진시장 격상 발표일부터 격상일까지 약 26% 상승, 격상일로부터 6개월간 약 47% 상승, 1년간 MSCI Europe Index 대비 37% 상승했다고 보고

<그림 IV-1> 그리스 주식시장 주가지수와 시가총액 추이



자료: Datastream

<그림 IV-2> 포르투갈 주식시장 주가지수와 시가총액 추이



자료: Datastream

- 한국의 선진시장 지위의 획득이 한국 경제에 미치는 긍정적 효과의 크기와 규모를 정확히 가늠하기는 어려우나, 장기적 관점에서 한국 금융시장에 매우 긍정적 효과를 미칠 것으로 기대할 수 있음
  - 글로벌 시장에서 한국시장에 대한 평판 제고는 명백
  - 4개 주요 글로벌 증시 기관에서 한국을 선진시장으로 분류한다는 것은 한국시장의 명성을 훼손해왔던 이른바 “코리아 디스카운트 (Korea discount)”가 더 이상 없다는 것을 의미
  - 이는 자본비용(cost of capital)을 감소시켜 할인율을 낮추고, 결국 자산가치 상승을 유도
  - 낮은 자본비용은 저렴하고 용이한 자본조달을 의미하기에 실물 투자의 증대로 이어질 수 있음

46 한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석

- 경제학적 관점에서 이러한 장기적 편입에 대해 예상할 수 있으나, 한국 경제를 훼손할 수 있는 잠재적 요인에 대해서는 생각하기 어려움

## V. 국제 경제에서 한국의 위상과 잠재력

- 현재의 한국은 더 이상 1960-1970년대의 후진국, 개발도상국, 중진국이 아니며, 세계 경제에서 비중이 높은 국제화된 주요 경제국 중 하나로 선진국 진입을 위해 꾸준히 노력하고 있음
  
- World Bank에서 발간하는 World Development Indicators 2008(이하 WDI2008)에 의하면, 한국 주식시장의 시가총액은 2006년 현재 세계 14위이며 이는 인도, 네덜란드, 브라질, 스웨덴 등을 앞서는 순위
  - 특히, MSCI의 국가 분류상 선진시장에 속하는 오스트리아(29위), 벨기에(20위), 덴마크(27위), 핀란드(25위), 그리스(28위), 아일랜드(32위), 네덜란드(16위), 뉴질랜드(50위), 노르웨이(23위), 포르투갈(39위), 싱가포르(24위), 스웨덴(19위) 보다 월등히 높은 순위임
  
- WDI2008에 의하면 주식시장 거래대금에서 한국은 2006년 현재 세계 10위이며, 이는 캐나다, 스위스, 네덜란드, 홍콩, 호주, 스웨덴 등을 앞서는 순위
  - 특히, MSCI의 국가 분류상 선진시장에 속하는 호주(15위), 오스트리아(34위), 벨기에(26위), 캐나다(11위), 덴마크(25위), 핀란드(19위), 그리스(29위), 홍콩(14위), 아일랜드(33위), 네덜란드(13위), 뉴질랜드(47위), 노르웨이(20위), 포르투갈(35위), 싱가포르(24위), 스웨덴(16위), 스위스(12위) 보다 월등히 높은 순위

□ WDI2008에 의하면 한국은 GDP에서 세계 13위이며, 이는 호주, 네덜란드, 스웨덴 등을 앞서는 순위

— 특히, MSCI의 국가 분류상 선진시장에 속하는 호주(15위), 오스트리아(25위), 벨기에(18위), 덴마크(27위), 핀란드(32위), 그리스(26위), 홍콩(35위), 아일랜드(29위), 네덜란드(16위), 뉴질랜드(51위), 노르웨이(24위), 포르투갈(34위), 싱가포르(42위), 스웨덴(19위), 스위스(20위) 보다 앞서는 순위

**<표 V -1> 2006년 전세계 주식시장 시가총액, 주식시장 거래대금, GDP 순위**

순 위	주식시장 시가총액 (십억달러)	주식시장 거래대금 (십억달러)	GDP (십억달러)
1	미국 19,426	미국 33,267	미국 13,164
2	일본 4,726	일본 6,252	일본 4,368
3	영국 3,794	영국 4,242	독일 2,897
4	프랑스 2,429	프랑스 2,504	중국 2,645
5	중국 2,426	독일 2,486	영국 2,377
6	홍콩 1,715	스페인 1,930	프랑스 2,248
7	캐나다 1,701	중국 1,635	이탈리아 1,851
8	독일 1,638	사우디아라비아 1,403	캐나다 1,272
9	스페인 1,323	이탈리아 1,366	스페인 1,225
10	스위스 1,213	<b>한국</b> 1,340	브라질 1,067
11	호주 1,096	캐나다 1,290	러시아 987
12	러시아 1,057	스위스 1,286	인도 912
13	이탈리아 1,027	네덜란드 1,096	<b>한국</b> 888
14	<b>한국</b> 835	홍콩 830	멕시코 839
15	인도 819	호주 826	호주 781
16	네덜란드 780	스웨덴 677	네덜란드 662
17	남아공 715	인도 638	터키 403
18	브라질 711	러시아 514	벨기에 394
19	스웨덴 573	핀란드 356	스웨덴 384
20	벨기에 396	노르웨이 350	스위스 380

자료: WDI2008

- 한국은 1997-1998년 아시아 금융위기 이후 지속적으로 시장 개방 조치를 취하고, 제도 개혁을 이뤄왔으며, 이에 1998년 외국인 주식 지분 제한을 폐지한 이후, 한국 주식시장에서 외국인 비중은 2004년 40% 이상에까지 이를 정도로 국제화되었음
  - 기업지배구조 개선, 회계제도 개선, 회계투명성 제고, 주주권리 보호, KRX 국제화·선진화 노력, 동북아 금융허브 정책 추진 등
  - 한국은 1997년 위기 이후인 1998년 외국인에 대한 주식 지분 제한을 완전히 철폐<sup>13)</sup>

---

13) 단, 전기통신사업법상 기간통신사업자에 대한 외국인 소유지분 제한(49% 이하), 외국인투자촉진법상 '국가안보위해' 여부에 따른 외국인 지분 제한이 있을 수 있음. 일부 외국인 투자자들은 이러한 외국인 소유 지분 제한의 완화를 원하는 것으로 알려져 있으나, 이러한 외국인 지분 제한이 적용되는 기업은 극히 소수 기업에 한정되며, 미국에서도 이른바 '엑손-플로리오법(Exon-Florio Act)'을 통해 국가 안보 관련 사안에 대해 외국인의 주식 인수를 제한할 수 있는 제도를 시행하고 있음. 따라서, 국가 기간 산업 및 안보 관련 기업에 대한 외국인 지분 제한은 선진시장의 프랙티스와 다르다고 할 수 없으며 MSCI도 이 문제를 언급한 바 없음.

<표 V-2> 한국 주식시장에 대한 외국인 투자

년도	외국인 지분 (%)	외국인 보유 주식 시가총액 (억원)	주식시장 전체 시가총액 (억원)	외국인 보유률 (%)
1995	0.00	0	1,228,815	15
1996	10.20	104,001	1,020,048	20
1997	13.79	99,839	724,201	55
1998	17.58	251,826	1,432,251	100
1999	18.10	827,683	4,573,930	100
2000	22.48	582,961	2,592,709	100
2001	32.20	991,245	3,078,434	100
2002	32.88	972,702	2,958,786	100
2003	37.59	1,478,064	3,932,486	100
2004	40.06	1,780,066	4,443,049	100
2005	37.11	2,697,560	7,269,825	100
2006	35.08	2,720,869	7,756,785	100
2007	30.95	3,249,122	10,498,985	100
2008	27.23	1,696,989	6,232,824	100

주: 1) 각 연도말에 집계된 수치임  
 2) 유가증권시장과 코스닥시장 모두 합쳐 계산함  
 3) 원자료는 Data Guide Pro에서 추출함

- Kim et. al.(2009)는 최근 한국 주식시장의 외국인 투자자는 단기적 투자를 위한 stock-picker가 아니라, 잘 분산된 포트폴리오를 운용하며 한국의 본질 가치에 대한 장기 투자자임을 입증하는 근거 제시
- 이는 한편으로 한국 주식시장이 기초가 튼튼하고(well-established), 잘 발달된(fully-developed) 시장이라는 추론을 가능케 함

□ 한국에는 삼성, LG, 현대 등 글로벌 브랜드를 가진 다수의 기업들이 있으며, 2007년 집계상 세계 11위의 무역대국임

- 2007년 한국의 무역 규모 7,280억달러

- 한국은 인터넷 서비스 및 인터넷 사용자 수 등에서 세계 최상위권임
  - 미국 Information Technology and Innovation Foundation(ITIF)의 발표에 의하면 브로드 밴드 속도(speed), 보급률(penetration), 가격(price)의 종합 인터넷 평가에서 한국은 1위에 랭크(Atkinson et al.(2008))
  - WDI2008에 의하면 한국은 인터넷 사용자 수에서 세계 6위, 인구 1백명당 인터넷 사용자 수에서 세계 7위 기록

<표 V-3> 전세계 인터넷 사용자 수 순위

순위	인터넷 사용자 수(백만명)		인구 1백명당 인터넷 사용자수(명)	
1	미국	208.00	네덜란드	89.01
2	중국	137.00	노르웨이	87.43
3	일본	87.54	스웨덴	76.85
4	브라질	42.60	뉴질랜드	76.47
5	독일	38.60	호주	73.91
6	<b>한국</b>	34.12	룩셈부르크	73.39
7	영국	33.53	<b>한국</b>	70.47
8	프랑스	30.10	페로스 제도	70.46
9	이탈리아	28.86	미국	69.47
10	러시아	25.69	일본	68.52
11	스페인	18.58	아이슬란드	64.28
12	이란	18.00	리히텐슈타인	63.04
13	호주	15.30	슬로베니아	62.32
14	베트남	14.68	덴마크	58.33
15	네덜란드	14.54	스위스	58.20
16	터키	12.28	에스토니아	56.62
17	파키스탄	12.00	벨라루스	56.28
18	말레이시아	11.29	핀란드	55.55
19	폴란드	11.00	영국	55.38
20	태국	8.47	홍콩	54.99

자료: WDI2008

- 최근의 글로벌 금융위기로 인한 국가 부도 위기에까지 처했던 ‘아일랜드’와 ‘아이슬란드’ 경제의 붕괴 사례를 보면, 대외 개방도도 중요하지만 경제 전반적 펀더멘털이 얼마나 중요한가를 시사함
  - 아일랜드는 이미 4개 지수 기관에서 선진증시로 분류되었던 국가이고, 아이슬란드 역시 2개 기관에서 선진증시로 분류되었던 국가임
  - 글로벌 지수 기관은 국가 부도 위기에까지 몰렸던 아일랜드나 아이슬란드는 선진시장에 계속 포함시켜야 하는가를 검토해야 할 것임

## VI. 정책적 시사점 및 전망

### 1. 역외원화시장에 대한 정책 기초

- 한국의 4개 글로벌 증시 기관 선진시장 지수 편입 여부를 떠나, 이들 기관이 강조해왔던 다음의 두가지 이슈는 매우 중요한 것은 분명함
  - ① 북한과 관련된 한국의 지정학적 위험
  - ② 역외원화시장
  
- 최근 북한의 명백한 위협, 실제 4월 5일 장거리 로켓의 발사, 서해안 도발 징후 등은 북한과 관련된 지정학적 위험을 높이는 것은 분명하며 더욱 악화될 경우, 이것이 한국 시장에 미치는 효과를 정확히 측정하기 어렵다 하더라도 한국의 선진시장 지수 편입에 장애 요인이 될 개연성은 충분
  - 하지만, 북핵 문제는 금융정책의 영역이 아님
  
- 아울러 과거 줄곧 제기되어 온 한국의 지정학적 위험은 그 설득력이 점차 약화되고 있음이 감지됨
  - 최근 북한의 움직임에 대한 국제 사회의 대응을 보면, 북한의 무력 과시로 인한 위협은 비단 한국에만 국한된 것은 아님
  - 또한 국제적으로 분쟁 관계, 적대 관계에 처한 국가들을 감안하면 유독 한국의 지정학적 위험만 과도하게 과장된 측면이 없지 않음
  - 실제 2009년 4월 5일 북한의 장거리 로켓 발사에도 한국 증시는 해외 증시에 비해 오히려 강세를 보이고 있음

— MSCI도 2008년 예비 평가에서 한국의 지정학적 위험에 대한 언급은 전혀 없음

□ 금융정책의 측면에서 외환시장, 특히 역외 원화현물시장의 허용 여부에 관해, 정책 당국은 허용할 것인지 말 것인지, 허용하지 않는다면 근거는 무엇인지, 허용한다면 어떤 단계를 거쳐 시행할 것인지에 대한 명확한 공식 입장을 표명하는 것이 바람직함

— 하지만, 역외원화시장이 선진시장의 선결 조건을 아니라고 판단됨

- 한국에 투자하는 외국인 투자자는 한국내 외환시장에서 원화의 매매가 자유로우며, 역내외 장내외 통화시장을 통해 24시간 환위험 헤지가 가능

— 실수요 원칙이 폐지되었음에도 불구하고 외국인 투자자들이 한국 시장에서 증권-외환 거래의 원활한 연계에 불편과 비용이 존재하지만, 이는 규제의 문제가 아니라 시장 프랙티스, 구체적으로는 외국인 스스로의 신용도 문제임

— 외국인이 MSCI에 제기한 역내 외환시장에서 통화 교환상 제약에 관해서는 MSCI의 실제적인 시장 프랙티스 조사와 객관적이며 합리적인 판단이 필요함

— 물론, 외국인이 MSCI에 제기한 역내 증권-외환 거래상 제약에 대한 불만은 역외원화시장 허용시 완전히 사라지지만, 외국인이 통화시장 딜러가 아닌 이상 원화 거래상의 현격한 비용 감소를 보장하지는 않음

- 역외원화시장 허용 여부는 단지 MSCI 선진시장 편입을 목표로 결정되어야 할 문제는 아니며, 그것이 한국 경제에 어떤 영향을 미칠지, 어떤 정책적 대응이 필요한지에 대한 논의가 신중하고도 심도 있게 이루어져야 하며, 전문가의 심층적 연구가 필요한 영역임
  
- 하지만, 역외 통화시장에서 자국 통화 현물이 거래되는 것은 선진국 경제의 특성 중 하나인 것은 분명하며, 이에 반하는 어떠한 정책도 경제적 반자유주의(anti-laissez-faire)적이라 평가할 수 있음
  
- 대부분의 신흥시장 국가 정책당국자는 역외 통화시장으로 인해 통화정책의 유효성이 약화되며, 통화정책의 복잡성을 초래할 수 있다는 우려를 하고 있음
  - 흔히 1990년대 말 아시아 금융위기는 1997년 역외선물시장에서 태국 바트화의 불안정성으로부터 촉발되었다고 함
  - 이때부터 아시아 국가 정부는 통화 시장에서 투기 세력을 약화시키고 통화정책의 효과를 높이기 위해, 역외통화시장을 억제하는 정책 수단 및 조치를 채택해 온 경향이 있음
  
- 한국 정부 역시 외환 정책에 있어 수십년간 그와 유사한 경향을 견지해온 측면이 있으며, 현재도 외환시장을 통제하고자 하는 의지는 비교적 분명하다고 판단됨
  - 일례로 역내 장외 외환시장에서 현물환에 대해서는 2개 회사(서울외환중개, 한국자금중개)만이 독점적으로 외환중개업무를 수행

- 거래를 소수 중개기관으로 집중화시키는 것 자체가 강한 규제는 아니지만, 거래집중화를 통해 외환시장을 모니터링하고 통제하려는 의지는 분명한 것으로 해석할 수 있음
- 외국환 업무를 수행하는 외국환 은행에 대한 등록 규제
  - 외국환거래법상 외국환업무취급기관의 범위는 매우 넓지만, 자본시장법상 금융투자업자에게 외환거래의 핵심인 현물환, 선물환 매매를 허용하지는 않음
  - 단, 자본시장법상 종합금융회사는 현물환, 선물환 매매 업무 가능
- 외환시장에서 정부 개입에 대한 명백한 정황들이 종종 관찰됨
- 환율주권이란 용어도 이러한 맥락에서 이해할 수 있음

□ 현재 외환거래법상 역외원화시장을 허용한다는 규정은 없음

- 국내 증권투자를 하는 외국인은 반드시 로컬 커스터디안의 역할을 하는 국내 외국환 은행을 거쳐 외환거래를 해야 함
  - 이에 따라, 역내 원화 계정을 가진 외국인이 원화를 역외 계정으로 송금할 수는 없음
- 역외 은행이 원화 결제를 할 수 없기 때문에 원화 계정을 불허한다는 이유를 들 수 있으나, 이는 역외 시장이 없기 때문에 허용하지 않는다는 역설적 논리임

□ 역외원화시장에 위험성에 대해 자주 언급되는 요인 중 하나가 외국인 투기 세력의 위협임

- 외국인 투기 세력이 역외원화시장을 교란하여, 원화 가치의 안정성 나아가 금융시스템의 안정성을 해칠 수 있다는 개연성

- 1992년 조지소로스의 파운드화 공격에 의한 파운드화 가치 폭락 사례는 기본적으로 국제 금융시장에서 국제화된 파운드화의 차입이 가능했기 때문임(파운드화 공매도)
    - 하지만, 유동성이 풍부한 파운드화에 대한 조지소로스의 전략이 성공할 수 있는 이유는 국제 금융 시장 플레이어들간 파운드화 고평가에 대한 상당 정도의 합의된 인식이 존재했기 때문이라고 할 수 있음
  - 종종 역외원화시장이 없고, 외국인의 원화 차입이 불가능한 현행 체제하에서도 외국인에 의한 환투기, 환공격 우려가 있기는 하나 이는 대단히 과장된 면이 있음
    - 오히려 원화차입이 가능한 국내 주체가 환투기를 할 수 있는 여력이 외국인보다 상대적으로 높음
- 외국인의 환투기, 환공격에 대한 체계적 연구는 아직까지 없으며, 오히려 이와 반대 근거를 제시한 기존 연구들이 있음
- 송원호 외(2007)는 19개 OECD 국가를 대상으로 분석한 결과, 통화 국제화와 환율안정성(이는 투기세력으로 인한 통화시장 안정성을 포함)과의 유의한 통계적 관련성을 찾지 못했음을 보고
  - 통화시장과 직접적으로 관련된 연구는 아니지만, Choe et al.(1999, 2005)는 아시아 금융위기 시기의 한국 시장에 대한 연구를 통해 외국인이 시장 안정성을 해쳤다는 증거를 찾지 못했다고 보고
  - 하지만, Kim et al. (2009)는 1997년 위기 이후 완전히 개방된 한국 주식시장에 대해서 연구한 결과, 외국인의 거래 행위가 주가지수와 그 변동성을 악화시켰다는 증거를 찾지 못했음

- 동 연구는, 오히려 외국인의 증권 매도(매수)가 원화 절하(절상)을 유발시킨다는 증거를 제시 → 주식을 매도한 외국인이 역외로 가치 이전을 시키려면 원화를 매도할 수밖에 없으며, 이에 따라 원화 가치가 하락 → 이러한 현상의 근본적 원인은 역외원화시장의 부재임

— 역외원화시장이 있으면, 증권을 매도한 외국인이 역외에서 매도 대금을 원화로 보유할 수 있기에, 증권매도(매수)가 반드시 환전으로 인한 원/달러 환율 상승(하락)으로 이어지지 않아 환율의 변동성을 오히려 줄일 개연성이 상당함

□ IMF 수석 부총재였던 스탠리 피셔(Stanley Fischer)가 총재로 재직 중인 이스라엘 중앙은행(Bank of Israel: 이하 BOI)의 외환시장 불개입 정책에 대해서 주목할 필요가 있음

— BOI는 1997년 이후 외환시장에 개입하지 않았으며, BOI 부총재인 Meir Sokoler는 이러한 외환시장 불개입 정책의 편익을 주장하고 있음(Sokoler(2005a, 2005b))

- 외환시장 불개입 정책은 민간 경제 주체들에게 환위험에 자발적으로 대처하게끔 하였고, 그것이 외환 관련 선물, 선도, 옵션 시장의 성장으로 이어졌으며, 결과적으로 외환시장의 유동성과 효율성을 증진시켰다고 주장
- 그 결과 이스라엘 통화인 셰켈화(Shekel)의 변동성이 작아지고, 이스라엘 금융시장 전반의 안정성에 일조했다고 주장

□ 역외원화시장의 존재가 예상치 못한 변동성과 불안정성에 대한 통화시장의 내구력을 제고할 가능성이 높음

- 외환시장에 영향을 미치는 다양한 요인이 있으며, 다른 조건이 동일하다면 역외 통화 시장의 존재가 통화시장의 시장 깊이(depth)와 유동성을 확대시킬 수 있으며, 동시에 특정 요인에 의한 영향을 약화시킬 수 있음
- 환율은 통화의 가격이며, 잘 기능하는 시장에서는 가격이 경제적 펀더멘털에 대한 중요한 정보를 전달하기에 투자와 자금 조달에 대한 의사결정에 있어 최적 선택을 유도함
- 하지만, 분명한 것은 역외원화시장, 원화국제화와 같이 통화정책, 거시정책, 외환정책 및 대내외적 경제 환경의 근본적 변화를 초래할 수 있고, 축적된 지식과 경험, 세심한 조정이 필요한 중대한 사안이 단지 MSCI 선진시장 편입을 목표로 결정되어서는 안 될 것임

## 2. 전망

- 한국 경제의 펀더멘털과 한국 증시의 잠재력 및 경쟁력은 선진시장으로 분류되기에 충분
  - 아일랜드와 아이슬란드의 국가 부도 위기 사례는 기초적 경제 펀더멘털이 취약한 국가의 금융시스템 역시 얼마나 취약한가를 입증하는 사례
  - 대외 개방도 중요하지만, 본질적으로 그 경제의 펀더멘털 및 이에 근거하는 해당 국가 증시의 잠재력과 경쟁력은 선진시장에 대한 매우 중요한 판단 요인이 되어야 함

- 지정학적 위험을 무시한다면, 한국 증시는 증시 그 자체로는 선진증시로서 부족함이 없음
    - 한국 증시는 시가총액, 거래규모 등 양적 지수에서 세계 상위권이며, 발달된 IT기술로 인한 효율적 거래시스템, 이로 인한 시장효율성, 시장투명성 및 파생금융상품 활성화 정도 등 질적인 측면에서도 세계 상위권 증시라 할 수 있으며, 최근 외국기업인 중국기업이 상장하기도 하였음
  - 남아 있는 문제는 증시 자체의 문제가 아닌, 대외 개방, 외국인의 시장접근성과 관련한 외환시장의 문제임
- 최근 주요 글로벌 증시 지수 산출 기관의 한국에 대한 평가의 변화를 보면, 한국은 신흥시장국과 선진국의 경계에 위치한 것은 분명
- 모든 주요 글로벌 증시 기관의 국가 분류에서 한국 증시가 선진시장으로 평가받는 것은 단지 시간 문제라고 여겨짐
- 선진시장으로 평가되기 위해 남아 있는 주요 이슈는 역외 원화 현물시장, 원화 국제화임 → 물론 그것 자체가 선진시장 지수 편입을 위한 선결 조건은 아니라고 판단됨
  - 한국 정부는 원칙적으로 실수요 원칙을 폐지하였고, 역외원화시장을 아직 허용하지 않는 차원에서 외국인의 증권거래는 국내 외국환 은행을 커스터디안으로 이용하게 하는 규제 외의 기타 규제는 전혀 없음
  - 한국 시장에서 외국인의 증권-외환거래상 제약은 규제의 문제가 아니라 외국인 자신의 신용도의 문제이며, 여기에 외국인 편의를 위한 정부 개입이 있을 수는 없음

- 제한적 원화 차입을 이용한 현물환 거래, KRX 장내 외환시장의 통화선물, 역외 NDF 시장, 역내 장외 외환시장에서 FX 마진거래를 통해 24시간 환리스크를 헷지할 수 있는 수단은 충분
  
- 글로벌 증시 지수 기관 선진시장 편입 문제와는 별개로 정책 당국은 역외원화시장 대해 신중한 기초를 유지하되, 긍정적·부정적 효과를 객관적으로 판단하여, 시행 여부 또는 시행 단계에 대한 명확한 입장을 가져야 할 것임
  - 한국 외환 당국은 신중하게 중장기적으로 원화국제화를 추진하고 있음을 밝히고 있음
  
- 이스라엘 정부의 외환시장 불개입 정책에서 보듯, 정부의 역할은 시장이 잘 기능하도록 하는 인프라 및 환경을 조성하는 것에 제한되어야 하며, 가격을 통제하거나 시장의 내적 동력을 제한하는 것은 원칙적으로 바람직하지 않다고 판단됨
  - 자국 통화 유출입 통제(외환통제와 동일한 의미)를 한다고 해도 시장의 수요가 있다면 역외선물시장이 자연발생적으로 형성되면서, 통제되는 역내 외환시장에 영향을 미침
  - NDF나 거래소 통화선물은 해당 기초자산 통화가 물리적으로 존재할 필요가 없으므로, 필요시 역외선물시장이 형성·발달
  
- 잘 발달된 역외 원화현물시장은 앞으로 세계 12-13위권의 경제 대국 한국에 걸맞는 통화시장 깊이와 효율성을 증진시킬 수 있을 것이라고 판단됨



## 참 고 문 헌

### <국내문헌>

- 박진우, 2000, 국내 현물환 및 NDF시장과 주식시장간의 가격 및 변동성 전이효과에 관한 실증연구, 『증권학회지』 제26집, 273-293.
- 선정훈, 2004, 포르투갈, 그리스의 선진시장지수 편입 사례와 시사점, 한국증권연구원, 『자본시장포럼』 창간호, 85-91.
- 송원호·조종화·양두용·신종협·이인구·김한성·이형근·신관호·박대근·정용승, 2007, 『원화국제화 추진에 따른 장단점 비교와 정책적 시사점』, 대외경제정책연구원, 연구보고서 07-05.
- 재정경제부, 시장친화적 외환거래시스템 구축을 위한 외환제도 개선방안, 보도자료, 2007 (11.8).
- 한국은행, 2008년 2/4분기중 외환시장 동향, 보도자료, 2008 (7.23).
- 한국거래소, 달러선물시장 상장 10주년 맞아, 일평균 4만계약 돌파, 보도자료, 2009 (4.23).

### <해외문헌>

- Atkinson, R.D., Daniel K.C., Julie A.H., 2008, Explaining International Broadband Leadership, Information Technology and Innovation Foundation
- Choe, H., Kho, B.C., Stulz, R.M., 1999, Do foreign investors destabilize

stock markets? The Korean experience in 1997, *Journal of Financial Economics* 54, 227-264.

\_\_\_\_\_, 2005, Do domestic investors have an edge? The trading experience of foreign investors in Korea, *Review of Financial Studies* 18, 795-829.

Dow Jones Wilshire, Dow Jones Wilshire Developed Markets Index<sup>SM</sup>, Factsheet, 2007a (Dec 31).

\_\_\_\_\_, Dow Jones Wilshire Emerging Markets Index<sup>SM</sup>, Factsheet, 2007b (Dec 31).

\_\_\_\_\_, Guide to the Dow Jones Wilshire Global Total Market Index<sup>SM</sup>, 2008 (Oct 29).

FTSE International Limited, 2007, A Question of Class, FTSE Global Markets, Iss. 22, November/December 2007, 27-28.

\_\_\_\_\_, 2008a, Country Classification: May 2008 Update.

\_\_\_\_\_, 2008b, Global Equity Index Series Country Classification: September 2008 Update.

Kim, J.M., James, L., Yoo, S.S., 2009, Inter-temporal examination of the trading activities of foreign investors in the Korean stock market, *Pacific-Basin Finance Journal* 17, 243-256.

Kim, J.M., Yoo, S.S., 2009, Market liberalization and foreign equity portfolio selection in Korea, *Journal of Multinational Financial Management*, forthcoming.

Knowledge@Wharton, When are emerging markets no longer

emerging?, University of Pennsylvania, 2008 (Mar 5).

MSCI Barra, Classification of Markets in the MSCI Equity Indices, 2008a (Jan 8).

\_\_\_\_\_, MSCI Barra announces its conclusions from its recent market classification study, Press Release, 2008b (Jun 18).

\_\_\_\_\_, MSCI Barra Releases Its Preliminary Assessment from the Consultation on Proposed Market Reclassifications, Press Release, 2008c (Dec 16).

Sokoler, M., 2005a, Approaching a decade of no foreign exchange intervention - lessons from Israel, in BIS(ed.), Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications, BIS working papers No. 24.

\_\_\_\_\_, 2005b, Globalisation and its effects on monetary policy: the case of Israel, in BIS (ed.), Globalisation and monetary policy in emerging markets, BIS working papers No. 23.

Standard & Poor's, Standard & Poor's Announces Important Changes to S&P/Citigroup Equity Indices, S&P Emerging Market and S&P Frontier Indices, 2008 (Jul 2).

**<웹사이트 및 DB>**

세계거래소연맹	<a href="http://www.world-exchanges.org">http://www.world-exchanges.org</a>
한국거래소	<a href="http://www.krx.co.kr">http://www.krx.co.kr</a>

BIS	<a href="http://www.bis.org">http://www.bis.org</a>
Dow Jones Wilshire	<a href="http://www.djindexes.com">http://www.djindexes.com</a>
FTSE International Limited	<a href="http://www.ftse.com">http://www.ftse.com</a>
MSCI Barra	<a href="http://www.msibarra.com">http://www.msibarra.com</a>
Standard & Poor's	<a href="http://www.standardpoors.com">http://www.standardpoors.com</a>

Datastream (Thomson)

CHECK Expert (koscom)

Data Guide Pro (FnGuide)

World Development Indicators 2008 (World Bank)