



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

보도자료

기 재 일 2009. 6. 3.(수) 조간부터
 페이지수 표지포함 총 5매
 자료문의 자본시장연구원
 발 표 자 빈기범 자본시장실장
 연 락 처 02)3771-0624
 E-mail bink1@kcmi.re.kr

※ 통신은 6월 2일(화) 12시, 일간지는 6월 2일(화)부터 보도바랍니다.

자본시장연구원 이슈페이퍼 09-01발간

한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석

주요 내용

□ MSCI의 한국 증시에 제기한 이슈에 대한 평가 및 반박

- 이슈 I: 『지정학적 위험(geo-political risk)』에 대한 평가 및 반박 → 이스라엘, 그리스를 고려하면 논리가 부족한 개념
- 이슈 II: 『역외원화시장(offshore Korean Won currency market) 부재』에 대한 평가 및 반박 → 역내외, 장내외 현물, 선물, NDF 활성화되어 있고, 외국인 매매에 대한 규제가 전혀 없어, 24시간 거래 및 환헤지 가능
- 이슈 III: 『외국인의 증권-외환 거래 사이클 불일치』에 대한 분석 및 평가 → 원화국제화 허용하지 않는 규제에 더해진 추가적 규제가 아니며, 외국인 자신의 신용에 기인하여 발생하는 불편으로 신용도가 높은 대형 자산운용사 등은 문제 없음

□ 한국 정부는 다음의 사항을 강조하여 MSCI를 설득해야 함

- 설득논리 I: 실수요 원칙 폐지로 원화국제화를 제외한 영역에서 모든 외환 및 원화 거래는 자유화된 상태 → FTSE 결정이 이를 입증
- 설득논리 II: 역내외-장내외 원화 및 통화거래가 활성화되어 있기에, 외국인은 이들 시장을 이용하여 환헤지 가능
- 설득논리 III: 현재 외국인의 증권-외환거래 불편은 역외원화시장이 부재하는 한, 어쩔 수 없이 외국인이 감수할 수 밖에 없으며, 신용도가 높은 외국인은 크게 문제될 것이 없음
- 설득논리 IV: 외국인 등록 ID 문제는 외국인 소유 제한 기업에 대한 사전적 감시가 목표이므로, 정책 취지를 해치지 않는 범위 내에서 개선가능하나, 내국인과 차별을 두어 외국인을 우대할 수는 없음
- 설득논리 V: 한국 증시는 시가총액 세계 15위 이내, 거래대금 세계 10위 및 세계 최상위권의 발달한 파생상품시장을 갖추고 있으며, 외국인 비중이 약 30%에 이르는 등, 증시 자체에 대한 평가만으로는 선진시장에 진입하기에 충분
- 설득논리 VI: 한국은 GDP 세계 약 12-13위권, 무역 규모 약 10위, 삼성, LG, 현대차 등 국제적 인지도를 지닌 브랜드, IT 경쟁력 세계 최상위권 등 한국 경제의 펀더멘털은 견고하고 풍부함
- 설득논리 VII: MSCI 선진시장에 편입되어 있던 아일랜드는 경제 펀더멘털에 비해 과도하게 대외 개방에 전념하였고, 현재 경제 위기를 경험하고 있음

※ 별첨: 한국 증시의 MSCI 선진시장 지수 편입에 관한 주요 이슈 분석. 끝.

1. MSCI 선진시장 편입에 관련한 현재 상황 요약

- MSCI는 2008년 12월말 “예비 평가(preliminary assessment)”를 통해, 한국 증시의 선진시장 편입 여부를 2009년 6월에 발표하겠다고 공식 발표하였으며, MSCI의 공식적 결정은 발표되지 않았음
- 과거 FTSE, MSCI가 한국 시장에 대해 동일하게 제기했던 문제는 한국시장에서 외국인의 통화교환(convertibility) 상의 불편이 크다는 것이었음
 - 이에 한국 정부는 2007년 말 외환정책의 근간으로 고수해 오던 "실수요 원칙(real demand principle)"을 전격 폐지
 - 실수요 원칙: 외국인 투자자의 외환 거래시 증권 매수/매도를 입증한 후 통화교환을 가능하게 했던 제도
 - 2008년 FTSE는 2009년 9월부터 한국 증시를 선진시장에 편입시키겠다는 공식 결정을 발표
 - MSCI는 2008년 6월 실수요 원칙 폐지에 대해서도 회의적 입장을 발표 → 원칙적으로 시장 효율성 개선이 도움이 되는 조치이지만 투자자들의 평가가 남아있으며, 기존의 주장대로 (i) 한국의 지정학적 위험, (ii) 결정적 결격 사유는 아니라고 밝히면서 역외원화시장의 부재를 부각
- 2008년 12월 MSCI가 투자자들의 의견을 수렴하여 공식입장을 발표한 예비평가의 주요 내용
 - ① 지정학적 위험에 대한 언급이 전혀 없음
 - ② 역외원화시장에 대해서는 원론적으로 짧게 언급
 - ③ 역내외환시장에서 외국인들이 증권거래-외환거래의 체결-결제간 사이클을 일치시킬 수 없다는 매우 구체적인 이슈를 제기
 - ④ 외국인 등록 ID 제도가 선진시장 프랙티스에 부합하지 않는다는 외국인투자자의 의견을 제시함

2. MSCI의 한국 증시에 제기한 이슈에 대한 평가 및 반박

- 『이슈 I: 지정학적 위험(geo-political risk)』에 대한 평가 및 반박
 - 중국과 대만의 양안 관계는?
 - FTSE, MSCI에서 우리나라보다 먼저 선진시장으로 평가받는 이스라엘은 지난 수십년간 또한 현재까지 주변 중동국가와 전쟁 중
 - 9.11. 테러사태를 보면 미국조차도 외부 공격으로 자유롭지 않음

- 현재 FTSE, MSCI 선진시장으로 분류되는 그리스의 지난 해 정부와 시민간 소요사태는 또 다른 유형의 지정학적 위험
- 4월초 북한의 장거리미사일 발사, 5월말 수차례 단거리 미사일 발사, ICBM의 발사 예정 등의 사태에도 한국 증시는 거의 영향 받지 않았고, 전세계 어느 증시보다도 상대적 강세를 보이고 있음
- 결국, MSCI는 예비평가에서 이에 대한 언급은 전혀 없었음

□ 『이슈 II: 역외원화시장(offshore Korean Won currency market) 부재』에 대한 평가 및 반박

- 역외원화시장은 역외에서 한국 원화가 현물(spot)로 거래되는 국제통화시장
- 현재 한국 정부의 외환정책 중 유일하게 남아 있는 규제가 원화국제화를 허용하지 않고 있는 것
- FTSE는 외환시장의 효율성이 중요하다는 점을 강조했다 뿐 역외원화시장을 선결 조건으로 내세운 바 없음 → 결국, 한국 정부의 실수요 원칙 폐지에 한국 증시의 선진시장 편입으로 화답
- MSCI는 과거 역외원화시장 부재의 문제를 강력하게 제기했으나, 앞서 언급했듯이 선진시장의 선결 조건은 아니라는 견해를 보이기도 하고, 예비 평가에서는 아주 원론적으로만 언급
- 하지만, 본 연구진은 역외원화시장이 선진시장의 선결조건이 되어야 할 이유가 없다는 견해임 → 한국 원화에 대한 역내외 및 장내외 현물, 선물, NDF 시장이 활성화되어 있고, 거래에 대한 규제가 없으며 외국인들은 다소 복잡성이 수반되지만 24시간 원화 거래가 가능하여 환헷지가 가능함

□ 『이슈 III: 외국인의 증권-외환 거래 사이클 불일치』에 대한 분석 및 평가 (현재 가장 중요한 이슈)

- MSCI는 예비평가에서 한국 시장에서 외국인의 증권-외환 거래 사이클 문제를 새롭게 제기함
 - MSCI는 원화국제화(또는 역외원화시장)의 이슈에 대한 입장은 누그러지고, 외국인의 증권-외환거래 불편을 해결해야 한다고 강조하고 있어, 후자가 전자와는 별개로 추가적 규제에 따른 것이라는 인식을 보여주고 있음
- 이 문제는 원화국제화가 허용된다면, 즉시 완전하게 해결되나, 원화국제화를 허용하지 않는 정책이 고수되는 상황에서는 해결 또는 개선 불가능하며, 신용도가 낮은 외국인들이 이러한 불편을 겪을 수 밖에 없으나, 이는 규제의 문제가 아니라는 점을 주지해야 함
- 외국인은 국내 외국환 은행을 반드시 경유하여 거래하도록 하는 것, 외국인에 대한 원화 대출을 규제하는 것은 원화국제화를 허용하지 않는 정책을 구현하기 위한 수단일 뿐 별개의 추가적 규제가 아님

- 외국인의 결제 불이행 위험을 감안한 담보 요구는 규제가 강제하는 사항이 아니라 시장 원리에 따른 시장 프랙티스의 문제이며, 외환시장 달러 은행이 아닌 이상 외국인뿐만 아니라 국내 대기업, 국내 증권사, 국내 자산운용사에도 마찬가지로 적용됨
 - 즉, 내외국인 구분 없이 신용도가 충분한 주체이면 담보 요구가 없거나 적고, 신용도가 떨어질수록 담보 요구 수준은 높아짐
 - 따라서, 외국인의 현물환 거래시 담보 요구 및 이에 따른 외국인의 불편은 규제의 문제가 아니라 외국인 자신 신용의 문제
- 역내 외환시장에서 달러 은행의 자격에 대한 규제가 있으나, 규제를 풀어 외국인이 달러 자격을 득하여 달러가 되었다 하더라도 외국인을 신뢰하지 못하면 담보 요구가 따르는 것은 마찬가지로 담보 요구는 달러자격과 무관

※ 외국인의 증권-외환 거래 사이클 불일치 현상과 원인

- 증권시장에서는 t일 체결, (t+2)일 결제 → 외국인이 증권거래와 일관되게 통화 교환을 하기 위해선, t일 외환거래 체결, (t+2)일 외환거래 결제가 이루어져야 함, 외국인은 t일 익익일물(value spot) 현물환 계약을 체결 해야함
- 하지만, 외국인은 t일 현물환 계약이 불가능하여, (t+2)일 또는 (t+3)일이 되어야 당일물 현물환 거래를 한다고 주장하면서 이러한 불편을 MSCI에 제기함
- 외국인은 국내 외국환 은행을 커스터디안 은행으로 하여 외국인 계좌를 개설하고, 동 은행과 통화거래를 해야 함
- 외국인이 필요로 하는 익익일물 현물환 계약은 장외 외환시장 거래로 인수도 및 결제가 미래에 이루어지므로, 외국인이 외환시장 달러은행이 아닌 이상 “거래상대방 위험(counterparty risk)”, “결제 불이행 위험”을 감안하여 은행은 외국인에게 담보를 요구
- 외국인은 원화 대출이 제한되어 있어, 은행이 요구하는 담보를 제공할 수 없어 결국 현물환 계약이 불가하며, 실제 매각 대금이 계좌로 유입된 이후 당일물 현물환을 거래함

3. 향후 한국의 대응 방안

- 우선 MSCI는 원화국제화 또는 역외원화시장에 대한 입장을 명확히 밝혀야 하며, 외국인이 현재 겪는다는 외환거래상의 불편에 대한 충분한 조사 및 이해가 필요함
 - MSCI는 원화국제화 이슈와 외국인 증권-외환거래 사이클 문제는 별개의 문제로 보고 후자가 역외원화시장을 허용하지 않는 것 외의 추가적 규제가 있다고 판단하여 이를 제거할 것을 권고하였으나, 이 두 가지 문제는 궁극적으로 원화국제화의 문제임을 MSCI는 이해해야 할 것임
 - 외국인이 겪는 불편도 추가적 규제가 아니라 외국인 스스로의 신용의 문제로 인해 발생하는 시장 프랙티스임을 인식해야 함

- 이상의 이해를 바탕으로 MSCI는 원화국제화, 역외원화시장을 선진시장의 선결 조건으로 반드시 고수할 것인지 입장을 명확히 해야 함

□ 한국 정부는 다음의 사항을 강조하여 MSCI를 설득해야 함

- 설득논리 I: 실수요 원칙 폐지로 원화국제화를 제외한 영역에서 모든 외환 및 원화 거래는 자유화된 상태 → FTSE 결정이 이를 입증
- 설득논리 II: 역내외·장내외 원화 및 통화거래가 활성화되어 있기에, 외국인은 이들 시장을 이용하여 환헤지 가능
- 설득논리 III: 현재 외국인의 증권-외환거래 불편은 역외원화시장이 부재하는 한, 어쩔 수 없이 외국인이 감수할 수 밖에 없으며, 신용도가 높은 외국인은 크게 문제될 것이 없음
- 설득논리 IV: 외국인 등록 ID 문제는 외국인 소유 제한 기업에 대한 사전적 감시가 목표이므로, 정책 취지를 해치지 않는 범위 내에서 개선가능하나, 내국인과 차별을 두어 외국인을 우대할 수는 없음
- 설득논리 V: 한국 증시는 시가총액 세계 15위 이내, 거래대금 세계 10위 및 세계 최상위권의 발달한 파생상품시장을 갖추고 있으며, 외국인 비중이 약 30%에 이르는 등, **증시 자체에 대한 평가만으로는 선진시장에 진입하기에 충분함**
- 설득논리 VI: 한국은 GDP 세계 약 12-13위권, 무역 규모 약 10위, 삼성, LG, 현대차 등 국제적 인지도를 지닌 브랜드, IT 경쟁력 세계 최상위권 등 한국 경제의 펀더멘털은 견고하고 풍부함
- 설득논리 VII: MSCI 선진시장에 편입되어 있던 아일랜드는 경제 펀더멘털에 비해 과도하게 대외 개방에 전념하였고, 현재 경제 위기를 경험하고 있음