

국제 자본시장 구조와 이머징마켓의 자본자유화

International Capital Market Structure and Emerging Market Liberalization

鄭 鉉 徹*

目	次
I. 서론	1. 가격결정 메카니즘
II. 국제자본시장 구조	2. 주가상승효과와 자본비용
1. 이론적모델	3. 주가 변동성
2. 실증연구	4. 세계시장과의 연동성
3. 국제 자본시장 통합	IV. 국제투자의 정보비대칭성
III. 자본자유화 영향	V.결론

I. 서론

우리는 지난 2~30년 동안 국제자본시장의 투자장벽 완화 또는 철폐로 인하여 국가 간에 자유로운 자본이동을 경험하였다. 특히 이러한 현상은 이머징마켓(emerging markets)에서 현저히 일어났으며 현재에도 일어나고 있다. 해외자본의 국내유입에 대한 긍정적 기대와 부정적효과에 대한 염려가 팽배한 가운데, 과연 자본자유화가 국내시장에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 활발한 연구가 이루어져 왔다. 본 연구에서는 과거에 수행된 이론적모델 및 실증연구들을 조사/분석하여, 지금까지 밝혀진 자본시장구조의 이론적모델과 자본자유화가 국내시장에 미친 영향을 이머징마켓을 중심으로 정리하고, 선행연구의 한계를 짚어봄으로써 앞으로의 연구방향을 제시하는데 그 주된 목적이 있다.

* 단국대학교 상경대학 상경학부 경영학전공 전임강사

본 논문은 II장에서 국제투자장벽이 존재하는 환경 하에서의 국제자본자산가격결정모형(International Capital Asset Pricing Model : ICAPM)에 대한 이론적 고찰과 이들에 대한 실증연구들에 대해 먼저 살펴보고, 시간의 경과에 따라 그 정도가 변하는 특성을 보이는 국제자본시장의 통합에 대해 살펴본다. III장에서는 자본자유화가 국내시장에 미치는 영향을 과거 연구들을 활용하여 가격결정 메카니즘(pricing mechanism), 주가상승효과(revaluation effect), 자본비용(cost of capital), 주가변동성(volatility), 국내시장의 세계시장과의 연동성(correlation) 측면에서 살펴볼 것이다. IV장에서는 국제투자에 있어서 정보비대칭(information asymmetry)에 따른 내재적 투자장벽에 대한 논의를 통하여 선행연구의 한계와 개선점을 짚어볼 것이다. V장 결론에서는 앞에서 살펴본 자본시장구조와 자본자유화에 대한 영향을 간략히 정리하고 자본시장 자유화에 따른 앞으로의 연구에 대한 방향을 제시할 것이다.

II. 국제자본시장 구조

국제자본시장 구조는 국제자본시장 내에서의 포트폴리오 선택과 국제자본자산의 가격결정 문제에 있어서 중심 연구대상이다. 예를들어, 자산의 가격결정이 시장포트폴리오 위험(market portfolio risk)에서 차지하는 해당 자산의 기여도 비율인 베타(β)에 의해 결정된다고 하는 Sharpe-Lintner형 자본자산가격결정모형(CAPM : Capital Asset Pricing Model)에 의해 이루어진다면, 국제자본시장이 완전히 통합(completely integrated)된 경우는 전세계 모든 자산가격이 세계시장 위험(world market risk)이라는 하나의 공통된 요소에 의해 결정된다는 것이다. 반면, 완전히 분리되어있다는 것은 세계시장 위험과는 별도로 국내시장 위험(local market risk)만이 자산가격결정 요소가 될 경우를 이른다.¹⁾ 그러나 현실에서는 어느 한 쪽으로 완전히 치우친 경우보다는 중간의 어느 수준에 머무는 중형 분리형 자본시장구조(Mildly segmented International Capital Market structure)가 설득력을 가지고 있다. 즉 자본자산가격이 세계시장 위험과 국내시장 위험을 동시에 반영하여 결정된다고 할 수 있는 것이다.

1) 완전 시장통합을 전제로 한 선행연구로는 a world CAPM [Harvey (1991), De Santis and Gerard (1997)], a world CAPM with currency risk [Solnik (1974), Adler and Dumas (1983), Dumas and Solnik (1995), De Santis and Gerard (1998)], a consumption-based asset pricing model [Wheatley (1988)], Multiple risk factor models [Ferson and Harvey (1994, 1997)], a world arbitrage pricing theory [Solnik (1983), Cho, Eun and Senbet (1986)]등이 있으며 완전분리를 전제로 한 연구는 Sharpe-Lintner의 CAPM을 단일국가에 적용할 경우이다.

한편 자본시장의 분리(capital market segmentation)는 겉으로 드러난 투자장벽, 예를 들어 정부의 외국인 투자제한(소유지분제한) 등 겉으로 드러난 명시적 투자장벽(explicit barrier)뿐만 아니라, 정치적 불안, 정보비대칭에 따른 제한적 투자 등 눈에 보이지 않는 내재적 투자장벽(implicit barrier)에 기인한 것으로 볼 수 있다. 이러한 투자 장애요인 하의 자산들은 그러한 장애요인이 없을 경우와 비교하면 당연히 균형값이 다를 것이라는 논리에 근거하여 투자장벽 하의 자본자산가격결정에 대한 많은 연구들이 이루어졌다. 예를들어 Black(1974)과 Stulz(1981)는 세금을 국제투자의 장벽으로 이론을 이끌어 내었으며, Errunza와 Losq(1985), Eun과 Janakiramanan(1986)등은 국가간 자금흐름을 저해하는 요인 등에 집중하여 국제 자산가격 결정모형을 도출하였다.

1. 이론적모텔(ICAPM with Barriers)

Black (1974)은 외국투자자에 세금을 부과하는 방식으로 국제자본시장에서의 투자장벽을 가정하고 국제자본자산가격결정모형을 도출하였다. 즉 국내투자자가 해외투자를 할 경우 또는 해외투자자가 국내자본시장에 투자를 할 경우 세금이 부과되어 현지투자자 또는 국내투자자에 비해 불리한 경우를 상정하고 있다. 그가 말하고 있는 세금은 금전상의 장벽뿐 아니라 비금전상의 장벽, 예를 들어 투자국가에서의 재산의 국가몰수, 해외자금흐름의 직접통제, 외국인 투자제한 등을 포함하고 있다. Black의 모델에서 모든 세금이 0으로 부과됨을 가정할 시 ($\tau_i = \tau_m = 0$) 일반적인 CAPM을 따르고 있어서 Sharp-Lintner식 CAPM의 변형으로 간주할 수 있다 :

$$E(r_i) = \beta_i [E(r_m)] + \tau_i - \beta_i \tau_m$$

$E(r_{i|m})$ 는 자산 i(시장포트폴리오)의 기대초과수익률이고 β_i 는 자산 i의 베타값 (= $Cov(r_i, r_m) / Var(r_m)$)이며, τ_m 은 투자장벽(세금)의 가중평균 잠재비용 (= $\sum w_i \tau_i / \sum w_i$, w_i 는 자산 i의 총 시장가치이고 τ_i 는 자산 i의 투자장벽에 대한 잠재비용임. 위 모델의 한계는 공매(short-selling)가 허용되어 공매에 대한 (-) 세금, 즉 세金的 부과가 아닌 (-)세금에 해당하는 원조를 지원해주는 비현실적 가정이 이루어지고 있다.

Stulz (1981)는 이러한 문제를 해결하기 위하여 Black의 모델에서는 국제투자분에 대해 매입과 매도의 차이에 대해서만 세금을 부과하는 것으로 가정한 반면 그는 해외투자의 절대적 금액에 대해 세금을 부과하는 것으로 가정함으로써 (-)세금의 문제를 해결하고 있다. Stulz는 해외 위험자산에의 투자에는 두개의 증권시장선(Security Market Line)이 존재함을 보여주고 있다. 하나는 매입포지션일 경우이고 다른 하나는 매도포지션일 경우이다. 해외위험자산의

자산결정보형은 다음과 같이 결정되고 있다 :

$$E(r_i) = \beta_i [E(r_m)] + \tau_i - q_i + \beta_i (q_m - \tau_m)$$

q_m 은 양의 인위적 수 q_i 의 가중평균값이다. 국내자산의 경우 투자장벽이 없기 ($\tau_i = q_i = 0$) 때문에, 자산 i 의 기대수익률이 $E(r_i) = \beta_i [E(r_m)] + \beta_i (q_m - \tau_m)$ 이고 CAPM이 성립하면 q_m 과 τ_m 은 같을 것이다. 모든 해외위험자산이 국내투자자에 의해 매입(매도)포지션에 있으면, q_i 는 $0(2\tau_i)$ 이 되어 매입(매도)포지션의 SML은 국내위험자산의 SML보다 위(아래)에 위치하게 된다. 다시말해 해외위험자산의 투자장벽으로 인해서 국내투자자에 의해 보유된 해외자산의 기대수익률은 매도포지션에 있는 자산의 기대수익률에 비해 더 높게 나타난다는 것이다.

더 나아가 Stulz는 투자장벽의 존재로 인하여 경우에 따라서 국내위험자산이 국내투자자들만의 전유물화되는 이론적 논거를 제시하고 있다. 즉 다시말해 해외투자자들이 세금이라는 형태의 투자장벽에 대한 비용을 감수하면서까지 얻게될 분산투자의 이득이 충분치 않기 때문에 일부 국내 자산은 외국인 투자자가 전혀 없이 국내투자자에 의해서만 보유된다는 것이다.

Black(1974)과 Stulz(1981)가 넓은 의미에서 투자장벽을 포괄할 수 있는 세금이라는 것을 활용하고 있는 반면 Errunza와 Losq(1985)는 자금유입의 제한을 이용하여 중형 분리형 국제자본자산가격결정모형(mild segmentation ICAPM)을 도출하고 있다. Errunza와 Losq는 2개국 틀 안에서 시장접근성 상의 불평등관계로 무한의 투자장벽이 존재하는 것을 가정하고 있다 : 즉, 투자자 집단중 일부의 제한을 받지 않는 투자자(the unrestricted investors)는 투자대상 증권 모두에 투자가 가능하나 나머지의 제한을 받는 투자자(the restricted investors)는 투자대상 중 일부에 한해서만(the eligible securities) 투자가 가능하다. 예를 들어 국가2에서는 해외로 부터 포트폴리오 자금의 국내유입이 제한되고 국가1은 그러한 제약이 없는 경우에 국가1의 투자자들은 국가2의 증권에 투자를 할 수가 없다. 투자가 가능한 증권(the eligible securities)의 경우는 시장이 완전히 통합된 경우에 해당되고 투자가 가능하지 않은 증권(the ineligible securities)의 경우 시장분할에 따른 손실을 보상해줄 “슈퍼 리스크 프리미엄 (super risk premium)”이 더 부과되어 기대수익률이 형성됨을 보여주고 있다 :

$$E(R_i) = R_f + AMCov(R_i, R_w) + (A_i - A)M_iCov(R_i, R_f | \underline{R}_e)$$

$E(R_i)$ 는 내국인에게만 투자가 가능한 I국의 i 자산의 기대수익률, R_f 는 무위험이자율, $A(A_i)$ 는 모든 국가(국가1)의 투자자들에게 적용되는 총위험회피계수, $R_w(R_f)$ 는 세계시장(국가1)의 시장포트폴리오, $M(M_i)$ 은 세계시장(국가1)의 시장포트폴리오의 시장가치, \underline{R}_e 는 국적에 상관 없이 구매가 가능한 모든 증권의 수익률의 벡터로 i 증권의 기대수익률은 글로벌 리스크

프리미엄(global risk premium)과 슈퍼리스크 프리미엄(super risk premium)의 합으로 구성된다. 투자제한이 없는 증권의 경우 시장이 완전히 통합된 것처럼 가격이 결정되어 슈퍼리스크 프리미엄은 존재치 않을 것이다.

Errunza와 Losq (1985)가 투자제한을 받는 투자자의 경우 무한한 제재를 받는 것으로 가정한 반면 Eun과 Janakiramanan (1986)은 이러한 가정을 약간 완화하여 투자자중 일부는 해외투자에 있어서 한정된 제한을 받는다는 가정 하에 최적의 포트폴리오 선택과 균형 자산가격 결정 모델을 도출하고 있다. 특히 그들은 국내투자자들이 사들일 수 있는 해외투자증권 일부에 부과된 유한한 법적제재의 영향을 분석하고 있다. 2개국 모델을 활용하여 국내투자자들은 해외투자증권의 일부만을 소유할 수 있고 $(0 < \delta < 1)$, 외국인 투자자들은 그러한 제한을 받지 않고 있다고 가정한다. 한편 국내투자자들의 해외투자증권에 대한 투자제한은 모든 해외투자증권에 같은 크기로 적용되고 있다.

Eun과 Janakiramanan는 해외증권의 경우 소유제한부과로 인해 두개의 가격결정 메카니즘을 가지게 된다는 것을 보여주고 있다. 즉 국내투자자들의 경우 외국인투자자들에 비해 더 높은 가격을 지불하여야 하는 메카니즘을 가지고 있는데, 이러한 서로 다른 가격결정 메카니즘은 투자에 제한을 받고 있는 국내투자자들이 제한이 없는 상태에서 지불해야하는(또는 외국인 투자자들이 요구하는) 가격을 상회해서 지불해야하는 프리미엄을 반영한 것이다.

지금까지 언급한 모든 국제자본자산가격결정모델들[Black(1974), Stulz(1981), Errunza와 Losq (1985), Eun과 Janakiramanan(1986)]이 2개국 틀 안에서 도출된 반면, Padmanabhan (1992)은 다개국 틀 안에서 ICAPM을 도출하고 있다. 그의 모델에서는 국제자본시장이 N개의 자본시장으로 분리되고 N개 유형의 투자자가 있다. n유형의 투자자는 1부터 시작해서 n형의 자본시장에까지 투자할 수 있다. 즉 N이 3인 경우를 가정할 때 1유형의 투자자는 오직 자국시장 1에만 투자가 가능하고 3의 유형의 자본시장엔 3의 유형의 투자자만이 참여할 수 있다. N이 1이라면 표준형 CAPM을 얻을 수 있고, N이 2라면 Errunza와 Losq(1985)의 모델과 동일한 결과를 얻을 것이다. Padmanabhan는 1의 유형의 증권의 경우 자본시장들이 완전히 통합된 것과 같이 가격이 결정이 되고 있고, 다른 종류의 증권의 경우는 서로 다른 리스크프리미엄이 부과된 가격결정이 이루어지고 있는 것을 보여주고 있다.

2. 실증연구 : Empirical studies of ICAPM with Barriers

Errunza와 Losq(1985)는 그들의 중형 분리형 가설(mild segmentation hypothesis)을 미국시장과 9개 이머징마켓을의 대상으로 국가간 횡단면분석(cross-sectional analysis)을 실시하여 국제자본

시장은 완전히 통합되지도 또한 완전히 분리되어있지도 않다는 그들의 가설을 지지하는 결론을 얻었다. Errunza와 Losq(1985) 모델을 기반으로 Errunza, Losq와 Padmanabhan (1992)은 실증연구 범위를 넓혀 국제자본시장구조의 분리-중형분리-통합 등에 대해 이머징마켓을 활용하여 실증분석한 결과 국제자본시장이 완전통합도 완전분리도 아닌 것을 다시 한번 검증하였다.

반면, 소비가격결정모형(consumption-based CAPM)을 이용하여 미국과 17개국으로부터 수집한 1960년 1월부터 1985년 12월까지의 데이터를 이용하여 Wheatly(1988)는 국제자본시장의 통합정도를 테스트한 결과 국제자본시장의 완전통합과 소비가격결정모형이 성립한다는 결합가설을 부정할 수 없었다.

Hietala(1989)는 핀란드의 주식시장을 대상으로 Errunza와 Losq(1985), Eun과 Janakiramanan (1986) 모델과 유사한 균형가격결정모형을 테스트하였다. 핀란드에서는 1986년도까지 자국민의 해외투자를 법적으로 금지시킨 반면 핀란드 국내의 일부 주식에 한해서 해외투자자로 하여금 최대 20%까지 투자할 수 있도록 허용해 주었다. Hietala는 연구를 통해 투자제한을 받지 않는 주식이 투자제한을 받는 주식에 비해 훨씬 더 높은 가격프리미엄이 요구되는 것으로 밝혀내었으며, 이를 핀란드 자국시장의 투자장벽에 기인한 것으로 설명하고 있다. 동일 시장 내에서도 차별화된 프리미엄이 존재한다는 것을 밝혀내었을 뿐만 아니라, 더 나아가 Hietala는 가격프리미엄이 기업의 규모와 주식의 유동성 크기와 정비례하고 있음을 보여주고 있다. 즉 규모가 크고 유동성이 좋은 기업의 경우 더 높은 가격 프리미엄이 부과된다는 것이다.

3. 국제 자본시장 통합(time-varying world market integration)

앞서 언급한 모든 연구들은 한 시점에서의 자본시장통합에 관한 것들로 시간의 경과에 따른 자본시장통합정도의 변화에 대해서는 언급하고 있지 않다. 그러나 대부분의 투자장벽이 시간을 두고 점진적으로 제거되는 특성을 지니고 있으므로 국제자본시장 통합정도가 시간의 경과와 함께 변화한다고 보는 것이 더 합리적인 것이다.

Bekaert와 Harvey(1995)는 아래 비선형 국면전환모형 (nonlinear regime-switching model)을 응용, 12개 이머징마켓에³⁾ 적용하여 통합의 정도를 측정하였다.

2) 9개 이머징마켓은 Argentina(22), Brazil(18), Chile(21), Greece(9), India(23), Korea(22), Mexico(21), Thailand(7) and Zimbabwe(10)이고 괄호안의 숫자는 국가별 샘플 기업수임

3) 12개 이머징마켓은 Chile, Colombia, Greece, India, Jordan, Korea, Malaysia, Mexico, Nigeria, Taiwan, Thailand and Zimbabwe임

$$E_{t-1}[r_{i,t}] = \Phi_{i,t-1} \lambda_{i,t-1} Cov_{t-1}(r_{i,t}, r_{wt}) + (1 - \Phi_{i,t-1}) \lambda_{i,t-1} Var_{t-1}(r_{i,t})$$

$\Phi_{i,t-1}$ ($0 \leq \Phi_{i,t-1} \leq 1$)는 시간변동에 따른 통합정도 측정치로 $t-1$ 시점까지의 정보에 근거하여 시장 i 가 세계시장에 얼마나 통합되었는가를 측정하고, $E_{t-1}[r_{i,t}]$ 는 i 국가 증권의 조건부 기대 초과수익률이고, $\lambda_{i,t-1}$ 는 조건부 기대 세계(자국) 위험가치이다. 그들은 아래 두개의 서로 다른 국면전환모형을 사용하여 시간경과에 따른 통합정도 측정 수단 $\Phi_{i,t-1}$ 를 구성하고 있다: 일정한 전이확률(transition probability)을 가진 표준해밀톤모델[Hamilton (1989, 1990)]과 그것의 변형으로 시간의 경과에 따른 전이확률이 변경되는 모델[Diebold, Lee와 Weinbach(1994), Gray (1996) 등이 활용이 그것이다. 연구결과 대부분의 국가에 있어서 시간의 경과에 따른 통합정도의 변화를 보여주고 있는 것으로 나타난 반면 일반적인 기대와는 달리 일부 국가에는 시간이 경과함에 따라 시장이 통합되기는 커녕 오히려 분리되는 결과를 보여주고 있다.

Bekaert와 Harvey (1995)는 자본자산의 위험요소로 세계시장과의 공분산 하나만을 가정하는 반면 Hardouvelis, Malliaropoulos와 Priestley (1999)는 Bekaert와 Harvey의 분석틀을 수정하여 여러 가지 위험요인을 고려하고 있다. 구매력균형 가정의 필요성을 제거하기 위하여 외환위험 요인을 더 포함시키기도 하였다.

$$E_{t-1}[r_{i,t}] = \Phi_{i,t-1} (\lambda_{EU,t-1} Cov_{t-1}(r_{i,t}, r_{EU,t}) + \lambda_{C,t-1} Cov_{t-1}(r_{i,t}, r_{C,t})) + (1 - \Phi_{i,t-1}) \lambda_{i,t-1} Var_{t-1}(r_{i,t})$$

r_{EU} (r_C)는 각각 EU(European Union) 주식시장 인덱스와 통화의 초과수익률을 나타내고, $\lambda_{EU,t-1}$, $\lambda_{C,t-1}$ 과 $\lambda_{i,t-1}$ 는 각각 EU의 시장위험, 통화위험과 개별시장위험의 가격이다. 그들은 이러한 조건부 가격결정모형을 적용하여 유럽 각국이 EMU (Economic and Monetary Union)로의 수렴 과정을 거침에 따라서 EU 내 주식시장의 통합성이 높아졌는지 여부를 검토하였다. 결과는 통합의 정도는 EMU에 가입여부와 (+)의 관계를 가지고 있고 시간이 경과함에 따라 통합의 정도가 더욱 커지고 있는 것으로 나타났다.

투자장벽이라고 하는 것은 여러 가지 형태를 취할 수 있을뿐만 아니라 그러한 투자장벽의 단순한 존재가 자국 자본시장을 세계자본시장과 분리시킨다고 볼 수 없다. Errunza, Hogan과 Hung (1999)은 또한 자국내에 거래되고 있는 증권만을 이용하여 해외시장에서 얻을 수 있는 크기와 동일한 수익을 얻을 수 있는 포트폴리오를 구성할 수 있음을 보여주고 있다. 이는 다시 말해 국내투자자들이 굳이 국제분산투자 효과를 얻기 위해서 해외시장에 투자할 필요가 없이 국내에서 거래되는 해외자산에 투자를 함으로써, 국제분산투자효과를 얻을 수 있다고 주장하고 이러한 국내자산만을 이용한 국제분산투자효과 획득을 "home-made international diversification effect"라고 명명하였다.

국제자본시장의 통합화 정도는 국제투자환경의 투자장벽에 따라 그 정도가 결정될 뿐만 아니라, 컨츄리펀드, DR(Depository Receipt)등 외국인이 투자장벽을 우회해서 투자할 수 있는 대체투자자산의 투자가능 여부에도 달려있다. 이러한 국제자본시장 통합에 있어서 대체자산의 존재여부의 중요성에 기인하여 Carrieri, Errunza와 Hogan (2000)은 대체자산 존재를 통하여 비록 명시적 투자장벽이 있더라도 이를 우회할 수 있는 대체투자자산을 통하여 자본시장통합이 실제적으로 이루어지는 가에 초점을 맞추고 있다. 그들은 Errunza와 Losq (1985)의 모델에 다음의 “통합인덱스[integration index (II)]”를 적용, 통합정도를 측정하고 있다 :

$$II = 1 - \frac{Var[R_f | R_e]}{Var[R_f]}$$

R_f : 이머징마켓의 시장수익률, R_e : 미국내에서 거래되고 있는 증권을 이용하여 구성된 분산포트폴리오들의 수익률 벡터. 시장이 완전히 분리되어 있을 경우 $Var[R_f | R_e] = Var[R_f]$ 이 되어 통합인덱스 값이 0이 됨. 반대로 시장이 완전히 통합되어 있을 경우 $Var[R_f | R_e] = 0$ 로 통합인덱스 값이 1이 됨. 그들은 연구에서 시간이 흐름에 따라 자본시장의 통합이 증가하였고, 이러한 시장통합은 많은 경우에 명시적 투자장벽의 제거에 선행해서 나타났다는 것을 보여주고 있으며, 이러한 시장통합의 선행성을 앞으로 있을 컨츄리펀드 발행, 투자장벽 제거 등을 미리 예상함에 따른 것이라고 설명하고 있다. Carrieri, Errunza와 Hogan은 또한 국제투자장벽 존재 시 컨츄리펀드가 자본시장통합에 있어서 매우 중요한 역할을 하였다는 것을 발견하였다.

지금까지 우리는 국제자본시장구조는 국제재무 이론과 실제에 있어서 중요한 의미를 지니고 있음을 보았으며, 특히 국제투자장벽의 존재가 투자자의 포트폴리오선택과 자산가격절정에 어떠한 영향을 미치는 가에 초점을 맞추어 보았다. 일반적으로 투자제한을 받지 않는 자산이 투자제한을 받는 자산에 비해 더 높은 가격프리미엄을 요구한다는 것이 이론적으로나 실증적으로 확인되었다. 또한 국제자본시장은 완전통합도 완전분리도 아닌 그 어느 중간 위치에 있으며, 국내자본시장의 국제자본시장에의 통합 정도도 시간의 경과에 따라 변하는 것으로 나타나고 있다. 이러한 시간경과에 따른 변화는 다음 2가지 중요한 요인에 기인한다고 할 수 있다. 즉, 국제투자장벽 제거를 위한 점진적 시장자유화 노력과 컨츄리펀드, DR과 같은 대체 투자자산의 순차적 도입으로 인해 국제자본시장의 통합이 시간의 경과에 따라 변한다는 것이다.

Ⅲ. 자본자유화 영향

본 장에서는 자본자유화가 자본시장에 미친 영향을 가격결정 메카니즘, 주가상승효과, 자본비용, 주식시장의 변동성과 세계시장과의 연동성 측면에서 선행연구를 통하여 분석하여 보고자 한다.

1. 가격결정 메카니즘(differential pricing mechanism)

Bailey와 Jagtiani(1994)는 태국시장 내에 존재하는 투자장벽의 영향을 연구하였다. 자국투자자들은 내국인 전용시장(Main Board)에서, 외국투자자는 외국인 전용시장(Alien Board)에서만 투자를 할 수 있는 태국시장의 특성을 이용하여 투자장벽의 영향을 분석할 수 있었다. 그들의 연구결과에 따르면 외국인 전용시장의 증권가격은 내국인 전용시장의 증권가격에 비해 훨씬 더 높은 가격프리미엄이 존재하고, 또한 이러한 가격프리미엄이 외국인 소유제한 정도, 증권의 유동성, 관련 정보의 가용성 등과 연계되어 있다는 것을 발견하였다. Bailey와 Jagtiani는 외국인 투자자는 규모가 큰 기업에 투자하기를 선호하는데 그 이유를 그러한 기업의 경우 기업과 관련된 더 많은 재무/비재무적 정보가 획득 가능하다는 사실로 들고 있다.

Domowitz, Glen과 Madhavan(1997)은 멕시코 주식시장에서 외국인 소유권 제한에 기인한 시장분리와 주식값과의 관계에 대한 연구를 하였다. 외국인 소유제한을 받는 주식에 비해 소유제한을 받지 않는 증권이 훨씬 높은 가격프리미엄을 받는다는 측면에서 국내 증권시장이 외국인 소유제한으로 인해 시장분리가 일어나고 있다고 주장하였다. 그들은 또한 소유제한을 받지 않는 증권에 대한 가격 프리미엄이 외국인 수요와 (+)의 관계를, 총발행주식수 대비 소유권 제한이 없는 주식수의 비율로 나타나는 상대적 공급치와는 (-)의 관계를 갖고 있다는 것을 발견하였다. 이와는 대조적으로 총거래량에 대한 소유제한이 없는 주식의 거래량의 비율로 나타나는 상대적 유동성 값과 소유제한을 받지 않는 주식에 대한 가격 프리미엄과는 아무런 관계도 없는 것으로 나타나 멕시코 시장 내에서는 가격프리미엄은 시장유동성과는 관련이 없는 것으로 나타나고 있다.

Bailey, Chung과 Kang(1999)은 8개의 이머징마켓과 3개의 선진국으로 구성된 총 11개국을 대상으로 국제자본흐름의 투자장벽에 대한 연구를 실시하였다. 11개국 내에서 일부의 주식은 오직 자국투자자들에게만 소유가 허용이 되고 나머지는 자국투자자는 물론 외국투자자들도 소유에 제한을 받지 않고 있다. Domowitz, Glen과 Madhavan(1997)의 연구결과와 동일한 결과

를 얻었다. 즉 Bailey, Chung과 Kang도 소유제한을 받는 주식에 비해 소유제한이 없는 주식의 경우 훨씬 높은 가격 프리미엄을 받고 있는 것으로 발표하였고, 소유제한이 없는 주식에 부여된 높은 프리미엄이 외국인 투자수요, 정보의 가용성(신문, 방송 등 미디어 상에 등장한 정도, 국가신용등급, 기업의 규모 등으로 측정) 등과 (+)의 관계를 보여주고 있다. 특히, 프리미엄이 시장가치(market capitalization) 크기와 매우 강한 (+)의 관계를 보여주고 있어서, 그들은 이러한 결과를 규모가 큰 기업이 정보측면에서 풍부하여 외국투자자에게 좀더 인기를 끌고 있다고 해석하고 있다.

2. 주가상승효과와 자본비용

표준 국제자본자산가격결정모형에 따르면 자본시장 자유화 이후 자본비용의 감소를 기대할 수 있다. 만일 국내시장이 세계시장과 완전히 분리되어 있다고 하면, 투자자의 기업투자에 대한 기대수익(기업의 입장에서 보면 자본조달에 수반되는 자본비용)은 국내시장 요인에 의해서만 결정될 것이다. 반면 국내시장이 자본자유화로 세계시장과 완전히 통합되어 있다고 하면, 기대수익은 세계시장의 위험값 하나로 결정될 것이다. 국내위험가치(local price of risk)가 세계위험가치(world price of risk)에 비해 더 높을 것이라는 것과 또한 주식의 동반음직임이 시장간(across markets)보다는 시장내(within a market)에서 더 높을 것이라는 것은 일반적으로 다 받아들여지고 있다.⁴⁾ 따라서 자본자유화에 따른 시장통합으로 국내위험가치에 의존하던 것이 더 낮은 수준의 세계위험가치에 따라 결정됨으로써 기대수익률(자본비용)이 감소하고, 기업의 입장에서는 자본비용의 감소에 따라 주식값의 상승(revaluation effect)을 기대할 수 있는 것이다.

자본시장 자유화를 전후한 기대수익률(자본비용)과 실현수익률(realized return)과의 관계가 Errunza와 Miller (2000)에 다음과 같이 잘 서술되어 있다.

- 자본시장자유화 이전에 높은 균형기대수익률로 높은 자본비용을 시사
- 자본자유화 기간 동안 큰 폭의 (+)의 수익률을 보임, 이는 자본비용 감소에 따른 가격의 상승을 반영(the revaluation effect). 가격상승효과를 설명하는 또 다른 주장으로는 해외포트폴리오 투자자들이 국내증권의 수요를 증가시키고 이에 따라 증권 값이 증가한다는 것이다.⁵⁾

4) 상세한 내용은 Bekaert and Harvey (2000), Stulz (1999)와 Errunza and Miller (2000) 참조

5) Bailey과 Jagitiani (1994), Bailey, Chung과 Kang (1999) 참조

- 자본자유화 이후 균형값이 정상적 상태로 돌아옴. 그 균형수준이 자본자유화 이전과 이후가 차이를 보이게 됨(*the change in the cost of capital*). 이는 자본자유화 이후 기업의 잠재적 분산투자효과에 기인함.

Alexander, Eun과 Janakiramanan (1988)는 미국의 주요 주식시장(NYSE, AMEX or NASDAQ)에 1962년부터 1982년 사이에 상장되어 있던 외국 6개국 34개 기업에 대해 대상으로 자본자유화에 따른 주식가격 변화를 연구하였다. 그들은 캐나다 기업을 제외한 모든 기업의 경우 상장 이전 2년동안 17%의 누적 비정상수익률(CAR : Cumulative Abnormal Returns) 증가를 보였고, 상장 이후 3년간 33%의 감소를 보이고 있음을 발표하였다. 반면 캐나다 기업의 경우는 같은 조건 하에서 현저히 작은 증가세를 보이고 있는데, 그들은 이러한 현상을 미국시장과 캐나다 시장과의 통합에 기인하는 것으로 설명하고 있다.

Bekaert와 Harvey (2000), Henry (2000) 그리고 Kim과 Singal (2000)이 이러한 현상을 시장전체 차원에서 연구한 반면, Errunza와 Miller (2000)는 32개국 126개 ADR(American Depository Receipts)을 발행한 기업을 대상으로 자본비용의 변동에 대하여 연구하였다. Kim과 Singal (2000)은 15개 이머징마켓의 인덱스를 활용하여 자본시장 자유화의 영향을 분석하였는데, 주식값이 자유화에 즉각 반응하여 주식수익률이 자유화에 따라 즉시 오르고 그 이후 내린다는 것을 발견하였다. 그들은 이러한 즉각적 수익률상승을 외국투자자의 수요증가에 기인한 것으로 돌리고, 수익률 상승에 연이은 하락을 해외투자자들의 감소된 기대수익률에 기인한다고 설명하고 있다. 그러나 Kim과 Singal이 인정하고 있듯이, 그들의 연구는 일반적으로 자본자유화와 같이 진행되는 일련의 경제개혁(예를들면, 민영화, 무역자유화, 환율자유화, 시장안정화 등)에 따른 잠재적 영향을 제어하지 못했다는 측면에서 한계를 가지고 있어서 자본자유화 이후의 변화가 시장자유화에 기인한 것이 아니고 다른 일련의 경제개혁에 의한 변화일 수도 있다는 것이다.

Bekaert와 Harvey (2000)는 주식수익률과 배당수익률 변화를 자유화 이전과 이후 약 3년여의 기간을 비교함으로써 자본시장 자유화에 따른 자본비용의 변화를 연구하였다. Kim과 Singal(2000)의 한계를 해결하기 위하여 Bekaert와 Harvey는 영향을 줄 수 있는 외부요인들을 통제하였으며, 그 결과는 배당률(자본비용 측정의 대용치로 활용) 이 5에서 75 베이스스 포

6) 외국 6개국은 Australia (7), Canada (13), Denmark (1), Japan (10), South Africa (2), United Kingdom (1) 등이고 괄호 안은 기업수
7) 4개의 범주로 분류 : 자산집중도(IFCG인덱스를 구성하는 기업수, 수정 Herfindahl 인덱스), 주식시장 개발/경제 통합도 (GDP대비 주식시장가치, GDP대비 무역규모 등), 마이크로스트럭처 효과(시장지수수익률의 표준편차), 거시경제적 변수와 정치적 위험(환율변동성, 평균물가상승률, 기관투자가 국가신용 등급 등)

인트 감소한 것으로 나타나, 자본자유화에 따라 기업의 자본비용이 감소하였다고 주장하고 있다. 다른 한편 실현수익률을 적용한 결과치는 일관되지 못한 결과를 보여주고 있다.

Henry (2000)는 자본자유화에 따른 추가변화에 초점을 맞추어 이머징마켓 12개국을⁸⁾ 대상으로 자본자유화 시점 전후를 비교, 주식값이 자유화 기간 8개월 동안 월평균 4.7%의 비정상수익률 상승을 보였으며, 이는 8개월 평균 37.6%에 이르는 높은 주식수익률의 상승을 나타내고 있다는 것을 밝혀내었다. 그는 또한 대상국 12개 이머징마켓에서 일어난 일련의 경제개혁정책[Henry (1999) 참조]을 정리하여 여타 거시경제적 변수들과 함께 통제변수로 활용함으로써 순수한 자본시장자유화의 영향과악에 주력하였다. 이러한 통제변수로는 세계 주식 시장 수익률, 동 시대의 경제개혁활동(거시경제안정화, 무역자유화, 민영화, 외환자유화 등)과 거시경제변수들(국내산업생산, 미국 재정증권수익률, 실질환율, 정치적 안정지수 등)을 활용하였다. 이러한 통제변수를 이용한 결과, 자본자유화의 영향은 약간 감소하였으나, 통계학적으로나 경제학적으로나 여전히 유의한 월평균 3.3%에 이르는 높은 비정상수익률을 보여주고 있다. 일정한 미래 기대현금흐름 가정하에 그는 이러한 주가의 상승을 자본자유화 이후의 자본비용의 감소로 해석하고 있다.

앞서 살펴보았듯이 자본자유화는 꽤나 긴 기간을 두고 진행되며, 보통 다른 일련의 정치적, 경제적, 사회적 개혁과 동반되어 일어나는 것이 일반적이다. 이러한 사실이 자본자유화의 영향에 대한 분석에 있어서 순수한 자유화가 미치는 영향을 분석해내는데 어려움을 가져다 주고 있다. 즉 다른 여타 변수들에 대한 철저한 통제가 전제되어야 우리가 바라는 결과를 얻을 수 있는 것이다.

지금까지 언급한 연구들은 영향을 줌직한 사건들을 직접 통제함으로 순수한 자본자유화 영향을 파악하려고 시도한 반면 Errunza와 Miller (2000)는 다른 접근방법 즉 개별기업별 수준의 분석(firm level analysis)을 활용하여 이러한 문제를 해결하고 있다. 32개국 126개 기업을 대상으로 그들이 발행한 ADR(American Depositary Receipts)을 활용하여 연구하였다. 32개국 중에는 11개 이머징마켓이⁹⁾ 포함되어 있다. 방법론적으로 그들은 장기 샘플일치 접근방법(matched sample long-horizon approach)을 사용하고 있다. 이는 기업규모와 국가가 통제된 기업을 벤치마킹 기업으로 선정함으로써 잠재적인 외부효과(confounding effect)를 제거할 수 있는 것이다. 장기 추가성과를 측정하기 위하여 Errunza와 Miller는 Conrad와 Kaul (1993), Barber와 Lyon (1996,1998) 등이 제안한 구매-보유수익률(buy-and-hold returns)을 적용하고 있다. 그들

8) 남미 6개국(Argentina, Brazil, Chile, Mexico, Colombia, Venezuela)과 아시아 6개국(India, Korea, Malaysia, the Philippines, Taiwan, Thailand)

9) 11개국은 Chile (10), India (8), Korea (5), Malaysia (2), Mexico (5), Philippines (1), Portugal (1), Taiwan (6), Thailand (1), Turkey (1), Venezuela (1)이며, 괄호안은 기업수입

의 결과는 자본시장 자유화가 자본비용을 감소시켰다는 강력한 증거를 제시하고 있다. 즉 주가의 상승효과가 ADR발행 발표시점을 전후해서 일어났으며, 42.2%의 장기실현수익률(long-run realized returns)의 감소가 발생하였다. 이러한 결과는 배당수익률을 활용한 분석에서도 같은 결과를 보여주고 있다.

3. 주가 변동성

일반적으로 외국인 직접투자(Foreign Direct Investment)에 비해 외국의 포트폴리오 투자(Foreign Portfolio Investment)가 유동성이 훨씬 높기 때문에 외국인 포트폴리오 투자자금이 국내시장의 변동성을 증가시킨다는 비난을 받아왔다. 정책입안자들은 이러한 외국인 투자자금이 국내시장 변동성 증가에 대해 매우 민감하게 반응을 보이고 있다. 최근 과연 해외투자자금이 그러한 국내시장의 변동성을 증가시키는가에 대해 많은 연구가 이루어지고 있다.

Tesar와 Warner(1995)는 미국자금의 이머징마켓 주식시장에의 유입이 과연 이머징마켓의 변동성을 증가시켰는지에 대해 1978년부터 1991년까지의 데이터를 이용하여 분석하였다. 그들의 방법론은 매우 단순한 것으로서, 해외주식시장에서 미국투자의 거래량 대비 두개의 시장안정화 측정치-국내 회전율(turnover ratio)과 초과수익률의 표준편차의 관계를 분석하여 그들 사이에는 유의한 수준의 관계를 맺고 있지 않다는 결론을 내렸다. 즉 해외투자자금이 국내시장의 변동성을 증가시켰다는 것에 대한 증거가 부족하다는 결론을 내렸다.

Bekaert(1995)는 이머징마켓의 변동성이 시장의 개방화정도-컨츄리펀드수, 해외발행 주식수(cross-listed securities), IFC(International Finance Corporation)의 지수중 투자가능지수(IFC Investable)대비 전체지수(IFC Global)의 비율로 나타나는 외국인 소유제한정도 등으로 측정됨과 관련이 있는지를 연구하였다. 그가 얻은 결론 역시도 시장의 개방화 정도와 시장변동성과는 유의한 수준의 상관관계가 없다는 것이었다.

1981년 1월부터 1996년 12월까지의 월별 이머징마켓 자료를 이용하여 Errunza(2000)는 시장 수익률 변동성을 자본자유화 시점 이전과 이후를 단순 비교하여 오히려 약간의 변동성 감소를 보여주고 있다.

이상의 연구들은 비교적 단순한 접근방법을 이용하고 있는 반면, 좀더 상세한 연구도 수행되었다. Bekaert와 Harvey(1997)는 자국시장의 세계시장과의 통합 정도를 반영한 시계열분석을 통해 자본시장자유화에 따른 주식수익률의 변동성이 오히려 감소하고 있는 것으로 분석하고 있다. 특히 멕시코, 브라질, 타이완, 포르투갈의 경우 이러한 변동성 감소의 규모가 매우 크게 나타나고 있다. 제반 관련 가능성이 있는 요소들을 통제하고 난 후에도 이러한 변

동성의 감소효과가 여전히 유효한 것으로 나타나고 있다.

Bekaert와 Harvey(1997)에서와 같은 방법으로 좀더 확장된 샘플기간을 활용하여 Bekaert와 Harvey(2000)는 이머징마켓에서 얻은 조건부 변동성 시계열자료를 이용하여 패널분석을 통해서 자본자유화가 수익률변동성에 미친 영향을 분석하였다. 1997년도의 연구 결과와는 달리 자본자유화 이후 변동성의 증가가 일어난 것으로 나타나고 있다. 다양한 금융 및 거시경제 분야의 개발 지표를 통제변수로 활용 한 결과 증가된 변동성이 상당부분 제거되는 것으로 미루어 변동성의 증가는 상당부분 금융과 거시경제적 발전에 동반된 현상이라고 주장하고 있다.

De Santis와 Imrohorglu(1997)는 GARCH(Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity)모형을 이용하여 자본자유화에 따른 변동성의 움직임을 분석하고 있다. 데이터의 제약으로 이머징마켓 5개국을 대상으로 1988년 12월 마지막 주부터 1996년 5월 둘째주까지 주별 데이터 총 384개를 이용하여 자본자유화가 주식수익률 변동성에 직접적인 영향을 미치지 않음을 밝혀내었다.

Kim과 Singal(2000)은 ARCH와 GARCH모형을 활용하여 분석하였는데 일관되지 못한 결과를 보여주고 있다. 즉 일부 국가에 있어서는 변동성이 증가한 반면 일부 국가에서는 변동성이 감소하고 있다. 그들은 해외투자자금의 유입이 국내시장의 변동성을 증가시킨다는 일반적인 믿음과는 달리 해외투자자들이 국내주식시장의 변동성을 증가시키지 않는다는 결론을 내리고 있다.

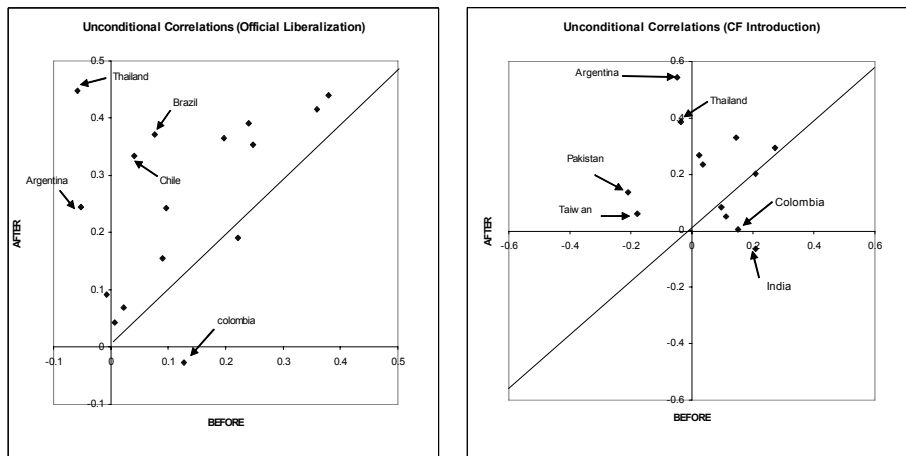
4. 세계시장과의 연동성

일반적으로 시장수익률의 통계학적 상관계수는 시장통합의 직접적 측정치로 활용하기가 어려운 것으로 받아들여지고 있다. 예를들어, Errunza, Hogan과 Hung(1999)에 따르면 시장지수 수익률의 상관계수를 활용하여 시장통합의 정도를 측정하는 경우 실제 시장통합의 정도보다 과소평가할 수 있다고 주장하고 있다. 이는 투자자들이 국내에서 거래되고 있는 외국 기업의 주식을 이용하여 해외시장에 직접 자금을 투자하지 않고서도 자국내에서 해외시장에 투자하는 것과 같은 효과를 누릴 수 있기 때문이라는 것이다.¹⁰⁾ 그러나 정치적/경제적 통

10) 그들은 해외분산투자와 자국내 국제분산투자(international diversification vs. home-made international diversification)를 다음과 같이 구분짓고 있다 : 해외분산투자는 타국에서만 거래되고 있는 외국자산에 대한 투자를 자국내 국제분산투자는 자국내에서 거래되고 있는 외국자산에 대한 청구권에 대한 투자를 일컫고 있다. 그들의 분석은 미국인 투자자의 입장에서 이루어지고 있으므로 자국내 국제분산투자는 미국시장지수, 12개 미국 산업 포트폴리오, 30개 다국적기업 주식, 컨

합뿐 아니라 국제투자장벽의 점진적 제거가 금융시장의 국제적 연동성을 차츰 상승시킨다는 것은 일반적으로 받아들여지고 있다. 예를 들어 Solnik et al.(1996)에 따르면 영국시장의 미국시장과의 상관계수 증가를 대처 전 수상에 의해 주도된 영국시장의 탈규제와 시장개방에 기인한 것이라고 주장하고 있다. 또한 Longin과 Solnik(1995)은 7개 선진국을 대상으로 월별 초과수익률을 이용한 상관계수를 분석한 결과 국가간 상관계수와 공분산이 시간이 경과함에 따라 변화하는 것을 발견하였다. 지난 30년동안 7개국기간 상관계수가 증가함을 보여주고 있다. 그들이 인정하듯이 상관계수 하나의 변수만으로는 시장의 통합이 이루어지고 있다는 결론을 내리기에 근거가 약하고 ICAPM을 적용하여야만 시장통합을 제대로 검증할 수 있다. 비록 시장간의 상관계수가 직접적으로 시장의 통합성 정도를 결정하는 값으로 활용하기가 충분치 않다고 하더라도 상관계수 값은 시장간 상호의존성(interdependence)을 측정하는데 종종 사용된다. 사실 국내시장과 국제시장 간의 낮은 상관계수 값은 국제분산투자의 과실을 얻을 수 있는 원천인 것이다.

모간스탠리의 세계지수[Morgan Stanley International(MSCI) world index]와 이머징마켓들과의 단순 상관계수를 자본시장 자유화 전과 후를 비교하여 보면 아래 그림과 같다. 여기서 두개의 자유화시점이 활용되었다 : 1) 정부의 자본자유화 공표시점(공식자유화 시점)과 2)컨츄리펀드 도입일[Bekaert와 Harvey(2000)참조]. 공식자유화 시점을 적용한 경우 16개국 중 14개국에서 상관계수가 증가하는 것으로 나타났으며 나머지 2개국 중에서 1개국만이 매우 작은 감소를 보이고 있다. 컨츄리펀드 도입일을 적용한 경우 13개국 가운데 7개국은 상관계수의 증가를 3개국은 변화가 없고 1개국은 매우 미미한 감소를 2개국은 감소를 보이고 있다.



츄리펀드[closed-end country funds (CFs)]와 ADR로 구성되어 있다. 그들은 이렇게 미국내에서 거래되고 있는 자산만으로 구성된 포트폴리오를 활용하여 해외시장지수의 수익률을 모방할 수 있는지 그렇게 함으로써 해외분산투자로부터 얻을 수 있는 이득을 해외투자 없이 자국내에서도 성취할 수 있는지를 분석하였다.

Bekaert와 Harvey(2000)은 자본자유화를 전후해서 세계시장의 수익률과 이머징마켓의 수익률과의 상관계수의 변화행태를 상관계수에 영향을 미칠 수 있는 모든 요인들을 통제/분석하였다. 그들이 발견한 점은 자유화 이후 상관계수가 증가하였고, 처음에 더 낮은 상관계수 값을 가지고 있던 국가일수록 더 높은 상관계수의 증가를 보였다는 것이다.

본 장에서는 자본자유화 또는 투자장벽의 존재가 미치는 영향에 대해서 여러가지 측면-가격결정 메카니즘, 주가상승효과, 자본비용, 주식시장 변동성과 국제시장과의 국내시장과의 시장간 연동성-에서 선행된 실증연구들을 중심으로 살펴보았다. 투자장벽의 영향에 대한 실증연구들이 그러한 투자장벽으로 인해 발생하는 서로 다른 가격결정 메카니즘의 이론적 예측을 지지하고 있다. 투자제한이 없는 주식은 투자제한이 있는 주식에 비해 더 많은 프리미엄이 요구되고 있다. 이러한 가격프리미엄은 외국인 투자수요, 가용 정보의 많음 등에 (+)의 관계를 갖고 있다. 이것이 시사하는 바는 해외투자자들은 해당기업의 관련 정보가 풍부한 기업을 더 선호하고 이러한 수요의 증가가 주식의 값을 상승시킨다는 것이다. 표준 ICAPM이 예측하는 바와 같이, 실증적 연구들은 자본시장자유화를 전후해서 주식이 가치 상승의 효과(revaluation effect)가 있고, 자유화 이후 자본비용(cost of capital)의 감소가 있다는 것을 실증하고 있다. 일반적인 염려와는 달리, 자본시장자유화가 국내시장의 변동성(volatility)을 증가시킨다는 통념은 실증연구에 의해 지지를 받지 못하고 있다. 또한 자본자유화 이후 국내시장의 세계시장과의 연동성이 일정수준 증가한 것으로 분석되고 있다.

IV. 국제투자의 정보비대칭에 따른 내재적 장벽

국제자본시장의 분리는 국제투자장벽에 기인할 수 있다. 일반적으로 이러한 투자장벽은 겉으로 드러난 것과 내재적인 것(explicit vs. implicit barriers)으로 대별될 수 있다. 명시적인 것은 직접 관찰할 수 있고 수치화 할 수 있는 것으로 국내와 국제시장 간의 적용되고 있는 법규정의 차에 기인한다. 예를 들면 외국인 투자제한, 외국인에 대한 차별적 세제 적용 등을 들 수 있으며, 내재적 장벽은 직접 관찰할 수 없는 것으로 예를 들어 투자대상 기업의 극히 제한된 정보, 투자대상국의 정치적 위험, 혹시 있을 수 있을 재산의 국가 몰수 등을 들 수 있다.

이번 장에서는 Merton(1987)의 불완전한 정보하에서의 가격균형모델과 국제재무관리에서 널리 알려진 홈바이어스("Home bias")-포트폴리오 투자가 국내자산으로 쏠리는 현상-의 연장

선 상에서 이러한 정보부족에 따른 내재적 투자장벽의 중요성과 왜 국제분산투자의 이점이 잘 알려져 있는데도 불구하고 국제투자자의 수준이 극히 낮은 지에 대해 살펴보겠다.

국제금융시장이라는 것이 항상 같은 방향으로 움직이는 것이 아니기 때문에 투자자들은 그들의 포트폴리오를 여러 국가에 분산투자함으로써 저위험 고수익의 이점을 취할 수 있다는 것은 이미 오래 전부터 널리 알려진 국제분산투자의 효과이다. 이러한 국제분산투자의 잠재적 이점에도 불구하고 국제포트폴리오 투자에 있어서 풀리지 않는 숙제 중의 하나가 주식투자자의 포트폴리오 구성이 자국내로 매우 편중된다는 것이다. 이러한 현상이 위에서 말한 소위 홈바이어스 현상이다.¹¹⁾

비록 국제투자장벽이 현저히 제거되었다고 해도, 해외투자자의 소유가 그러한 투자장벽이 없을 경우 기대할 수 있는 수준에 비하면 여전히 매우 낮은 것이 현실이다. 여러 연구들이 이러한 현상을 설명하기 위하여 시도되었으나, 현재까지 어느 설명도 보편타당하게 받아들여지고 있지 않다.

French와 Poterba(1991)는 이러한 홈바이어스 퍼즐을 두가지의 측면에서 설명하려고 시도하고 있다. 첫째, 세금, 거래비용, 외국인 투자제한 등 구조적 요인들이 해외투자 수익률을 감소시키거나 또는 명시적으로 외국인의 자국내 자산의 소유를 제한하고 있어서 홈바이어스 현상이 일어나고 있다는 것이다. 둘째는 투자자들의 투자행태를 이용하여 설명하고 있다. 한 가지 가능성은 투자자들 간에 투자수익률의 기대수준이 구조적으로 다를 수 있다는 것이다. 예를 들어 일본의 투자자가 미국의 투자자들에 비해 일본과 미국시장에 대해 좀 더 긍정적으로 평가하고, 두 시장 가운데 상대적으로 자국시장인 일본시장을 좀 더 긍정적으로 평가하는 경우 홈바이어스가 일어난다는 것이다. 또 한가지 투자행태에 의한 설명 가능성은 정보의 비대칭에 기인한 위험에 대한 서로 다른 인식을 가지고 있을 수 있다는 것이다. 예를 들어 외국인 투자자들은 자신의 해외투자를 평가할 때 기본적 위험에 부과해서 추가위험(extra risks)을 더 보탠다는 것이다. 이는 아무래도 외국인 입장에서 투자국 시장, 기관, 기업에 대해서 아는 바가 많지 않기 때문이라는 것이다. 이러한 논지와 같은 선상에서 Stulz(1997)도 국내투자자들이 일반적으로 외국인 투자자들에 비해 자국내 투자자산에 대해 훨씬 많은 정보를 가지고 있다고 가정하는 것이 합리적이라고 언급하고 있다.

Adler와 Dumas(1983)의 물가변동을 고려한 균형가격모델을 적용하여, Cooper와 Kaplanis(1994)는 홈바이어스가 투자자들의 물가상승위험에 대한 위험제거의 동기에 기인하는 지를 연구하였다. 그들의 실증연구 결과는 이러한 동기로는 홈바이어스 현상을 설명할 수 없고, 정보의 비대칭성(information asymmetry)을 홈바이어스의 설명 가능 요인으로 제안하고 있다.

Kang과 Stulz(1997)는 기업별 자료를 활용하여 일본시장에서의 외국인의 주식소유 구조를

11) 좀 더 상세한 home bias에 대한 조사는 Lewis(1999) 참조.

분석하였다. 대체적으로 그들은 외국인 투자자가 주로 기업의 규모가 크고, 생산부문 기업이고, 회계상 실적이 좋고, 부채비중이 작은 기업에 투자하는 것을 발견하였다. 또한 일본에도 매우 현저한 홈바이어스가 있음을 확인하였으며, 시장전체 차원에서의 홈바이어스에 더해, 외국인 투자자의 일본 기업 내 주식소유행태가 일관적으로 매우 심하게 규모가 큰 기업에 편중되어 있다는 것을 발견하였다. 이러한 심한 대규모기업 선호 현상은 심지어 큰 규모기업에 비해 작은 규모기업의 기대수익률이 훨씬 높을 경우에도 그러하였다. 이러한 현상은 홈바이어스에 관련된 연구들의 기본가정인 외국인 투자자들이 동일한 시장 안에서 투자대상기업들 간에 동일한 종류의 동일한 크기의 투자장벽을 접하게 된다는 것과 불일치되고 있다. 왜냐하면 만약 이러한 가정이 성립된다면 해외시장에 적은 규모를 투자하되 동일 시장 안에서는 동등하게 투자하여야 하나 현실은 위에서 언급한 바와 같이 작은 규모의 기업의 경우 해외자금의 투자가 거의 일어나지 않고 있다. Kang과 Stulz는 이렇게 기업규모에 따른 편중현상을 정보의 가용성(information availability)에서 찾으려 하고 있다. 즉, 투자자 특히 해외투자자는 규모가 작은 기업에 비해서 규모가 큰 기업에 대해 좀 더 잘 알 수 있어서 좀 더 친숙한 기업에 더 많은 투자를 한다는 것이다.

이러한 논리는 Merton(1987)의 가설과 일치하고 있다. 투자자의 포트폴리오 구성을 보면 시장 전체에서 투자가능한 투자처의 극히 일부만으로 구성된다는 것에 착안하여 Merton은 투자자는 자신들이 잘 아는 증권만으로 포트폴리오를 구성한다는 가정 하에서 균형모형을 도출해 내었다. 그는 또한 다음과 같이 정보 비대칭성의 중요성을 강조하고 있다. *"concern about asymmetric information among investors could be important reason why some institutional and individual investors do not invest at all in certain securities, such as shares in relatively small firms with few stockholders."*(P.488)

불완전정보 상태에서의 Merton의 균형모형은 다음과 같다.

$$E(r_i) = \beta_i E(r_m) + \lambda_i - \beta_i \lambda_m$$

λ_i 는 자산 i (= λ_i^j/N , λ_i^j 는 투자자 j 의 자산 i 에 대한 잠재비용을 나타내고 $j=1,2,\dots,N$ 임)에 대한 불완전한 정보의 총잠재비용, λ_m 은 전체 자산의 가중평균 잠재비용임 (= $\sum \lambda_i x_i$, x_i : 증권 i 의 포트폴리오 내에서의 비중). 증권 i 의 총잠재비용은 다음과 같다:

$$\lambda_i = \delta \sigma_i^2 \omega_i (1 - q_i) / q_i$$

δ 는 총위험회피도, σ_i^2 는 자산 i 의 분산, ω_i 는 증권 i 기업의 상대적 기업가치, q_i 는 전체 투자자수에서 차지하는 증권 i 의 투자자의 상대적 규모(= N_i/N). 모든 증권이 모든 투자자에게 알려져 있으면, 즉 완전정보 가정 하에서는 $\lambda_i - \beta_i \lambda_m$ 은 0의 값을 갖게되어 균형모형이

표준 CAPM으로 변한다. 이러한 정보와 연계된 부가정보가 0의 값을 취하지 않으면, 시장 포트폴리오는 평균-분산 효율적이지 못하다. 결국 이는 상대적으로 비효율적인 위험공유(risk sharing)로 인해 상대적으로 적은 투자자층을 지닌 기업이 더 많은 투자자층을 지닌 기업에 비해 자본비용이 더 높을 것이라는 것을 보여주고 있다.

최근 Lewis(1999)는 국제주식시장에서 현저히 드러나고 있는 홈바이어스 현상을 다음과 같은 두가지 측면에서 논의하고 있다. 첫째는 자국내 투자자산이 국내 특유의 위험을 제거하기에 더 좋다는 것이다. 국가별 특유의 위험의 3가지 원천은 첫째, 국내 물가상승, 둘째 거래가 불가능한 자산 특히 인적자산, 셋째 다국적기업(MNC)과 같은 대체투자자산의 존재를 들 수 있다. 그러나 그 어느 설명도 충분치 않다. 왜냐하면 몇몇 경우에 있어서는 해외자산이 자국내 특유의 위험을 더 잘 제거할 수 있기 때문이다. 두 번째 설명은 국제분산투자 이점의 크기가 발생하는 비용을 보상하기에 충분치 않다는 것이다. 여러 국제분산투자 비용 가운데서 정보획득에 드는 비용이 홈바이어스 퍼즐을 설명하는데 있어서 가장 가능성이 있는 것이라고 제안하고 있다.

이번 장에서 우리는 국제투자의사결정에 있어서 정보(정보비대칭성)의 중요성 측면을 살펴보았다. 국제포트폴리오 분산투자의 이점에도 불구하고 소위 홈바이어스 현상은 국제재무 관리에서 이미 잘 알려지고 받아들여지고 있는 현상이다. 이를 설명하려는 많은 노력이 있어왔으나, 지금까지 그 어느 설명도 정설로 받아들여지지 않고 있다. 정보비대칭성이 그 가운데서 지금까지 시도된 많은 설명들 가운데 가장 설명력이 있는 것으로 보인다. 시장전체 차원에서의 홈바이어스 뿐만 아니라, 동일 투자국 안에서 기업 간의 편중현상도 심한 것으로 드러났다. 일반적으로 해외포트폴리오 투자자는 많은 정보가 활용가능한 기업을 선호하는데 이러한 정보가용성은 기업의 규모(firm size)와 유동성(liquidity)에 기인하는 것으로 나타나고 있다.

V. 결 론

국제자본시장구조가 국제재무의 이론과 실제에 있어서 매우 중요한 시사점을 가지고 있다는 것은 잘 알려진 사실이다. 우리는 여기서 국제투자장벽의 존재가 투자자 포트폴리오의 선택과 자산가격결정에 어떠한 영향을 미치는 가에 대해 살펴보았다. 일반적으로 실증연구

결과는 국제자본시장이 완전히 통합되지도, 완전히 분리되지도 않은 그 중간 어디에 있다는 중형분리(mild segmentation)모델을 지지하고 있으며 그러한 국내시장의 세계시장에의 통합의 정도는 시간의 경과에 따라 변하는 것으로 나타나고 있다.

자본시장 투자장벽의 영향에 대한 실증연구들은 투자장벽으로 인한 서로 다른 가격결정 메카니즘이 존재함을 보여주고 있다. 투자제한을 받지 않는 자산들은 투자제한을 받는 자산에 프리미엄이 추가되어 가격이 결정된다. 투자제한을 받지 않는 자산에 부여된 이러한 프리미엄은 해외투자자 수요와 가용정보의 풍부성(information richness)등에 (+)의 영향을 받고 있는 것으로 나타나고 있다. 다시 말해 이러한 현상은 해외투자자들은 정보가 풍부한 자산을 선호, 투자함에 따라서 결국 증가된 수요에 의해 가격이 상승한다는 것이다. 표준 ICAPM이 예측한대로 자본비용 감소가 자본시장 자유화 이후 일어나고 있다: 자유화에 즈음하여 자산수익률이 상승(revaluation effect)하고, 자본비용이 감소하였다. 일반적인 우려와는 달리 자본시장 자유화에 따른 해외투자자금의 국내 유입이 자국내 자본시장의 변동성을 증가시키지는 않는 것으로, 한편 이머징마켓의 세계시장과의 연동성은 자본자유화 이후 다소 상승한 것으로 나타나고 있다.

국내자산에의 투자가 편중된 홈바이어스 현상이 확연하고, 이는 시장전체 차원에서의 홈바이어스 뿐만 아니라, 동일 투자국 안에서 기업 간의 편중현상도 심한 것으로 드러났다. 이러한 현상의 주요인이 정보비대칭성에 기인한 것이라는 주장이 지금까지 가장 설득력을 지니고 있다.

지금까지 대부분의 연구들이 외국자본의 국내유입이 주식시장에 미친 영향을 시장 전체적인 차원에서 시장인덱스(Market Index)를 이용하여 분석하였을 뿐, 개별기업의 자료와 특성을 대상으로 주가에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대한 분석들이 없었다. 이에 향후 이 분야의 연구는 시장인덱스는 물론 개별종목 전체를 대상으로 자본시장 개방의 효과를 검증하는 연구가 이루어져야 할 것이다. 특히 시장간 또는 기업간 정보비대칭성을 고려한 분석이 필요하다. 예를 들면 해외포트폴리오 투자자들이 정보가용성 측면에서 선호하는 개별기업의 특성인 기업의 규모(firm size)와 유동성(liquidity) 등을 고려한 분석이 있어야 자본자유화에 따른 해외투자자금의 실질적 영향 파악이 이루어질 것이다.

참고문헌

- Adler, Michael and Bernard Dumas, 1983, International Portfolio Choice and Corporation Finance : A Synthesis, *Journal of Finance* 38, 925-984.
- Alexander, Gordon, Cheol Eun and S. Janakiramanan, 1988, International listings and stock returns : Some empirical evidence, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23, 135-151.
- Bailey, Warren and Julapa Jagtiani, 1994, Foreign Ownership Restrictions and Stock Prices in the Thai Capital Market, *Journal of Financial Economics* 36, 57-87.
- Bailey, Warren, Peter Chung and Jun-koo Kang, 1999, Foreign Ownership Restrictions and Equity Price Premiums : What Drives the Demand for Cross-Border Investments?, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34, 489-511.
- Barber, Brad M. and John D. Lyon, 1996, Detecting abnormal operating performance : The empirical power and specification of test-statistics, *Journal of Financial Economics* 41, 359-399.
- , 1998, How can long-run abnormal stock returns be both positively and negatively biased? , *Journal of Financial Economics* 43, 341-372.
- Bekaert, Geert, 1995, Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets, *World Bank Economic Review* 9, 75-107.
- Bekaert, Geert and Campbell Harvey, 1995, Time-Varying World Market Integration, *Journal of Finance* 50, 403-444.
- Bekaert, Geert and Campbell Harvey, 1997, Emerging Equity Market Volatility, *Journal of Financial Economics* 43, 29-78.
- Bekaert, Geert and Campbell Harvey, 2000, Foreign Speculators and Emerging Equity Markets, *Journal of Finance* 55, 565-613.
- Black, Fischer, 1974, International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers, *Journal of Financial Economics* 1, 337-352.
- Carrieri, Francesca, Vihang Errunza and Ked Hogan, 2000, Characterizing World Market Integration Through Time, McGill University, Working Paper.
- Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho and Rene Stulz, 1999, Do foreign investors destabilize stock markets? : The Korean experience in 1997, *Journal of Financial Economics*, 227-264.

- Chuhan, Punam, 1994, Are institutional investors an important source of portfolio investment in emerging markets?, Policy research working paper 1243, World Bank.
- Conrad, J. and G. Kaul, 1993, Long-term market overreaction or bias in computed returns? , Journal of Finance 48, 39-63.
- Cooper, Ian and Evi Kaplanis, 1994, Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging and International Capital Market Equilibrium, Review of Financial Studies 7, 45-60.
- Diebold, F. X., J. H. Lee and G. C. Weinbach, 1994, Regime switching with time-varying transition probabilities, in C. Hargreaves, Ed. : Nonstationary Time Series Analysis and Cointegration, Oxford University Press, London.
- De Santis, Giorgio and Selahattin Imrohoroğlu, 1997, Stock Returns and Volatility in Emerging Financial Markets, Journal of International Money and finance 16, 561-579.
- De Santis, Giorgio and Bruno Gerard, 1997, International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk, Journal of Finance 52, 1881-1912.
- De Santis, Giorgio and Bruno Gerard, 1998, How big is the premium for currency risk?, Journal of Financial Economics 49, 375-412.
- Domowitz, Ian, Jack Glen and Ananth Madhavan, 1997, Market Segmentation and Stock Prices : Evidence from an Emerging Market, Journal of Finance 52, 1059-1086.
- Dumas, Bernard and Bruno Solnik, 1995, The world price of foreign exchange risk, Journal of Finance 50, 445-479.
- Errunza, Vihang and Etienne Losq, 1985, International Asset Pricing Under Mild Segmentation : Theory and Test, Journal of Finance 40, 105-124.
- Errunza, Vihang and Etienne Losq, 1989, Capital Flow Controls, International Asset Pricing and Investors' Welfare : A Multi-Country Framework, Journal of Finance 44, 1025-1038.
- Errunza, Vihang, Etienne Losq and Prasad Padmanabhan, 1992, Test of Integration, Mild Segmentation and Segmentation Hypotheses, Journal of Banking and Finance 16, 949-972.
- Errunza, Vihang, Ked Hogan and Mao-Wei Hung, 1999, Can the Gains From International Diversification Be Achieved Without Trading Abroad, Journal of Finance 54, 2075-2107.
- Errunza, Vihang and Darius Miller, 2000, Market Segmentation And The Cost Of Capital In International Equity Markets, Journal of Financial and Quantitative Analysis 35, 577-600.
- Errunza, Vihang, 2000, Foreign Portfolio Equity Investments in Economic Development, Review of International Economics, Forthcoming.
- Eun, Cheol and S. Janakiraman, 1986, A Model of International Asset Pricing with Constraint

- on the Foreign Equity Ownership, *Journal of Finance* 41, 897-914.
- Ferson, Wayne and Campbell Harvey, 1993, The risk and predictability of international equity returns, *Review of Financial Studies* 6, 527-566.
- Ferson, Wayne and Campbell Harvey, 1994, Sources of risk and expected returns in global equity markets, *Journal of Banking and Finance* 18, 775-803.
- Ferson, Wayne and Campbell Harvey, 1997, The fundamental determinants of national equity market returns : A perspective on country risk in asset pricing , *Journal of Banking and Finance* 21, 1625-1665.
- Foerster, Stephen and Andrew Karolyi, 1999, The effects of market segmentation and investor recognition on asset prices : Evidence from foreign stocks listing in the U.S., *Journal of Finance* 54, 981-1013.
- French, Kenneth and James Poterba, 1991, International Diversification and International Equity Markets, *American Economic Review* 81, 222-226.
- French, Kenneth, Willam Schwert and Robert Stambaugh, 1987, Expected stock returns and volatility, *Journal of Financial Economics* 19, 3-29.
- Hardouvelis, Gikas, Dimitrios Malliaropulos and Richard Priestley, 1999, EMU and European Stock Market Integration, Working Paper, University of Piraeus.
- Harvey, Campbell, 1991, The world price of covariance risk, *Journal of Finance* 46, 111-157.
- Harvey, Campbell, 1995, Predictable risk and returns in emerging markets, *Review of Financial Studies* 8, 773-816.
- Henry, Peter Blair, 2000, Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices, *Journal of Finance* 55, 529-564.
- , 1999, Appendix of Major Policy Changes in Selected Developing Countries, Mimeo, Stanford University Graduate School of Business.
- Hietala Pekka, 1989, Asset Pricing in Partially Segmented Markets, *Journal of Finance* 44, 697-715.
- Kang, Jun-Koo and Rene M. Stulz, 1997, Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan, *Journal of Financial Economics* 46, 2-28.
- Kim, E. Han and Vijay Singal, 2000, Stock market opening : Experience of emerging economies, *Journal of Business* 73, 25-66.
- Lewis, Karen K., 1999, Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption, *Journal of Economic Literature* 37, 571-608.

- Longin, Francois and Bruno Solnik, 1995, Is the correlation in international equity returns constant : 1960-1990?, *Journal of International Money and Finance* 14, 3-26.
- Longin, Francois and Bruno Solnik, 1999, Correlation structure of international equity markets during extremely volatile periods, working paper, ESSEC and HEC.
- Merton, Robert C., 1980, On estimating the expected return on the market : An exploratory investigation, *Journal of Financial Economics* 8, 323-361.
- Merton, Robert C., 1987, A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information, *Journal of Finance* 42, 483-510.
- Padmandbhan, Prasad, 1992, Investment Barriers and International Asset Pricing, *Review of Quantitative Finance and Accounting* 2, 299-319.
- Solnik, Bruno, 1974, An equilibrium model of the international capital market, *Journal of Economic Theory* 8, 500-524.
- Solnik, Bruno, 1983, International arbitrage pricing theory, *Journal of Finance* 38, 449-457.
- Solnik, Bruno, Cyril Boucrelle and Yann Le Fur, 1996, International Market Correlation and Volatility, *Financial Analysts Journal* 52, 17-34.
- Stulz, Rene M., 1981, On the effects of barriers to international investment, *Journal of Finance* 36, 923-934.
- Stulz, Rene M., 1997, International Portfolio flows and Security Markets, The Ohio State University, Working Paper.
- Stulz, Rene M., 1999, Globalization Of Equity Markets And The Cost Of Capital, The Ohio State University, Working Paper.
- Tesar, Linda and Ingrid Werner, 1995, U.S. Portfolio Investment and Emerging Stock Markets, *World Bank Economic Review* 9, 109-130.
- Wheatley, S., 1988, Some Tests of International Equity Integration, *Journal of Financial Economics* 21, 177-212.

<ABSTRACT>

International Capital Market Structure and Emerging Market Liberalization

Hyunchul Chung

It is well recognized that the structure of the international capital market has important implications for international finance theory and practice. Here we focus on the effect of barriers to international investment on investors' portfolio choice and asset pricing. Empirical studies in general support the theoretical prediction of mild segmentation models that world markets are neither completely segmented nor fully integrated. The degree to which the local market is integrated to the rest of world markets seems to be changing over time.

Empirical studies on the impacts of these barriers support the theoretical prediction that there exists a differential pricing mechanism induced by such barriers. The unrestricted securities are priced with a premium on the restricted ones. The premium for unrestricted stocks seems to be related positively to foreign investment demand and information richness, indicating that foreign investors prefer information-rich securities and drive up domestic stock prices. As the standard ICAPMs predict, the cost of capital decreases after market liberalization : a significant positive return around market liberalization (revaluation effect) and a decrease in the proxy for the cost of capital for example, long run realized returns or dividend yields. Contrary to general concerns, the claim that market liberalization increases stock market volatility is not supported by empirical evidence. In general, the empirical results show a small increase in emerging market correlation with world market return after liberalization. Through this survey of previous theoretical and empirical studies, we found that most of the previous empirical studies use market-level indices to investigate these liberalization effects, so the potential problems discussed in the context are embedded in these studies. Hence, future studies should investigate the impact of stock market liberalization at a more disaggregated firm level.