



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

博士學位論文

중국주식시장과 국제주식시장과의 비동조화 요인에 관한 연구

韓國外國語大學校 大學院

國際關係學科 經濟專攻

安 秉 國

博士學位論文

중국주식시장과 국제주식시장과의 비동조화 요인에 관한 연구

A Study on the Changes in the Response of China
Stock Prices to International Stock Market Movements

韓國外國語大學校 大學院

國際關係學科 經濟專攻

安 秉 國

중국주식시장과 국제주식시장과의 비동조화 요인에 관한 연구

A Study on the Changes in the Response of China
Stock Prices to International Stock Market Movements

指導 朴 魯 鎬 教授

이 論文을 博士學位 請求論文으로 提出합니다

2008年 2月 日

韓國外國語大學校 大學院

國際關係學科 經濟專攻

安 秉 國

【 목 차 】

제1장 서론	1
제1절 연구 배경 및 목적	1
제2절 선행연구 리뷰	9
제3절 연구분석 틀 및 논문의 구성	18
제2장 선진국 주식시장과 아시아 주식시장간 연계성 분석	22
제1절 연구자료 및 통계적 특성	22
제2절 미·일 주식시장과 아시아 주식시장간 동태적 인과성 분석	33
제3절 미·일 주식시장의 주가변동에 대한 아시아 시장의 주가반응	40
제3장 중국 주식시장의 발전과 구조 변화	54
제1절 중국 주식시장의 기본 구조	54
제2절 중국 주식시장의 개혁 · 개방화 과정	71
제3절 WTO 가입 이후 중국 주식시장의 주요 개혁 · 개방 조치	83
제4장 중국과 국제 주가간의 비동조화 요인 분석	114
제1절 미·일 주식시장과 중국 주식시장 간의 정보전이 효과	114
제2절 중국과 국제 주식시장간 비동조화 요인	127
제3절 향후 전망	159
제5장 결론	177

<참고문헌>185
<Abstract>197

【 표 목 차 】

<표 2-1> 각국 주식시장 일간수익률 기초통계량	25
<표 2-2> 단위근 검정	29
<표 2-3> Johansen 검정	31
<표 2-4> 동태적 인과관계 분석: 전기	35
<표 2-5> 동태적 인과관계 분석: 후기	37
<표 2-6> 분산분해분석 결과	44
<표 2-7> 충격반응분석 결과	48
<표 3-1> 중국 주식시장 발전 추이	57
<표 3-2> 상하이(上海) · 선전(深圳) 증권거래소 거래방식	60
<표 3-3> 중국증권감독관리위원회 기능	62
<표 3-4> 중국 내 증권기구 지역 분포 현황	68
<표 3-5> WTO 가입 이전 중국 주식시장 제도 변화	72
<표 3-6> WTO 가입 이전 중국 주식시장 관련 주요 법규	74
<표 3-7> 증권업의 시장개방 합의 내용	78
<표 3-8> 외국 금융기관의 중국증권산업 투자 사례	79
<표 3-9> QFII 제도의 주요 내용	86
<표 3-10> 중국 내 적격 역외기관투자가 현황	90
<표 3-11> QFII 자격요건 완화 내용	92
<표 3-12> QFII 기관 수 및 투자승인액 추이	93
<표 3-13> 중국 상장주식의 종류	100
<표 3-14> 비유통 국유주 시험매각 1차 4개사 현황	104
<표 3-15> 상장기업 비유통주식 양도 처리규칙의 주요 내용	106
<표 3-16> 비유통주 개혁 및 주식시장 활성화를 위한 구체적 방안	108

<표 3-17> 2006년 말 이후 신규상장 국유은행의 비유통주 비중	109
<표 3-18> 중국 증권업 개방·개혁 일정	113
<표 4-1> 미·일·중 주가지수 수익률의 기초통계량	116
<표 4-2> 미국시장에 대한 가격이전 효과의 추정 결과	124
<표 4-3> 일본시장에 대한 가격이전 효과의 추정 결과	125
<표 4-4> 중국시장에 대한 가격이전 효과의 추정 결과	126
<표 4-5> 중국의 對아시아 및 미국 수출 비중	132
<표 4-6> 세계경제 및 주요국 경제성장 전망	133
<표 4-7> A주, B주, H주 상장기업 수	134
<표 4-8> 미·일·한 외국인 투자 비중	140
<표 4-9> 주요국 주가 등락률	142
<표 4-10> 2007년 중 중국의 주요 금융긴축 조치	143
<표 4-11> A주의 보유 구조	145
<표 4-12> 중국 금융기관의 서브프라임모기지채권 및 CDO투자규모	147
<표 4-13> 비유통주 개혁을 위한 보완 조치	151
<표 4-14> 중국 주요 거시경제 지표 추이	154
<표 4-15> 중국의 2006, 2007년 금융긴축 정책	155
<표 4-16> 각국 증시 PER 비교	156
<표 4-17> 중국과 글로벌 대표기업의 업종별 PER	158
<표 4-18> 외국계 금융기관의 지분참여 현황	163
<표 4-19> 국유상업은행의 증시 신규상장	165
<표 4-20> 최근 중국 외환제도의 주요 변화	166
<표 4-21> 중국의 자본 유·출입 규제	167
<표 4-22> 최근 QDII 투자 관련 정책	170
<표 4-23> QDII 펀드 투자방향	171

【그림 목차】

<그림 1-1> 연구분석 틀	18
<그림 2-1> 각국 주식시장 주가 간의 동조성: 전기	24
<그림 2-2> 각국 주식시장 주가 간의 동조성: 후기	24
<그림 2-3> 인과관계 방향	38
<그림 2-4> 외환위기 전 · 후의 미국과 일본 시장의 충격에 의한 아시아 시장의 주가반응	49
<그림 3-1> QFII 승인 금액 및 기관수 추이	93
<그림 3-2> 비유통주의 규모 및 비중	101
<그림 3-3> 2001년 ~ 2005년 상하이 종합지수 추이	102
<그림 3-4> 비유통주 개혁이 주가에 미친 영향	103
<그림 3-5> 비유통주 개혁 시행에 따른 변화	110
<그림 4-1> 미·일·중 일별 주가지수 수익률	117
<그림 4-2> 미·일·중 주가지수 수익률의 일별변동성	117
<그림 4-3> 서브프라임 모기지 문제와 미국 증시	127
<그림 4-4> 서브프라임 증시: 동반 하락한 전세계 증시	128
<그림 4-5> 서브프라임 이후 더욱 커진 미국 주식시장의 영향력	128
<그림 4-6> 최근의 한국 · 중국 증시 추이	129
<그림 4-7> 미국 경기침체로 인한 동조화 경로	131
<그림 4-8> 대미수출 의존도와 내수성장률	132
<그림 4-9> A주와 H주의 가격할인을	136
<그림 4-10> A주와 B주의 가격할인을	136
<그림 4-11> 세계 주요 주식시장의 주가 비교	142
<그림 4-12> 상하이 종합주가지수 추이	144
<그림 4-13> 대미달러 위안화 환율	144

<그림 4-14> 중국의 증권계좌수	146
<그림 4-15> 비유통주 유통화 개혁 이후 상하이 종합지수 추이	152
<그림 4-16> 중국 증권시장 개방 정도와 글로벌 스탠더드	159

제1장 서론

제1절 연구 배경 및 목적

1) 연구 배경

경제의 개방화에 따라 세계 주식시장 간의 동조성이 가속화되고 있다. 특히 1997년 동남아시아 국가들의 외환위기 이후 아시아 자본시장의 본격적인 개방화와 자본이동의 확대로 아시아금융시장과 국제금융시장은 더욱 밀접한 관계를 갖게 되었으며, 이에 따라 아시아 주식시장은 미국 등 선진국 주식시장의 변동성에 의해 영향을 받고 있다.

이와 같이 세계주식시장의 상호연관성이 커짐에 따라 많은 경제학자와 금융분석가들에 의해 국가간 주식시장의 통합에 대해 활발한 연구가 이루어지고 있다.

국가 간 주가동조화 현상에 대한 연구 동향은 크게 두 가지 흐름에서 진행되어 왔다. 첫 번째는 국가별 시장의 상호관련성이나 시장통합(market integration)과 관련한 연구로써 그 대표적인 연구는 Eun과 Shim(1989)¹, 유태우 · 김춘호(1997)² 등을 들 수 있는데, 이들 연구는 공적분 분석을 통하여 국가별 주식시장 간의 상호관련성의 실증적 증거를 찾고자 하였다.

두 번째 연구흐름은 정보전이(information spillover) 효과 또는 효율적 시장의 관점에서 진행되어 왔으며, 그 대표적인 연구는 Hamao et al.(1990)³, Booth

¹ Eun, C. and Shim, S., "International Transmission of Distribution of Stock Market Movements", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, 1989.

² 유태우 · 김춘호, 「미·일 주가의 한국 주가에 미치는 영향에 관한 실증분석」, 『증권·금융연구(제3권 제1호)』, 서울대 증권·금융연구소, 1997년.

³ Hamao, Y., Masulis, R.W., and Ng, V., "Correlations in Price Changes and Volatility across International Stock Markets", *Review of Financial Studies*, 3, 1990.

et al.(1997)⁴ 등의 연구를 들 수 있다. Hamao et al.(1990)은 뉴욕, 동경, 런던 주식시장의 일별 시가-종가 수익률을 이용하여 뉴욕시장에서 동경시장으로, 런던 시장에서 동경시장으로, 그리고 뉴욕시장에서 런던시장으로의 유의한 변동성 전이현상을 보여주었다. 또한 Booth et al.(1997)은 미국, 영국, 일본의 지수선물시장의 Garman-Klass 일중변동성 추정치를 이용하여 시장간 변동성 전이현상을 분석하고 있다. 변동성 전이현상은 미·영 양국의 지수선물시장에서 발견되며, 일본 지수선물시장의 변동성은 자국의 변동성 요인에 의해 설명됨을 보여주었다.

이러한 연구와 더불어 국내에서는 한국시장을 중심으로 깊이 있는 분석이 이루어지고 있다. 특히 미국과 일본의 주가변동이 한국 주식시장에 미치는 영향을 분석한 연구가 많이 진행되었는데, 김태혁·강석규(2002)⁵, 장국현(2001)⁶, 김인무·김찬웅(2001)⁷ 등의 연구를 들 수 있다. 김태혁·강석규(2002)는 이변량 GARCH 모형을 사용하여 나스닥시장의 주가변동이 한국증시에 미치는 영향을 분석하고 있다. 그들에 의하면, 나스닥시장의 주가변동으로부터 우리나라 주가로의 평균수익률 전이효과(spillover effect)가 나타나며, 그 전이효과는 강세시장보다는 약세시장 하에서 더욱 뚜렷하게 나타나며, 거래소시장보다는 코스닥시장에 더욱 크게 나타나고 있음을 보여주고 있다. 또한 나스닥시장에서 우리나라 주가로의 변동성 전이효과(volatility spillover effect)는 코스닥시장의 시가(open price) 결정에만 나타나고 있음을 보여주고 있다. 장국현(2001)은 이변량 GARCH 모형을 이용하여 외환위기 이후의 한국 주식시장은 미국 및 일본 주식시장과 주가동조화 현상이 크게 증가하였음을 보여주고 있는 데 비해, 김인무·김찬웅(2001)

⁴ Booth, G.G., Chowdhury, M., Martikainen, T., and Tse, Y., "Intraday Volatilities in International Stock Index Futures Markets: Meteor Shower or Heat Waves?", *Management Science*, 43, 1997.

⁵ 김태혁·강석규, 「나스닥증권시장이 한국증시의 가격변동성에 미치는 영향」, 『증권 학회지(제30집)』, 한국증권학회, 2002년.

⁶ 장국현, 「주식시장의 동조화와 다운사이드 리스크」, 『재무연구(제15권 제1호)』, 한국 재무학회, 2001년.

⁷ 김인무·김찬웅, 「한국, 일본, 미국 주식시장의 정보전달: KOSDAQ, JASDAQ, NASDAQ 과 거래소시장을 중심으로」, 『증권학회지(제28집)』, 한국증권학회, 2001년.

은 충격반응분석 결과, 외환위기 이후 미국 S&P 500 지수의 변동이 KOSPI 200의 변동을 예측하는데 도움을 제공하지 않는다고 하였다.

한편, 미국 · 일본 주식시장으로부터 아시아 신흥주식시장으로의 전이효과에 대한 연구로는 Liu와 Pan(1997)⁸, Ng(2000)⁹, 조담과 Bauer(2002)¹⁰, Miyakoshi(2003) 등을 들 수 있다. Liu와 Pan(1997)은 1984년부터 1991년까지 7년간의 자료에 근거하여 미국과 일본시장으로부터 홍콩 · 싱가포르 · 대만 · 태국 등 아시아 4개국 주식시장에 대한 전이효과가 1987년 블랙먼데이(Black Monday) 이후 더욱 커졌으며, 일본보다는 미국의 영향력이 더 크다는 결과를 보였다. Ng(2000)는 1980년~1996년까지의 주간수익률 자료를 이용하여 미국과 일본 주식시장으로부터 아시아 신흥시장으로의 변동성 전이효과가 존재하며, 이러한 전이효과는 자본시장의 개방이나 각국의 환율변동 등 시장의 환경변화가 변동성 전이효과에 영향을 미친다는 분석 결과를 제시하고 있다. 조담과 Bauer(2002)는 이변량 GARCH 모형을 이용하여 미국 주식시장으로부터의 아시아 신흥시장 국가(한국 · 대만 · 홍콩 · 싱가포르 · 태국 · 말레이시아)에로의 정보 전이효과를 보여주고 있으며, 외환위기를 전후하여 정보전이효과가 신흥시장 국가별로 상이하게 나타나고 있어 1997년 아시아 지역에서 발생한 외환위기가 정보전이효과를 촉진하는 계기로 보기 어렵다는 결론을 제시하고 있다. Miyakoshi(2003)¹¹는 이변량 EGARCH 모형을 이용하여 미국과 일본 주식시장으로부터 아시아 주식시장으로의 변동성 전이효과를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 아시아 시장의 주식 수익률은 미국 주식시장으로부터 영향을 받지만, 일본 주

⁸ Liu, Y.A., and Pan, M.S., "Mean and Volatility Spillover Effects in the U.S. and Pacific-basin Stock Markets", *Multinational Finance Journal*, Vol. 1, No.1, 1997.

⁹ Ng, Angela, "Volatility Spillover Effects from Japan and the U.S. to the Pacific-Basin", *Journal of International Money and Finance*, 19, 2000.

¹⁰ 조담 · Bauer Jr., R.J., 「미국 주가변동에 대한 아시아 신흥시장의 주가반응에 관한 실증적 연구」, 『재무관리연구(제19권 제2호)』, 한국재무관리학회, 2002년.

¹¹ Miyakoshi, T., "Spillovers of Stock Return Volatility to Asian Equity Markets from Japan and the U.S.", *Journal of International Financial Markets, Institution & Money*, 13, 2003.

식시장으로부터는 어떠한 영향도 받지 않으며, 아시아 시장의 변동성은 미국시장보다 일본시장의 변동성에 의해 더욱 큰 영향을 받는다는 결론을 제시하고 있다.

그러나 기존의 연구들은 위와 같이 대부분 미국, 영국, 일본 등 선진국의 주식시장 중심 또는 선진국 시장의 신흥아시아 주식시장에 대한 영향 중심의 연구로 아시아의 핵으로 떠오른 중국에 대한 주식시장 동조화 현상에 대한 연구는 미미하였다. 아시아지역 국가들에 관한 주식시장의 정보이전 효과에 대한 연구는 IMF 이후 본격적으로 시작되었으나 중국은 여전히 주식시장에 대해 많은 규제를 두고 있기 때문에 세계투자자들의 관심을 받지 못한 것이 이유였다. 그렇지만 중국이 WTO에 가입한 후 금융시장의 전면적인 개방이 다가옴에 따라 중국금융시장과 국제금융시장 간의 통합화가 진행되고 점차 가속화될 가능성이 있다. 2004년 4월에 원자바오(溫家寶) 중국 국무원 총리는 중국 경제의 긴축정책을 강력히 시사하였는데, 이 발언 이후 미국 다우존스와 나스닥 지수, 對중화경제권인 대만의 가권지수와 홍콩 항생지수, 한국의 종합지수와 코스닥 등 전 세계주식시장은 동반 하락세를 나타내었다. 세계 경제에서 중국이 차지하는 비중이 날로 증가함에 따라 세계경제와 증권시장은 중국에서 발생하는 정보에 대하여 점점 민감하게 반응하고 있다.

중국주식시장과 다른 주식시장과의 정보이전 효과를 분석한 연구는 張福 외(2004)¹²가 미국과 중국주식시장의 상호관계성에 대하여 실증 분석하였는데, 다른 연구의 결과와 같이 미국에서 중국으로의 정보이전 효과는 있으나 중국에서 미국으로의 정보이전 효과는 나타나지 않는다고 하였다. 俞世典 외(2001)¹³는 중국의 상해종합지수와 미국의 다우존스, 나스닥, 홍콩의 항생지수 그리고 일본 동경주가지수와의 상호 연계성에 대하여 분석하였다. 그 결과 외국의 주가지수는 중국지수에 작은 영향을 끼치고 있지만 중국의 영향력은 거의 존재하지 않는 것

¹² 張福 · 趙華 · 趙媛媛, 「中美股市协整关系的实证分析」, 『统计与决策(2004.2期)』, 2004年.

¹³ 俞世典 · 陳守東 · 黃立華, 「主要股票指数的联动分析」, 『统计研究(2001.8期)』, 2001年.

으로 나타났다. 古永嘉 외(2002)¹⁴는 對중화경제권 내의 정보이전 효과와 미국과의 정보이전 효과에 대하여 연구하였다. 그 결과 나스닥지수가 다우존스지수보다 對중화경제권에 더 큰 영향력을 끼치는 것으로 나타났으며, 對중화경제권 내에서는 서로간의 밀접한 관계가 있는 것으로 나타났다.

2) 연구 목적

선진국 및 신흥국가 주식시장 간 동조화 현상은 실증적으로 분명해졌고, 현실적으로도 많은 시장참가자들이 그 나라의 주가변동이 다른 국가의 주식시장에 상당한 영향을 미치고 있다는 것을 당연한 것으로 받아들이고 있다.¹⁵ 그러나 현재 중국의 주식시장은 폐쇄적인 환경 및 규제로 인해 국제금융시장과 동떨어진 시장으로 인식되고 있다. 하지만 21세기 들어와서 중국의 WTO 가입과 세계경제에서 차지하는 비중이 점차 커지면서 중국의 주식시장도 많은 관심을 불러일으키고 있으며, 다른 국가와 마찬가지로 국제주식시장에 편입되어 흐름을 같이할 것으로 보인다.

따라서 본 연구는 앞서 언급한 기존의 연구에 바탕을 두어서 선진국 시장인 미국과 일본의 주식시장과 중국을 포함한 주요 아시아 국가의 주식시장 간의 상호의존관계와 주가 변동성 전이 효과를 먼저 분석하고, 이후 세계 경제에서 비중이 커지고 있는 중국 주식시장을 별도로 분리하여 중국 주식시장의 구조와 발전 과정을 알아본 후 중국의 WTO 가입 이후의 중국 주식시장과 선진 주식시장과의

¹⁴ 古永嘉 · 萬文陸, 「兩岸三地股市連動之研究- 狀態空間模型之應用」, 『證券柜台月刊金融理論與實踐(70期)』, 2002年.

¹⁵ 국제 간의 주가변동은 상호 의존적이어서 한 시장에서의 주가변동은 어떤 메커니즘을 경유하여 다른 주식시장에도 영향을 줄 수 있음.(유태우 · 김춘우, 「미·일 주가의 한국 주가에 미치는 영향에 관한 실증분석」, 『증권·금융연구(제3권 제1호)』, 서울대 증권·금융연구소, 1997년, 2쪽). 자본이동의 자유화가 확대됨에 따라 한 나라의 금융시장에서 발생한 정보가 다른 나라에도 즉각적으로 반영되는 국제금융시장의 통합화 현상이 나타났음.(이한식 · 장병문, 「한국과 미국의 주가 동조화 현상 및 국내 주식시장의 효율성 분석」, 『금융연구(제16권 제1호)』, 한국금융연구원, 2002년, 126쪽).

상호연관성에 대한 관계를 심층 분석하고자 한다.

(1) 미국 · 일본 주식시장과 아시아 주식시장 간의 상호의존성 및 전이효과 분석

1997년 아시아 국가들은 외환위기 이후부터 개방된 금융시장에서 경쟁하기 위해서 각국 정부의 통제와 규제에 대한 완화가 불가피하게 되었다. 그 결과로부터 이들 국가의 주식시장에 대한 외국인의 증권투자 규제가 완화되어 전 세계금융시장에 투자하는 글로벌펀드가 이들 국가시장에 유입되었고, 정보통신 기술이 발달하면서 대규모의 자금이 신속하게 이동할 수 있게 되었다. 이러한 상황 하에서 세계경제의 중심시장인 미국과 아시아경제의 중심시장인 일본시장이 아시아 주식시장에 큰 영향을 미칠 것이라고 예상할 수 있다.

본 연구는 정보전이 효과 관점에서 기존 연구를 확장, 외환위기를 전후로 하여 미국과 일본 증시에 주요 아시아 주식시장(7개국, 한국 · 중국 · 싱가포르 · 대만 · 홍콩 · 말레이시아 · 태국)을 결합하여 선진시장과 아시아시장 간 주가변동과급경로를 살펴봄과 동시에 미국과 일본 증시의 주가변동에 대한 주요 아시아 시장의 주가반응에 차이가 있는지를 규명하고자 한다. 또한 아시아에서 외환위기를 경험한 국가인 한국, 말레이시아, 태국과 경험하지 않은 중국, 홍콩, 싱가포르, 대만의 경우 미국과 일본의 주식시장으로부터의 영향에 있어서 차이가 있는지 알아보하고자 한다.

이의 연구는 다음과 같은 점에서 의의를 지닌다. 첫째, 조담과 Bauer(2002)의 연구를 확장하여 아시아 지역시장에서 중추적인 역할을 하는 일본주식시장을 포함하였을 경우, 외환위기 전후 아시아 시장에 미치는 영향을 계량적으로 측정함과 동시에 시장 간 주가변동의 동조성 및 전과경로를 파악하는 것은 의미 있는 일일 것이다. 둘째, Liu와 Pan(1997)의 연구에서 언급하고 있는 것처럼 미국과 일본 주식시장의 아시아 주식시장에 대한 영향력이 1987년 주가대폭락 이후 더

욱 커졌다면 그와 같은 추세가 아시아 외환위기 발생 이후 어떻게 변화하였는지를 밝히는 것도 의미 있는 연구가 될 것이다.

(2) WTO 가입 이후 중국 주식시장의 정보전이 효과 분석

최근 몇 년간 중국 자본시장이 급속한 변화의 움직임을 보이고 있다. 얼마 전까지만 해도 중국의 자본시장은 개혁·개방의 예외부문으로 간주되어 왔으며 실물부문의 빠른 성장과는 달리 정부의 철저한 통제와 시장기반의 미비로 낙후된 상태를 벗어나지 못했다. 그러나 미국·EU와의 쌍무협상 타결로 십 수년을 끌어왔던 중국의 WTO 가입이 현실화되면서 중국정부는 자본시장을 서서히 개방하고 있으며, 또한 지속적인 증권시장 개혁으로 가시적인 성과가 나타나고 있다.

특히, WTO 가입 이후 일련의 중국 주식시장 개혁·개방 조치 중 중국 주식시장에 미치는 영향이 가장 큰 제도로는 QFII 제도와 비유통주 개혁을 들 수 있다.

증시개방의 큰 조치로는 QFII 제도 시행을 꼽을 수 있다. 중국정부는 2002년 12월 《적격 역외기관투자자(QFII)의 역내증권시장 투자관리 잠정방법(合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法)》을 시행함으로써 역외기관투자자가 역내 증권시장에 진출할 수 있는 제도를 마련, 외국인에게 중국 증시를 일부 개방하였다.

한편 중국증시 개혁의 가장 큰 조치는 비유통주 개혁이다. 주식시장 성장의 걸림돌로 지적되어 온 비유통주의 문제점을 해결하고자 중국정부는 1999년 10월, 2001년 6월 두 차례에 걸쳐 실패한 비유통주의 유통화 개혁 시도를 2005년 再 시행하여 현재 성공을 거두고 있는 중이다.

이러한 QFII 제도와 비유통주 개혁은 중국 증권시장의 효율성을 제고하는 동시에 안정성을 확보하는데 적절한 방안인지 시험대에 오르고 있다. 따라서 QFII 제도와 비유통주 개혁은 장기적으로 중국 증권시장의 개방과 발전에 어떤 역할을

할 것인지에 대한 관심이 증가하고 있다.

그리하여 본 연구에서는 WTO 가입 이후 중국의 주식시장 발전과 구조변화 및 증시 개혁 · 개방의 시발점인 QFII 제도와 비유통주 개혁이 중국 증권시장에 미치는 영향을 분석하고, 동시에 세계경제에서 비중이 커지고 있는 중국주식시장과 선진시장 및 동아시아 국가 간의 정보전이 효과에 대하여 중국의 WTO 가입 전후로 나누어 심층 분석하고자 한다.

이의 연구에 대한 의의는 앞선 연구, 즉 선진시장과 아시아시장 간 외환위기 전후의 분석 중 중국의 경우는 외환위기 이후의 기간인 1997년 이후에도 자본 개혁 · 개방화가 덜 되어 타 아시아국가와는 달리 선진시장과의 주가 동조화 현상을 분석하는 데에는 한계가 있다. 따라서 WTO 가입 이후 본격적으로 외국인에게 증시를 개방한 QFII 제도 시행 및 비유통주 개혁 등 주요 개혁 · 개방 조치 시점 등을 고려하여 정보전이 효과를 비교 분석, 중국 주식시장이 다른 나라의 주식시장과 어떠한 상관 관련성이 있는지를 밝히는 것은 의미 있는 연구가 될 것이다.

제2절 선행연구 리뷰(Review)

1) 선진국 주식시장간 정보전이 효과에 관한 연구

주요 선진국 주식시장들을 대상으로 이들 시장간의 연계성(linkage)과 정보의 전이(transmission)에 관해서는 많은 실증연구들이 이루어져 왔다. 대표적인 예로서 상관관계 또는 회귀분석 등의 단순한 통계기법을 이용한 Levy and Sarnat(1970)¹⁶, Hilliard(1979)¹⁷ 등의 초기 연구에서부터 VAR(vector autoregressive)모형을 사용한 Eun and Shim(1989)¹⁸의 연구, 공적분(cointegration)검정을 이용한 Arshanapalli and Doukas(1993)¹⁹, GARCH(generalized autoregressive conditional heteroscedasticity)모형을 이용한 주식시장간의 전이효과를 분석한 Hamao, Masulis, and Ng(1990)²⁰의 연구 등을 들 수 있다.

이러한 연구들은 연구자료 및 기간, 연구방법 등이 서로 다름에도 불구하고 공통적으로 나타나는 결과로는 미국 주식시장의 움직임이 다른 국가의 시장에 상당한 영향을 미치고 있는 반면, 다른 국가의 시장이 미국시장에 미치는 영향은 거의 없거나 있어도 제한적이라고 보고하고 있다.

본격적인 주식시장 정보의 이동에 관한 초기의 연구들은 VAR 모형 등을 이용한 주식수익률의 이전효과에 대한 실증연구들이다. Eun et al.(1989)은 9개의 세계주요주식시장(Australia, Canada, France, Germany, Hong Kong, Japan,

¹⁶ Levy, H., and Sarnat, M., "International Diversification of Investment Portfolios", *American Economic Review*, 60, 1970.

¹⁷ Hilliard, J., "The Relationship between Equity Indices on World Exchanges", *Journal of Finance*, 26, 1979.

¹⁸ Eun, C., and Shim, S., "International Transmission of Distribution of Stock Market Movements", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, 1989.

¹⁹ Arshanapalli, B., and Doukas, J., "International Stock Market Linkage: Evidence from the Pre- and Post- October 1987 Period", *Journal of Banking and Finance*, 17, 1993.

²⁰ Hamao, Y., Masulis, R.W., and Ng, V., "Correlations in Price Changes and Volatility across International Stock Markets", *Review of Financial Studies*, 3, 1990.

Switzerland, the United Kingdom, and the United States)의 동조화 현상과 정보 전이 효과의 속도를 분석하기 위해 VAR 모형과 VMAR 모형을 도입하여 변수간의 시점간 상관관계(Serial Correlation)와 동시대적 상관관계(Contemporaneous Correlation)를 제거한 후 예측오차분산분해모형과 충격반응함수를 도출하였다. 분석결과, 미국의 한 단위 충격에 대해 아시아 및 유럽 각국의 주가지수는 일정한 패턴을 보이고 반응하며, 하루의 시차를 두고 대부분의 반응이 일어나고 이후에는 그 정도가 급속히 소멸하는 것으로 나타났다. 또한 예측오차분산분해 결과 역시 미국에 대한 각국의 반응 정도가 크게 나타나 미국의 주가지수는 기타 여러 나라의 주가지수를 예측할 수 있는 정보효과가 있는 것으로 결론지었다. 즉 Eun et al.(1989)은 VAR 모형을 이용하여 미국을 중심으로 9개국의 주가수익률의 이진효과를 연구하였는데 증권거래소 간에는 체계적인 상호작용이 있으며 특히 미국시장에서 발생한 정보는 다른 나라에 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 밖에도 Koch et al.(1991)²¹, Jeng et al.(1992)²² 등의 연구에서도 미국주식시장의 움직임이 다른 주식시장에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

Engle(1982)²³와 Bollerslev(1986)²⁴가 ARCH 모형과 GARCH 모형을 개발하면서부터 수익률뿐 아니라 변동성의 이진효과를 포함하는 연구가 주류를 이루기 시작하였다. Hamao et al.(1990)은 미국, 일본, 영국의 주요주가지수의 일별자료와 GARCH-M 모형을 이용하여 미국, 영국, 일본 주식시장간의 수익률 이진효과와 변동성 이진효과를 실증 분석하였다. 미국, 일본, 영국 순으로 독립변수를 정하고 시차가 늦은 일본, 영국, 미국 순으로 종속변수를 정하여 분석한 결과, 미

²¹ Koch, P.D., and Koch, T.W., "Evolution in Dynamic Linkage across Daily National Stock Indexes", *Journal of International Money and Finance*, 10, 1991.

²² Jeng, Y., Kim, C.W., and Wansulaiman, W., "International Transmission of Stock Market Movements and Korea and Taiwan Fund Prices", *Pacific Basin Capital Markets Research*, 3, 1992.

²³ Engle, R.F., "Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation", *Econometrica*, 50, 1982.

²⁴ Bollerslev, T., "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity", *Journal of Econometrics*, 31, 1986.

국시장에서 영국시장 및 일본시장 그리고 영국시장에서 일본시장으로의 동조화 현상은 발견되었지만, 일본시장에서 미국시장, 영국시장으로의 변동성 이전효과는 나타나지 않았다. 이 밖에도 Ng et al.(1991)²⁵, Bae et al.(1994)²⁶, Liu et al.(1997)²⁷, Lee(2002)²⁸ 등의 연구에서도 수익률뿐 아니라 변동성의 이전효과에 대한 실증분석을 시도하였다.

그리고 이후 시장에 나타나는 충격의 크기뿐만 아니라 충격의 방향 또한 변동성 이전에 있어서 중요한 역할을 한다는 분석결과가 제시되는 연구가 진행되었다. 특히 Nelson(1991)²⁹에 의해 지수함수 자기회귀적 이분산(EGARCH: exponential GARCH) 모형이 개발된 이래 변동성 충격의 비대칭적 효과를 분석하는 연구가 활발하게 진행되었다. Nelson(1991)에 의하면 미국 시장의 경우 음(-)의 충격이 양의 충격보다 변동성에 더 큰 영향을 미치는 지렛대 효과(leverage effect)가 나타나는 것으로 분석되었다.³⁰ Koutmos et al.(1995)³¹는 이와 같이 변동성 충격의 비대칭적 작용을 분석하는 데 유용한 EGARCH 모형을 이변수(bivariate) 구조로 확장하여 변동성 이전효과의 비대칭성에 대해 분석을 시도하였다. 미국, 영국, 일본 주식시장의 자료를 이용하여 분석한 결과, 한 시장에서의 음(-)의 충격은 다른 시장에 대해 큰 변동성 이전효과를 보이는 반면 동

²⁵ Ng, V., P.R. Chang, and R.Y. Chou, "An Examination of the Behavior of Pacific-Basin Stock Market Volatility", *Pacific-Basic Capital Market Research, North-Holland*, 1991.

²⁶ Bae, K.H., and G.A. Karolyi, "Good News, Bad News and International Spillover of Stock Return Volatility between Japan and the U.S.", *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 1994.

²⁷ Liu, Y.A., and Pan, M.S., "Mean and Volatility Spillover Effects in the U.S. and Pacific-basin Stock Markets", *Multinational Finance Journal*, Vol. 1, No.1, 1997.

²⁸ Lee, B.S., O. Rui, and S. Wang, "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Proceedings of the Globalization of Capital Markets and New Financial Architecture in East Asia*, KAEA and KIF, 2002.

²⁹ Nelson, D.B., "Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach", *Econometrica*, 59, 1991.

³⁰ 또한 Cheung & Ng(1992), Koutmos(1992), Poon & Taylor(1992) 등에서도 추가 수익 변동에 유의한 지렛대 효과가 있음을 보였음.

³¹ Koutmos, G., and Booth, G.G., "Asymmetric Volatility Transmission in International Stock Markets", *Journal of International Money and Finance*, 14, 1995.

일한 크기의 양(+)의 충격은 다른 시장에서 상대적으로 더 작은 변동성 이전효과를 보이는 것으로 나타나 변동성이전이 비대칭적임을 보여주었다. 이 밖에도 In, Kim et al.(2001)³², 이한식 외(2002)³³, 남주하 외(2003)³⁴ 등이 EGARCH 모형을 이용하여 변동성 이전효과를 분석하였다.

그밖에 연구로, Lee et al.(1995)³⁵는 미국, 독일, 영국, 일본의 1975년 1월부터 1990년 12월까지 주요주가지수의 주간 자료를 이용하여 4개국 간의 한 개의 공적분관계가 있음을 검증하고 이에 따라 벡터오차수정모형(VECM)과 벡터이동평균모형(VMAR)을 도입하여 충격반응함수와 예측오차분산을 추출하였다. 4개국 간의 주가지수는 과거 16년간 서로간의 동조화 현상이 뚜렷한 것으로 파악되었으며, 3개의 일반적 확률추세와 한 개의 공적분관계가 있어 4개국 주식시장 간에는 서로간 일정추세로 회귀하는 장기적 선형관계와 안정성을 유지하며 시변하는 것으로 분석되었다.

2) 선진국 주식시장과 아시아 신흥시장간 연계성에 관한 연구

과거 기존 연구들은 대부분 미국, 영국, 일본 등 선진국 주식시장 상호간의 연계성을 중심으로 수행되어 왔으나, 1990년대, 특히 IMF 이후 신흥주식시장(emerging stock markets)에 대한 관심이 고조되면서 선진국 주식시장과 아시아 신흥시장 간의 연계성에 대한 연구가 활발하게 진행되었다.

미국 · 일본 주식시장으로부터 아시아 신흥주식시장으로의 전이효과에 대한

³² In, F., Kim, S.B., Yoon, J.H., and Viney, C., “Dynamic Independence and Volatility Transmission of Asian Stock Markets Evidence from the Asian Crisis”, *International Review of Financial Analysis*, 10, 2001.

³³ 이한식 · 장병문, 「한국과 미국의 주가 동조화 현상 및 국내 주식시장의 효율성 분석」, 『금융연구(제16권 제1호)』, 한국금융연구원, 2002년.

³⁴ 남주하 · 김상봉, 「미국 주식시장의 동아시아 주식시장으로의 비대칭적 변동성 이전효과 분석」, 『국제경제연구(제9권 제2호)』, 한국국제경제학회, 2003년.

³⁵ Lee, B.S., and Jeon, B.N., “Common Stochastic Trends and Predictability of International Stock Prices”, *Journal of the Japanese and International Economics*, 9, 2002.

연구로는 Liu와 Pan(1997)³⁶, Ng(2000)³⁷, 조담과 Bauer(2002)³⁸, Miyakoshi(2003) 등을 들 수 있다. Liu와 Pan(1997)은 1984년부터 1991년까지 7년간의 자료에 근거하여 미국과 일본시장으로부터 홍콩·싱가포르·대만·태국 등 아시아 4개국 주식시장에 대한 전이효과가 1987년 블랙먼데이(Black Monday) 이후 더욱 커졌으며, 일본보다는 미국의 영향력이 더 크다는 결과를 보였다. Ng(2000)는 1980년~1996년까지의 주간수익률 자료를 이용하여 미국과 일본 주식시장으로부터 아시아 신흥시장으로의 변동성 전이효과가 존재하며, 이러한 전이효과는 자본시장의 개방이나 각국의 환율변동 등 시장의 환경변화가 변동성 전이효과에 영향을 미친다는 분석 결과를 제시하고 있다. 조담과 Bauer(2002)는 이변량 GARCH 모형을 이용하여 미국 주식시장으로부터의 아시아 신흥시장 국가(한국·대만·홍콩·싱가포르·태국·말레이시아)에로의 정보 전이효과를 보여주고 있으며, 외환위기를 전후하여 정보전이효과가 신흥시장 국가별로 상이하게 나타나고 있어 1997년 아시아 지역에서 발생한 외환위기가 정보전이효과를 촉진하는 계기로 보기 어렵다는 결론을 제시하고 있다. Miyakoshi(2003)³⁹는 이변량 EGARCH 모형을 이용하여 미국과 일본 주식시장으로부터 아시아 주식시장으로의 변동성 전이효과를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 아시아 시장의 주식 수익률은 미국 주식시장으로부터 영향을 받지만, 일본 주식시장으로부터는 어떠한 영향도 받지 않으며, 아시아 시장의 변동성은 미국시장보다 일본시장의 변동성에 의해 더욱 큰 영향을 받는다는 결론을 제시하고 있다.

특히, 국내에서도 우리나라를 포함한 연구가 활발히 진행되었다. Park and

³⁶ Liu, Y.A., and Pan, M.S., "Mean and Volatility Spillover Effects in the U.S. and Pacific-basin Stock Markets", *Multinational Finance Journal*, Vol. 1, No.1, 1997.

³⁷ Ng, Angela, "Volatility Spillover Effects from Japan and the U.S. to the Pacific-Basin", *Journal of International Money and Finance*, 19, 2000.

³⁸ 조담·Bauer Jr., R.J., 「미국 주가변동에 대한 아시아 신흥시장의 주가반응에 관한 실증적 연구」, 『재무관리연구(제19권 제2호)』, 한국재무관리학회, 2002년.

³⁹ Miyakoshi, T., "Spillovers of Stock Return Volatility to Asian Equity Markets from Japan and the U.S.", *Journal of International Financial Markets, Institution & Money*, 13, 2003.

Fatemi(1993)⁴⁰가 VAR 모형을 이용하여 미국, 일본, 영국의 3개국 시장과 호주, 뉴질랜드, 싱가포르, 홍콩, 대만, 한국, 태국의 7개국 시장을 대상으로 1983년부터 1990년까지의 기간에 분석하여 성호 연계성이 있음을 보여주었다.

차백인과 오세경(1998)⁴¹은 아시아의 주요 신흥공업국가인 홍콩, 한국, 싱가포르, 대만과 일본 및 미국의 주요주가지수의 주간수익률을 이용하여 각 국가간 정보전이 효과에 다른 주식시장에서 비정상 수익의 가능성 여부를 제시하였다. 이들은 주식시장의 비동시거래의 문제를 해결하기 위해 주간주가수익률을 이용하였고 분석기간은 1980년 1월 4일 에서 1998년 6월 19일까지를 전체기간으로 하여 표본을 세 부분으로 나누었는데 기간구분의 이벤트는 미국의 블랙먼데이(Black Monday)와 한국의 외환위기를 기준시점으로 하였다. 분석방법은 VAR 모형을 회귀모형으로 추정 한 후 벡터이동평균모형을 이용하여 예측오차분산분해와 충격반응을 도출하였다. 분석 결과, 블랙먼데이 이후 미국주식시장의 영향력이 홍콩, 한국, 대만의 경우 소폭 증가한 반면, 싱가포르의 경우 상당히 커졌고, 아시아 외환위기 이후 일본 주식시장의 아시아 4개 신흥공업국 주식시장에 대한 영향력은 대폭 증가하였으며 이전보다 오랜 기간 지속된 것으로 나타났다. 또한 외환위기 이후 아시아 4개국 주식시장 모두에 대해 미국의 영향력이 일본보다 더 커졌음을 실증 분석하였다.

유태우와 김춘우(1997)⁴²는 미국과 일본의 주식시장이 한국의 주식시장과 장기적인 관계를 가지고 있는지를 공적분검정을 통한 벡터오차수정모형을 이용하여 충격반응과 분산분해를 이용하여 제시하였다. 분석 자료는 1985년 1월 2일부터 1996년 6월 26일까지의 수요일 종가를 기준으로 한 주간수익률을 사용하였다.

⁴⁰ Park, J., and Fatemi, A.M., "The Linkage between the Equity Markets of Pacific-Basin Countries and Those of the U.S., U.K., and Japan: a Vector Autoregressive Analysis", *Global Finance Journal*, 4, 1993.

⁴¹ 차백인 · 오세경, 「미국 및 일본 주식시장의 아시아 신흥 주식시장에 대한 영향력 분석」, 『금융연구(제12권 제1호)』, 한국금융연구원, 1998년.

⁴² 유태우 · 김춘우, 「미 · 일 주가의 한국 주가에 미치는 영향에 관한 실증분석」, 『증권·금융연구(제3권 제1호)』, 서울대 증권·금융연구소, 1997년.

기간 구분은 1992년 초에 있었던 자본자유화 조치를 기준으로 하여 전체기간을 두 구간으로 나누었다. 분석 결과, 정보전이효과는 1992년 자본시장 개방 전후로 나누어 볼 때 미국의 한국에 대한 전이효과는 차이가 없었으며 일본의 한국에 대한 전이효과는 개방 이전보다 개방 이후에 보다 강하게 나타났다. 이는 자본자유화의 결과라기 보다는 한국의 경기사이클이 1990년대 이후로 지속적인 호황을 구가하고 있는 미국보다는 일본의 경기사이클과 보조를 맞춘 데서 비롯된 것으로 볼 수 있다고 분석하고 있다.

장국현(2001)⁴³은 한국 주식시장이 미국과 일본의 주식시장과 동조화 현상을 나타내고 있는가와 한국 주식시장이 다운사이드 리스크가 있는지를 분석하고 있다. 연구자료는 미국의 S&P500, NASDAQ지수와 일본의 NIKKEI지수와 한국의 KOSPI지수를 사용하였으며, 아시아와 미국의 시차를 고려하기 위하여 일본과 한국의 t시점 자료와 미국이 t-1시점 자료를 이용하였다. 연구방법으로는 한국, 미국, 일본 주식시장 동조화 현상을 파악하기 위하여 두 개의 시계열끼리 짝을 지어 Bivariate GARCH 모형을 이용한 VECH 모형을 사용하여 시간가변적 상관관계를 추출하였고, 다운사이드 리스크의 존재여부를 파악하기 위하여 Bivariate GARCH 모형을 GJR로 확장한 모형을 사용하였다. 분석 결과, 한국과 미국 주식시장 및 한국과 일본 주식시장의 동조화 현상은 1997년 외환위기 이후에 급격하게 증가하였으며 다운사이드 리스크는 약하게 존재함을 확인하였다.

모수원과 김창범(2003)⁴⁴은 외환위기를 전후로 하여 아시아 신흥공업국인 한국, 홍콩, 대만, 싱가포르 4개국 주식시장에 미국 주식시장을 결합, 벡터오차수정 모형을 통하여 상호간의 전파과정을 분석하였다. 분석 결과, 미국주가가 아시아 주가에 일방적으로 영향을 미친다는 것과 아시아 시장 간의 인과관계가 전기에 비해 후기에 더욱 명확히 나타난다는 것을 보였다. 또한 충격반응을 통해 미국주

⁴³ 장국현, 「주식시장의 동조화와 다운사이드 리스크」, 『재무연구(제15권 제1호)』, 한국 재무학회, 2001년.

⁴⁴ 모수원 · 김창범, 「아시아 신흥공업국과 미국주식시장의 상호의존성」, 『국제경영연구 (제14권 제1호)』, 한국국제경영학회, 2003년.

가변동 충격이 전기에 비해 후기에 더 큰 변동을 미치는 것으로 나타났다.

이러한 연구들의 주요 결과를 살펴보면, 한국의 주식시장은 시장개방이 시작된 1990년대 초반 이전에는 해외 주식시장의 영향이 미미한 수준이었으나 이후 미국 주식시장의 영향력이 점차 증가되어 왔고, 특히 외환위기 이후에는 미국 주식시장에 대한 동조화 현상이 두드러지고 있는 것으로 나타나고 있다 한편 김인무와 김찬웅(2001)⁴⁵은 미국 NASDAQ, 일본 JASDAQ 및 한국 KOSDAQ을 대상으로 VAR 모형을 이용하여 1997년부터 1999년까지의 기간에 걸쳐 분석한 결과에 따르면 비거래소시장 간에도 거래소시장과 유사한 현상이 나타나고 있음을 보여주었다.

3) 중국과 세계 주식시장간 정보전이 효과에 관한 연구

중국의 주식시장은 지금까지 많은 규제를 두고 있기 때문에 세계 투자자들의 관심을 끌지 못하였다. 그러나 중국의 WTO 가입과 세계경제에서 중국이 차지하는 비중이 점점 커지면서 중국의 주식시장도 많은 관심을 불러일으키고 있다. 그러나 지금까지 중국과 세계 주식시장 간의 연계성이나 정보전이 현상에 대한 실증 분석은 미흡한 실정이다.

중국주식시장과 다른 국가 주식시장과의 정보전이 효과를 분석한 연구는 张福, 赵华 그리고 赵媛媛(2004)⁴⁶는 미국과 중국 주식시장의 상호관계성에 대하여 실증 분석하였는데, 다른 연구의 결과와 같이 미국에서 중국으로의 정보전이 효과는 있으나, 중국에서 미국으로의 정보이전 효과는 나타나지 않는다고 하였다.

俞世典, 陈守东 그리고 黄立华(2001)⁴⁷는 중국의 상해종합지수와 미국의 다

⁴⁵ 김인무 · 김찬웅, 「한국, 일본, 미국 주식시장의 정보전달: KOSDAQ, JASDAQ, NASDAQ 과 거래소시장을 중심으로」, 『증권학회지(제28집)』, 한국증권학회, 2001년.

⁴⁶ 张福 · 赵华 · 赵媛媛, 「中美股市协整关系的实证分析」, 『统计与决策(2004.2期)』, 2004年.

⁴⁷ 俞世典 · 陈守东 · 黄立华, 「主要股票指数的联动分析」, 『统计研究(2001.8期)』, 2001年.

우존스, 나스닥, 홍콩의 항셱지수 그리고 일본 동경주가지수와 의 상호 연계성에 대하여 분석하였다. 그 결과 외국의 주가지수는 중국지수에 작은 영향을 끼치고 있지만 중국의 영향력은 거의 존재하지 않는 것으로 나타났다.

古永嘉와 萬文陸(2002)⁴⁸는 對중화경제권 내의 정보이전 효과와 미국과의 정보이전 효과에 대하여 연구하였다. 그 결과 나스닥지수가 다우존스지수보다 對중화경제권에 더 큰 영향력을 끼치는 것으로 나타났으며, 對중화경제권 내에서는 서로간의 밀접한 관계가 있는 것으로 나타났다.

김명균과 최려화(2005)⁴⁹는 중국 증권법 발표 시점을 전후로 중국 주식시장과 동아시아 국가 및 미국 주식시장 간의 관계를 일간수익률을 이용하여 VAR 분산분해분석을 하였다. 분석 결과, 중국 주식시장과 미국 주식시장과는 유의적 관계가 존재하지 않았고, 한국 주식시장과도 유의적인 관계가 존재하지 않았다. 상해주식시장과 홍콩 주식시장 그리고 심천 주식시장과 싱가포르 주식시장은 약간의 관계가 나타났으나 유의적이지 않았다. 즉 중국 주식시장은 다른 나라 주식시장 주식시장의 영향을 거의 받지 않은 것으로 분석되었다.

그 밖에 방승욱(2003)⁵⁰은 중국, 일본, 한국 간의 정보전이 현상에 대한 실증 분석을, 김경원과 최준환(2006)⁵¹은 중국 내 4개의 주식시장과 한국 주식시장 간의 정보전달 방향에 대해 실증 분석하였다.

⁴⁸ 古永嘉 · 萬文陸, 「兩岸三地股市連動之研究- 狀態空間模型之應用」, 『證券櫃台月刊金融理論與實踐(70期)』, 2002年.

⁴⁹ 김명균 · 최려화, 「동아시아 주식 시장간의 상호관련성 연구: 중국주식시장을 중심으로」, 하계 학술대회 발표논문, 한국재무관리학회, 2005년.

⁵⁰ 방승욱, 「동북아지역 주식시장 간의 정보이전 효과에 관한 연구」, 『동북아경제 연구(제15권 제1호)』, 한국동북아경제학회, 2003년.

⁵¹ 김경원 · 최준환, 「한국시장과 중국주식시장의 정보이전효과 분석」, 『국제경영연구 (제17권 제4호)』, 한국국제경영학회, 2006년.

제3절 연구분석 틀 및 논문의 구성

1) 연구분석 틀

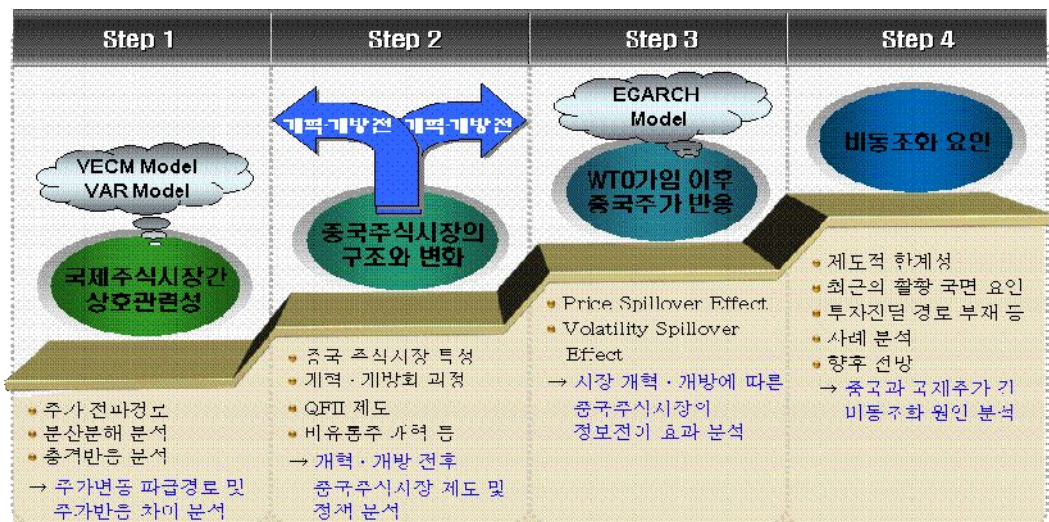
<그림 1-1>은 본고의 분석틀을 나타내고 있다. 중국 주식시장과 국제 주식시장간 비동조화 분석을 위해서 먼저 국제 주식시장간 상호관련성을 분석하였다. 이를 위해 각국간 주가 전파경로, 분산분해 및 충격반응을 실증 분석하였다.

두 번째로 중국주식의 특징과 구조변화를 분석하기 위하여, 개혁·개방을 전후로 중국 주식시장의 제도 및 정책 변화를 고찰하였다.

세 번째로는 개혁·개방 이후인 WTO 가입 이후로 중국 주식시장의 국제 주식시장에 대한 전이효과를 수익률과 변동성 전이효과로 구분하여 실증 분석하였다.

마지막으로는 중국 주식시장의 동조 또는 비동조화에 대한 요인 및 사례분석을 하였고, 비동조화에 대한 평가 및 향후 전망을 하고 결론을 제시하였다.

<그림 1-1> 연구분석 틀



2) 논문의 구성

본 논문은 총 5장으로 구성되어 있다.

제1장은 서론 부분으로 제1절에서는 연구 배경과 목적에 대하여 서술하였다.

제2절에서는 국제 금융시장 동조화에 대한 기존 선행연구 리뷰로, 선진국 주식시장간 정보전이 효과에 관한 선행연구와 선진국 시장의 한국을 포함한 신흥아시아 주식시장에 대한 영향에 관한 기존 선행연구, 그리고 중국주식시장과 다른 국가의 주식시장과의 관련성에 대한 기존 선행연구로 나누어 문헌에 의한 기존 연구물을 중심으로 본 연구의 방향과 방법에 대한 시사점을 얻도록 하였다.

제2장에서는 정보전이 효과 관점에서 기존 연구를 확장하여 미국과 일본 증시에 주요 아시아 주식시장(7개국, 한국 · 중국 · 싱가포르 · 대만 · 홍콩 · 말레이시아 · 태국)을 결합하여 선진시장과 아시아시장 간 주가변동 파급경로를 살펴보는 동시에 선진시장의 주가변동에 대한 주요 아시아 시장의 주가반응에 차이가 있는지를 규명하였다.

먼저 제1절에서는 실증분석에 이용될 표본 선정 및 단위근검정, 공적분검정, 기초통계량 분석 등을 통해 본 논문에 필요한 자료 및 자료의 특성을 알아보았다.

제2절에서는 제1절에서 진행된 단위근검정(Unit Root Test)과 Johansen의 공적분검정으로 모형의 안정성이 확보되고 공적분벡터가 존재하는 것으로 나타났기 때문에, 벡터오차수정모형(VECM : Vector Error Correction Model)으로 아시아 7개국 주식시장과 미국 · 일본 주식시장 상호간의 전파경로를 분석, 상호간의 연계성을 살펴보았다.

제3절에서는 국가간 주식시장의 변동성 전이효과를 잡아내는데 특색이 있는 벡터자기회귀(Vector Autoregression, VAR)모형을 이용, 아시아 외환위기를 전 · 후로 하여 선진국 주식시장으로부터 주요 아시아 7개국 주식시장으로의 주가 변동성 전이효과를 분석하였다. 선진시장으로는 세계금융시장을 선도하는 미국 주식시장과 아시아 지역경제의 중추적인 역할을 하는 일본 주식시장을 선택하여 아

시아 주식시장의 변동성 전이효과를 분석하였다.

제4절에서는 제2절과 제3절에서 실증 분석한 결과를 토대로 소결론을 도출하였다. 분석 결과 대부분의 아시아 주식시장은 미·일 등 선진시장의 주가변동에 의해 영향을 받고 있으며, 일방적인 인과성 또는 양방향 인과성을 보이고 있었다. 그러나 중국 주식시장의 경우는 유일하게 선진시장 및 기타 아시아시장의 영향을 거의 받지 않는 것으로 나타났다.

제3장에서는 제2장에서 도출된 결과인 중국 주식시장의 상대적 폐쇄성, 즉 다른 나라와의 非상호의존성의 이유를 밝히기 위해 중국 증권시장의 구조 및 발전과정을 분석하고 WTO 가입을 전후로 한 개혁·개방화 과정을 서술한 후 중국 주식시장의 주요 개혁·개방화 조치에 대해 살펴보았다.

제1절에서는 중국 증권시장의 구조를 분석하기 위하여 중국의 주식제(株式制) 개혁과 주식시장의 형성과정을 살펴보았으며, 타국과는 다른 주식시장 구조의 특색과 문제점을 분석하였다.

제2절에서는 중국정부가 WTO 가입으로 인해 금융시장을 개방해야 하는 상황에 처해 있으므로 중국 증권시장의 개방화 과정을 살펴볼 필요가 있었다. 이에 본 절에서는 WTO 가입 이전의 주식시장의 제도적 발전과 법률 정비 과정과 WTO 가입 이후의 주식시장 개혁·개방 현황을 살펴보았다.

제3절에서는 WTO 가입 이후에 일어난 중국 주식시장의 주요 개혁·개방 조치를 분석하였다. 특히 중국 주식시장 개혁·개방의 여러 조치 중 중국 주식시장에 미치는 영향이 가장 큰 제도로 QFII 제도와 비유통주 개혁이 꼽히고 있는 바, 양 제도의 도입 배경, 주요 내용 및 진행과정과 중국 주식시장에 미친 영향 등을 분석하였다.

제4장에서는 제2장에서의 분석 한계와 제3장에서 분석한 WTO 가입 이후 중국 주식시장의 개혁·개방을 고려하여 정보전이 효과 및 상호의존성을 재분석하였다. 즉 선진시장과 아시아시장 간에 외환위기를 전후로 한 주가의 상호관련성 분석 중 중국의 경우는 외환위기 이후의 기간인 1997년 이후에도 자본 개방

화가 덜 되어 타 아시아국가와는 달리 선진시장과의 주가 동조화 현상을 분석하는 데에는 한계가 있었다. 그리하여 본 장에서는 본격적으로 외국인에게 증시를 개방한 QFII 제도와 비유통주 개혁 등을 고려하여 WTO 가입 이후의 정보전이 효과를 비교, 재분석하여 중국과 국제 주가와의 동조 · 비동조 현상 여부를 실증 분석하였고 그에 대한 원인을 밝혔다

제1절에서는 중국의 WTO 가입 이후에 일어난 중국주식시장 개방(예, QFII 제도 시행) 및 개혁(예, 비유통주의 유통화 개혁) 시점 등을 고려, 세계 주식시장을 견인하는 미국과 일본 주식시장과 중국 주식시장 간의 상호 정보전이 효과를 분석하여 중국 주식시장이 국제주가와 연계성이 있는지를 모형을 설정, 분석하였다.

제2절에서는 상기 분석 결과, 중국의 주식시장은 WTO 가입 이후에도 국제 주가와의 상호관련성이 미비한 것으로 나타났기 때문에 중국과 국제 주식시장간의 비동조화(decoupling) 원인을 살펴보았다.

제3절에서는 중국 금융시장 등의 변화 방향을 다루고 중국 주식시장 내 개혁 · 개방 동향 및 개혁 · 개방을 위한 중국정부의 움직임 등을 평가하여 향후 전망을 하였다.

마지막으로 제5장은 결론 부분으로서 연구결과를 요약, 정리하였고, 본 연구의 한계와 시사점에 대해 서술하였다.

제2장 선진국 주식시장과 아시아 주식시장간 연계성 분석

제1절 연구자료 및 통계적 특성

1) 표본의 선정

본 연구에서는 한국, 중국, 대만, 홍콩, 싱가포르, 태국 그리고 말레이시아 등 주요 아시아 국가와 선진시장인 미국 및 일본 국가를 대표하는 주가지수를 사용한다.

국가별 주가지수로는 구체적으로 미국의 스탠다드 앤 푸어(S&P500), 일본의 일경225지수(NIKKEI225), 한국의 거래소 종합주가지수(KOSPI), 중국의 상하이 종합지수(SHANGHAI COMPOSITE INDEX), 대만의 가권지수(TAIWAN TAIEX INDEX), 홍콩의 항셱지수(HANGSENG), 싱가포르의 스트레이트 타임즈 지수(STRAITS TIMES), 태국의 태국종합주가지수(STOCK EXCH OF THAI INDEX), 말레이시아의 쿠알라룸푸르 종합주가지수(KLSE)이다. 그리고 분석에 이용될 지수는 일별종가 자료이다.

국가별 시장간의 가격관계 연구에서 발생하는 기술적인 문제는 동일 표본기간을 대상으로 하더라도 각 시장의 공휴일이 달라서 시장간 정보전이 효과를 측정하는데 어려움이 있다. 따라서 본 연구에서는 각 시장의 종가가 결정되는 역일(calendar date)을 기준으로 하여 모든 국가별 데이터에서 휴일 데이터와 주중에 국경일이나 휴업 등으로 발생된 결여된 데이터는 전일 데이터로 연장하여 사용하였다.⁵² 이렇게 얻어진 각국의 지수자료는 식 (1)과 같이 안정적인 시계열 자료로

⁵² 각국 시장의 휴일 등으로 인해 거래가 발생하지 않은 날의 자료를 처리과정에서 제외하는 것보다 휴일 중의 변화가 각국 시장에 미치는 영향을 파악하기 위해서는 전일의 데이터를 휴일의 관측치로 사용하는 것이 보다 바람직함.

변환하여 얻어진 자료를 최종 실증분석에 이용하였다.

$$R_t = Ln(P_t / P_{t-1}) \times 100 \quad (1)$$

표본기간은 아시아 국가의 지수가 상대적으로 안정되기 시작한 1992년 1월 2일부터 2007년 6월 30일까지이며, 또한 외환위기를 전후하여 미국·일본 주식 시장으로부터 한국, 중국, 대만, 홍콩, 싱가포르, 태국, 말레이시아 등 아시아 주식시장으로의 정보전이 효과를 살펴보기 위하여 동남아 외환위기의 발발 시점인 1997년 7월 2일을 기점으로 하여 외환위기 이전 표본기간(1992년 1월 3일 ~ 1997년 7월 1일)과 외환위기 이후 표본기간(1997년 7월 2일 ~ 2007년 6월 30일)으로 구분하였다.⁵³

2) 기초 통계량 분석

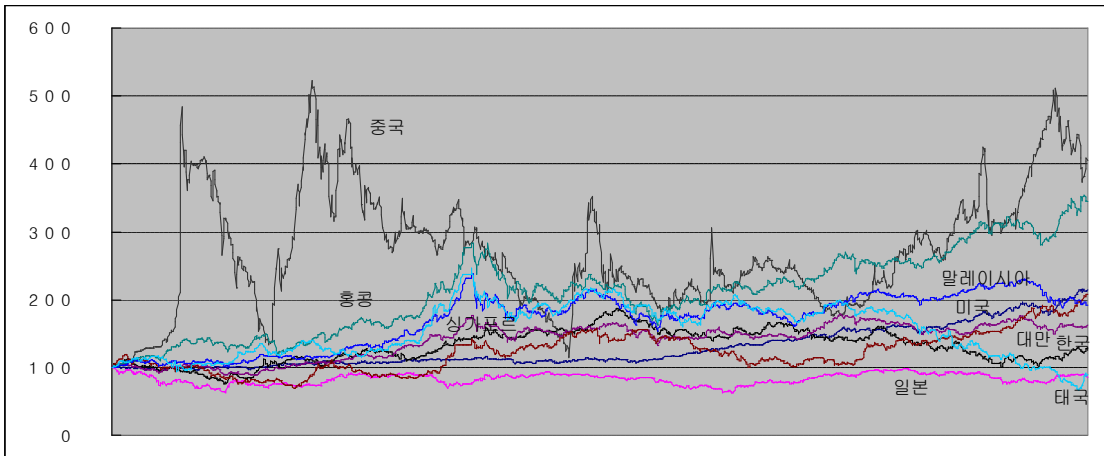
본 연구에서 사용한 자료는 외환위기 이전 기간과 이후에 있어서 국제주식시장의 연계성 및 동태적 인과관계 차이를 밝히기 위하여 외환위기 이전인 1992년 1월 2일부터 1997년 7월 1일을 전기로, 1997년 7월 2일부터 2007년 6월 30일을 후기로 구분하여 분석한다.

<그림 2-1>과 <그림 2-2>는 전기에 비해 후기에 있어서 미국, 일본의 선진국 시장과 아시아 국가의 주가, 아시아 국가들 주가간의 동조성이 심화되고 있음을 보여주고 있다. 그러나 중국은 전기와 후기 관계없이 다른 국가와의 주가추이

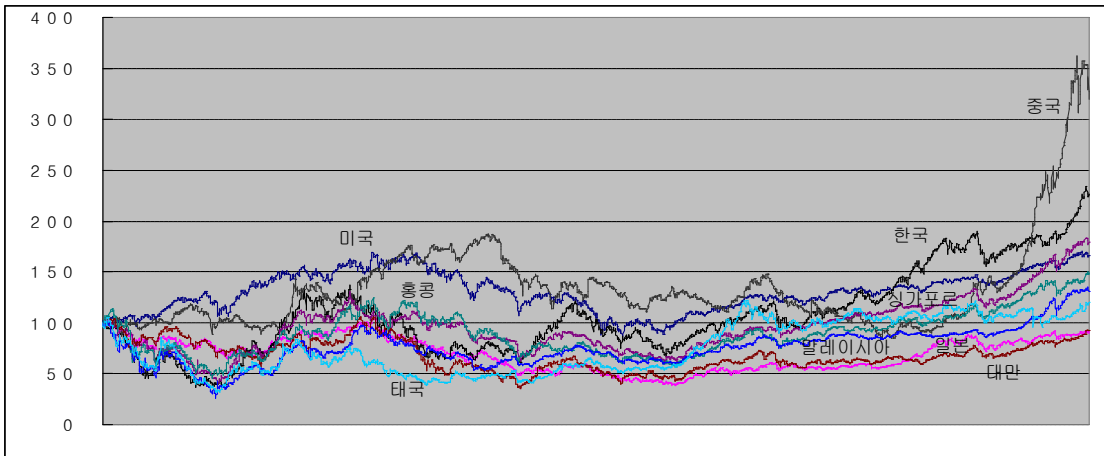
⁵³ 조담과 Bauer(2002) 연구에서 제시한 바와 같이, 1997년 7월 2일을 기준으로 외환위기 전·후를 구분하는 것은 다소 무리가 있음을 배제할 수 없음. 그러나 이 날 태국 중앙은행이 태국의 환율제도를 복수환율바스켓시스템으로부터 관리변동환율시스템으로 변경함으로써 사실상 동남아 국가들의 환율절하 경쟁을 야기시켜 동남아시아에서 외환위기가 구체화되기 시작한 시점임.(오경희·강석규, 「미국과 일본시장의 주가변동에 대한 신흥아시아 시장의 주가반응」, 『국제경영리뷰(제7권 제2호)』, 한국국제경영관리학회, 2003년, 86쪽).

와는 별개로 움직이고 있다.

<그림 2-1> 각국 주식시장 주가 간의 동조성: 전기



<그림 2-2> 각국 주식시장 주가 간의 동조성: 후기



<표 2-1>은 미국 · 일본 · 한국 · 중국 · 싱가포르 · 대만 · 홍콩 · 말레이시아 · 태국 등 9개국 주식시장 일간수익률 자료의 기초통계량을 나타낸 것이다.

<표 2-1> 각국 주식시장 일간수익률 기초통계량

구분	표본 기간	평균	표준 편차	왜도	첨도	J-B	$Q_{(12)}$	$Q^2_{(12)}$
미국	전체	0.033	0.991	-0.123	4.287	2998.8**	35.13**	1364.6**
	1 기간	0.054	0.647	-0.262	1.78	198.3**	13.85	102.44**
	2 기간	0.021	1.138	-0.079	3.244	1100.4**	27.64**	674.06**
일본	전체	-0.006	1.406	0.061	2.289	854.1**	17.43	579.69**
	1 기간	-0.011	1.369	0.308	2.845	488.9**	7.44	210.34**
	2 기간	-0.003	1.427	-0.06	2.025	428.9**	22.89*	386.47**
한국	전체	0.027	1.89	-0.079	4.14	2791.0**	38.17**	1270.7**
	1 기간	0.018	1.318	0.333	2.18	299.6**	13.77	309.24**
	2 기간	0.032	2.142	-0.132	3.316	1154.8**	33.75**	644.07**
중국	전체	0.066	2.683	5.895	144.17	3405317**	47.57**	23.16*
	1 기간	0.1	4.043	4.809	76.779	346275**	23.79*	4.97
	2 기간	0.046	1.457	0.023	5.612	3288.79**	23.57*	234.68**
싱가포르	전체	0.028	1.33	-0.24	29.046	137334**	43.98**	721.73**
	1 기간	0.035	0.922	-0.118	3.169	582.51**	65.09**	276.53**
	2 기간	0.024	1.509	-0.236	26.577	73825.0**	25.12*	446.22**
대만	전체	0.017	1.568	-0.067	2.71	1197.2**	34.97**	570.43**
	1 기간	0.052	1.532	-0.051	2.761	440.1**	17.99	89.72**
	2 기간	-0.002	1.588	-0.073	2.684	753.9**	25.73*	510.14**
홍콩	전체	0.041	1.59	0.011	10.14	16729.2**	57.42**	1468.4**
	1 기간	0.088	1.41	-0.373	3.437	713.6**	33.09**	229.85**
	2 기간	0.015	1.681	0.15	11.614	14099.1**	45.31**	1004.9**
말레이시아	전체	0.023	1.513	0.521	44.579	323591**	73.82**	1983.4**
	1 기간	0.047	1.13	0.17	7.556	3304.9**	62.62**	578.29**
	2 기간	0.01	1.689	0.568	43.569	198482**	63.42**	1270.7**
태국	전체	0.002	1.679	0.199	6.913	7800.1**	73.04**	737.03**
	1 기간	-0.008	1.516	0.097	4.787	1325.3**	47.15**	377.60**
	2 기간	0.008	1.763	0.23	7.323	5623.2**	48.36**	428.80**

- 주 : 1) 1기간은 외환위기 이전(1992.1.2~1997.7.1) 표본기간, 2기간은 외환위기 이후(1997.7.2~2007.6.30) 표본기간임.
- 2) J-B는 수익률의 분포가 정규성을 따른다는 귀무가설에 대한 Jarque-Bera의 정규성 검정통계량임.
- 3) $Q_{(12)}$ 와 $Q^2_{(12)}$ 는 각각 수익률과 수익률 차승에 대한 12시차에 이르는 모든 계열상관들이 0과 무관하다는 귀무가설을 검정하는 Ljung-Box Q통계량을 의미함.
- 4) **, *, †는 각각 1%, 5%, 10% 이하의 통계적 유의수준을 의미함.

우선 흥미로운 사실은 전체 표본기간 동안 일본을 제외한 모든 국가에서 양(+)의 일간수익률이 관찰된다는 점이다. 또한 아시아 국가들 중 대만은 외환위기 이전 양(+)의 평균 일간수익률을 보이고 있지만, 외환위기 이후 하락하여 음(-)의 평균 일간수익률을 보이고 있다.

반면 태국은 외환위기 이전 음(-)의 평균 일간수익률을 보였지만, 외환위기 이후 상승하여 양(+)의 평균 일간수익률을 보이고 있다. 그 외 한국 · 중국 · 싱가포르 · 홍콩 · 말레이시아의 평균 주식수익률은 외환위기 전 · 후 구분 없이 미국과 마찬가지로 양(+)의 수익률을 나타내고 있다. 그러나 그 중 한국을 제외한 모든 국가에서 평균 주식수익률이 외환위기 이전 기간보다 외환위기 이후 기간에 하락한 모습을 보였다.

전체기간의 표준편차를 보면 중국 > 한국 > 태국 > 홍콩 > 대만 > 말레이시아 > 일본 > 싱가포르 > 미국의 크기 순으로, 미국, 싱가포르, 일본이 가장 적었으며, 다른 국가 주가수익률의 변동성보다 역사가 짧은 중국의 주가수익률과 외환위기를 겪은 한국, 태국 등의 주가수익률의 변동성이 크게 나타났다. 이는 신흥시장의 위험이 크다는 일반적인 견해를 잘 반영하고 있다.

또한 외환위기 이전과 이후를 비교해 볼 때 변동성은 모든 나라에서 증가하였다. 즉 외환위기 발발 이후에 각국의 주식시장의 변동성은 외환위기 이전에 비해 주가변동이 더 크며 그에 따라 표준오차도 크게 나타나고 있다.

<그림 2-1>과 <그림 2-2>의 주가행태에서도 후기에 각 나라의 변동폭이 증가한 것을 확인할 수 있으며 변동성의 증가는 외환위기가 일본을 포함한 아시아 국가 및 미국에까지 영향을 주었다는 것을 단적으로 확인할 수 있다. 그리고 이들 국가 중 미국 주가변동의 표준오차가 가장 낮게 나타나고 있는데 이는 미국에서 발생한 주가변동이 어느 정도 증폭되어 일본을 비롯한 아시아시장의 주가에 영향을 미친다는 것을 암시하고 있다.⁵⁴

⁵⁴ 제2장 제2절과 제3절에서 선진국 주식시장과 아시아 주식시장간 연계성 분석 결과, 미국의 t-1 시점의 정보가 아시아시장의 t시점의 주가에 반영됨을 제시하였고, 외환위기 이후 미국시장의 영

한편 왜도와 첨도를 살펴보면, 대부분의 수익률의 분포가 정규분포보다 첨예한 정점과 두꺼운 꼬리(fat-tail)를 갖고 있으며 비대칭적인 모양을 나타내고 있음을 알 수 있다. Jarque-Bera 통계량으로 확인한 표본의 정규성 검정 결과 모든 주가수익률은 정규성을 기각하여 모든 국가의 주식수익률은 정규분포를 이루지 않는 것으로 나타나 일반적인 OLS를 이용한 회귀분석모형을 채택할 수 없음을 알 수 있다.

또한 <표 2-1>에서는 수익률 및 수익률 자승값의 자기상관의 존재유무를 Ljung-Box 통계량을 이용하여 검정하고 있다(Akgiray, 1989)⁵⁵. 수익률의 12시차 자기상관에 대한 통계량인 $Q_{(12)}$ 을 보면, ‘시차 12까지 자기상관관계가 존재하지 않는다’는 귀무가설이 대부분의 수익률 자료에 기각되고 있어 자기상관이 존재함을 알 수 있다. 수익률 자승값의 자기상관에 대해서도 $Q_{(12)}^2$ 통계량이 대부분 자료에서 유의한 것으로 나타나고 있다. 이는 시계열 자료의 분산이 시간에 따라 변화하는 조건부 이분산성을 갖는다는 것을 의미한다. 따라서 본 연구의 시계열 자료분석에서는 자기상관과 이분산성을 고려한 모형을 이용하는 것이 바람직한 것으로 보인다.

3) 안정성 검정

분석을 시작하기 이전에 먼저 공적분기법을 이용하여 모형이 안정적인가를 살펴본다. 만약 그것은 미국 · 일본 주가와 아시아국 주가 간에 안정적인 관계가 성립하지 못할 경우 분석결과가 허구적일 가능성이 크기 때문이다. 공적분은 동태적으로 불안정한 시계열 간의 균형에 대한 검증이므로 먼저 각 변수들의 $I(d)$

향력이 아시아 모든 나라에서 더욱 커졌다는 것을 확인하였음.

⁵⁵ Akgiray, V., “Conditional Heteroscedasticity in Time Series of Stock Returns: Evidence and Forecasts”, *Journal of Business*, 62, 1989.

Akgiray(1989)는 24년 동안의 일별 주가지수수익률 자료를 이용하여 24년 전기간을 4개의 기간으로 나누고 각각의 기간에 대하여 분리, 분석하였음.

과정에서 d에 대한 검정이 이루어져야 한다.⁵⁶

시계열 변수에 대한 단위근 존재유무 검정은 Dickey and Fuller(1979)의 ADF(Augmented Dickey-Fuller) 검정법과 Philips and Perron(1988)의 PP(Philips and Perron) 검정법이 있는데 식 (2)와 같이 최소자승법을 이용하여 추정하는 ADF검정을 이용한다. 그것은 PP검정법이 시계열이 불안정하다는 귀무가설을 기각하는 경향을 강하게 갖고 있기 때문이다(Schwert, 1987).⁵⁷

$$\Delta X_t = c_0 + b_0(Time) + b_1 X_{t-1} + X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (2)$$

여기서 귀무가설은 X_t 가 I(1)이라는 것이며 t통계량을 이용하여 계수 b_1 이 통계적으로 유의하게 0보다 작을 경우 기각된다.

<표 2-2>는 수준변수와 1차 차분변수에 대한 단위근검정 결과를 보여주고 있다. 모든 수준변수는 5% 유의수준에서 단위근을 갖는다는 귀무가설을 기각하는데 실패하고 있는 반면에, 1차 차분한 시계열자료는 귀무가설의 기각에 완벽하게 성공하고 있다.

안정성을 찾기 위해서 1차차분을 필요로 하는 시계열 I(1)으로 나타남에 따라 I(1) 시계열 간의 선형결합에 대한 분석을 Johansen(1988)⁵⁸의 다변량공적분 기법(이하 Johansen검정)을 이용하여 살펴본다.

⁵⁶ 모수원 · 김창범, 「아시아 신흥공업국과 미국주식시장의 상호의존성」, 『국제경영연구 (제14권 제1호)』, 한국국제경영학회, 2003년.

⁵⁷ Schwert, G.W., "The Effects of Model Specification on Tests for Unit Roots in Macroeconomic Data", *Journal of Monetary Economics*, 20, 1987.

⁵⁸ Johansen, S., "Statistical Analysis of Cointegration Vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 1988.

Johansen검정은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\Delta X_t = \sum_{j=1}^{k-1} \Gamma_j \Delta X_{t-j} + \Pi X_{t-k} + \mu + \varepsilon_t \quad (3)$$

<표 2-2> 단위근 검정

		수준변수		차분변수	
		ta^*	$t\tilde{a}$	ta^*	$t\tilde{a}$
외환위기 이전	미국	-2.48(2)	-0.19(2)	-26.41(1)*	-26.62(1)*
	일본	-2.13(1)	-2.49(1)	-39.11*	-39.12*
	한국	-1.57(1)	-1.35(1)	-35.11*	-35.11*
	중국	-1.86(2)	-2.89(2)	-35.47*	-35.46*
	싱가포르	-1.41(2)	-1.89(2)	-25.32(1)*	-25.31(1)*
	대만	-0.50	-0.97	-25.37(1)*	-25.44(1)*
	홍콩	-0.54(6)	-2.10(6)	-15.96(5)*	-15.96(5)*
	말레이시아	-1.80(9)	-2.04(9)	-11.29(8)*	-11.33(8)*
	태국	-1.17(3)	-0.85(3)	-19.03(2)*	-19.14(2)*
외환위기 이후	미국	-1.38(7)	-1.43(7)	-21.20(6)*	-21.20(6)*
	일본	-1.77(4)	-1.24(4)	-26.71(3)*	-26.81(3)*
	한국	-0.51(2)	-1.63(2)	-35.72(1)*	-35.79(1)*
	중국	-1.93(6)	-1.31(6)	-14.02(5)*	-14.19(5)*
	싱가포르	-0.93(6)	-0.70(6)	-21.78(5)*	-21.92(5)*
	대만	-2.19(4)	-1.72(4)	-25.56(3)*	-25.63(3)*
	홍콩	-0.68(4)	-1.69(4)	-22.82(3)*	-22.90(3)*
	말레이시아	-0.37(4)	-2.71(4)	-24.70(3)*	-24.83(3)*
	태국	-0.91(2)	-2.99(2)	-33.42(1)*	-33.46(1)*

- 주 : 1) ta^* 통계량은 추세변수만 없는 경우 식 (2)에서 b_1 의 t 통계량을, $t\tilde{a}$ 통계량은 상수항과 추세변수까지 포함한 경우 식 (2)에서 b_1 의 t 통계량을 의미함.
 2) *는 5% 유의수준에서 단위근을 갖는다는 귀무가설이 기각됨을 의미함.
 3) 임계치는 Fuller(1976)의 표 참조

여기서 X_t 는 p 개의 변수로 이루어진 벡터를, ε_t 는 정규분포를 따르는 백색 오차(white noise)를 나타내며, $\Gamma_t = -(I - A_1 - \dots - A_j)$, $\Pi = -(I - A_1 - \dots - A_k)$ 이다.

식(3)에서 ΠX_{t-k} 의 Π 를 통해 X_t 변수들간의 장기관계를 분석할 수 있다. 일반적으로 행렬 Π 의 계수(rank)는 알려진 값이 아니므로 특성근(eigenvalue)에 기초하여 다음과 같은 두 개의 검정통계량을 이용한다.

$$\lambda_{trace(r)} = -T \sum_{i=r+1}^p \ln(1 - \hat{\lambda}_i) \quad (4a)$$

$$\lambda_{\max}(r, r+1) = -T \ln(1 - \hat{\lambda}_{r+1}) \quad (4b)$$

λ_{trace} 통계량은 많아야 r 개의 공적분벡터가 존재한다는 귀무가설과 공적분벡터가 그보다 1개 더 존재한다는 대립가설과 관련된 통계량이고, λ_{\max} 통계량은 r 개의 공적분벡터가 존재한다는 귀무가설과 $r+1$ 개의 공적분벡터가 존재한다는 대립가설과 관련된 통계량이다.

우도비검정통계량(Likelihood ratio test statistic)을 구하기 이전에 투입되는 시차길이는 Ljung-Box Q 검정통계량을 이용하여 잔차가 백색오차인 최소의 시차길이는 외환위기 이전의 경우 6, 이후의 경우 2로 선택한다.

<표 2-3> Johansen 검정

	$\lambda_{trace}(r)$				$\lambda_{trace}(r, r+1)$			
		VAR(6)	VAR(7)	VAR(8)		VAR(6)	VAR(7)	VAR(8)
외환 위기 이전	$r = 0$	196.43*	197.13*	195.27*	$r = 0 r = 1$	57.54*	57.82*	58.25*
	$r \leq 1$	119.89	118.31	114.02	$r = 1 r = 2$	33.01	35.78	30.63
	$r \leq 2$	86.87	82.53	83.39	$r = 2 r = 3$	23.96	22.58	21.73
	$r \leq 3$	62.91	59.94	61.65	$r = 3 r = 4$	19.28	19.06	18.93
	$r \leq 4$	43.63	40.88	42.72	$r = 4 r = 5$	14.61	14.64	14.74
	$r \leq 5$	29.01	26.23	27.97	$r = 5 r = 6$	12.33	11.63	12.41
	$r \leq 6$	16.68	14.60	15.56	$r = 6 r = 7$	9.37	8.02	8.61
	$r \leq 7$	7.30	6.57	6.94	$r = 7 r = 8$	4.95	4.31	4.95
	$r \leq 8$	2.34	2.25	1.99	$r = 8 r = 9$	2.34	2.25	1.99
	$\lambda_{trace}(r)$				$\lambda_{trace}(r, r+1)$			
		VAR(2)	VAR(3)	VAR(4)		VAR(2)	VAR(3)	VAR(4)
외환 위기 이후	$r = 0$	250.45*	239.10*	226.85*	$r = 0 r = 1$	71.58*	72.25*	70.59*
	$r \leq 1$	148.87	146.84	146.25	$r = 1 r = 2$	51.31	48.96	44.17
	$r \leq 2$	114.55	107.87	102.08	$r = 2 r = 3$	34.90	34.19	34.05
	$r \leq 3$	79.64	73.68	68.03	$r = 3 r = 4$	27.95	26.45	24.53
	$r \leq 4$	51.69	47.22	43.49	$r = 4 r = 5$	20.79	18.12	15.65
	$r \leq 5$	30.90	29.10	27.84	$r = 5 r = 6$	12.94	11.88	11.54
	$r \leq 6$	17.95	17.22	16.29	$r = 6 r = 7$	11.44	10.87	10.42
	$r \leq 7$	6.50	6.35	5.86	$r = 7 r = 8$	5.25	5.10	5.00
	$r \leq 8$	1.25	1.24	0.86	$r = 8 r = 9$	1.25	1.24	0.86

주 : 1) ()의 숫자는 VAR 모형의 시차를 의미하며, *는 5% 유의수준에서
공적분 벡터가 존재하지 않는다($r = 0$)는 귀무가설이 기각됨을 의미함.
2) 임계치는 Osterwald-Lenum(1992)의 표 참조

그러나 결과가 시차수에 강건한가를 파악하기 위하여 최소 시차수부터 2단계 까지 증가시켜 검정하였다. 그 결과 <표 2-3>에서와 같이 외환위기 이전과 이후에 있어서 λ_{trace} 통계량과 λ_{max} 통계량이 모두 5% 유의수준에서 귀무가설을 기각하고 있다. 이와 같이 다변량공적분관계가 성립한다는 것은 다른 시장의 주가지수에 포함된 정보를 이용할 경우 특정 시장의 미래주가를 어느 정도 예측할 수 있다는 것과 시장효율성가설이 기각됨을 의미한다.⁵⁹

⁵⁹ 모수원 · 김창범, 「아시아 신흥공업국과 미국주식시장의 상호의존성」, 『국제경영연구 (제14권 제1호)』, 한국국제경영학회, 2003년, 84쪽.

제2절 미·일 주식시장과 아시아 주식시장간 동태적 인과성 분석

본 절에서는 아시아 국가인 한국, 중국, 싱가포르, 대만, 홍콩, 말레이시아, 태국 7개국 주식시장과 미국 · 일본 주식시장을 결합하여 상호간의 전과과정을 분석하였다. 제1절에서는 분석 결과 모든 시계열 자료에 대한 단위근검정과 모형에 대한 Johansen의 공적분검정을 실시하여 모형이 정상적임을 밝힌 바 있다. 따라서 벡터오차수정모형을 통하여 외환위기 전 · 후를 구분하여 선진시장(미국 · 미국)과 주요 아시아 시장간 인과관계를 밝히고자 한다.

제1절 분석 결과, 공적분벡터가 존재하는 것으로 나타남에 따라 주요 아시아 국가의 주가와 미국 · 일본의 주가 상호간의 동태적 인과성을 살펴보기 위하여 다음과 같은 벡터오차수정모형(Vector Error Correction Model)을 이용한다.⁶⁰

$$\Delta X_t = \sum_{i=1}^n A_i \Delta X_{t-i} + \sum_{i=1}^r \xi_i \theta_{t-i} + v_t \quad (5)$$

단, X_t : 주가의 $n \times 1$ 벡터, A 의 추정 가능한 모수

Δ : 차분연산자

v_t : X_t 의 예상치 못한 변동

θ : r 개의 오차수정항

식 (5)는 표준 그랜저 인과성검정이 완전히 무시하고 있는 전과과정을 오차수정모형의 오차수정항을 통해 파악할 수 있는 장점을 가지고 있다. 즉 벡터오차수정모형은 그랜저 인과성검정을 단기와 장기로 구분하는 것을 가능케 한다. 변

⁶⁰ 모수원 · 김창범(2003)의 「아시아 신흥공업국과 미국주식시장의 상호의존성」의 연구에서도 신흥공업국주가와 미국주가 상호간의 동태적 인과성을 살펴보기 위하여 벡터오차수정모형(Vector Error Correction Model)을 도입하였음.

수들이 공적분관계를 갖게 되면, 장기균형으로부터의 단기적 괴리는 종속변수의 변동에 또 다시 영향을 미쳐 장기균형으로 수렴하게 된다. 또한 차분된 설명 변수들의 F값은 단기 인과성을 나타내며, 장기 인과관계는 오차수정항의 t통계량의 유의성을 통해 알 수 있다. 또한 오차수정항은 장기 공적분관계로부터 도출되었기 때문에 장기 정보를 가지고 있다.

분석기간은 아시아 외환위기 발발 시점인 1997년 7월 2일을 기점으로 하여 외환위기 이전 표본기간(1992.1.2~1997.7.1)과 외환위기 이후 표본기간(1997.7.2~2007.6.30)으로 구분하였다.

벡터오차수정모형을 이용한 동태적 인과성 결과는 <표 2-4>와 <표 2-5>에, 동태적 인과관계의 방향은 <그림 2-3>에 제시하였다.

<표 2-4>와 <그림 2-3>에서 외환위기 이전에 미국의 주가변동은 중국을 제외한 일본, 한국, 싱가포르, 대만, 홍콩, 말레이시아, 태국 등 대부분 아시아 국가 주가에 일방적 인과성을 보이고 있다. 일본의 주가변동은 미국과는 달리 홍콩, 말레이시아 2개국에 일방적 인과성을 보이고 있다.

한편 분석 대상인 주요 아시아 6개국 주식시장에 있어서는, 싱가포르와 홍콩, 싱가포르와 말레이시아, 싱가포르와 태국, 홍콩과 말레이시아, 홍콩과 태국, 말레이시아와 태국은 양방향 인과관계를, 대만과 싱가포르, 말레이시아와 대만은 일방적 인과관계를 보이고 있다.

이에 비해 한국주가는 아시아 시장의 영향을 받지 않고 오로지 미국시장만의 영향을 받는 것으로 나타나고 있고, 중국주가는 일본을 포함한 아시아 시장뿐만 아니라 미국시장 모두의 영향을 받지 않고 있다. 이러한 사실은 아시아 시장에서 한국의 자본시장이 상대적으로 격리되고 있음을 의미하는 것이고, 중국의 자본시장은 이에 더해 국제시장에서 매우 폐쇄적이며 격리되고 있음을 의미하는 것으로 볼 수 있다.

<표 2-4> 동태적 인과관계 분석 : 전기

	F 통계량									오차 수정항 t통계량
	ΔUS	ΔJP	ΔKR	ΔCH	ΔSP	ΔTW	ΔHK	ΔMA	ΔTP	
외환위기 이전(1992년 1월 2일 ~ 1997년 7월 1일)										
ΔUS		2.64 (0.619)	4.03 (0.401)	7.38 (0.117)	2.34 (0.672)	0.35 (0.986)	5.29 (0.258)	6.93 (0.139)	0.77 (0.941)	-3.22* (0.001)
ΔJP	12.28* (0.015)		7.46 (0.113)	3.31 (0.506)	2.33 (0.674)	2.66 (0.614)	3.60 (0.462)	6.66 (0.154)	3.37 (0.496)	3.85* (0.000)
ΔKR	9.77* (0.044)	6.93 (0.139)		5.50 (0.239)	6.11 (0.190)	3.66 (0.453)	1.61 (0.805)	0.28 (0.990)	1.88 (0.757)	3.74* (0.000)
ΔCH	9.28 (0.216)	6.16 (0.187)	6.55 (0.161)		3.80 (0.433)	0.90 (0.924)	5.50 (0.239)	6.25 (0.181)	4.60 (0.330)	-0.24 (0.808)
ΔSP	36.76* (0.000)	7.52 (0.110)	5.72 (0.220)	0.29 (0.990)		9.21† (0.055)	8.82† (0.065)	44.95* (0.000)	9.33† (0.053)	-13.77* (0.000)
ΔTW	12.42* (0.014)	2.07 (0.722)	3.35 (0.500)	1.08 (0.896)	0.79 (0.938)		6.97 (0.137)	18.97* (0.001)	1.82 (0.767)	1.96* (0.049)
ΔHK	6.17† (0.086)	9.72* (0.045)	7.34 (0.118)	5.93 (0.203)	27.82* (0.000)	6.00 (0.198)		24.00* (0.000)	7.85† (0.096)	-0.73 (0.462)
ΔMA	13.68* (0.008)	27.02* (0.000)	5.83 (0.211)	1.41 (0.841)	115.97* (0.000)	7.54 (0.109)	8.45† (0.076)		11.05* (0.025)	8.19* (0.000)
ΔTP	7.76† (0.096)	2.63 (0.619)	7.60 (0.107)	2.28 (0.683)	15.13* (0.004)	2.79 (0.591)	12.63* (0.013)	29.15* (0.000)		1.97* (0.048)

주 : *, †는 각각 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.

그러나 후기에는 세계자본시장의 통합도가 높아짐에 따라 국가간 주가 변동의 동조성이 크게 증가한 것으로 나타나고 있다. 미국주가는 외환위기 이전에서와 같이 이후 기간에서도 중국을 제외한 아시아 모든 주식시장에 영향을 미치고 있다. 외환위기 이전에 홍콩, 말레이시아 2개국에만 영향을 미쳤던 일본주기도 외환위기 이후에는 미국주가와 마찬가지로 중국을 제외한 아시아 주식시장에 영

향을 미치고 있다. (<표 2-5>, <그림 2-3> 참조)

또한 싱가포르와 홍콩, 싱가포르와 말레이시아, 싱가포르와 태국, 홍콩과 말레이시아, 홍콩과 태국, 말레이시아와 태국 시장만이 양방향 인과성을 갖는 전기와 달리 후기에는 한국과 말레이시아 간의 관계를 제외하고 한국, 싱가포르, 대만, 홍콩, 말레이시아, 태국의 주식시장이 상호간에 모두 영향을 미치고 있다. 즉 대부분 아시아 시장 간에는 각 국가간 주가가 양방향 인과관계를 보이고 있는 것이다. 한편 한국과 말레이시아는 서로 직접적으로 영향을 주지 않는 것으로 나타났는데 이러한 결과가 한국 주가와 말레이시아 주가가 상호 외생적임을 의미하지는 않는다. 그것은 전과경로가 미국주가 또는 일본주가와 타 아시아 국가의 주가가 한국주가와 말레이시아주가로 서로 연결되어 서로의 주가변동이 간접 경로를 통해 전파되기 때문이다.

이러한 점은 아시아 한 국가에서의 주가변동이 아시아의 다른 국가들로 전파될 수 있다는 것과, 미국과 일본의 주가변동이 아시아 시장간 전과경로를 통해 확대재생산 될 수 있음을 시사한다.

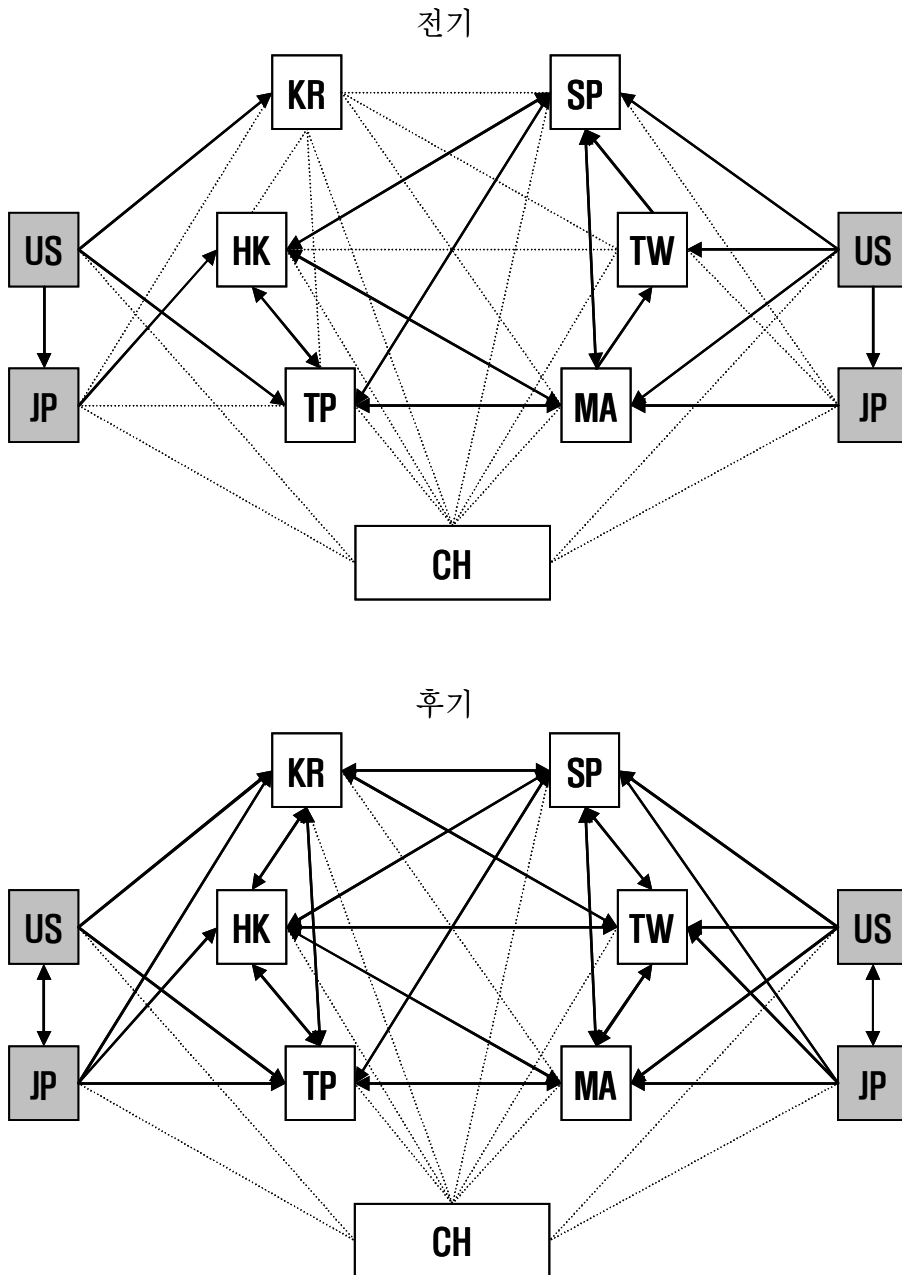
그러나 외환위기 이후 세계자본시장의 통합도가 높아져 국가간 주가변동의 동조성이 증가하는 가운데 중국시장은 예외로 나타나고 있다. 즉 중국 시장은 외환위기 이전과 마찬가지로 국제시장의 영향을 받지 않고 오로지 자국시장 내 요소에 의해 영향을 받고 있는 것으로 나타나 외환위기 이후에도 여전히 중국 자본시장이 폐쇄적이며 격리되고 있음을 보여주고 있다.

<표 2-5> 동태적 인과관계 분석 : 후기

	F 통계량									오차 수정항 t통계량
	ΔUS	ΔJP	ΔKR	ΔCH	ΔSP	ΔTW	ΔHK	ΔMA	ΔTP	
외환위기 이후(1997년 7월 2일 ~ 2007년 6월 30일)										
ΔUS		8.17† (0.085)	4.50 (0.341)	6.70 (0.152)	3.83 (0.429)	6.20 (0.184)	2.41 (0.660)	5.09 (0.278)	6.58 (0.159)	-18.77* (0.000)
ΔJP	33.05* (0.000)		7.42 (0.115)	3.19 (0.525)	6.86 (0.143)	4.72 (0.316)	5.97 (0.208)	1.61 (0.805)	4.83 (0.304)	-1.14 (0.252)
ΔKR	168.82* (0.000)	20.19* (0.000)		3.21 (0.522)	123.91* (0.000)	39.44* (0.000)	21.74* (0.000)	5.10 (0.277)	7.97† (0.092)	-11.44* (0.000)
ΔCH	0.63 (0.959)	2.68 (0.611)	1.89 (0.754)		5.15 (0.271)	1.49 (0.828)	6.54 (0.162)	2.75 (0.599)	2.48 (0.646)	0.72 (0.467)
ΔSP	184.39* (0.000)	9.48† (0.050)	82.05* (0.000)	1.92 (0.749)		61.80* (0.000)	22.39* (0.000)	15.61* (0.003)	10.82* (0.028)	-11.65* (0.000)
ΔTW	222.39* (0.000)	14.18* (0.006)	102.72* (0.000)	4.79 (0.309)	67.11* (0.000)		46.78* (0.000)	27.09* (0.000)	21.59* (0.000)	10.29* (0.000)
ΔHK	111.86* (0.000)	27.64* (0.000)	30.63* (0.000)	6.29 (0.178)	21.45* (0.000)	40.93* (0.000)		25.91* (0.000)	23.47* (0.000)	1.05 (0.292)
ΔMA	25.76* (0.000)	12.79* (0.012)	5.57 (0.230)	3.80 (0.433)	71.39* (0.000)	81.30* (0.000)	151.99* (0.000)		17.87* (0.001)	-6.99* (0.000)
ΔTP	116.45* (0.000)	8.31† (0.080)	20.55 (0.000)	1.54 (0.818)	37.89* (0.000)	54.93* (0.000)	28.34* (0.000)	1.27 (0.865)		4.99* (0.000)

주 : *, †는 각각 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함.

<그림 2-3> 인과관계 방향



주 : 화살표 방향은 인과관계, 파급경로를 나타내며, 점선은 영향이 없는 것을 의미함.

이상의 본 절의 실증분석 내용을 정리하면 다음과 같다.

본 절에서는 아시아의 외환위기를 전후로 하여 먼저 미국과 일본 주식시장과 아시아 주식시장간 동태적 인과성에 관하여 분석하였다. 본 분석은 미국과 일본 주식시장에서 한국, 중국, 싱가포르, 대만, 홍콩, 말레이시아, 태국과 같은 주요 아시아 시장을 결합하여 미국·일본시장과 주요 아시아시장 간 주가변동 파급경로를 아시아 외환위기 이전 기간과 이후 기간으로 구분⁶¹하여 살펴보는데 목적을 두었다.

벡터오차수정모형을 도출하여 동태적 인과성을 살펴본 결과, 전기에 있어서 미국의 주가변동은 중국을 제외한 일본, 한국, 싱가포르, 대만, 홍콩, 말레이시아, 태국 등 아시아 대부분 시장에 영향을 미치며, 일본의 주가변동은 미국과는 달리 홍콩, 말레이시아 2개국에 영향을 미쳤다. 한편 아시아 시장에 있어서는 싱가포르와 홍콩, 싱가포르와 말레이시아, 싱가포르와 태국, 홍콩과 말레이시아, 홍콩과 태국, 말레이시아와 태국은 양방향으로, 그리고 대만 주가는 싱가포르 주가에, 말레이시아 주가는 대만 주가에 영향을 미치나, 한국주가는 아시아시장과 중국주가는 아시아시장은 물론 미국·일본을 포함한 국제시장과 격리된 것으로 나타났다.

이에 비해 후기에는 시장간 주가변동의 동조성이 크게 증가하여 자본시장의 통합도가 높아졌다. 미국주가는 전기에서와 같이 후기에도 중국을 제외한 아시아 모든 국가의 주식시장에 영향을 미치고, 일본주기도 전기와는 달리 후기에 중국을 제외한 모든 국가의 주식시장에 영향을 미쳤다. 아시아 국가의 경우에는 한국과 말레이시아 간의 관계를 제외한 나머지 국가인 한국, 싱가포르, 대만, 홍콩, 말레이시아, 태국의 주식시장이 각각 양방향 전파경로를 보였으며, 한국과 말레이시아도 여러 전파경로를 통해 간접적으로 연결된다는 것을 알 수 있었다.

⁶¹ 분석기간은 1992년 1월 2일부터 2007년 6월 30일까지이며, 아시아 외환위기 발발 시점인 1997년 7월 2일을 기점으로 하여 외환위기 이전 표본기간(1992.1.2~1997.7.1)과 외환위기 이후 표본기간(1997.7.2~2007.6.30)을 구분하였음.

제3절 미·일 주식시장의 주가변동에 대한 아시아 시장의 주가반응

본 절에서는 국가간 주가변동성 전이효과를 잡아내는데 특색이 있는 벡터자기회귀(Vector Autoregression, VAR)모형의 분산분해분석과 충격반응분석을 이용하여 선진국 증시의 주가변동에 대한 주요 아시아 주식시장(7개국, 한국 · 중국 · 싱가포르 · 대만 · 홍콩 · 말레이시아 · 태국)의 주가반응에 차이가 있는지를 규명하였다.^{62,63}

선진시장으로는 세계 금융시장을 선도하는 미국 주식시장과 아시아 지역경제의 중추적인 역할을 하는 일본 주식시장을 선택하여 아시아 주식시장의 변동성 전이효과⁶⁴를 분석하였다. 분석기간은 제2절 미·일 주식시장과 아시아 주식시장간 동태적 인과성 분석기간과 마찬가지로 아시아 외환위기 발발 시점인 1997년 7월 2일을 기점으로 하여 외환위기 이전 표본기간(1992.1.2~1997.7.1)과 외환위기 이후 표본기간(1997.7.2~2007.6.30)으로 구분하였다.

1) 연구방법론

본 연구는 벡터자기회귀모형에 의하여 국가간 주식시장의 정보전이 효과를 측정한다.

⁶² 앞선 제2장 제2절의 각국 주식시장간 동태적 인과성 분석 결과, 미국 · 일본시장의 주가변동이 아시아 주식시장에 영향을 미치는 것으로 나타났음. 즉 주가변동 파급경로가 미국, 일본시장에서 아시아 각국으로 전파되었음.

⁶³ Eun, C., and Shim, S.(1989)은 벡터자기회귀(VAR) 모형을 이용하여 세계 주요 9개국의 주식시장 사이에 나타나는 관계를 연구하였음. 분석결과에 의하면 미국 시장에서 발생한 정보가 다른 나라에 미치는 영향은 큰 반면 다른 나라가 미국 시장에 미치는 영향은 미미한 것으로 나타났음. 주가지수 수익률의 이전효과를 고려한 다른 대부분의 연구들도 미국 시장의 움직임이 일본 · 영국 등 선진 주식시장 및 한국 · 홍콩 등 신흥시장에 모두 영향을 미친다는 실증분석 결과를 제시하였음.(이한식 · 장병문, 「한국과 미국의 주가 동조화 현상 및 국내 주식시장의 효율성 분석」, 『금융연구(제16권 제1호)』, 한국금융연구원, 2002년, 126쪽).

⁶⁴ 벡터자기회귀모형의 추정, 예측오차분해/충격반응분석에서의 변동성 개념은 가격변화비율(수익률)로 정의하였음.

$$Asia_t = a^{Asia} + \sum_{i=1}^n b_i^{Asia} US_{t-i} + \sum_{i=1}^n c_i^{Asia} JP_{t-i} + \sum_{i=1}^n d_i^{Asia} Asia_{t-i} + e_t^{Asia} \quad (6a)$$

$$JP_t = a^{JP} + \sum_{i=1}^n b_i^{JP} US_{t-i} + \sum_{i=1}^n c_i^{JP} Asia_{t-i} + \sum_{i=1}^n d_i^{JP} JP_{t-i} + e_t^{JP} \quad (6b)$$

$$US_t = a^{US} + \sum_{i=0}^{n-1} b_i^{US} Asia_{t-i} + \sum_{i=0}^{n-1} c_i^{US} JP_{t-i} + \sum_{i=1}^n d_i^{US} US_{t-i} + e_t^{US} \quad (6c)$$

단, $Asia_t$ 은 t시점에서 아시아시장의 주가 변동성 시계열

JP_t 은 t시점에서 일본시장의 주가 변동성 시계열

US_t 은 t시점에서 미국시장의 주가 변동성 시계열

VAR 모형에서 n 시차의 결정은 표본자료의 정보량을 잘 반영하는 식 (7)의 Akaike 정보기준(Akaike information criterion, 이하 AIC)에 의거하였다.

$$AIC = \log(\hat{\sigma}_\varepsilon^2) + \frac{2k}{T} \quad (7)$$

단, $\hat{\sigma}_\varepsilon^2$: 오차항의 분산추정값

k : 관찰치의 수

T : 추정할 모수의 수

그러나 벡터자기회귀모형은 전형적으로 시차계수가 평활되어 있지 않기 때문에 해석하기가 곤란하다(Shims, 1980).⁶⁵ 따라서 본 연구에서는 이를 보완하기 위해 벡터자기회귀모형에 벡터이동평균을 고려한 분산분해분석과 충격반응분석을

⁶⁵ Sims, C.A., "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, 48, 1980.

실시하였다. 벡터자기회귀모형에 벡터이동평균을 고려할 경우, 다음의 식 (8)과 같이 된다.⁶⁶

$$Asia_t = \sum_{i=1}^{\infty} \alpha_i^{Asia} e_{t-i}^{US} + \sum_{i=0}^{\infty} \beta_i^{Asia} e_{t-i}^{JP} + \sum_{i=0}^{\infty} \gamma_i^{Asia} e_{t-i}^{Asia} \quad (8a)$$

$$JP_t = \sum_{i=1}^{\infty} \alpha_i^{JP} e_{t-i}^{US} + \sum_{i=0}^{\infty} \beta_i^{JP} e_{t-i}^{Asia} + \sum_{i=0}^{\infty} \gamma_i^{JP} e_{t-i}^{JP} \quad (8b)$$

$$US_t = \sum_{i=0}^{\infty} \alpha_i^{US} e_{t-i}^{Asia} + \sum_{i=0}^{\infty} \beta_i^{US} e_{t-i}^{JP} + \sum_{i=0}^{\infty} \gamma_i^{US} e_{t-i}^{US} \quad (8c)$$

단, $Asia_t$ 은 t시점에서 아시아시장의 주가 변동성 시계열

JP_t 은 t시점에서 일본시장의 주가 변동성 시계열

US_t 은 t시점에서 미국시장의 주가 변동성 시계열

e_t^{Asia} 는 t시점에서 식 (6a)의 오차항

e_t^{JP} 는 t시점에서 식 (6b)의 오차항

e_t^{US} 는 t시점에서 식 (6c)의 오차항

분산분해분석은 시장간 변동성 전이의 원천에 대한 설명을 제공하며, 한 시장에서 발생한 이노베이션(innovation)이 다른 시장의 변동성에 미치는 영향 정도를 알려준다. 만약 미국과 일본시장의 주가변동에 대해 아시아시장의 주가가 충분한 크기로 반응한다면, 미국과 일본 주식시장의 쇼크(shock)에 대해 아시아 시장이 효율적으로 반응한다는 시장효율성의 부분적인 증거로 해석될 수 있을 것이다.

⁶⁶ 강석규, 「외환위기 전·후 미국·일본 주식시장이 신흥 아시아 주식시장에 미친 주가 변동성 전이 효과」, 『산업경제연구(제17권 제5호)』, 한국산업경제학회, 2004년, 1898쪽.

2) 분산분해분석

예측오차 분산분해의 결과는 <표 2-6>에 제시하였다. 미국과 일본시장으로부터 아시아 주식시장으로의 영향은 10일 이내에 대부분 소멸되었음을 알 수 있다.

우선 한국 주식시장의 주가변동은 미국 주식시장의 이노베이션에 의해 전체 기간 5.333%, 외환위기 이전 1.405%, 외환위기 이후 7.595% 정도 설명되며, 일본 주식시장의 이노베이션에 의해 전체기간 3.607%, 외환위기 이전 0.718%, 외환위기 이후 5.324% 정도 설명된다. 따라서 한국 주식시장의 주가변동은 외환위기 이전보다는 이후 기간에 미국과 일본시장의 영향력이 높아졌음을 알 수 있다.

다음으로 싱가포르 시장의 주가변동은 미국 주식시장의 이노베이션에 의해 전체기간 11.164%, 외환위기 이전 8.606%, 외환위기 이후 12.104% 정도 설명되며, 일본 주식시장의 이노베이션에 의해서 전체기간 4.288%, 외환위기 이전 2.907%, 외환위기 이후 5.262% 정도 설명된다.

그 밖에 대만시장의 주가변동은 외환위기 이전 4.162%, 외환위기 이후 7.308% 정도가 미국시장의 주가변동에 의해 설명되고 있으며, 외환위기 이전 2.362%, 외환위기 이후 4.577% 정도 일본시장의 주가변동에 의해 설명되고 있다. 그리고 말레이시아 시장의 주가변동은 외환위기 이전 3.208%, 외환위기 이후 4.918% 정도가 미국시장의 주가변동에 의해 설명되고 있으며, 외환위기 이전 1.993%, 외환위기 이후 2.444% 정도 일본시장의 주가변동에 의해 설명되고 있다. 태국 시장의 경우의 주가변동은 외환위기 이전 2.098%, 외환위기 이후 8.384% 정도가 미국시장의 주가변동에 의해 설명되고 있으며, 외환위기 이전 0.470%, 외환위기 이후 4.354% 정도가 일본시장의 주가변동에 의해 설명되고 있다. 홍콩시장의 주가변동은 외환위기 이전 15.479%, 외환위기 이후 13.095% 정도가 미국시장의 주가변동에 의해 설명되고 있으며, 일본 주가변동에 의해서는 외환위기 이전에는 4.436%, 외환위기 이후에는 10.106% 정도가 설명되고 있다.

<표 2-6> 분산분해분석 결과

	시간대 (일)	미국			일본		
		전체	1 기간	2 기간	전체	1 기간	2 기간
한국	1	1.136	0.023	1.261	3.730	0.323	5.152
	2	5.301	0.024	7.527	3.288	0.327	4.992
	3	5.325	1.171	7.541	3.542	0.436	5.282
	5	5.332	1.403	7.594	3.603	0.717	5.231
	10	5.333	1.405	7.595	3.607	0.718	5.324
	15	5.333	1.405	7.595	3.607	0.718	5.324
중국	1	0.104	0.002	0.036	0.110	0.002	0.048
	2	0.407	0.198	0.423	0.216	0.104	0.280
	3	0.414	0.198	0.483	0.221	0.113	0.284
	5	0.418	0.345	0.426	0.266	0.193	0.248
	10	0.418	0.347	0.431	0.266	0.195	0.249
	15	0.418	0.347	0.431	0.266	0.195	0.249
싱가포르	1	1.468	0.383	1.806	2.350	2.069	2.533
	2	10.786	8.505	11.527	2.874	2.620	3.069
	3	10.959	8.511	11.765	3.863	2.742	4.606
	5	11.162	8.598	12.103	4.283	2.906	5.238
	10	11.164	8.606	12.104	4.288	2.907	5.262
	15	11.164	8.606	12.104	4.288	2.907	5.262
대만	1	3.093	1.011	3.211	2.013	1.009	2.025
	2	6.097	4.048	7.197	3.823	2.016	4.324
	3	6.154	4.094	7.257	3.870	2.033	4.489
	5	6.184	4.160	7.307	4.016	2.361	4.571
	10	6.185	4.161	7.308	4.018	2.362	4.577
	15	6.185	4.161	7.308	4.018	2.362	4.577
홍콩	1	2.031	0.121	2.663	3.994	2.002	5.156
	2	13.343	15.360	13.070	8.398	4.076	9.802
	3	13.344	15.461	13.079	8.459	4.319	9.816
	5	13.356	15.476	13.095	8.606	4.345	10.086
	10	13.358	15.479	13.095	8.611	4.346	10.106
	15	13.358	15.479	13.095	8.611	4.346	10.106
말레이시아	1	0.816	0.081	1.137	1.196	0.442	1.302
	2	4.525	3.118	4.857	2.225	1.570	2.316
	3	4.561	3.171	4.89	2.325	1.968	2.351
	5	4.590	3.203	4.912	2.394	1.991	2.440
	10	4.591	3.208	4.913	2.398	1.993	2.444
	15	4.591	3.208	4.913	2.398	1.993	2.444
태국	1	1.526	0.339	2.042	2.093	0.439	3.063
	2	6.126	2.060	8.189	2.245	0.430	4.137
	3	6.185	2.063	8.317	2.255	0.449	4.191
	5	6.213	2.096	8.383	2.333	0.469	4.353
	10	6.214	2.098	8.384	2.334	0.470	4.354
	15	6.214	2.098	8.384	2.334	0.470	4.354

주 : 1) 1기간은 외환위기 이전(1992.1.2~1997.7.1) 표본기간, 2기간은 외환위기 이후(1997.7.2~2007.6.30) 표본기간임.
 2) 분산분해분석은 미국, 일본, 아시아시장 순으로 계산하였음.

한편 중국 시장의 주가변동은 미국 주식시장의 이노베이션에 의해 전체 기간 0.418%, 외환위기 이전 0.347%, 외환위기 이후 0.431% 정도 설명되며, 일본 주식시장의 이노베이션에 의해서 전체기간 0.266%, 외환위기 이전 0.195%, 외환위기 이후 0.249% 정도 설명되어 다른 6개국 아시아 시장과 같이 외환위기 이전 보다 이후에 영향력이 높아졌지만 그 정도는 미미한 것으로 보여진다.

따라서 분산분해분석 결과를 종합하면, 중국을 제외한 한국, 싱가포르, 대만, 홍콩, 말레이시아, 태국 6개국 주식시장의 주가는 일본보다 미국의 주가 변동에 의해 더욱 민감하게 반응하며, 외환위기 이전보다는 이후 기간에 미국과 일본시장의 주가변동에 의해 더욱 크게 반응한다는 사실을 보여주고 있다. 또한 한국, 싱가포르, 대만, 말레이시아, 태국의 주식시장은 외환위기 이전과 비교할 때, 외환위기 이후 기간에 미국의 영향력이 더 커졌으나, 홍콩시장의 경우는 외환위기 이전 기간보다 이후 기간에 일본시장의 영향력이 더욱 높아졌음을 보여주고 있다. 그러나 중국 주식시장의 경우는 타 아시아 국가와는 달리 미국, 일본 등 선진국 시장의 주가변동에 의해 덜 민감하게 반응하고 있는 특이점을 보여주고 있다.

3) 충격반응분석

미국과 일본 주식시장의 한 단위 충격, 즉 표준편차에 대한 아시아시장의 표준화된 개별 및 누적 충격반응들을 <표 2-7>에 제시하였고, <그림 2-4>에 도시하였다.

먼저 한국 주식시장은 미국시장의 한 단위 충격에 대해 외환위기 이전의 경우 반응을 보이지 않다가 외환위기 이후에는 즉각적인 반응보다는 하루가 경과한 후 더 크게 반응한다는 것을 알 수 있다. 또한 미국시장의 충격이 이틀 후에는 소멸한다는 것을 볼 수 있다. 일본시장의 한 단위 충격에 대해 한국 주식시장은 외환위기 이전 · 이후 모두 즉각적으로 반응하며, 그 반응은 하루가 경과한 후에는 소멸하는 것으로 나타났다.

그러나 중국 주식시장은 미국, 일본 주가에 양(+)의 충격을 가할 경우 전기와 후기에 있어서 모두 반응을 보이지 않고 있음을 알 수 있다.

한편 나머지 아시아 시장을 살펴보면, 싱가포르 주식시장은 미국시장의 한 단위 충격에 대해 외환위기 전에는 즉각적인 반응보다는 그 다음날 더 큰 반응을 보였고, 외환위기 이후에는 즉각적인 반응을 보였다. 또한 외환위기 이전보다는 외환위기 이후에 더 큰 반응을 보이고 있다. 일본시장의 한 단위 충격에 대해서도 미국시장과 마찬가지로 외환위기 이전에는 그 다음날 반응을 보이고, 외환위기 이후에는 즉각적인 반응을 보이다가 다음날 소멸하는 것으로 나타났다.

대만 주식시장은 미국시장의 한 단위 충격에 대해 외환위기 이전의 경우, 반응하지 않는 것으로 나타났다. 외환위기 이후에는 즉각적인 반응을 보이다가 둘째 날 이후 소멸하는 것으로 나타났다. 일본시장의 한 단위 충격에 대해서는 외환위기 이전과 이후에 즉각적인 반응보다는 그 다음날 더 큰 반응을 보이고 다음날 소멸하는 것으로 나타났다.

홍콩 주식시장은 미국시장의 한 단위 충격에 대해 외환위기 이전의 경우, 첫날에는 반응하지 않다가 하루가 경과한 후에 큰 반응을 보이는 것으로 나타났으며, 외환위기 이후에는 즉각적인 반응을 보이다가 둘째 날 이후 소멸하는 것으로 나타났다. 싱가포르와 같이 홍콩의 자본시장은 다른 아시아 시장보다 일찍 개방되어 한국과는 달리 외환위기 이전부터 미국의 주식시장의 변화에 대하여 민감하게 반응하고 있다는 것을 추론할 수 있다. 일본시장의 한 단위 충격에 대해서는 외환위기 이전에는 그 다음날에 반응을 보이고, 외환위기 이후에는 즉각적인 반응을 보이고 있는 것으로 나타났다.

말레이시아 주식시장은 미국시장의 한 단위 충격에 대해 외환위기 이전에는 거의 반응하는 것으로 나타났으나, 외환위기 이후에는 즉각적으로 반응을 했으며, 그 다음날 소멸하는 것으로 나타났다. 다른 아시아 국가와 같이 외환위기 이전보다는 외환위기 이후 더 민감하게 반응하고 있다는 것을 알 수 있다. 일본시장의 한 단위 충격에 대해서도 미국시장의 한 단위 충격에 대한 반응과 유사하게 나타

났다.

태국 주식시장의 경우에는 미국, 일본 시장의 한 단위 충격에 대해 같은 반응을 보였다. 즉 외환위기 이전에는 반응하지 않았고, 외환위기 이후에는 즉각적으로 반응하는 것으로 나타났다.

미국 주식시장의 한 단위 충격에 대한 아시아 국가들의 일주일 간 누적치의 주가반응을 외환위기 전 · 후로 비교하여 보면, 한국은 외환위기 이전 0.008에서 외환위기 이후 0.293으로 무려 35.63배 증가하였다. 중국은 외환위기 이전 -0.007에서 위기 이후 0.024로 양(+)의 충격으로 전환하였으나 일별로 보면 해석상 무의미함을 알 수 있다. 그리고 싱가포르의 위기 이전 0.136에서 위기 이후 0.301로 1.21배 증가하였다. 그리고 대만은 위기 이전 -0.056으로 충격 후 하락세에서 위기 이후 0.333으로 상승하는 것으로 나타났다. 홍콩은 위기 이전 0.170에서 위기 이후 0.393으로 1.32배 증가하였다. 말레이시아는 위기 이전 0.076에서 위기 이후 0.290으로 2.82배 증가하였고, 태국은 대만 시장과 같이 위기 이전 -0.064로 충격 후 하락세에서 위기 이후 0.227로 상승하는 것으로 나타났다.

미국 주식시장의 한 단위 충격에 대한 아시아 국가들의 주가반응의 큰 특징은, 아시아 시장 중 한국 주식시장의 주가는 다른 아시아 국가 주식시장의 주가와 비교해 볼 때, 미국 주식시장의 쇼크(shock)에 대해 외환위기 이전과 비교하여 더욱 민감하게 반응하고 있고, 중국 주식시장은 별 반응을 하지 않고 있다는 것이다.

또한 중국을 제외하고 외환위기를 경험한 국가(한국, 말레이시아, 태국)와 외환위기를 경험하지 않은 국가(싱가포르, 대만, 홍콩)에서 뚜렷한 전이효과의 차이를 발견할 수 없었다.

<표 2-7> 충격반응분석 결과

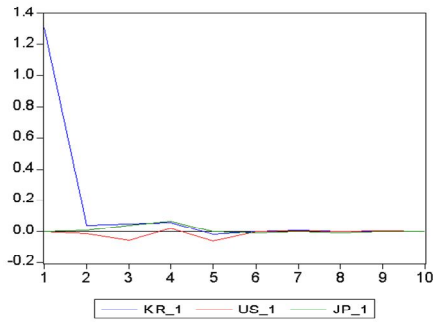
구분	시간대 (일)	미국			일본		
		전체	1 기간	2 기간	전체	1 기간	2 기간
한국	1	0.036	-0.009	0.057	0.119	0.077	0.138
	2	0.068	0.041	0.080	0.107	0.028	0.136
	3	0.047	-0.031	0.076	0.031	0.001	0.040
	3(누적)	0.151	0.001	0.213	0.257	0.106	0.314
	5(누적)	0.224	0.008	0.310	0.270	0.131	0.292
	7(누적)	0.215	0.008	0.293	0.261	0.137	0.277
중국	1	-0.006	-0.012	-0.006	-0.014	-0.030	0.007
	2	0.010	0.024	-0.007	0.010	0.007	0.021
	3	-0.003	-0.010	0.009	-0.001	-0.019	0.026
	3(누적)	0.001	0.002	-0.004	-0.005	-0.042	0.054
	5(누적)	0.006	-0.009	0.026	-0.001	-0.036	0.054
	7(누적)	0.007	-0.007	0.024	-0.002	-0.037	0.056
싱가포르	1	0.119	0.040	0.152	0.083	0.036	0.104
	2	0.097	0.069	0.110	0.073	0.098	0.068
	3	0.022	0.016	0.022	0.018	-0.008	0.028
	3(누적)	0.238	0.124	0.284	0.173	0.126	0.199
	5(누적)	0.260	0.150	0.306	0.125	0.157	0.222
	7(누적)	0.255	0.136	0.301	0.124	0.160	0.221
대만	1	0.030	-0.007	0.050	0.016	0.013	0.022
	2	0.012	0.017	0.006	0.055	0.030	0.143
	3	0.033	-0.006	0.052	0.097	0.013	0.070
	3(누적)	0.074	0.004	0.107	0.169	0.056	0.235
	5(누적)	0.207	-0.054	0.339	0.307	0.063	0.446
	7(누적)	0.205	-0.056	0.333	0.301	0.064	0.426
홍콩	1	0.064	0.009	0.092	0.140	-0.002	0.208
	2	0.054	0.053	0.056	0.087	0.072	0.101
	3	0.071	0.029	0.092	0.037	0.011	0.049
	3(누적)	0.190	0.091	0.239	0.264	0.081	0.358
	5(누적)	0.333	0.174	0.412	0.291	0.078	0.400
	7(누적)	0.321	0.170	0.393	0.286	0.076	0.391
말레이시아	1	0.089	0.018	0.120	0.062	0.028	0.078
	2	-0.022	0.024	-0.042	0.048	0.031	0.050
	3	0.012	0.020	0.010	0.108	0.134	0.104
	3(누적)	0.079	-0.001	0.088	0.218	0.193	0.232
	5(누적)	0.220	0.075	0.283	0.242	0.089	0.305
	7(누적)	0.225	0.076	0.290	0.228	0.096	0.285
태국	1	0.016	0.006	0.037	0.043	-0.090	0.110
	2	0.017	-0.026	0.030	0.067	0.002	0.100
	3	0.008	-0.037	0.023	0.030	0.028	0.033
	3(누적)	0.041	-0.057	0.091	0.140	-0.060	0.243
	5(누적)	0.127	-0.067	0.225	0.198	-0.027	0.313
	7(누적)	0.132	-0.064	0.227	0.198	-0.024	0.307

주 : 1) 1기간은 외환위기 이전(1992.1.2~1997.7.1) 표본기간, 2기간은 외환위기 이후(1997.7.2~2007.6.30) 표본기간임.
2) 충격반응분석은 미국, 일본, 아시아시장 순으로 계산하였음.

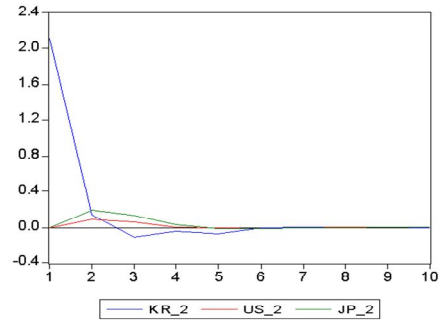
<그림 2-4> 외환위기 전후의 미국과 일본시장의 충격에 의한
아시아시장의 주가반응

한국 주식시장의 반응

[외환위기 이전]

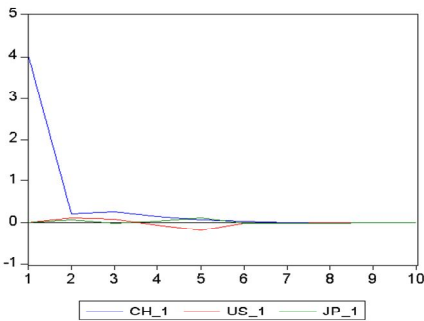


[외환위기 이후]

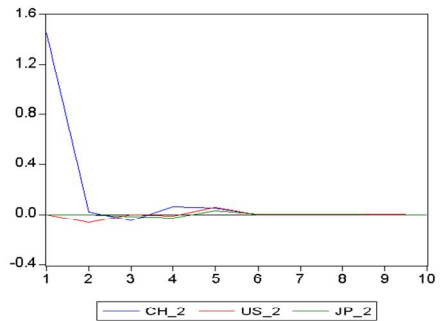


중국 주식시장의 반응

[외환위기 이전]

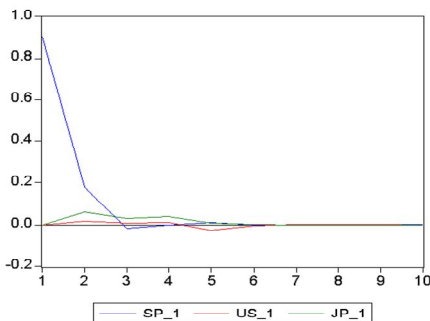


[외환위기 이후]

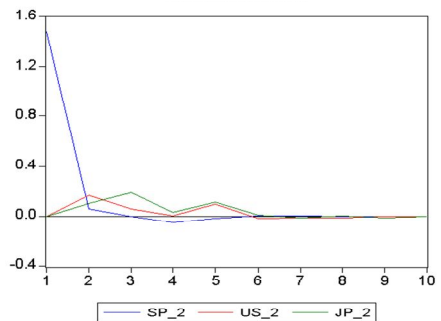


싱가포르 주식시장의 반응

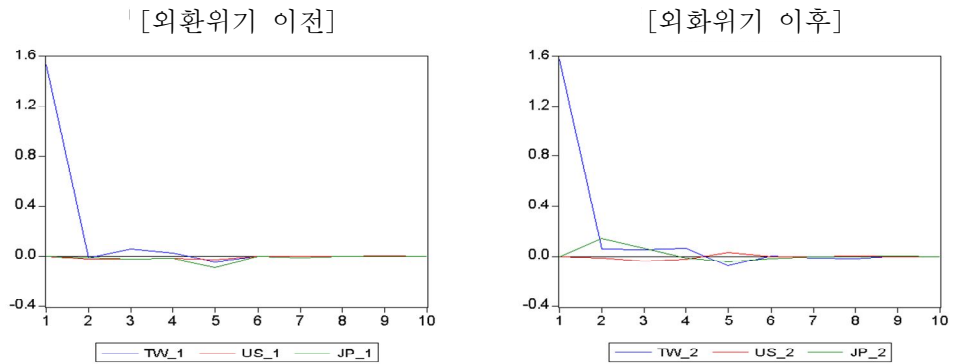
[외환위기 이전]



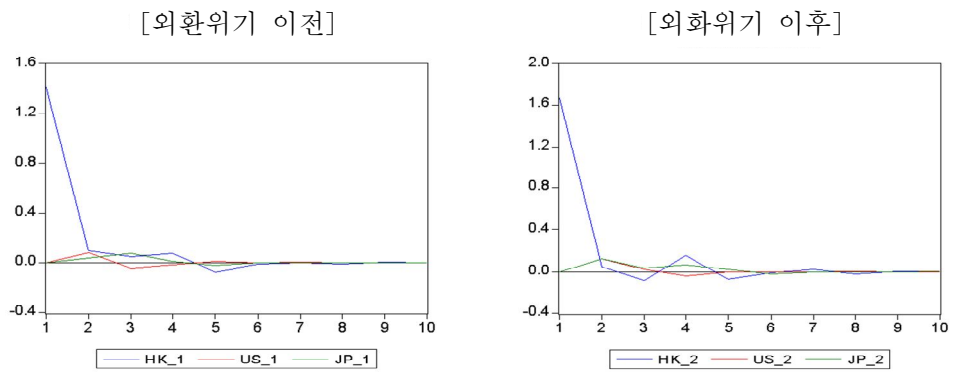
[외환위기 이후]



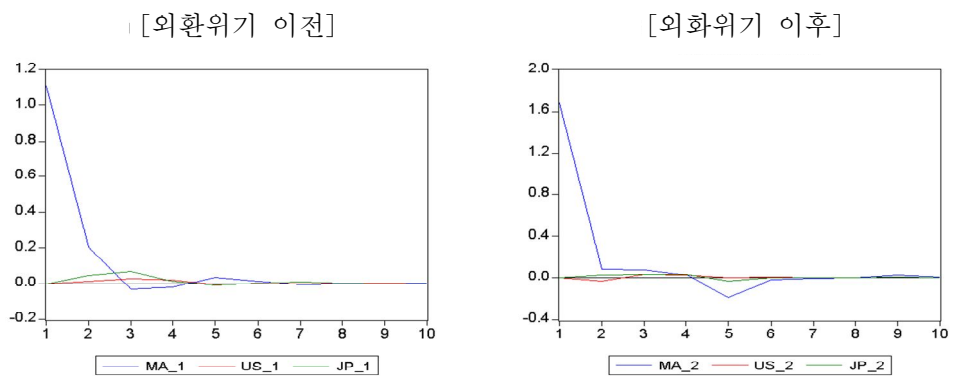
대만주식시장의 반응



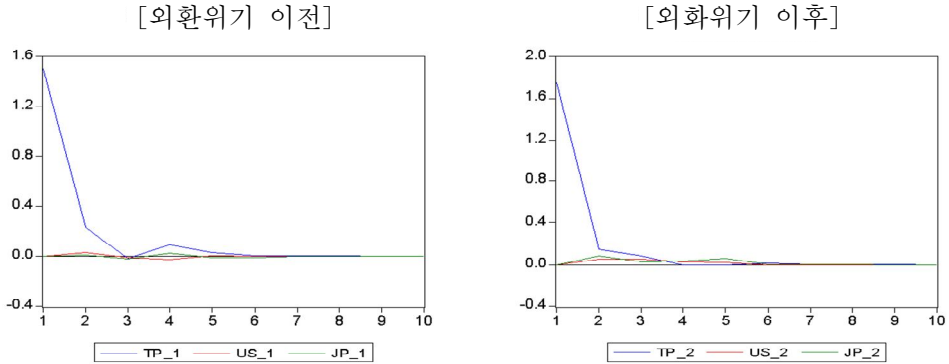
홍콩 주식시장의 반응



말레이시아 주식시장의 반응



태국 주식시장의 반응



한편 일본 주식시장의 한 단위 충격에 대한 아시아 국가들의 일주일 간 누적의 주가반응을 보면, 한국은 외환위기 이전 0.137에서 외환위기 이후 0.277로 1.02배 증가하였다. 중국은 미국 시장의 충격에 대한 반응과 같이 외환위기 이전 -0.037에서 위기 이후 0.056으로 양(+)의 충격으로 전환하였으나 역시 일별로 보면 해석상 무의미했다. 싱가포르의 위기 이전 0.160에서 위기 이후 0.212로 0.38배 증가하였고, 대만은 위기 이전 0.064에서 위기 이후 0.426으로 타 국가 중 가장 큰 5.64배 증가하였다. 그리고 홍콩은 위기 이전 0.076에서 위기 이후 0.391로 4.18배 증가하였으며, 말레이시아는 위기 이전 0.096에서 위기 이후 0.285로 1.98배 증가하였다. 태국은 미국 시장의 충격에 대한 반응과 같이 위기 이전 -0.024로 충격 후 하락세에서 위기 이후 0.307로 상승하는 것으로 나타났다.

일본시장의 주가변동은 외환위기 이후 대만 · 홍콩 등 아시아 주식시장의 주가변동에 더욱 큰 영향을 미치고 있다. 특히 대만 주식시장의 주가는 외환위기 이전과 비교하여 한국 · 싱가포르 · 홍콩 · 말레이시아 · 태국 등 다른 아시아 주식시장의 주가보다 일본시장의 주가변동에 더욱 민감하게 반응하였음을 보여주고 있다. 중국 주식시장의 경우는 미국시장의 충격 반응과 마찬가지로 별 반응을 하지 않고 있다.

4) 요약

본 절의 내용을 요약하면 다음과 같다.

본 절에서는 아시아의 외환위기를 전후로 하여 세계금융시장을 선도하는 미국 주식시장과 아시아 지역경제에 중추적인 역할을 하는 일본 주식시장에서부터 주요 아시아 7개국 주식시장으로의 주가 변동성 전이효과를 분석하였다. 분석기간은 1992년 1월 2일부터 2007년 6월 30일까지이며, 아시아 외환위기 발발 시점인 1997년 7월 2일을 기점으로 하여 외환위기 이전 표본기간(1992.1.2~1997.7.1)과 외환위기 이후 표본기간(1997.7.2~2007.6.30)을 구분하여 국가간 주식시장의 주가변동성 전이효과를 잡아내는데 특색이 있는 벡터자기회귀모형(VAR)모형을 이용하였다.

미국과 일본시장의 주가변동에 대한 아시아 시장의 주가반응 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 아시아시장 각국의 주가는 아시아 경제에서 중추적인 역할을 하고 있는 일본시장보다 국제자본시장에 큰 영향을 행사하는 미국시장의 주가변동에 더욱 민감하게 반응하고 있다.

둘째, 그러나 아시아 주식시장에 대한 일본시장의 영향력도 외환위기 이전보다 외환위기 이후에 더욱 커지고 있음을 보여주었다.

셋째, 미국과 일본시장으로부터의 전이효과는 외환위기를 경험한 국가(한국, 말레이시아, 태국)와 외환위기를 경험하지 않은 국가(싱가포르, 대만, 홍콩) 간에 일관된 변동성 전이효과의 차이를 발견할 수 없었다.⁶⁷

넷째, 외환위기를 계기로 아시아주가의 미국 및 일본시장 의존도가 크게 높아졌다는 것을 알 수 있는데 반해, 중국 주식시장의 경우는 타 아시아 국가와는 달리 미국, 일본 등 선진국 시장의 주가변동에 의해 덜 민감하게 반응하고 있음

⁶⁷ 강석규(2004)의 연구에서도 외환위기를 경험한 국가(말레이시아)와 외환위기를 경험하지 않은 국가(홍콩, 싱가포르)에서 미국 주가변동에 대한 뚜렷한 전이효과의 차이를 발견할 수 없었음.

은 물론, 미국과 일본 주식시장의 쇼크(shock)에 대해서도 외환위기 이전 · 이후 모두 중국 주식시장은 별 반응을 하지 않고 있어 예외적임을 알 수 있었다.

그러나 앞선 제2절의 분석인 주가변동 과급경로 분석의 결과와 마찬가지로 미국과 일본시장의 주가변동에 대한 아시아 시장의 주가반응의 결과도 중국주가는 외환위기 이후 세계자본시장의 통합도가 높아져 국가간 주가변동의 동조성이 증가하는 가운데에서도 예외로 나타나고 있다.

제2장의 분석 결과를 종합하면, 결론적으로 대부분의 아시아 주식시장은 미·일 등 선진시장의 주가변동에 의해 영향을 받고 있으며, 일방적인 인과성 또는 양방향 인과성을 보이고 있는데 반해, 중국 주식시장의 경우는 유일하게 선진시장 및 기타 아시아시장의 영향을 거의 받지 않는 것으로 나타났다.

이후 제3장에서는 제2장에서 도출된 결과인 중국 주식시장의 상대적 폐쇄성, 즉 다른 나라와의 非상호의존성의 이유를 밝히기 위해 중국 증권시장의 구조를 분석하고, WTO 가입 이후 중국 주식시장 내 개혁 · 개방화 과정에서 일어난 주요 조치인 QFII(Qualified Foreign Institutional Investors, 적격 역외기관투자가) 제도 및 비유통주의 개혁 등 중국 주식시장에서 일어난 일련의 구조변화를 고찰할 것이다. 그리고 제4장에서는 제3장을 기초로 WTO 가입 후 중국 주식시장의 개혁 · 개방 등 구조변화 시점을 전후로 그에 따른 정보전이 효과 및 상호 의존성을 재분석하여 중국시장이 여전히 세계 자본시장에서 예외적이고 폐쇄적인지 아니면 여타 국가와 마찬가지로 동조화가 진행되고 있는지를 밝히고 그 요인을 분석하고자 한다.

제3장 중국 주식시장의 발전과 구조 변화

제1절 중국 주식시장의 기본 구조

1) 주식제(株式制) 개혁

중국 주식제(株式制) 기업형태는 1980년대 초반 저장성(浙江省), 광둥성(廣東省) 등 연해 성(省)의 농촌지역에서 농민들이 자발적으로 자금을 모아 기업을 설립함으로써 처음으로 나타났다. 중국정부 또한 향진기업(鄉鎮企業)⁶⁸ 과 소규모 집체기업(集體企業)⁶⁹에 대해 농민들이 주식출자 형태로 참여하는 주식제 시행을 장려하였다.

도시지역 소재 국유기업에 대한 주식제 시행은 이보다 조금 늦은 1980년대 중반부터 시작되었다. 1984년 7월 베이징 티엔차오백화점(北京天桥百货股份有限公司)이 효시이다.⁷⁰ 같은 해 11월 상하이 페이러음향 주식회사(上海飛樂音響股份有限公司)가 처음으로 일부 주식을 공모 발행하였고, 1985년 1월에는 상하이 옌중실업공사(上海延中實業公司) 등이 자본금 전액을 공모로 발행함으로써 중국 최초의 실질적 의미의 주식회사가 탄생하였다. 또한 선전(深圳)발전은행은 1987년 5월 보통주를 공개 · 발행하여 개인에게 주식소유를 허용한 최초의 중국 금융기관이 되었다.

중국정부는 주식제 시행을 적극 장려하여 1986년 12월 《기업개혁의 심화와 기업활력의 증강에 관한 규정》을 통해 “각 지역은 조건을 갖춘 소수의 전민소유

⁶⁸ 중국의 개혁개방운동에 따라 1978년부터 각 지역 특색에 맞게 육성되기 시작한 소규모 농촌기업임.

⁶⁹ 중국의 기업 형태는 국가가 소유하는 전민(全民)소유제, 지방자치단체 주민이 공동으로 경영하는 집체(集體)소유제, 개인 또는 합작·합자·외국인 단독 등 3자(三資)기업 등 3가지 종류가 있음.

⁷⁰ 당시 이 회사는 액면가 100위안, 3년 만기의 기한으로 3만 주를 회사 내의 종업원에게 판매함. 다만, 만기 후 전액 국가가 인수한다는 조건이어서 주식보다는 오히려 채권에 가깝다고 할 수 있음.

제(全民所有制) 대·중형기업을 선정하여 주식제를 시행해도 좋다”고 발표하였다. 이에 상하이(上海), 선전(深圳), 우한(武漢), 충칭(重慶) 등의 대도시를 중심으로 국유기업의 주식제가 확산되어갔다.⁷¹

이러한 주식제 시행을 통해 진정한 소유와 경영의 분리가 이루어질 수 있고, 기업의 효율화, 활성화를 도모할 수 있다는 차원에서 정부는 적극 장려하였다. 과거 국유기업 개혁의 일환으로 추진되던 이개세제(利改稅制)⁷², 청부경영책임제(請負經營責任制)⁷³ 등도 소유와 경영의 분리를 통해 기업 활성화를 도모하려는 것이었다. 그러나 주식제는 이보다 한 단계 나아가 기업에 대한 재산권 관계에까지 변화를 가져오는 것이기 때문에 공유제에 근간을 둔 사회주의 속성에 적합하지 않다는 견해도 있었다. 주식제가 반드시 국유기업의 사유화(privatization)를 의미하는 것은 아니고, 여전히 국가가 대주주의 위치를 차지하고 있었다. 즉 국가는 기업경영에 직접 관여하지 않되, 대주주로서 국유자산의 관리 및 증식이라는 경제적 차원에서 간접적으로 권한을 행사함으로써 기업의 효율성을 제고할 수 있다는 것이다.⁷⁴

최근 중국 주식제의 커다란 변화는 국유기업의 국가소유 지분인 국유주를 시장에서 거래토록 허용하려는 단계적 방침을 세우고 있다. 그 동안 정부는 늘어나는 재정적자를 국채 발행에만 의존해 왔으나 국채의존도를 줄이고, 국유기업의 경영에 민간부문을 참여시켜 효율성을 제고한다는 것이다.

⁷¹ 서석홍, 「중국 국유기업 개혁의 현황, 문제점 및 발전방향」, KIEP, 1998.12, p.88.

⁷² 상급 정부기관에 이윤의 형태로 귀속되던 자금을 법인소득세 형태로 세무기관에 납부하는 방식

⁷³ 기업이 기업의 소유자로서 국가와 일정기간 동안 상호간의 책임 권리 및 이익을 규정하는 계약을 체결하고 이 계약에 의거하여 해당기업의 자산을 자주적으로 관리 경영하는 권리를 부여 받는 제도

⁷⁴ 김시중, 「중국 국유기업 개혁의 전개와 전망」, KIEP, 1993.2, p.71~72.

2) 주식시장의 형성과 발전

1980년대 중반부터 주식제가 시험적으로 실시됨에 따라 초보적인 주식 유통 시장도 형성되기 시작하였다. 중앙정부는 주식 유통시장의 발전을 위해 상하이(上海)와 선전(深圳) 두 곳을 주식거래 시범지역으로 선정하였다. 1986년 9월 중국공상은행(中國工商銀行) 상하이 신탁투자공사(上海信託投資公司)가 처음으로 발행주식 인수 금융기관인 정안(靜安)증권업무부를 신설하고, 상하이 페이러음향 주식회사(上海飛樂音響股份有限公司)와 상하이 연중실업공사(上海延中實業公司)의 2개 주식에 대한 점두거래⁷⁵를 시작하였다. 1987년 9월 설립된 선전특구증권공사(深圳特區證券公司)는 선전발전은행(深圳發展銀行) 주식의 장외매매를 담당하였다.

1990년대부터 중국 주식시장은 본격적인 발전기반을 갖추게 되었다. 1990년 12월과 1991년 7월 각각 상하이와 선전에 증권거래소가 설립되었으며, 1992년 10월에는 국무원 증권위원회(國務院 證券委員會)와 그 집행기관인 중국증권감독관리위원회(中國證券監督管理委員會, 이하 증감위)가 설립되었다. 증권거래소와 증권관련 감독기구 설립은 증권시장의 신뢰도를 높이는데 크게 기여하였고, 이에 따라 기업 및 개인들의 주식에 대한 관심도 높아졌다.

1984년 주식 발행이 처음 이루어진 이래, 1989년까지 6년간 주식 발행 규모는 42억 위안에 그쳤고, 1990년에는 천안문(天安門) 사태의 영향과 중국정부의 주식제 관리 강화 등으로 거의 중단된 상태였다. 이후 증권거래소 설립, 1992년 덩샤오핑(鄧小平)의 남순강화(南巡講話) 이후 정부 당국의 적극적인 주식시장 육성 정책에 힘입어 1992년 한 해만도 125.7억 위안의 주식이 발행되었다.

그 후 주가의 등락이 심해 주식시장이 불안정하기는 하였으나 상장기업 수와 시가총액 등 주식시장의 총량지표는 매년 꾸준히 증가하였다. 2006년 말 현재 시가총액은 8조 9,404억 위안에 달해 GDP의 42.7%에 이르고 있다. 1990년대 초

⁷⁵ 증권거래소가 개설하는 정규적인 증권시장 이외의 모든 장소에서 이루어지는 증권거래로 장외거래(場外去來)라고도 함.

반 GDP 대비 시가총액 비중이 3.0%에 불과한 점과 비교한다면 연평균 100% 이상의 놀라운 성장을 거듭해 온 셈이다.

<표 3-1> 중국 주식시장 발전 추이

	1992	1995	1998	2001	2003	2006	2007.6
상장기업수 (사)	54	322	851	1,160	1,287	1,434	1,477
상장주수 (억주)	74	763	2,522	5,218	6,428	14,898	16,892
거래규모 (억위안)	708	4,023	23,544	38,305	32,115	90,469	237,180
시가총액 (억위안)	1,047	3,474	19,506	43,522	42,458	89,404	166,233
대GDP비중 (%)	3.9	5.9	24.5	39.7	31.3	42.7	-

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC)

3) 중국 주식시장의 구조

(1) 주식 종류 : 이원적인 시장구조

중국의 증권시장은 다른 국가의 증권시장과 달리 이원적인 구조를 띠고 있다. 우선 발행지가 국내냐 해외냐에 따라 달라진다. 국내에서 발행되는 주식으로는 A주식과 B주식이 있다. A주식은 중국인 혹은 중국법인을 대상으로 발행한 것으로, 위안화로 호가 거래된다. B주식은 외국인투자자를 대상으로 발행되며, 액면가는 위안화로 표시되나 호가는 외화(상하이 : 미 달러화, 선전 : 홍콩 달러화)로 거래되는 주식을 말한다.

A주식은 소유자가 누구냐에 따라 다시 ① 중앙정부 또는 지방정부가 기업공

개 발행 전, 발기인 형식으로 투자한 국유주(國有股), ② 기업이 법에 의해 운용할 수 있는 자산을 타 기업에 투자하거나 또는 법인자격을 갖고 있는 사업단위 및 기타 사회단체가 정부 허가를 받아 매입한 법인주(法人股), ③ 개인 또는 법인이 증권거래소를 통하여 취득한 사회개인주(社會個人股), ④ 사모가 승인된 회사가 국가체제개혁위원회의 허가를 거쳐, 주식 총 발행규모의 25% 범위 내에서 직원들을 위해 발행된 우리스주(職工股) 등의 네 가지 형태로 나눌 수 있다.

이 네 가지 형태 가운데 주식시장에서 유통 가능한 주식은 사회개인주와 발행 후 3년이 경과된 우리스주 만이며, 절반 이상을 차지하는 국유주와 법인주는 제외된다. 따라서 발행주식 수는 많아도 실제 시장에서 거래되는 주식은 그리 많지 않다.

B주식은 1991년 상하이 진공전자부품 유한공사(上海眞空電子器件有限公司)가 100만주를 발행하여, 1992년 2월 상하이 증권거래소에 상장한 것이 최초이다.

동일 기업이 A주식과 B주식을 동시에 발행할 수도 있다. 이 두 가지 주식은 권리와 의무가 동일하다. 그러나 B주의 경우, 2001년 내국인에게 개방되어 현재는 외국인과 내국인 모두 현재 B주를 거래할 수 있으나 유동성의 제약을 받는데다가 외국인들이 중국보다는 홍콩에 상장된 중국기업을 선호하는 경우가 많다. 따라서 실제로 동일기업이 발행하였다 할 지라도 B주식은 A주식에 비해 低평가⁷⁶되어 거래되는 것이 일반적이다. 이로 인해 중국기업이 B주 발행을 꺼리는 경우가 많고, 설사 발행한다 하더라도 A주와 B주를 동시에 발행하는 경우가 대부분이다.⁷⁷ 2006년 말 현재 발행기업 수를 보면 A주 상장기업이 월등히 앞서며, B주만을 발행한 기업은 극히 적은 것으로 나타났다.

⁷⁶ 2006년 말 현재 B종목의 A시장 동시 상장 종목 할인율은 A시장 가격 대비 평균적으로 33.8%임(오재열, 「중국 증시 개요 및 주식시장 전망」, 한국투자증권, 2007.2).

⁷⁷ 2007년 6월말 현재 1,477개 상장기업 가운데 A주 상장기업은 1,329社이며, B주 발행기업은 23社에 불과함. 그리고 A주와 B주를 동시에 상장하고 있는 기업은 86社임.

이밖에 중국의 주식구조는 국유주와 비국유주로 구성되어 있다.⁷⁸ 증권시장에 국유주가 존재한다는 것은 중국증권시장의 고유한 특징이다. 국유주와 법인주는 유통되지 않는 주식으로 전체 주식의 약 2/3의 비중을 차지하고 있으며, 최근 비유통주의 유통화 개혁이 진행 중에 있다.

(2) 증권관련 기관

가. 증권거래소

1980년대까지 각 지방정부는 자체적으로 증권거래센터를 설립하고 주식매매 업무를 담당해 왔다. 이들은 각자 증권 법규를 제정하고, 이에 의거해 자გი지역의 증권관련 업무를 감독하였다. 그러나 각 지방마다 거래수단이나 매매방식이 달라 혼동이 일자, 중앙정부는 주식시장의 발전과 통일성을 기하기 위해 전국적 규모의 증권거래소 필요성을 절감하고, 1990년과 1991년 각각 상하이와 선전에 증권거래소를 설립하였다.

현재 이들 두 곳의 주식 거래 방법은 대동소이하나 거래비용, 매매단위 등에 있어 약간의 차이를 보이고 있다. 상하이 증시에는 제조업 분야의 기업이 많은 반면, 선전 증시에는 유통, 무역 분야의 기업들이 많은 게 특징이다. 최근 들어 관리의 효율화 차원에서 양 거래소의 통합논의가 활발하게 진행되고 있다.

과거 증권거래소는 상하이와 선전의 지방정부성 법규를 통해 자체적으로 운영되었다. 그러나 중국정부는 중앙정부기구 개혁과 증권시장 관리감독의 효율성을 기하기 위해 국무원 증감위의 통제 하에 두었다. 따라서 현재 증권거래소 설립과 해산은 증감위가 심사하고 국무원이 최종 결정하며, 증권거래소 최고경영자의 임명도 역시 증감위에서 결정되고 있다. 사실상 현재의 증권거래소는 국무원

⁷⁸ 국유주는 국유기업의 소유제 성질을 유지하고 국유기업의 우위를 유지하려는 취지에서 탄생하였음. 한편 비국유주는 법인주와 일반주로 구성되어 있음.

직속의 증감위 산하에 있는 셈이다.

<표 3-2> 상하이(上海)·선전(深圳) 증권거래소 거래방식

	상하이(上海)		선전(深圳)	
	A주	B주	A주	B주
중국인 투자 가능여부	가능		가능	
외국인 투자 가능여부	불가 (QFII가능)	가능	불가 (QFII가능)	가능
결제일	T+ 1	T+ 3 (T+ 1일에 재매매 가능)	T+ 1	T+ 3, (T+ 1일에 재매매 가능)
거래 화폐	위안화	미국 달러	위안화	홍콩 달러
최소 매매단위	0.01위안	0.001 US\$	0.01위안	0.01 HK\$
최소 매매수량	매 건당 100주의 정 배수로 주문 가능 (매도 시는 수량 단위 상관없음)			
가격 제한 폭	±10% (ST종목 ⁷⁹ : ±5%)			
매매가능 일시	주 5일(월요일 ~ 금요일), 국가 공휴일 제외 09:30~15:00(휴장시간 : 11:30~13:00)			
매매방법	지정가만 존재			
수수료	거래금액의 1.2%			

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC)

나. 증권감독기관

현재 중국 증권 관련 감독기관으로는 증감위가 있다. 1998년까지 만해도 국무원 산하에 증권위원회가 중국 증권시장을 관리하는 최고기관이었으며, 증감위

⁷⁹ ST주(특별관리 종목) : SPRECIAL TREATMENT의 약자로 주당 순자산이 마이너스인 경우 혹은 거래소의 기타 규정 위반한 종목에 대해 특별관리됨.

는 단지 증권위원회의 명령에 따르는 집행기관에 불과하였다. 그러나 증권시장의 이러한 이중적 관리체제로 인해 비효율성이 나타나자 증권 감독기관의 통일성을 기하려는 움직임이 나타났다.

1997년 11월 국무원은 《증권거래소관리방법(證券交易所管理辦法)》 개정⁸⁰을 통해 증권거래소와 증권거래소 내에 설립되어 있는 증권등기결산기구에 대한 관리감독을 이전의 해당 지방정부에서 증감위로 이전하였다. 그리고 증권거래소 총경리, 부총경리 임명권도 증감위에 이양함으로써 증감위의 권한을 대폭 강화시켰다. 1998년 4월 정부는 국무원 기구개혁의 일환으로 국무원 증권위원회의 업무를 증감위로 이관하여 증감위 감독기능의 강화를 꾀하는 한편, 인민은행 본점 소속이었던 非은행금융기구국 증권관리 부서를 증감위 산하로 재편시킴으로써 사실상 중국 증권시장의 감독체계가 완전히 일원화되었다.

이에 따라 중국 증감위는 현재 중국 증권시장의 단일 감독기관으로 증권관련 법률 작성, 증권법규와 정책에 관한 감독, 조사, 위법행위에 대한 처벌, 연간 증권시장 발전계획안 작성, 중국계 기업의 해외 주식 발행과 상장에 대한 사전심사 및 허가, 증권거래소 및 증권경영기구 감독 등 증권시장 관련 업무를 총괄하여 관리하고 있다.

또한 증권법 제정 이전에는 각 성(省) · 시(市) · 자치구(自治區) 내에 증권관리 판공실을 두어 지방의 증권관련 업무를 조정하였다. 이들은 표면상으로는 증감위의 관리감독을 받았으나 실질적으로는 해당 지방정부의 영향을 더욱 크게 받고 있었다. 그러나 증권법 제정으로 증감위가 각 지방의 증권관리부문을 총괄 관리한다고 명시함으로써 각 지방정부의 증권감독 기능은 사라지게 되었다.

⁸⁰ 이로써 1993년 7월 국무원이 제정한 《증권거래소 관리 잠정규정(證券交易所管理暫行辦法)》은 폐지됨.

〈표 3-3〉 중국증권감독관리위원회 기능

증권 관련 업무
시장 발전 계획과 정책을 연구, 제정하여 관련 법안을 제출
증권거래소, 상급 관리기관, 유가증권협회를 규정에 따라 감독하고 각 지역의 시장 감독 기구에 대해 수직적 권한 행사
정보 공시와 전달을 감독하고 증권시장에 관한 정보원 운영과 통계 담당
주식 등의 발행, 매매, 보호, 결제 등을 감독,
중국 내 기업의 직접 혹은 간접적인 주식의 발행과 상장 감독, 국내기관에 의한 해외 유가증권기관 설립에 관한 감독, 해외기관에 의한 국내 유가증권기관의 설립 감독
증권에 종사하는 법률자문회사, 회계법인, 자산평가회사, 그리고 이들 기관에 종사하는 전문가들을 감독하고 그 업무 권한을 인증
관련법과 규정을 위반하는 행위를 조사, 처벌
증권 관할 당국으로서 해외 협력 업무
국무원의 위임을 받는 기타 업무
중국인민은행과 협조하여 기금예치기관의 자질을 승인하고 예치사업을 감독

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC)

다. 증권회사

중국의 첫 증권회사는 1987년 처음으로 선전경제특구 증권회사(深圳經濟特區證券公司)이다. 1990년대 들어 증권시장의 활성화되면서 많은 증권회사가 설립되었고, 2006년 말 현재 전국적으로 104社⁸¹가 영업 중에 있다.

증권회사 설립은 증감위 허가를 받아야 하며, 반드시 주식회사가 아니어도 된다. 정부는 증권회사의 경쟁력 강화 차원에서 증권회사를 종합증권회사(general securities company)와 중개증권회사(brokerage securities company)로 분류하고 있다. 종합증권회사는 자본금은 5억 위안 이상이고, 중개증권회사는 5,000만 위안 이상이다. 종합증권회사는 중개업무, 매매업무, 인수업무, 증권감독

⁸¹ 신탁투자공사(信託投資公司)도 증권매매업무를 담당하므로 이를 합치면 약 150여社로 늘어남.

관리기구가 허가한 기타업무 모두를 취급할 수 있으나 중개증권회사는 중개업무만 가능하다.

4) 중국 주식시장의 문제점

중국 자본시장의 역사는 15년 남짓에 불과할 정도로 일천하다. 게다가 중국 경제체제가 여전히 공유제(公有制)를 근간으로 하고 있기 때문에 주식시장의 발전은 일단 그 한계점을 안고 시작할 수 밖에 없다. 이하에서는 중국 주식시장의 문제점에 대해 살펴보려고 한다.

(1) 중국 주식시장의 내재적 문제점

중국 증권시장의 한계 중 가장 큰 문제점은 실적이 부진한 기업이 당(黨)자원으로서 이용가치가 크기 때문에 관리부문 또는 지방정부가 문제기업에 대해 인수합병을 통하여 형태만 바꾸어 당의 자원을 그대로 보유하려 한다는 것이다. 따라서 문제기업의 시장퇴출에 따른 비용과 부담은 그 만큼 증가할 수 밖에 없다는 점이다. 이밖에 중국증권시장은 서방국가의 증권시장이 비체계적 위험⁸² 비중이 큰 것과는 달리 체계적 위험 비중이 크게 존재하고 있다. 즉 체계적 위험이란 증권시장 전체와 관련된 위험으로 금리위험 및 정책위험, 시장위험 등으로 이 같은 체계적 위험은 금융위기를 유발하는 주요 원인으로 지목되고 있다. 실제로 체계적 위험이 심한 경우, 각 주식의 가격이 일치하는 경향을 나타내며 시장 속에서 투자 다변화나 효율적인 조합을 통해서도 위험을 분산하거나 회피하기 어렵게 만들곤 한다. 특히 정부의 간섭과 같은 정책요인이 주가의 급락 급등을 야기하기도

⁸² 비체계적 위험은 개별주식의 위험으로써 분산투자로 위험을 제거할 수 있음. 이는 즉, 개별 기업의 실적이 악화된다면 그 기업의 주가는 하락할 수 있으며, 이러한 개별적인 기업의 상황은 여러 기업(각 산업별로 투자한다면 분산효과가 큼)에 분산투자 했을 시에 위험이 제거될 수 있음. 이러한 위험을 비체계적 위험이라고 함.

한다. 따라서 주가가 상장회사의 경영관리 상태나 재무제표 등 비체계적 요인의 영향을 제대로 반영하지 못하는 한계를 안고 있다. 이밖에 주식시장이 안고 있는 주요 문제로는 증권발행상의 문제점을 들 수 있다.⁸³

현재 중국증권시장에서는 대체로 증권발행 인수인(underwriter)이 증권거래소 제2급 시장 거래체계를 이용하여 일반에게 공모하고 투자자는 지정된 시간 내에 발행가격에 따라 위탁구매방식으로 주식을 구매한다. 이런 방식은 저렴한 발행비용으로 단시일 내 자금을 모집할 수 있는 장점도 있지만 다음과 같은 문제를 안고 있다.⁸⁴

우선 기관투자자와 거액투자자가 차명 계좌를 통해 장기적인 구매를 함으로써 중소투자자들은 증권시장에서 점차 밀려나는, 즉 특정 세력집단에 의한 증권시장 왜곡이 자행될 수 있다.

둘째, 기관투자자와 거액투자자는 중소투자자와는 달리 신용대출, 국채환매 및 기타 신용거래상의 특권을 누리게 됨으로 단기적으로 대량의 주식을 독점 매수할 수 있게 된다.

셋째, 증권인수인이 통일적으로 관리함으로써 증권인수인간 인수능력의 차이가 필요 없어짐에 따라 투자자는 증권의 질적 차이에 관여하지 않게 됨으로써 투자위험을 스스로 선택하지 않게 된다.

이 같은 증권감독의 내재적 문제점 외에도 정부의 과잉간섭, 정보공개제도의 미비, 주가의 불안정성, 주가변화의 비효율성, 전문인력의 부족 등 증권시장 운영상의 문제점들도 적지 않게 나타나고 있다.

⁸³ 박상수·구기보, 「중국의 자본시장 개방에 따른 증권시장 분석과 전망」, 『중소연구(제26권 제4호)』, 한양대학교 아태지역연구센터, 2003년, 43쪽.

⁸⁴ 吳曉求, 『中國資本市場：創新與可持續發展』, 中國人民大學出版社, 2001年, p.27-28.

(2) 운영상의 문제점

가. 정부의 과잉 간섭

현 체제하에서는 정부가 어떤 상황에서든지 간섭할 수 있는 특권을 가지고 있으므로 정부의 행위가 전체시장에 영향을 미치게 된다. 특히, 정부의 과잉 간섭은 중국증권시장 발전의 장애요인이 되고 있는 바, 때로는 정책에 대한 이해나 집행상의 공정성 부족으로 적절한 정책을 취하지 못하고 있다. 일례로 기업의 경우 국유주의 비중이 지나치게 높아 정부의 간섭이 불가피한데, 이는 중국 특유의 정부와 상장회사 간에는 특수한 상호의존 관계에 크게 기인하고 있다.

나. 정보공개제도의 미비

일부 상장회사의 경우 정보조작을 통해 시장을 어지럽히고 있는데, 이들 회사는 허위정보 조작 및 정보공개시기 통제, 주요정보의 미공개, 유언비어 살포 등으로 증권시장의 정상적인 운영을 방해하고 있다. 심지어 이들 회사의 경우 정부의 진실성이 심하게 결여되어 공인회계사가 서명한 경우에도 의문의 소지가 남고 있는 한다. 이 같은 정보공개제도의 불완전성은 중국의 거시경제 정보공개제도마저 위협하고 있어 무엇보다 정보공개제도가 증권시장의 기본제도로 정착하려면 “삼공(三公 : 공평, 공정, 공개)”의 원칙이 하루빨리 정착되어야 할 것으로 지적되고 있다.

다. 주가의 불안정성

중국주식시장의 두드러진 특징 중 하나는 주식시세의 급격한 등락으로 매우 불안정한 시장으로 인식되고 있다는 점이다. 1990년대 이후 중국 주식시장은 계

속적인 폭락과 급등을 겪으면서 전형적인 투기장세의 모습을 보였다. 상하이 증권시장을 예로 들어보면, 1992년 5월 1,422포인트에서 같은 해 11월 394포인트로 떨어졌고, 1993년 2월에는 1,537포인트에서 다음 해 7월 다시 334포인트를 기록, 1/5 수준으로 급락하였다. 1995년 9월 1,037포인트로 다시 천 포인트 대를 넘어섰지만 다음 해 초 537포인트로 다시 절반 가량으로 떨어졌다. 그리고 1997년 중반 동남아 외환위기가 발생하기 전에는 1,600포인트로 사상 최고 수준을 기록하였지만 외환위기 이후 다시 절반 가량인 800포인트로 떨어졌다.

2000년대 들어서는 중국 증시는 2001년 뼈아픈 급락장을 경험하면서 이후 2005년까지 5년간 침체의 늪에 빠져 있었다. 그러나 2006년 들어 활성화되지 못했던 중국 주식시장은 상승세로 전환하여, 2006년 한해 동안 상해종합지수 전년 대비 119.5% 급등하여 2,567.59포인트로 거래를 마쳤다. 2007년 들어서도 상승추세로 5,000포인트를 구가하고 있긴 하지만 10% 이상의 급등락을 자주 반복하고 있다. 물론 세계 여타 국의 주식시장도 자국 및 세계경제 여건에 따라 등락을 거듭하지만 중국과 같은 극심한 변화를 보이지 않았다.

라. 증권사기의 만연

회사의 인수합병과 자산구조조정은 증권시장의 중요한 기능이며 증권시장 효율의 구현이라 할 수 있다. 그러나 중국에서는 인수합병과 구조조정이 왜곡된 형태로 나타나기도 한다. 이로 인해 일부 상장회사와 이들 상장회사와 밀접한 이해관계가 있는 투자자가 인수합병으로 시장을 조작하여 중소투자자를 유혹함으로써 투자자의 이익을 크게 손상시킨다. 이들은 주주의 권리(혹은 자산)를 양도 매매하는 과정 속에서 불평등 교환이나, 구조조정 과정 속에 허위매매나 허위이윤 등의 위법행위를 통해 시장질서를 혼란 시킴으로써 중소투자자의 이익을 침해한다.

이밖에 기업의 주식제 전환 과정 속에서도 과대표장과 같은 불법적 행위가 나타나는데, 이런 행위는 국유기업과 비국유기업에서 모두 나타나고 있다. 법정

정보공개 시 자산의 건전성과 재무상황이 사실에 부합하는지 여부는 실제상황의 진정한 반영이냐 아니면 인위적인 조작이냐에 달려있는데 현실적으로 이를 구별하기가 쉽지 않기 때문이다. 문제는 이러한 내부자거래, 주가조종행위 등 불법적 행위에 대한 처벌이 제대로 이루어지지 않는다는 것이다. 증감위는 위법행위 발생시 경고, 벌금, 불법소득 반환 등의 조치를 취하고 있으나 위법행위는 여전히 증가하고 있다.

처벌제도 상의 문제점은 우선 위법행위에 대한 처벌이 너무 약하다는데 있다. 현재 《중화인민공화국 증권법》에서는 내부자거래(동법 제183조), 주가조작(동법 제 184조), 사기행위(동법 제 185조) 등 불공정행위에 대해 위법소득의 몰수 및 그 소득의 1~5배 이상의 벌금에 처한다고 규정하고 있다. 그러나 이 행위가 범죄에 해당하는 경우에는 형사처벌을 한다고만 규정하고 있을 뿐 구체적인 처벌 규정이 없다. 특히 《증권법》에는 상장회사의 불법행위로 인해 투자자에게 손실을 초래한 경우 상장회사가 투자자에게 배상하는 규정이 마련되어 있지 않다. 이로 인해 2006년 말 현재 상장회사의 잘못으로 인해 투자자에게 손실을 초래한 것을 이유로 손해배상을 제기하여 승소한 사건은 존재하고 있지 않다.

마. 중개기구의 자질 부족

증권시장의 중개기구란 증권위탁판매상, 회계사 사무소, 증권변호사 사무소, 신용평가기구, 자산평가기구, 재무고문기구, 투자자문기구 등이 포함된다. 최근 몇 년 사이 이들 중개기구들의 객관성, 공정성, 독립성, 책임성 등은 어느 정도 개선되었지만 여전히 자신들의 이익에 급급하여 본연의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있다.

일례로 중개기구 중에는 공정성과 독립성, 책임성을 말할 것도 없고 심지어 불법행위마저 서슴지 않고 있어 이미 시장에서 신뢰를 상실하여 정상적인 시장질서가 심하게 훼손되거나 시장신용 관계가 왜곡되어 전체시장의 운영을 오히려 더

욱 어렵게 하고 있다.

<표 3-4> 중국 내 증권기구 지역 분포 현황(2007년 6월말 현재)

지역	증권회사	증권투자 자문기구	지역	증권회사	증권투자 자문기구
江苏	6	3	天津	1	2
上海	14	19	重庆	1	2
深圳	17	12	黑龙江	1	3
北京	11	20	湖北	1	1
安徽	2	2	吉林	2	1
厦门	1	3	湖南	3	2
浙江	4	4	陕西	2	2
青岛	1	2	河南	1	2
辽宁	3	3	海南	2	2
云南	2	1	山东	1	2
大连	1	2	福建	1	1
河北	1	1	四川	5	3
广东	7	10	甘肃	1	-
贵州	1	-	江西	2	-
内蒙古	2	-	青海	1	-
山西	3	-	西藏	1	-
新疆	1	-	广西	1	-

증권회사 총 104개사 / 증권투자자문기구 총 105개사

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC)

이밖에 전문인력의 부족도 심각한 문제로 대두되고 있다. 이 같은 문제는 바로 중국 증권시장의 역사가 불과 15년 안팎 밖에 되지 않는데 기인하고 있다. 즉, 현재 현직에 있는 사람들 대부분이 다른 분야에서 종사하다 이직해 온 사람들이 대부분이기 때문에 아직은 증권맨으로서의 자질이 크게 부족할 뿐만 아니라 금융

시장의 특수성을 고려할 때 다른 영역에 비해 아직 감독 메커니즘도 미비하여 범죄도 많이 발생하고 있기 때문이다.⁸⁵

(3) 퇴출상의 문제점

이상에서 살펴본 증권감독의 내재적 문제점과 증권시장의 운영상의 문제점보다 더 큰 문제점은 바로 “사회주의식 철밥통 문화”라 할 수 있다. 즉 “한번 상장되면 결코 퇴출되지 않는다”는 과거의 철밥통 문화가 그것이다.

지금까지 중국증권시장에 상장된 회사는 종신제 경향을 띠어왔다. 따라서 부실상장기업이 퇴출되지 않음으로 인해 주식시장 전체의 건전성이 위협받는 것은 당연한 결과라 할 수 있다. 비록 2001년 4월 23일 상장사인 수이시엔(水仙公司, Narcissus)이 상장회사 최초로 퇴출되었고 동년에 포에버(Forever)社, 진만(Jinman)社 및 종하오社 등 4개사가 상장 폐지⁸⁶되긴 하였지만 “앞으로 얼마나 많은 부실기업이 더 퇴출될 것인가?”에 대해 일각에서 의구심을 갖은 것도 사실 그 근처에는 이 같은 인식이 깔려있기 때문이다.⁸⁷ 더욱이 부실 상장기업이 지속적으로 퇴출되기 위해서는 다음과 같은 난제가 아직 남아 있는 것도 한 원인으로 작용하고 있다.

⁸⁵ 吳曉求, 『經濟學的沈思』, 經濟科學出版社, 2003年, p.472-475.

⁸⁶ 2001년 2월 12일에 증권감독관리위원회는 중국의 증권시장을 시장경제체제에 맞는 국제적 표준(Global standard)에 합당한 시장으로 수준향상을 도모한다는 견지에서, 《연속적자기업의 상장 정지 및 상장 폐지 실시세칙과 그에 따른 관련규칙》을 제정하고, 동년 2월 26일에는 다시 《손실기업의 상장 정지와 상장 폐지에 관한 방법》을 발표함. 동 내용은 “거래소는 3년간 연속하여 수익이 나지 않는 상장기업의 주식거래는 적자가 된 후 즉각 6개월간 정지 조치하고, 그 기간(6개월) 내에 흑자로 회복이 안 될 때에는 더 이상 유예조치 없이 이의 상장을 폐지하는 조치”를 취하도록 하여 상장유지조건을 강화함.

⁸⁷ 중국증권당국은 부실종목을 ST주와 PT주로 지정하여 관리하고 있음.

ST주 : 특별처리종목(Special Treatment)으로 2년 연속 적자 종목 또는 1주당 순자산이 1위안을 밑도는 종목을 말함. 1일의 주가변동폭은 상하 5%로 제한됨.

PT주 : 특별양도종목(Particular Transfer)으로 3년 연속으로 적자를 기록한 종목임. 증권거래소로부터 거래의 일시정지를 명령받고 금요일만 거래가 되며, 거래소는 매주 금요일 오후 3시에 거래가격을 집계하고 공표함. 1일의 주가변동폭은 하한은 없지만 상한은 5%로 제한됨

가. 지방보호주의

증권시장에 상장되어 있는 기업들은 대부분 국유기업으로서 지방정부의 재정에 큰 영향을 미치고 있고 그 지방의 경제발전과 깊은 연관을 맺고 있다. 따라서 어느 한 기업이 퇴출된다는 것은 그 기업만의 문제가 아니라 그 지방경제가 직접적으로 타격을 받는다는 것을 의미한다. 또한 경제적 성과에 따라 관료들의 능력이 평가되고 있는 상황에서 관할기업의 퇴출은 지방정부 책임자로서는 적지 않은 부담으로 작용할 수밖에 없어 관할기업의 퇴출은 쉽지 않다.

나. 국유기업개혁 부진에 따른 금융개혁 부진의 악순환

국유기업 개혁의 문제는 국유기업만의 문제가 아닌 사회 전반의 문제와 관련이 있다. 국유기업 개혁 지체로 인해 국유기업에 주로 대출해 주고 있는 4대 국유 상업은행의 개혁도 마찬가지로 지체되면서 전반적인 금융개혁이 큰 성과를 이루지 못하고 있다.⁸⁸ 그 결과 국유기업 개혁과 금융개혁의 문제는 개혁개방 이후 가장 큰 경제문제로 인식되고 있다.

증권시장 역시 국유기업 개혁 부진으로 인해 심각한 영향을 받고 있다. 상장기업들 역시 대부분 국유기업으로 경영실적이 양호하지 못한 많은 기업들이 퇴출 위기에 처해 있으나, 여전히 국유기업의 각종 사회적 기능으로 인해 퇴출되기 어려운 상황에 처해있기 때문이다.⁸⁹

⁸⁸ 중국의 4대 국유 상업은행(中國銀行, 農業銀行, 建設銀行, 工商銀行)은 주로 국가가 지정하는 국유기업에 대출을 하고 있음. 국유기업의 경영성고가 부진하여 상환하지 못할 경우 국가재정으로 그 부족한 부분을 보충하고 있음. 이는 한국의 은행개혁 과정에서 공적자금을 투입하는 것과 유사한 형태를 띠지만 비교적 공식화 되어있다는 점에서 차이가 있음.

⁸⁹ 박상수·구기보, 「중국의 자본시장 개방에 따른 증권시장 분석과 전망」, 『중소연구(제26권 제4호)』, 한양대학교 아태지역연구센터, 2003년, 49쪽.

제2절 중국 주식시장의 개혁 · 개방화 과정

중국은 1978년 이래 약 30여 년간 체제 전반에 대해 대내적인 개혁과 대외적인 개방을 통해 고도의 경제 성장을 이루어왔다. 경제개혁 역시 상당한 성과를 거두고 있다. 그러나 증권부문은 상대적으로 다른 부문에 비해 그 개혁성과가 뚜렷하게 나타나지 않고 있으며, 여전히 중국의 지속적인 경제성장의 걸림돌로 남아 있다. 중국정부는 증권부문의 개혁성과가 가시적으로 드러나기 전에 금융시장을 개방해야 하는 상황에 처해 있다. 급변하는 증권시장 환경 하에서 중국정부는 ‘개혁 후 개방’을 더 이상 고수하기 어려워졌으며 ‘개혁과 개방의 동시 진행’을 선택하게 되었다.

1) WTO 가입 이전의 제도적 발전과 법률 정비

중국에서 현대적 개념의 주식시장은 1980년대 주식 발행이 시작되면서 형성되었다고 볼 수 있다. 1990년대 들어서는 증권거래소와 증권감독관련기관이 잇달아 개설되면서 점차 기틀을 갖추어 나갔다. 이후 중국 주식시장은 양적으로 크게 팽창하였다. 그러나 주식시장에 대한 일반인들의 인식 부족 및 법적 · 제도적 기반 미비로 주식시장은 급격한 등락을 반복하였다. 1990년대 후반 들어서 중앙정부는 주식시장에 대한 복잡한 관리감독체계를 일원화하여 운영하는 한편, 주식시장의 기본법이라 할 수 있는 증권법을 완성하였다.

(1) 제도적 발전

중국의 주식시장은 1980년대 초반 주식제 도입 등으로 초보적인 주식시장이 형성되기도 하였다. 그러나 본격적인 발전은 1990년대 들어서이다. 1990년과

1991년 각각 상하이(上海)와 선전(深圳)에 증권거래소가 설립된 이후, 본격적으로 주식이 유통되기 시작하였다. 또한 1992년에는 국무원 산하의 증권위원회와 중국증권감독관리위원회가 설립되어 증권시장에 대한 체계적인 관리감독체계가 갖추어졌다.

<표 3-5> WTO 가입 이전 중국 주식시장 제도 변화

	변 화 내 용
1984년	- 주식제 도입
1990년	- 상하이(上海) 증권거래소 설립
1991년	- 선전(深圳) 증권거래소 설립 - B주식 발행
1992년	- 증권감독기관 설립 - 전국규모 증권회사 설립
1993년	- H주식 발행 ⁹⁰
1994년	- N주식 발행 ⁹¹
1997년	- S주식 발행 ⁹²
1998년	- 전환사채 발행 - T주식 발행 ⁹³
1999년	- B주 발행요건 완화 - 외국인투자기업의 A주 발행 허용

자료 : 각종 보도자료 종합, 필자 작성

그러나 그 후 중국 주식시장은 양적인 팽창 외에 제도적인 면에서는 이렇다 할 만한 진전이 없었다. 주식시장의 교란행위를 금지하고, 시황에 맞추어 정부가 적절히 개입하는 단편적인 정책을 펼쳐오는데 그쳤기 때문이다. 1990년대 초반

⁹⁰ 홍콩증권거래소에 상장된 국유기업이 발행한 주식

⁹¹ 뉴욕증권거래소에 직접 또는 ADR(해외주식예탁증서) 형태로 상장한 주식

⁹² 싱가포르 증시 상장주식

⁹³ 동경 증시 상장주식

주식 열풍으로 사회적 혼란이 생기자 1994년부터 정부는 금융질서 교란 행위자 엄벌 등 적극적으로 시장에 개입하였다. 이와 함께 경기과열에 대한 우려감으로 긴축정책을 추진함에 따라 주식시장은 크게 침체되었다. 1996년부터 경제 긴축기조를 완화하는 한편, 주식시장 활성화 정책을 추진하자 주식시장은 다시 활기를 띠었다. 이처럼 중국 주식시장은 제도적 변화에 따라 시장 상황이 변하는 것이 아니라 오히려 시장 상황에 따라 제도가 바뀌는 임기응변적인 모습이 반복되어 왔다.

1998년 이후 중국정부는 보다 적극적으로 주식시장의 변화를 꾀하였다. 이는 중국의 WTO 가입이 확실시됨에 따라 주식시장의 경쟁력 강화를 위해서는 개혁 추진이 불가피하다는 입장을 반영한 것이기도 하다. 우선 정부는 1998년 말, 국무원 내 증권위원회를 없애고, 감독관리 업무를 중국증권감독위원회로 일원화 시킴으로써 통일된 증권감독관리 체계를 구축하였다. 1999년 7월에는 주식시장 제도 정립의 근간이 되는 《증권법(證券法)》이 시행되었으며, 9월에는 국유기업 개혁 강화와 발맞추어 기업의 직접금융을 활성화하는 정책을 발표하기도 하였다.

(2) 관련 법규의 정비

가. 관련 법규 정비

중국 주식시장과 관련된 법률체계는 1980년대 중반 주식제 시행과 더불어 각 지방 자체적으로 관련 법률을 제정하면서 시작되었다. 따라서 초기에는 중앙 정부의 통일된 법규가 없었고, 운영방식도 일관성을 갖지 못했다. 이러한 현상은 1990년과 1991년에 각각 상하이(上海)와 선전(深圳)에 증권거래소가 설립되고, 이들 지역에서 자체적으로 주식 발행과 거래에 관한 법률을 제정·시행하는 등 1990년대 초반까지 계속되었다.

<표 3-6> WTO 가입 이전 중국 주식시장 관련 주요 법규

구 분	주 요 법 규
기본 법규	<ul style="list-style-type: none"> - 주식발행 및 거래 관리 잠정규정(1993.4) - 외국인투자 주식회사 설립의 약간의 문제에 관한 규정(1995.1) - 회사법(1994.7) - 증권법(1998.12)
증권 발행 및 상장	<ul style="list-style-type: none"> - 주식회사 해외주식 모집과 상장에 관한 국무원 특별규정(1994.8) - 해외 상장기업의 정관구비조항(1994.8) - 주식회사의 중국 내에서의 B주 상장과 관련한 국무원규정 (1995.12) - B주 기업 증자발행 잠정방법(1998.2) - 주식발행업무 약간의 문제에 관한 통지(1998.3) - 중국기업의 홍콩 제2주식시장 상장 신청 심사 및 관리지도 (1999.9)
증권 거래	- 증권거래소 관리방법(1996.8)
정보 공시	- 공개발행주식 정보공시 실시세칙(1993.6)
관리 감독	<ul style="list-style-type: none"> - 증권 종업원자격 관리 잠정규정(1995.4) - 증권경영기구 증권 자영상업무 관리방법(1996.10) - 증권경영기구 외자주 종사업무 자격관리 잠정방법(1996.11)
증권투자기금	- 증권투자기금 관리 잠정방법(1997.11)
법률 책임	<ul style="list-style-type: none"> - 증권사기행위 금지 장점방법(1993.8) - 주식발행 불법행위에 관한 규정(1996.2) - 증권시장 진입 잠정규정(1997.3)
채권	- 전환사채 관리 잠정방법(1997.3)

자료 : 각종 보도자료 종합, 필자 작성

그러다가 1993년 4월 국무원이 《주식발행 및 거래 관리 잠정규정(股票發行與交易管理暫行規定)》을 제정하였는데 이것이 중국에서의 첫 주식관련 통일된 법규였다. 1994년 7월 《회사법(公司法)》이 제정됨으로써 중국의 기본적인 기업 관련 기본법이 갖추어졌으며, 이 곳에는 기업의 주식 발행 및 상장에 관한 기본

적인 내용이 담겨져 있다. 그리고 1998년 12월 제정된 《증권법(證券法)》⁹⁴은 회사법과 더불어 중국 주식시장을 총괄하여 규정짓고 있는 기본법규이다. 회사법과 증권법의 관계는 일반법과 특별법의 관계이다. 즉 회사법보다는 증권법이 우선하며, 증권법에 없는 경우, 회사법, 기타 법률 및 행정법규가 적용된다(《증권법》 제2조⁹⁵).

중국의 주식과 관련된 법규는 국무원 산하기구인 중국증권감독관리위원회가 중심이 되어 약 300여 개의 법규, 조례, 지침 등이 마련되어 있다. 마침내 중국 주식시장 발전을 위한 최대 쟁점 대상이 되었던 증권법마저 시행됨으로써 중국 주식시장 관련 법률 구조는 일단 어느 정도 마무리되었다고 평가할 수 있겠다.

나. 초기 중국 증권법 시행과 특징

전술한 바와 같이 중국 주식시장의 발전과 관련해 많은 제도와 법규가 시행되고 있지만 가장 주목되는 것은 역시 증권법이다. 총 12장 214조⁹⁶로 구성되어 있는 증권법은 1993년 7월 제1차 초안이 나온 지 6년 만에 제정되었다. 그 만큼 중국정부는 증권법 시행에 신중을 기했다. 공유제가 경제체제의 근간을 이루고 있는 상황에서 증권법을 시행하는 것은 이를 전면적으로 부인할 수도 있음을 의미하기 때문이었다.

따라서 초창기 중국의 증권법은 서방 자본주의 국가의 증권법과는 다른 점이 많았다. 첫째, 유가증권으로 인정하는 카테고리가 달랐다. 초기 증권법에서는 유

⁹⁴ 1998. 12. 29. 제9기 전국인민대표회의 상무위원회 제6차 회의 통과, 2004. 8. 28. 제10기 전국인민대표회의 상무위원회 제11차 회의에서 [중화인민공화국 증권법 개정에 관한 결정]에 근거하여 2005. 10. 27. 제10기 전국인민대표회의 상무위원회 제18차 회의에서 수정, 2005. 10. 27. 주석령(主席令) 제43호로 공포, 2006. 1. 1.부터 시행됨.

⁹⁵ 제2조) 중국내 주식(股票), 회사채(公司債券)와 국무원이 법률에 의해 인정한 기타 증권의 발행과 거래에 관하여 본법을 적용한다; 본법에 규정이 없는 경우 <중화인민공화국 회사법(公司法)>과 기타 법률, 행정법규 규정을 적용한다.(개정 증권법 제2조 제1항)

⁹⁶ 2005년 10월 개정된 증권법은 총 12장 240조로 구성되어 있음.

가증권이란 중국 내에서 발행, 유통되는 주식, 사채 및 국무원이 인정하는 기타 채권을 말했다(《증권법》 제2조). 증권거래소에서 법에 따라 인정되는 증권은 주식, 회사채 이외에도 증권투자신탁에 의한 수익증권이 있으며, 이들이 증권법의 적용대상이었다. 그러나 금융채, 상업어음(commercial paper), 국채, 해외에서 발행된 국채, 기타채권, 선물·옵션 등과 같은 파생상품은 포함되지 않았다.⁹⁷

둘째, 신용거래, 선물거래 금지 및 장외거래의 규정이 미비하였다. 증권법에 있어 증권거래는 모두 현물거래이며, 증권회사가 고객에게 투자자금을 융자하거나 혹은 대주를 통해 증권거래를 할 수 없도록 정하고 있었다(《증권법》 제35조, 제36조).⁹⁸ 이는 증권시장에서 투자자들의 투자범위를 줄이고, 시장질서를 안정시키기 위함이었다.

또한 증권법에서는 장내거래만을 규제대상으로 여기고, 장외거래에 대해서는 아무런 규정을 두고 있지 않다. 이는 입법기관이 장외시장의 부작용과 증권시장에 대한 경험 부족을 고려한 것이며, 특히 아시아 경제위기의 영향으로 장외시장에 대해 조심스러운 태도를 취하였기 때문이다.

그러나 현재 중국 각지에서는 장외거래가 자발적으로 이루어지고 있고, 최근 각광을 받고 있는 벤처기업의 자금조달 문제도 해결할 수 있는 점을 감안한다면, 앞으로 장외거래를 인정하는 방향으로 법개정이 이루어질 수도 있을 것이다.

셋째, 상장회사의 주식매수에 관한 규제를 강화하였다. 과거에는 법인이 상장회사가 발행한 5% 이상의 보통주를 소유한 후, 다시 2% 이상의 변화가 생길 때

⁹⁷ 2005년 10월 개정된 증권법에서는 제2조 제1항의 국무원이 법률에 의해 인정한 기타 증권의 수정과 제3항 증권파생상품의 발행, 거래의 관리방안 추가로 증권법의 적용대상이 확대되었음.

⁹⁸ 개정된 증권법에서는 초기 증권법 제35조(증권거래는 현물을 통해서 한다)와 제36조(증권회사는 고객들에게 융자나 채권 대여의 증권거래 활동에 종사해서는 안 된다) 규정을 삭제하고 추가로 제42조(증권거래는 현금이나 국무원이 규정한 기타 방식에 의해 거래한다) 규정을 삽입하였음. 또한 2006년 7월 2일 중국증권감독관리위원회는 《증권회사 신용거래 및 대주거래 업무 시범시행 관리 방법》과 《증권회사 신용거래 및 대주거래 업무 시범시행 내부통제 지침》을 발표하고, 8월 1일부터 시행함에 따라 신용거래와 대주거래를 제한적으로 허용하고 있음.(신용거래: 투자자가 증권사로부터 돈을 빌려 주식을 사는 거래, 대주거래: 투자자가 증권사로부터 주식을 차입해 매도하는 거래)

마다, 3영업일 이내에 당해 상장회사, 증권거래소 및 증권감독관리위원회에 보고하고, 이를 공시해야 했다(《주식(股票)발행 및 매매(交易)관리 잠정조례》 제47조).⁹⁹ 이러한 규제는 미국 증권거래법의 규제를 받아들인 것이다. 그러나 기업의 무차별 구조조정을 방지하기 위하여 증권법에서는 상장회사의 발행주식 5% 이상을 소유한 후에는 당해 소유주식의 증감 변화에 대한 보고 및 공시를 의무화하였다.(《증권법》 제79조).¹⁰⁰

마지막으로 중국 금융업의 철저한 분업화이다. 증권회사는 은행업, 신탁업, 보험업의 겸업을 할 수 없으며, 은행과 보험회사 또는 증권관련 업무를 할 수 없다.¹⁰¹ 그러나 이 역시 개정의 소지가 많다. 현재 세계적인 추세가 분업주의에서 겸업주의로 전환되고 있기 때문이다.

⁹⁹ 《주식(股票)발행 및 매매(交易)관리 잠정조례》(1993년 4월 22일 국무원 공포) 제47조) 어떠한 법인이라도 직접 혹은 간접적으로 한 상장회사의 보통주 5%를 보유하게 되면, 이러한 사실이 발생된 날로부터 3일(영업일 기준) 이내에 해당회사와 증권거래소, 증감위에 서면보고서를 제출하고 이를 공시한다. 단 해당회사의 보통주의 총량이 감소하여 해당회사의 보통주를 5% 이상 보유하게 되었을 경우에는 합리적인 기간 내에는 상술한 제한을 받지 아니한다. 어떠한 법인이라도 상장회사의 보통주를 5% 이상 보유하게 된 후, 해당주식의 증감이 상장된 주식총액의 2%에 도달하면, 이러한 사실 발생 3일(영업일 기준) 이내에 해당회사, 증권거래소, 증감위에 서면보고서를 제출하고 이를 공시한다. 법인이 본 조항에서 규정된 보고를 하고 이를 공시한 날로부터 2일(영업일 기준) 이내와 보고 전에는, 직접 혹은 간접적으로 해당 주식을 매입해도 할 수 없다.

¹⁰⁰ 제79조)증권거래소를 통한 주식거래는 투자자가 하나의 상장회사의 이미 발행된 주식 5%를 보유하고 있을 때, 사실 발생 3일 이내에 국무원 증권감독관리기구와 증권거래소에 서면 보고를 해야 하며, 해당 기업에 통지하고, 공고를 내야 한다. 상술된 규정 기한 내에는 해당 상장회사의 주식을 매매 할 수 없다. 투자자가 하나의 상장 기업의 이미 발행된 주식의 5%를 보유한 후 증권거래소의 주식거래를 통하여, 해당 기업의 발행 주식비율의 5%보다 늘거나 줄 경우, 앞에 서술된 규정에 따라 서면보고와 공고를 해야 한다. 보고 기한 내와 보고, 공고 후 2일 내에는 해당 상장회사의 주식매매는 허용되지 않는다. 개정 증권법에서도 이 규정은 존재함.(개정 증권법 제86조)

¹⁰¹ 다만, 신탁투자회사는 예외적으로 주식거래업무를 할 수 있도록 함.

2) WTO 가입 이후 주식시장 개혁 · 개방 현황

(1) WTO 가입 이후 개방 현황

WTO 가입 후 중국정부는 단계적이지만 상당히 빠른 속도로 증권시장을 개방해 가고 있다. 2001년 12월 중국정부는 WTO 회원국이 되면서 본국인과 외국인 사이에 차별적으로 적용되던 여러 경제정책이나 법규 등을 수정하여 왔다.

그럼에도 불구하고 증권시장에서 외국인에 대한 내국민대우는 여전히 담보상태에 놓여 있었다고 할 수 있을 것이다. 물론 증권사의 국내 영업범위 확대나 지역제한의 철폐, 외국금융기관의 중국 증권사 투자 등 많은 진전이 있었던 것은 사실이다. 증권업의 시장개방 양허는 주로 <표 3-7>와 같다.¹⁰²

<표 3-7> 증권업의 시장개방 합의 내용

WTO 가입 이후 중국의 증권업 시장개방 약속
① 외국증권사는 B주 교역에 직접 종사할 수 있음
② 외국증권사의 중국대표처는 중국 내 모든 증권교역소의 특별회원자격을 부여함
③ 외국 위탁판매자의 합자기업 설립을 허가하여 국내 증권투자기금 관리업무를 취급하도록 함. 단 외자비율은 33%를 초과할 수 없으며 가입 후 3년 내에는 투자비율을 49% 이내로 함
④ WTO 가입 3년 이내 외국증권사의 합자회사 설립을 허가하며 기업형태는 합자형식으로 외국인 지분은 33%까지 허용하며 A주, B주, H주 및 정부와 기업의 채권교역 및 기금발행 등을 허용함

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC)

WTO 양허안에 따르면 중국 증권산업의 대외개방¹⁰³은 매우 제한적으로 이루

¹⁰² 이강 · 양웅, 「WTO 체제하의 중국 증권산업과 외국인투자」, 『중국 서비스산업의 시장개방과 외국기업의 진출방안』, KIEP, 2002. p.65.

¹⁰³ WTO 가입 양허안에 따른 증권산업 개방

어지고 있다. 현재 외국금융기관의 중국증권사 지분투자 한도는 20%이며, 신규 합자증권사의 외국인지분 한도도 33%에 불과하다.

당초 중국정부는 부실 증권산업 구조조정을 위해 외국금융기관의 중국 증권 회사 지분참여를 장려하는 기조였으나, 2006년 이후 증시활황으로 증권사 수익기 반이 확충되면서 2006년 9월부터 외국금융기관의 지분참여를 당분간(약 1년) 중 지한 것으로 알려지고 있다.¹⁰⁴

<표 3-8> 외국 금융기관의 중국증권산업 투자 사례

증권사(투자형태)	투자시기	투자자	자본금
華歐國際證券(합자)	2002년	Credit Lyonnais 증권(33%) 湘財證券(67%)	5억 위안
長江巴黎百勤證券(합자)	2003년	BNP Paribas(33%) 長江證券(67%)	6억 위안
海際大和證券(합자)	2004년	Daiwa증권(33%) 上海證券(67%)	5억 위안
高盛高華證券(합자)	2004년	Goldman Sachs(33%) 北京高華證券(67%)	10.7억 위안
北京證券(지분참여)	2006년	UBS(20%)	2.1억 달러 (투자금액)

자료 : 최신 중국의 금융시장론(2006년 2월, 홍인기 저) 및 각종 보도자료 종합

그러나 가장 본질적인 부분인 증권시장에서의 외국인 투자제한은 별로 개선 되지 않고 있다. A주식시장은 여전히 국내투자자에게만 개방되어 있으며, 외국인 에게는 직접적인 접근이 허용되지 않고 있다. B주식시장은 과거 외국인 전용주식

① 합자펀드운용사 :

- 가입과 동시에 외국인지분 1/3까지 허용
- 2004년 말까지 외국인지분 49%까지 확대

② 2004년 말까지 합자증권사(외국인 지분비율 1/3이내) 허용

¹⁰⁴ JP Morgan (遼寧證券 지분참여), CSFB(湘財證券 지분참여), Morgan Stanley(山西證券 지분참여), Merrill Lynch(華安證券과 합자증권사 설립) 등의 중국 증권산업 진입은 다소 늦어질 전망이다.

이었으나 2001년 내국인에게 개방된 후 투자대상의 제한이 사라진 상황이다. 결국 내국인은 A주식시장과 B주식시장에 모두 투자할 수 있는 반면 외국인은 B주식시장에만 투자할 수 있게 되었다. B주식시장은 A주식시장에 비해 시장규모가 협소할 뿐만 아니라 투자수익률이 그다지 크지 않은 것으로 나타나고 있다. 또한 위안화 평가절상 압력이 계속적으로 증가하고 있는 상황에서 B주식시장은 투자자들에게 더욱 외면당하고 있다.¹⁰⁵

A주식시장에 대한 외국인의 투자금지는 비차별대우 원칙에 위반될 뿐만 아니라 시장개방의 원칙에도 위배된다고 할 수 있다. 중국정부는 WTO와의 양허에 따라 2006년까지 금융시장을 기본적으로 개방하게 되어 있으나, A주식시장에 대한 개방에 대해서는 매우 소극적인 입장을 보이고 있다. 환율제도의 적극적인 개혁, 금리시장화 등 여러 여건이 미비한 상황에서 A주식시장을 전면 개방한다는 것은 중국정부에게 상당한 부담이 아닐 수 없을 것이다. 그럼에도 불구하고 중국정부는 결국 주식시장을 개방할 수 밖에 없으므로 개방으로 인한 충격의 정도를 확인하고 대책을 세우기 위한 시험장이 요구되고 있다.

QFII 제도¹⁰⁶는 개방으로 인한 증권시장의 효율성을 제고하는 동시에 안정성을 확보하는데 적절한 방안인지 시험대에 오르고 있다. QFII 제도 시행 후 주식시장은 역외기관투자자의 진입 증가 등에 힘입어 활기를 되찾고 있는 추세이다. 동시에 주식시장은 기관투자가 및 장기적인 투자의 증가로 인해 안정성 역시 다소 제고되고 있다. QFII 제도가 장기적으로 중국 증권시장의 개방과 발전에 어떤 역할을 할 것인지에 대한 관심이 증가하고 있다.

¹⁰⁵ A주식은 위안화로 거래되는 반면 B주식은 미 달러와 홍콩 달러로 거래되므로 B주식에 투자한 투자자들은 위안화 평가절상 시 손실을 입을 수 밖에 없는 상황에 처해 있음.

¹⁰⁶ QFII란 Qualified Foreign Institutional Investors의 약어로 역외기관투자자들이 중국금융감독관리당국의 심사를 거쳐 인가를 받을 경우 일정 한도의 금액을 들여와 국내 증권시장에 투자할 수 있도록 허용하는 것을 의미함.

(2) 주식시장 개혁 노력

중국 금융당국은 특히 2004년 말 이후 주식시장 발전을 위한 일련의 개혁을 계속 발표하였다.

2004년 12월 8일 중국증권감독위원회는 《일반주주의 권익보호에 관한 규정》을 발표하여 정부 및 국유기업 지분의 의결권을 제한하고 소액주주의 권한을 강화하였다. 상장기업들은 신주 또는 전환사채 발행 등 중요 사항의 경우 주주총회에 참석한 일반주주 과반수(종래에는 참석주주 전체의 과반수)의 동의를 얻도록 규정하는 한편 3년간 배당을 지급하지 않은 기업에 대해서는 자금조달을 제한하였고, 참석이 불가능한 주주의 경우에는 인터넷을 통한 의결권 행사도 허용하였다.

이후 2004년 12월 20일에 중국 금융당국은 그간 상대거래(相對去來)로 이루어지던 비유통주(非流通株)의 거래를 거래소 내에서 하도록 하는 《상장기업 비유통주식 양도 처리규칙》을 발표하였다. 이는 2005년 1월 1일부터 모든 상장사의 비유통주 지분 양도는 반드시 상하이 및 선전 증권거래소에서 이루어지도록 규정한 것이다.¹⁰⁷

또한 증권감독위원회는 2004년 8월말 이후 전면 중단했던 신규 IPO를 2005년 1월부터 재개하는 한편 IPO 대상 주식의 공모가격 결정방식도 보다 투명하게 수정하였다. 상장기업이 공모가를 결정하여 증감위로부터 승인 받는 종전 방식¹⁰⁸에서 최소 20개 기관투자자의 자문을 받아 결정토록 함으로써 가격결정의 투명성과 공정성을 제고하였고, 기관투자자들이 IPO 과정에서 취득한 주식에 대해서는 최소 3개월 동안 처분을 제한하였다.

2005년 들어서도 대책들이 연이어 쏟아졌다. 재정부는 1월 24일에 증권거래

¹⁰⁷ 종전 비유통주는 감독당국의 허가 아래 장외(場外)에서 유통주보다 25~50% 할인된 가격에 소규모로 거래가 이루어져 투명성이 낮았음.

¹⁰⁸ 그간 공모가격이 시장 예상가격에 비해 지나치게 높게 결정되는 경향을 보여 옴.

세 세율을 종전의 0.2%에서 0.1%로 인하하여 개인투자자의 증시참여를 유도하였다.

또한 2월 15일에는 보험감독위원회가 보험사의 주식시장 직접투자에 관한 시행세칙을 발표하여 보험사의 주식투자를 허용하였다. 중국 보험사 총자산의 5%까지 주식매입이 가능¹⁰⁹해짐에 따라 대량의 자금이 유입되도록 하였다. 2006년 말 현재 보험사의 주식 투자 규모는 929억 2,400만 위안으로 2005년 초 대비 484.86% 급증했다.

2005년 2월 20일에는 중국인민은행, 은행감독위원회, 증권감독위원회가 공동으로 《상업은행의 기금관리회사 설립에 대한 관리방법》을 제정하여 상업은행의 뮤추얼펀드 설립을 허용하였다. 우선적으로 단기자금 및 채권투자가 허용되며 향후 주식투자도 운용 범위를 확대한다는 계획이다.

한편 투자자들의 신뢰회복을 위해 투자자보호 펀드를 조성하였다. 위탁계약을 체결한 증권사의 파산 시 투자자들을 보호하기 위한 투자자보호 펀드 조성계획을 국무원이 승인하여 2005년 상반기에 설립이 완료되었다.

2006년 말에는 상푸린(尚福林) 증권감독위원회 위원장이 증시 인프라 구축과 투자자보호 강화를 위한 강력한 의지를 천명한 데 이어 주식시장에 대한 관리 감독도 한층 강화되었다. 시장의 투명성 제고를 위해 모든 증권사의 최근 2개년도 재무제표를 감사하기로 결정한 것이 그 예이다.¹¹⁰

¹⁰⁹ 2007년 6월, 중국보험감독관리위원회(CIRC)가 보험사들이 주식에 투자할 수 있는 한도를 2006년 말 기준 총자산의 5%에서 10%로 상향 조정한 것으로 비공식 확인됨.(자료: 차이나투데이 7월 18일자)

¹¹⁰ 재무비리 혐의가 있는 더형(德恒), 쑹푸(中富), 형신(恒信), 민파(闽发), 난팡(南方), 윈난(云南), 한탕(汉唐), 랴오닝(辽宁) 등 8개 증권사에 대한 조사에 착수하였음.

제3절 WTO 가입 이후 중국 주식시장의 주요 개혁 · 개방 조치

앞서 서술한 중국 주식시장 개혁 · 개방의 여러 조치 중 중국 주식시장에 미치는 영향이 가장 큰 제도로 QFII 제도와 비유통주 개혁이 꼽히고 있다. QFII 제도와 비유통주 개혁은 장기적으로 중국 증권시장의 개방과 발전에 어떤 역할을 할 것인지에 대한 관심이 지속적으로 증가하고 있는 것이다. 따라서 본 절에서는 양 제도와 기타 주요 개혁 · 개방 조치가 중국 주식시장에 어떤 변화를 주었는지를 서술하였다.

1) QFII 제도를 통한 중국 주식시장의 개방

WTO 가입 이후 중국 자본시장의 구조 변화는 결국 자본조달의 확대와 조달 메커니즘의 개선, 개방에 대비한 중국 금융산업 경쟁력 강화라는 정책목표에 따른 것으로 보인다. QFII 제도 역시 서구의 금융시장 개방 요구 압력과 중국 증시 자금의 조달 여력 부족이라는 문제를 동시에 해결하기 위한 제도라 할 수 있다.¹¹¹

(1) QFII의 배경 및 주요 내용

가. QFII 제도의 의미와 도입 배경

중국정부는 2002년 12월 《적격 역외기관투자자(QFII)¹¹²의 역내증권시장 투

¹¹¹ 구기보, 「21세기 중국 자본시장의 구조변화와 적격 역외기관투자자제도」, 『중국학연구 (제28집)』, 중국학연구회, 2004년, 602쪽.

¹¹² QFII는 국내 문헌에서 해외기관투자자, 국외기관투자자 혹은 역외기관투자자 등으로 번역되고 있으나 QFII를 신청할 수 있는 홍콩, 마카오, 대만 등이 중국과 독립된 경제체(economies)임을

자관리 잠정방법(合格境外機構投資者境內證券投資管理暫行辦法, 이하 잠정방법》을 시행함으로써 역외기관투자가가 역내증권시장에 진출할 수 있는 제도를 마련하였다. QFII란 Qualified Foreign Institutional Investors의 약어로 역외기관투자자들이 중국금융감독관리당국의 심사를 거쳐 인가를 받을 경우 일정 한도의 금액을 들여와 역내 증권시장에 투자할 수 있도록 허용하는 것을 의미한다. QFII 제도는 QDII 제도¹¹³와 함께 “양Q”로 불리고 있다. QDII 제도가 역내기관투자자의 역외투자를 위한 것이라면 QFII 제도는 역외기관투자자의 역내투자를 위한 것이다. 역내에 투자 가능한 역외기관투자자에게는 펀드회사, 보험회사, 증권회사 및 기타 투자회사 등이 포함된다.

향후 두 제도는 통합적으로 운영될 가능성이 있다. 선전 증권시보(證券時報)는 귀수칭(郭樹清) 국가외환관리국(國家外匯管理局) 국장 겸 중국인민은행(中國人民銀行) 부행장의 말을 인용하여 QFII 제도와 QDII 제도가 통합 운영될 가능성을 보도한 바 있다.¹¹⁴ QFII 제도는 2002년 12월부터 시행하고 있으며, QDII 제도는 2006년 5월 도입되었다.

중국정부가 QFII 제도를 시행하게 된 것은 주로 다음과 같은 배경에 기인한다.

우선 중국정부가 QFII 제도를 시행하게 된 원인은 중국증권시장의 침체와 관련이 있다. 중국 주식시장은 상당한 호황을 맞이하다 2001년 9월 이후 QFII 제도가 시행되기 전까지 침체 국면에서 벗어나지 못하였다. 주식시장이 장기적으로 침체된 상황에서도 중국은 여전히 연평균 9% 정도의 고도성장을 기록하고 있었다. 이 시기 중국기업은 자금수요가 크게 증가하면서 자본시장을 통한 자금조달을 필요로 하게 되었다. 이런 상황에서 중국정부는 적격 역외기관투자자에게 제

감안할 때, 역외기관투자자로 칭하는 것이 타당할 것임.

¹¹³ QDII 제도는 Qualified Domestic Institutional Investors의 약어로 아직 역내 자본계정이 개방되지 않은 상황에서 증권감독기관이 조건을 갖춘 기관투자자에 한하여 역외자본시장에 대한 투자를 허용하는 것을 의미함. QDII는 역내기관투자자의 홍콩자본시장 진출에 따른 제도적 장벽을 해소하고 국제금융시장의 경쟁에 참여할 수 있는 길을 마련하기 위한 것임.

¹¹⁴ 국제금융센터 중국소보, 「중국, QFII/QDII 제도 통합가능성 제기」, 2003.11.12.

한된 범위에서나마 역내주식시장을 개방함으로써 기업의 자금조달을 원활하게 하고자 하였다.

그러나 보다 근본적인 원인은 중국정부가 WTO 가입 후 추진하고 있는 금융시장 개방과 관련이 있다고 보아야 할 것이다. 중국은 WTO와의 양허에 따라 단계적으로 은행, 증권시장, 보험시장 등 금융시장을 개방해 오고 있다. 중국정부는 WTO 가입 5년째인 2006년까지 기본적인 금융시장을 개방하도록 되어있다. 그러나 주식시장의 전면적인 개방은 금융위기에 대한 우려 등으로 인해 미루어지고 있는 실정이다. QFII 제도는 중국정부가 주식시장을 완전히 개방하기 전 시험단계로서 취하는 조치라 할 수 있을 것이다. 중국은 제한된 조건 내에서 적격 역외기관투자가에게만 투자를 허용함으로써 시장개방에 따른 역내주식시장에 대한 충격 정도를 확인하고 개방시기를 조정하는데 유리한 여건을 마련하였다.

한편 QFII 제도는 중국이 금융개혁을 통해 금융시장의 안정장치를 마련하기 위한 조치로 이해할 수 있다. 금융부문은 경제개혁 중 가시적인 성과가 두드러지게 나타나지 않고 있는 부문 중의 하나이다. 적격 역외기관투자가가 역내자본시장에 진입할 경우 중국의 금융감독당국은 역외 금융감독기관과 협력을 해야 한다. 이 과정 속에서 선진적인 금융감독 기업이 도입되고 중국의 금융감독 수준이 제고될 수 있을 것으로 기대된다.

나. QFII 제도의 주요 내용

a. QFII의 조건

앞에서 적격 역외기관투자가 되기 위해서는 일정한 인가절차가 있음을 언급하였다. 이는 자격요건이 있음을 의미하는데, 《잠정방법》에는 QFII를 신청하기 위한 조건으로 다음과 같은 규정을 두고 있다. 우선 신청인이 재무상황이 건전하고 신용이 양호하며 규정된 자산규모 등의 조건을 갖추어야 한다. 둘째, 신청

인의 종업원은 소재국가나 지역의 유관업종자격의 요구에 부합해야 한다. 셋째, 신청인은 건전한 관리구조와 완비된 내부통제제도를 갖추어야 하며, 경영실적이 양호하고 최근 3년간 소재국가나 지역 감독기구로부터 심각한 처벌을 받지 않아야 한다. 넷째, 신청인의 소재국가나 지역은 완비된 법률과 감독제도를 갖추어야 한다. 또한 해당 증권감독기구는 중국증감위와 감독협력 양해각서에 서명하고 효율적인 감독협력 관계를 유지해야 한다.

<표 3-9> QFII 제도의 주요 내용

구 분	주 요 내 용
자격 요건	<ul style="list-style-type: none"> - 금융 건전성, 직원 적격성, 내부 통제시스템 적격성 등 요건 준수 - 자산규모 요건 <ul style="list-style-type: none"> 자산운용사: 5년 이상 영업, 운용자산 50억 달러 이상 보험회사: 설립 5년 이상, 납입자본금 10억 달러, 운용자산 50억 달러 이상 증권회사: 30년 이상 영업, 납입자본금 10억 달러, 운용자산 100억 달러 이상 상업은행: 자산규모 세계 100대 포함, 운용유가증권자산 100억 달러 이상
투자 대상	<ul style="list-style-type: none"> - 중국 증권거래소에 상장된 주식, 채권, 증권투자펀드, 중국증권거래소에서 거래하는 신주인수권 등 - 기타 증감위가 승인한 금융상품
투자 제한	<ul style="list-style-type: none"> - 각 QFII 당 전체 투자한도는 0.5~8억 달러 - QFII의 총 투자한도는 100억 달러(2005년 9월 상향 조정)
증권 투자 비율	<ul style="list-style-type: none"> - 단일 적격 외국인투자자가 단일 상장회사에 주식투자할 수 있는 비율은 회사 총 주식의 10%를 초과하지 못함 - 복수의 적격 외국인투자자가 단일 상장회사에 주식투자할 수 있는 비율은 회사 총 주식의 20%를 초과할 수 없음

자료 : 증권감독관리위원회(CSRC)

b. 업무범위

QFII의 승인을 얻은 기관은 중국의 개방형 및 폐쇄형 펀드에 모두 투자할 수 있으며, 추가발행주, 유상증자주, 공모주 및 전환사채 등에 청약 가능하다. 한편 《잠정방법》은 증장기투자를 유도하기 위해 위의 규정에 부합하는 폐쇄형 펀드나 기타 시장에서 양호한 투자실적이 있는 양로펀드, 보험펀드, 뮤추얼펀드 등의 진입을 장려한다고 명시하고 있다. 또한 신청인은 중국증감위의 기준을 거쳐 증권투자업무 허가증을 취득한 후 위탁인을 통해 국가외환관리국에 투자한도를 신청해야 한다.

역외기관투자자는 허가를 얻은 후에도 제한된 범위 내에서만 영업을 할 수 있다. 역외기관투자자는 중국의 상업은행에 위탁한 후 위탁인으로서 자산을 관리하며, 중국의 증권회사에 위탁하여 증권거래를 해야 한다. 2006년 말 현재 중국 증권감독위원회는 HSBC, CITI 은행, 스탠다드차터드은행 등 5개 외국은행 지점과 이외에도 중국공상은행(中國工商銀行), 중국은행(中國銀行), 중국농업은행(中國農業銀行), 중국건설은행(中國建設銀行), 중국교통은행(中國交通銀行), 중국민생은행(中國民生銀行) 등 6개의 중국 은행을 QFII 위탁은행¹¹⁵으로 승인하였다.

¹¹⁵ QFII 위탁은행의 역할은 《QFII 중국 내 증권투자 관리 규정》 제3장 제13조에 아래와 같이 규정되어 있음.

제13조 Custodian 은행은 아래의 직무를 이행해야 한다.

- (一) QFII가 위탁한 자산 전부를 보관하고,
- (二) QFII의 외환결제, 외환매각, 외환지불 및 위안화 자금결산 관련 업무를 처리하고,
- (三) QFII의 자금운영을 감시하고 투자행위가 위법임을 발견한 경우, 신속히 중국증감위와 국가외환국에 보고하고,
- (四) QFII의 원금 입금, 원금 송금 또는 수익 발생일로부터 평일 기준 2일 이내에 국가외환국에 QFII의 입금, 송금 및 외환결제, 매각 사항을 보고하고,
- (五) 월말 결산 후 평일 기준 8일 이내에 국가외환국에 QFII의 외환계좌 및 위안화 특수계좌의 수지 및 자산 배치 현황을 보고하고, 중국증감위에 증권계좌의 투자 및 거래 현황을 보고하고,
- (六) 회계연도 결산 후 3개월 이내에 QFII의 전년도 국내 증권투자현황에 대한 연도재무보고를 작성하여 중국증감위와 국가외환국에 제출하고,
- (七) QFII의 입금, 송금, 태환, 외환수입, 외환지불 및 자금출입기록 등 관련자료를 보존하며, 보존기간은 20년 이상으로 하고,

역외기관투자자는 비준된 투자 한도 내에서 증권거래소에 상장 · 거래하는 주식 중 중국에 상장한 외자주 이외의 주식, 증권거래소에 상장 · 거래하는 국채, 증권거래소에 상장 · 거래하는 전환채권과 기업채권 및 중국증감위가 비준한 기타 금융상품 등 위안화 금융상품에 투자할 수 있다.

한편 적격 역외기관투자자는 한 종목의 A주식 지분비율을 10%를 초과하여 보유할 수 없으며, 한 상장회사의 외국인 지분비율도 20%를 넘어설 수 없다.¹¹⁶

다. QFII 제도의 제약요인

자본시장 개방의 시험조치인 QFII 제도는 다음과 같은 제약요인이 존재한다.¹¹⁷

우선 중국 주식시장은 다양한 조치에도 불구하고 정보공개에 대한 신뢰도가 그다지 높지 않은 편이다. 정보공개의 미흡은 정보를 가진 측과 가지지 못한 측 사이에 정부의 비대칭으로 인한 문제를 가져오게 된다. 즉 정보를 가진 자는 가지지 못한 자에 비해 유리한 여건에서 투자를 하게 되고 그 손실은 일반적으로 정보를 충분히 가지지 못한 투자자에게 돌아가게 된다.

또한 중국정부는 역외기관투자자들이 투자할 수 있는 범위를 제한하고 있다. 물론 QFII 제도가 시험단계의 조치이므로 여러 가지 제한을 두는 것은 당연하다. 그러나 이런 제한 속에서도 유통주 범위의 확대 등 중국 주식시장의 구조개편은 역외투자자에게 더 큰 기회를 가져다 줄 수 있다.

(八) 국가외환관리규정에 따라 국제수지통계를 보고하고,

(九) 중국증감위, 국가외환국이 신중한 관리감독 원칙에 따라 규정한 기타 직무를 이행한다.

¹¹⁶ KIEP 경제동향, 「증권시장, 해외 기관투자자에 개방」, 2002.11.14.

¹¹⁷ 구기보, 「21세기 중국 자본시장의 구조변화와 적격 역외기관투자자제도」, 『중국학연구 (제28집)』, 중국학연구회, 2004년, 605쪽.

(2) QFII 제도의 최근 동향

QFII 제도가 적지 않은 제약요인을 안고 있음에도 불구하고 중국 자본시장 개방에 중요한 역할을 하는 것은 개방과 충격완화라는 두 가지 기능을 동시에 수행하는데 기인한다 할 수 있다. QFII 제도는 시행초기라 할 수 있지만 중국 증권 시장에 신선한 충격을 가져다 주었으며, 장기적으로 그 영향은 더욱 심화될 것으로 예상된다.

가. 적격 역외기관투자가(QFII) 동향

2007년 6월말 기준, 국가외환관리국으로부터 적격 역외기관투자가(QFII)로 인가 받은 외국계 금융기관은 총 52개이며, 투자한도(Quota)는 99.5억 달러에 이르고 있다.¹¹⁸

가장 대표적인 QFII로는 2003년 5월 일본의 노무라(野村)증권과 함께 가장 먼저 QFII 승인을 받은 스위스의 UBS증권으로 8억 달러의 투자자금을 대부분 중국 주식시장에 투자하고 있다. 투자 내역을 살펴보면, 전체 투자자금의 2/3는 A주에, 20%는 전환사채, 10%는 국채, 나머지는 주식형 펀드에 투자하고 있다. UBS는 또한 2006년 9월에 계열사인 UBS Global Asset Management도 추가로 QFII 인가를 획득함으로써 중국 주식시장 투자가 적극 확대될 것으로 예상된다.

한편 2003년 10월 QFII 인가를 받은 CSFB는 쿼터한도의 추가 증액을 외환관리국(SAFE)에 신청하여 투자한도를 3억 달러까지 증액하였다. 이처럼 QFII로 인가 받은 적격 역외기관투자가들은 추가로 투자한도의 증액을 신청하고 있어 2005년 9월 외국인 투자한도를 40억 달러에서 100억 달러로 증액되었다.

¹¹⁸ 평균 1.91억 달러로 최저 투자쿼터인 5,000만 달러를 훨씬 상회하는 것으로 나타나고 있음.

<표 3-10> 중국 내 적격 역외기관투자가 현황(2007년 6월말 현재)

(단위 : 억 달러)

	QFII	한도		QFII	한도
1	UBS	8.0	27	Fortis Bank	4.0
2	Nomura Securities	3.0	28	Power Corporation of Canada	0.5
3	Citigroup Global Markets	5.5	29	CALYON S.A.	0.75
4	Morgan Stanley & International	4.0	30	INVESCO Asset Management	2.0
5	Goldman Sachs	3.0	31	Government of Singapore Inv. Corp.	1.0
6	HSBC	4.0	32	Goldman Sachs Asset Mgt.	2.0
7	Deutsche Bank AG	4.0	33	Martin Currie Investment Mgt.	1.2
8	ING Bank N.V.	3.5	34	Temasek Fullerton Alpha Pte	1.0
9	JPMorgan Chase Bank	1.5	35	AIG Global Investment	0.5
10	Credit Suisse First Boston H.K.	5.0	36	The Dai-Ichi Mutual Life Insurance	1.0
11	Nikko Asset Management	4.5	37	DBS Bank	1.0
12	Standard Chartered Bank H.K.	0.75	38	JF Asset Management	1.5
13	Hang Seng Bank	1.0	39	KBC Financial Products UK	1.0
14	Daiwa Securities SMBC	0.5	40	The Bank of Nova Scotia	1.5
15	Lehman Brothers Int'l	2.0	41	Rothschild Banque	1.0
16	Merrill Lynch International	3.0	42	Yale University	0.5
17	Bill & Melinda Gates Foundation	1.0	43	AMP Capital Investors	2.0
18	ABN AMRO Bank N.V.	1.75	44	Morgan Stanley Investment Mgt.	2.0
19	Societe Generale	0.5	45	Stanford University	0.5
20	Barclays Bank PLC	0.75	46	United Overseas Bank	0.5
21	BNP Parisbas	2.0	47	Schroder Investment Mgt.	2.0
22	Dresdner Bank Aktiengesellschaft	0.75	48	Prudential Asset Mgt.	2.0
23	Templeton Asset Mgt.	1.5	49	UBS Global Asset Mgt.	2.0
24	GE Asset Mgt.	1.5	50	Sumitomo Mitsui Asset Mgt.	1.0
25	HSBC Inv.	1.0	51	Norges Bank	1.0
26	Shinko Securities	1.0	52	Pictet Asset Mgt.	1.0
계					99.5

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC)

2007년 6월말 현재 QFII로 승인 받은 외국인 투자자에는 UBS, Citigroup, Goldman Sachs 등 해외 금융기관을 비롯하여 자사운용사, Bill & Melinda Gates 재단, 예일대 · 스탠포드대 등의 학교기관도 포함되어 있다. 일본의 경우 노무라 증권, 다이와증권, 신코증권, 니코자산운용사, 스미토모미쓰이자산운용사 등 총 5개의 금융기관이 QFII 인가를 받아 활동 중에 있다. 그러나 아직 한국에서는 QFII 승인을 받은 금융기관이 없는 것으로 나타났다.

나. QFII의 승인 내역 및 최근 동향

동 제도는 도입 초기 중국 자본시장의 미발달 및 대외개방 정도의 미흡 등으로 투자가 수 및 투자규모 등의 면에서 크게 활성화되지는 못하였으나 최근 들어 중국경제의 고성장 지속, 금융제도 개혁작업의 진전, 위안화 절상에 대한 기대 등으로 국내주식시장이 호황세로 전환되는 등 금융시장에 대한 투자환경이 크게 개선됨에 따라 QFII 제도에 대한 외국투자자들의 관심이 증대되면서 적격기관수 및 투자금액 등이 빠른 속도로 증가하고 있는 추세이다.

중국 금융당국도 2005년 QFII의 중국 내 총투자한도액을 대폭 확대(40억 달러→100억 달러)한 데 이어 2006년 8월 24일 QFII 제도의 자격요건을 완화하는 등 동 제도의 활성화를 도모하고 있다. 이에 2006년 2/4분기 이후 투자승인액이 빠르게 증가하여 2007년 6월말 현재 투자승인액은 99.5억 달러로 2005년 말에 비해 43억 달러나 증가하였다.

적격승인을 받은 외국 기관투자자들은 주로 세계유수은행, 투자은행, 자산운용사 등이 대부분¹¹⁹으로 상업은행 및 투자은행 27개, 자산운용사 및 투자기금 20개, 증권회사 및 보험회사 각각 4개 및 1개이다.¹²⁰ 지역별로는 유럽계가 19

¹¹⁹ UBS, Citi Group, Credit Suisse, 日興자산관리, Morgan Stanley, HSBC 등

¹²⁰ 과거 대만의 QFII는 70%가 자산운용사와 보험사로 구성된 데 비해 중국의 QFII는 증권투자에 다소 보수적인 은행 및 투자은행들이 다수 차지하고 있음.

개(점유비 36.5%)로 가장 많은 가운데, 북미계 16개, 아시아계 17개(일본 6사, 홍콩 6사, 싱가포르 4사, 호주 1사) 등이며, 우리나라는 현재까지 적격승인을 받은 기관이 없다.

<표 3-11> QFII 자격요건 완화 내용(2007년 6월말 현재, 2006년 9월 1일 시행)

	운용자산 규모(달러)		자본금(달러)		규모 및 역사	
	종전	개정	종전	개정	종전	개정
상업은행	100억 이상	좌 동	-	-	자산규모 세계 100위	좌 동
증권회사	100억 이상	좌 동	10억	좌 동	30년 이상	좌 동
자산운용사	100억 이상	50억 이상	-	-	5년 이상	좌 동
보험회사	100억 이상	50억 이상	10억	폐지	30년 이상	5년 이상
양로기금 자선기금 기부기금 신탁회사 등	-	50억 이상	-	-	-	5년 이상

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC)

4억 달러 이상의 투자한도액을 승인 받은 QFII 기관은 8개 금융기관¹²¹으로
써 이들의 투자한도액은 총 39.0억 달러로 총투자한도액(80.5억 달러)의 절반수
준(43.6%)을 차지하고 있으며, 최근 들어 빌게이즈재단(2004년 11월), 예일대 및
스탠포드대(2006년 8월) 등과 같은 기부단체 및 저명대학재단 투자기금 등이 적
격승인을 취득한 것이 특징이다.

¹²¹ UBS(8억 달러), Citi(5.5억 달러), Credit Suisse (5억 달러), 日興자산관리(4.5억 달러), 모건스
탠리(4억 달러), HSBC(4억 달러), 도이치뱅크(4억 달러), Fortis Bank (4억 달러)

<표 3-12> QFII 기관 수 및 투자승인액 추이(2007년 6월말 현재, 기말 기준)

(단위 : 개, 억 달러)

	2003	2004	2005	2006				2007
				3월	6월	9월	12월	6월
기관수	10	24	31	32	36	40	44	52
투자승인 금액	17.0	34.3	56.5	59.8	71.5	80.5	89.5	99.5

자료 : 중국국가외환관리국(SAFE)

<그림 3-1> QFII 승인 금액 및 기관수 추이



자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC), CEIC

(3) QFII 제도 평가 및 개선 방향

가. QFII 제도의 평가

QFII 제도는 역외투자자의 투자증가와 중국투자자에 대한 신뢰구축, 중국금융기관의 업무확대 등을 통해 중국 금융시장의 활성화 및 개방화에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 물론 현재 역외기관투자자의 투자가 중국 증권시장에서 차지하는 비중은 그리 크지 않다. 역외기관투자자는 중국 증권시장에서 거래되는 A주식과 모든 채권에 투자할 수 있다. 시행된 지 5년 남짓 된 것을 감안하면 QFII 제도의 효과는 더욱 확대될 것으로 기대된다.

QFII 제도 하에서 외자인의 증권투자는 상당히 제한적이라 할 수 있다. 우선 QFII 제도는 개인투자자의 증권시장 진입을 허용하지 않고 있으며, 기관투자자에 대해서도 투자범위와 비율 면에서 상당한 제약을 가하고 있다. 또한 중국증감위는 해외자금으로 인한 중국증시 교란을 막기 위해 증시에 진입된 역외자금의 유출제한기간을 설정하고 있다. 이와 같은 요인을 감안하면 QFII 제도의 시행이 진정한 자본시장 개방이라 하기는 어려울 것이다. 그럼에도 불구하고 QFII 제도는 중국 자본시장 개방에서 갖는 의미는 매우 중요하다고 할 수 있다. 중국은 WTO 가입 후 양허에 따라 단계적으로 금융시장을 개방하고 있으며, 향후 몇 년 내에 기본적인 개방을 마치게 된다. 그 후 중국은 자본시장 특히 주식시장을 전면 개방해야 하는 상황에 직면할 것이다. 현재까지 중국은 금융기관의 부실대출, 금융감독체제의 미비 등으로 주식시장의 개방에 대해 매우 소극적인 입장을 취하고 있다.

QFII 제도는 중국이 주식시장 개방의 첫발을 내딛는 중요한 의미를 갖는 조치라 할 수 있다. 중국의 외환보유고는 1조 4천억 달러를 초과¹²²하였으며, 외국

¹²² 2007년 9월말 현재 중국의 외환보유고는 14,336억 달러에 달함.(자료: 중국국가통계국)

인투자 역시 크게 증가하였다. 이런 상황하에서 QFII 제도는 중국경제의 외부충격에 대한 적응력을 시험하는데 유용할 것으로 평가된다.

나. QFII 제도의 개선 방향

현재 QFII 제도를 시행하고 있음에도 불구하고 중국 증시에서 적격 역외기관 투자가가 차지하는 비중은 시가총액 기준 1% 정도에 그치고 있다. 따라서 조만간 중국 당국이 투자한도를 상향 조정한다고 하더라도 QFII 효과가 쉽게 나타날 거라고 보기는 어렵다. 물론 지속적인 투자한도의 상향조정과 함께 궁극적으로 투자요건 완화, 자금의 자유로운 유·출입 허용, 세율 조정과 같은 관련 제도의 개선이 이루어져야 할 것이다.

QFII 제도를 도입했던 대만이 자격요건을 대폭 완화¹²³한 이후 증시가 크게 성장한 예에서 알 수 있듯이 중국 역시 궁극적으로 QFII의 총 투자한도를 폐지하고 개별 금융기관의 투자한도도 상향 조정할 필요가 있다. 물론 아직 국내 기관 투자가의 육성이 보다 시급하고 취약한 증시 환경의 개선이 시급한 상황이라 QFII에 대한 개방이 오히려 국내 기관투자가의 역할 축소와 같은 문제가 야기될 수도 있다. 그러나 이미 중국의 기관투자자들이 시가총액 기준으로 증시에서 차지하는 비중이 약 30% 수준에 이르고 있다. 따라서 외국인 기관투자자에 대한 규제를 완화함과 동시에 지배구조 개선, 공시요건 강화 등 주식시장의 선진화를 추구해 나간다면 QFII의 도입 취지를 충분히 살릴 수 있을 것으로 기대된다.

¹²³ 대만은 QFII의 총 투자한도를 1991년 25억 달러에서 1995년 완전히 폐지하였고, 개별 금융기관의 투자한도도 1991년 5,000만 달러였으나 1999년 12억 달러까지 상향 조정하였음. 현재 대만 증시 시가총액의 30~40%는 QFII가 차지하고 있음.

(4) QFII 제도 시행 이후의 중국 주식시장 근황 및 전망

가. 자본시장의 규모 확대

그 동안 해외직접투자(FDI)는 중국 경제성장을 견인하는 중요한 요인 중 하나이다. 2002년 중국이 유치한 FDI는 527억 달러 규모로 미국을 초월하여 세계 최고 수준을 기록하였다. 이후에도 FDI는 계속 증가하여 2006년에는 733억 달러를 기록하였으나, 그 증가율은 다소 둔화되고 있는 추세이다. 이와 같은 상황에서 QFII 제도는 중국의 새로운 자금루트로 부상하고 있다. 제한된 범위 내에서만 QFII 제도는 중국 자본시장의 규모를 확대하는데 일조할 것으로 기대되고 있다. 2007년 6월말 현재 52개 역외기관투자자의 투자액은 99.5억 달러이며, 시행된 지 얼마 되지 않은 것을 감안하면 적지 않은 자금이 중국시장에 진입할 것으로 예상된다. 가령 대만은 1983년 QFII 제도를 시행한 후 400억 달러의 자금이 유입되었으며, 대만 증권시장의 6%를 점하였다.

중국은 약 30여 년간 고도의 경제성장을 이루어 왔으며, 향후 수년간 여전히 고도성장을 기록할 것으로 예상된다. 이와 같은 양적 성장 이외에 중국경제는 국유기업 개혁, 상장회사 관리구조 개선, 산업구조 고도화 등 질적 성장을 이루어가고 있다. 또한 상장회사 중 우량기업이 증가하고 있는 상황에서 적지 않은 역외기관투자자들이 중국증권시장에 진출하려 하고 있다. 또한 역외기관투자자의 중국 자본시장의 진출은 중국투자자들에게도 좋은 투자기회를 제공함으로써 새로운 투자를 유도할 것으로 전망된다. 실제로 국유주 유통 증으로 장기간 침체되었던 중국 증권시장은 2003년 이후 새로운 활력을 찾아가고 있다.

나. 기관투자가 증가

2007년 6월말 현재 중국 증권시장은 기관투자자의 비중이 30%에 육박하고 있다. 2003년 이전에는 기관투자자의 비중이 10% 이하로 비중이 낮아 증권시장 역시 불안정한 상태에 있었다. QFII 제도는 역외 기관투자자만을 대상으로 하고 있다. 따라서 이 제도의 시행으로 중국 증권시장의 기관투자자 비중이 증가하였고, 앞으로도 더욱 증가할 것으로 예상된다. 중국의 경우 분업경영의 현실적인 제약으로 인해 기관투자자가 증권회사의 증권투자기금에 한정된다고 언급하였다. 그러나 역외 기관투자자에는 은행, 증권회사, 보험회사, 기타 펀드회사 등을 포함하고 있어 중국의 기관투자자가 더욱 다양해질 것으로 기대되고 있다. 한편 중국 은행이나 보험사는 적격 역외기관투자자와 협력을 통해 증권시장에 진출할 수 있는 길이 열리게 되었다. 중국 금융기관은 간접적으로 주식시장에 진출할 수 있게 되어 향후 기관투자자의 비중을 더욱 제고할 것으로 기대된다.

다. 증권시장의 선진화

역외기관투자자의 중국 증권시장 진입은 선진적인 관리경험이나 기법을 가져와 중국 기관투자자의 관리수준이나 수익성을 제고하는데 일조할 것으로 기대된다. 또한 QFII 제도는 중국 주식시장이 내부자거래나 주가조작 등 불공정 거래가 아닌 소위 시장에 의해 가격이 결정되도록 하는데 기여할 것으로 전망된다.

한편 중국의 증권시장은 선진국에 비해 매우 폐쇄적이며 정책이나 규칙 역시 모호한 상황에 처해 있다. 2004년 12월 증권시보와 동방증권이 공동 조사한 바에 의하면 중국 증권시장의 외자 진입을 저해하는 가장 큰 요인이 시장수익률의 과대평가가 아닌 정보공개의 불투명으로 나타나고 있다.¹²⁴ 이를 통해 중국 증권

¹²⁴ 祁莉, 「QFII机制对中国证券市场的影响与对策」, 『城市研究論集』, 2004. p.138.

시장에 더 많은 역외기관투자가를 끌어들이기 위해서는 무엇보다 상장회사의 정보공개가 시급하다는 것을 알 수 있다. QFII 제도는 회계제도를 포함한 각종 정보공개수준을 제고함으로써 점차 증권시장의 성숙에 기여할 것으로 예상된다. 정보공개수준이 제고될 경우 중국 일반투자자들 역시 상장회사의 경영실적, 재무상황, 발전전망 등에 대한 파악을 통해 안정된 투자를 할 수 있게 된다.

라. 인재유치 경쟁 가속화

역외기관투자가의 중국진출은 금융기관의 인재유치 경쟁을 가속화할 것으로 기대된다. 중국은 자본시장을 포함한 금융시장을 급속도로 발전시킨 반면 금융시장기관에서 필요한 전문인력을 충분히 확보하고 있지는 못하고 있다. 특히 WTO 가입 후 금융시장이 개방되면서 중국 금융기관의 많은 우수인력들이 외자금융기관으로 옮겨가고 있다. 제한된 범위이기는 하나 QFII 제도는 중국 금융기관의 인력유출을 더욱 가속화시킬 것이다. 이 같은 인력유출은 단기적으로 중국 금융기관의 경쟁력을 약화시킬 수 있으나 장기적으로 선진적인 경영기술과 노하우(know-how)를 습득함으로써 국내 금융기관의 경쟁력을 더욱 강화할 수 있는 계기가 될 것이다.

마. 유관 서비스산업의 발전 견인

QFII 제도의 시행은 유관 금융증권서비스 업종의 발전을 가져다 줄 것으로 기대된다. 증권사와 은행은 QFII로 인해 중개업무 및 위탁업무를 확대할 수 있게 되었다. 수탁은행은 역외기관투자가에 대한 심사자로서 자신의 중간업무를 확대할 수 있다. 수탁은행은 역외기관투자가에 대해 자금 유입 및 유출, 태환, 수금 및 지불 등을 담당하며, 자금에 대한 기록을 15년간 보관하도록 되어있다. 한편

증권사는 QFII를 통해 주식의 중개거래나 투자관리 등의 업무를 확대할 수 있다.

바. 금융기관의 협력 증가

QFII 제도는 역외기관투자가들이 독자적으로 적격투자가 자격을 얻을 수 있도록 허용하고 있으나, 실제 영업이나 투자를 위해서는 국내금융기관과의 협력이 불가피하도록 되어있다. 따라서 중국시장에 진출하는 역외기관투자가의 비중이 많을수록 국내외금융기관과의 협력은 더욱 증가할 것이다. 이 과정에서 중국금융기관은 역외투자자로부터 선진적인 금융관리기법 등 다양한 노하우(know-how)를 배울 수 있을 것이다.¹²⁵

2) 중국 주식시장의 비유통주 개혁

(1) 비유통주의 존재

중국 상장기업의 주식은 크게 유통주(negotiable shares)와 비유통주(nonnegotiable shares)¹²⁶로 분류되어 있다. 중국 상장기업의 주식은 소유주체에 따라 국가주, 법인주, 사회법인주, 기업직공(종업원)개인주, 사회개인주로 구분되며, 이 중 사회개인주 만이 증권거래소를 통해 유통이 가능한 유통주이며 나머지는 그렇지 못한 비유통주이다.

¹²⁵ 구기보, 「21세기 중국 자본시장의 구조변화와 적격 역외기관투자자제도」, 『중국학연구 (제28집)』, 중국학연구회, 2004년, 612쪽.

¹²⁶ 이에 반대되는 개념인 유통주는 상하이, 선전, 홍콩의 증권거래소에서 거래되는 주식으로서, A주(상하이 및 선전시장에서 위안화 표시로 거래되는 주식), B주(상하이 및 선전시장에서 외화 표시로 거래되는 주식), H주(홍콩시장에서 거래되는 중국본토기업의 주식) 등이 해당됨.

<표 3-13> 중국 상장주식의 종류

주식의 구분	종류
유통주	사회개인주
비유통주	국가주
	국유법인주
	사회법인주
	기업직공 개인주

주 : 비유통주의 80% 이상이 국유주임. (국가주+ 국유법인주)

자료 : 증권감독관리위원회(CSRC)

비유통주의 대부분인 국유주¹²⁷는 90년대 초반 주식시장이 개설되면서 기존 국유기업들 주식시장에 상장하는 과정에서 일부 주식만을 유통시키면서 형성되었고, 사회법인주는 자금사정이 좋지 않은 국유기업들을 구제하기 위해 이들의 IPO에 민영기업의 출자를 유도하는 과정에서 형성되었다.¹²⁸

2007년 2월말 현재 주식수 기준으로 상하이 및 선전 주식시장의 비유통주 비중은 61.8%에 이르고 시가총액 기준으로는 71%를 기록하고 있다.¹²⁹

1990년대 후반부터 비유통주의 비중은 64~65%로 안정적인 수준을 유지하였으나, 2005년 비유통주 개혁이 가시화되면서 비유통주의 비중이 감소하기 시작하여 2006년 6월에는 57.2%를 기록하였다. 2006년 10월 중국공상은행(中國工商銀行) 등 국유은행 및 기업들이 상장되어 이들이 보유한 비유통주가 포함되면서 전체적으로 비유통주 비중이 다시 급증하는 모습을 보였다. 결국 비유통주의 비중은 2006년 6월을 저점으로 2006년 10월 62.7%까지 증가하였다.¹³⁰

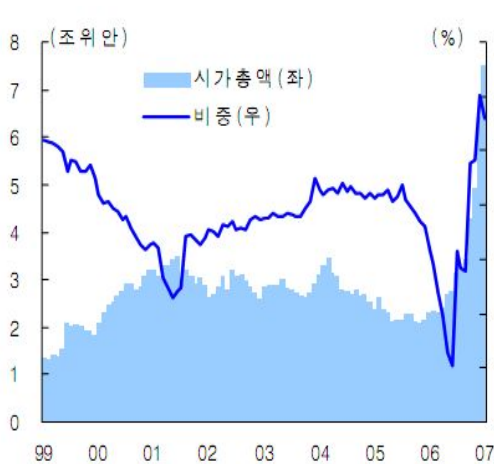
¹²⁷ 비유통주의 약 80% 정도가 국유주임.

¹²⁸ 민영기업이 보유한 주식까지도 유통을 금지하는 정책을 취한 것에서 사회주의 국가의 면모(사유 재산권 보장의 미흡)를 엿볼 수 있으며, 당시 정책당국자들이 투자자보호와 기업의 자금조달 원활화라는 주식시장의 양대 설립목적 중 투자자 보호 측면은 무시한 채 국유기업 자금조달창구로서의 기능에 지나치게 편중된 시각을 가졌던 것으로 보임.

¹²⁹ 『中國証券期貨統計年鑑』, 2007.

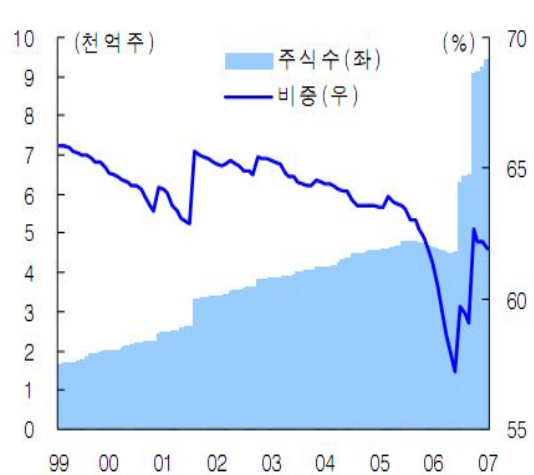
¹³⁰ 하나금융그룹 금융연구시리즈, 「중국주식시장 현황 및 시사점」, 하나금융경영연구소, 2007년 3월, 7쪽.

<그림 3-2> 비유통주의 규모 및 비중



주 : 시가총액 기준

자료 : 중국증권감독관리위원회, CEIC



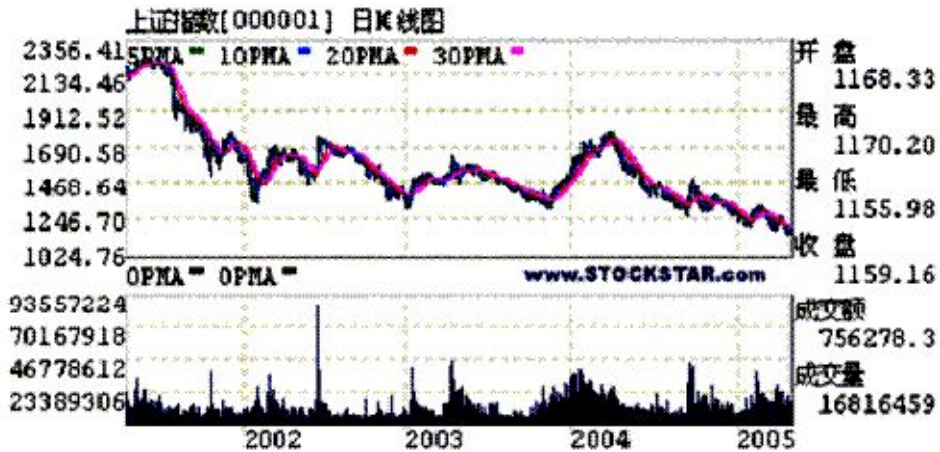
주 : 시가총액 기준

자료 : 중국증권감독관리위원회, CEIC

이와 같이 비유통주의 비중이 높다는 것은 지배주주의 권한이 크다는 것을 반증한다. 즉 국가 또는 국유법인이 실질적인 소유권을 행사함으로써 주식시장의 발전을 저해하는 요인으로 작용하였다.

실질적으로 국가(국가 또는 여타 국유기업)가 소유주체인 비유통주의 비중이 높다는 것은 자본시장의 효율적 자원배분기능을 저해하고 자본시장 발전에 중대한 걸림돌로 작용한다. 유통주 주주들의 이해와 무관하게 국가에 의해 기업의 의사결정이 영향을 받고 있으며 시장에 의한 경영감시기능 수행이 불가능하고 경영진은 시장의 요구사항 보다는 국가의 기대사항인 정책목표수행에 협조하는 데 치중하여 기업 부실화의 한 요인으로 작용하기 때문이다. 또한 국유기업은 이익이 나더라도 현금배당을 하지 않고 있어 투자자들은 주식양도차익에만 의존하게 되어 주식시장이 건전한 투자의 장이라기보다는 투기의 장으로 변질되었다.

<그림 3-3> 2001년 ~ 2005년 상하이 종합지수 추이



자료 : www.stockstar.com

또한 전체 주식의 약 2/3에 해당하는 막대한 비유통주의 존재는 수급에 대한 불안요인으로 작용하여 주가 상승의 제약요인으로 작용하였다. 중국경제는 2001년 이후 8~9%대의 높은 성장세를 보였으나 주가는 오히려 2001년 6월 2,242pt 이후 추세적 하락세를 보여 2005년 말 상해종합지수는 고점대비 약 50% 하락(1,161pt)하였다. 이러한 중국증시 부진의 여러 원인 중 막대한 비유통 국유주 물량에 대한 부담감이 가장 큰 원인으로 지적되고 있었다.

(2) 비유통주 개혁의 경과 및 주요 내용

주식시장 성장의 걸림돌로 지적되어 온 비유통주의 문제점을 해결하고자 중국정부는 1999년 10월, 2001년 6월 두 차례에 걸쳐 비유통주의 유통화 개혁을 시도하였다.

<그림 3-4> 비유통주 개혁이 주가에 미친 영향



하지만 당시 주식시장의 공급물량부담에 대한 우려로 인해 주가가 폭락하자 비유통주 개혁 추진을 철회하였다. 그러나 장기적인 관점에서 중국 주식시장의 발전을 위해 기업에게 직접금융을 제공하는 주식시장의 개혁은 불가피한 것이었다. 따라서 중국 금융당국은 2005년 4월 과거 두 차례의 개혁시도 실패의 경험을 바탕으로 비유통주 개혁을 재차 추진하였다.

2005년 중국정부가 적극적으로 비유통주 개혁을 추진할 수 있었던 배경은 2001년 최고점대비 약 50% 주가가 하락한 상태에서 비유통주의 유통화 추진으로 인한 추가 하락폭은 크지 않을 것으로 판단한 데 기인한다. 정부는 공급물량 증가에 대한 부담을 최소화하기 위한 제도적 장치를 마련하는 등 제도적인 뒷받침을 동시에 추진하였고, 성공적인 개혁을 위해 우선적으로 일부 기업을 선정하여 시범 실시를 시행하는 등 과거의 실패 경험을 되풀이하지 않기 위해 많은 노력을 기울였다.

2005년 4월 29일 중국증권감독관리위원회는 비유통주 개혁방침을 발표하고, 1·2차에 걸쳐 46개 시범개혁 대상기업을 선정하여 비유통주 유통화 개혁작업에 본격적으로 착수하였다. 1차 비유통주 시범개혁 대상기업은 4개사였다.¹³¹

<표 3-14> 비유통 국유주 시험매각 1차 4개사 현황

구분	三一重工	紫江企業	清華同方	金牛能源
업종	기계, 기계부품	화학품, 포장용기	컴퓨터, 소프트웨어	석탄개발
비유통주 비율	75%	58.5%	52.5%	74.5%
주당순자산(위안)	8.2	5.2	1.9	5.3
시가총액(억 위안)	40.7	50.0	39.9	64.9

주 : 2005년 4월 선정 당시 기준

자료 : 중국주식시장 현황 및 시사점(하나금융연구소 보고서) 재인용

이들 기업은 비록 주식시장에서 공급물량이 확대되더라도 시장 전체에 미치는 영향이 크지 않도록 하기 위하여 대부분 규모가 작고, 회사 대표성이 강하지 못한 기업을 선정하였다. 따라서 비유통주 시험방안도 기업의 특성에 맞춰서 하기보다는 대동소이(大同小異)한 방법을 선택하였다. 비유통주 개혁 추진 결과 현재 쑤이중공(三一重工), 쑤장기업(紫江企業)의 경우 비유통주 비율이 각각 6.04%와 47.1%로 비유통주의 비율이 낮아졌다.

1차 선정된 기업들과는 달리 2차 42개 시범개혁 대상기업¹³²에는 바오강주식(寶鋼股份), 창장전력(長江電力) 등 대형 중앙기업, 지방 국유기업, 민영기업과 차스닥 기업 등 다양한 부류 및 계층의 기업들을 대거 포함시켰다. 이는 비유통주 개혁 시범모델과 원칙을 공고히 한다는 전제 아래, 제2계열 시범업체의 커버율을

¹³¹ 1차 시범 선정 기업리스트(4개사) : 쑤이중공(三一重工), 쑤장기업(紫江企業), 청화통팡(清華同方), 진니우에너지(金牛能源)

¹³² 2차 시범 선정 기업리스트(42개사) : 상강컨테이너(上港集箱), 바오강주식(寶鋼股份), 창장전력(長江電力), 쑤신증권(中信證券), 런푸테크놀러지(人福科技), 동팡밍주(東方明珠), 친푸제약(鑫富藥業), 형성전자(恒生電子) 등

확대하고, 시험회사의 대표성과 시범방안의 다양성, 적용성을 높이며, 시범의 발전방향과 시범효과를 확대하고자 한데서 기인한다.¹³³

중국 금융당국은 그 동안 상대거래로 이루어지던 비유통주의 거래를 거래소 내에서 이루어지도록 하는 《상장기업 비유통주식 양도 처리규칙》을 발표하였다. 종전 비유통주는 감독당국의 허가 아래 장외에서 소규모로 거래가 이루어졌기에 상대적으로 투명성이 낮았다. 이러한 점을 개선하기 위해서는 2005년 1월부터는 모든 상장사의 비유통주 지분 양도는 반드시 상하이 및 선전 증권거래소에서 이루어지도록 규정하였다.

또한 단기간에 주식시장에 물량이 대거 출회되는 것을 방지하기 위해 비유통주의 유통화 개혁을 점진적, 지속적으로 추진한다는 방침을 세웠다. 이외에도 비유통주를 전환한 기업에 대해서는 산하기업 상장, 주식담보대출, 채권 발행 등 주식시장을 통한 자금조달 측면에서 우대하고 인수합병을 통한 경쟁력 강화를 지원하였다.

이러한 정부의 적극적인 정책추진에 따라 각 상장사는 비유통주의 유통화 방안¹³⁴을 마련하고 임시 주주총회에서 전체주주의 2/3, 유통주 주주의 2/3의 찬성을 얻어 확정·시행하였다. 중국증권감독관리위원회는 비유통주의 유통화로 인한 증시 공급물량 부담 완화를 위해 유통권 획득 후 1년 내에는 거래금지, 2년 내에는 5% 이내, 3년 내에는 10% 이내에서만 거래를 허용하였다. 또한 증시 안정화를 위해 주식시장을 통한 자금조달 방법인 신규 증자 및 IPO의 신규허가를 제한하는 조치를 취하였다.¹³⁵

¹³³ 하나금융그룹 금융연구시리즈, 「중국주식시장 현황 및 시사점」, 하나금융경영연구소, 2007년 3월, 12쪽.

¹³⁴ 비유통주의 유통화는 비유통주 주주들이 기존 유통주 주주들에게 주식 또는 현금보전 등 방식의 보상조치를 취한 후 유통권을 획득하는 것을 내용으로 함. 대다수 회사들은 비유통주 주주가 유통주주에게 평균 10주당 3주에 해당하는 현금 또는 주식을 부여하는 방식으로 공급량 증가에 따른 유통주주의 손실을 보상하였음.

¹³⁵ 비유통주의 유통화 개혁이 시작된 2005년 5월부터 2006년 5월까지 1년간 신규 IPO를 제한하였음.

<표 3-15> 상장기업 비유통주식 양도 처리규칙의 주요 내용

주요 내용

- 시장 안정유지, 투자자 특히 일반투자자의 합법적 권익 보호를 위해 중국증권감독관리위원회는 상장회사 주주의 개혁 회사 및 보증기관의 추천에 따라 시범회사를 협의·확정
- 시범 상장회사의 주주는 자주적으로 지분권 분리 해결방안을 결정함
- 지분권 분할 개혁 시범에서 첫 번째로 공개될 정보를 정하고 회사증권의 거래중지를 신청
- 주주총회에서 지분 분할 개혁 방안을 결정한 2일(영업일 기준) 이내에 이사회회의 결정, 독립이사 의견, 지분권 분리 개혁 설명서, 보증기관의 보증의견, 임시 주주총회 소집 통지, 회사 증권거래 재개 신청 공고
- 임시주주총회에서 지분권 분리 개혁 방안을 결정한 후, 2일(영업일 기준) 내에 임시 주주총회의 표결 내용을 공고해야 하고, 회사증권 거래 재개를 신청해야 함
- 회사의 개혁 방안을 시행할 시 거래정지 상태가 지속되어야 하며 거래정지 연장 신청은 증권거래소 가능
- 임시주주총회 통지는 반드시 유통주 주주의 권리 및 주장권의 기간, 조건 및 방식 공지 의무
- 임시주주총회 소집 전에는 반드시 최소한 세 차례의 임시 주주총회 소집 최고통지를 해야 하며, 주주의 투표 참가를 위해 인터넷 표결시스템 제공 의무
- 임시 주주총회는 이사회가 제출한 지분권 분리 개혁 방안에 대해 반드시 표결에 참가한 주주의 2/3 이상, 표결에 참가한 유통주 주주의 2/3 이상이 찬성해야 결정 가능
- 시범 상장회사의 이사회는 보증기관을 초빙해 지분권 분리 개혁방안의 제정, 관련 업무조사 및 문서심사, 보증의견 작성·발행, 지분권 분리 개혁방안 실시를 보증기관과 협조하여 시행
- 보증기관은 반드시 3인 이상 보증대표인이 구체적인 보증업무를 책임지고 있는 기관이어야함
- 시범 상장회사의 비유통주 주주는 소유하고 있는 비유통주 지분의 유통권을 취득한 날로부터 시작해 최소 12개월 내 상장거래 혹은 양도 불가
- 시범 상장회사 전체 지분 중 5% 이상을 소유하고 있는 비유통주 주주는 상기 약속 만기 후, 증권거래소에서 오피거래를 통해 주식을 매도하는 양이 회사 전체 지분 중 12개월 내 5%, 24개월 내 10%를 초과 불가능
- 시범 상장회사의 비유통주 주주는 증권거래소에서 오피거래에 의한 주식을 매도한 양이 회사 전체지분의 1%에 달하면 반드시 해당 사실이 발행한 날짜부터 2일(영업일 기준) 이내에 공고해야 함. 단, 공고기간 중 주식매각을 중지할 필요는 없음
- 시범 상장회사의 비유통주 지분 처리는 관계부처의 심사비준이 필요하며, 임시주주총회 소집 전에 동 비준 문서를 취득, 공고해야 함

자료 : 증권감독관리위원회(CSRC)

(3) 비유통주 개혁 성공을 위한 추가 방안

시범 개혁 대상기업 비유통화 주식의 유통화가 원활히 진행되고, 주가도 상승세를 보이자 중국증권감독관리위원회는 2005년 8월 23일 유통화 개혁을 전체 상장회사로 확대한다는 방침을 발표하였다. 아울러 비유통주의 유통화 개혁을 뒷받침하기 위해 다양한 수요기반 확대 조치 및 시장인프라 정비를 병행하였다. 구체적인 방안으로는 증권거래세율 인하, 상업은행의 펀드운용사 설립 허용, 외국인 주식투자 한도 확대 등이 있다. 반대로는 유통주로의 전환조치를 취한지 않는 국유기업에 대해 추가 증자를 불허하여 기업들로 하여금 적극적으로 비유통화주의 유통화 작업을 추진하도록 하였다.

이외에도 시장인프라 정비를 통해 개혁을 보완하기 위한 일련의 조치를 취하였다. 우선 2005년 9월 투자자보호기금을 설립하였다. 이는 증권사의 파산, 폐쇄, 합병, 위탁금 횡령 등으로부터 소액투자자를 보호하고 시장의 신뢰도 제고를 위한 조치이다. 투자자보호기금은 거래수수료 일부, 증권사 위탁수수료 수입 중 일부, 청약증거금 발생이자, 파산증권사 청산재산, 기타 기부금 등으로 구성된다.

두 번째로는 2005년 10월 투자자보호를 강화하고 증권거래에 대한 규제를 완화하고자 증권법과 회사법(公司法)을 개정하였다. 주요 개정 내용은 허위사실 유포 및 주가조작에 대한 처벌 규정을 명문화하고, 현물거래에 국한되었던 거래 제한을 폐지, 은행자금의 주식시장 투자금지 규정 완화, 투자자에게 주요 투자자 명단, 이사회 결의사항, 회사 채무기록 열람권 부여 등으로 구성되어 있다.

마지막으로는 주식시장의 장기침체로 인해 심한 부실에 직면한 중국 증권산업 회생을 위해 중국증권감독관리위원회는 대형증권사에 대해서는 자금지원, 부실증권사에 대해서는 폐쇄 또는 합병, 외국투자은행의 중국 증권산업 투자 유도 등을 통해 증권산업 구조조정을 추진하였다.

<표 3-16> 비유통주 개혁 및 주식시장 활성화를 위한 구체적 방안

구분	주요 내용
2005년 1월	- 증권거래세율 인하(0.2%→0.1%)
2005년 2월	- 보험회사의 주식투자를 보험회사 총자산의 5% 범위 내에서 허용 - 상업은행의 펀드운용사 설립 허용
2005년 7월	- 외국인 주식 투자 한도 확대(40억→100억)
2005년 9월	- 투자자보호기금 설립
2005년 10월	- 증권법과 회사법(公司法) 개정 : 투자자보호를 강화하고 증권거래에 대한 규제 완화
2005년 12월	- QFII의 주식 양도차익에 대해 영업세(5%) 면제
2006년 1월	- 외국계 전략적 투자자에게 A주 매입을 제한적으로 허용
2006년 5월	- 인수·합병 관련 법안 개정

자료 : 증권감독관리위원회(CSRC)

(4) 비유통주 개혁의 성과

2006년 말 기준 대부분의 상장회사가 비유통주의 유통화 개혁에 적극 참여하였거나 추진 중에 있다. 상하이증권거래소 상장회사의 경우 총 832개 비유통주 보유주식 중 723개(86.9%)가 유통화 개혁에 참여하였으며, 69개사(8.3%)가 개혁 절차를 밟고 있으며, 개혁조치가 추진되지 않은 회사는 40개(4.8%)에 불과하다.

2005년 4월말부터 시작된 비유통주 개혁성과는 <그림 3-2>에서 뚜렷하게 보여진다. 공급물량 증가에 따른 주가 하락을 우려하여 2005년 5월부터 2006년 5월까지 신규 IPO를 제한한 결과, 시가총액 및 주식수에서 비유통주가 차지하는 비중이 2005년 4월 각각 68.5%, 63.7%에서 2006년 6월말 62.1%, 57.2%로 꾸준히 감소하였다. 중국증권감독관리위원회가 2006년 6월부터 신규 IPO를 허용하여 공급물량이 증가하였음에도 불구하고 주식시장은 활성화를 유지하여 주가는 지속적인 상승세를 이어갔다.

2006년 하반기 중국증권감독관리위원회가 신규 IPO를 허용하면서 원활하게

진행되던 비유통주의 개혁에 변화가 나타났다. 시가총액 및 주식수의 규모 및 비중 면에서 모두 지속적으로 감소추세를 보이던 비유통주가 시가총액 및 주식수의 절대 규모 면에서는 증가하기 시작한 것이다. 이는 신규 IPO를 추진한 대규모 국유은행 주식이 비유통화주의 비중이 약 97%를 차지하여 기존 상장기업들보다 높다는 특징을 갖는 것에서 기인한 것이다. 이러한 결과를 부정적이라고 해석하기 보다는 그만큼 주식시장의 절대적 규모가 확대되고, 유입되는 자본량도 증가하였다고 파악해야 할 것이다.¹³⁶

<표 3-17> 2006년 말 이후 신규상장 국유은행의 비유통주 비중

은행	상장일	총 주식수 (억주)	유통주식수 (억주)	비유통주 비중 (%)
중국은행 (中國銀行)	2006.7.5	1,778.2	43.3	97.6
중국공상은행 (中國工商銀行)	2006.10.27	2,448.1	68.3	97.2

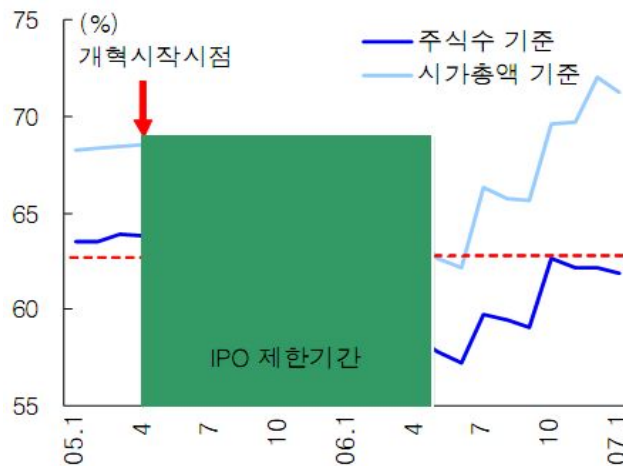
자료 : 각 은행 홈페이지

그렇지만 시가총액 및 주식수에서 비유통주가 차지하는 비중 기준으로 살펴보면, 2006년 5월부터 신규상장이 허용되면서 그 비중이 크게 증가하였음을 알 수 있다. 이는 신규 상장된 기업의 단위당 주가가 높고 그 규모도 크다는 것을 의미한다. 또한 주식수 기준에서는 비유통주의 비중이 개혁 전보다 낮아진 것으로 나타나 이는 신규 IPO를 통해 주식수가 증가하였음에도 불구하고, 비유통주의 유통화가 성공적으로 진행되고 있음을 보여준다고 할 수 있다. 상장 후 일정기간이 지나면서 비유통주의 유통화 추진이 이루어지는 특성을 고려할 때, 2006년 말부터 계단형으로 낮아지고 있는 비유통주의 비율 변화 추이는 정책당국의 계획대로 비유통화 개혁이 지속적으로 진행되고 있음을 반영하는 것이다. 실례로 중국은행

¹³⁶ 하나금융그룹 금융연구시리즈, 「중국주식시장 현황 및 시사점」, 하나금융경영연구소, 2007년 3월, 16쪽.

의 경우, 상장 당시 비유통주의 비중이 97.6%였으나, 2007년 6월말 현재 비유통주의 비중은 29.95%에 불과하다.

<그림 3-5> 비유통주 개혁 시행에 따른 변화



주 : 비유통주가 차지하는 비중 기준(평균)

자료 : 중국증권감독관리위원회, CEIC

3) 기타 중국 주식시장 개혁 · 개방 조치

(1) 외국투자자의 상장기업에 대한 전략적 투자 허용¹³⁷

앞서 기술한 바와 같이 WTO 가입 이후 중국정부는 다양한 주식시장 개방조치를 시행 혹은 검토하였으며, 주식시장 개방 일환으로 2002년 12월 1일부터 공포한 《적격외국인기관투자자(QFII)의 국내증권투자에 관한 잠정규정》을 시행하였다. QFII 제도는 외국인의 장기 투자자금 유인과 국내 자본시장의 발전을 유도

¹³⁷ 여수옥, 「중국 주식시장 개방의 현황과 전망」, 대외경제정책연구원, 2006년 2월 9일.

하기 위하여 A주 시장¹³⁸을 개방한 제도이다. 그러나 QFII 제도는 국내 주식시장의 전면적 개방이 아니라 일정 자격요건을 갖춘 외국기관투자자만을 대상으로 한 것으로 그 규모에는 한계가 있다. 또한 QFII 제도는 투자자의 자격요건이 까다로울 뿐 아니라, 특정 주식을 보유할 수 있는 지분비율이 10%를 초과할 수 없으며, 전체 외국인 투자자의 지분 비율은 20%를 넘을 수 없도록 제한을 두고 있다. 그러나 지속적으로 QFII 제도의 개선에 관한 논의가 전개되고 있어 제약요인은 극복될 것으로 전망된다.

더 나아가 2006년 1월 5일 중국증감위, 상무부, 세무총국, 공상총국, 외환관리국 등 5개 기관이 연합하여 공포한 《외국투자자의 상장기업 전략적투자 관리방안(外國投資者對上市公司戰略投資管理辦法)》¹³⁹(이하辦法)은 QFII 뿐만 아니라 일정자격을 갖춘 외국인 투자자에게 A주식을 매입할 수 있도록 하였다.

동 《辦法》을 자세히 살펴보면, 지금까지 QFII에게만 개방되어 있던 중국 A주 시장을 ‘외국인 전략적 투자자’에게까지 확대 개방하는 것을 골자로 하고 있으며, 획기적인 주식시장 개방조치로 평가되고 있다. ‘외국인 전략적 투자자’란 일정 규모 이상의 중장기 전략적 합병투자자(具有一定規模的中長期戰略性并購投資)를 의미한다. 외국인 투자자는 해당기업 혹은 모기업의 해외보유자산총액이 미화 1억 달러 혹은 해외관리자산총액이 미화 5억 달러 이상이며 최근 3년간 국내외에서 관리감독기구의 중대 제재처벌을 받은 적인 없는 기관이어야 한다.

‘외국인 전략적 투자자’의 구체적 조건은 주식양도, 상장기업의 신주발행 및 기타 국가규정에 정하는 방식에 따라 A주 주식을 취득할 수 있으며, 최초 투자가 완료된 후 취득주식의 비율이 해당 기업의 既발행 주식의 10% 이상(일부 특수산업의 경우 특별규정 혹은 관련 주관부서의 비준을 거쳐야 하는 경우는 제외)이어야 하고, 취득 후 3년 이내에는 양도가 불가하다. 또한 QFII 제도에서는 회사별

¹³⁸ A주 시장은 내국인 대상 시장으로 거래 및 결제가 위안화로 이루어지며, B주 시장은 외국인 대상 시장으로 상하이 증권거래소는 미국 달러로, 선전 증권거래소는 홍콩달러로 거래 및 결제가 이루어지는 시장임.

¹³⁹ 2006년 2월 1일부터 시행이 시작되었음.

투자한도액을 쿼터할당 방식으로 분배하였으나, 동 방안에서는 투자한도를 설정하지 않고 있다.

외자 10% 이상이 투자된 상장기업은 상무부에 등록하여 외상투자기업비준증을 발급받게 되며 그 명칭은 ‘외상투자주식회사(A주식합병)’으로 표기되고, 만일 외자로 취득한 주식비율이 25% 이상이거나 10년 이내 단계적 취득을 통해 25% 이상이 될 기업은 ‘외상투자주식회사(A주식합병 25% 이상)’으로 표기된다. 다만 전략적 투자자라고 하더라도 비유통주의 유통주로의 전환을 완료한 기업¹⁴⁰ 지분에 대해서만 매입이 가능하다. 리서치 회사인 상하이 데이터소스 서비스에 따르면, 2006년 말 현재 상하이 증시 상장회사의 경우 총 832개 비유통주 보유 주식 중 723개가 유통화 개혁을 완료(87%)하였으며, 69개사가 개혁절차를 밟고 있으며(8%), 개혁조치가 추진되지 않은 회사는 40개(5%)에 불과하여 대부분 상장회사가 비유통주의 유통화 개혁을 완료하였거나 추진 중에 있다고 발표하였다.¹⁴¹

동 《辦法》은 지금까지 이루어졌던 주식시장 조치 중 외자에 대한 개방 허용 폭이 가장 큰 조치로서 QFII 제도와 함께 증시활성화¹⁴²와 더불어 향후 중국 주식시장에 많은 변화를 가져올 것으로 기대되고 있다.

(2) 증권업 구조조정 및 개방

2006년 말 기준 104개의 증권회사가 영업 중이며 이 가운데 90% 이상이

¹⁴⁰ 중국은 주식시장을 통한 자본조달의 2/3가 정부소유의 비거래 지분으로 묶여있었고, 이들이 매각될 경우의 리스크 요인이 주식시장의 주기적 부진과 원인으로 지적되어 왔음. 따라서 2005년 5월과 6월에 두 차례에 걸쳐 각각 9개와 42개 국유기업에 대한 비거래 지분의 실험적 매각조치를 실시하였고, 성공적인 결과를 얻어 9월에는 전체 국내 상장기업으로 비거래 지분 매각을 확대하였음.

¹⁴¹ 비유통주 개혁의 성공은 중국 자본시장의 기능이 정상화될 것이라는 기대감을 증폭시킴.

¹⁴² 동 《辦法》이 시행되기 전 2개월 간인 2005년 12월에서 2006년 1월 사이 중국 주식시장이 13% 상승한 것은 좋은 신호로 해석되었음. 또한 동 《辦法》과 QFII 제도가 활성화된 2006년 한해 상하이 증시의 경우지수 130%, 거래금액 200%, 시가총액 210% 증가하였음.

중앙 및 지방 정부 등이 소유하고 있는 국유기업이다. 중국의 증권회사는 중개, IB, 자산관리 등의 업무를 수행하고 있으나 중개업무가 수입의 88%를 차지할 정도로 그 비중이 매우 높은 편이다.

중국 증권감독당국은 WTO 양허안에 의거 2006년 말까지 증권업을 개방하기로 하고 수십 개의 증권사를 합병하거나 폐쇄함으로써 증권산업 구조조정을 완료한다는 계획을 갖고 있었으며 2005년~2006년 2년간 29개의 증권사를 합병하거나 폐쇄하였다. 그러나 2006년 하반기 이후 주식시장이 급등세를 보이자 증권산업 구조조정 계획이 다소 지연되고 있다. 이처럼 2006년 말까지 예정됐던 증권산업 구조조정 계획이 지연됨에 따라 외국인 투자자의 중국 증권사 지분인수 제한도 연장된 상태이다.

<표 3-18> 중국 증권업 개방 · 개혁 일정

년도	내 용
2002년 말	<ul style="list-style-type: none"> - 외국인의 증권회사 및 자산운용사 지분 33% 보유 허용 - 외국 증권회사 중국사무소에 증권거래소 특별회원 자격 부여 - 외국 증권회사 B주식 직접 거래 허용 - QFII(적격 역외기관투자자) 제도 도입 - 외국투자자에게 합작 증권회사 및 자산운용사 설립 허가
2003년 말	<ul style="list-style-type: none"> - 선물시장 외국투자자에게 개방 - 은행을 제외한 금융기관의 선물 중개기관 지분 보유 허용
2004년 말	<ul style="list-style-type: none"> - 합작법인을 통한 내국인주식(A주식) 및 채권 인수·매매 참여 허용 - 외화표시 유가증권의 인수 및 매매 허용 - 보험회사의 주식투자 규제 완화 (총자산의 5% 이내)
2005년 말	<ul style="list-style-type: none"> - 비유통주 유통화 개혁 지속 (1,400여 개 전체 상장법인으로 확대)
2006년 말	<ul style="list-style-type: none"> - 외국인의 증권회사 및 자산운용사 지분 49% 보유 허용 - 외국인 기관투자자 A주식 직접 거래 허용 (06.2) - 증권사 구조조정 완료 (계획)

자료 : 중국증권감독관리위원회, 각종 보도자료 종합

제4장 중국과 국제주가간의 비동조화 요인 분석

제1절 미·일 주식시장과 중국 주식시장 간의 정보전이 효과

앞선 제2장의 선진국 주식시장과 아시아 주식시장간 연계성 분석에서 중국 주식시장과 관련된 실증 분석 결과는 크게 두 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 외환 위기를 계기로 아시아시장의 주가가 미국 및 일본시장에 대한 의존도가 크게 높아졌는데 반해, 중국 주식시장의 경우는 타 아시아 국가와는 달리 미국, 일본 등 선진국 시장의 주가변동에 의해 덜 민감하게 반응하고 있음은 물론, 미국과 일본 주식시장의 쇼크(shock)에 대해서도 외환위기 이전 · 이후 모두 별 반응을 하지 않고 있어 예외적인 시장이었다.

둘째로는 미국과 일본시장의 주가변동에 대한 아시아 시장의 주가반응의 결과와 마찬가지로 주가변동 파급경로 분석에서도 중국주가는 외환위기 이후 세계 자본시장의 통합도가 높아져 국가간 주가변동의 동조성이 증가하는 가운데에서도 예외로 나타났다.

즉 대부분의 아시아 주식시장은 미·일 등 선진시장의 주가변동에 의해 영향을 받고 있으며, 일방적인 인과성 또는 양방향 인과성을 보이고 있는데 반해, 중국 주식시장의 경우는 유일하게 선진시장 및 기타 아시아시장의 영향을 거의 받지 않는 것으로 나타났다.

그러나 이상은 분석 시점이 중국 주식시장 개혁 · 개방화 이전의 오랜 기간이 포함되어 있기 때문에 나온 결과일 수도 있다.

따라서 본 장에서는 제3장에서 설명한 WTO 가입 이후 중국 자본시장의 개혁 · 개방화 과정에서 일어난 중요한 조치인 QFII(Qualified Foreign Institutional Investors, 적격 역외기관투자자) 제도와 비유통주 개혁을 기초로 중국 주식시장 개혁 · 개방화 과정 이후의 국제주식시장, 특히 미·일 선진국 시장과의 정보전이

효과를 재분석하여 중국시장이 개혁 · 개방화 이후에도 여전히 세계 자본시장에서 예외적이고 폐쇄적인지 아니면 여타 국가와 마찬가지로 동조화가 진행되고 있는지를 밝혔다.

1) 연구자료 및 통계적 특성

본 연구에서 사용한 자료는 미국 S&P500지수, 일본의 NIKKEI지수, 중국의 상하이종합주가지수¹⁴³의 일일 수익률¹⁴⁴을 사용하였다. 분석대상기간은 중국의 WTO 가입이 이루어진 시점인 2002년 1월부터 2007년 6월까지¹⁴⁵로 정하였다.

<표 4-1>에서는 각 시장의 주가지수 수익률에 대한 기술통계량이 제시되어 있다. 표본통계량에 따르면, 각국 주식시장의 분포상의 차이가 어느 정도 있는 것으로 나타났다. 우선 중국과 일본의 시장 수익률 변동성이 미국보다 크다. 왜도는 미국과 일본, 중국시장 모두 음의 값을 취한다. 따라서 미국과 일본, 중국의 수익률은 오른쪽으로 기울어진(skewed to the right) 형태의 분포를 취한다. 한편, 왜도와 첨도를 이용하여 계산한 Jarque-Bera 통계량¹⁴⁶에 의하면, 미국 S&P500, 일본 NIKKEI 그리고 중국 상하이종합주가지수 수익률은 정규분포를 따르지 않는 것으로 나타났다.

¹⁴³ 중국주식시장의 경우는 상하이시장과 선전시장의 두 시장이 있고, 각각 A·B 주식 유형에 따른 주가지수가 따로 산출되고 있으나 대표성을 고려하여 상하이주식시장의 종합주가지수를 사용하였음.

¹⁴⁴ 주식시장 수익률은 지수의 상대 비율에 로그를 취한 연속적 수익률을 사용하였음.

¹⁴⁵ 2001년 11월 10일 18시 34분(북경 시각 23시 34분) 카타르 도하에서 열린 세계무역기구(WTO) 제4차 각료회의는 중국의 WTO가입을 통과시켰음.

¹⁴⁶ Jarque-Bera 통계량은 각각 왜도와 초과첨도(excess kurtosis)를 나타내는 표본적률(sample moment)을 제공하여 가중 평균한 값으로 구성되며, 분포의 정규성이라는 귀무가설 하에서 점진적으로 chi-square 분포를 따름. $JB = N(skewness^2 / 6 + (kurtosis - 3)^2 / 24)$ 로 계산됨.

<표 4-1> 미·일·중 주가지수 수익률의 기초통계량

	미국 S&P500	일본 NIKKEI	상하이종합지수
평균	0.034	0.072	0.176
표준편차	0.654	1.037	1.594
왜도	-0.293	-0.323	-0.688
첨도	4.660	4.322	7.876
Jarque-Bera	81.126**	56.655**	671.71**
$Q(12)$	17.824**	11.787**	15.338**
$Q^2(12)$	189.97**	180.46**	160.37**
$Q(24)$	30.195**	22.183**	40.125**
$Q^2(24)$	206.09**	210.90**	193.50**

- 주 : 1) J-B는 수익률의 분포가 정규성을 따른다는 귀무가설에 대한 Jarque-Bera의 정규성 검정통계량임.
 2) $Q_{(12)}, Q_{(12)}^2, Q_{(24)}, Q_{(24)}^2$ 는 각각 수익률과 수익률 자승에 대한 12, 24시차에 이르는 모든 계열상관들이 0과 무관하다는 귀무가설을 검정하는 Ljung-Box Q통계량을 의미함.
 3) **는 1% 이하의 통계적 유의수준을 의미함.

다음으로 각 수익률과 수익률제곱에 대해 자기상관 여부를 알아보기 위해 Ljung-Box 검정통계량¹⁴⁷을 사용하여 알아보았다. 그 결과 수익률과 수익률제곱 모두 지수에 강한 자기상관이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 과거의 충격이 일정한 시간 동안에 반영되는 주식시장의 특성에 기인한 것으로 보이며, 분산이 한번 커지면 큰 상태로 어느 정도 지속되고 상대적으로 분산이 작은 기간이 이를 뒤따르는 변동성 집중현상(Volatility Clustering)을 나타내고 있는 것으로 볼 수 있다.¹⁴⁸

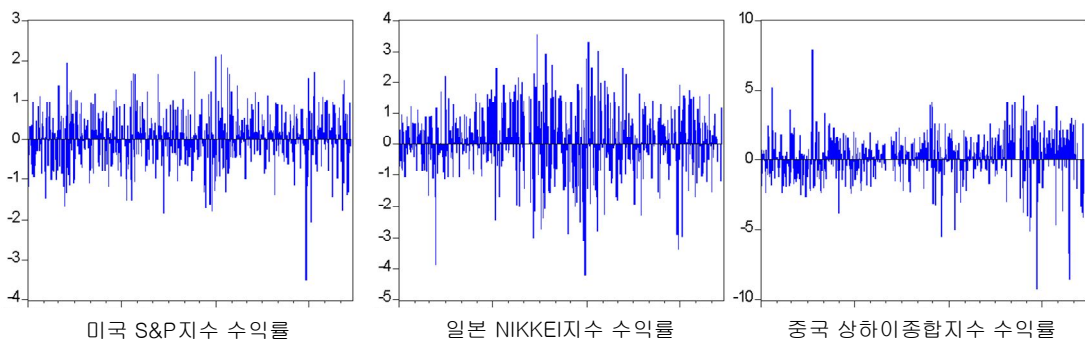
¹⁴⁷ 검정통계량의 극한분포는 q -차의 자기상관계수가 모두 0이어서 자기계열상관이 없다는 귀무가설 하에서 모두 chi-square 분포를 따르며, 자유도는 검정에 사용된 표본자기상관계수의 시차인

q 가 됨. 검정통계량은 $Q = n(n+2) \sum_{j=1}^q \frac{1}{n-j} \hat{p}_j^2$ 와 같이 계산됨.

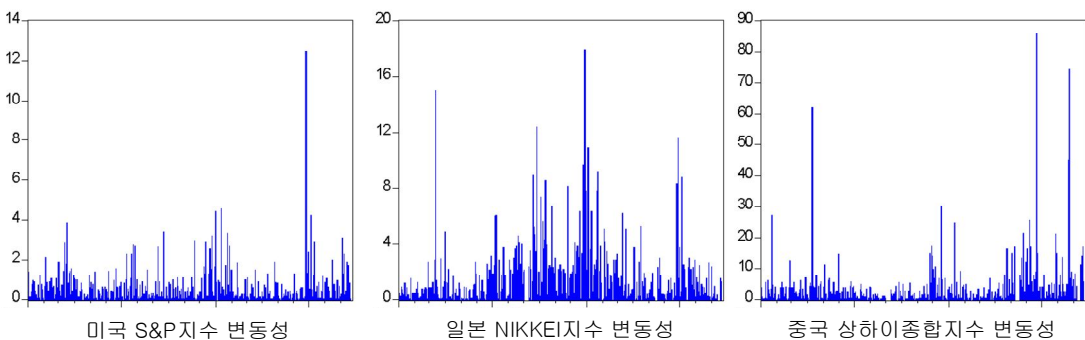
¹⁴⁸ 김경원 · 최준환, 「한국시장과 중국주식시장의 정보이전효과 분석」, 『국제경영연구 (제17권 제4호)』, 한국국제경영학회, 2006년, 38쪽.

Engle et al.(1990)¹⁴⁹에 의하면 이러한 변동성 집중현상이 나타나는 이유는 첫째, 정보 자체가 집중현상처럼 나타나는 경우이다. 모든 투자자들이 발생한 모든 정보를 빨리 시장에 반영한다고 해도 정보는 계속적으로 발생하기 때문에 변동성이 집중되는 것처럼 보이는 것이다. 두 번째 이유는 한 시장정보에 대해 다른 정도의 정보를 가진 투자자들이 시간을 두고 거래에 참여하기 때문에 생기는 것이다.

<그림 4-1> 미·일·중 일별 주가지수 수익률



<그림 4-2> 미·일·중 주가지수 수익률의 일별변동성



¹⁴⁹ Engle, R.F., Ito, T., and Lin, W-L., "Meteor Shower or Heat Waves? Heteroskedastic Intra-Daily Volatility in Foreign Exchange Market", *Econometrica*, 58(3), 1990.

<그림 4-1>에는 각 지수의 일별 수익률의 그래프를 나타내고 있으며, <그림 4-2>는 변동성 그래프를 나타내고 있다. 이 그래프를 통하여서도 이러한 변동성 집중현상을 볼 수 있다. 따라서 연구방법으로는 이러한 변동성 집중현상을 모형 내에 반영하여 더 좋은 추정치를 얻을 수 있는 GARCH류 모형을 사용하는 것이 적합한 것으로 보인다.

2) 연구분석 방법

주가변동의 이전효과는 주가변화의 동조화를 나타내는 수익률의 전이효과(Price Spillover Effect)와 변동성 전이효과(Volatility Spillover Effect)로 나누어진다. 예를 들어 미국 또는 일본에서 중국 주식시장으로의 정보전이 효과가 존재한다면, 미국 · 일본 주식시장의 등락에 따라 중국 주식시장 역시 같은 방향으로 움직인다는, 즉 미국 · 일본 주가지수의 움직임은 중국시장의 주가변동을 예측할 수 있게 해 준다는 것을 의미한다. 또한 변동성 전이효과 분석은 주식시장의 위험을 예측하는데 많은 도움을 주므로 투자자에게 유용한 정보가 될 수 있다.

지금까지의 대부분의 연구들이 수익률 또는 변동성만을 대상으로 그 전이효과만 분석하였는데, 수익률 전이효과만을 다룬 연구는 조건부 이분산을 고려하지 않았기 때문에 계수 추정치가 비효율적임이 나타나고 있으며, GARCH 모형을 이용하여 변동성 전이효과만을 분석할 경우 주식시장의 효율성 검정을 할 수 없다는 문제를 갖고 있었다.

따라서 본 연구에서는 미국 · 일본 · 중국 3개국 주가지수 수익률의 전이효과와 변동성 전이효과를 검증하기 위해 Nelson(1991)¹⁵⁰에 의하여 제안된 EGARCH(Exponential GARCH) 모형을 약간 수정하여 모형을 설정하였다.¹⁵¹

¹⁵⁰ Nelson, D.B., "Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach", *Econometrica*, 59, 1991.

¹⁵¹ 방승욱(2003)의 「동북아지역 주식시장 간의 정보이전 효과에 관한 연구」에서는 지난 10년 동

EGARCH 모형의 기본모형은 다음과 같다.

$$R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \mu_{i,t} \quad (9a)$$

$$\ln(\sigma_{i,t}^2) = \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) \quad (9b)$$

식 (9a)는 수익률에 대한 평균방정식(mean equation)을 나타낸다. 미국 · 일본과 중국 각 시장의 조건부 평균은 한 시장과 다른 한 시장의 과거 잔차에 의해서 영향을 받는 이동평균모형으로 가정하였다.

식 (9b)는 분산방정식(variance equation)을 나타낸다. Nelson(1991)은 EGARCH 모형에서 변동성 방정식의 피설명변수에 로그값을 취함으로써 모형에 포함되어 있는 모수가 양이나 음이나에 상관없이 조건부 분산이 양의 값을 가지도록 하였다. 따라서 다른 GARCH 류의 모형들과는 달리 안정적인 추세를 위해 모수에 어떠한 제약도 줄 필요가 없다는 장점을 가지고 있다. 제약이 없는 상태에서 추정된 계수의 추정값에 대한 신뢰성은 더욱 높게 나타난다. 또한 분산식의 지수 내부에 있는 식은 추가수익률의 변동성이 가지고 있는 특성을 가지고 있다. 이러한 변동성은 비대칭적으로 나타날 수 있다. 즉 음(-)의 충격이 양(+)의 충격보다 변동성을 더 증가시킨다. 이와 같은 비대칭적인 변동성의 영향은 분산식에서 절대값으로 표현된 부분이 반영되고 있다.

이러한 기본 모형에 수익률의 전이효과와 변동성 전이효과를 검증하기 위하여 정보의 전이효과 변수를 추가하여 다음과 같이 모형을 추정하였다. 즉 i국의 수익률의 전이효과를 분석하기 위해서 기본 모형의 평균방정식에 j국가의 수익률

안을 대상으로 하여 동북아 경제권 지역의 한 · 중 · 일 주식시장들의 상호 간에 정보 이전 효과가 존재하는가를 탐색하였음. 연구방법론으로는 3개국 주가지수 수익률 변동성의 비대칭적 효과를 포착하기 위하여 Nelson(1991)에 의하여 제안된 EGARCH(Exponential GARCH) 모형을 수정하여 AR-EGARCH 모형을 설정하였음.

$R_{j,t}$ 과 k국가의 수익률 $R_{k,t}$ 을 추가하였고, i국의 변동성 전이효과를 분석하기 위해서 기본 모형의 분산방정식에 j, k국가의 각각의 조건부분산 로그값 $\ln(\eta_{j,t}^2)$, $\ln(\eta_{k,t}^2)$ 을 추가하여 실증분석을 하였다.

$$R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,2}R_{j,t} + \alpha_{i,3}R_{k,t} + \mu_{i,t} \quad (10a)$$

$$\mu_{i,t} / \Omega_{t-1} \sim N(0, \sigma_{i,t}^2)$$

$$\begin{aligned} \ln(\sigma_{i,t}^2) = & \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) \\ & + \beta_{j,t} \ln(\eta_{j,t}^2) + \beta_{k,t} \ln(\eta_{k,t}^2) \end{aligned} \quad (10b)$$

이 식에서 $R_{i,t}$ 은 t기의 i시장의 주가지수 수익률을 나타내며, $\sigma_{i,t}^2$ 는 t기의 i시장의 분산을, $\mu_{i,t}$ 는 t기의 충격요인을, $\eta_{i,t}$ 는 표준화된 오차로 $\eta_{i,t} = \mu_{i,t} / \sigma_{i,t}$ 로 구하였으며, 각 변수 및 계수의 첨자 앞부분은 시장의 구분이다.

따라서 계수 α_2 와 α_3 는 수익률의 전이효과를 나타내며, 계수 β 는 변동성의 전이효과를 나타낸다. 끝으로 계수 γ 은 부호효과, 즉 비대칭적인 효과를 나타낸다. γ 의 계수 추정치는 음수(-)이며, 유의적일 때 (+), (-)의 수익률의 변동성에 대한 비대칭적인 효과 또는 레버리지 효과가 존재한다고 알려져 있다(Brooks, 2002).¹⁵²

추정변수¹⁵³로는 미국, 일본시장과 중국시장의 주가지수의 일별수익률 자료를 사용하였고, 평균방정식과 분산방정식을 Joint Estimation 하였으며, 최우도추정

¹⁵² Brooks, C., *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University Press, 2002.

¹⁵³ 미국과 일본, 중국의 주가지수의 비정상성 여부를 검정하기 위하여 ADF검정을 수행한 결과, 수준변수는 5% 유의수준에서 단위근을 갖는다는 귀무가설을 기각하는데 실패한 반면, 1차 차분한 기계열자료는 귀무가설의 기각을 완벽하게 성공하였음.

법을 사용하여 계수를 추정하였고 최적화는 Marquardt 방법을 사용하였으며, E-Views를 이용하여 분석하였다.¹⁵⁴

3) 실증분석 결과

<표 4-2>, <표 4-3>과 <표 4-4>는 미국, 일본, 중국의 주식시장 간에 수익률과 변동성의 전이효과의 분석결과를 제시하였다. 이들 표에서는 자체 시장과 다른 시장으로부터의 전이효과를 측정하기 위한 여러 모형을 제시하였다. 각 표에서 모형 1은 미·일·중 주식시장 각각의 외부시장 효과를 고려하지 않고 수익률 생성모형을 식(9)에 적합 시킨 결과이다. 모형 2와 모형 3은 다른 한 시장으로부터 수익률과 변동성 전이효과를 고려한 모형이며, 모형 4는 다른 두 시장으로부터의 효과를 동시에 고려한 모형이다. 구체적인 조건부 평균 식과 조건부 변동성 식은 <표 4-2>, <표 4-3>, <표 4-4>의 아래에 (a)에서 (h)까지 제시되어 있으며, 각 모형의 구성은 이들 (a)부터 (h)까지의 모형을 결합시켜서 구성하였다.

미국 주식시장을 중심으로 하여 주식시장 간의 정보전이 효과를 파악하였을 때의 결과가 <표 4-2>에 제시되어 있다.

미국시장의 수익률과 변동성의 경우, 모형 2, 3, 4의 상수항을 제외하고는 각 변수의 계수 추정치가 유의적으로 나타났으며, 특히 변동성 계수 γ 는 (-)로 밝혀져서 한 기간 이전의 수익률의 변동성에 대한 비대칭적인 관계성, 즉 레버리지 효과가 확인되었다.

모형 2는 일본시장으로부터의 평균과 변동성의 전이 효과를 고려한 모형이다. 모형의 추정 결과 평균과 변동성 측면에서 모두 유의적인 전이효과가 나타났다. 모형 3은 중국시장으로부터의 정보전이 효과가 제시되어 있는데, 그 수치는 평균

¹⁵⁴ Marquardt 알고리즘은 정확하게 Newton-Raphson법을 수정한 Quadratic Hill Climbing과 같은 방법으로 Gauss-Newton 알고리즘을 수정한 것이고, 1차 미분방정식을 사용하여 추정하려는 모형에 대해서 E-Views는 디폴트된 방법인 Marquardt를 사용하였음.

과 변동성 측면에서 모두 영향력이 없는 것으로 나타났다. 모형 4는 일본과 중국 시장으로부터의 효과를 동시에 고려한 모형이다. 그 결과는 각각 분리하여 고려했던 경우와 마찬가지로 미국시장에 대하여 일본시장의 영향은 존재하였으나 중국시장의 영향은 존재하지 않았다.

<표 4-3>은 일본시장을 중심으로 한 분석결과를 나타내고 있다.

일본시장 수익률에 대한 수익률의 생성 모형의 계수 추정치도 모형 4의 상수항을 제외하고는 모두 통계적으로 의미 있게 나타났다. 변동성 계수 γ 는 미국시장 분석결과와 마찬가지로 (-)로 밝혀져서 현재의 수익률과 미래 수익률의 변동성에 대한 관계성이 (-)로 밝혀져 비대칭성, 또는 레버리지 효과가 확인되었다.

모형 2와 모형 3은 각각 미국시장과 중국시장으로부터의 평균과 변동성의 전이효과가 제시되어 있다. 그 결과는 미국시장으로부터의 평균과 변동성의 전이효과는 존재하였으나 중국시장으로부터의 정보전이 효과는 존재하지 않는 것으로 나타났다. 두 시장의 효과를 모두 고려한 모형 4의 추정치로부터도 동일한 결론을 내릴 수 있었다.

한편, 중국시장을 중심으로 파악하였을 때의 정보전이 효과의 결과는 <표 4-4>에 제시되어 있다.

중국시장의 경우는 미국과 일본의 시장과는 달리 자체 시장에 대한 수익률 과정을 EGARCH 모형으로 적용시켰을 때에는 변동성에 대한 비대칭적인 효과가 존재하지 않았다.

모형 2는 미국시장으로부터의 수익률 평균 및 변동성의 전이 효과를 고려한 모형이다. 모형 2의 분석결과에서 알 수 있는 것은 수익률 평균의 전이효과를 나타내는 α_2 가 통계적으로 유의하지 않을뿐더러 변동성의 전이효과를 나타내는 계수 β_j 도 통계적으로 유의하지 않게 나타남으로써 미국시장에서 중국 주식시장으로의 정보전이는 나타나지 않는 것으로 볼 수 있다.

일본시장으로부터 중국 주식시장으로의 정보전이 효과, 즉 모형 3의 결과를

살펴보면, 모형 2와 같이 수익률의 전이효과를 나타내는 α_3 는 통계적으로 유의하지 않게 나타났다. 변동성의 전이효과를 나타내는 계수 β_k 도 통계적으로 유의하지 않게 나타남으로써 미국시장과 마찬가지로 일본시장에서 중국 주식시장으로의 정보전이는 나타나지 않는 것으로 나타났다.

또한 두 시장의 효과, 즉 모형 2와 3을 모두 고려한 모형 4의 결과는 각각 분리하여 고려했던 경우와 마찬가지로 중국시장에 대하여 미국과 일본시장의 영향은 역시 존재하지 않았다.

본 장에서는 세계경제에서 비중이 커지고 있는 중국 주식시장과 선진국인 미국·일본 주식시장 상호 간에 정보전이 효과가 존재하는가를 탐색하였다. 결론적으로 미·일 간에는 예상했던 대로 상호 통계적으로 의미 있는 영향력이 존재하는 것으로 나타났으나, 중국 주식시장의 경우는 세계 주식시장을 견인하는 미국·일본과 유의적인 영향력이 없는 결과가 나타나 세계 주식시장과 정보전이 측면에서 상대적으로 분리되어 있음을 알 수 있었다.

<표 4-2> 미국시장에 대한 가격이전 효과의 추정 결과

	모형1 (a)+(e)	모형2 (b)+(f)	모형3 (c)+(g)	모형4 (d)+(h)
α_0	0.0376(1.7551)†	0.0346(1.6044)	0.0172(0.8109)	0.0166(0.7723)
α_1	-0.0661(-2.0494)*	-0.0649(-1.9879)*	-0.0571(-1.7593)†	-0.0587(-1.8005)†
α_2		0.0662(3.6229)**		0.0672(3.6944)**
α_3			0.0038(0.2493)	0.0039(0.2557)
ω_i	-0.04812(-2.8178)**	-0.0452(-2.6506)**	0.0027(0.4033)†	-0.0013(-0.1734)†
β_i	0.9857(251.62)**	0.9870(276.95)**	0.9978(1213.99)**	0.9974(1148.23)**
γ_i	-0.0642(-5.1668)**	-0.0539(-3.8227)**	-0.0566(-5.1837)**	-0.0522(-4.2444)**
δ_i	0.0492(2.5517)*	0.0483(2.4336)*	-0.0058(-0.7018)†	-0.0005(-0.0593)†
β_j		-0.0273(-2.2892)*		-0.0105 (-1.6042)†
β_k			0.0076(3.2503)	0.0075(2.8745)
우도합수값	-1232.43	-1223.68	-1222.02	-1216.69

주 : 1) **, *, †는 각각 1%, 5%, 10% 이하의 통계적 유의수준을 의미함.
 2) ()는 z통계량을 나타냄.
 3) i = US, j = Japan, k = China

$$\begin{aligned}
 \text{(a)} \quad R_{i,t} &= \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \mu_{i,t} & \text{(b)} \quad R_{i,t} &= \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,2}R_{j,t} + \mu_{i,t} \\
 \text{(c)} \quad R_{i,t} &= \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,3}R_{k,t} + \mu_{i,t} & \text{(d)} \quad R_{i,t} &= \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,2}R_{j,t} + \alpha_{i,3}R_{k,t} + \mu_{i,t} \\
 \text{(e)} \quad \ln(\sigma_{i,t}^2) &= \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) \\
 \text{(f)} \quad \ln(\sigma_{i,t}^2) &= \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) + \beta_{j,t} \ln(\eta_{j,t}^2) \\
 \text{(g)} \quad \ln(\sigma_{i,t}^2) &= \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) + \beta_{k,t} \ln(\eta_{k,t}^2) \\
 \text{(h)} \quad \ln(\sigma_{i,t}^2) &= \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) + \beta_{j,t} \ln(\eta_{j,t}^2) + \beta_{k,t} \ln(\eta_{k,t}^2)
 \end{aligned}$$

<표 4-3> 일본시장에 대한 가격이전 효과의 추정 결과

	모형1 (a)+(e)	모형2 (b)+(f)	모형3 (c)+(g)	모형4 (d)+(h)
α_0	0.0520(1.7100)†	0.0500(1.6854)†	0.0522(1.7123)†	0.0473(1.5878)
α_1	0.0093(0.2664)*	-0.0111(-0.3254)*	0.0094(0.2708)*	-0.0095(-0.2803)*
α_2		0.1520(4.1258)**		0.1540(4.1018)**
α_3			-0.0009(-0.0518)	-0.0057(-0.3167)
ω_i	-0.1368(-6.0231)**	-0.1240(-5.9635)**	-0.1328(-5.6022)**	-0.1225(-5.5499)**
β_i	0.9561(85.631)**	0.9710(100.41)**	0.9562(88.223)**	0.9691(99.856)**
γ_i	-0.0820(-4.7305)**	-0.0534(-3.0810)**	-0.0819(-4.6157)**	-0.0579(-3.2282)**
δ_i	0.1880(6.2956)**	0.1700(6.2858)**	0.1850(5.9410)**	0.1703(5.9266)**
β_j		-0.0612(-2.2569)*		-0.0555(-2.0050)*
β_k			-0.0202(-1.7358)	-0.0175(-1.6053)
우도합수값	-1697.84	-1689.51	-1696.55	-1688.29

주 : 1) **, *, †는 각각 1%, 5%, 10% 이하의 통계적 유의수준을 의미함.

2) ()는 z통계량을 나타냄.

3) i = Japan, j = US, k = China

$$(a) R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

$$(b) R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,2}R_{j,t} + \mu_{i,t}$$

$$(c) R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,3}R_{k,t} + \mu_{i,t}$$

$$(d) R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,2}R_{j,t} + \alpha_{i,3}R_{k,t} + \mu_{i,t}$$

$$(e) \ln(\sigma_{i,t}^2) = \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right)$$

$$(f) \ln(\sigma_{i,t}^2) = \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) + \beta_{j,t} \ln(\eta_{j,t}^2)$$

$$(g) \ln(\sigma_{i,t}^2) = \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) + \beta_{k,t} \ln(\eta_{k,t}^2)$$

$$(h) \ln(\sigma_{i,t}^2) = \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) + \beta_{j,t} \ln(\eta_{j,t}^2) + \beta_{k,t} \ln(\eta_{k,t}^2)$$

〈표 4-4〉 중국시장에 대한 가격이전 효과의 추정 결과

	모형1 (a)+(e)	모형2 (b)+(f)	모형3 (c)+(g)	모형4 (d)+(h)
α_0	0.0868(2.3213)*	0.0775(2.0674)*	0.0857(2.2852)*	0.0741(1.9654)*
α_1	0.0035(0.1247)	0.0062(0.2154)	0.0025(0.0884)	0.0038(0.1281)
α_2		0.0235(0.5221)		0.0256(0.5630)
α_3			0.0182(0.5918)	0.0224(0.7280)
ω_i	-0.0916(-8.3300)**	-0.1058(-8.6276)**	-0.0899(-7.7751)**	-0.0950(-7.6815)**
β_i	0.9795(153.21)**	0.9812(160.14)**	0.9799(156.66)**	0.9824(177.11)**
γ_i	0.0131(1.3833)	0.0061(0.6029)	0.0135(1.4520)	0.0079(0.8371)
δ_i	0.1432(8.3458)**	0.1549(8.6308)**	0.1408(8.1378)**	0.1406(8.0322)**
β_j		0.0904(4.3977)		0.1016(4.5824)
β_k			-0.0030(-0.2012)	-0.0255(-1.6179)
우도합수값	-1940.79	-1934.26	-1940.58	-1932.90

주 : 1) **, *, †는 각각 1%, 5%, 10% 이하의 통계적 유의수준을 의미함.

2) ()는 z통계량을 나타냄.

3) i = China, j = Japan, k = US

$$(a) R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \mu_{i,t}$$

$$(b) R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,2}R_{j,t} + \mu_{i,t}$$

$$(c) R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,3}R_{k,t} + \mu_{i,t}$$

$$(d) R_{i,t} = \alpha_{i,0} + \alpha_{i,1}R_{i,t-1} + \alpha_{i,2}R_{j,t} + \alpha_{i,3}R_{k,t} + \mu_{i,t}$$

$$(e) \ln(\sigma_{i,t}^2) = \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right)$$

$$(f) \ln(\sigma_{i,t}^2) = \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) + \beta_{j,t} \ln(\eta_{j,t}^2)$$

$$(g) \ln(\sigma_{i,t}^2) = \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) + \beta_{k,t} \ln(\eta_{k,t}^2)$$

$$(h) \ln(\sigma_{i,t}^2) = \omega_{i,t} + \beta_{i,t} \ln(\sigma_{i,t-1}^2) + \gamma_{i,t} \frac{\mu_{i,t-1}}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} + \delta_{i,t} \left(\frac{|\mu_{i,t-1}|}{\sqrt{\sigma_{i,t-1}^2}} \right) + \beta_{j,t} \ln(\eta_{j,t}^2) + \beta_{k,t} \ln(\eta_{k,t}^2)$$

제2절 중국과 국제 주식시장간 비동조화 요인

본 절에서는 제2장과 제4장 제1절에서 분석한 결과 나타난 중국과 세계 주식시장 간의 비동조화 원인에 대하여 서술하였다.

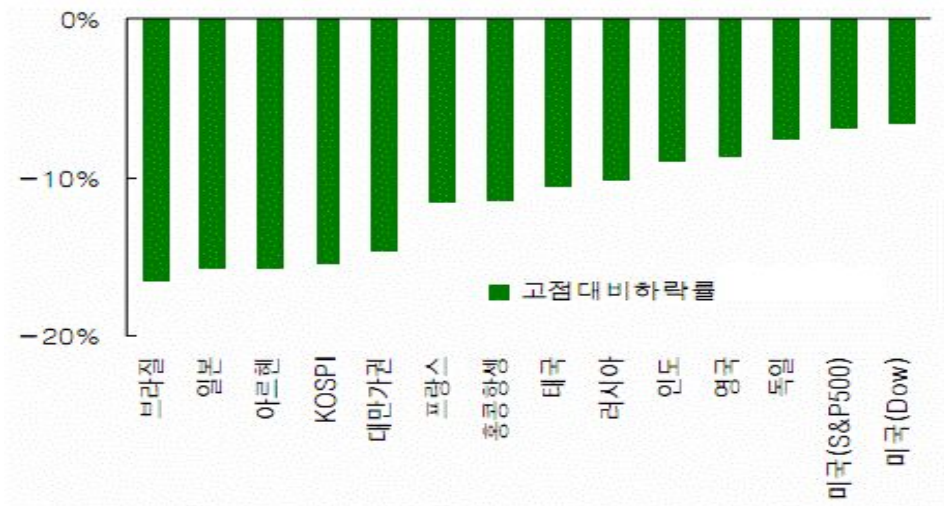
2007년 7월 이후 미국發 서브프라임 모기지(sub-prime mortgage: 비우량주택담보대출) 문제가 불거지면서 서브프라임의 충격은 주식시장에 가장 뚜렷하게 나타났다. 전세계 주식시장은 2007년 7월 19일 이후 8월 17일까지 평균 약 10% 이상의 하락률을 기록하였다. 서브프라임 약재의 진원지가 미국이고, 유럽 또한 관련 파생상품 투자에 직접적으로 관련된 금융기관이 많음에도 불구하고 오히려 아시아와 남미 등 신흥시장에서의 주가 하락이 보다 컸다. 이는 4장에서 분석한 결과 중 하나인 미국의 주가변동이 각국의 주식 시장간 전파경로를 통해 확대 재생산된다는 것과 일치하고 있다.(〈그림 4-3, 4-4〉 참조)

〈그림 4-3〉 서브프라임 모기지 문제와 미국 증시



자료 : 다우존스 (www.djindexes.com)

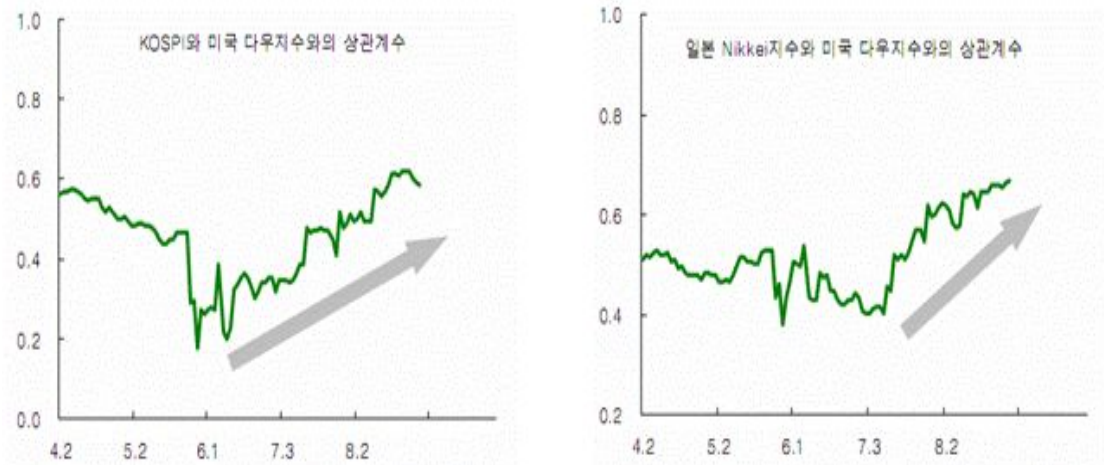
<그림 4-4> 서브프라임 증시: 동반 하락한 전세계 증시



주 : 2007년 6월말 이후 수익률임(2007년 7월 1일~2007년 9월 7일 기간 동안의 수익률로 국가별 대표 주가지수 수익률임.

자료 : Bloomberg

<그림 4-5> 서브프라임 이후 더욱 커진 미국 주식시장의 영향력

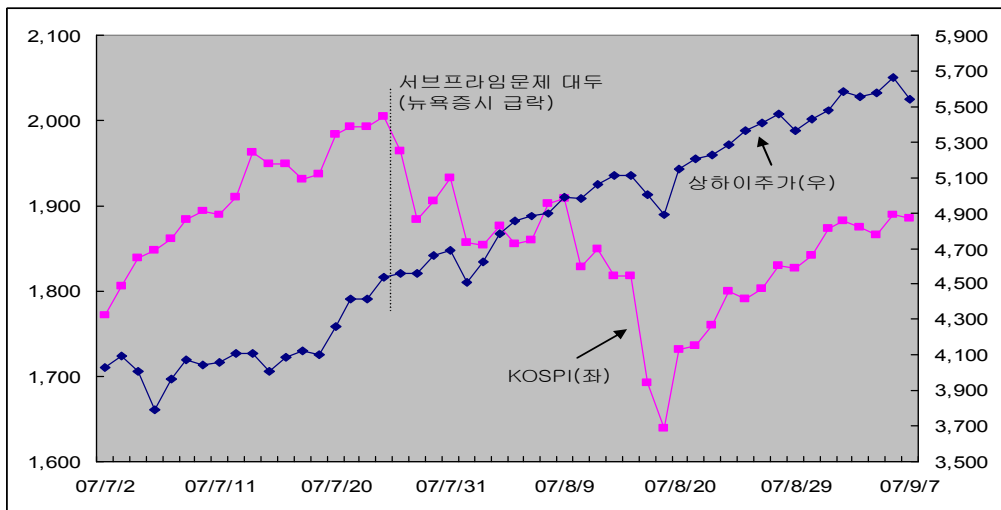


주 : 일간수익률의 60일 상관계수임.

자료 : Bloomberg

이처럼 서브프라임의 충격은 주요 주식시장 가격 움직임의 동조화를 다시 한번 입증시키는 계기가 되었다. 특히 미국 증시의 영향력이 더욱 커져 전세계 증시는 미국발 악재의 확장과 수습에 더욱 민감하게 반응하고 있다. 예로 한국(KOSPI)과 일본(NIKKEI)의 경우도 서브프라임 문제 이후 미국 다우지수와 일간 수익률의 상관관계가 매우 높아졌다.(<그림 4-5> 참조) 이는 시장에 커다란 악재가 나타날 때 시장은 체계적인 리스크(market risk)에 직면하게 되고, 이 경우 전세계 증시가 같이 움직이는 경향이 강하게 나타나기 때문이다.¹⁵⁵

<그림 4-6> 최근의 한국·중국 증시 추이



자료 : 한국증권거래소, 중국상하이증권거래소

그러나 최근 전세계 금융시장이 미국발 서브프라임 모기지 부실의 여파로 요동치고 있음에도 불구하고 중국의 금융시장은 안정적인 움직임을 나타내고 있다. 전세계 금융시장이 서브프라임 모기지 문제가 물고 올 신용경색 현상에 잔뜩 긴장하면서 움츠리고 있음에도 불구하고 중국 증시는 잠시 머뭇거렸으나 고공행진을 계속하고 있다. 중국 상하이 증시는 서브프라임 모기지 문제가 발생한 7월 이

¹⁵⁵ 조운남, 「서브프라임 증시의 하이브리드 포트폴리오」, 대신증권, 2007년 9월, 5쪽.

후 9월 초까지 오히려 약 28%의 급등세를 보였다. 반면 미국 주가에 크게 영향을 받는 국내 KOSPI는 8월 14~15일 이틀 동안 미국 증시가 1.4% 급락하자 같은 기간 10% 가까이 폭락하는 등 외부 충격에 극히 취약한 모습을 보이고 있다.

이와 같이 최근에 발생한 서브프라임 모기지 충격은 각국 주식시장 간 동조화 현상을 다시 보여주는 계기가 되었다. 이는 본고의 실증분석 결과와 일치한다. 그리고 예외적으로 서브프라임의 영향을 안 받는 중국 주가도 중국이 국제주가 동조화 현상의 예외임을 보여준 실증분석 결과와 일치하는 것으로 나타났다.

이하에서는 최근의 서브프라임 사태 및 본고의 분석 결과, 중국의 주식시장은 WTO 가입 이후 QFII 제도, 비유통주 개혁 등 일련의 주식시장 개혁 · 개방 제도 시행 이후에도 불구하고 미국과 일본 등 선진국을 비롯하여 주요 아시아 국가의 주식시장과의 상호관련성이 미비한 것으로 나타났기 때문에 중국과 국제 주식시장간의 비동조화(decoupling) 원인을 분석하고 향후 중국의 국제주가동조화 가능성에 대해 전망하였다.

먼저 국제 주식시장간 비동조화 요인은 다음과 같이 크게 디커플링(Decoupling, 脫동조화), 중국 증권시장의 특수성, 국제 투자자금의 전달경로 부재, 비유통주의 개혁 및 과잉유동성으로 인한 자산가치 상승 추세 등을 들 수 있다.

1) 내수 성장에 따른 디커플링(Decoupling, 脫동조화)¹⁵⁶

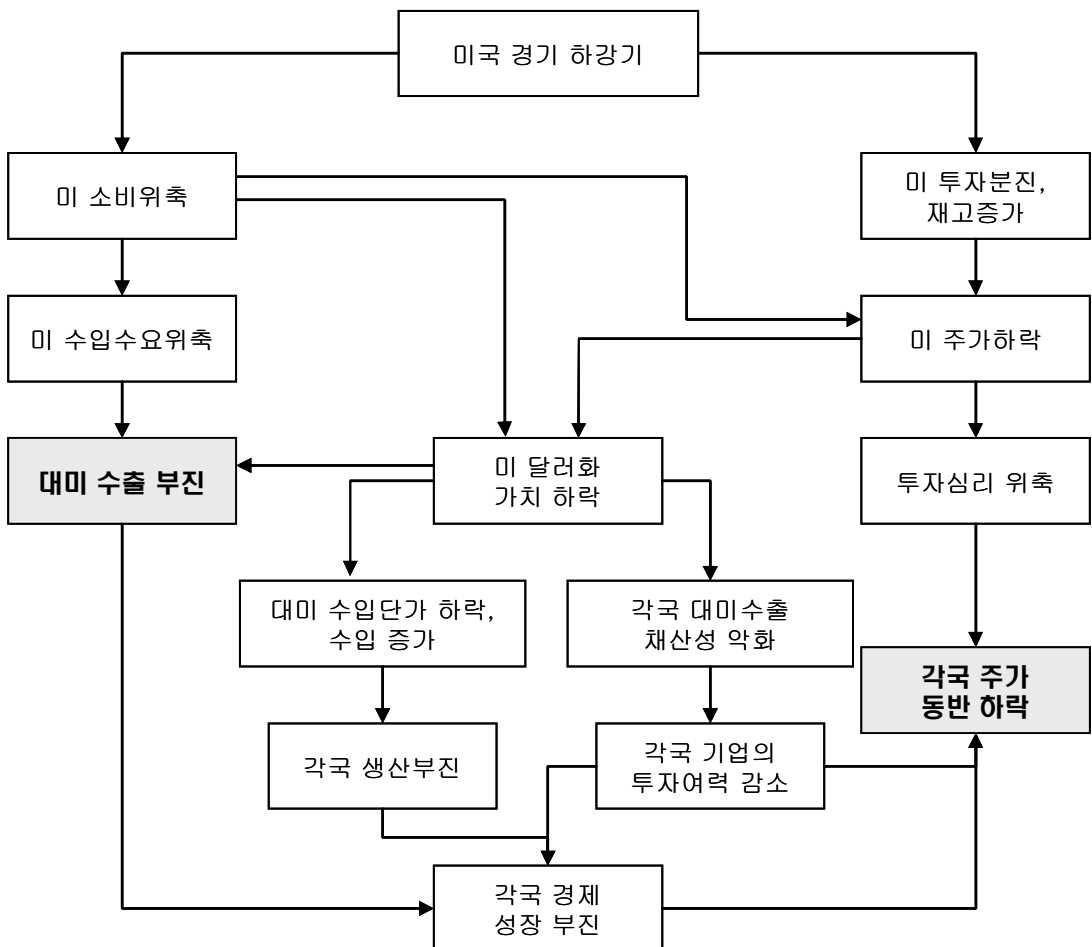
세계 경제에서 큰 비중을 차지하는 미국의 역할로 인해 대미 수출에 의존하는 국가일수록 <그림 4-7>과 같이 미국경기가 하강할 경우에는 대미수출이 감소하여 해당 국가의 경제 및 수출 의존도가 높은 기업에 타격을 입혀 주가하락을 부추긴다. 반면 미국경기가 상승할 경우에는 이와 반대로 움직이는 것이 보통이

¹⁵⁶ 디커플링(Decoupling, 脫동조화)은 한 나라 경제가 특정국가에 의존하지 않고 성장하는 것으로 모건스탠리(Morgan Stanley)가 처음 사용하였음.

다.¹⁵⁷

즉, 미국 경기 침체(또는 호황)로 인한 주가 동조화 경로 중 하나는 교역 경로로서, 미국 경제가 하락(상승)하면 미국의 수입수요가 감소(증가)하여 각국의 대미 수출이 감소(증가)하여 해당 국가의 주식시장에 직간접적으로 영향을 미친다.

<그림 4-7> 미국 경기침체로 인한 동조화 경로



¹⁵⁷ 미국경기의 하강(또는 상승)은 미국 주식시장의 하강(또는 상승)을 동반하며, 미국 수출 의존도가 높은 나라의 경우에도 미국 주식시장과의 동조화가 진행되는 것이 일반적임.

그러나, 중국의 경우를 살펴보면 대미수출 의존도는 일정한 반면 내수는 빠르게 성장하면서 미국경제로부터 점차 분리되는 디커플링화가 진행되고 있다.¹⁵⁸ 중국은 아직도 대미수출 비중이 20%로 의존도가 높은 편이나 내수시장 활성화로 디커플링이 진전되고 있는 것이다.

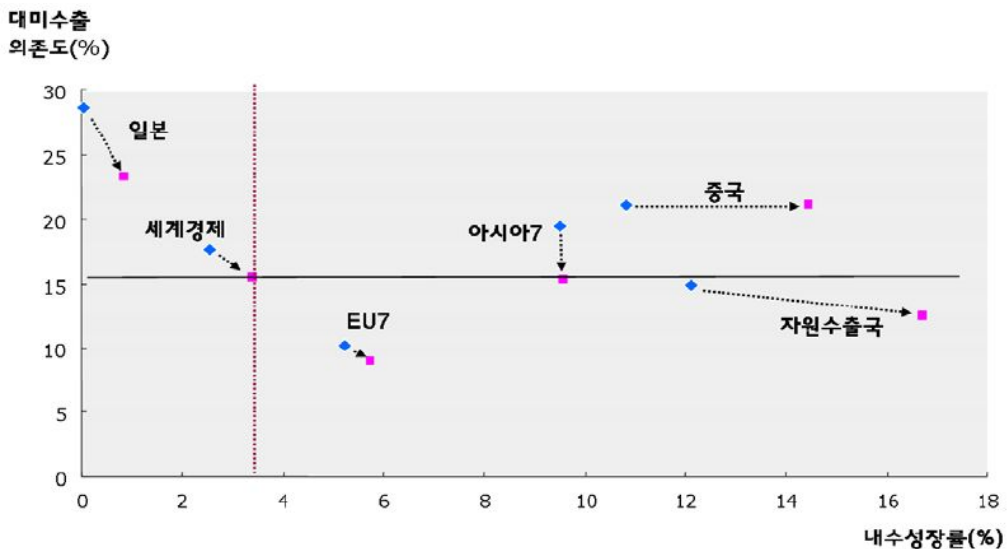
<표 4-5> 중국의 對아시아 및 미국 수출 비중

(단위 : %)

아시아시장 전체			미국시장		
1995년	2000년	2006년	1995년	2000년	2006년
38.7	35.0	34.4	19.4	22.0	19.6

자료 : KOTIS 무역통계 DB

<그림 4-8> 대미수출 의존도와 내수성장률



주 : 화살표의 출발점은 '00~'03년 평균, 도착점은 '04~'06년 평균

기준점은 '04~'06년 전 세계 평균

아시아 7개국: 한국, 싱가포르, 인도네시아, 말레이시아, 태국, 필리핀, 베트남

자원수출국: 중동 및 러시아

¹⁵⁸ IMF, "Decoupling the Train?", *World Economy Outlook*, 2007.

<그림4-8>의 대미수출 의존도와 내수성장률을 보면, 일본, 아시아 및 EU의 경우도 대미수출의 의존도는 약간 낮아지나, 내수 회복이 지연되어 디커플링의 걸림돌로 작용되고 있다. 반면 중국의 경우는 대미수출 비중의 변화는 없었으나 내수 성장 폭이 커 경제 성장을 이끌고 있다. 이는 중국 주식시장도 대미수출 등 수출에 의한 성장보다도 내수로 인한 경제성장으로 인해 영향을 받고 있음을 의미한다. 세계경제 및 주요국의 경제성장을 보더라도 중국의 경제 성장은 미국의 영향을 어느 정도 벗어난 내수로 인한 것임을 알 수 있다.¹⁵⁹

<표 4-6> 세계경제 및 주요국 경제성장 전망

(단위 : %, 시장환율 기준)

	2006년	2007년(E)	2008년(E)
세계경제 (PPP환율 기준)	4.0 (5.3)	3.8 (4.9)	3.5 (4.6)
미국	2.9	2.0	1.9
유로지역	2.8	2.6	2.0
일본	2.2	2.1	1.9
중국	11.1	11.3	10.7
아시아	6.3	6.0	5.8
자원수출국	6.5	6.8	6.4

주 : 자원수출국은 중동 산유국과 러시아

자료 : Goldman Sachs

¹⁵⁹ 골드막삭스는 “미국의 경제성장률이 0%로 하락하더라도 중국경제는 내수확대 등에 힘입어 9.5%의 견실한 성장을 유지할 것으로 분석하였음.(Goldman Sachs, “Stress-Testing Our Global Decoupling Thesis”, 2007.09.17)

2) 중국 증권시장의 특수성

상하이(上海)와 선전(深圳)의 주식시장은 거래 주체에 따라 A주식과 B주식으로 구분되고, 홍콩의 주식시장도 홍콩주식, Red Chip, H주식 등으로 분류되고 있다. 이 가운데 중국기업의 상장과 관련된 주식시장은 A주식, B주식, H주식 등 3가지로 구분할 수 있다. A주식의 경우 위안화 표시로 거래되고 중국 국내투자자 및 QFII(적격 역외기관투자자)의 투자가 가능한 시장이고, B주식은 외화표시(상하이 미달러화, 선전 홍콩달러화)로 거래되고 외국인투자자 및 외환 보유 내국인을 대상으로 하고 있다. H주식의 경우는 중국 본토에서 설립된 국유기업으로 홍콩시장에 상장된 주식을 의미한다. 2007년 6월말 현재 A주는 1,477개 기업이 상장되어 있고 B주와 H주에도 각각 109개, 146개 기업이 상장되어 있다.

<표 4-7> A주, B주, H주 상장기업 수

			2003년	2004년	2005년	2006년	2007년 6월말
상장 기업수	A주		1,287 (1,146)	1,377 (1,236)	1,381 (1,240)	1,434 (1,293)	1,477 (1,329)
		B주	111 (24)	110 (24)	109 (23)	109 (23)	109 (23)
	H주		93 (64)	111 (81)	122 (90)	143 (108)	146 (109)
	A주+ B주		87	86	86	86	86
	A주+ H주		29	30	32	32	39
주가 지수	상해	A주	1,561.1	1,330.2	1,220.9	2,815.1	4,009.9
		B주	104.9	75.6	62.0	130.1	254.9
	선전	A주	393.5	328.7	290.0	569.6	1,125.7
		B주	272.0	219.8	195.6	433.3	672.2

주: ()는 A주, B주, H주에만 상장된 기업을 의미함.

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC)

또한 A주와 B주에 동시 상장된 기업 수도 86개에 이르고 A주와 H주의 경우에도 39개를 기록하고 있다. 한편 2006년 말 이후 주가가 급등하여 2007년 6월말 현재 상해 A주와 B주의 주가지수는 각각 4,009.9, 254.9를 기록하고 선전 A주와 B주도 1,125.7, 672.2를 기록하였다. 그러나 선전 A주의 주가지수는 B주에 비해 1.7배 높은 반면 상해 A주는 B주보다 15.7배 높게 형성되는 등 시장에 따라 주가지수의 차별화가 나타나고 있다.

이와 같이 주식시장을 구분한 이유는 주식 발행 규제 또는 외국인의 지분 소유 제한을 통해 외환관리를 통제하려는 정책 목적을 달성하기 위해서였다. 그러나 B주의 경우 상장기업도 많지 않아 시장 유동성도 낮기 때문에 외국인들의 거래가 활발하지 않은 상황이다. 특히 A주와 B주에 동시 상장된 기업의 주가 스프레드가 확대되면서 동일한 주식에 대한 이중 가격이 형성되는 등 시장의 왜곡 현상이 심화되고 있다.¹⁶⁰

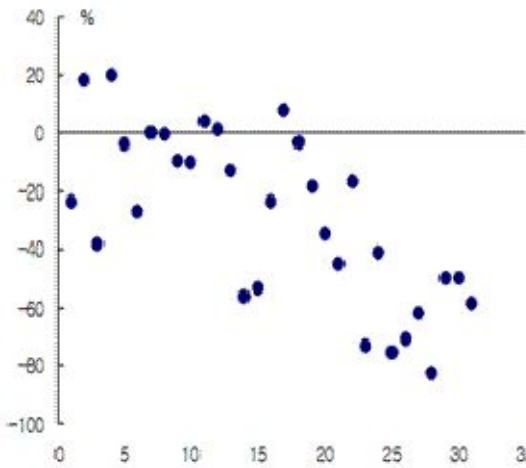
실제로 B주 시장에 상장된 주식의 80%가 A주 시장에서 거래되고 있으며 동일 종목의 경우 B주가 A주보다 30~40% 할인된 가격에서 형성되고 있다. 2007년 6월말 기준으로 A주와 H주에 동시 상장된 주식의 가격 할인율은 평균 30%를 기록하였으며, A주와 B주에 동시 상장된 주식은 평균 42%에 이르고 있다.

이와 같이 A주 시장에 비해 B주 또는 H주가 저평가된 이유는 우량 기업들이 해외 시장에 주로 상장하고 중소기업들이 B주 시장에 상장하는 경향이 높을 뿐만 아니라 상장 기준이 국제 수준에 맞지 않아 외국인 투자자들이 거래를 회피하기 때문이다.¹⁶¹

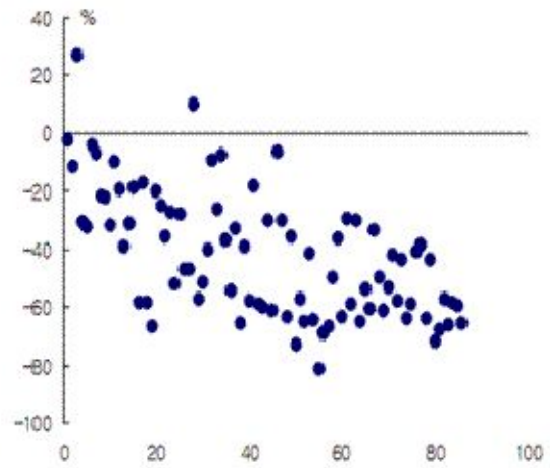
¹⁶⁰ 외환위기 당시 중국 주식시장이 큰 충격을 받지 않은 것은 A주와 B주를 분리하였기 때문이다.

¹⁶¹ 하나금융그룹 금융연구시리즈, 「중국주식시장 현황 및 시사점」, 하나금융경영연구소, 2007년 3월, 5쪽.

<그림 4-9> A주와 H주의 가격할인을율



<그림 4-10> A주와 B주의 가격할인을율



주 : 2007년 6월말 종가 기준

자료 : 중국 상하이증권거래소, 심천증권거래소, 홍콩증권거래소 자료를 종합

또한 B, H주가 상대적으로 낮게 가격이 형성된 것은 비유통주 개혁 과정에서 유통주 주주에 대한 보상안이 적용되지 않기 때문이다.¹⁶² 더욱이 글로벌 약세가 진행중인 달러화로 결제해야 하는 불이익도 따른다. 그렇더라도 주가 괴리가 지나친 것은 본질적으로 외국인들과 내국인들의 기업실적 기대치가 다르기 때문일 것이다.

한편 이러한 중국 주식시장의 주식종류별 주가괴리 현상이 발생하는 요인을 다음과 같이 경제학적 가설로도 설명할 수 있다.

¹⁶² 비유통주 개혁안에 따르면 비유통주의 유통화에 따른 보상안 결정은 비유통주주와 A주 유통주 주간의 협의에 의해서 이루어지며 대부분의 B주 주주들은 보상을 받지 못함.

사례) 2005년 용지우(永久)와 완커(万科)는 비유통주 개혁방안을 발표함. 용지우의 비유통주 주주는 A주 유통주 주주에게 10주당 평균 5주를 증여하였으나, B주 증시에 대한 정부의 태도가 불확실하여 B주 주주에 대한 보상계획은 잠시 보류하였음. 한편 완커는 비유통주의 비율이 그다지 높지 않아, 주식 배당 대신 모든 유통주 주주에게 신주인수권을 부여하는 방식을 채택하였음. 또한 안강신자(鞍钢新轧)도 비유통주 주주는 A주 유통주 주주에게만 10주당 평균 2.2주의 주식과 1.5주의 신주인수권증서를 증여하였음.

(1) 상이한 수요 가설 (Differential Demand Hypothesis)

Stulz 와 Wasserfallen(1995)¹⁶³은 외국인투자자는 여러 나라에 주식을 보유하기 위해서는 많은 비용이 발생하기 때문에 외국인투자자와 내국인투자자의 국내주식에 대한 수요함수는 다르게 나타난다고 하였다. 이러한 수요탄력성의 차이는 기업이 시장가치를 최대화하기 위하여 국내투자자와 외국인 투자자를 구별하게 만든다.

중국에서도 물론 국내투자자와 외국인투자자의 수요탄력성은 다를 것이다. 일반적으로 외국인 투자자는 여러 나라 주식에 투자 할 기회가 있고 중국인 투자자보다 분산투자를 쉽게 할 수 있다. 따라서 외국인 투자자는 중국 주식시장에서 주식거래를 함에 있어 내국인 투자자에 비해 높은 수요탄력성을 가질 것이다. 그러나 중국주식시장에서는 외국인은 중국인에 비해 투자제한이 더 있고 중국주식에 한해서 중국인에 비해 분산투자를 더 쉽게 할 수 없다. 따라서 외국인투자자는 중국에 투자함에 있어 좀 더 높은 위험프리미엄을 요구 할 것이다. 그 결과 외국인 투자자들이 투자하는 B주식 가격은 이론적으로 낮게 될 것이다.

수요의 탄력성을 결정하는 또 하나의 중요한 요소는 대체할 수 있는 다른 수단이 있는가 하는 문제이다. 중국의 국내투자자는 외국인투자자에 비해 투자기회가 제한되어 있다. 은행의 예금이자율은 국내투자자들을 유인하는데 매력이 없다. 정기예금 이자율은 물가상승률을 고려할 때 거의 0 또는 (-)¹⁶⁴에 가까운 실정이다. 따라서 뚜렷한 대체 수단이 존재하지 않는 상황에서 중국의 국내투자자들은 A주식을 보유하기 위해 낮은 프리미엄을 받아들여야 한다.

이러한 상이한 수요가설에 의하면 B주식의 할인율은 외국인의 수요가 증가

¹⁶³ Stulz, R., and Wasserfallen, W., "Foreign equity investment restrictions, capital flight and shareholder wealth maximization: Theory and Evidence", *Review of Financial Studies*, 8, 1995, pp.1019~1057.

¹⁶⁴ 2007년 11월말 현재, 예금금리(1년물 기준금리)는 3.87%로서 금년 물가상승률 전망치 4.5%를 하회하여 실질금리는 마이너스(1) 상태임.

할수록 낮아진다. 이 가설은 시장이 균형상태라면 수요와 공급은 서로 상호작용을 하게 되고 공급측면에서 보면 시장의 B 주식 공급이 많아지면 주가격은 떨어지는 의미로도 해석된다. 즉 이 가설에서는 개별주식에 나타나는 B주식의 할인율은 전체발행주식수에 대한 B주식의 발행주식수에 대해 정(+)의 관계를 나타낼 것이다.

(2) 유동성 가설 (Liquidity Hypothesis)

유동성 가설에 의하면 B주식의 가격 할인은 B주식의 낮은 유동성과 높은 거래비용 때문이라고 할 수 있다. Amihud 와 Mendelson(1986)¹⁶⁵은 비교적 유동성이 부족한 주식은 높은 기대수익률을 요구하고, 가격을 낮춤으로써 거래비용 증가에 따른 보상을 한다고 말했다.

중국에서 A주식시장이 B주식시장보다 유동성이 크고 활동적이다. 따라서 B주식 투자자들은 높은 기대수익률을 요구하고, 가격을 낮춤으로 보상을 받고자 한다. 따라서 유동성 가설에 의하면 B주식의 유동성 함수는 할인율과 반대방향을 나타낼 것이다. 즉, B 주식의 유동성이 높으면 B주식의 자본비용이 줄어들어 B주식의 가격하락을 감소시켜 할인율이 낮을 것이고 이고 반대로 유동성이 작으면 할인율은 높게 나타날 것이다.

(3) 정보비대칭 가설(Asymmetric Information Hypothesis)

정보비대칭 가설에 의하면 외국인 투자자들은 규모가 큰 기업에서는 내국인 투자자와 비교하여 불리한 정보의 불균형이 규모가 작은 기업에서 보다 작고, 정보불균형에 따른 불이익을 적게 받을 것이다. 따라서 B주식에 대한 할인율은 기

¹⁶⁵ Amihud, Y., and Mendelson, H., "Asset pricing and the bid-ask spread", *Journal of Financial Economics*, 17, 1986, pp.223~247.

업규모와는 부(-)의 관계를 나타낼 것이다.

(4) 위험에 대한 태도 가설 (Risk Hypothesis)

위험에 대한 태도 가설은 B주식의 가격 할인은 중국 국내투자자와 외국인투자자는 위험에 대한 다른 태도를 가지고 있기 때문이라는 것이다. Ma(1996)¹⁶⁶는 중국 주식시장은 매우 투기적이고, 중국인 투자자는 외국인 투자자에 비해 비교적 위험을 선호한다는 것이다. 이러한 위험에 대한 중국인의 위험에 대한 태도가 A주식의 가격을 상승시켰다는 것이다. 즉, A주식과 B주식에 대한 투자자들의 다른 위험수준이 B주식의 가격을 할인하는데 기여했다는 것이다. 만약에 이 가설이 사실이라면 B주식의 할인율과 위험수준간에는 정의 관계가 성립할 것이다.

3) 투자자금 전달경로(Transmission Channel) 부재

중국 주식시장의 국제 시장과의 비동조화 원인 중 또 하나는 개방이 되지 않은 시장의 특성상 중국 내외 주가 동조화가 일어날 만한 투자자금의 전달경로(transmission channel)가 없다는 것이다.

<표 4-8>과 같이 미국, 일본, 한국의 사례처럼 각국의 주식시장 내 외국인이 차지하는 비중을 보면 좀 더 명확해진다. 대부분의 개방된 시장을 가지고 있는 국가의 주식시장은 투자주체들이 한 국가, 특히 선진국가들의 경제, 정치 등의 환경 변화가 국제적으로 미치는 영향에 따라 투자하며, 포트폴리오를 구성하기 때문에 이미 경제의 동조화가 진행되고 있는 국가 내 증시에는 곧바로 영향을 미친다.

¹⁶⁶ Ma, Xianghai, "Capital controls, market segmentation and stock prices: Evidence from the Chinese stock market", *Pacific-Basin Finance Journal*, 4, 1996, pp.219-239.

<표 4-8> 미·일·한 외국인 투자 비중

(단위 : %)

	미국	일본	한국
2001년	10.3	18.3	36.6
2002년	11.2	17.7	36.0
2003년	11.8	21.8	40.1
2004년	12.2	23.7	42.0
2005년	12.6	26.7	39.7
2006년	13.5	26.7	37.3

자료 : KCIF(각국 거래소, 통계청, 중앙은행, 재무부, 예탁원 등 자료)

그러나 중국 주식시장은 자본 유출입이 엄격히 통제되고 있으며, 외국인 비중 또한 불과 1% 내외로 중국 주식시장의 상승/하락이 국제 증시로부터 또는 국제 증시로 전염될 연결고리가 없다. 중국 주가는 떠오르는 경제대국의 상징성만을 가지고 있을 뿐 그와 연관해서 투자자금이 거미줄처럼 얽혀 있는 것은 아니다. 이것이 미국과 같은 선진국 증시와 다른 점이다. 제2장의 실증분석 결과처럼 미국, 일본 등 선진국 증시가 큰 폭의 변동성을 하게 되면 이와 연동되는 세계 각국 증시의 투자자금들이 연계 매매를 하게 되어 주가의 동조화가 강해진다.¹⁶⁷

즉, 중국의 경우에는 현재 중국 국내투자자들의 해외주식투자자와 국제투자자의 중국 본토 증시 투자의 규모가 제한적인 범위에서만 허용되어 왔기 때문에 중국 주가가 아시아증시에조차 영향을 미치기에는 전달경로(transmission channel)가 너무 약한 것이다.¹⁶⁸ 대내외 시장간 자금의 연계성이 없는 한 주가 동조화가 나타날 여지는 오로지 단기적인 심리 불안 정도뿐이다.

이하에서는 중국 증시의 투자자금 전달경로(transmission channel) 부재를 설명하기 위해 최근에 일어난 서브프라임 모기지 문제가 중국 증시를 포함한 금

¹⁶⁷ 한국투자증권, 『월간 Strategy』, 투자전략부, 2006년 5월, 6쪽.

¹⁶⁸ 실제로 외국인투자자가 자유롭게 투자할 수 있는 홍콩의 H주식의 경우는 정상적인 밸류에이션(valuation) 수준에 머무르고 있음.

용시장에 미친 영향에 대한 사례를 분석하였다.

[사례 : 서브프라임 모기지 문제가 중국 금융시장에 미친 영향]

2007년 8월 중 미국 서브프라임 모기지(sub-prime mortgage: 비우량주택담보대출) 부실화 문제 확산으로 세계적으로 주가가 큰 폭 조정되었음에도 불구하고 중국 주가는 사상 최고치를 경신하며 유일하게 상승하였다. 또한 중국 금융기관들의 서브프라임 모기지 채권 투자 손실액은 크지 않고 자금의 유통도 원활하여 구미와 같은 신용경색 현상은 나타나지 않았다.

이는 자본유입 규제로 증시에서 외국인 비중이 매우 낮으며 개인투자자들은 해외 혼란에도 불구하고 투자를 확대하였기 때문이었다. 따라서 서브프라임 문제가 장기화되더라도 중국의 금융시장에 대한 영향은 제한적일 것으로 보인다.

그러나 미국경제의 성장이 둔화될 경우 중국도 대미 수출 감속에 따라 성장을 하락이 불가피할 것으로 예상되나 다만 대미 수출비중 저하 등 미국경제와의 연계성 약화로 그 영향은 제한적일 것이다.

(1) 세계적 주가 조정에도 중국 주가는 상승세 지속

미국 서브프라임 모기지 충격으로 8월 중 글로벌 주식시장이 큰 폭 조정을 거치는 동안 중국 증시는 유일하게 상승세를 지속하였다. 상하이 종합주가지수는 8월 23일 사상 최초로 종가기준 5,000p를 상회(5,032.5)하였고, 8월말 현재(5,218.8) 7월말(4,471.0) 대비 16.7%, 9월 17일 현재(5,421.4) 동 21.3%나 상승하였다.

<표 4-9> 주요국 주가 등락률(2007년 7월말 대비)

(단위 : %)

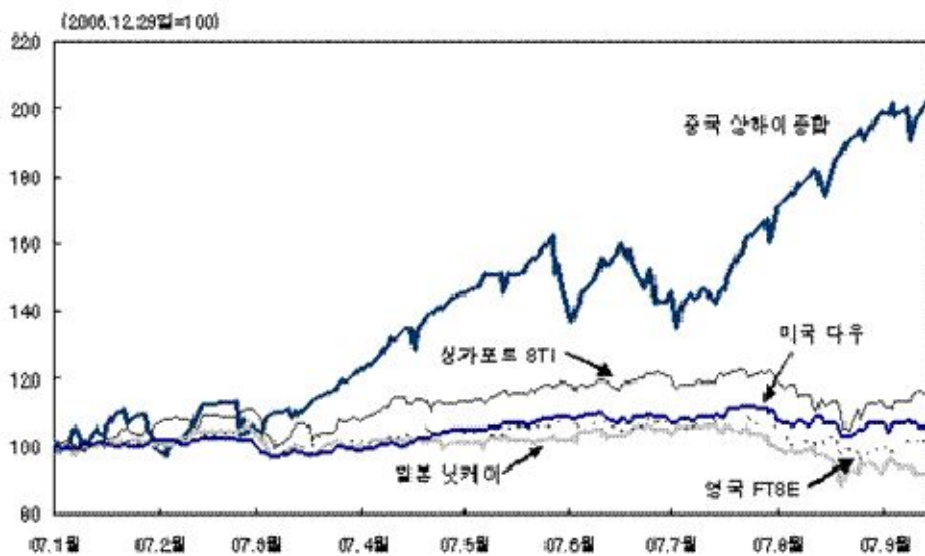
	중국 (상하이종합)	미국 (다우)	영국 (FTSE)	일본 (NIKKEI)	싱가포르 (STI)
8월17일	4.1	-1.0	-4.7	-11.5	-11.8
8월말	16.7	1.1	-0.9	-3.9	-4.4
9월17일	21.3	1.4	-2.8	-6.5	-2.0

주 : 8월 17일은 FRB 재할인율 0.5%p 인하 결정 / 일본은 9월 14일 기준

자료 : 각국 증권거래소

이는 주요국 주가가 8월 중 큰 폭 하락을 기록하고 현재까지도 회복이 뚜렷하지 않은 모습과 크게 대조되고 있다.

<그림 4-11> 세계 주요 주식시장의 주가 비교



자료 : Bloomberg

중국 증시는 과열억제를 위한 지급준비율 및 금리인상 조치 이후에도 주가는 상승하였다. 각국 중앙은행이 금융시장 혼란 확산을 막기 위해 단기금융시장에 자금을 공급하고 재할인율을 인하(FRB)하는 등 금융완화정책을 쓰는 동안에도 중국 인민은행은 과열 억제를 위한 긴축 조치를 시행¹⁶⁹하는 등 국제시장과는 괴리된 상태를 보여주었다. 9월 11일, 8월 소비자물가 상승률이 전년동월대비 6.5%를 기록하여 추가긴축에 대한 우려가 확산되면서 주가가 급락하였으나 실제 14일 기준금리 인상 조치 이후 17일 중국 증시는 사상 최고치를 경신하였다.

<표 4-10> 2007년 중 중국의 주요 금융긴축 조치

지급준비율 인상		→ 9.5%	→ 10.0%	→ 10.5%	→ 11.0%	→ 11.5%	→ 12.0%	→ 12.5%
		(1.15)	(2.25)	(4.16)	(5.15)	(6.5)	(8.15)	(9.25)
금리인상 (1년 만기)	예금	→ 2.79%	→ 3.06%	→ 3.33%	→ 3.60%	→ 3.87%		
		(3.18)	(5.19)	(7.21)	(8.22)	(9.15)		
	대출	→ 6.39%	→ 6.57%	→ 6.84%	→ 7.02%	→ 7.29%		
		(3.18)	(5.19)	(7.21)	(8.22)	(9.15)		

주 : ()는 시행일

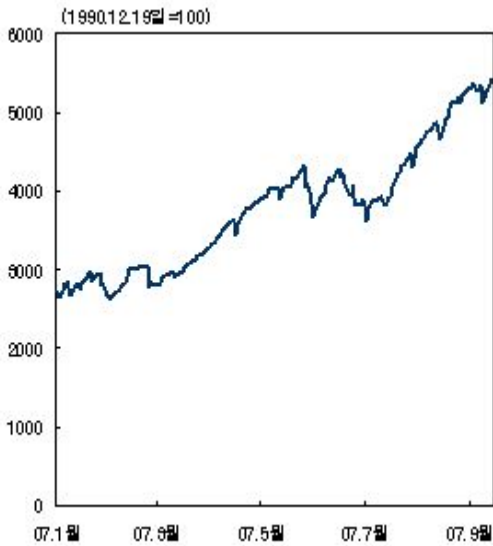
자료 : SRI 아시아경제Watch, No.07-37

위안화 환율 및 장단기 금리도 서브프라임 충격으로 인한 특별한 움직임은 보이지 않았다. 다만 8월 중 위안화 환율이 소폭 상승하였는데 이는 인민은행이 세계적 시장 혼란의 영향을 감안하여 매일 아침 발표하는 기준치를 일시적으로 위안화 약세 방향으로 설정했기 때문이었다는 것이 시장의 분석이다.

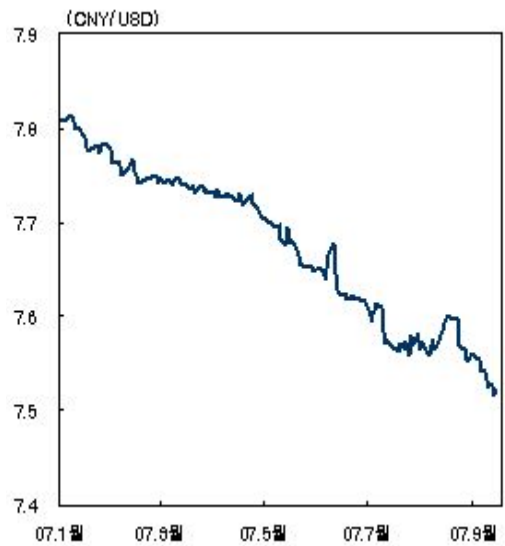
이와 같이 미국 서브프라임 모기지 부실화에 따른 충격은 현재까지 중국 금융시장에 직접적인 영향을 미치지 않고 있는 것으로 평가되고 있다.

¹⁶⁹ 중국인민은행은 8월 21일 2007년 들어 4번째 금리인상(8/22 시행), 9월 6일 2007년 들어 7번째 지급준비율 인상(9/25 시행)을 발표하였음.

<그림 4-12> 상하이 종합주가지수 추이



<그림 4-13> 대미달러 위안화 환율



자료 : Bloomberg

(2) 높은 개인투자가 비중과 낮은 외국인투자 비중에 기인

중국 증시가 글로벌 주가 동조화 하에서 독자적으로 움직일 수 있는 요인 중의 하나는 높은 국내 개인투자가 비중과 상대적으로 낮은 외국인 투자 비중 때문이다. 비중이 큰 A주에는 QFII로 인정된 외국 기관만이 투자할 수 있고 투자 가능 금액도 100억 달러로 한정되어 있어 중국 주식시장에서 외국인이 차지하는 비중이 매우 낮은 실정이다. 이에 따라 외국인, 특히 미국의 영향력이 강한 아시아 주식시장에서는 대부분 동조화가 진행되고 있으나 중국은 외국인 투자자 비중이 낮아 국제 주식시장의 영향을 거의 받지 않고 있다.¹⁷⁰

¹⁷⁰ 2007년 8월 중 세계적 주가 하락은 투자자들이 서브프라임 관련 투자 손실을 만회하기 위해 보유 주식을 처분함에 따라 초래된 것임.

<표 4-11> A주의 보유 구조

(단위 : %)

개인	펀드	사업법인	보험회사	외국인 (QFII)	사회보장 기금	증권회사
60.0	19.5	17.4	1.0	0.9	0.8	0.5

주 : 시가총액(2007년 3월말 3.8조 위안) 기준

자료 : 한국은행 海外經濟情報 제2007-69호(2007. 9. 18.)

QFII는 제도 도입 초기(2003년~2004년 중)에는 투자활동이 부진하였고, 2005년 중반 이후 주식시장 개혁이 순조롭게 진행됨에 따라 투자를 적극 확대하기 시작하여 2007년 상반기 현재, 총 52개 해외투자기관이 QFII 자격을 획득하였으며 총 투자금액이 99.95억 달러(약 760억 위안)에 달하고 있다.

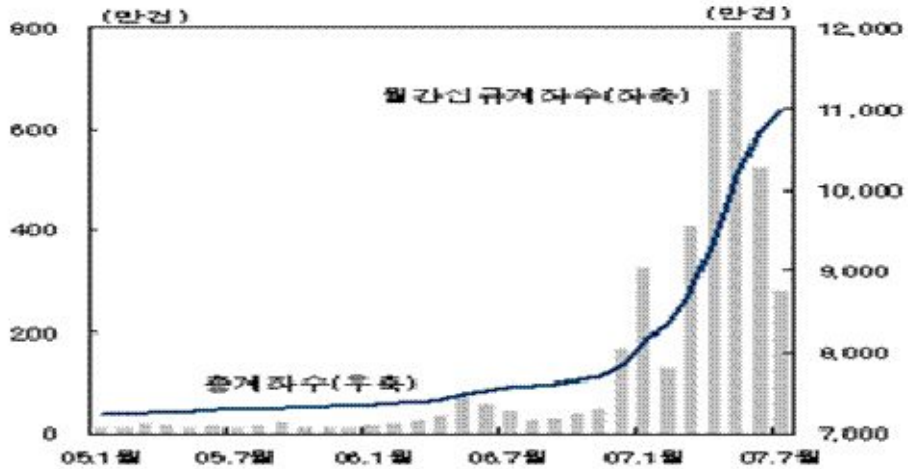
하지만 아직까지도 그 규모에 한계가 있어, A주식 시가총액¹⁷¹의 1.1%에 불과한 실정이다. 향후 QFII 투자금액이 300억 달러¹⁷²로 증가하더라도 A주식 시가총액의 5%를 넘어서지 못할 것으로 예상된다. 즉, QFII의 규모는 현재까지 100억 달러 정도로 규모가 크지 않으며, 그 증가 속도가 그리 빠르지 않아 외국인이 증시에 미치는 영향력은 미약한 것으로 판단된다.

반면 2007년 들어 급증한 개인 투자자들은 세계적인 금융시장 혼란이 지속되는 중에도 투자를 계속 확대하며 주가 상승을 주도했다. 서브프라임 문제 확산에 대한 염려보다는 중국경제의 고성장, 기업의 수익호조, 증시에 대한 정부의 안정적 발전 의지 등 주가 상승 지속에 대한 낙관적 전망이 강하게 작용한 것으로 볼 수 있다. 8월 중 상하이 A주 주가는 16.9% 상승한 데 반해 B주는 1.4% 하락한 것도 세계적 주가 조정 기간 중 중국 주가의 상승이 국내 투자자에 의해 견인되었음을 의미한다.

¹⁷¹ 2007년 8월말 기준, 중국 A주식 시가총액은 3.8조 위안임.

¹⁷² 2007년 상반기에 열린 미·중 경제전략회의에서 한도 확대(300억 달러)에 합의한 바 있음.

〈그림 4-14〉 중국의 증권계좌수



자료 : 중국증권등기결산공사 통계월보

(3) 중국 금융기관의 직접적인 손실은 크지 않음

한편 중국 금융기관들의 미국 서브프라임 모기지 채권 및 CDO(부채담보부증권, Collateralized Debt Obligation)¹⁷³에 대한 투자규모가 밝혀지면서 이의 부실화 가능성에 관심이 집중되었으나 관련 투자 손실은 크지 않을 것으로 예상된다.

중국 4대 상업은행 중 하나인 중국은행이 2007년도 반기실적 발표(8월 23일)시 미국 서브프라임 모기지 관련 채권 투자 규모가 약 96억 달러에 달한다고 밝혔고,¹⁷⁴ 같은 날 중국 공상은행도 금년 상반기 기준으로 약 12억 3천만 달러를 서브프라임 모기지 채권에 투자했다고 발표했다.

¹⁷³ 부채담보부증권(CDO, Collateralized Debt Obligation): 미국주택담보대출을 기초로 만들어진 파생금융상품임. 글로벌 자산 가격 붐에 힘입어 CDO는 2006년 한 해 동안 미국 등에서 1조 달러(약 917 조원) 어치 발행될 정도로 큰 인기를 얻었지만 2007년 들어 미국 주택담보대출 연체율이 높아지면서 가격이 폭락해 글로벌 투자자들이 큰 손해를 보고 있음.

¹⁷⁴ 이는 아시아 은행 중 최대 규모로 중국은행의 상반기중 순이익 39억 달러를 크게 상회하는 수준임.

<표 4-12> 중국 금융기관의 서브프라임 모기지 채권 및 CDO 투자규모

(2007년 6월말 현재, 단위 : 억 달러)

	서브프라임 모기지 채권		CDO		평가등급	비고
	투자액	비중	투자액	비중		
중국은행	89.65	3.51%	6.82	0.27%	A급 이상	총당금: 11.46억 위안
공상은행	12.29	4.32%	-	-	AA급 이상	-
건설은행	10.6	0.4%	-	-	-	총당금: 1.39억 위안
교통은행	-	-	-	-	-	투자하지 않음
중신은행	-	-	0.03	-	AA급 이상	-

주 : 비중은 증권투자총액 중 구성비임.

자료 : 중국 21세기경제보도(2007년 8월 27일자)

그러나 금융기관들의 서브프라임 모기지 관련 투자 비중이 낮고 대부분 A등급 이상의 우량 채권에 투자되어 손실액은 제한적일 전망이다. 중국은행은 보유하고 있는 ABS 중 약 90%가 ‘AA’ 등급 이상이고 CDO는 모두 ‘AA’ 이상, 공상은행은 관련 증권 모두가 ‘AA’ 등급 이상이며, 또한 중국 은행들의 경우 수익구조가 대부분 예대업무에 집중되어 있어 손실을 감수하고 관련 채권을 매각할 가능성도 낮은 것으로 평가된다.¹⁷⁵

(4) 미국경기 감축에 따른 실물경제에의 파급 가능성은 상존

금융시장에 한정할 경우 서브프라임 모기지 문제가 당분간 지속되더라도 엄격한 자본 유·출입 규제로 해외 금융시장과의 연동성이 크지 않은 중국에 대한 영향은 제한적일 전망이다.

중국경제는 2007년에도 10%대의 고성장을 지속할 것으로 예상되며 최근 기

¹⁷⁵ 그러나 일부 투자은행들은 미국 서브프라임 모기지 관련 신용위기가 쉽게 진정되지 않아 동 채권들의 부실이 현실화될 경우 중국 금융기관들도 상당한 손실을 입을 수 있다고 예상함.

업소득세법 개정에 따른 국내기업의 세부담 축소, 2008년 베이징 올림픽 등 주가 상승 호재가 다수인데다 중국 정부도 자본시장 육성을 통한 직접금융 활성화, 소비 확대 등을 위해서는 증시의 안정적 성장이 필수적 요소라고 인식하고 증시의 건전한 발전을 위해 노력하고 있다. 다만 일각에서는 서브프라임 모기지 문제와는 별도로 2006년 이후 급등을 계속한 중국 주가의 조정 가능성에 대한 우려가 확산되고 있기는 하다.¹⁷⁶

결론적으로 금융시장에의 영향은 한정적이라도 중장기적으로 미국 소비 둔화에 따른 대미 무역흑자 축소로 중국경기가 둔화될 가능성은 상존하고 있다. 주택경기 부진 지속, 신용경색 악화 등 미국경제를 둘러싼 불확실성이 여전하고 미국이 개인소비 침체 등으로 예상보다 성장이 둔화된다면 중국의 대미무역 흑자도 축소되어 중국경제의 성장률 둔화가 불가피하기 때문이다. 다만 중국경제와 미국경제와의 연계성 약화(Decoupling)로 중국 실물경제에 미칠 영향이 제한적일 것이라는 의견도 제기되고 있다. 특히 일부에서는 소폭의 경기 진정은 당국의 긴축조치 필요성을 완화시켜 줌에 따라 오히려 장기적으로는 긍정적인 영향을 줄 것이라는 낙관적 전망을 제시하기도 하였다.¹⁷⁷

4) 비유통주 개혁을 통한 주식시장 내 구조 변화

중국의 높은 국유주(비유통주) 보유비율(2007년 2월말 현재, 61.8%)은 중국 증권시장에 커다란 결림돌로서 과거 주가하락과 증권시장 침체의 주요 원인이었다. WTO 가입 후 중국정부와 중국증권감독관리위원회(CSRC)는 증권시장 개혁의 중점을 국유주(비유통주)의 보유비율을 처분하는데 두고 있다.

¹⁷⁶ 상하이 종합주가지수의 PER은 미국, 일본, 인도 등에 비해 2~3배 높은 수준으로 기업수익에 비해 주가가 지나치게 높고 동시 상장종목의 국내주가(A주)가 홍콩주가(H주)에 비해 현저히 고 평가 되었다는 주장이 있음.

¹⁷⁷ 한국은행, 「서브프라임 모기지 문제가 중국경제에 미치는 영향」, 『해외경제 정보(제2007-69호)』, 한국은행 해외조사실 아주경제팀, 2007년 9월 18일, 7쪽.

중국증권감독관리위원회(CSRC)는 국유주(비유통주)를 처분하기 위해 2001년 6월 《국유주(국가주와 국유법인주)의 방출을 위한 잠정법(暫定法)》을 제정하였다. 이법의 내용은 상장기업의 신규공개(IPO)나 증자 시마다 당해 국유기업의 국유보유주의 10%씩을 당해 종목의 시장가격으로 처분하여 그 매각재원으로 재정난을 겪고 있는 사회보장기금(Pension Fund)으로 충당한다는 것이었다. 이때부터 주식의 과잉공급을 우려한 주식시장은 하락을 시작하였다. 실행과정에서 방대한 국유주(비유통주) 매각 계획이 알려지자 증권시장의 공급물량 과다 압력요인으로 나타나 전반적인 주가폭락 현상이 이어졌다.¹⁷⁸ 사회보장기금(Pension Fund)의 재원마련을 위한 국유주(비유통주)의 증권시장에서의 공개처분계획 결정은 2001년 증권시장의 주가폭락을 가져온 가장 큰 요인이었다. ‘실시추진(實施推進)과 실시보류(實施保留)의 반복’ 속에서 2002년 초까지도 영향을 받아 증권시장의 주가변동에 크게 작용하여 2002년 6월에 동 계획을 철회함으로써 증권시장은 다소 안정되었다.

중국 증권시장의 안정적인 발전과 개방을 위해 국유주(비유통주) 처분은 반드시 필요한 조치임에도 불구하고 증권투자자의 증권시장 외면과 증권시장의 수용능력 한계로 인해 실패하고 만 것이다.¹⁷⁹ 이는 중국 주식시장에서 국유주(비유통주) 처분문제의 어려움을 가늠할 수 있는 좋은 예가 될 수 있을 것이다.

하지만 이 사건은 중국증권감독관리위원회(CSRC)의 증권시장 개혁의지를 보여주었고 별로 권위 있는 감독기관으로 비추어지지 않았던 ‘이빨 빠진 증권시장 감독당국’의 위상을 탈피하는 계기가 되었다. 중국증권감독관리위원회(CSRC)는 여러 가지의 증권시장의 침체요인을 제거하고 증권시장을 부양하기 위한 여러 가지 정책을 내놓은 것이다. 즉 금리를 추가적으로 인하(0.25%)하고 A주와 B주 거래수수료를 대폭 인하하였다. 또 IPO시(증자 및 공개매출)에 대형투자자에게 A주

¹⁷⁸ A주의 경우 2001년 6월 주가 2200선에서 2002년 2월 초에 1300수준으로 무려 40% 하락함 (32개월 만에 최저치를 기록), B주도 7~8% 하락함.

¹⁷⁹ 이번 실패는 1999년에 이은 두 번째였음. 그러나 중국 정부는 중단발표 이후에도 새로운 국유주 매각정책 아이디어를 외부에 공모하는 등 지속적으로 추진할 것임을 거듭 밝혔음.

식 매입 특전을 부여하고 외국인 펀드 매니지먼트에게 중국 펀드회사와의 합작체결을 앞당기는 등 부수조치를 취하였다.

이렇듯 과거 두 차례(1999년 10월, 2001년 6월)에 걸쳐 비유통주의 유통화 개혁시도가 있었으나 공급물량부담에 대한 우려로 주가가 폭락하자 추진을 철회한 바 있다. 그러나 2005년 4월에 중국정부는 과거 두 차례 개혁 시도 실패의 경험을 참고하여 비유통주 개혁을 재차 추진하였다.

2001년 최고점 대비 약 50% 하락한 상태에서 비유통주 유통화 개혁추진으로 인한 추가하락폭은 크지 않을 것이라는 판단 하에 공급물량 증가에 대한 부담을 최소화하기 위한 제도적 장치를 마련하면서, 일부 기업을 대상으로 시범 실시하였다. 2005년 4월 29일에 비유통주 개혁방침을 발표하고 46개 시범개혁 대상 기업을 선정(5월 9일 4개, 6월 19일 42개)하여 비유통주의 유통화 개혁(股權分置改革)작업을 시작하였다. 유통화 작업은 각 상장사가 비유통주의 유통화 방안¹⁸⁰을 마련하고 임시주주총회에서 전체주주의 2/3, 유통주 주주의 2/3의 찬성을 얻어 확정, 시행하도록 하였다.

이번에는 비유통주의 유통화로 인한 증시공급 물량부담 완화를 위해 중국 증권감독관리위원회(CSRC)는 유통권 획득 후 1년 내에는 거래를 금지하고, 2년 내에는 5%이내, 3년 내에는 10%이내에서만 거래를 허용하도록 하였으며, 증시 안정화를 위해 주식시장을 통한 자금조달을 제한¹⁸¹하였다.

이후 증권감독관리위원회(CSRC)는 시범개혁대상 기업의 유통화 방안이 모두 주주총회를 통과하고 주가도 상승세를 보이자 8월 23일 유통화 개혁을 전체 상장회사로 확대한다는 방침을 발표하였다.¹⁸²

¹⁸⁰ 비유통주의 유통화는 비유통주 주주들이 기존 유통주 주주들에게 주식 또는 현금보전 등 방식의 보상조치를 취한 후 유통권 획득하는 것을 내용으로 함. 대다수 회사들은 비유통주 주주가 유통주주에게 평균 10주당 3주에 해당하는 현금 또는 주식을 부여하는 방식으로 유통주주의 손실을 보상하기로 함.

¹⁸¹ 신규증자 또는 IPO 불허

¹⁸² 2006년 말 현재 상장기업 1,434개 사 가운데 거의 전부가 비유통주 개혁안을 임시주총 등을 통해 결정함.

<표 4-13> 비유통주 개혁을 위한 보완 조치

	내용
수요기반 확대 통한 개혁 보완	<ul style="list-style-type: none"> ○ 증권거래세를 인하(05.1) : 0.2% → 0.1% ○ 그 동안 금지되어 왔던 보험회사의 주식투자를 보험회사 총자산 5% 범위 내에서 허용(05.2)¹⁸³ ○ 상업은행의 펀드운용사 설립 허용(05.2) ○ 외국인 주식투자 한도 확대(05.7) <ul style="list-style-type: none"> - 종전 40억 달러였던 QFII¹⁸⁴(Qualified Foreign Institutional Investors)의 투자한도를 100억 달러로 확대하여 외국인의 내국인용 주식(A株)에 대한 투자가능 금액 확대 ○ QFII의 주식 양도차익에 대해 영업세(5%) 면제(05.12) ○ 외국계 전략적 투자가¹⁸⁵에게 A주 매입을 제한적으로 허용(06.1) <ul style="list-style-type: none"> - 외국계 전략적 투자가(10% 이상)들에게 3년 이상 보유한다는 조건 하에 유통화 개혁을 완료한 A주 취득 허용 - 거래소시장에서 매입하는 것이 아니라 협의매수 또는 제3자 배정 방식
시장인프라 정비 통한 개혁 보완	<ul style="list-style-type: none"> ○ 투자자보호기금(Stock Investors' Protection Fund) 설립(05.9) <ul style="list-style-type: none"> - 증권사의 파산, 폐쇄, 합병, 위탁금횡령 등으로부터 소액 투자자를 보호하고 시장의 신뢰도 제고를 위한 조치 - 기금은 거래수수료 일부, 증권사 위탁수수료 수입 중 일부, 청약증거금 발생이자, 파산증권사 청산재산, 기타 기부금 등으로 조성(기금의 정확한 규모에 대해서는 발표된 바 없음) ○ 증권법과 회사법(公司法) 개정(2005.10.28) : 투자자보호를 강화하고 증권거래에 대한 규제완화 <증권법·회사법 주요 개정내용> <ul style="list-style-type: none"> · 허위사실 유포 및 주가조작에 대한 처벌규정 명문화 · 현물거래에 국한되었던 거래제한 폐지 · 은행자금의 주식시장 투자금지 규정 완화 · 투자자에게 주요 투자자 명단, 이사회 결의사항, 회사채무 기록 열람권 부여(회사법) ○ 증권산업 구조조정 <ul style="list-style-type: none"> - 주식시장의 장기침체로 인해 심한 부실¹⁸⁶에 직면한 중국 증권 산업 회생을 위해 CSRC는 대형 증권사에 대해서는 자금지원, 부실증권사에 대해서는 폐쇄 또는 합병, 외국투자은행의 중국 증권산업 투자 유도 등을 통해 증권산업 구조조정을 추진

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC), 필자 정리

¹⁸³ 2004년 말 보험회사 총자산 규모: 약 1.2조 위안

¹⁸⁴ 적격외국기관투자자(QFII: Qualified Foreign Institutional Investors)제도는 일정요건을 갖춘 외국의 기관투자자에게 중국 A주 시장에 대한 투자를 허용하는 제도로 중국 주식시장 대외개방 조치의 일환으로 2002년 11월 도입됨.

¹⁸⁵ 전략적 투자가 자격요건: 보유자산 총액이 1억 달러 이상 또는 운용자산규모가 5억 달러 이상

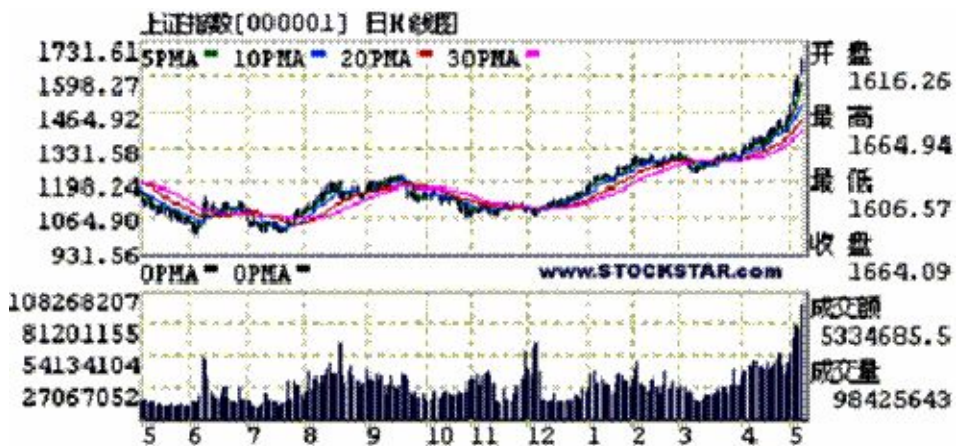
¹⁸⁶ 중국증권업협회 회원증권사 114개의 2004년 연간 적자규모는 약 150억 위안(약 18억 달러)

아울러 비유통주의 유통화 개혁을 뒷받침하기 위해 다양한 수요기반 확대 및 증권시장 인프라 정비 조치도 병행하였다.(〈표 4-13〉 참조)

현재(2007년 4월 말 기준) 비유통주 개혁 진행 사항을 보면 2005년 4월 중국 주식 개혁 시작으로 상하이와 선전 주식시장에서 주식개혁을 끝냈거나 진행 중인 기업은 1,290 곳으로 상장회사의 96%, 시가점유율의 98%, 1/3성(자치구, 직할시) 직할시 내의 기업들은 주식개혁을 이미 완료한 상태이다. 이에 중국 정부는 늦어도 2007년 말까지는 모든 상장 기업의 비유통주 전환을 완료한다는 방침을 세우고 있다.

비유통주 개혁의 성과로 자본시장 기능회복에 대한 기대감으로 주가가 상승했다. 유통화 개혁을 시작한 2005년 4월 말부터(1,159 point) 2005년 12월 초까지(1,074point) 지루한 약세장을 보여오던 중국 증시는 2005.12월 이후 개혁 성공에 대한 기대감이 형성되면서 견조한 상승추세 보이고 있다.¹⁸⁷

〈그림 4-15〉 비유통주 유통화 개혁 개시 이후 상하이 종합지수 추이



자료 : www.stockstar.com

¹⁸⁷ 2005년 12월 6일 1,074.01 point이던 상하이 종합주가지수가 2006년 5월 15일 1,664.09 point를 기록, 약 5개월 만에 55% 상승함.

특히 노동절 연휴(4.29~5.7) 마지막 날 발표된 「上市公司證券發行管理辦法」은 1년간 유보되어 왔던 상장기업의 증자를 재허용하는 것으로서 비유통주 개혁이 거의 마무리되었다는 시그널로 작용하여 주가 상승을 이끌기도 했다.¹⁸⁸

비유통주 개혁의 성과 또 하나의 성과는 증권산업의 회생 기반도 마련했다는 것이다. 2005년 약 80억 위안이던 일 평균 주식거래금액이 2006년 들어 168억 위안으로 약 2배 정도 증가하였고 특히 2007년 들어서는 약 400억 위안으로 5배 증가하여 증권사의 brokerage 수입기반이 대폭 확대되고 있다. 또한 상장기업의 증자가 재허용됨에 따라 underwriting 분야의 수입도 증가하고 있다.

그러나 무엇보다 2005년 4월 29일 이래 중국정부가 역점을 두어 추진하고 있는 비유통주식의 유통화 개혁(股權分置改革)의 가시적인 성과는 국제시장에서 중국자본시장이 질적인 구조변화를 통해 중국 주식시장의 증시 체질개선과 함께 정상적인 자본시장으로 다시 태어날 것이라는 기대가 형성되고 있다는 것이다.

5) 과잉유동성으로 인한 자산가치 상승

중국경제는 2000년대 들어 연속 두 자리 수 성장을 시현하고 있으나 특히 2006년에 들어오면서부터 투자과열과 대외불균형, 그리고 과잉유동성에 대한 우려가 고조되고 있다.

2006년 투자과열이 심화되어 고정자산투자의 GDP 비중이 역대 최고치(44.9%)를 기록하면서 과잉투자 부작용에 대한 우려가 고조되고 있는 것이다. 무역수지 흑자도 2005년 들어 전년대비 3배 이상 증가하고, 2006년에는 순수출의 GDP 비중이 7.7%까지 상승하면서 대외불균형도 심화되었다.¹⁸⁹ 또한 기업경영

¹⁸⁸ 비유통주 개혁 이후 급격한 주가상승은 중국의 고도성장(8~10%)과는 반대의 움직임을 보여온 주식시장에서 정상적 발전을 짓누르고 있던 불안요인이 해소될 조짐을 보이면서 축적된 에너지가 분출되는 것으로 해석할 수 있음.

¹⁸⁹ 2000년 241억 1,000만 달러였던 중국의 대외무역 흑자 규모는 2007년 9월말 현재 1,885억 달러를 기록하고 있음.

환경이 개선되고 시장기회가 늘어나면서 중국의 외국인직접투자 유치액도 매년 비교적 큰 규모를 유지하고 있다.

그럼에도 불구하고 중국의 자본수지 관리가 여전히 엄격해 자본의 유출이 어려워 중국의 자본수지는 비교적 큰 흑자를 지속해 왔으며, 중국정부가 외환시장 개입을 통해 위안화 절상속도를 조절함에 따라 해외부문을 통한 국내유동성이 급격히 증가하였다.¹⁹⁰

<표 4-14> 중국 주요 거시경제 지표 추이

구 분	2003	2004	2005	2006	2007.1~9
GDP 성장률(%)	10.1	10.4	10.7	11.1	11.5
고정자산투자/GDP(%)	41.2	43.3	43.3	44.9	-
순수출/GDP(%)	2.2	2.6	5.6	7.7	-
무역수지(억불)	255	320	1,019	1,775	1,885
외환보유고(억불)	4,033	6,099	8,189	10,663	14,336

자료 : 중국국가통계국(각 연도 통계연보)

이에 중국정부는 최근까지도 이러한 경기과열을 억제하기 위한 미세조정 정책을 지속적으로 실시하였다.(<표 4-15> 참조) 2006년 4월부터 2007년 11월까지 경기조절을 위해 12차례의 기준율 인상, 9차례의 금리인상을 단행하는 등 유동성흡수를 위한 정책을 지속적으로 실시하고 있는 것이다.¹⁹¹

¹⁹⁰ 경상수지와 자본수지가 모두 흑자인 상황에서 중국의 외환보유고는 지속적으로 증가하여 2000년 1,666억 달러였던 것이 2007년 9월말 현재 14,336억 달러로 증가하였음.

¹⁹¹ 또한 수출을 억제하기 위해 수출증치세 환급률 축소, 외자기업에 대한 가공무역 금지 등의 조치를 2006년부터 단계적으로 강화하고 있음.

<표 4-15> 중국의 2006, 2007년 금융긴축 정책

일자	2006년의 주요 정책내용	일자	2007년의 주요 정책내용
4/27	창구지도회의(대출조정 요청)	1/15	지급준비율 인상 (+0.5%↑→9.5%)
4/28	이자율인상 (대출1년: +0.27%↑→5.85%),	2/25	지급준비율 인상 (+0.5%↑→10.0%)
5/17	공개시장조작(채권 1천억 위안)	3/9	공개시장조작(채권 1,010억 위안)
6/13	창구지도회의 (대출조정, 우량화 요청)	3/18	이자율인상 (대출1년물: +0.27%↑→6.39%, 예금금리: +0.27%↑→2.79%로)
6/14	공개시장조작(채권 1천억 위안)	4/16	지급준비율 인상(+0.5%↑→10.5%)
7/5	지급준비율 인상 (+0.5%↑→8.0%)	5/11	공개시장조작(채권 1,010억 위안)
7/13	공개시장조작(채권 500억 위안)	5/15	지급준비율 인상(+0.5%↑→11.0%)
8/15	지급준비율 인상 (+0.5%↑→8.5%로)	5/19	이자율 인상 (대출1년물: +0.18%↑→6.57%로, 예금금리: +0.27%↑→3.06%로)
8/19	이자율인상 (대출1년물: +0.27%↑→6.12%, 예금금리는+0.27%↑→2.52%로)	6/5	지급준비율 인상 (+0.5%↑→11.5%)
11/15	지급준비율 인상 (+0.5%↑→9.0%로)	7/13	공개시장조작(채권 1,010억위안)
자료 : SRI 아시아경제 Watch, No.07-37		7/21	이자율인상 (대출1년물: +0.27%↑→6.84%로), 예금금리: +0.27%↑→3.33%로)
		8/15	지급준비율 인상 (+0.5%↑→12.0%)
		8/22	이자율 인상 (대출1년물: +0.18%↑→7.02%로), 예금금리: +0.27%↑→3.60%로)
		9/15	이자율 인상 ¹⁹² (대출1년물: +0.27%↑→7.29%로, 예금금리: +0.27%↑→3.87%로)
		9/25	지급준비율 인상 (+0.5%↑→12.5%)
		10/25	지급준비율 인상 (+0.5%↑→13.0%)
		11/26	지급준비율 인상 ¹⁹³ (+0.5%↑→13.5%)

¹⁹² 이자율은 1.76%p 상승 : 5.53%('06.4.28) → 7.29%('07.9.15)

¹⁹³ 기준율은 6.0%p 상승 : 7.5%('06.7.5) → 13.5%('07.11.26)

그러나 중국정부의 지속적인 긴축정책에도 불구하고, 본원통화의 빠른 증가¹⁹⁴가 계속됨에 따라 이는 금융시스템 내부의 유동성 확장과 중국 내 과잉유동성을 초래하였다.¹⁹⁵

이러한 과잉유동성은 주식과 같은 자산가격의 거품을 부추기고 있어 중국 증시는 국제 증시와의 방향과 변동성에 덜 영향을 받는 요인으로 지적되고 있다.¹⁹⁶

주식가격의 거품론은 최근 고평가된 PER(=주가/주당순이익)로 설명되기도 한다. <표 4-16>은 각국 증시의 PER를 비교한 것이다.

<표 4-16> 각국 증시 PER 비교

국가	PER
중국	29.3
인도	19.2
일본	18.0
태국	16.2
브라질	15.5
미국	15.4
멕시코	15.3
말레이시아	13.1
한국	12.3

주 : 2007년 6월말 기준

자료 : 각국 증권거래소, FT, Bloomberg, Datastream 종합

¹⁹⁴ 위안화 환율 변동 폭이 제한되어 있어 대량의 외환보유는 중앙은행에 대해 본원통화의 공급을 강요하였음. 그러나 인민은행이 어음을 발행하는 등 적극적인 조치를 통한 흡수에 나선다고 해도 본원통화의 빠른 증가를 억제하기에는 역부족인 것으로 판단되며, 이는 결국 금융시스템 내부의 유동성 확장으로 이어질 수밖에 없을 것임.(주희곤, 「중국 주식시장의 최근 동향과 전망」, 『중국 이슈리포트(제2007-1호)』 산업자원부 중국경제모니터링시스템, 2007년 2월 28일, 4쪽)

¹⁹⁵ 무역흑자 확대에 의한 건이든 혹은 투기 목적이든 관계없이 중국에 유입되는 모든 외화 자금이 인민은행에 의해 흡수되지 않고 있음. 이들 가운데 상당 부분은 증시 및 부동산 거품을 부추기면서 경제 내부에서 돌아다니고 있음.

¹⁹⁶ 중국증시는 2006년 10월 이후 급격히 상승하면서 과열 양상을 보이기 시작하여 거래대금과 신규계좌 설정이 크게 증가하였음.

PER는 현 주가수준을 과거의 순익과 비교하기 때문에 미래 수익에 대한 기대치가 주가에 높게 반영될수록 PER도 높아진다. 중국의 PER 수준은 대부분의 선진국은 물론 개도국들에 비해서도 높은 편이다.

<표 4-17>는 업종별로 중국과 글로벌 기업의 PER 및 영업이익률을 비교한 것으로,¹⁹⁷ 역시 중국 대표기업의 기대치가 글로벌 기업에 비해서도 높게 형성돼 있음을 알 수 있다. 국유기업들은 최근 수 년 새 매년 20~30%대의 순익 증가율을 보여왔다. 2007년 1분기 영업이익률 역시 비교적 높은 편이다. 그러나 이 같은 성장세 및 수익증가세가 상당기간 지속적으로 유지돼야 현재의 높은 수준의 PER를 합리화할 수 있다.

<표 4-17>에서 보여준 중국기업들은 시가총액 1위인, 덩치가 매우 큰 기업들이다. 이보다 덩치가 작은 기업들의 PER는 불가사의할 정도로 높다. 증권당국이 적자가 누적되거나 부실이 심한 상장사에 붙이는 특별처리(ST) 대상 기업¹⁹⁸의 주식마저 최근 수 주 동안 덩달아 상승하는 기현상도 나타났다.

¹⁹⁷ 중국기업은 업종 내 시가총액 1위, 글로벌 기업은 <포브스>紙가 매출규모 수익성 등을 고루 감안해 올해 선정한 대표기업임.

¹⁹⁸ 특별 처리 종목 (Special Treatment) 으로, 2년 연속 적자 종목 또는 1주당 순자산이 1위안을 밑도는 종목은 ST 종목으로 1일의 주가 변동폭은 상하 5%로 한정됨.

<표 4-17> 중국과 글로벌 대표기업의 업종별 PER

	PER (배)	영업 수익 (백만 달러)	영업이익률 (%)
공상은행	22.7	6,993	60.2
Citi corp	12.9	-	-
Baogang	13.4	557	16.1
POSCO	10.2	27,787	17.0
SINOPEC	16.2	36,136	15.7
Exxon-Mobil	12.6	335,086	17.0
SK	9.8	-	-
상하이기차	20.7	3,308	12.5
토요타자동차	14.4	202,821	9.3
현대자동차	11.8	68,439	2.8
Suning	136.4	1,162	10.9
Siemens	27.2	110,619	4.4
SSE	10.6	3,416	3.9
China Unicom	24.8	3,143	36.4
AT&T	17.3	63,055	18.1
SKT	10.5	11,858	23.8
Huaneng Power	29.8	1,452	19.3
Electricite de France	29.5	77,711	13.5
Shanghai Bailian	43.8	317	24.9
Wal-mart	16.1	344,992	4.9
Yili	36.6	507	27.1
Altria Group	13.2	70,324	25.7
Jilin Aodong	20.5	26	53.1
Pfizer	13.2	48,371	31.2

자료 : 초상증권, Thomson

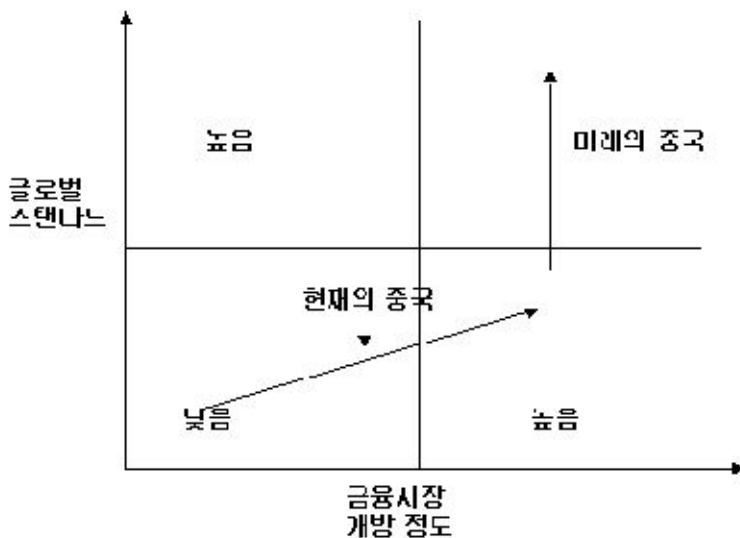
주 : 1) 중국기업 PER는 2007년 6월 5일, 영업수익은 2007년 1분기 기준
2) 글로벌 기업의 영업수익은 2006년 연간 실적 기준

제3절 향후 전망

현재 중국의 증권시장은 WTO 가입 이후 개방 정도가 심화되고 있으나 국제적인 기준에는 크게 미달되고 있다. 이와 더불어 상기 서술한 바와 같이 최근까지도 중국 주식시장이 국제 주식시장과 동조화가 약한 것은 중국 증권시장의 이원화, 투자자금의 전달경로 부재, 비유통주 개혁을 통한 주식시장 내 구조 변화 등으로 요약될 수 있다.

그러나 중국 경제가 발전하고 중국 금융시장 개혁이 이루어지면 질수록 외부 변수와의 연계성은 밀접해질 것이며, QFII 제도와 QDII 시장도 발전 추세에 있으며, 또한 비유통주 개혁이 마무리되면서, 주식시장의 통합(A-B시장간 통합 및 상하이·선전 증권거래소의 통합), 제2증시 설립 등 중국정부의 증권시장 개혁 움직임도 강화되고 있다.

<그림 4-16> 중국 증권시장 개방 정도와 글로벌 스탠더드



이렇게 중국자본시장이 질적인 구조변화를 통해 정상적인 자본시장으로 태어나고 개방화가 진전된다면 중국 주식시장도 국제 주가와의 동조화 현상에서 앞으로 예외가 될 수는 없을 것이다.

1) 중국 금융시장 개혁 진전¹⁹⁹

중국은 1949년 공산당 정권 수립 후 30여 년간 사회주의 경제 하에서 금융 제도가 발전되어 왔으나, 1978년 개혁·개방 정책과 함께 시장경제 하에서 필요한 금융시스템 마련을 위해 노력하였다.

특히 2003년경부터 금융개혁이 적극 추진되어 은행 개혁, 주식시장 개혁²⁰⁰, 환율제도 개혁 등을 단행하는 등 시장경제를 지원하는 금융시스템 구축을 크게 진전시키고 있다. 이로 인해 향후 중국도 국제자본시장의 활용이 중요하기 때문에 과거와 같이 예외적일 수는 없을 것이다.

(1) 은행 개혁

중국 금융시스템에서 중추적 역할을 담당하는 국유상업은행이 은행부분 개혁의 주요 대상이다.²⁰¹

중국의 은행부문은 현재 중앙은행인 인민은행과 정책성 은행 (3개)²⁰², 국유

¹⁹⁹ 日本國際協力銀行 開發金融研究所報 보고서(2007년 5월), 「가속화하는 중국 금융개혁의 분석」, 의 내용을 정리, 발전시킨 것임.

²⁰⁰ 주식시장 개혁 내용은 따로 떼내어 2)QFII와 QDII의 상호작용이 중국 증권시장의 글로벌화 건인, 3)비유통주 개혁을 통한 증권시장 내 질적 구조변화, 4)거래소시장 개혁을 위한 중국정부의 움직임 내용에서 자세히 설명하였음.

²⁰¹ 국제금융센터 Memorandum, 「중국의 금융개혁 주요 내용과 향후 과제」, 국제금융 센터, 2007년 7월 18일, 2쪽.

²⁰² 국가개발은행, 농업개발은행, 수출입은행

상업은행(4개)²⁰³, 주식형상업은행(12개), 城市(=도시)상업은행(112개), 城市 신용회사(약 700개), 농촌신용회사(약 3만개) 등의 공식적 부문과 그 밖에 정부의 인가를 받지 않은 대부업 등 비공식 금융기관으로 구성되어 있다.

중국의 은행개혁은 국유상업은행²⁰⁴에 대한 부실채권정리, 외국금융기관의 자본참여, 국내외 주식시장에의 상장 등이 주된 내용이다.

1990년대 말부터 시작된 부실채권 정리는 대차대조표에서 부실채권 분리, 공적자금 투입, 금리규제에 의한 예대마진 제공 등을 통해 실시하였다. 국유상업은행은 부실채권정리 시작 직전 부실채권비율이 35%를 상회하여 사실상 채무초과 상태였던 것으로 평가되었다. 부실채권 발생은 융자에 관한 정부의 개입 등에 기인한 바가 크지만,²⁰⁵ 최근 행장을 비롯한 간부들의 부정사실이 잇따라 드러나고 있어 예금자가 위탁한 자금을 적절하게 운영하여 수익을 올린다는 은행경영의 기본이 확립되어 있지 않았던 점도 주요 원인으로 지목되고 있다. 일련의 부실채권 정리 과정을 통해 부실채권비율이 4% 정도로 하락(2007년 3월 말, 중국농업은행 제외)하였으나, 은행부문의 전체 부실채권 중 국유상업은행이 차지하는 비율은 85.2%에 달한다(2007년 3월말).

국유상업은행의 부실채권을 대차대조표에서 분리하기 위해 1999년 은행별로 설립된 자산관리회사가 2000년 말까지 총자산의 15.6%(1.39조 위안)에 해당하는 부실채권을 장부가액으로 매입하였다.²⁰⁶ 자산관리회사가 매입한 부실채권의 약 30%는 주식으로 전환(회생가능기업 대출)되고, 나머지 약 70%는 경매 또는

²⁰³ 중국은행(中國銀行), 농업은행(農業銀行), 건설은행(建設銀行), 공상은행(工商銀行)

²⁰⁴ ①은행부문 총자산 대비 비중은 국유상업은행 55%, 주식형상업은행 12.6%, 기타 32.4%(07년 3월말), ②비금융부문의 자금조달 형태는 융자 81.1%, 주식 4.9%, 회사채 2.8%, 국채 등 11.2%(2001~2006년 평균), ③국유상업은행은 국채 및 정책성 은행이 발행한 금융채의 최대 인수자이며, 단기금융시장에서 주요한 자금 제공자 역할을 하고 있음.

²⁰⁵ 중국인민은행 조사('05년)에 의하면 정부의 융자 개입, 국유기업 지원 목적의 융자, 정부의 차입국유기업 폐쇄, 법률상 채권자보호 불충분 등이 부실채권의 주된 원인이며, 은행의 경영에 원인이 있는 것은 20%에 불과함.

²⁰⁶ 이는 정부가 부실채권을 장부가액 이하로 매입하여 정부의 손실부담을 줄이더라도 은행의 자본부족이 커지는 만큼 정부의 공적자금 투입 필요액이 늘어나는 결과를 초래함.

입찰을 통해 회수 중에 있다. 주식화되지 않은 부실채권은 2006년 3월 시점에서 68.6%가 처리되었으며 회수율은 24.2%였다.²⁰⁷ 자산관리회사의 부실채권 매입은 당초 1999~2000년으로 종료되었으나, 추가처리를 위해 2004년부터 장부가액 이하로 계속 매입 중에 있다.²⁰⁸

중국정부는 국유상업은행의 자본부족 상태를 해결하기 위해 특별국채와 외환 보유액을 사용하여 공적자금을 투입하기도 하였다. 1998년 특별국채를 발행하여 마련한 자금을 국유상업은행에 출자하여 자기자본비율을 제고시켰다.²⁰⁹ 정부가 발행한 특별국채(2,700억 위안)를 국유상업은행이 지불준비금을 사용하여 전액 매입하고,²¹⁰ 정부는 특별국채 매각대금을 국유상업은행에 출자하였으며, 국유상업은행은 동 자금을 인민은행으로부터의 기존 차입금을 감소시켜 자기자본비율을 제고하였다. 이는 인민은행으로부터의 차입금이 정부의 출자금으로 전환되는 사실상 채무의 주식화(Debt Equity Swap)로서, 자본확충뿐만 아니라 낮은 이자율의 지불준비금이 높은 이자율의 국채로 전환되는 결과를 초래했다.

또한 부실채권 정리를 위해 3개 국유상업은행(중국농업은행 제외)²¹¹의 자본 확충을 위해 2003년 및 2005년에 총 600억 달러의 외환보유액을 사용하였으며, 예금 및 대출금리 규제 하에 예대마진이 확대되어 부실채권의 재원으로 활용하였다.²¹²

²⁰⁷ 회수액 가운데 현금회수율은 20.8%

²⁰⁸ 자산관리회사는 2004~2005년에 1.3조 위안의 부실채권을 추가로 매입함.

²⁰⁹ 2006년 말 3개 국유상업은행의 자기자본비율은 10% 이상으로 상승 추정

²¹⁰ 이를 위해 인민은행이 지불준비율을 종전의 13\$W%에서 8%로 인하함.

²¹¹ 중국농업은행의 재무상태는 매우 열악하여 중국정부는 나머지 3개 은행에 대한 개혁을 우선적으로 실시함.

²¹² 예금 및 대출금리의 상한 및 하한선이 모두 규제되어 있었으나, 2004년에 금리 하한선과 대출금리 상한선이 폐지되며 은행들에게 더욱 유리하게 작용함.

<표 4-18> 외국계 금융기관의 지분참여 현황

은행명	지분참여 외국계 금융기관	지분출자(%)	출자시기
光大銀行	아시아개발은행	3.59%	1996년
上海銀行	HSBC, IFC	8%, 7%	2001년, 2002년
上海浦東發展銀行	CITI Group	5%	2003년
興業銀行	Hang Seng IFC, 싱가포르정부	15.98% 4%, 5%	2003년
交通銀行	HSBC	19.9%	2004년
渤海銀行	Standard Chartered Bank	20%	2004년
中國民生銀行	IFC, 싱가포르TEMASEK	1.08%, 4.55%	2004년
深圳發展銀行	Newbridge Capital	17.89%	2004년
濟南銀行	CITI Bank	11%	2004년
北京銀行	IFC, ABN AMRO Bank	5%, 19.9%	2004년 2005년
中國銀行	The Royal Bank of Scotland Group, 싱가포르 TEMASEK, 아시아개발은행, 스위스은행	10% 후 3자 합계 11.85%	2005년
華夏銀行	Deutsche Bank	13.98%	2005년
中國建設銀行	싱가포르TEMASEK Bank of America	5.1% 9.1%	2005년
西安銀行	IFC	5%	2005년
南京銀行	BNP Paribas / IFC	19.2%, 15%	2005년/2001년
杭州銀行	Commonwealth Bank of Australia	19.9%	2005년
南充銀行	독일저축은행, 독일투자개발은행	10% 3%	2005년
中國工商銀行	골드만삭스그룹	10%	2005년 10월
天津銀行	澳新은행	19.9%	2005년 12월
寧波銀行	싱가포르화교은행	12.2%	2006년 5월
廣東發展銀行	CITI Group	20%	2006년 12월
大連銀行	캐나다풍업은행, IFC	20%, 5%	2007년 4월

자료 : Fitch Ratings(2006), <北京周報>잡지, ebank.gdb.com.cn 등 참조 재정리

한편 외국금융기관의 중국 내 은행에 대한 자본참여는 원칙적으로 금지되어 왔으나, 2001년 이후 출자조건 및 출자한도액 등이 점차 완화되었다. 현재 중국 내 은행에 자본 참여하는 외국금융기관은 ‘전략적 투자자’라 불리며, 일정한 조건²¹³ 하에 출자가 허용되고 있다. 세계적 신용평가회사 Fitch 등의 조사에 의하면, 외국금융기관들은 2006년 중반까지 총 22개의 중국 내 은행에 대해 총 183억 달러를 출자한 것으로 조사되었다.(<표 4-18> 참조)

외국금융기관들의 자본 참가는 중국 금융시장에 진입하기 위한 바탕 마련이 주된 목적으로 중국은 WTO 가입 시의 합의에 따라 외국은행에 의한 위안화 표시 예금 및 용자업무를 단계적으로 허용하여 2006년 말 전면적으로 허용하기로 한 바 있다. 그러나 외국은행들은 지점망 구축비용이나 현지기업에 관한 정보부족 등으로 중국 내에서의 사업확장이 용이하지 않아, 중국 내 주요 은행과의 제휴를 통해 유리한 사업전개를 기대하고 있다. 주로 신용카드의 공동 발행, 출자은행이 보유한 잠재적 고객관련 정보 이용, 제휴를 통한 지명도 확립, 출자은행의 주식상장 시 주간사 등을 통한 수수료 수입, 출자은행의 주가상승 시 보유주식 평가이익 등을 기대하고 있다.

최근에 중국정부는 기업지배구조의 강화를 주된 목적으로 국유상업은행의 주식을 홍콩시장에 상장하고 있다. 지금까지 3개 국유상업은행과 교통은행(交通銀行) 및 초상은행(招商銀行)의 주식이 홍콩증권거래소에 상장되었다.²¹⁴ 이로 인해 홍콩의 증권거래소와 감독당국의 엄격하고 신속한 정보공개 요구로 은행경영의 투명성이 제고되고, 투자가들의 수익성 향상 요구로 은행경영의 효율화 압력도 작용할 것으로 기대되고 있다. 한편 중국 내 투자자에게도 투자 기회를 제공하기 위해 중국은행(中國銀行)과 중국공상은행(中國工商銀行)의 주식도 상해증권거래소

²¹³ 주식보유기간 3년 이상, 임원 등 고위 전문직원을 파격하여 경영관리기술을 직접 전달, 1개 은행에 대해 전략투자가 1사의 주식보유 비율은 5~20%, 전략투자가 전체의 주식보유비율은 최대 25% 등

²¹⁴ 주식시장 상장을 위해 2004년 및 2005년에 국유상업은행을 특수회사 형태에서 주식회사 형태로 변경시킴.

에도 상장되었다

<표 4-19> 국유상업은행의 증시 신규상장

은행명	IPO 자금조달액	상장시점(상장시장)
中國建設銀行	92억 달러	2005년 10월(홍콩)
中國銀行	122억 달러	2006년 6월(홍콩), 2006년 7월(상해)
中國工商銀行	220억 달러	2006년(홍콩, 상해 동시 상장)
3개 은행 합계	434억 달러	

자료 : 日本國際協力銀行

(2) 환율제도 개혁

중국은 1994년에 기존의 이중환율제를 단일화 한 후 10년 이상 대미달러 환율을 일정수준으로 유지하는 사실상의 고정환율제(1달러=8.28위안)를 지속적으로 유지하였으나 2005년 7월 위안화 환율을 미 달러에 대해서만 연동시키지 않고 통화바스켓을 구성하여 이에 연동시키는 관리변동환율제로 변경하였다.²¹⁵

미국 등으로부터 위안화 절상 압력 고조와 함께 외환보유액 증대에 따른 물가상승 및 은행개혁 차질 등의 부정적 영향을 우려했기 때문에 환율 제도를 변경한 것이다. 즉 정부의 시장개입 지속으로 은행들의 중앙은행예치금이 크게 늘어나 은행부문의 과잉유동성이 결국 대출로 이어져 경제과열을 유발하여 인플레이션 및 자산가격 급등을 초래할 가능성이 있었다. 또한 중국 은행들이 경영 건전화를 위해 엄청난 대출심사 및 리스크 관리 등의 경영개혁을 추진하고 있으나, 은행부문의 과잉유동성은 안이한 대출확대를 유발하여 개혁 차질을 초래할 가능성도 상존하여 환율개혁을 단행하였다.

²¹⁵ 대미달러환율을 즉각 약 2% 절상하고, 일일 변동폭도 기준환율의 $\pm 0.3\%$ 범위 내에서 변동(2007년 5월 환율 변동폭을 $\pm 0.5\%$ 로 확대)

<표 4-20> 최근 중국 외환제도의 주요 변화

일시	내용
2005년 7월	대미달러 환율을 기존의 고정환율에서 8.11위안으로 약 2% 절상. '통화바스켓을 참조하는 관리변동환율제'로 변경
8월	통화스왑거래 및 은행간 통화선물거래를 허용
9월	미 달러 이외의 외환(유로, 엔, 홍콩달러 등)에 대한 1일 환율 변동폭을 $\pm 1.5\%$ 에서 $\pm 3\%$ 로 확대. 대미달러 변동폭은 $\pm 0.3\%$ 유지 ²¹⁶
11월	은행간 시장의 외환거래에 market maker제 ²¹⁷ 도입. 매일의 기준환율을 종전의 전일종가에서 market maker들이 제시한 가격을 기초로 결정
2006년 1월	은행간 상대외환거래를 허용(중전은 모든 거래를 외환거래센터가 중개)
4월	상하이외환시장에서의 은행간 외환스왑거래를 허용
8월	시카고상품거래소가 위안화의 미달러, 유로, 엔화에 대한 선물과 옵션 상장

자료 : 日本國際協力銀行

(3) 자본 유·출입규제 완화

최근 자본 유·출입에 대한 엄격한 규제도 점차 완화되는 추세이다.

중국은 1996년 IMF 8조국에 가입하여 경상수지 관련 거래에서 위안화와 외화의 교환이 자유화 되었으나, 자본거래 관련 외환거래는 외국인직접투자를 제외하고는 상대적으로 엄격히 규제하였다.

자본 유입부문의 외국인직접투자는 1980년대 이후 단계적으로 자유화하여 현재 일부 예외부문을 제외하고는 원칙적으로 자유화되었다. 직접투자 외에 자본 유입은 기본적으로 허가제 하에서 엄격히 규제되고 있으나, 외국금융기관에 의한

²¹⁶ 2007년 5월 환율 변동폭을 $\pm 0.5\%$ 로 확대됨.

²¹⁷ 자신의 위험과 책임 하에서의 환율 고시 등을 통해 시장거래를 활성화시키는 역할을 하는 시장 조성자

증권투자는 적격외국기관투자가(QFII) 제도를 도입하여 제한적으로 문호를 개방하였다.

<표 4-21> 중국의 자본 유·출입 규제

			자본 유출	자본 유입
직접투자			<ul style="list-style-type: none"> 외환관리국 등에 의한 허가제 	<ul style="list-style-type: none"> 원칙 자유(제한 및 금지업종 있음)
증권 투자 자	주 식	발행	(비거주자의 중국 내 주식 발행) <ul style="list-style-type: none"> 금지 	(거주자의 해외에서의 주식 발행) <ul style="list-style-type: none"> 가능
		매매	(거주자의 외국주식 투자) <ul style="list-style-type: none"> 적격국내기관투자가(QDII) 가능 보험사는 외환관리국의 허가제 해외상장기업 자사주 매입 가능 	(비거주자의 중국주식 투자) <ul style="list-style-type: none"> A주(위안화표시): 적격외국기관투자가(QFII) 가능 B주(외화표시): 가능
	채 권	발행	(비거주자의 중국 내 기채) <ul style="list-style-type: none"> 재정부, 인민은행, 발전개혁위원회의 허가제 	(거주자의 해외에서의 기채) <ul style="list-style-type: none"> 외환관리국 등에 의한 허가제
		매매	(거주자의 외국채권 투자) <ul style="list-style-type: none"> 적격국내기관투자가(QDII) 가능 보험사는 외환관리국의 허가제 	(비거주자의 중국채권 투자) <ul style="list-style-type: none"> 적격외국기관투자가(QFII) 가능
	해외대출, 차입		(거주자의 해외 대출) <ul style="list-style-type: none"> 은행업 감독관리 위원회에 인가된 금융기관만 외환관리국에 의한 허가제 	(중국기업의 해외 차입) <ul style="list-style-type: none"> ‘외자이용계획’에 근거하여 외환관리국에 의한 허가제 금융기관이 단기 차입은 외환관리국의 허가잔액범위 내에서 자유
				(중국 내 외자기기업의 해외 차입) <ul style="list-style-type: none"> 원칙 자유(외환관리국에 신고제)

자료 : IMF 등 자료 종합

자본 유출부문은 기본적으로 모든 투자형태에 대해 허가제 하에서 엄격히 규제²¹⁸ 하고 있으나, 최근 규제완화가 진행 중이다. 중국기업의 해외직접투자는 2000년 해외자원 조달 및 선진기술 획득 등을 목적으로 한 투자촉진 방침이 표명되어 이후 증가 추세이다.²¹⁹ 대외증권투자는 2004년 보험회사의 외국증권 투자가 제한적으로(각 사별 투자범위 설정) 허용되고, 2006년 4월에는 적격국내기관투자가(QDII) 제도가 도입되어 자산규모 및 경영건전성 등의 조건을 충족한 국내은행 및 투자펀드 등에 대해 외국증권 투자를 제한적으로 허용하였다.²²⁰

(4) 전망

중국은 최근의 금융개혁을 통해 시장경제를 지원하는 금융시스템 구축을 크게 진전시키고 있으나 해결해야 할 많은 과제들이 상존하고 있다. 특히 중국은 국제금융의 트릴레마(trilemma)²²¹ 관계에서 중장기적으로 변동환율제로 변경할 필요가 있으며, 자본 유·출입 규제 완화와 환율 변동폭 확대를 위해 취약한 금융시스템을 강화하는 금융개혁을 지속할 필요가 있다.²²²

이렇게 되면 중국은 향후에도 중장기적인 높은 성장을 유지하기 위해서는 국제자본 시장의 활용이 중요하기 때문에 자본거래를 큰 폭으로 자유화할 것이며, 이로 인해 중국의 경제는 다른 국가와 마찬가지로 국제시장 간 자본시장 간 정책에 의해 영향을 받을 것이다.

²¹⁸ 해외직접투자를 엄격히 규제하는 이유는 중국기업들이 해외에서의 사업전개 경험이 거의 없고 중국정부의 감시가 미치지 않는 해외활동에서 실패할 가능성이 크기 때문이다.

²¹⁹ 중국의 해외직접투자액은 1996~2000년 연평균 20억 달러에서 2001~2005년에는 연 45억 달러로 증가함.

²²⁰ 해외증권투자액은 2001~2004년 연평균 58억 달러에서 2005년 262억 달러로 증가

²²¹ 국제금융의 트릴레마란 한 나라가 ①환율의 고정화, ②자유로운 자본이동, ③금융정책의 독립성이라는 세가지 정책목표를 동시에 달성할 수 없어, 두 가지를 선택하면 나머지 한가지는 포기해야 한다는 관계를 말함.

²²² 국제금융센터 Memorandum, 「중국의 금융개혁 주요 내용과 향후 과제」, 국제금융 센터, 2007년 7월 18일, 11쪽.

2) QFII²²³와 QDII²²⁴의 상호작용이 중국 증권시장의 글로벌화 견인

QFII 제도가 도입된 지 4년 정도에 불과하여 QFII 투자의 절대규모가 주식 시장 및 채권시장 규모에 비해 아직은 미흡한 수준이나,²²⁵ 점차 그 규모는 빠르게 늘어날 것으로 보고 있다. 또한 QFII 제도 도입으로 ①중국의 주식시장제도 관련법규의 정비, ②분석적 투자기법 전파, ③중국 주식시장의 국제금융시장과의 격차 축소, ④주식시장 내 경쟁여건 및 서비스 향상 등에 있어 선도적 역할을 수행할 것으로 보여 중국 자본시장 발전에도 상당한 기여를 할 것으로 보인다.

최근 중국 금융당국의 QFII 제도 완화조치 등으로 미루어 볼 때 향후 금융개방에 대비하여 중국정부가 국내 자본시장의 육성을 위해 계속 QFII 제도의 활성화를 추진해 나갈 것으로 예상된다. 장기투자 및 자산운용을 주도할 수 있는 자산운용사 및 사회연기금 등을 우선 고려하는 방향으로의 QFII 기관의 승인이 크게 증가할 것으로 예상되며 한도증액분의 소진추세로 보아 추가적인 한도증액 조치도 있을 것으로 기대되고 있다.²²⁶ 또한 증권거래소시장으로 제한된 QFII의 투자범위를 점진적으로 은행간 채권시장 및 단기금융시장까지 확대할 것으로 보인다.

또한 지속적인 주식시장 구조개혁과 경제성장에 대한 낙관은 QFII 및 기타 해외자본의 중국 주식시장에 대한 기대심리 변화로 QFII 쿼터 확대 및 투자규모 반전 등의 요소로 작용될 가능성이 커지고 있는 것이다.²²⁷

그러나 현재 중국경제가 해외로부터의 과잉유동성 공급으로 상당한 어려움을

²²³ QFII (Qualified Foreign Institutional Investors): 내국인 투자전용의 A주식시장 및 채권시장 등에서의 투자를 허용하는 적격외국인투자가제도

²²⁴ QDII (Qualified Domestic Institutional Investors)는 일정 요건을 갖춘 중국 내 기관투자자들의 해외 금융시장 투자를 허용하기 위한 적격내국인투자가제도임.

²²⁵ 2007년 8월 말 현재, QFII 총 투자금액은 중국 A주식 시가총액의 1.1%에 불과함.

²²⁶ 2007년 상반기 미·중경제전략회의에서 한도 확대(300억 달러)에 합의함.

²²⁷ 중국 공산당 제17차 전국대표대회와 올림픽의 개최는 국내·외 투자자들에게 긍정적인 자신감을 강화하는데 크게 기여할 것임.

겪고 있는 상황이므로 동 제도의 활성화 정책은 적격내국인투자자(QDII)제도, 일반기업의 해외투자 확대 등 국내외화의 대외배출 촉진정책과 균형을 맞추어 추진해 나갈 것으로 예상된다.

QDII 시장도 급속히 발전 중에 있다. QDII 제도에 따라 2006년 4월부터 역내 금융기관 또는 개인이 상업은행을 통해 해외 상품에 투자할 수 있도록 허용했으며, 당시 전국 총 15개 은행에서 134억 달러의 QDII 쿼터를 획득하였다.

<표 4-22> 최근 QDII 투자 관련 정책²²⁸

일시	감독 부문	법규	세부 내역
2007년 5월 10일	중국은행업 감독관리위원회	《상업은행의 QDII 업무의 해외투자 범위에 대한 조정》	QDII 투자 방식을 통해 최고 50%의 고객자본을 해외주식 시장에 투자
2007년 6월 20일	중국증권 감독관리위원회	《QDII 해외증권 투자 관리 시행방법》	규정에 부합한 증권사 및 펀드관리사가 32개의 해외주식시장에 투자
2007년 7월 25일	중국보험 감독관리위원회	《보험자금의 해외 투자 관리 잠정방법》	보험사가 총자산금액의 15%를 해외투자에 사용할 수 있으며, 해외투자 범위를 주식, 주권 등 시장성 상품에까지 확대

자료 : 중국증권감독관리위원회(CSRC)

그러나 초기 QDII의 투자범위는 채권이나 외화환을 관련 상품 등 해외 고정 수익상품에 제한되어 기대수익률이 3~5%에 불과하여 당시 은행에서 실질적으로 사용한 QDII 자금은 8~9억 달러로 사용률은 6% 내외였다. 이후 2006년 8월 화안(華安)펀드회사에 QDII 외환펀드 운영을 허가하면서 총 5억 달러가 투자되었다.

²²⁸ China Business Focus, 「정부정책에 따른 QFII와 QDII의 자금유동」, 삼성경제연구원 중국연구센터, 2007년 8월 16일, 11쪽.

뉴욕, 런던, 동경, 홍콩 등 국제 자본시장에서 주가, 채권, 부동산투자신탁(REITs), 상품펀드 등을 포함한 QDII 상품의 투자를 승인한 것이다.

2007년 이후 중국은 QDII 시장 발전에 박차를 가하면서 규제완화의 일환으로 증권사, 펀드회사 등의 QDII 투자를 허용하였다. 이에 2007년 6월까지 중국이 인가한 QDII 투자자금은 총 205억 달러²²⁹이며 그 중 대외 거래 투자금액은 72.9억 달러로 36%를 차지하고 있다.²³⁰

2007년 7월 이후에는 남팡(南方), 화샤(華夏), 자스(嘉實), 상터우뤄건(上投摩根) 등 4개社가 QDII 자격을 획득하였으며 서로 다른 방향으로 투자 중에 있다.

<표 4-23> QDII 펀드 투자 방향

펀드회사	투자방향	상세내용
南方	글로벌	글로벌 신흥시장 및 성숙시장에서 ETF(상장지수펀드), 능동적 펀드, 홍콩주식시장 등에 투자
華夏	글로벌	세계 10개 주요 자본시장(미국, 유럽, 일본, 홍콩 및 신흥시장 등)에서 주가자산 배치에 적극적 ; 주식, 주식형 펀드, 예/대금 신탁 및 관련 시장성 파생상품의 투자비율이 펀드자산의 70% 이상
嘉實	대중국 개념	홍콩, 싱가포르, 미국나스닥, 뉴욕증권거래소(NYSE) 등에 상장한 회사의 보통주(common stock)와 우선주(preference shares)에 투자
上投摩根	아·태 시장	홍콩, 한국, 싱가포르, 호주, 인도, 말레이시아 등 아·태 주식시장에 투자하며 주로 발전성이 높은 신흥시장에 투자

자료 : 각사 홈페이지

상기 서술한 바와 같이 중국 금융시장에서 QFII의 영향력은 지속 강화되고

²²⁹ 2006년 4월말 기준은 134억 달러

²³⁰ 중국인민은행 통계자료

있으며, QDII도 초기단계이기는 하지만 발전이 빠른 추세에 있다.

QFII의 급속한 반등세는 중국 사회 각계에 엇갈리는 의견을 불러일으켰으나, QFII의 투자비율과 투자대상은 금융기관 및 개인투자자의 최대 관심사이며 QFII의 추가매입과 매출은 투자자의 투자행위에 영향을 미치는 등 QFII의 투자에 대한 이념과 방향이 중국 금융시장에 크게 영향을 미칠 것이라는 의견에는 모두 동의하고 있다. 한편 QDII 자산은 총 205억 달러로 계속적으로 투자금액이 커지고 있으며, 장기적으로 QDII 자금의 실질사용률이 점차 높아짐에 따라 외환보유액 유출에 중요한 역할을 담당할 전망이다.

이와 같이 중국 금융시장은 QFII와 QDII 투자에 힘입어 글로벌화 진전이 가시화될 것으로 예상된다. QFII와 QDII에 따른 쌍방향 자금 이동 및 중·외 금융기관의 합작 강화는 국내외 금융시장의 통합을 촉진할 뿐만 아니라, 펀드, 증권, 보험사의 QDII 자금이 운용됨에 따라 중국은 미국, 유럽, 일본 등 주요 금융 국가와의 연동성이 점차 강화될 것으로 보이기 때문이다.

3) 거래소시장 개혁을 위한 중국정부의 움직임

(1) 주식시장의 통합 1 : A-B 주식시장 간 통합

중국 주식시장의 통일은 주식 형태의 통합과 지역적 통합 두 가지를 말할 수 있다. 주식형태의 통합은 A주식과 B주식의 통합을 말한다. 당초 중국 정부는 동일한 기업의 주식을 A주와 B주로 구분하여 유통시키고, 외국인들은 B주만 거래할 수 있도록 하였다. 주식제(株式制) 시행에 따른 외국기업의 중국기업에 대한 지분 확대와 이를 통한 경영권 확보의 우려를 없애기 위해서이다. 그러나 당초 예상과는 달리 외국인들은 중국기업이 발행한 B주 거래에 그리 적극적이지 않았다. 투자절차의 복잡함, 중국기업의 부실심화에 따른 신뢰도 저하, 공시제도의 미

비 등 중국 주식시장에 대한 인식이 그리 좋지 않았기 때문이다. 게다가 중국 우량기업은 H주 형식으로 홍콩 주식시장에 상장되어 있기 때문에 홍콩 주식시장을 이용하면 된다는 외국인투자자들의 판단도 하나의 원인이었다.

그 결과, 동일기업임에도 불구하고 A주보다 B주에 대한 가격이 낮게 형성되는 현상이 지속되었다. 1999년 6월, 정부는 B주 거래에 대한 인지세를 인하하고(4% → 3%), 非국유기업도 조건만 충족된다면 B주 발행을 허용하는 등 B주 시장에 대한 활성화 대책을 내놓기도 하였다.

또한 2001년 2월 중국 정부는 외국투자자의 외화거래에 한정하였던 B주 시장을 국내투자자에게도 개방하여 중국 내에서 최초로 국내, 외국투자자가 같이 활용하는 주식시장이 탄생시켰다. 이 정책의 목표는 중국 내국인의 외화예금을 국내 B시장으로 유도하여 자금조달을 용이하게 하고 침체된 B시장의 활성화를 통해 동시에 A주와 B주와의 불균형(2중 가격구조의 가격차, 一物二價)을 해소하는 것이었다. 이후 B주는 6주 동안 3배나 폭등했다. 그러나 B주 시장에 대한 장기적인 정책이 제시되지 않아 이에 대한 실망감이 확산되고 외국인 투자자들이 이탈이 진행되었다.²³¹ 이에 따라 2001년 6월 전면 개방조치가 실시되었음에도 불구하고 주가는 급격히 하락하게 되었다.

최근에는 특히 B주 투자자의 90% 이상이 중국 내국인이며 대부분의 외국인 투자자가 이미 B주 시장을 떠난 것으로 파악되면서 외자 유입수단으로 B주 시장의 존재에 대해 많은 의문이 제기되고 있으며 A주와 B주의 구분이 오히려 중국 주식시장의 발전을 저해하고 있다고 판단하고, A시장과 B시장을 통합해야 한다는 목소리도 커지고 있다.

이의 일환으로 중국증권협회는 ‘B주 시장에 관한 연구보고서’²³²를 통해 B주 시장의 새로운 방향설정을 촉구했다. 그 내용에 따르면 WTO 가입 이후 B주 시

²³¹ B시장의 개방 조치 발표 당시 많은 투자자들은 이 조치가 B시장과 A시장의 통합으로 가는 중간단계로 인식하였고 이것이 호재로 작용해 B시장에 대한 투자가 급증하고 주가의 상승으로 이어졌다. 그러나 이후 정부의 후속정책은 나오지 않았음.

²³² 『中國證券市場發展研究』, 中國證券協會 2006年 研究課題研究報告.

장은 중국 자본시장의 국제화에 앞장 서야 하는 시장으로 거듭나야 하는 시장이며 B주 시장의 국제화가 새로이 나아가야 할 방향이라고 제시했다. 앞으로 다가올 위안화의 자유태환이 실시되기 이전에 이에 대비하는 한 방법으로써 B주 시장과 A주 시장을 통합함으로써 B주의 선진자본시장의 경험을 A주 시장에 전달하는 역할을 담당해야 한다는 것이다. 따라서 이 새로운 시장을 같은 외자주인 H주 시장과 병행하여 같은 수준으로 발전시켜야 한다는 내용이다.

현재 중국 증시에는 위와 같은 시각이 지배적이다. 또 앞으로도 이 방향으로 흘러갈 가능성이 높은 것으로 여겨진다. 향후 A주와 B주 시장의 통합이 이루어진다면 다른 국가의 거래소시장처럼 단일 시장이 탄생하여 동일 기업에 대한 주가 괴리가 발생하지 않고 주가 평가도 적절히 이루어질 것으로 보인다.

그러나 무엇보다도 A주와 B주 시장의 통합은 중국 주식시장이 전면적으로 개방됨을 의미하는 상징성을 가지고 있다.

(2) 주식시장의 통합 2 : 상하이(上海)와 선전(深圳) 증권거래소의 통합

지역적 통합으로는 현재 분리되어 있는 상하이(上海)와 선전(深圳) 증권거래소의 통합을 말한다. 양 증권거래소가 어떤 특성에 따라 상장 요건을 달리하는 것은 아니다. 다만 지역별로 분리되어 있어 상장을 원하는 기업들은 어느 한 곳에 상장 신청을 하면 된다. 이렇기 때문에 중국 주식시장의 정확한 분석을 위해서는 상하이와 선전을 분리하여 별개로 조사해야 한다. 정부의 주식시장에 대한 감독관리도 별도로 이루어져야 하며, 투자자도 서로 분산될 수밖에 없어 문제가 되고 있다.

따라서 중국정부는 증권거래소 통합 방안을 강구 중에 있다. 증시 통합 방향은 대체로 다음 3단계로 거론된다.

제1단계는 현재 별개로 운영되고 있는 양 증권거래소 상장기업들을 통합하여

동시에 거래되도록 하는 것이다. 광통신 케이블이나 위성통신을 이용해 금융망이 결합된다면 특별한 비용을 들이지 않고도 별문제 없이 추진할 수 있어 가장 현실적인 방안이다. 감독기관의 단일화된 관리체제 측면과 투자자의 기업분석의 용이성 등의 효율화를 꾀할 수 있을 것으로 보인다.

제2단계는 상하이와 선전의 증권거래소를 완전히 통합하는 것이다. 현재 중국 내에서는 통합 중심지로 상하이가 유력하다는 보도도 나오고 있다. 이는 그동안 중국정부가 상하이 푸둥(浦东) 지구를 장차 세계적 국제금융센터로 육성할 것이라는 방침과도 일맥상통하는 것이어서 실현가능성이 높다.

제3단계는 중국-홍콩간 주식시장의 연계성을 강화하는 것이다. 즉, 중국 상장기업이 홍콩 주식시장에서 자유로이 거래될 수 있도록 함으로써 자연스럽게 중국 증시의 국제화를 꾀한다는 전략이다. 아직 이러한 단계까지 거론하기에는 너무 성급한 감이 있다. 중국에 상장되어 있는 기업들이 홍콩 증권거래소 상장조건을 모두 부합할 지는 의문시되기 때문이다.

현재 구체적으로 거론되고 있는 것은 2단계인 상하이-선전 증시 통합입니다. 아직 정확한 방침이 나온 것은 아니나 향후 수년 내에 시행될 수 있을 것이라는 언론보도도 나오고 있다.

(3) 제2증시 설립을 통한 국제주식시장 벤치마킹

중국 정부는 그 동안 할당제를 통하여 국영 대 · 중형 기업들이 증권시장의 상장을 독식해오던 문제를 해결하기 위해 첨단 기술 기업이 주축이 되는 중국판 나스닥(NASDAQ)으로 불리는 차스닥(CHASDAQ) 시장이 2008년 이후 공식 출범할 것으로 예상된다고 베이징청년보(北京青年報)가 2007년 7월 31일 보도했다. 2000년부터 8년여의 준비 작업 끝에 차스닥의 탄생이 임박한 것이다.²³³

²³³ 중국 선전 증시거래소에서는 이미 차스닥(중소판)을 독립운영방식 운영하고 있음. 2004년 6월

이에 따라 중국의 첨단기술 관련 기업 1000여 개가 벌써부터 등록 채비를 하고 있다고 신문은 덧붙였다. 신문은 선전(深圳)증권거래소가 2000년부터 창업 기술 기업들을 위한 전용 시장을 신설하는 작업을 추진해 왔으며 최근 선전거래소가 국무원(중국의 중앙정부)에 관련 방안을 제출했다고 보도했다. 이 신문은 "중국 정부의 담당 부서에서 차스닥 창설에 대해 별다른 이의가 없다"며 "조만간 승인이 나는 대로 내년에 출범이 가능할 것"이라고 전망했다.

차스닥이 들어서면 기존의 상하이(上海)와 선전(深圳) 증권거래소는 통합하여 전통산업 위주로 운영할 예정이며 제2증시를 첨단기업 및 중소기업 중심의 증시로 육성할 계획이다. 또한 제2증시 상장 자격 안을 통해 기존 국유기업 및 그 자회사를 엄격히 배제하고 중소형 민간기업 중심으로 시장을 운영할 것임을 강하게 표출하고 있다.

‘차스닥’이 설립되면 중국 1000만여 개에 달하는 중소기업(첨단, IT)이 활성화되고 사회주의 체제에서 선진화된 자본시장으로의 진입과 기업 자본 조달을 위한 시장으로의 촉매 역할을 할 것으로 예상된다.

또한 제2주식시장인 차스닥(CHASDAQ)에 상장될 첨단기업들의 가치평가는 역사가 깊은 선진 시장, 즉 기존 국제시장에 설립되어 거래되고 있는 미국, 일본 등의 나스닥(NASDAQ), 차스닥(JASDAQ) 내 기업들의 평가 기준을 벤치마킹 할 것으로 기대됨에 따라 제2주식 시장도 국제기준에 의한 평가가 이루어질 것으로 기대되고 있다.

25일 차스닥 첫 거래는 8개의 상장사로 시작하여 2007년 3월28일 현재 등록 상장사는 121개사에 달함. 2005년 12월 1일부터 50 상장사 전 종목을 1000p지수로 편성하여 선전(深圳)증권거래소에서 별도로 지수 관리 해 왔으며 2007년 3월말 현재 차스닥 지수는 3,642p에 달함.

제5장 결론

경제의 개방화에 따라 세계 주식시장 간의 동조성이 가속화되고 있다. 특히 1997년 동남아시아 국가들의 외환위기 이후 아시아 자본시장의 본격적인 개방화와 자본이동 확대로 아시아금융시장과 국제금융시장은 더욱 밀접한 관계를 갖게 되었으며, 이에 따라 아시아 주식시장은 미국 등 선진국 주식시장의 변동성에 의해 영향을 받고 있다.

이와 같이 세계주식시장의 상호연관성이 커짐에 따라 많은 경제학자와 금융분석가들에 의해 국가간 주식시장의 통합에 대해 활발한 연구가 이루어지고 있다. 그러나 기존의 연구들은 대부분 미국, 영국, 일본 등 선진국의 주식시장 중심 또는 선진국 시장의 신흥아시아 주식시장에 대한 영향 중심의 연구로 아시아의 핵으로 떠오른 중국에 대한 주식시장 동조화 현상에 대한 연구는 미미하였다. 아시아지역 국가들에 관한 주식시장의 정보이전 효과에 대한 연구는 IMF 이후 본격적으로 시작되었으나 중국은 여전히 주식시장에 대해 많은 규제를 두고 있기 때문에 세계투자자들의 관심을 받지 못한 것이 이유였다.

많은 연구 결과, 선진국 및 신흥국가 주식시장 간 동조화 현상은 실증적으로 분명해졌고, 현실적으로도 많은 시장참가자들이 그 나라의 주가변동이 다른 국가의 주식시장에 상당한 영향을 미치고 있다는 것을 당연한 것으로 받아들이고 있다. 그러나 현재 중국의 주식시장은 폐쇄적인 환경 및 규제로 인해 국제금융시장과 동떨어진 시장으로 인식되고 있다. 하지만 21세기 들어와서 중국의 WTO 가입과 세계경제에서 차지하는 비중이 점차 커지면서 중국의 주식시장도 많은 관심을 불러일으키고 있으며, 다른 국가와 마찬가지로 국제주식시장에 편입되어 흐름을 같이할 것인지에 주목하고 있다.

따라서 본 논문은 기존 연구에 바탕을 두고서 선진국 시장인 미국과 일본의 주식시장과 중국을 포함한 주요 아시아 국가의 주식시장 간의 상호의존관계와 주

가 변동성 전이 효과를 분석하였고, 이후 세계 경제에서 비중이 커지고 있는 중국 주식시장을 별도로 분리하여 주식시장의 구조와 발전과정을 알아본 후 WTO 가입 이후의 중국 주식시장과 선진 주식시장과의 상호연관성에 대한 관계를 분석하였다.

우선 아시아 외환위기를 전후로 선진국 시장인 미국·일본의 주식시장과 아시아(7개국, 한국·중국·싱가포르·대만·홍콩·말레이시아·태국) 주식시장 간 연계성을 분석하였는데 결과는 다음과 같다.

미국·일본의 주식시장과 아시아 주식시장 간 연계성 분석 중 첫 번째인 미국과 일본 주식시장과 아시아 주식시장 간 동태적 인과성, 즉 미국·일본시장과 주요 아시아시장 간 주가변동 파급경로에 관한 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 벡터오차수정모형을 도출하여 동태적 인과성을 살펴본 결과, 전기에 있어서 미국의 주가변동은 중국을 제외한 일본, 한국, 싱가포르, 대만, 홍콩, 말레이시아, 태국 등 아시아 대부분 시장에 영향을 미치며, 일본의 주가변동은 미국과는 달리 홍콩, 말레이시아 2개국에 영향을 미쳤다. 한편 아시아 시장에 있어서는 싱가포르와 홍콩, 싱가포르와 말레이시아, 싱가포르와 태국, 홍콩과 말레이시아, 홍콩과 태국, 말레이시아와 태국은 양방향으로, 그리고 대만 주가는 싱가포르 주가에, 말레이시아 주가는 대만 주가에 영향을 미치나, 한국주가는 아시아시장과, 중국주가는 아시아시장은 물론 미국·일본을 포함한 국제시장과 격리된 것으로 나타났다.

둘째, 이에 비해 후기에는 시장 간 주가변동의 동조성이 크게 증가하여 자본시장의 통합도가 높아졌다. 미국주가는 전기에서와 같이 후기도 중국을 제외한 아시아 모든 국가의 주식시장에 영향을 미치고, 일본주기도 전기와는 달리 후기에 중국을 제외한 모든 국가의 주식시장에 영향을 미쳤다. 아시아 국가의 경우에는 한국과 말레이시아 간의 관계를 제외한 나머지 국가인 한국, 싱가포르, 대만, 홍콩, 말레이시아, 태국의 주식시장이 각각 양방향 전파경로를 보였으며, 한국과 말레이시아도 여러 전파경로를 통해 간접적으로 연결된다는 것을 알 수 있었다.

한편 연계성 분석 중 두 번째 분석인 미국과 일본시장의 주가변동에 대한 아시아 시장의 주가반응 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 아시아시장 각국의 주가는 아시아 경제에서 중추적인 역할을 하고 있는 일본시장보다 국제자본시장에 큰 영향을 행사하는 미국시장의 주가변동에 더욱 민감하게 반응하고 있다.

둘째, 그러나 아시아 주식시장에 대한 일본시장의 영향력도 외환위기 이전보다 외환위기 이후에 더욱 커지고 있음을 보여주었다.

셋째, 미국과 일본시장으로부터의 전이효과는 외환위기를 경험한 국가(한국, 말레이시아, 태국)와 외환위기를 경험하지 않은 국가(싱가포르, 대만, 홍콩) 간에 일관된 변동성 전이효과의 차이를 발견할 수 없었다.

넷째, 외환위기를 계기로 시간이 흐를수록 아시아시장 주가는 미국 및 일본 시장 의존도가 크게 높아졌다는 것을 알 수 있는데 반해, 중국 주식시장의 경우는 타 아시아 국가와는 달리 미국, 일본 등 선진국 시장의 주가변동에 의해 덜 민감하게 반응하고 있음은 물론, 미국과 일본 주식시장의 쇼크(shock)에 대해서도 외환위기 이전 · 이후 모두 중국 주식시장은 별 반응을 하지 않고 있어 예외적으로 분리된 시장이었다.

그러나 앞선 분석인 각국의 주가변동 파급경로 분석의 결과와 마찬가지로 미국과 일본시장의 주가변동에 대한 아시아 시장의 주가반응의 결과에서도 중국주가는 외환위기 이후 세계자본시장의 통합도가 높아져 국가간 주가변동의 동조성이 증가하는 가운데에서도 예외로 나타났다.

결론적으로 미국 · 일본의 주식시장과 아시아 주식시장 간 연계성 분석 결과를 종합하면, 대부분의 아시아 주식시장은 미·일 등 선진시장의 주가변동에 의해 영향을 받고 있으며, 일방적인 인과성 또는 양방향 인과성을 보이고 있는데 반해, 중국 주식시장의 경우는 유일하게 선진시장 및 기타 아시아시장의 영향을 거의 받지 않는 것으로 나타났다.

이상 실증 분석 결과는 중국 주식시장의 상대적 폐쇄성에 의한 것으로 보인

다. 중국 증권시장은 1990년대 초 상하이(上海)와 선전(深圳)에 증권거래소가 설립되면서 성장하기 시작하여 17여 년이 지난 현재에 이르기까지 주식시장의 규모는 급속히 확대되었으나, 이러한 양적 팽창에도 불구하고 질적 개선은 여전히 미흡한 것으로 평가되고 있다. 즉 중국 증권시장은 시대적 산물인 자체의 특이한 시장구조와 각종 규제 및 법체계 미비로 인하여 다른 나라와는 달리 시스템적으로 더딘 발전과 폐쇄성으로 인해 다른 나라 주가와 非상호의존성을 보인 것이다.

그러나 WTO 가입 이후 2002년 12월, 중국 자본시장의 개방화 과정에서 일어난 중요한 조치인 QFII(Qualified Foreign Institutional Investors, 적격 역외기관투자가) 제도는, 개방으로 인한 증권시장의 효율성을 제고하는 동시에 안정성을 확보하는데 적절한 방안인지 시험대에 오르고 있다. QFII 제도 시행 후 주식시장은 역외기관투자가의 진입 증가 등에 힘입어 활기를 되찾고 있는 추세이다. 동시에 주식시장은 기관투자가 및 장기적인 투자의 증가, 증권시장의 선진화 등 증권시장의 활성화 및 개방화에 긍정적인 영향을 미치고 있다. QFII 제도의 시행이 진정한 자본시장 개방이라 하기는 어려울 것이다. 그럼에도 불구하고 QFII 제도는 중국이 주식시장 개방의 첫발을 내딛는 중요한 의미를 갖는 조치이므로 중국 자본시장 개방에서 갖는 의미는 매우 중요하다고 할 수 있다.

그리고 비유통주 개혁을 통한 주식시장 내 구조 변화도 주목할 만하다. 중국의 높은 국유주 보유비율은 중국 증권시장에 커다란 걸림돌로서 과거 주가하락과 증권시장 침체의 주요 원인이었다. 이에 WTO 가입 후 중국정부와 중국증권감독관리위원회(CSRC)는 증권시장 개혁의 중점을 국유주(비유통주)의 보유비율을 처분하는데 두고 있었다. 결과적으로 두 차례의 실패 이후 시행된 제3차 비유통주 개혁은 비유통주 비중이 개혁 전보다 낮아진 것으로 나타나 개혁은 성공적으로 진행되고 있다는 평가를 받고 있다. 이러한 주식시장 내 최대 이슈인 비유통주의 유통화 개혁은 중국 주식시장이 정상적인 면모를 갖추도록 하는 계기가 될 것이다.

한편, 앞선 분석 즉, 중국 주식시장은 선진시장 및 기타 아시아시장의 영향을

받지 않는 분석 결과는 상기의 중국 주식시장 개혁 · 개방화 이전의 오랜 기간이 포함되어 있기 때문에 나온 결과일 수도 있다. 따라서 이러한 한계를 감안하여 중국 자본시장 개혁 · 개방의 시발점(QFII 제도와 비유통주 개혁 시행)인 WTO 가입 이후의 국제주식시장, 특히 미·일 선진국 시장²³⁴과의 정보전이 효과를 재분석하여 중국시장이 개혁 · 개방화 이후에도 여전히 세계 자본시장에서 예외적이고 폐쇄적인지 아니면 여타 국가와 마찬가지로 동조화가 진행되고 있는지를 밝혔다. 본 연구에서는 미국 · 일본 · 중국 3개국 주가지수 수익률의 전이효과와 변동성 전이효과를 검증하기 위해 Nelson(1991)에 의하여 제안된 EGARCH(Exponential GARCH) 모형을 약간 수정하여 모형을 설정하였다. 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 미국 주식시장을 중심으로 하여 주식시장 간의 정보전이 효과를 파악하였을 때의 결과는, 미국시장의 수익률과 변동성은 일본시장으로부터는 평균과 변동성 측면에서 모두 유의적인 전이효과가 나타난 반면에, 중국시장으로부터는 평균과 변동성 측면에서 모두 영향력이 없는 것으로 나타났다.

둘째, 일본시장을 중심으로 한 분석결과도 미국시장으로부터의 평균과 변동성의 전이효과는 존재하였으나 중국시장으로부터의 정보전이 효과는 존재하지 않는 것으로 나타났다.

셋째, 중국시장의 경우는 미국과 일본의 시장과는 달리 자체 시장에 대한 수익률 과정을 EGARCH 모형으로 적용시켰을 때 변동성에 대한 비대칭적인 효과가 존재하지 않았으며, 미국시장과 일본시장 모두로부터의 수익률 평균 및 변동성의 전이 효과가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나 미국, 일본시장에서 중국 주식시장으로의 정보전이는 나타나지 않는 것으로 볼 수 있다.

실증분석 결과를 종합하면, 미 · 일 간에는 예상했던 대로 상호 통계적으로 의미 있는 영향력이 존재하는 것으로 나타났으나, 중국 주식시장의 경우는 세계

²³⁴ 미국 · 일본 주식시장을 선정한 이유는 미국 주식시장은 세계 금융시장을 선도하고 있고, 일본 주식시장은 아시아 지역경제의 중추적인 역할을 하고 있기 때문이다.

주식시장을 견인하는 미국 · 일본과 유의적인 영향력이 없는 결과가 나타나 WTO 가입 이후 일련의 주식시장 개혁 · 개방 조치 시행 이후에도 세계 주식시장과 정보전이 측면에서 상대적으로 분리되어 있음을 알 수 있었다.

일례로 최근에 발생한 서브프라임 모기지 충격은 각국 주식시장 간 동조화 현상을 다시 보여주는 계기가 되었지만 역시 중국 주식시장은 예외로 본고의 실증분석 결과와 일치하였다.

이러한 중국시장이 국제시장과의 연계성이 미약한 요인은, 먼저 중국 증시가 여러 가지 제도적으로 과도기적인 면과 구조적인 취약성을 안고 있는데, 특히 증권시장의 이원화, 비유통주 개혁으로 인한 구조 변화 등 타국가 증시와는 다른 특수성이 존재한다는 것이다.

또한 무엇보다도 비동조화가 이루어지고 있는 또 하나의 가장 큰 요인은 중국 내외에서 주가 동조화가 일어날 만한 투자자금의 전달경로(transmission channel)가 없다는 것이다. 이는 중국 주식시장의 상승 · 하락이 국제 증시로부터 또는 국제 증시로 전염될 연결고리가 없다는 것으로 중국 주가는 떠오르는 경제대국의 상징성만을 가지고 있을 뿐 그와 연관해서 투자자금이 여타 해외시장처럼 거미줄처럼 얽혀 있는 것은 아니라는 것이다.

이 밖에 내수성장에 따른 디커플링과 최근의 과잉유동성도 국제주가와의 비동조화 요인으로 지적되고 있다.

그러나 중국 경제가 발전하고 중국 금융시장 개혁이 이루어지면 질수록 외부 변수와의 연계성은 밀접해질 것이다. 또한 QFII 제도와 QDII 제도 시장도 발전 추세에 있으며, 또한 비유통주 개혁이 마무리되면서, 주식시장의 통합(A-B시장간 통합 및 상하이 · 선전 증권거래소의 통합), 제2증시 설립 등 중국정부의 증권시장 개혁 움직임도 강화되고 있다. 이렇게 중국자본시장이 질적인 구조변화를 통해 정상적인 자본시장으로 태어나고 개방화가 더욱 진전된다면 중국 주식시장도 국제 주가와의 동조화 현상에서 앞으로 예외가 될 수는 없을 것이다.

결론적으로 현재까지 중국 주식시장은 국제 주식시장과의 동조화가 이루어지

고 있지 않다. 그러나 살펴본 바와 같이 중국 증시는 여러 가지 과도기적인 면과 구조적인 취약성을 안고 있지만 과거의 ‘중국 특색’을 버리고 국제화, 세계화에 걸 맞는 새로운 증시제도의 틀을 짜나가고 있는 것만은 확실하다.

따라서 중장기적으로는 중국 자본시장의 개방 폭이 더욱 확대되고, 자본거래에 대한 위안화 태환도 허용되는 등 외국인투자의 자본시장 진입 여건이 점차 개선될 것이기 때문에 중국 주식시장도 세계 주식시장과 함께 연계되어 움직일 것으로 전망된다.

본 연구는 지금까지 국제 주식시장과 중국 주식시장 간의 상호연관성에 대한 연구가 부족한 부분의 공백을 메우는 시도로 볼 수 있다. 외환위기를 기점으로 미국, 일본 등 선진국과 주요 아시아국가들은 변동성과 상관관계가 증가하는 추세에 있지만, 중국 증시는 시가총액 세계4위²³⁵, IPO 세계 1위²³⁶ 등 급속한 규모의 증가에 걸맞지 않게 국제 주가와의 동조화가 진행되지 않고 있는데, 이러한 관계를 정량적·정성적으로 분석하는데 의의가 있었다.

앞으로는 좀 더 많은 자료를 대상으로 새로운 연구방법론과 분석대상 기간을 조정하며 심도 있는 분석이 지속적으로 이루어져야 할 것으로 생각된다. 미래 추가 연구를 위해서는 본 논문의 한계로 다음과 같은 면을 고려해야 한다. 첫째, 본 연구에 사용된 자료는 각국 주가의 일별자료로서, 앞으로는 네트워크의 발달로 정보전달의 속도는 빨라질 것이고, 주가정보는 일별 또는 일중 자료로는 분석하기 힘든 민감한 분야가 될 것이기 때문에 시계열자료를 시간 또는 분단위로 구축하여 분석의 민감도를 더 할 수 있어야 하겠다. 그래야만 정보전이효과 주장을 확실히 할 수 있을 것이다. 둘째, 본 연구는 주가지수를 대상으로 하고 있기 때문에 실제로 개별종목을 대상으로 하는 분석에 활용하는 데는 한계가 있어 관련 산

²³⁵ 2002년 시가총액 기준으로 아시아 신흥시장에서 4위에 머물렀던 중국 증시가 5년 만에 세계 4위로 규모가 커졌음.(2007년 9월말 기준)

²³⁶ 톰슨파이낸셜에 따르면 2007년 1월부터 7월까지 중국기업의 IPO 규모는 242억 달러로 전 세계의 13.8%를 차지하고 미국의 269억 달러 다음으로 2위인 것으로 알려졌다. 또한 WSJ는 페트로차이나와 선회에너지 등 대형기업들의 상장으로 2007년에는 미국을 제치고 세계 최대 IPO 시장이 될 것이라고 전망했음. (2007년 8월 8일 월스트리트저널)

업간 지수 연관성 분석도 필요하다. 그 외에도 본 연구에서는 거래비용과 거래량을 고려하고 있지 못하므로 연구결과가 경제적 유의성은 무시하고 통계적 유의성에만 의존하고 있는 것이 한계로 남는다.

[참고문헌]

1. 국문 자료

- 구기보, 「21세기 중국 자본시장의 구조변화와 적격 역외기관투자가제도」, 『중국학연구 (제28집)』, 중국학연구회, 2004년.
- 국제금융센터 Memorandum, 「중국의 금융개혁 주요 내용과 향후 과제」, 국제금융센터, 2007년 7월 18일.
- 강석규, 「외환위기 전·후 미국·일본 주식시장이 신흥 아시아 주식시장에 미친 주가 변동성 전이효과」, 『산업경제연구(제17권 제5호)』, 한국산업경제학회, 2004년.
- 김경원 · 최준환, 「한국시장과 중국주식시장의 정보이전효과 분석」, 『국제경영연구 (제17권 제4호)』, 한국국제경영학회, 2006년.
- 김경원 · 최준환, 「중국 주식시장에서의 외국인 주식가격연구」, 『증권학회지 (제31집)』, 한국증권학회, 2002년.
- 김득갑 외, 「서브프라임 사태와 세계경제의 향방」, CEO Information(제624호) 삼성경제연구소, 2007년 10월 10일.
- 김명균 · 최려화, 「동아시아 주식 시장간의 상호관련성 연구: 중국주식시장을 중심으로」, 하계학술대회 발표논문, 한국재무관리학회, 2005년.
- 김명직 · 장국현, 『금융시계열분석』, 경문사, 1999년.
- 김시중, 「중국 국유기업 개혁의 전개와 전망」, 대외경제정책연구원, 1993년 2월.
- 김인무 · 김찬웅, 「한국, 일본, 미국 주식시장의 정보전달: KOSDAQ, JASDAQ, NASDAQ 과 거래소시장을 중심으로」, 『증권학회지(제28집)』, 한국증권학회, 2001년.
- 김종근, 「중국 주식시장의 현황과 전망」, 대외경제정책연구원, 1997년.
- 김태혁 · 강석규, 「나스닥증권시장이 한국증시의 가격변동성에 미치는 영향」, 『증권학회지(제30집)』, 한국증권학회, 2002년.
- 남주하 · 김상봉, 「미국 주식시장의 동아시아 주식시장으로의 비대칭적 변동성 이전효과 분석」, 『국제경제연구(제9권 제2호)』, 한국국제경제학회, 2003년.

- 남주하 · 윤기향, 「미국주식시장에서 한국주식시장으로의 변동성 이전효과 분석」, 『국제경제연구(제7권 제3호)』, 한국국제경제학회, 2001년.
- 모수원 · 김창범, 「아시아 신흥공업국과 미국주식시장의 상호의존성」, 『국제경영연구(제14권 제1호)』, 한국국제경영학회, 2003년.
- 문규현 · 홍정효, 「증권시장의 국제적 동조화 현상에 관한 연구」, 추계학술발표대회 자료집, 한국재무학회, 2001년.
- 문규현 · 홍정효, 「아시아-태평양지역 국가들의 상호의존성」, 『재무관리연구』, 한국재무학회, 2003년.
- 민재훈, 「경제위기와 주식시장 동조화 현상에 관한 연구」, 『재무관리연구(제15권 제1호)』, 한국재무학회, 1998년.
- 박래정, 「중앙의 관리 능력에 달린 중국 증시의 미래」, 『LG주간경제』, LG경제연구원, 2006년 6월 13일.
- 박상수 · 구기보, 「중국의 자본시장 개방에 따른 증권시장 분석과 전망」, 『중소연구(제26권 제4호)』, 한양대학교 아태지역연구센터, 2003년.
- 박진우, 「미국주가가 한국주가에 미치는 영향에 관한 분석」, 『국제경영연구(제13권 제2호)』, 한국국제경영학회, 2002년.
- 박찬일, 「중국 주식시장의 형성배경, 발전과정, 구조적 결함 및 제도적 제약: 고정비용 개념의 적용을 통한 분석」, 『비교경제연구』, 한국비교경제학회, 2003년.
- 방승욱, 「동북아지역 주식시장 간의 정보이전 효과에 관한 연구」, 『동북아경제연구(제15권 제1호)』, 한국동북아경제학회, 2003년.
- 서석홍, 「중국 국유기업 개혁의 현황, 문제점 및 발전방향」, 대외경제정책연구원, 1998년 12월.
- 여수옥, 「중국 주식시장 개방의 현황과 전망」, 대외경제정책연구원, 2006년 2월 9일
- 여수옥, 「중국의 WTO 가입 양허안 이행수준 평가: 서비스 분야를 중심으로」, 『월간 KIEP 세계경제』, 대외경제정책연구원, 2006년 3월.
- 오경희 · 강석규, 「미국과 일본시장의 주가변동에 대한 신흥아시아 시장의 주가반응」, 『국제경영리뷰(제7권 제2호)』, 한국국제경영관리학회, 2003년.
- 유태우 · 김춘우, 「미 · 일 주가의 한국 주가에 미치는 영향에 관한 실증분석」, 『증권·

- 금융연구(제3권 제1호)』, 서울대 증권·금융연구소, 1997년.
- 이강 · 양웅, 「WTO 체제하의 중국 증권산업과 외국인투자」, 『중국 서비스산업의 시장 개방과 외국기업의 진출방안』, 대외경제정책연구원, 2002년.
- 이한식 · 장병문, 「한국과 미국의 주가 동조화 현상 및 국내 주식시장의 효율성 분석」, 『금융연구(제16권 제1호)』, 한국금융연구원, 2002년.
- 이한식 · 장병문, 「한국과 미의 주식시장의 주가 동조화 및 비대칭 변동성 이전효과 분석」, 『서강경제논집(제30집 제2호)』, 서강대학교 경제연구소, 2001년.
- 장국현, 「주식시장의 동조화와 다운사이드 리스크」, 『재무연구(제15권 제1호)』, 한국재무학회, 2001년.
- 장호윤, 「한국 주식의 뉴욕증시 상장과 주식가격 정보의 이전」, 『증권·금융연구(제2권 제1호)』, 서울대 증권·금융연구소, 1996년.
- 재정경제부 해외재경관 정보, 「중국의 비유통주 개혁 동향」, 재정경제부, 2006년 5월.
- 전선준, 「중국 자본시장의 구조변화와 우리기업의 활용방안」, 『이슈페이퍼(제2호)』, 한국수출입은행, 2000년 7월.
- 조담 · Bauer Jr., R.J., 「미국 주가변동에 대한 아시아 신흥시장의 주가반응에 관한 실증적 연구」, 『재무관리연구(제19권 제2호)』, 한국재무관리학회, 2002년.
- 조윤남, 「서브프라임 증시의 하이브리드 포트폴리오」, 대신증권, 2007년 9월.
- 조윤희, 「중국 자본시장개방의 제도적 선행요건」, 국제금융센터, 2002년 3월.
- 주희곤, 「중국 주식시장의 최근 동향과 전망」, 『중국 이슈리포트(제2007-1호)』 산업자원부 중국경제모니터링시스템, 2007년 2월 28일.
- 중국속보, 「중국 QFII, A증시에서 지속적인 수익기대」, 국제금융센터, 2003년 11월 5일.
- 중국속보, 「중국, QFII/QDII 제도 통합가능성 제기」, 국제금융센터, 2003년 11월 12일.
- 지청 · 조담 · 양채열, 「우리나라 주가에 대한 미국 주가의 영향」, 『증권학회지(제28집)』, 한국증권학회, 2001년.
- 차백인 · 오세경, 「미국 및 일본 주식시장의 아시아 신흥 주식시장에 대한 영향력 분석」, 『금융연구(제12권 제1호)』, 한국금융연구원, 1998년.
- China Business Focus, 「정부정책에 따른 QFII와 QDII의 자금유동」, 삼성경제연구소 중국연구센터, 2007년 8월 16일.

e-KIET 산업경제정보, 「한·미 경제의 동조화 추이와 시사점」, 산업연구원, 2007년 4월 17일.

KIEP 경제동향, 「증권시장, 해외기관투자가에 개방」, 대외경제정책연구원, 2002년 12월 14일.

KIEP 경제동향, 「중국 자본시장의 대외개방 현황과 문제점」, 대외경제정책연구원, 2003년 2월 21일.

탁세령, 「최근 중국 금융시장 개방 현황 및 진출 전략」, 한국수출입은행, 2004년 4월 9일.

코스닥위원회 제도연구팀編, 『해외 신흥증권시장 연구』, 한국증권업협회, 2002년 5월.

하나금융그룹 금융연구시리즈, 「중국주식시장 현황 및 시사점」, 하나금융경영연구소, 2007년 3월.

한국은행, 「서브프라임 모기지 문제가 중국경제에 미치는 영향」, 『해외경제 정보(제2007-69호)』, 한국은행 해외조사실 아주경제팀, 2007년 9월 18일.

한국은행, 「미국과 세계경기간의 비동조화 논란」, 『해외경제 포커스(제2006-42호)』, 조사국 해외조사실, 2006년 10월.

한국투자증권, 『월간 Strategy』, 투자전략부, 2006년 5월.

홍인기, 『최신 중국의 금융시장론』, 박영사, 2006년.

HRI VIP Report, 「중국 금융버블의 해소와 제약요인」, 현재경제연구원, 2007년 9월 14일.

2. 영문 자료

Akgiray, V., “Conditional Heteroscedasticity in Time Series of Stock Returns: Evidence and Forecasts”, *Journal of Business*, 62, 1989, pp.55~80.

Amihud, Y., and Mendelson, H., “Asset pricing and the bid-ask spread”, *Journal of Financial Economics*, 17, 1986, pp.223~247.

- Arshanapalli, B., and Doukas, J., "International Stock Market Linkage: Evidence from the Pre- and Post- October 1987 Period", *Journal of Banking and Finance*, 17, 1993, pp.193~208.
- Ashley, R., "A Simple Test for Regression Instability", *Economic Inquiry*, 17, 1984, pp.253~268.
- Bae, K.H., and G.A. Karolyi, "Good News, Bad News and International Spillover of Stock Return Volatility between Japan and the U.S.", *Pacific-Basin Finance Journal*, 2, 1994, pp.405~438.
- Bae, K.H., Cha, B., and Cheung Y.L., "The Transmission of Pricing Information of Dually-listed Stocks", *Journal of Business Finance and Accounting*, 26, 1999, pp.709~723.
- Becker, K.G., and Finnerty, J.E., and Gupta, M., "Intertemporal Relation between The U.S. and Japanese Stock Markets", *Journal of Finance*, 45, 1990, pp.1297~1306.
- Bekaert, G., and Haruvey, C.R., "Emerging Equity Market Volatility", *Journal of Financial Economics*, 43, 1997, pp.29~77.
- Bennett, P., and Keller, J., "The International Transmission of Stock Price Distribution in October 1987", *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, 13, 1988, pp.17~33.
- Blackman, S.C., Holden, K., and Thomas, W.A., "Long-Term Relationships between International Share Prices", *Applied Financial Economics*, 4, 1994, pp.297~304.
- Bollerslev, T., "Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity", *Journal of Econometrics*, 31, 1986, pp.307~327.
- Booth, G.G., Chowdhury, M., Martikainen, T., and Tse, Y., "Intraday Volatilities in International Stock Index Futures Markets: Meteor Shower or Heat Waves?", *Management Science*, 43, 1997, pp.1564~1576.
- Brocato, J., "Evidence on Adjustment in Major National Stock Market Linkage over

- the 1980s”, *Journal of Business Finance and Accounting*, 21, 1994, pp.643~667.
- Brooks, C., *Introductory Econometrics for Finance*, Cambridge University Press, 2002.
- Cambell, J.Y., and Hamao, Y., “Predictable Stock Return in United States and Japan: A Study of Long-Term Capital Market Integration”, *Journal of Finance*, 47, 1992, pp.43~69.
- Cheung, Y.L., and Mak, S.C., “The International Transmission of Stock Market Fluctuation between the Developed Markets and the Asian-Pacific Markets”, *Applied Financial Economics*, 2, 1992, pp.43~47.
- Chowdhury, A.R., “Stock Market Interdependencies: Evidence from the NIEs”, *Journal of Macroeconomics*, 16, 1994, pp.629~651.
- Dickey, D.A., and Fuller, W.A., “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, *Journal of the American Statistical Association*, 74, 1979, pp.427~431.
- Lee, B.S., O. Rui, and S. Wang, “Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root”, *Proceedings of the Globalization of Capital Markets and New Financial Architecture in East Asia*, KAEA and KIF, 2002.
- Lee, B.S., and Jeon, B.N., “Common Stochastic Trends and Predictability of International Stock Prices”, *Journal of the Japanese and International Economics*, 9, 2002, pp.245~277.
- Engle, R.F., “Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of United Kingdom Inflation”, *Econometrica*, 50, 1982, pp.987~1008.
- Engle, R.F., Ito, T., and Lin, W-L., “Meteor Shower or Heat Waves? Heteroskedastic Intra-Daily Volatility in Foreign Exchange Market”, *Econometrica*, 58(3), 1990, pp.525~542.
- Eun, C., and Jang, H., “Price Interaction in a Sequential Global Market: Evidence from the Cross-listed Stocks”, *University of Maryland Working Paper*, 1994.
- Eun, C., and Shim, S., “International Transmission of Distribution of Stock Market

- Movements”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 24, 1989, pp.241~256.
- Fuller, W.A., *Introduction to Statistical Time Series*, New York, Wiley, 1976
- Goldman Sachs, “Stress-Testing Our Global Decoupling Thesis”, 2007.09.17.
- Granger, C.W.J., “Developments in the Study of Cointegrated Economic Variable”, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 48, 1986, pp.213~228.
- Hamao, Y., Masulis, R.W., and Ng, V., “Correlations in Price Changes and Volatility across International Stock Markets”, *Review of Financial Studies*, 3, 1990, pp.281~307.
- Hauser, S., Tanchuma, Y., and Yaari, U., “International Transfer of Pricing Information between Dually Listed Stocks”, *The Journal of Financial Research*, 21, 1998, pp.139~157.
- Hilliard, J., “The Relationship between Equity Indices on World Exchanges”, *Journal of Finance*, 26, 1979, pp.89~94.
- In, F., Kim, S.B., Yoon, J.H., and Viney, C., “Dynamic Independence and Volatility Transmission of Asian Stock Markets Evidence from the Asian Crisis”, *International Review of Financial Analysis*, 10, 2001, pp.87~96.
- Jeng, Y., Kim, C.W., and Wansulaiman, W., “International Transmission of Stock Market Movements and Korea and Taiwan Fund Prices”, *Pacific Basin Capital Markets Research*, 3, 1992, pp.205~223.
- Jeon, B.N., and G.M. Von Furstenberg, “Growing International Comovement in Stock Price Indexes”, *Quarterly Review of Economics and Business*, 33, 3, 1990, pp.15~30.
- Johansen, S., “Statistical Analysis of Cointegration Vectors”, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, 1988, pp.231~254.
- Jorion, P., and Goetzmann, W.N., “Global Stock Markets in the Twentieth Century”, *Journal of Finance*, 54, 1999, pp.953~980.
- Koch, P.D., and Koch, T.W., “Evolution in Dynamic Linkage across Daily National

- Stock Indexes”, *Journal of International Money and Finance*, 10, 1991, pp.231~251.
- Koutmos, G., and Booth, G.G., “Asymmetric Volatility Transmission in International Stock Markets”, *Journal of International Money and Finance*, 14, 1995, pp.742~762.
- Kwan, A.C.C, Slim, A.B., and Cotsomitis, J.A., “The Causal Relationships between Equity Indices on World Exchanges”, *Applied Economics*, 27, 1995, pp.33~37.
- Lau, S., and Diltz, D., “Stock Returns and the Transfer of Information between the New York and Tokyo Stock Exchanges”, *Journal of International Money and Finance*, 13, 1994, pp.211~222.
- Levy, H., and Sarnat, M., “International Diversification of Investment Portfolios”, *American Economic Review*, 60, 1970, pp.668~675.
- Lin, W.L., Engle, R.F., and Ito, T., “Do Bulls and Bears Move across Borders? International Transmission of Stock Returns and Volatility as the World Turns”, *Review of Financial Studies*, 7, 1994, pp.507~538.
- Liu, Y.A., and Pan, M.S., “Mean and Volatility Spillover Effects in the U.S. and Pacific-basin Stock Markets”, *Multinational Finance Journal*, Vol. 1, No.1, 1997, pp.47~62.
- IMF, “Decoupling the Train?”, *World Economy Outlook*, 2007.
- Ma, Xianghai, “Capital controls, market segmentation and stock prices: Evidence from the Chinese stock market”, *Pacific-Basin Finance Journal*, 4, 1996, pp.219-239.
- Masih, A.M.M., and Masih, R., “A Comparative Analysis of the Propagation of Stock Market Fluctuations in Alternative Model of Dynamic Causal Linkages”, *Applied Financial Economics*, 7, 1997, pp.59~74.
- Miyakoshi, T., “Spillovers of Stock Return Volatility to Asian Equity Markets from Japan and the U.S.”, *Journal of International Financial Markets, Institution & Money*, 13, 2003, pp.383~399.

- Ng, Angela, "Volatility Spillover Effects from Japan and the U.S. to the Pacific-Basin", *Journal of International Money and Finance*, 19, 2000, pp.207-333.
- Ng, V., P.R. Chang, and R.Y. Chou, "An Examination of the Behavior of Pacific-Basin Stock Market Volatility", *Pacific-Basic Capital Market Research*, North-Holland, 1991, pp.245-260.
- Nelson, D.B., "Conditional Heteroskedasticity in Asset Returns: A New Approach", *Econometrica*, 59, 1991, pp.347-370.
- Osterwald-Lenum, M., "A Note with Fractiles of the Asymptotic Distribution of the Maximum Likelihood Cointegration Rank Test Statistics", *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 54, 1992, pp.461-471.
- Park, J., and Fatemi, A.M., "The Linkage between the Equity Markets of Pacific-Basin Countries and Those of the U.S., U.K., and Japan: a Vector Autoregressive Analysis", *Global Finance Journal*, 4, 1993, pp.49-64.
- Phillips, P.C.B., and Perron, P., "Testing for a Unit Root in Time Series Regression", *Biometrika*, 75, 1988, pp.335-346.
- Schollhammer, H., and Sand, O., "The Independence among the Stock Markets of Major European Countries and the United States: an Emprical Investigation of Interrelationships among National Stock Price Movements", *Management International Review*, 25, 1985, pp.17-26.
- Schwert, G.W., "The Effects of Model Specification on Tests for Unit Roots in Macroeconomic Data", *Journal of Monetary Economics*, 20, 1987, pp.73-103.
- Sims, C.A., "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, 48, 1980, pp.1-40.
- Stulz, R., and Wasserfallen, W., "Foreign equity investment restrictions, capital flight and shareholder wealth maximization: Theory and Evidence", *Review of Financial Studies*, 8, 1995, pp.1019-1057.
- Susmel, R., and Eagle, R.F., "Hourly Volatility Spillover between International Equity Markets", *Journal of International Money and Finance*, 13, 1994, pp.3-25.
- Theodossiou, Panayiotis, and Unro Lee, "Mean and Volatility Spillovers across Major

National Stock Markets: Further Empirical Evidence”, *Journal of Finance Research*, 16, 1993, pp.337~351.

Wang, S., Rui, O., and Firth, M., “Return and Volatility Behavior of Dually-Traded Stock: The Case of Hong Kong”, *Journal of International Money and Finance*, 21, 2002, pp.265~293.

Xu, E., and Fung, H., “Information Flows across Markets: Evidence from China-Backed Stock Dual-Listed in Hong Kong and New York”, *The Financial Review*, 37, 2000, pp.563~588.

3. 중문 자료

王庆华, 「资本市场开放与经济增长:实证及启示」, 『现代经济探讨(2007.3期)』, 2007年.

尚福林, 「中国资本市场改革发展和对外开放」, 『中国投资(2006.11期)』, 2006年.

马根发, 「开放资本市场与国家金融安全」, 『经济问题(2005.9期)』, 2005年.

余寿喜, 「中国股票市场行业有效性研究」, 『经济与管理研究(2006.12期)』, 2006年.

陈小新·陈伟忠, 「中国证券市场与国际主要市场相关性的行业特征分析」, 『金融理论与实践(2007.3期)』, 2007年.

古永嘉·萬文陸, 「兩岸三地股市连动之研究- 状态空间模型之应用」, 『证券柜台月刊金融理论与实践(70期)』, 2002年.

祁莉, 「QFII机制对中国证券市场的影响与对策」, 『城市研究論集』, 2004年.

王曙光, 「QFII對我國資本市場的五大效應」, 『中國經濟時報』, 2003年 7月 25日.

封文麗, 「QFII中國證券市場深度開放的制度選擇」, 『当代經濟(第2集)』, 2003年.

赵鑫, 「QFII投资中国A股市场行为分析」, 『合作经济与科技(2007.7期)』, 2007年.

杨蓉, 「国际资本流动对我国货币政策有效性的影响」, 『西安财经学院学报(2007.1期)』, 2007年.

郑雯雯, 「浅析QFII对我国证券市场的影响」, 『财经界(下半月, 2007.1期)』, 2007年.

葛伟, 「引入QFII对激活我国证券市场的再思考」, 『市场论坛(2006.1期)』, 2006年.

陈洁茹，「中国证券市场对外开放中的QFII问题研究」，合肥工业大学，2006年.

刘剑，「WTO与中国证券市场的对外开放」，『湖南经济(2001.2期)』，2001年.

钟玲·杨胜刚，「入世与中国证券市场国际化的战略思考」，『财经理论与实践(2002.S1期)』，2002年.

白学东，「QFII制度对我国证券市场的有利影响」，『湖北经济学院学报(人文社会科学版)(2007.1期)』，2007年.

朱庆仙，「合格的境外机构投资者制度对我国资本市场的影响」，『江苏经贸职业技术学院学报(2005.2期)』，2005年.

沈小炜·蓝发钦，「QFII制度对中国股市的影响及其原因」，『经济学家(2007.2期)』，2007年.

鲜宇亮·罗岚，「探析QFII对我国证券市场的影响」，『集团经济研究(2007.12期)』，2007年.

宋文光，「中国证券市场的有效性分析」，『统计与决策(2005.11期)』，2005年.

宗言，「中国资本市场之QFII概念」，『政策与管理(2002.9期)』，2002年.

邹林·周永坤，「合格境外机构投资者制度:现状及其改进」，『中国金融(2005.9期)』，2005年.

张剑，「涨跌停板制度对我国股市影响的实证研究」，『经济科学(2002.4期)』，2002年.

赵留彦·王一鸣，「A、B股之间的信息流动与波动溢出」，『金融研究(2003.10期)』，2003年.

郑湄，「香港股市与美国、英国股市的联动性」，『华北科技学院学报(2004.2期)』，2004年.

俞世典·陈守东·黄立华，「主要股票指数的联动分析」，『统计研究(2001.8期)』，2001年.

张福·赵华·赵媛媛，「中美股市协整关系的实证分析」，『统计与决策(2004.2期)』，2004年.

顾岗·孙立娟，「中国股市的其本统计分析」，『投资与证券』，2001年.

中國證券監督官理委員會，「合格境外机构投资者境内證券投资管理暫行辦法」，2002年 12月 1日.

吳曉求，『中國資本市場：創新與可持續發展』，中國人民大學出版社，2001年

吳曉求，『經濟學的沈思』，經濟科學出版社，2003年.

馬慶泉，『中國證券史』，中信出版社，2003年.

萬國華，『中國證券市場 問題點 報告』，中國發展出版社，2003年.

王維鋼·譚曉雨，『中國資本市場出路』，北京，中信出版社，2004年.

中國統計出版社，『中國金融年鑑』，各年刊.

中國金融年鑑編輯部，『中國統計年鑑』，各年刊.

4. 온라인 매체

中國證券監督官理委員會 (www.csrs.gov.cn)

中國國家統計局 (www.stats.gov.cn)

上海證券交易所 (www.sse.com.cn)

深圳證券交易所 (www.sse.org.cn)

中國證券網 (www.zhoukan.com.cn)

證券之星 (www.stockstar.com)

국제금융센터 (www.kcif.or.kr)

다우존스 (www.djindexes.com)

블룸버그 (www.bloomberg.com)

한국무역협회 (www.kita.net)

【ABSTRACT】

A Study on the Changes in the Response of China Stock Prices to International Stock Market Movements

by Ahn, Byung Kuk

Department of International Affairs
Graduate School
Hankuk University of Foreign Studies
Seoul, Korea

The more the world economy opens, the more stock markets show co-movement among countries. Especially, after the Asian crisis in 1997, Asian countries opened their capital market on a full scale, resulting in more capital movement. Asian stock markets have been more easily affected by the fluctuation from overseas, such as developed countries like U.S. and E.U. However, Chinese stock market has shown a quite different trend from this movement.

We focus on the empirical studies on the co-movement of stock prices as well as the correlation between Chinese and world stock markets. We examine why Chinese stock market becomes less affected by the fluctuation of international stock markets.

First, using Vector Error Correction Model and Vector Auto-regression Model, we analyze the interaction between the Asian stock markets: Korea, China, Singapore, Taiwan, Hong Kong, Malaysia, and Thailand, and the stock markets of developed countries: U.S. and Japan. Most of the Asian stock markets are affected by the fluctuation of the stock price of developed countries. However, Chinese stock market is independent from the price

fluctuation of both Asian and developed countries.

Also, we look into the information transmission effect between China and developed countries like U.S. and Japan after China's joining WTO, which is the starting point of the opening of the stock market. We examine whether Chinese stock market shows independent movement or co-movement with other countries.

Using the EGARCH (Exponential GARCH) introduced by Nelson(1991), we verify the volatility and mean spillover effects among U.S., Japan, and Chinese stock market index returns. The results show that for China, there is not an asymmetric effect of stock return and volatility. The mean spillover and volatility of Chinese market from U.S. and Japan do not show statistically significant result, implying that there is no information transmission from U.S. and Japan to China. Although there is a statistically significant effect between U.S. and Japan (as expected), for China there is no such effect from U.S. and Japan. It means that China is still isolated from the world markets in terms of information transmission despite of joining WTO, and the reform and opening of the stock market.

The following factors could explain why Chinese stock market shows weak link with the world stock markets. First, Chinese stock market is now working for regulation building and modernization. Especially it has some distinctive characteristics such as dual market system and non-tradable shares reform, which are quite different from other countries. In addition, the most critical factor of China's decoupling is that there is no transmission channel of capital in and outside of China. It means that China is independent from the fluctuation of the world stock markets and China's current high price represents only symbolic feature of a rising economic giant. It is not originated from complicated overseas investment capital movement.

The expansion of the domestic demand and excessive liquidity could be the factors for decoupling with world stock price movement. However, as China's economic development and the reform of the financial market go on, the stock market becomes more easily affected by the economic and social factors of outside. Also, reforms such as development of QFII(Qualified Foreign Institutional Investors), QDII(Qualified Domestic Institutional Investors) system, market integration of A and B shares, merge movement of Shanghai and

Shenzhen markets, and 2nd market opening are speeding up the China's structural change in its capital market and driving China to more open market system. Thus, China would not be isolated and independent market any longer.

Chinese stock market is still independent from the world stock markets. However, in the mid- and long-term, China will have more favorable condition for foreign investment like more open market system and the free conversion of foreign currencies to Yuan in capital transaction. Thus, the co-movement with the world stock markets will be accelerated.