

국내 투자자 관점에서 본 브릭스(BRICs) 주식시장*

박진우 ■ 한국외국어대학교**

〈국문요약〉

본 연구에서는 2001년부터 2016년까지 16년 동안의 주가 및 환율 자료를 이용하여 국내 투자자의 관점에서 브릭스 국가인 브라질, 러시아, 인도, 중국 주식시장의 투자성과 및 리스크, 그리고 해외 분산투자효과를 분석하였다. 분석결과, 국내 투자자 입장에서 투자성과를 보면, 브릭스 국가 중에서 브라질을 제외한 인도, 러시아, 중국 주식시장이 국내 시장보다는 나은 성과를 보여 주고 있다. 그리고 세 나라 중에는 인도보다 러시아나 중국 주식시장이 조금 나은 수준이나, 러시아나 중국은 기간별 또는 환위험 헤지 여부에 따라 편차가 크게 나는 반면에, 인도는 비교적 안정적인 투자성과를 보여주고 있다. 특히, 투자위험을 보면, 브릭스 4개국 가운데 인도가 주식시장 위험과 환위험 모두 가장 낮은 수준이고 교차위험의 영향도 가장 낮게 받아 총 투자위험도 가장 낮다는 것을 알 수 있다.

*주제어: 브릭스 주식시장, 샤프지수, 환위험, 분산투자효과

I. 서 론

금융시장의 세계화 추세 속에서 국제간 자본이동이 확대되면서 해외 주식투자도 급속하게 증가하고 있다. 우리나라의 경우는 1997년 외환위기를 거치면서 외국인의 국내 주식 보유지분에 대한 규제가 철폐되고 외환거래가 자유화되면서 외국인의 국내 주식에 대한 투자가 본격화 되었다. 그 결과, 2018년 말 기준으로

* 본 논문은 한국외국어대학교 교내학술연구비 지원을 받았습니디.

** 한국외국어대학교 경영학부 교수 (E-mail: jwp@hufs.ac.kr)

외국인의 국내 상장 주식 보유금액은 약 510조원으로 전체 상장주식 시가총액의 약 31%를 차지하고 있다. 반면에, 국내 투자자의 해외 주식투자는 상대적으로 미흡한 수준이다. 국내 투자자의 해외 주식투자에 대한 관심은 2000년 대 중반부터 시작되어 국내 거주자의 해외주식투자 규모는 중국 펀드 열풍이 불었던 2007년에 연간 기준으로 526억 달러를 기록했지만, 2008년 글로벌 금융위기로 인해 71억 달러로 급감한 이후 조금씩 회복하면서 2016년에는 209억 달러가 되었다.

하지만 2017년부터는 전반적인 글로벌 주식시장의 활황과 정부의 비과세해외 주식형펀드 도입, 그리고 해외주식에 대한 국내투자자의 직접투자 허용 등으로 다시 해외 주식투자에 대한 관심이 급속하게 높아지고 있다. 그리고 그 동안은 국내의 해외 주식펀드가 지나치게 중국에 편중된 투자가 이루어지면서 중국 주식시장의 움직임에 일희일비하며 글로벌 포트폴리오 구성을 통한 분산투자라고 하는 본래의 취지가 퇴색되었다면, 이제는 보다 다양한 국가의 주식시장으로 국내 투자자의 관심이 옮겨가고 있다. 그 중에서도 브라질(Brazil), 러시아(Russia), 인도(India), 중국(China) 등 대표적인 4개 신흥국가, 즉 브릭스(BRICs) 주식시장에 대한 관심이 높다.

많은 해외연구들은 포트폴리오의 국제분산(international portfolio diversification)을 통해 리스크를 줄일 뿐 아니라 리스크 대비 기대수익률이 증가하여 사전적(ex ante) 투자성과를 향상시키는 것으로 보고하고 있다(Driessen & Laeven 2007; Grubel 1986; Lessard 1973; Levy & Sarnart 1970; Meric & Meric 1989; Solnik & Noetzlin 1982). 또한, 국내 투자자의 입장에서 국제분산투자 효과를 분석한 국내 연구들도 비슷한 결과를 보여주고 있다(김유만 1889; 장호운 2004; 허화·최상빈 1986). 그러나 이러한 연구들은 대부분 미국, 영국, 독일, 프랑스, 일본 등 선진국 시장을 대상으로 연구가 진행되어 왔고, 해외주식투자에 반드시 수반되는 환리스크 문제를 제대로 고려하지 못한 한계를 지니고 있다. 한편, 1990년대부터는 신흥국 주식시장(emerging markets)에 대한 관심이 높아지면서 이들 시장에 대한 연구가 진행되었으나, 대부분은 선진국과 신흥국 금융시장간의 연계성(linkage)에 대한 연구가 집중적으로 진행되었다(차백인·오세경 1998; Bekaert 1995; Harvey 1995; Park & Fatemi 1993; Phylaktis & Ravazzolo 2005; Wei et al. 1995). 한편, 개별적인 브릭스 주식시장과 국내 주식시장과의 관계를 분석한 연구는 다수 존재하지만, 국내 투자자 관점에서 브릭스 주식시장의 투자성과 및 리스크 그리고 분산투자효과를 분석한 연구가 전무한 실정이다(구분경 2012; 박중해 외 2010; 박진우 2008; 이종문 2017; 정진호 2010).

이에 본 연구에서는 국내 투자자의 관점에서 브릭스 주식시장의 투자성과 및 리스크, 그리고 분산투자효과를 분석하고자 한다. 그리고 이러한 연구 결과를 통해 향후 국내 투자자의 브릭스 주식시장에 대한 투자에 유용한 시사점을 도출하고자 한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. I장의 서론에 이어 II장에서 연구자료 및 분석방법에 관해 설명한다. 그리고 III장은 실증분석 결과로서 국내 투자자의 관점에서 브릭스 주식시장의 투자성과를 측정하고, 주가 및 환율 리스크를 분석하며, 브릭스 주식투자로 인한 분산효과를 살펴본다. 끝으로 IV장에서 연구결과를 요약하고 시사점을 언급한다.

II. 데이터 및 연구방법

1. 데이터

본 연구에서 사용되는 데이터는 브라질, 러시아, 인도, 중국 등 브릭스 4개국과 한국 주식시장의 월별 주가수익률 및 각국 통화의 미국달러 대비 월별 환율이다. 각국 주식시장을 대표하는 주가지수로는 인도의 경우 양대 거래소 중에서 NSE가 BSE보다는 거래가 활발하게 이루어지고 있기 때문에 NSE의 Nifty 지수를 선택했고, 중국의 경우도 양대 거래소 중에서 벤처기업 중심의 심천거래소보다는 중국의 대표적인 대기업들이 상장된 상해거래소의 상해종합지수를 사용하기로 한다. 그리고 브라질은 Bovespa, 러시아는 RTS, 한국은 KOSPI 지수를 사용한다. 한편, 환율자료는 국제금융시장의 관례대로 미국 달러 1단위 당 표시된 브라질 헤알(Real)화, 러시아 루블(Ruble)화, 인도 루피(Rupee)화, 중국 위안(Yuan)화, 한국 원(Won)화 환율을 사용한다.

분석기간은 외환위기 이후 국내 투자자의 해외주식투자 및 외환거래가 자유화된 2001년부터 최근 기간인 2016년까지 총 16년이고, 기간별 차이를 살펴보기 위해 2001년부터 2008년까지와 2009년부터 2016년까지 각각 8년씩 두 개의 하위 기간으로 나누어 전체기간과 함께 분석하고자 한다. 이렇게 구분한 기간을 통해 2008년 말부터 본격화된 글로벌 금융위기 전후의 분석결과 차이를 살펴볼 수 있을 것이다. 이러한 주가지수 및 환율 데이터는 Data Stream에서 구하였다.

2. 연구방법

해외주식투자에는 투자한 국가의 주가변동 뿐 아니라 현지국가의 통화 대비 자국 통화 가치의 변동으로 인한 환리스크가 발생하게 된다.¹⁾ 따라서 국내 투자자가 해외주식에 투자할 경우 원화로 표시한 총 수익률은 현지에서 발생한 주식 수익률과 현지통화 대비 국내원화의 환율변동을 고려하여 다음 식 (1)과 같이 계산한다.

$$R_{it} = (1 + rit)(1 + eit) - 1 \quad (1)$$

단, R_{it} = t 기간의 i 국 주식투자에 대한 원화표시 주식수익률

rit = t 기간의 i 국 주식수익률, 즉 현지통화표시 주식수익률

eit = t 기간의 현지통화 대비 국내원화의 환율변동률, 즉 외환수익률

따라서 현지 통화가치가 국내 원화에 비해 상승하게 되면 국내 투자자는 환차익이 발생하고, 현지 통화가치가 국내 원화에 비해 하락하게 되면 환차손이 발생하게 된다. 이때 매우 작은 값을 갖는 $rit \times eit$ 를 무시할 경우 원화표시 주식 수익률 R_{it} 는 다음 식 (2)와 같은 근사값으로 표시할 수 있다.

$$R_{it} \approx rit + eit \quad (2)$$

여기서 식 (2)의 분산(variance)을 계산하면 국내 투자자 입장에서 해외주식투자의 총리스크는 다음 식 (3)과 같이 계산된다.

$$\text{Var}(R_{it}) \approx \text{Var}(rit) + \text{Var}(eit) + 2\text{Cov}(rit, eit) \quad (3)$$

이 식에 따르면 해외주식투자의 총리스크는 투자대상국의 주식수익률의 분산 및 현지통화 대비 원화 변동률의 분산 뿐 아니라 주식수익률과 외환수익률의 공분산(covariance)에 의해서도 영향을 받게 된다. 즉, 해외주식투자 리스크는 공분

1) Eun & Resnick(1988)에 따르면, 미국 투자자가 영국, 일본, 독일 등 선진 7개국 주식시장에 투자할 경우 환위험이 총 투자위험의 거의 50%에 달한다고 보고하고 있다.

산이 양(+의 값)을 가지면 더욱 커지게 되고, 음(-)의 값이면 리스크가 다소 완화된다.

만일 국내투자자가 현지통화 대비 원화 변동으로 인한 환위험을 완전하게 헤지한다면, 해외 주식투자의 수익률은 환율변동에 상관없이 현지통화표시 주식수익률 rit 와 같아지게 된다. 따라서 투자리스크도 다음 식 (4)와 같이 표시된다.²⁾

$$\text{Var}(Rit) \approx \text{Var}(rit) \tag{4}$$

한편, 각국 주식시장의 투자성과를 비교 평가하기 위해서는 리스크 대비 수익률을 측정해야 하는데, 본 논문에서는 가장 일반적인 방법인 샤프지수(Sharpe measure)를 사용하고자 한다. 샤프지수는 재무학에서 포트폴리오의 투자성과를 측정하는 대표적인 방법으로서 무위험수익률 대비 초과수익률을 수익률의 표준편차로 나눈 값으로 계산된다.

III. 실증분석 결과

1. 추가수익률 및 환율 변동률 비교

<표 1>은 본 연구의 분석대상 국가인 브라질, 러시아, 인도, 중국 등 브릭스 4개국과 한국의 추가지수 수익률 및 각국 통화의 미국달러 대비 환율 변동률의 월평균과 누적값을 전체 표본기간(2001년~2016년)과 8년씩 두 개의 하위기간으로 나누어 보여주고 있다.

2) 국내 투자자 입장에서 해외주식투자에 대한 환위험을 완전하게 헤지하는 것은 쉽지 않다. 특히, 우리나라의 경우는 미국달러 이외에는 선물환 거래가 원활하지 않기 때문에 교차헤지(cross hedge)를 해야 하는데 이 때 많은 거래비용이 발생하게 된다. 실제로 환리스크를 헤지한 국내 해외투자펀드들도 대부분은 미국달러 대비 원화 환율변동만 헤지하고, 현지통화 대비 원화 환율변동 리스크를 헤지하는 경우는 드물다. 이에 본 논문에서는 환위험을 완전헤지한 경우, 미국달러 대비 원화 환율변동만 헤지한 경우, 전혀 헤지하지 않은 경우 등 세 가지로 나누어 분석을 수행하고자 한다.

〈표 1〉 브릭스 국가와 한국의 주가수익률 및 환율 변동률 (%)

		브라질	러시아	인도	중국	한국
Panel A: 전체 분석기간 (2001. 1. - 2016. 12.)						
주가 수익률	월평균	0.64	1.36	0.94	0.93	0.62
	누적	133.23	264.77	180.13	164.70	125.43
달러대비 환율변동률	월평균	0.26	0.41	0.20	-0.09	-0.02
	누적	46.44	76.78	37.79	-17.56	-3.92
Panel B: 하위기간 1 (2001. 1. - 2008. 12.)						
주가 수익률	월평균	0.79	1.38	0.81	1.69	0.63
	누적	85.99	136.57	78.38	147.27	66.53
달러대비 환율변동률	월평균	0.17	0.04	0.05	-0.20	0.00
	누적	12.33	2.52	4.73	-19.26	0.44
Panel C: 하위기간 2 (2009. 1. - 2016. 12.)						
주가 수익률	월평균	0.49	1.34	1.06	0.18	0.61
	누적	42.69	127.34	104.64	27.56	55.61
달러대비 환율변동률	월평균	0.36	0.77	0.34	0.02	-0.05
	누적	33.74	54.55	32.91	1.35	-13.46

주) 누적 값은 월별 변동률을 복리로 계산하여 구하였다.

전체 분석기간 동안의 주가수익률을 보면, 러시아의 월평균 1.36%와 누적수익률 264.77%로 가장 높고, 인도가 월평균 0.94%, 16년 누적수익률 180.13%를 기록하고 있다. 이어서 중국이 월평균 0.93%와 누적수익률 164.70%를 기록하고 있고, 브라질이 월평균 0.64%와 누적수익률 133.23%로 가장 낮은 수준을 나타내고 있다. 즉, 과거 16년(2001년~2016년) 동안의 브릭스 주식시장 주가상승률은 러시아, 인도, 중국, 브라질 순임을 알 수 있다. 같은 기간 우리나라 주식시장은 월평균 0.62%, 누적수익률 125.43%를 보이며 브릭스 4개국 중 가장 낮은 주가수익률을 보인 브라질보다도 낮은 수준이고, 가장 높은 주가수익률을 기록한 러시아에 비해서는 절반에도 못 미치고 있다.

이러한 결과를 8년 씩 두 개의 하위기간으로 나누어 살펴보면, 인도와 브라질이 전반기보다 후반기에 더 나은 수익률을 나타내고 있고, 러시아는 두 기간 모두 비슷한 수준으로 높은 수익률을 보여주고 있으며, 중국은 브릭스 국가 중 전반기에는 가장 높은 수익률을 보인 반면에 후반기에는 가장 낮은 수익률을 나타내며 큰 편차를 보여주고 있다. 우리나라의 경우는 두 기간의 수익률 차이가 거

의 없는 것으로 나타나며, 전반기에는 모든 브릭스 국가의 주식수익률보다 월등히 낮은 수준이었으나, 후반기에는 중국과 브라질보다는 나은 수익률을 보여주고 있다. 따라서 국내 투자자의 입장에서 단순히 수익률만 비교할 경우는 대체로 국내 주식투자보다는 브릭스 주식투자가 더 나았다고 할 수 있다.

하지만 해외주식투자에는 환율변동에 따른 환위험이 존재하기 때문에 환위험을 완전히 헤징하지 못한다면 단순히 해당 국가의 주가수익률만으로 투자성적을 비교하는 것은 무의미하다. 이에 <표 1>에서 달러 대비 각국 통화의 환율 변동률을 살펴보면, 전체 분석기간 동안 러시아 루블화, 브라질 레알화, 인도 루피화의 순으로 각각 76.78%, 46.44%, 37.79% 씩 환율이 상승했다. 기준통화인 미국 달러화 대비 환율이 상승했다는 것은 현지 통화의 가치가 하락했다는 의미로서 결국 이들 국가에 투자한 외국인 투자자의 입장에서는 달러 기준으로 환손실이 발생한 것이다. 이들 국가의 환율변동률을 두 개의 하위기간으로 나누어 살펴보면, 환율 상승(즉, 통화가치 하락)의 대부분이 글로벌 금융위기 이후인 후반기에 나타나고 있음을 알 수 있다. 한편, 중국의 위안화는 다른 브릭스 국가의 통화와는 반대로 전체 분석기간 동안 미국 달러화 대비 환율이 -17.56% 하락하였고, 이러한 하락의 대부분은 글로벌 금융위기 이전인 전반부에 집중되어 있다. 따라서 중국 주식시장에 투자한 외국인 투자자는 위안화 가치 상승으로 환차익을 본 것이다. 그리고 우리나라 원화의 미국달러 대비 환율은 전체 분석기간인 16년 동안 -3.92% 하락하여 다른 브릭스 국가의 통화에 비해서는 변동폭이 매우 작고, 두 개의 하위기간으로 나누어 보면 전반부에는 미미한 변동률을 보이다가 후반부에 -13.46% 하락하였다. 이러한 달러화 대비 원화 환율의 하락을 해외에 투자한 국내 투자자의 입장에서 보면, 해외투자를 회수하기 위해 달러화를 원화로 바꾸는 과정에서 손실을 의미한다. 즉, 해외에 투자한 국내 투자자에게는 달러화를 기준으로 원화 환율이 상승하는 것이 유리하고 원화 환율이 하락하면 불리해진다.

2. 투자성과 분석

이상 살펴 본 결과는 각국의 주가수익률과 환율변동률을 별개로 나누어 분석한 것으로 각국의 투자성적을 어느 정도 가늠할 수는 있으나, 국내 투자자 입장에서 주가와 환율을 함께 고려한 투자수익률이 아니라는 한계가 있다. 또한, 투자성적을 단순히 수익률만으로 비교하는 것은 적절하지 못하기 때문에 재무학에서는 리스크 대비 수익률을 구하여 투자성적을 비교할 것을 권고하고 있다. 이에 따라 <표 2>에서는 국내 투자자의 입장에서 브라질, 러시아, 인도, 중국 등

브릭스 4개국 주식시장에 투자했을 경우 월별 수익률의 평균 및 표준편차, 그리고 샤프지수를 측정하여 투자성적을 보여주고 있다. 그리고 국내 투자와 비교하기 위해서 우리나라 주식시장의 결과도 함께 보여주고 있다. 국내 투자자의 입장에서 해외투자 수익률은 환위험을 완전하게 헤지한 경우는 투자대상국 현지 주가 수익률, 즉 '현지통화 표시 주식투자 수익률'이 되고, 달러화 대비 원화 환율변동만 헤지한 경우는 '달러화 표시 주식투자 수익률'이 되며, 환위험을 전혀 헤지하지 않은 경우는 앞서 식 (1)에서 본 바와 같이 외화표시 주식수익률에 현지통화 대비 원화 환율의 변동효과가 합해진 '원화 표시 주식투자 수익률'이 된다. 이에 따라 <표 2>에서는 환위험 헤지에 따라 세 가지 경우로 나누어 각국의 월별 수익률 평균과 표준편차 및 샤프지수를 보고하고 있다.

<표 2> 브릭스 국가와 한국의 투자성과 분석(%)

국 가	현지통화 표시 주식투자 수익률			달러화 표시 주식투자 수익률			원화 표시 주식투자 수익률		
	평균	표준 편차	샤프 지수	평균	표준 편차	샤프 지수	평균	표준 편차	샤프 지수
Panel A: 전체 분석기간 (2001. 1. - 2016. 12.)									
브라질	0.64	7.14	0.09	0.38	11.23	0.03	0.50	10.07	0.05
러시아	1.36	7.92	0.17	0.95	9.71	0.10	0.90	8.58	0.10
인도	0.94	6.94	0.14	0.74	8.33	0.09	0.70	7.38	0.09
중국	0.93	8.68	0.11	1.02	8.77	0.12	0.87	7.81	0.11
한국	0.62	5.98	0.10	0.64	7.89	0.08	0.62	5.98	0.10
Panel B: 하위기간 1 (2001. 1. - 2008. 12.)									
브라질	0.79	8.09	0.10	0.62	12.57	0.05	0.84	11.81	0.07
러시아	1.38	9.47	0.15	1.34	10.08	0.13	1.27	9.38	0.14
인도	0.81	8.11	0.10	0.76	9.04	0.08	0.73	8.22	0.09
중국	1.68	9.82	0.17	1.89	9.78	0.19	1.78	9.31	0.19
한국	0.63	7.35	0.09	0.63	8.83	0.07	0.63	7.35	0.09
Panel C: 하위기간 2 (2009. 1. - 2016. 12.)									
브라질	0.49	6.08	0.08	0.14	9.79	0.01	0.16	8.04	0.02
러시아	1.34	6.05	0.22	0.57	9.38	0.06	0.53	7.74	0.07
인도	1.06	5.58	0.19	0.72	7.61	0.09	0.67	6.48	0.10
중국	0.18	7.34	0.02	0.16	7.56	0.02	-0.03	5.88	-0.01
한국	0.61	4.26	0.14	0.66	6.89	0.10	0.61	4.26	0.14

전체 분석기간(2001-2016) 동안 브릭스 4개국의 현지통화 표시 월 평균 주식수익률은 앞서 <표 1>에서도 확인했던 것처럼 러시아가 월등하게 높고 이어서 인도와 중국의 순으로 비슷하고 브라질이 상당히 낮은 수준을 보여주고 있다. 한편, 시장리스크를 의미하는 표준편차는 인도가 가장 낮고 이어서 브라질, 러시아, 중국 순으로 증가하고 있다. 그렇다면 리스크 대비 수익률, 즉 샤프지수로 측정할 투자성과는 어떻게 될까? 주가수익률이 월등하게 높았던 러시아가 리스크를 고려한 후에도 가장 좋은 투자성과를 보여주고 있고, 비슷한 주가수익률을 보였던 인도와 중국은 리스크의 차이로 인해 인도가 중국보다 더 좋은 투자성과를 나타내고 있으며, 브라질이 여전히 가장 낮은 투자성과를 보여주고 있다. 한편, 같은 기간 우리나라 주식시장의 투자성과를 보면 러시아, 인도, 중국보다는 못하고 브라질보다는 나은 수준임을 알 수 있다.

그러나 두 개의 하위기간으로 나누어 살펴보면 기간별로 상당한 차이가 나타나고 있다. 전반기(2001-2008)에는 중국이 가장 높은 투자성과를 보여주고 이어서 러시아, 인도, 브라질의 순으로 나타나고 있다. 그리고 같은 기간 브릭스 4개국은 모두 우리나라 주식시장의 투자성과를 능가하고 있다. 한편, 후반기(2009~2014)에는 러시아와 인도의 순으로 높은 투자성과를 보여주며 우리나라 주식시장의 투자성과를 능가하고 있지만, 브라질과 중국은 매우 낮은 투자성과를 보이며 국내 투자성과에 크게 못 미치고 있다. 결과적으로 러시아와 인도는 안정적인 투자성과를 나타내며 전반기와 후반기 모두 우리나라 주식시장의 투자성과를 능가하고 있지만, 중국은 전반기에 비해 후반기에 투자성과가 많이 악화되어 불안정한 성과를 보여주고 있고, 브라질은 전반적으로 저조한 투자성과를 나타내고 있다. 따라서 국내 투자자 입장에서 러시아와 인도 주식시장이 상당히 매력적인 해외주식투자 대상임을 알 수 있다.

이와 같이 현지통화 표시 수익률을 기준으로 살펴 본 결과는 현지통화와 국내 원화간의 환리스크를 완전하게 헤지한 경우에만 성립한다. 하지만 해외주식투자에서 환리스크를 완전하게 제거하는 것은 현실적으로 쉽지 않다. 따라서 보다 현실적인 가정은 달러 대비 원화 환율변동만을 헤지하거나 환위험을 전혀 헤지하지 않는 경우라고 할 수 있다.

우선 원/달러 환율변동만을 헤지한 경우, 즉 달러화 표시 수익률로 측정할 결과를 보면, 앞서 살펴 본 현지통화 표시 수익률에 비해 브라질, 러시아, 인도의 경우는 월별 수익률의 평균이 상당히 감소하는 반면에 중국의 경우는 증가하고 있다. 그리고 이러한 결과는 전체 분석기간 뿐 아니라 두 개의 하위기간으로 나누어 보아도 대체로 유사한 패턴을 보이고 있다. 이는 앞서 <표 2>에서도 살펴

본 바와 같이 전체 분석기간 동안 미국 달러화 대비 브라질 레알화, 러시아 루블화, 인도 루피화의 가치는 하락했고, 중국 위안화의 가치는 상승했기 때문이다. 같은 기간 미국 달러화 대비 우리나라 원화의 가치는 큰 변동이 없어 달러화 표시 국내 주가지수 수익률은 환율 변동의 영향을 비교적 적게 받고 있다. 한편, 달러화 표시 수익률로 측정한 월별 수익률의 표준편차는 현지통화 표시 수익률로 측정한 값에 비해 브릭스 4개국과 한국 모두에서 증가를 보여주고 있다. 이러한 결과는 미국달러 대비 현지통화 가치의 변동성이 전반적인 투자수익률의 변동성을 증가시켜 나타난 현상으로 볼 수 있다.

결과적으로 리스크 대비 수익률(샤프지수)로 측정한 투자성과는 중국을 제외한 나머지 브릭스 3개국과 한국의 경우 현지통화 표시 수익률로 측정했을 때에 비해 달러화 표시 수익률로 측정하면 감소하고 있다. 특히, 러시아, 브라질, 인도의 순으로 샤프지수의 감소폭이 크게 나타나고 있고, 후반기에 더욱 큰 감소폭을 보여주고 있다. 반면에, 중국은 달러화 표시 수익률로 측정했을 때 투자성과가 약간 좋아지고 있고, 우리나라는 투자성과가 낮아지고 있지만 감소폭이 비교적 작은 편이다. 따라서 달러화 표시 수익률을 기준으로 브릭스 4개국의 투자성과를 살펴보면, 중국이 가장 높고 이어서 러시아와 인도가 우리나라보다 높은 투자성과를 보이며 브라질은 우리나라보다도 훨씬 낮은 투자성과를 나타내고 있다.

끝으로 국내 투자자 입장에서는 가장 일반적인 경우로서 현지통화 대비 원화 변동으로 인한 환위험을 전혀 헤지하지 않은 경우, 즉 원화 표시 주식 수익률로 측정한 결과를 살펴보자. 이 경우는 현지통화 표시 수익률에 비해 원화 표시 수익률의 월 평균이 전체 분석기간 동안 브릭스 4개국 모두에서 감소하는 반면에, 표준편차는 중국을 제외한 나머지 브릭스 3개국에서 크게 상승하고 있다. 따라서 리스크 대비 수익률, 즉 샤프지수로 측정한 투자성과는 브릭스 4개국 중에서 중국, 러시아, 인도 순이지만 서로 차이가 크지는 않고 브라질이 상당한 차이로 가장 낮은 수준을 나타내고 있다. 여기에서 우리나라 주식시장의 투자성과는 러시아와 비슷한 수준을 보여주고 있다. 하지만 하위기간으로 나누어 살펴보면, 인도가 안정적인 투자성과를 보여주는 반면에, 중국과 러시아는 전반기에 비해 후반기에 투자성과가 급격하게 하락하고 있다. 특히, 중국은 전반기에는 가장 높은 투자성과를 보여 준 반면에, 후반기에는 원화 표시 수익률의 월 평균이 음(-)의 값을 보임에 따라 샤프지수도 음(-)의 값을 나타내며 기간별로 투자성과의 변동폭이 매우 크다는 것을 알 수 있다.

이상 살펴 본 세 가지 결과, 즉 국내 투자자 입장에서 브릭스 4개국에 각각 투자하면서 환위험을 완전헤지한 경우, 원/달러 환율변동만을 헤지한 경우, 환위

험을 전혀 헤지하지 않은 경우로 나누어 투자성과를 종합적으로 비교해 보기로 하자. 우선 환위험이 전혀 없이 현지 주식시장 수익률과 리스크만 고려한 투자 성과를 보면, 러시아, 인도, 중국, 브라질 순으로 나타나고, 우리나라 주식시장의 투자성과는 러시아, 인도, 중국보다는 못하고 브라질보다는 나은 수준이다. 다음으로 원/달러 환율변동만을 헤지한 경우에는 중국이 가장 높고 이어서 러시아와 인도가 우리나라보다 높은 투자성과를 보이며 브라질은 우리나라보다도 훨씬 낮은 성과를 나타내고 있다. 끝으로 환위험을 전혀 헤지하지 않은 경우에는 중국, 러시아, 인도 순으로 투자성과가 나타나지만 서로 차이가 크지는 않고, 브라질이 상당한 차이로 가장 낮은 수준이며, 우리나라는 러시아와 비슷한 수준을 나타내고 있다. 결론적으로 국내 투자자 입장에서 환위험을 완전헤지한 경우에는 러시아, 인도, 중국의 순으로 이들 주식시장 투자성과가 국내 시장의 투자성과보다 우월하고, 원/달러 환율변동만을 헤지한 경우에도 중국, 러시아, 인도의 순으로 국내보다 투자성과가 나은 것으로 나타나고 있다. 하지만 환위험을 전혀 헤지하지 않은 경우에는 국내 투자에 비해 중국 시장의 투자성과만이 약간 좋은 편이고, 러시아는 비슷하고, 인도는 약간 낮은 수준이며, 브라질은 여전히 훨씬 못한 수준으로 나타나고 있다.

3. 투자 리스크 분석

브릭스와 같이 신흥국 주식시장에 투자하는 국내 투자자의 경우 현지통화와 원화 사이의 환율변동을 교차헤지하는 것이 현실적으로 불가능하기 때문에 적지 않은 환리스크에 직면한다. 특히, 환율변동이 큰 브릭스 국가의 경우에는 총 투자위험에서 환위험이 차지하는 비중이 클 수밖에 없다. 그리고 총 투자위험에는 앞서 식 (1)-(3)에서 살펴본 바와 같이 주식시장수익률과 환율변동률 간의 공분산(covariance)이 영향을 미치게 된다. 이에 본 논문에서는 <표 3>에서 브릭스 주식시장 투자의 총 투자위험과 이를 현지 주식시장 위험과 환위험 그리고 주식시장 위험과 환위험 간의 공분산의 두 배로 측정되는 교차위험으로 나누어 측정하고, 총 위험에서 각각의 위험이 차지하는 비중을 보고하고 있다.³⁾

3) 앞서 식 (3)을 도출하는 과정에서 매우 작은 값을 갖는 $\text{rit} \times \text{eit}$ 는 무시하고 원화 표시 주식수익률 Rit 를 식 (2)와 같이 근사치로 표시했기 때문에 각각의 위험을 합한 총 위험이 정확하게 100%가 되지 않고 있다.

〈표 3〉 국내 투자자 관점에서 브릭스 주식투자 총위험 분석

국가	총 위험 VAR(Rit)	현지 주식 시장 위험 VAR(rit)	환위험 VAR(eit)	교차위험 COV(rit,eit) ×2	총 위험 대비 비중(%)		
					주식 위험	환 위험	교차 위험
Panel A: 전체 분석기간 (2001. 1. - 2016. 12.)							
브라질	1.01	0.51	0.24	0.27	50	24	27
러시아	0.74	0.63	0.15	-0.04	85	20	-5
인도	0.54	0.48	0.08	-0.02	89	15	-4
중국	0.61	0.75	0.11	-0.26	123	18	-43
Panel B: 하위기간 1 (2001. 1. - 2008. 12.)							
브라질	1.39	0.66	0.35	0.42	47	25	30
러시아	0.88	0.90	0.10	-0.12	102	11	-14
인도	0.68	0.66	0.07	-0.06	97	10	-8
중국	0.87	0.96	0.12	-0.22	110	13	-25
Panel C: 하위기간 2 (2009. 1. - 2016. 12.)							
브라질	0.65	0.37	0.14	0.14	57	22	22
러시아	0.60	0.37	0.20	0.04	62	33	7
인도	0.41	0.31	0.09	0.02	76	22	4
중국	0.35	0.54	0.10	-0.29	154	29	-83

전체 분석기간(2001-2016) 동안 국내 투자자의 입장에서 브릭스 4개국에 대한 총 투자위험 가장 낮은 시장은 인도이고, 이어서 중국, 러시아, 브라질 순으로 증가하고 있다. 두 개의 하위기간으로 나누어 보면 모든 브릭스 국가에서 전반 기보다는 후반기에 총 투자위험이 감소하고 있고, 특히 중국의 감소폭이 가장 커서 후반기에는 중국이 인도보다 낮은 수준을 보여주고 있다. 한편, 현지 주식 시장 위험은 모든 기간에서 인도가 가장 낮고, 이어서 브라질, 러시아의 순으로 증가하며, 중국이 가장 높게 나타나고 있다. 그리고 국내 투자자 입장에서 환위험을 보면, 모든 기간에 걸쳐 인도가 가장 낮고, 브라질이 가장 높은 수준이며, 러시아와 중국은 하위기간 별로 순서를 바꾸어 중간에 위치하고 있다.⁴⁾

4) 선진국을 대상으로 한 연구에서는 해외 주식투자 시 국내 투자자의 환리스크 비중이 총 투자위험의 약 50%란 결과에 비하면, 브릭스 주식시장 투자의 경우 환위험이 상대적으로 낮은 수준임을 알 수 있다(장호운 2004). 이러한 결과는 우리나라 원화 뿐 아니라 대부분의 신흥국 통화가 미국 달러화 대비 같은 방향으로 움직이는 경향이 있기 때

한편, 국내 투자자 입장에서 해외주식투자의 총 투자위험은 앞서 식 (3)에서 본 것처럼 주식시장 위험과 환위험을 더한 값에 주식시장수익률과 환율변동률 간의 공분산에 2배한 값을 추가해야 한다.⁵⁾ 브릭스 4개국 가운데 인도는 공분산 값이 매우 작은 수준이라 총 투자위험에서 차지하는 비중이 가장 작고, 러시아도 비교적 작은 비중을 차지하고 있다. 반면에, 브라질은 모든 기간에서 높은 양(+)의 값을 보이며 총 투자위험을 높이고 있고, 중국은 모든 기간에서 큰 음(-)의 값을 보이며 총 투자위험을 낮추는 역할을 하고 있다. 이에 따라, 중국은 총 투자위험 중에서 주식시장 위험이 차지하는 비중이 모든 기간에서 100%를 훨씬 넘기고 있지만, 음(-)의 교차위험이 이를 상당부분 상쇄하고 있다.

결론적으로 국내 투자자의 입장에서 보면 브릭스 4개국 가운데 인도가 주식시장 위험과 환위험 모두 가장 낮은 수준이고, 교차위험의 영향도 가장 낮게 받으며, 따라서 총 투자위험도 가장 낮다는 것을 알 수 있다. 반면에, 브라질이 가장 큰 총 투자위험을 보이는 이유는 다른 시장에 비해 환위험이 높고, 특히 교차위험이 큰 양(+)의 값을 보이는데 기인하고 있다. 한편, 중국은 모든 기간에서 가장 큰 주식시장 위험을 보이고 있지만, 환위험이 인도 다음으로 작고, 특히 교차위험이 큰 음(-)의 값을 보이며 총 투자위험을 상당 부분 낮춰 전반적으로 낮은 수준을 유지하고 있다.

4. 해외 분산투자효과 분석

일반적으로 해외 주식투자의 의의는 포트폴리오의 국제분산(international portfolio diversification)을 통해 리스크를 줄일 뿐 아니라 리스크 대비 기대수익률을 증가시켜사전적(ex ante) 투자성과를 향상시키는데 있다.

이러한 해외 분산투자효과를 구체적으로 살펴보기 위하여 <표 4>에서는 국내 투자자가 브릭스 주식시장에 분산투자했을 경우의 투자성과를 보여주고 있다. 투자비중은 한 국가에만 분산투자할 경우에는 투자금액의 1/3을 그 나라 주식시장에 투자하고 나머지 2/3는 국내시장에 투자하는 것으로 가정하고, 브릭스 4개

문에 현지통화 대비 원화 환율의 변동성도 작아진다는 점을 반영하고 있고, 또한 신흥국 주식시장 변동성이 선진국 시장에 비해 크기 때문에 상대적으로 총 투자위험에서 환위험이 차지하는 비중이 작기 때문인 것으로 판단된다.

5) 공분산 값이 양(+)이면 현지 주식시장 수익률과 달러 대비 현지통화의 환율이 같은 방향으로 움직이는 경향을 의미하고, 반대로 음(-)의 공분산 값은 현지 주식시장 수익률과 달러 대비 현지통화의 환율이 서로 반대 방향으로 움직이는 경향을 의미한다.

국에 끌고루 분산투자하는 경우는 각국 주식시장에 1/8씩 투자하고 나머지 1/2은 국내 주식시장 투자하는 것으로 가정하여 투자성과를 분석하고 있다.⁶⁾ 그리고 분산투자하면서 환위험을 완전헤지한 수익률, 즉 현지통화 표시 수익률로 계산한 값과 환위험을 전혀 헤지하지 않은 수익률, 즉 원화 표시 수익률로 계산한 값을 함께 보여주고 있다.

〈표 4〉 국내 투자자 관점에서 브릭스 주식 분산투자 성과분석

국 가	투자 비중	환위험 완전헤지 수익률 기준			환위험 무헤지 수익률 기준		
		평균	표준 편차	샤프 지수	평균	표준 편차	샤프 지수
Panel A: 전체 분석기간 (2001. 1. - 2016. 12.)							
브라질	1/3	0.58	6.43	0.09	0.63	5.76	0.11
러시아	1/3	0.71	5.93	0.12	0.87	5.92	0.15
인도	1/3	0.65	5.67	0.11	0.73	5.73	0.13
중국	1/3	0.70	5.66	0.12	0.72	6.06	0.12
브릭스 4개국	각 1/8씩	0.68	5.69	0.12	0.79	5.67	0.14
Panel B: 하위기간 1 (2001. 1. - 2008. 12.)							
브라질	1/3	0.70	7.81	0.09	0.68	6.93	0.10
러시아	1/3	0.84	7.11	0.12	0.88	7.25	0.12
인도	1/3	0.66	6.89	0.10	0.69	6.96	0.10
중국	1/3	1.01	6.91	0.15	0.98	7.17	0.14
브릭스 4개국	각 1/8씩	0.89	6.88	0.13	0.90	6.79	0.13
Panel C: 하위기간 2 (2009. 1. - 2016. 12.)							
브라질	1/3	0.46	4.70	0.10	0.57	4.34	0.13
러시아	1/3	0.58	4.51	0.13	0.85	4.25	0.20
인도	1/3	0.63	4.16	0.15	0.76	4.22	0.18
중국	1/3	0.40	4.07	0.10	0.47	4.75	0.10
브릭스 4개국	각 1/8씩	0.47	4.21	0.11	0.69	4.31	0.16

6) 투자비중을 달리하면 분석결과가 다소 달라지고 있지만 큰 차이가 없음을 확인하였고, 국내 투자자의 경우 해외 주식투자를 하더라도 상당 부분은 국내 주식에 투자하고 나머지는 해외에 투자하는 성향을 고려하면 본 논문에서 채택한 투자비중이 비교적 현실성 있는 가정이라고 생각한다.

먼저 환위험을 완전헤지하면서 분산투자한 경우를 살펴보면, 전체 분석기간 동안 샤프지수로 측정된 분산투자의 투자성고가 브릭스 주식시장 중에는 러시아와 중국이 0.12, 인도 0.11, 브라질 0.09의 순으로 나타나고 있다. 이를 앞서 <표 3>에서 본 바와 같이 같은 기간 국내 주식시장에만 투자한 경우의 샤프지수 0.10과 비교하면, 브라질을 제외한 다른 브릭스 주식시장에 분산투자한 경우에는 좀 더 나은 투자성고가 나타나고 있음을 알 수 있다. 그리고 국내 50%와 나머지를 브릭스 4개국에 골고루 나누어 분산투자한 포트폴리오의 샤프지수는 0.12로 국내 투자보다 나은 투자성고를 보여주고 있다. 한편, 두 개의 하위기간으로 나누어 해외 분산투자성고를 살펴보면, 전반기에는 국내 투자의 샤프지수 0.09에 비해 중국이 0.15로 월등히 높고, 러시아와 인도가 각각 0.12, 0.10으로 국내보다 높은 투자성고를 보이는 반면에 브라질은 0.09로 국내와 비슷한 투자성고를 나타내고 있다. 그리고 국내 50%와 나머지를 브릭스 4개국에 골고루 나누어 분산투자한 포트폴리오의 샤프지수는 0.13으로 국내 투자보다 훨씬 나은 투자성고를 나타내고 있다. 하지만 후반기에는 국내 투자의 샤프지수 0.14에 비해 인도만이 0.15로 높은 수준이고, 러시아, 중국, 브라질은 각각 0.13, 0.10, 0.10으로 국내 투자보다 저조한 투자성고를 보여주고 있다. 그리고 국내 50%와 나머지를 브릭스 4개국에 골고루 나누어 분산투자한 포트폴리오의 샤프지수도 0.11에 머물며 국내에만 투자한 경우보다 저조한 투자성고를 보여주고 있다.

다음으로 환위험을 전혀 헤지하지 않고 분산투자한 경우를 살펴보면, 전체 분석기간 동안 샤프지수로 측정된 분산투자의 투자성고가 환위험을 완전헤지한 경우에 비해 중국만 동일하고 다른 브릭스 시장에서는 증가하고 있음을 알 수 있다. 따라서 같은 기간 국내 주식시장에만 투자한 경우의 샤프지수 0.10과 비교하면, 모든 브릭스 주식시장에서 분산투자의 투자성고가 국내보다 우월하게 나타나고 있다. 그리고 국내 50%와 나머지를 브릭스 4개국에 골고루 나누어 분산투자한 포트폴리오의 샤프지수도 0.14를 나타내며 국내에만 투자한 경우보다 훨씬 나은 투자성고를 보여주고 있다. 한편, 두 개의 하위기간으로 나누어 살펴보면, 전반기에는 전체 분석기간과 비슷한 경향이 유지되고 있으나, 후반기에는 러시아와 인도의 샤프지수만 국내 투자의 샤프지수 0.14를 능가하고 중국과 브라질의 샤프지수는 이에 못 미치고 있다. 그리고 국내 50%와 나머지를 브릭스 4개국에 골고루 나누어 분산투자한 포트폴리오의 샤프지수는 0.16으로 국내에만 투자한 경우보다 나은 투자성고를 보여주고 있다.

이상의 결과를 정리해 보면, 국내 투자자가 브릭스 주식시장에 분산투자할 경우 대체로 국내 주식시장에만 투자한 경우보다 나은 투자성고를 보이지만, 국가

나 기간 그리고 환위험 헤지여부에 따라 그렇지 못한 경우도 발생하고 있다. 구체적으로 브릭스 국가 중에서는 인도가 유일하게 환위험 헤지여부에 상관없이 모든 기간에서 국내 투자보다 나은 분산투자성과가 발생하고 있고, 반대로 브라질은 대부분의 경우에 국내 투자보다 저조한 분산투자성과를 보여주고 있다. 한편, 중국과 러시아는 기간 또는 환위험 헤지여부에 따라 분산투자성과의 편차가 크게 나타나고 있다. 그리고 국내 50%와 나머지를 브릭스 4개국에 골고루 나누어 분산투자한 포트폴리오는 완전헤지한 경우의 후반기 투자성과를 제외하고 나머지 경우에는 국내 주식시장에만 투자한 경우보다 우월한 투자성과를 보여주고 있다.

IV. 결 론

최근 국내에서는 해외 주식투자에 대한 관심이 높아지면서 다양한 해외펀드들이 소개되고 있으나, 중국 등 일부 국가에 편중되면서 글로벌 포트폴리오 구성을 통한 분산투자라는 본래의 취지가 퇴색되고 있다. 이에 본 연구에서는 2001년부터 2016년까지 16년 동안의 주가 및 환율 자료를 이용하여 국내 투자자의 관점에서 브릭스 국가인 브라질, 러시아, 인도, 중국의 주식시장과의 투자성과 및 리스크, 그리고 해외 분산투자효과를 분석하였다. 분석결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 샤프지수로 측정한 투자성과를 보면, 국내 투자자 입장에서 환위험을 완전헤지한 경우에는 러시아, 인도, 중국의 순으로 이들 주식시장 투자성과가 국내 시장의 투자성과보다 우월하고, 원/달러 환율변동만을 헤지한 경우에도 중국, 러시아, 인도의 순으로 국내보다 투자성과가 나은 것으로 나타나고 있다. 하지만 환위험을 전혀 헤지하지 않은 경우에는 국내 투자에 비해 중국 시장의 투자성과만이 약간 좋은 편이고, 러시아는 비슷하고, 인도는 약간 낮은 수준이며, 브라질은 여전히 훨씬 못한 수준으로 나타나고 있다.

둘째, 국내 투자자의 입장에서 해외 주식투자위험을 주식시장 위험과 환위험 그리고 교차위험으로 나누어 살펴 본 결과에 따르면, 브릭스 4개국 가운데 인도가 주식시장 위험과 환위험 모두 가장 낮은 수준이고, 교차위험의 영향도 가장 낮게 받으며, 따라서 총 투자위험도 가장 낮다는 것을 알 수 있다. 반면에, 브라질은 환위험이 높고 교차위험도 큰 양(+)의 값을 보이며 가장 큰 총 투자위험을 나타내고 있다. 한편, 중국은 모든 기간에서 가장 큰 주식시장 위험을 보이고 있

지만, 환위험이 인도 다음으로 작고, 특히 교차위험이 큰 음(-)의 값을 보이며 총 투자위험을 상당 부분 낮춰 전반적으로 낮은 수준을 유지하고 있다.

셋째, 국내 투자자가 브릭스 주식시장에 분산투자할 경우의 해외 분산투자효과를 보면, 대체로 국내 주식시장에만 투자한 경우보다 나은 투자성과를 보이지만, 국가나 기간 그리고 환위험 헤지여부에 따라 그렇지 못한 경우도 발생하고 있다. 구체적으로 브릭스 국가 중에서는 인도가 유일하게 환위험 헤지여부에 상관없이 모든 기간에서 국내 투자보다 나은 분산투자성과가 발생하고 있고, 반대로 브라질은 대부분의 경우에 국내 투자보다 저조한 분산투자성과를 보여주고 있다. 한편, 중국과 러시아는 기간 또는 환위험 헤지여부에 따라 분산투자성과의 편차가 크게 나타나고 있다. 그리고 국내 50%와 나머지를 브릭스 4개국에 골고루 나누어 분산투자한 포트폴리오는 완전헤지한 경우의 후반기 투자성과를 제외하고 나머지 경우에는 국내 주식시장에만 투자한 경우보다 우월한 투자성과를 보여주고 있다.

이상과 같은 연구결과는 브릭스 주식시장에 관심을 갖고 있는 국내 투자자에게 몇 가지 시사점을 제시하고 있다. 우선 국내 투자자 입장에서 투자성과만 보면, 브릭스 국가 중에서 브라질을 제외한 러시아, 인도, 중국 주식시장이 국내 시장보다는 나은 성과를 보여 주고 있다. 그리고 세 나라 중에는 인도보다 러시아나 중국 주식시장이 조금 나은 수준이나, 러시아나 중국은 기간별 또는 환위험 헤지 여부에 따라 편차가 크게 나는 반면에, 인도는 비교적 안정적인 투자성과를 보여주고 있다. 한편, 투자위험을 보면, 브릭스 4개국 가운데 인도가 주식시장 위험과 환위험 모두 가장 낮은 수준이고 교차위험의 영향도 가장 낮게 받아 총 투자위험도 가장 낮다는 것을 알 수 있다. 결과적으로 브릭스 국가 중에서는 인도가 유일하게 환위험 헤지여부에 상관없이 모든 기간에서 국내 투자보다 나은 분산투자성과가 발생하고 있다.

본 연구의 한계점으로는 표본기간에 따라 이러한 분석결과가 달라질 수 있다는 점에서 과거 자료를 분석한 사후적 결과가 얼마나 중요한 사전적 정보로 활용될 수 있는지의 문제이다. 각 국가별로 경제 환경이 변화하고 이에 따라 주식시장과 외환시장도 변동하기 때문에 분석기간에 따라 분석결과가 달라질 수 있다는 점에서 분석결과의 안정성에 의문이 제기될 수 있다. 특히, 투자성과는 분석기간에 따라 달라질 가능성이 크다는 점에 유의해야 할 것이다. 그럼에도 불구하고 본 논문이 16년이란 비교적 긴 기간을 분석한 결과이고, 국내투자자 관점에서 브릭스 국가의 주식시장에 투자할 경우 위험분산효과를 분석하고 있다는 점에서 연구의 의의를 찾을 수 있다.

참고문헌

국문 자료

- 구본경. 2012. "한국과 브릭스 국가의 주식시장 동조화 연구." 『대한경영학회지』 25, 1893-1916.
- 김유만. 1989. "불확실성하의 한국증시의 단계별 국제포트폴리오 모형." 『증권학회지』 11, 15-59.
- 박중해, 정대선, 김태혁, 변영태. 2010. "한국과 중국 주식시장의 동조화 현상에 관한 연구: 글로벌금융위기 전후 비교를 중심으로." 『금융공학연구』 9, 29-51.
- 박진우. 2008. "남아시아 주식시장에 관한 연구: 국내 투자자의 관점에서." 『남아시아연구』 14, 165-190.
- 이종문. 2017. "러시아 주식시장 변동성 요인 분석: 국제유가와 주식시장 구조를 중심으로." 『슬라브학보』 32, 179-208.
- 장호윤. 2004. "한국 투자자의 관점에서 본 해외 주식투자과 환위험 헷징." 『국제경영연구』 15, 61-83.
- 정진호. 2010. "중국주식시장의 비대칭적 변동성에 관한 연구." 『산업경제연구』 23, 585-604.
- 차백민, 오세경. 1998. "미국 및 일본 주식시장의 아시아 신흥 주식시장에 대한 영향력 분석." 『금융연구』 12, 43-69.
- 허화, 최상빈. 1986. "국제분산투자의 효과에 관한 실증적 연구." 『증권학회지』 8, 113-152.

영문 자료

- Bekaert, G. 1995. "Market Integration and Investment Barriers in Emerging Equity Markets." *World Bank Economy Review* 9, 75-107.
- Driessen, J. and L. Laeven. 2007. "International Portfolio Diversification Benefits: Cross-country Evidence from a Local Perspective." *Journal of Banking & Finance* 31, 1693-1712.
- Eun, C. S. and B. G. Resnick. 1988. "Exchange Rate Uncertainty, Forward Contract, and International Portfolio Selection." *Journal of Finance* 43, 197-215.
- Grubel, H. 1968. "Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows." *American Economic Review* 58, 1299-1314.
- Harvey, C. 1995. "Predictable Risk and Returns in Emerging Markets." *Review of Financial Studies* 8, 773-816.
- Lessard, D. 1973. "International Portfolio Diversification: A Multivariate Analysis for a Group of Latin American Country." *Journal of Finance* 28, 619-633.
- Levy, H. and M. Sarnat. 1970. "International Diversification of Investment Portfolios."

- American Economic Review* 60, 668-675.
- Meric, I. and G. Meric. 1989. "Potential Gains from International Portfolio Diversification and Inter-temporal Stability and Seasonality in International Stock Market Relationships." *Journal of Banking & Finance* 13, 627-640.
- Park, J. and A. M. Fatemi. 1993. "The Linkages 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, 49-64.
- Phylaktis, K. and F. Ravazzolo. 2005. "Stock Market Linkages in Emerging Markets: Implications for International Portfolio Diversification." *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 15, 91-106.
- Solnik, B. and B. Noetzelin. 1982. "Optimal International Asset Allocation." *Journal of Portfolio Management* 6, 11-21.
- Wei, K. C. J., Y. J. Liu, C. C. Yang and G. S. Chaung. 1995. "Volatility and Price Change Spillover Effects across the Developed and Emerging Markets." *Pacific-Basin Finance Journal* 3, 113-136.

Abstract

BRICs Stock Markets from the Perspective of Korean Investors

Jin Woo Park ■ Hankuk University of Foreign Studies

From the perspective of Korean investors, this paper investigates the performance of portfolio investment on the BRICs stock markets including Brazil, Russia, India, and China. The sample period covers 16 years from 2001 to 2016. The results are summarized as follows. First, investment performance of BRICs stock markets except Brazil outperforms the Korean market. Among BRICs, in particular, India exhibits the lowest stock market risk and foreign exchange risk as well as low level of cross risk. As a result, from the perspective of Korean investors, the Indian stock market records the best diversification effect among BRICs. This result persist during the entire sample period, and doesn't depend on whether foreign exchange risk is hedged or not.

Key Words: BRICs Stock Market, Sharpe Index, Foreign Exchange Risk, Portfolio Diversification Effect