

정책자료 96-05

# 國際資本移動이 國內資本形成 및 經常收支에 미치는 效果

全周省

1996. 10



對外經濟政策研究院

# 國際資本移動이 國內資本形成 및 經常收支에 미치는 效果

全周省

1996. 10



對外經濟政策研究院



## 序 言

최근 들어 國際資本市場의 통합이 가속화되면서 國際資本移動이 國內資本形成과 經常收支에 미치는 효과 및 이와 관련한 정책수단에 대한 논의가 활발하게 진행되고 있다. 과거 우리 경제의 도약단계에서 經常收支赤字 즉 外國資本의 導入이 국내생산자본형성에 중요한 영향을 미친 경험이 있다. 그러나 이처럼 정부의 계획적인 경제정책의 일환으로 유도된 국제자본이동은 國內資本市場의 자유화와 개방이 가속화되고 있는 현재의 경제상황에서 예상되는 外國資本의 流入이나 國內資本의 流出과는 그 성격이 다르다고 할 수 있다. 개발초기의 국가들의 경우 부족한 國內投資財源을 조달하기 위하여 의도적으로 경상수지 적자를 유지하거나 短期的 거시경제요인이나 정책의 영향으로 경상수지의 불균형이 나타나는 경우가 있지만 이러한 종류의 불균형은 장기적으로는 상쇄되어 없어지거나 아니면 그 규모가 어느 정도 예견되어 있는 것이므로 정책수립의 관점에서는 國內貯蓄이 대체로 國內投資에 사용된다는 閉鎖經濟的 명제와 상치되지 않는다.

한편 國家間 資本移動이 자유로운 경우에는 국내 貯蓄誘引은 국내자본형성에 별 효과를 미치지 못할 가능성이 큰 반면 국내 投資誘引은 외국자본의 유입까지 초래하여 폐쇄경제의 경우보다 더 효과적인 자본축적 정책수단이 될 수 있으며 장기적인 경상수지관리정책도 같은 맥락에서 평가할 수 있을 것이다. 그렇다면 예견되고 있는 한국의 資本市場開放은 長期的으로 국내생산자본축적이나 경상수지에 어떠한 영향을 미칠 것인가? 이 질문에 대한 해답은 우선 변화하고 있는 국제자본이동의 성격과 정도를 올바르게 정의하고 측정하는 일과 관측되는 자본이동현상을 설명해줄 합리적인 이론적 근거를 제시하는 것에 의하여 구해질 수 있다.

이 報告書는 국내 및 선진국의 경험 그리고 다양한 이론적 입장에 근거하여 우리 나라에서의 國際資本 流出入이 국내자본축적과 경상수지적자에 미치는 효

과를 분석하고 있다. 특히, 국제자본거래의 純規模와 總規模를 구별하면서 국제자본이동의 표면적인 증가가 반드시 국내의 경상수지정책이나 자본형성정책에 직접적인 영향을 주지 않을 수 있음을 강조하고 있다. 아울러 國際金融資本과 國際直接投資資本을 구별하면서 해외직접투자가 갖는 순자본이동효과를 분석하고 있고, M&A형 직접투자의 국내경제에 대한 시사점도 다루고 있다.

이 報告書는 梨花女子大學校의 全周省 教授가 집필하였으며 오영주, 김윤정, 추윤희 양이 연구조교로서 도움을 주었다. 아울러 필자는 對外政策研究院의 王允鍾 研究委員의 자상한 논평에 감사의 뜻을 표하고 있다. 끝으로 본 報告書의 모든 내용은 집필자 개인의 의견이며 본 연구원의 공식견해가 아님을 밝혀둔다.

1996年 10月

對外經濟政策研究院  
院長 柳 莊 熙

## 〈目 次〉

I. 序 論 .....	7
II. 國內資本形成의 構成과 財源 .....	13
1. 國內資本形成의 推移 .....	13
2. 國際直接投資의 役割 .....	16
III. 資本의 國際移動性과 國際資本市場의 分割 .....	23
1. 資本의 國際移動性 .....	23
2. 國際資本市場分割의 證據 .....	25
3. 投資者의 危險忌避와 資本移動 .....	30
4. 國際收支均衡과 財政政策 .....	31
IV. 國際直接投資의 資本移動效果 .....	37
1. 海外直接投資의 國內投資 代替效果 .....	37
2. 現地借入의 純資本去來效果 .....	38
V. M&A형 外國人直接投資의 國內資本蓄積效果 .....	43
1. 國際直接投資戰略으로서의 M&A .....	43
2. 外國人投資의 活性化와 國內市場에서의 M&A .....	45
VI. 要約 및 政策示唆點 .....	49

## 〈表 目 次〉

〈표 2-1〉 국내실물자본의 축적 .....	14
〈표 2-2〉 국내자본형성의 재원조달 .....	15
〈표 2-3〉 직접투자자본의 이동과 국내자본형성 .....	17
〈표 2-4〉 직접투자자본의 이동과 현지재원조달 .....	19
〈표 2-5〉 직접투자와 국내고정자본축적.....	20
〈표 3-1〉 주요국의 투자율 및 저축률 .....	26
〈표 3-2〉 국내저축이 국내투자에 미치는 효과.....	27
〈표 3-3〉 한국의 국내저축과 국내투자 .....	28
〈표 3-4〉 국내투자와 재정적자 .....	33
〈표 3-5〉 한국의 국내저축 구성 .....	34
〈표 4-1〉 현지재원조달의 조세혜택(미국기업) .....	39
〈표 4-2〉 미국내 외국기업투자의 재원조달 .....	40
〈표 5-1〉 미국내 직접투자의 형태 .....	43
〈표 5-2〉 세계 M&A의 추이 .....	45
〈표 5-3〉 외국인 직접투자의 투자거주지국별 구성 .....	46

## I. 序論

일국의 成長潛在力 내지는 生産性的 향상을 결정하는 여러 요인들 중에서 가장 기본적인 것이 생산적인 자본의 축적이다. 자본의 축적을 위해서는 지속적인 新規投資가 진행되어야 한다. 미미한 투자규모로는 축적된 자본의 마모분을 메꾸어 주는 代替投資 이상의 역할을 수행하기 힘들다. 따라서 대체투자보다 높은 수준의 총투자를 유지해야만 지속적인 자본축적이 가능해진다. 일국의 생산자본 규모가 늘어나면 노동의 생산성이 증가하고 국민들의 생활수준과 자국제품의 국제경쟁력이 향상된다. 新規投資의 또 다른 이점은 새로운 자본재의 구입 자체가 신기술을 내포하거나 신기술개발을 촉진하는 경우가 많다는 점이다. 즉, 같은 수의 기계라 하더라도 새로운 기계가 많을수록 생산성 향상을 촉진하는 기술축적이 용이해진다고 볼 수 있다.

閉鎖經濟下에서는 생산자본축적을 위한 정부의 정책으로서 貯蓄誘引과 投資誘引이 상호 보완적으로 사용될 수 있다. 우선 저축유인을 통하여 國內貯蓄이 증가하면 자연 생산적인 투자에 사용되는 재원도 늘어날 것이다. 한편, 각종 투자유인은 주어진 투자재원이 주거용 건물이나 비생산적인 자산보다 생산적인 투자에 더 많이 배분되게 하는 효과를 가져올 것이다. 저축유인과 투자유인을 적절히 배합하는 문제는 남아있지만 이 두 가지 정책이 資本形成을 위한 중요한 대안이라는 점에는 異論을 달기가 힘들다. 실제로 대부분의 나라들에 있어서 저축유인과 투자유인이 대체적으로 사용되는 사례를 쉽게 발견할 수 있다.

반면, 국가간 자본이동이 자유로운 開放經濟의 경우에는 저축유인과 투자유인이 국내실물자본축적에 미치는 효과의 정도가 매우 다를 수 있다. 우선 국제자본이동이 완전히 자유롭고 국제투자에 관한 불확실성이나 위험이 없는 단순한 소규모 개방경제의 경우에는 국가간 세금부과후의 순실질수익률이 일치할 때까지 자본의 이동이 진행될 것이다. 이 경우 貯蓄誘引을 통하여 국내저축이 증가



하였다 하더라도 국내투자가 증가하는 효과는 매우 미미할 것이다. 왜냐하면 증가된 저축은 세계시장의 포트폴리오에 끌고루 투자될 것이기 때문이다. 반면 國內投資誘引의 증가는 국내저축뿐 아니라 海外貯蓄의 유입까지 유도하여 폐쇄경제의 경우보다 훨씬 더 큰 국내자본축적효과를 낳을 수 있다. 바꾸어 말해, 국제자본시장의 통합화정도가 클수록 투자유인이 저축유인에 비해 보다 효과적인 자본축적촉진정책이 된다.

나아가 자본의 국제이동은 국내자본형성에 영향을 미치는 것 외에도 勞動이나 土地와 같이 국가간 이동이 자유롭지 못한 생산요소의 生産性에 영향을 미쳐 후생의 변화를 초래할 수 있다. 예컨대, 국내투자에 관한 租稅는 국내자본의 해외이전을 유도할 것이며 이러한 자본유출은 국내실물자본규모의 감소로 인한 자본의 稅前收益率의 증가가 조세부과효과를 상쇄할 때까지 지속될 것이다. 이 경우 투자에 대한 조세는 결국 감소된 후생의 형태로 이동이 제한된 생산요소에게로 전가된다. 이처럼 자본이 해외로 이동함으로써 국내조세부담을 대부분 다른 생산요소에게 전가할 수 있다면 이는 곧 자본과세의 비효율성에 관한 문제로 해석할 수 있다. 개방경제하의 적정과세이론에 따르면 소규모경제의 경우 비효율을 극소화하는 적정 자본과세율은 0이 되어야 한다. 그러나 세수확보나 정치적인 이유 등으로 법인세와 같은 자본과세의 형태가 현실적으로 존재할 수밖에 없는 상황에서는 국제자본의 이동이 生産要素間 所得分配에 미치는 영향을 무시할 수 없다.

이처럼 국제자본이동의 정도는 국내자본축적과 생산요소간의 소득분배에 직접적인 영향을 미치게 되므로 저축이나 투자관련 정책의 입안에 필수적인 사전 정보라 할 수 있다. 물론 이론적 의미의 완벽한 자본이동은 현실과는 괴리가 있다고 볼 수 있지만, 최근 들어 國際資本市場의 統合이 가속화되고 국제자본이동에 대한 法的·制度的 장애들이 제거되어감에 따라 자본의 국제이동성이 급속히 증가하고 있다는 점에 대해서는 논자들 사이에 별다른 異見이 없다. 문제는 변화하는 환경하에서 투자자들이 자신들의 포트폴리오를 얼마만큼 국제적으로 분산

시키느냐가 될 것이다. 자본의 해외이동에 관한 법적·제도적 제약의 완화에도 불구하고 海外投資에 따르는 여러 가지 형태의 위험이나 불확실성 때문에 투자자들이 여전히 국내자산에 투자를 집중할 가능성이 있다.

이러한 맥락에서 볼 때 국제자본이동이 국내경제에 미치는 효과를 논의하는데 있어 가장 중요한 측면 중의 하나는 국제자본거래의 總規模(gross flows)와 純規模(net position)를 구별하는 일이다. 자본의 국제이동성은 국제적으로 거래되는 자본의 총규모가 커지는 것을 의미하지만 이에 수반하여 투자자들의 해외자산 순규모 역시 증가할 것이라고 보는 일반적인 관측은 실증적 근거가 충분하지 않다. 만일 국제자본의 순거래규모가 일반적으로 예상되는 것만큼 크지 않다면 경상수지나 자본축적효과와 관련한 정책논의는 종래와 크게 달라질 필요가 없을 것이다. 즉, 국제자본이동의 총규모는 증가하였지만 유입·유출자본이 상쇄된 자본이동의 순규모가 크지 않다면 국내저축의 규모가 국내투자의 규모를 결정하는 폐쇄경제하의 명제들이 여전히 성립할 수 있다. 실제로 국제자본이동의 정도를 측정한 실증적 연구들에 의하면 국내저축이 국내자산에 투자되는 경우가 장기적으로 보다 보편적인 현상임을 알 수 있다. 바꾸어 말해 國際資本市場은 國內資本市場에 비해 보다 분할되어 있다는 것이다.

자본의 국제이동이 자유로워졌음에도 불구하고 국제자본시장의 실질적인 분할 현상이 보다 보편적이라는 관찰은 한편으로 상당히 역설적으로 들릴지 모른다. 그러나 이 현상에 대해서는 투자자들의 위험기피도나 투자정보의 불확실성, 정부의 경상수지균형정책 등의 요인들을 근거로 합리적인 이론적 설명이 가능할 수 있다. 다만 각 견해에 따라 정부의 투자나 저축에 관한 정책적 시사점이 상당히 달라질 수 있다. 본문에서 자세히 다루겠지만 만약 일부 논자들의 주장처럼 국제자본시장의 분할현상이 정부의 의도적인 경상수지균형정책의 결과라면 저축유인에 의한 국내저축의 증가는 정부의 공공저축 조정에 의하여 상쇄되고 국내자본축적에 미치는 효과는 미미할 것이다.<sup>1)</sup> 반면, 국내저축과 국내투자간에

1) 실제로 최근 한국의 경상수지적자에 대응하는 정책방안으로 공공투자지출을 조절할 수

밀접한 상관관계가 있는 현상이 민간투자자의 해외투자위험 기피현상에 따른 결과라면 국내저축의 변화를 유발하는 정책은 국내자본형성에 직접적인 영향을 미치게 될 것이다.

요컨대 국제자본이동과 관련한 정책논의에서 핵심이 되는 부분은 첫째, 자본이동의 성격이나 정도를 어떻게 정의하는가의 문제(특히 총거래규모와 순거래규모를 구별하는 문제), 둘째, 관측된 자본이동의 정도를 설명해 줄 이론적 근거를 제시하는 문제, 끝으로 이상의 논의에 근거해 국제자본이동과 국내자본형성에 관련한 정책제안을 하는 문제 등으로 요약할 수 있다. 이 논문의 목적은 國際資本移動의 國內資本蓄積效果와 관련된 이상의 문제들을 기존문헌에서 제공된 이론과 실증적 증거를 근거로 체계적으로 평가하여 우리 나라의 경상수지 및 자본시장개방 관련 정책에 대한 시사점을 제시하는데 있다.

특히 이 논문에서 별도의 초점을 두는 부분은 국제자본이동의 경제적 효과를 결정하는데 있어 國際直接投資의 역할이다. 직접투자의 경우 재원조달이나 과실 송금과 같은 재무관리에 대하여 기업이 능동적으로 의사결정을 할 수 있으므로 투자모국이나 투자현지국의 자본축적에 미치는 영향이 단순한 금융자본의 경우와는 매우 다를 수 있다. 구체적으로 이 논문에서 강조하는 부분은 해외투자에 수반하는 현지차입의 순자본거래효과와 직접투자가 이루어지는 방식이 설립형인가 인수·합병형인가에 따른 자본축적효과이다.

최근 들어 가속화되고 있는 국제자본시장의 통합으로 금융자본의 총거래 규모가 증가하고 있지만 투자자의 위험기피 등의 이유로 순거래 규모는 매우 제한적일 수 있다는 견해가 타당하다면 직접투자의 현지차입은 투자자가 실제 금융자본을 해외로 이전시키지 않고도 해외자본시장에 접근하는 중요한 방편이 됨을 보일 수 있다. 이 경우 해외투자에 관한 정책은 해외차입의 효과까지 함께 고려하여 평가해야 한다.

---

있다는 견해가 가능할 수 있다.

아울러 이 논문에서는 국내에 진출하는 외국인기업들의 투자형태가 국내자본형성 및 기타 변수들에 미치는 영향도 분석한다. 구체적으로 최근 M&A형 직접투자의 비중이 증가하고 있는 상황에서는 외국인투자의 국내자본축적효과를 과거와는 다른 시각에서 평가하여야 할 것이다. 즉, M&A형 직접투자는 전통적인 설립형 직접투자와는 달리 국내자본축적효과가 크지 않을 수 있다. M&A형 외국인직접투자에 대한 정책은 기술이전이나 자본축적이라는 전통적 관점보다는 국내기업의 경쟁력제고나 경영합리화라는 관점에서 평가할 필요가 있다고 본다.

이 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 우리 나라 국내자본형성의 추이를 개괄해 본다. 재고증가를 제외한 고정투자의 구성과 재원을 시기별로 살펴보고 특히 직접투자의 역할을 記述的으로 분석한다. 제Ⅲ장에서는 국제자본이동과 관련한 논의를 다루며 구체적으로 국제자본시장의 분할현상에 관한 실증적 증거와 이에 대한 이론적 설명을 제시한다. 제Ⅳ장과 제Ⅴ장에서는 국제자본이동에 있어 직접투자의 역할을 다루는데 해외투자의 국내투자대체효과, 현지차입의 순자본거래효과, M&A형 외국인직접투자의 역할 등을 중점적으로 검토한다. 제Ⅵ장에서는 국제자본이동에 관한 이상의 논의가 한국의 경상수지관리, 국내저축, 국내투자 및 국제직접투자 정책 등에 대해 갖는 시사점을 요약한다.



## II. 國內資本形成의 構成과 財源

### 1. 國內資本形成의 推移

지난 몇 십년간 한국경제가 경험하고 있는 높은 경제성장률은 생산관련 구조물이나 기계장비류에 대한 기업들의 지속적인 투자가 없었다면 불가능하였을 것이다. 국내자본형성을 위한 재원조달을 위해 정부는 금융 및 세제상의 각종 유인을 내세워 저축을 장려하였고, 국내저축이 충분하지 않았을 때에는 그 부족분을 외국자본을 도입함으로써 해결하였다. 또한 투자기업의 자본비용을 낮추어 주는 금융·조세정책상의 혜택 또한 기업들이 높은 수준의 투자율을 유지하게 한 중요한 요인이라고 볼 수 있다.

〈표 2-1〉은 우리 나라 총고정투자의 추이를 보여주고 있다. 열(1)을 보면 1980년에서 1990년에 이르는 10년 동안 총고정투자는 그 절대액이 5배가 넘게 증가하였음을 알 수 있다. 1990년도에 들어와서도 전반기 동안 총고정투자는 두 배에 가까운 성장세를 보이고 있다. 이러한 추세는 보다 생산적인 자본축적의 지표인 비주거용 고정투자나, 감가상각을 제외한 순고정투자에서도 마찬가지로 나타나고 있다. 열(2), 열(3), 열(4)는 총고정투자가 전체경제규모에서 차지하는 비중을 보여주고 있다. 총고정투자는 1980년대 동안 GDP의 30%에 가까운 수준을 유지하고 있는데 반해 1990년대로 접어들며 총고정투자-GDP 비율이 35%를 상회하는 수준으로 증가하고 있다. 열(5)에서 보듯이 총투자중에서 주거용 투자를 제외한 생산적인 투자의 대 GDP비율도 대체로 총고정투자의 추세와 비슷하게 나타나고 있다.

반면, 총고정투자에서 감가상각을 제외한 순고정투자를 보면 앞의 두 개념과 상당히 다른 추세를 보이고 있음을 알 수 있다. 1980년대 전반기의 순고정투자-GDP비율은 20.4%였는데 1980년대 후반기에는 19.2%로 하락하였다. 바꾸어 말해

〈표 2-1〉

## 국내실물자본의 축적

	절대액 (십억원)			대GDP 비율(%)		
	총고정투자	비주거용 고정투자	순고정투자	총고정투자	비주거용 고정투자	순고정투자
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1980	12,229.9	10,040.2	9,097.3	32.1	26.3	23.8
1981	13,368.8	11,370.7	9,378.0	28.1	23.9	19.7
1982	15,586.3	12,951.1	10,540.3	28.5	23.7	19.3
1983	18,944.4	15,316.0	12,830.0	29.5	23.9	20.0
1984	21,381.2	17,980.2	14,089.8	29.0	24.4	19.1
1985	23,434.9	19,914.4	15,229.5	28.6	24.3	18.6
1986	26,969.2	22,868.3	17,502.6	28.2	23.9	18.3
1987	32,587.2	27,964.4	20,996.4	29.1	24.9	18.7
1988	39,424.6	33,296.9	25,372.6	29.6	25.0	19.1
1989	47,625.3	39,671.9	31,937.8	31.9	26.6	21.4
1990	66,568.7	51,991.0	47,981.8	37.1	29.6	26.7
1991	82,946.5	63,866.2	61,356.7	38.4	29.6	28.4
1992	87,907.0	68,627.1	63,981.1	36.6	28.5	26.6
1993	96,218.5	73,523.7	69,254.7	36.0	27.5	25.9
1994	109,374.1	85,954.0	79,463.9	35.9	28.2	26.1
1980-84				29.4	24.4	20.4
1985-89				29.5	24.9	19.2
1990-94				36.8	28.6	26.8

자료 : 한국은행, 「국민계정」.

경제의 실물자본축적을 결정하는 순투자의 개념으로 볼 때 1980년대 후반기는 생산적인 자본축적이 상대적으로 저조했던 기간이라고 볼 수 있다. 1990년대 전반기로 들어와서는 순고정투자-GDP비율이 다시 높아져 1980년대의 평균을 훨씬 상회하고 있다. 선진국들의 경험을 보면 구조물에 비해 기계장비류의 비중이 커지고 장비류도 컴퓨터와 같이 감가상각률이 높은 자산의 비중이 커지는 현상 때

문에 총고정투자의 증가에도 불구하고 순고정투자의 증가율이 미미한 경우들이 있는데, 한국의 경우 총고정투자와 순고정투자가 함께 증가하는 추세를 보이고 있음을 알 수 있다. 이는 국내생산자본의 축적이 비교적 단기간에 빠른속도로 이루어졌기 때문에 기존자본스톡의 대체투자분에 비해 순투자의 비중이 선진국에 비해 크다는 사실을 반영한 결과라 해석할 수 있다.

〈표 2-2〉 국내자본형성의 재원조달

(단위 : 십억원, %)

	총자본형성 (1)	국내저축 (2)	해외저축 (3)	(2)/(1) (4)	(3)/(1) (5)
1980	₩12,059.5	₩8,780.2	₩3,279.2	72.8%	27.2%
1981	14,019.2	10,744.8	3,274.4	76.6	23.4
1982	15,624.5	13,205.6	2,418.8	84.5	15.5
1983	18,598.5	17,459.6	1,138.9	93.9	6.1
1984	22,159.5	21,623.8	535.7	97.6	2.4
1985	24,284.0	23,926.8	357.1	98.5	1.5
1986	27,473.8	31,691.1	-4,217.3	115.4	-15.4
1987	33,428.0	41,570.4	-8,142.4	124.4	-24.4
1988	41,356.3	52,155.7	-10,799.4	126.1	-26.1
1989	50,164.0	53,801.7	-3,637.8	107.3	-7.3
1990	66,298.8	64,303.2	1,995.6	97.0	3.0
1991	83,919.5	77,428.3	6,491.2	92.3	7.7
1992	87,942.2	83,448.2	4,494.0	94.9	5.1
1993	93,706.9	93,789.7	-82.8	100.1	-0.1
1994	109,572.6	106,932.3	2,640.3	97.6	2.4

자료 : 한국은행, 「국민계정」.

주 : 1986-1989년은 경상수지흑자기간임.

〈표 2-2〉는 국내자본형성의 재원조달의 추이를 국내저축과 해외저축으로 나누어서 비교하고 있다. 개발초기의 우리 경제는 경제성장에 필요한 투자재원의 상당부분을 외국자본에 의존할 수밖에 없었다. 이 때 유입된 해외자본은 대부분 차관형식의 해외저축으로 개방된 자본시장에서의 자본유입과는 거리가 있다. 열(4)



와 열(5)에서 볼 수 있듯이 1970년대를 걸쳐 1980년대 초반에 이르기까지 국내 자본형성의 중요한 원천이었던 해외저축의 비중이 1983년을 고비로 점차 감소하고 있다. 이는 우리의 국민소득이 1960년대와 1970년대를 거쳐 지속적으로 증가해 오면서 국내저축을 통한 재원조달의 가능성이 커졌음을 보여주는 것이다. 1986-1989년의 기간동안에는 우리 경제가 경상수지흑자를 기록하였으므로 국내 저축이 해외로 유출된 경우이다.

이처럼 우리 나라의 생산자본축적과정에서 해외자본이 차지하는 비중이 적지 않았지만 이는 금융자본자체의 유출입에 대하여 엄격한 자본통제가 행해지는 가운데 경제정책의 일환으로 유도된 경우이므로 자본시장개방이 본격화되는 1990년대 후반의 경제환경에 직접적인 시사점을 준다고 보기는 힘들다. 그러나 국제자본이동과 관련한 여러 가지 제약조건들이 제거되면서 앞으로 상당한 규모의 국제자본 유출입이 예상되는 상황에서 정부가 국제자본의 순규모, 즉 경상수지에 대하여 어떠한 태도를 취할 것인가의 문제는 과거와 다름없이 존재한다. 제3장에서 자세히 언급하겠지만 국제자본이동이 활발하다 하더라도 자본거래의 순규모가 반드시 클 이유는 없는 것이다. 특히 그렇게 되는 원인이 의도적인 정부의 경상수지정책인지 아니면 투자자들의 선택인지 여부에 따라 관련되는 경제정책에 대한 시사점은 상당히 달라질 수 있다.

## 2. 國際直接投資의 役割

해외저축의 유입과 관련하여 새롭게 주목해야 할 또 하나의 현상은 단순한 금융자본과 대비되는 直接投資資本의 역할이다. 제Ⅳ장과 제Ⅴ장에서 자세히 다루듯이 직접투자의 경우 단순히 직접투자자본의 순유출입규모뿐 아니라 일방통행적인 총규모의 크기나 성격에 따라서 수반되는 자본축적효과가 매우 달라질 수 있다.

〈표 2-3〉 직접투자자본의 이동과 국내자본형성

(단위 : 백만달러, %)

	직접투자 자본유입 (1)	직접투자 자본유출 (2)	직접투자 자본의 순유입 (3)	해외자본의 순유입 (4)	(3)/(4)의 절대값 (5)
1980	\$6.0	\$12.7	\$-6.7	\$5,302.7	0.13%
1981	102.0	25.7	76.3	4,646.0	1.64
1982	69.0	127.4	-58.4	2,649.6	2.20
1983	68.5	126.3	-57.8	1,606.0	3.60
1984	110.2	37.1	73.1	1,372.6	5.33
1985	233.5	33.6	199.9	887.4	22.53
1986	435.0	110.4	324.6	-4,617.0	7.03
1987	601.1	182.9	418.2	-9,853.9	4.24
1988	871.0	151.3	719.7	-14,160.7	5.08
1989	758.4	305.3	453.1	-5,054.6	8.96
1990	715.3	820.1	-104.8	2,179.4	4.81
1991	1,115.5	1,357.2	-241.7	8,727.7	2.77
1992	551.0	1,047.5	-496.5	4,528.5	10.96
1993	515.7	1,056.0	-540.3	-384.6	140.48
1994	790.7	2,072.9	-1,282.2	4,530.8	28.30

자료 : 한국은행, 「국제수지」, 「국민계정」, 각호.

주 : 1. (3)=(1)-(2).

2. (4)는 경상수지적자임.

〈표 2-3〉은 해외자본의 유출입 중에서 직접투자자본의 이동이 차지하는 비중을 보여준다. 이 표에서 사용된 직접투자자료는 현지에서 실행된 투자의 규모가 아니라 한국은행에서 발표한 國際收支上의 직접투자이다. 이 표에 의하면 최근 들어 한국에서의 대내외 직접투자의 규모가 급속히 증가하고 있음을 알 수 있다. 외국인직접투자의 경우 본격적인 자유화 조치에 힘입어 1984년 이후 급격한 증가 추세를 보이다가 정부의 지속적인 규제완화조치 미흡과 투자여건의 미성숙 등에 따르는 외국기업들의 실망감이 커지면서 1980년대 후반 이후에는 한동안 감소하는 추세를 보였다. 그후 1994년도에 들어오면서 정부규제의 완화기대와 각

중부양책에 힘입어 다시 증가하는 추세를 보이고 있다.

특기할 현상은 최근 들어 한국기업의 해외직접투자가 급격히 증가하고 있다는 것이다. 경상수지흑자를 기록했던 1980년대 후반부터 증가추세를 보이기 시작한 우리 기업의 해외진출은 1990년대로 접어들면서 급속히 가속화되고 있다. 열(1)과 열(2)를 비교해보면 1990년대에 들어와서는 절대액에 있어서도 한국기업의 해외투자가 외국기업의 국내투자를 능가하고 있음을 알 수 있다. 1994년도에는 외국인직접투자가 전년도에 비해 60%정도 증가한 반면 우리 기업의 해외직접투자는 두 배 가까이 증가하였다.

열(3)은 직접투자자본의 純流入規模를 보여주고 있다. 이를 경상수지적자로 표시된 해외자본의 순유입(열 4)과 비교해 보면(열 5) 1990년대 들어오면서 절대값 기준으로 직접투자자본의 순규모가 경상수지불균형의 규모에 비해 그 비중이 상대적으로 증가하고 있음을 알 수 있다. 제Ⅳ장에서 자세히 논의하듯이 만약 국제투자자들이 위험기피등의 이유로 국제금융자본의 순거래를 스스로 제한한다면 국제직접투자와 관련된 자본이동의 중요성이 매우 커질 것이라는 예측이 가능하다. 바꾸어 말해 직접투자는 기술이나 경영 등 자본외적인 요소 때문에 포트폴리오투자와 구분되기도 하지만, 자본시장개방하에서 포트폴리오투자자들이 국제투자의 순규모를 증가시키는 것을 꺼려하는 경우 해외자산구입에 따르는 여러 가지 위험을 우회하여 국제자본의 순이동을 촉진시키는 자본축적효과를 낼 수 있다는 가설이 가능하다.

〈표 2-4〉는 國際收支上의 직접투자와 현지에서의 실제 투자규모를 보여주는 재무부 허가기준 직접투자를 비교한 것이다. 허가기준으로 본 외국인직접투자와 해외직접투자도 앞서 관찰한 국제수지기준 직접투자와 비슷한 추이를 보이고 있다. 열(5)와 열(6)은 실제로 행해지는 직접투자와 직접투자자본의 국제이동간의 차이를 보여주고 있다. 물론 허가를 받은 후에 투자를 포기하는 사례도 있겠지만 이 이유만으로 두 개념의 차이를 설명하기는 힘들다. 일반적으로 해외로 진출하는 기업의 경우 초기에는 母企業으로부터의 자본이전에 투자자원을 의존하

<표 2-4>

직접투자자본의 이동과 현지재원조달

(단위 : 백만달러, %)

	국제수지기준		재무부 허가기준		(1)/(3) (5)	(2)/(4) (6)
	외국인 직접투자(1)	해외 직접투자(2)	외국인 직접투자(3)	해외 직접투자(4)		
1980	\$6.0	\$12.7	\$143.1	\$22.8	4.2%	55.8%
1981	102.0	25.7	153.2	108.9	66.6	23.6
1982	69.0	127.4	186.0	121.4	37.1	104.9
1983	68.5	126.3	269.4	83.0	25.4	152.2
1984	110.2	37.1	422.3	69.9	26.1	53.1
1985	233.5	33.6	532.2	219.6	43.9	15.3
1986	435.0	110.4	353.7	364.9	123.0	30.3
1987	601.1	182.9	1,063.3	371.1	56.5	49.3
1988	871.0	151.3	1,282.7	479.3	67.9	31.6
1989	758.4	305.3	1,090.3	943.3	69.6	32.4
1990	715.3	820.1	802.6	1,610.5	89.1	50.9
1991	1,115.5	1,357.2	1,396.0	1,510.7	79.9	89.8
1992	551.0	1,047.5	894.5	1,210.4	61.6	86.5
1993	515.7	1,056.0	1,043.3	1,871.5	49.4	56.4
1994	790.7	2,072.9	1,316.5	3,587.2	60.1	57.8

자료 : 한국은행, 「국제수지」, 재정경제원 「재정금융통계」, 각호

는 경우가 많지만 어느 정도 경영이 성숙된 후에는 子企業의 社內留保나 現地에서의 借入을 통해 재원조달을 하는 경향이 크다<sup>2)</sup>. 몇몇 예외적인 경우를 제외하고는 우리 나라의 대내외 직접투자의 경우 재무부 허가기준 투자규모가 국제수지기준 투자자본이동의 규모보다 큰 것으로 나타나고 있다.

<표 2-5>는 우리나라에서 국제직접투자가 고정자본축적에 미치는 효과의 비중을 보여주고 있다. 외국인직접투자와 우리기업의 해외투자, 그리고 국내 순고정투자를 대비한 열(3)들을 보면 일견 국제직접투자자본이 우리 나라의 생산자본

2) 해외투자기업 현지차입의 중요성은 제Ⅳ장에서 논의한다.

〈표 2-5〉

## 직접투자와 국내고정자본축적

	외국인직접투자의 비중(%)			해외직접투자의 비중(%)		
	총고정투자	비주거용 고정투자	순고정투자	총고정투자	비주거용 고정투자	순고정투자
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
1980	0.77	0.94	1.04	1.23	1.50	1.65
1981	0.80	0.94	1.14	0.57	0.67	0.81
1982	0.89	1.08	1.32	0.58	0.70	0.86
1983	1.13	1.40	1.67	0.35	0.43	0.51
1984	1.63	1.94	2.48	0.27	0.32	0.41
1985	2.02	2.38	3.11	0.83	0.98	1.28
1986	1.13	1.33	1.74	1.17	1.37	1.80
1987	2.59	3.01	4.01	0.90	1.05	1.40
1988	2.23	2.64	3.46	0.83	0.98	1.29
1989	1.56	1.87	2.32	1.35	1.62	2.01
1990	0.86	1.11	1.20	1.75	2.24	2.43
1991	1.28	1.66	1.73	1.47	1.91	1.99
1992	0.80	1.03	1.10	1.09	1.39	1.49
1993	0.88	1.15	1.22	1.57	2.06	2.18
1994	0.95	1.21	1.31	2.32	2.95	3.20
1980-84	1.05	1.26	1.53	0.60	0.72	0.85
1985-89	1.90	2.25	2.93	1.02	1.20	1.56
1990-94	0.95	1.23	1.31	1.64	2.11	2.26

자료 : 한국은행, 「국민계정」, 재정경제원 「재정금융통계」, 각호.

축적에 미치는 영향이 그다지 크지 않을 것이라는 결론을 내리기 쉽다. 다른 나라들의 경험을 보아도 이러한 類의 자료가 직접투자의 경제적 효과를 과소평가하는 근거로 사용되는 경우가 있다. 그러나 이 표의 자료를 보다 면밀히 분석하고 나아가 여기에 반영되지 않은 요인들을 종합해 보면 국내자본축적에 미치는 직접투자의 효과가 예상 밖으로 클 수 있음을 입증할 수 있다. 첫째, 〈표 2-5〉에

나와있는 순고정투자는 주거용투자를 합한 것이다. 반면 우리 나라의 대내외직접투자는 대부분 비주거용투자이기 때문에 직접투자가 생산자본축적에서 차지하는 실제 비중은 표의 수치보다 클 것이다. 둘째, 앞에서도 논의하였듯이 외국인 기업의 실제투자는 국제수지상의 직접투자자본이동보다 큰 것이 보편적이며 자본시장의 자유화가 가속화될수록 이 차이는 커지게 될 것이다. 이런 이유 때문에 직접투자가 국내자본형성에 미치는 효과는 표의 수치보다 크다고 볼 수 있으며 앞으로 더욱 커질 것으로 보인다. 셋째, 만약 이 논문에서 언급하는 것처럼 직접투자를 통한 순자본이동효과가 포트폴리오투자를 통한 순자본이동효과보다 크다면 자본시장개방과 함께 正의 효과이건 負의 효과이건 직접투자가 국내자본형성에서 차지하는 비중이 매우 커질 것으로 예측된다.

요컨대, 과거에는 포트폴리오 자본의 국제이동이 제한된 상태에서 경제정책의 기조와 일치하는 범주내에서 직접투자가 행해졌는데 국내자본형성에 비해 그 규모가 그리 크지 않았다. 최근 들어 금융자본시장의 개방이 가속화되면서 직접투자의 국내자본축적효과가 상대적으로 작아질 것이라고 보는 견해들이 많지만 포트폴리오의 순이동이 예상 밖으로 그리 크지 않다는 관찰을 염두에 두면 이 논문에서 강조하는 것과 같은 직접투자형 순자본이동의 효과가 매우 클 수 있다는 결론이 나온다. 다음 장에서는 자본의 국제이동성이 증가하고 있음에도 불구하고 국제자본시장의 분할현상은 여전히 지속될 수 있다는, 즉 국제자본거래의 순규모가 크지 않을 수 있다는 일견 역설적인 현상을 검토한다.



### Ⅲ. 資本의 國際移動性과 國際資本市場의 分割

#### 1. 資本의 國際移動性

앞장에서 보았듯이 우리 나라의 자본축적에 대한 외국자본의 기여는 1980년대 중반으로 들어오면서 점차 감소하기 시작하였다. 經常收支가 黑字를 기록했던 1980년대 후반을 거쳐 1990년대로 들어오면서 1970년대와 같은 규모의 해외저축차입은 보기 힘들게 되었다. 借款을 중심으로 한 과거의 국제자본이동은 자본시장의 자유로운 가격기능에 의한 것이 아니라 정부의 경제성장정책의 일환으로서 상당한 정도 계획적으로 행해졌기 때문에 근래에 관심의 대상이 되고 있는 국제자본이동관련 정책논의와는 거리가 있다. 최근 들어 정보·통신기술의 발달과 투자위험을 극소화하기 위한 新種 金融商品의 지속적 개발로 세계자본시장이 급속히 통합되어가고 있다. 나아가 지역간, 다자간 자유무역협상의 결과로 국제자본이동에 관한 법적·제도적 장애가 상당한 정도 제거된 것도 자본의 국제이동을 증가시키는 이유라 할 수 있다.

따라서 국제자본이동과 관련된 문제들 가운데 앞으로 정책적으로 가장 큰 관심의 대상이 되는 것 중의 하나는 國內貯蓄의 변화가 국내자본축적에 미치는 영향의 정도이다. 국가간 자본이동이 완전히 자유로운 상태에서 위험조정을 거친 각국의 세후수익률이 일치할 때까지 자본이 이동한다면 국내저축과 국내투자의 상관관계는 매우 작을 것이다. 이 경우 국내자본형성을 목적으로 한 저축유인의 실효성은 매우 작을 것이다. 반면 국내투자유인의 제공은 외국자본의 유입을 유도할 수 있을 것이다. 또한 국제자본이동이 갖는 소득분배효과도 폐쇄경제의 경우와 현저하게 달라질 가능성이 있다. 자본의 순이동이 커질수록 勞動과 같이 이동성이 작은 생산요소의 후생은 감소할 것이다.

國家間 資本移動性이 최근 들어 현격하게 증가하고 있다는 증거는 다양하게



제시되고 있다. 과거 많은 나라들이 資本統制를 부과하고 있을 때에는 같은 통화표시와 같은 만기의 자산이라 하더라도 국가간에 수익률 차이가 나는 경우가 많았다. 자본통제가 제거된 선진국들의 최근 경험을 보면 이러한 수익률 차이를 거의 발견하기 힘들다. 또한 다른 통화로 표시된 비슷한 성격의 자산인 경우라 하더라도 이들간 수익률 차이는 환율의 예상변화율을 반영하게 된다. 이 두 가지 예는 위험부담이 없는 아비트리지인 경우 국제금융기관들에 의해 거의 완벽하게 그 기회가 소진됨을 보여준다.

물론 국제자본이동이 위험부담 없는 아비트리지에 국한된 것은 아니다. 1992년 9월 EMS의 붕괴때 보여진 것처럼 通貨가치의 변화를 예상하여 움직이는 投機資本의 양도 적지 않다고 하겠다. 또한 利子所得에 대한 자국의 課稅를 회피하기 위해 외국의 금융중개기관을 통하여 해외에 투자하는 경우도 무시할 수가 없다. Gordon and Jun(1993)은 OECD 주요국의 자본이동형태를 연구하면서 포트폴리오투자의 경우 국가간 세후수익율의 차이보다는 自國資本課稅의 回避可能性 여부가 자본의 국제이동을 좌우하는 보다 중요한 요인이라고 하였다. 이들은 또한 자본통제가 없고 투자자가 외국의 금융기관을 이용하는 경우에는 정부가 해외증권투자의 수익에 대한 정보를 알기 힘들기 때문에 自國의 資本所得稅率을 낮추는 경향이 있다고 하였다. 최근 들어 급증하고 있는 派生金融商品들도 국가간 자본이동이 과거보다 용이해졌음을 반영한다고 할 수 있다. 이들 금융상품들은 통화와 이자율거래와 관련된 것들이 주종을 이루며 그 총액은 10조달러를 초과하고 있는 것으로 추정되고 있다.

이처럼 자본이 국가간에 자유롭게 이동한다는 증거는 충분히 제시되어 있다. 그럼에도 불구하고 국제자본시장이 국내자본시장과는 달리 상당한 정도 분할되어 있다는 실증적 증거가 존재한다.

## 2. 國際資本市場分割의 證據

국제자본시장이 분할되어 있다는 증거 중 가장 논란의 대상이 되는 것은 Feldstein and Horioka(1980)가 처음으로 제시한 국내투자와 국내저축의 일대일 관계에 가까운 상관관계이다. 주요 OECD국가의 장기에 걸친 평균 투자율과 저축률을 회귀분석한 이 결과는 뒤따르는 유사한 분석에서도 비슷하게 입증되었다.<sup>3)</sup>

〈표 3-1〉은 몇몇 주요국들의 총투자율과 총저축률을 비교한 것이다. 이 표에 의하면 국내저축률이 높은 나라들은 국내투자율도 높게 나타나고 있다. 바꾸어 말해 국내에서 저축된 재원은 해외로 유출되지 않고 대부분 국내에 투자된다는 것이다. 물론 단기적으로는 거시경제학적인 요인들에 의해 이 두 비율의 차이, 즉 경상수지 불균형이 어느 정도 발생할 수 있다. 그러나 표에 나와있는 5년간의 평균치에서 볼 수 있듯이 장기적으로는 대체로 총저축률이 높은 나라에서 총투자율도 높게 나타나고 있다.

구체적으로 한국, 일본, 대만의 경우는 총저축률과 총투자율이 높은 경우이고 미국, 영국은 두 비율이 모두 낮게 나타나는 경우이다. 특히, 주요 선진국들이 자본통제를 대부분 제거하고 국제자본시장의 통합이 가속화된 1980년대로 접어들어서도 저축-투자의 높은 상관관계는 여전히 유지되고 있음을 알 수 있다. 경상수지흑자가 컸던 1980년대의 일본의 경우를 보면 경상수지흑자(자본의 해외유출) 폭이 GDP의 3%를 넘지 않음을 볼 수 있는데 이는 일본의 총투자-GDP비율이 30%에 가까운 것에 비해서는 상당히 작은 규모라고 할 수 있다.

〈표 3-2〉는 국제자본이동의 증가가 국내투자-저축의 상관관계에 미치는 영향을 기간별로 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. Feldstein and Bacchetta(1991)가 23개 OECD국가들의 횡단면자료를 분석한 이 연구는 1980년대에 들어와 국내저축의 국내투자비율이 다소 낮아지는 경향이 있지만 여전히 양자간의 상관관계가

3) Feldstein (1983), Murphy(1984), Penati and Dooley(1984), Summers (1988) and Feldstein and Bacchetta(1991)등

〈표 3-1〉

## 주요국의 투자율 및 저축률

	한국	일본	미국	영국	프랑스	독일	대만
	총투자율						
1975	28.6%	33.0	16.5	18.1	23.1	20.1	30.5
1976	26.5	31.9	17.7	19.7	24.5	21.6	30.7
1977	28.3	31.0	19.5	19.4	23.5	21.4	28.3
1978	32.5	31.0	20.5	19.2	22.1	21.6	28.3
1979	35.8	32.5	20.0	19.2	22.9	24.1	33.1
1980	31.9	32.3	19.7	17.0	24.1	23.6	33.9
1981	29.9	31.3	20.8	15.2	21.9	21.2	30.1
1982	28.9	29.9	18.3	15.8	21.9	19.7	25.3
1983	29.4	28.1	18.4	16.5	20.0	20.6	23.5
1984	30.6	28.0	21.2	17.3	19.1	20.6	22.0
1985	30.3	28.1	20.2	17.3	19.0	19.8	18.8
1986	29.2	27.7	19.5	17.0	19.7	19.7	17.2
1987	30.0	28.4	19.0	18.0	20.2	19.5	20.2
1988	31.1	30.3	18.5	20.4	21.5	20.2	23.1
1989	33.8	31.4	18.4	21.0	22.2	21.0	22.6
1975-79	30.3	31.9	18.8	19.1	23.2	21.8	30.2
1980-84	30.1	29.9	19.7	16.4	21.4	21.1	27.0
1985-89	30.9	29.2	19.1	18.7	20.5	20.0	20.4
	총저축률						
1975	18.1	32.4	18.0	16.1	23.2	21.1	26.7
1976	24.2	32.6	18.3	18.1	23.0	22.5	32.3
1977	27.5	32.2	19.1	19.4	22.8	22.2	32.6
1978	29.9	32.4	20.3	19.8	22.7	23.0	34.4
1979	28.5	31.6	20.4	19.2	22.9	23.3	33.6
1980	23.2	31.2	20.1	18.2	23.5	21.9	32.4
1981	22.9	31.6	21.0	17.1	21.1	20.6	31.4
1982	24.4	30.6	18.2	17.0	19.8	20.5	30.2
1983	27.6	29.8	17.3	17.1	19.2	21.4	32.2
1984	29.9	30.8	18.7	17.2	19.1	22.0	33.9
1985	29.8	31.7	17.3	17.8	19.0	22.2	33.7
1986	33.7	31.9	16.1	16.2	20.2	24.0	38.6
1987	37.3	32.4	15.6	16.0	20.0	23.7	38.7
1988	39.3	33.5	16.0	15.6	21.2	24.5	35.0
1989	36.2	33.9	16.6	15.6	21.9	25.8	31.3
1975-79	25.6	32.2	19.2	18.5	22.9	22.4	31.9
1980-84	25.6	30.8	19.1	17.3	20.5	21.3	32.0
1985-89	35.3	32.7	16.3	16.2	20.5	24.0	35.5

자료 : 한국은행, 「조사통계월보」, 1995.10

〈표 3-2〉                      국내저축이 국내투자에 미치는 효과

	총투자	순투자
1960-1986	0.791 (0.094)	0.865 (0.111)
1960-1969	0.914 (0.063)	0.913 (0.081)
1970-1979	0.805 (0.121)	0.864 (0.122)
1980-1986	0.607 (0.126)	0.792 (0.136)

자료 : Feldstein and Bacchetta (1991)

주 : ( )는 표준오차임.

매우 높게 나타나고 있음을 보여준다. 이러한 결과는 총투자기준이건 감가상각을 제외한 순투자기준이건 일관성 있게 나타나고 있다. 요컨대, 저축과 투자와의 유의적 상관관계는 비교적 국제자본이동이 자유로워졌다고 볼 수 있는 주요 선진국들의 최근 환경하에서도 여전히 유지되고 있음을 알 수 있다.

〈표 3-3〉은 한국의 국내저축과 해외저축의 국내자본형성에 대한 기여도를 대 GDP비율로 보여주고 있다. 1980년대에 있어 우리 나라의 총투자율과 총저축률은 사실상 일대일의 관계를 보이고 있다. 이 표에서 볼 수 있듯이 短期에 있어서는 景氣사정이나 通貨政策 등의 이유로 국내저축과 국내투자의 차이가 있을 수 있지만 장기적으로는 그 차이가 크지 않음을 알 수 있다. 1980년대를 전반기와 후반기로 나누어 보면 이러한 경향이 뚜렷이 부각된다. 1980년대 전반기에는 국내투자율이 저축률보다 4.5%정도 높은데 비해 1980년대 후반기에는 저축률이 투자율보다 4.4%정도 높게 나타나고 있다. 그러나 1980년대 전체를 보면 총저축률과 투자율이 거의 일치하고 있다. 1980년도부터 1994년까지의 5년기준 평균치에서도 저축률과 투자율이 정확히 일치하지는 않지만 비슷한 방향으로 움직이고 있음을 볼 수 있다. 물론 우리 나라의 경우 국내자본시장에 대한 資本統制가 완

〈표 3-3〉

## 한국의 국내저축과 국내투자

(단위 : %)

	총자본형성/GDP (1)	국내저축/GDP (2)	해외저축/GDP (3)
1980	31.6	23.0	8.6
1981	29.4	22.5	6.9
1982	28.6	24.1	4.4
1983	29.0	27.2	1.8
1984	30.1	29.4	0.7
1985	29.6	29.2	0.4
1986	28.7	33.1	-4.4
1987	29.8	37.1	-7.3
1988	31.1	39.2	-8.1
1989	33.6	36.1	-2.4
1990	36.9	35.8	1.1
1991	38.9	35.9	3.0
1992	36.6	34.7	1.9
1993	35.1	35.1	0.0
1994	35.9	35.1	0.9
1980-1989	30.1	30.1	0.1
1980-1984	29.7	25.3	4.5
1985-1989	30.6	34.9	-4.4
1990-1994	36.7	35.3	1.4

자료 : 한국은행, 「국민계정」.

화되기 시작한 것이 극히 최근의 일이므로 國內貯蓄과 國內投資와의 상관관계가 클 수밖에 없을 것이다. 1980년대 초반에 이르기까지 국내자본형성에서 해외저축의 비중이 컸던 것은 사실이지만 이는 앞서 몇 차례 언급하였듯이 정부의 의도적인 자본유입정책의 결과이므로 자본개방시대의 외국자본관리정책에 대한 시사점은 그리 크다고 볼 수 없다.

이상에서 논의한 것과 같은 국내저축과 국내투자의 상관관계를 단순히 통계상의 문제로 보는 시각도 없지 않다. 예컨대 生産性的의 변화나 경기순환이 국내투자와 국내저축을 유사한 방향으로 움직이게 할 수 있다는 것이다. 그러나 이러한 견해는 <표 3-3>에서와 같이 일 국의 저축-투자비율의 시계열상의 상관관계를 설명할 수는 있지만 <표 3-2>에서 보여주는 것과 같은 여러 국가간의 장기간에 걸친 평균치를 설명하기는 힘들다. Obstfeld(1986)는 국내저축과 국내투자에 공통적으로 영향을 주는 人口增加率이나 經濟成長率과 같은 제삼의 변수가 회귀방정식에서 제외됨으로써 발생하는 회귀계수 측정의 오류를 지적하였지만 이러한 변수를 추가한 분석에서도 원래의 결과와 크게 다르지 않았다.<sup>4)</sup>

저축과 투자와의 관계를 一國內의 여러 地域間에 걸쳐 분석한 결과들(Frankel, 1993)에 의하면 이 두 변수간의 상관관계가 0에 가깝게 나타남을 알 수 있다. 이 결과는 국내자본시장에 비해 국제자본시장이 분할되어 있다는 또 다른 증거로 해석할 수 있다. 한편 OECD국가들의 자본-GDP비율을 분석한 Maddison(1991)은 장기간에 걸쳐서도 이 비율이 국가간에 근접하지 않음을 보여주고 있다. 만일 국제자본시장이 효과적으로 통합되어 있다면 개별 국가들의 자본-소득비율이 시간이 흐름에 따라 서로 근접하게 될 것이다. 포트폴리오투자의 국가간 배분을 연구한 French and Porterba(1990)에 의하면 미국 포트폴리오의 94%가 미국내의 자산에 투자되고 일본 포트폴리오의 98%가 일본내의 자산에 투자되는 것으로 나타나고 있다.

이상의 문헌에서 나타난 증거들을 종합해 보면 국내자본시장에 비해 국제자본시장이 아직도 상당한 정도 분할되어 있음을 알 수 있다. 바꾸어 말해 국제자본거래의 총규모가 현저하게 커졌음에도 불구하고 순거래규모(net position)는 그렇게 빨리 증가하지 않고 있다는 것이다. 이하에서는 이러한 국제자본시장 분할현상이 자본의 국제이동성 자체와 상치되는 것이 아님을 설명하는 두 가지 이론적

4) Feldstein and Bacchetta(1991)

입장을 제시한다. 하나는 자본이 국가간에 자유롭게 이동할 수 있는 법적·제도적 환경은 구비되어 있지만 위험을 기피하는 투자자들의 선택에 의하여 국내저축이 국내자산에 투자된다고 보는 견해이며, 다른 하나는 경상수지의 균형을 유지하고자 하는 정책의 일환으로 정부가 민간저축의 변화를 재정적자를 통해 상쇄시킨다는 견해이다. 각 견해에 따라 정부가 취해야 할 국제자본이동정책의 성격이 달라질 것이다.

### 3. 投資者의 危險忌避와 資本移動

일반적으로 통합된 자본시장에 있어서의 이자율 아비트러지는 명목이자율의 경우에만 해당된다(Frankel 1986). 자본의 이동성이 완전한 경우에는 예상된 물가 상승률과 예상된 환율변화율이 일치하는 기간동안 실질이자율이 동일하게 유지될 수 있다. 그러나 구매력평가설은 단기에서는 물론 10년 정도의 기간에서도 성립되지 않을 수 있으므로 자본의 이동성 자체가 예상실질이자율의 국가간 일치를 의미하는 것은 아니다. 따라서 일국의 저축이 일국의 국내투자를 증가시키는 현상은 명목이자율 아비트러지조건과 상치되는 것이 아니다.

구매력평가설이 적용되는 장기의 경우라 하더라도 투자자의 위험기피도를 고려하면 명목이자율의 국가간 차이가 예상되는 환율의 변화와 일치하지 않을 수 있다. 예컨대 10년 정도의 장기투자를 고려하는 투자자의 경우 해외취득소득에 대한 조세의 변화나 투자관련 정책이나 제도의 변화에 따르는 위험부담을 무시할 수 없다. 일반적으로 이자율이나 환율의 변화에 따르는 위험을 헤지하는 수단은 장기투자의 경우 제한적이다. 이 경우 위험기피자인 투자자는 자국의 통화로 발행된 자산을 선호하게 된다. 이 결과로서 장기적으로 국가간에 실질이자율의 차이가 있을 수 있다.

위험기피자인 투자자는 일반적으로 수익률과는 비례하게, 위험과는 반비례하

계 자산간에 富를 배분한다. 위험기피도가 매우 높은 투자자인 경우에는 설사 해외자산의 수익률이 높다 하더라도 국내자산에 투자하는 비중을 높일 것이다. 이러한 투자자들의 적정자산배분이 총투자가치와 독립적이라면 저축의 증가분은 주로 국내에 투자될 것이다. 요컨대 설사 투자자들이 원하는 해외자산을 구입하는 것이 자유롭게 허용되는 경우라 하더라도 실질장기수익률이 국가간에 일치하리라는 보장은 없는 것이다.

#### 4. 國際收支均衡과 財政政策

구매력평가설의 불완전한 성립과 국제투자자들의 위험기피도를 가지고도 국내 투자와 국내저축간의 상관관계를 설명할 수 있지만 한편으로는 이러한 현상이 정부의 의도적인 經常收支均衡政策의 산물일 가능성도 있다. 정부가 무역수지의 불균형을 장기간에 걸쳐 허용하지 않으려 하는데는 여러 가지 이유가 있을 수 있다. 무역적자의 증가는 수출이 감소하거나 국내생산의 일부가 수입에 의해 대체됨을 의미한다. 이때 영향을 받게 되는 國內産業은 정부로 하여금 무역적자 감소정책을 펴도록 요구할 것이다. 국내상품에 대한 수출수요의 증가로 무역적자가 감소되는 경우 국내경제에 잉여설비가 존재하느냐가 무역적자평가의 중요한 관건이 된다. 완전고용경제에서 수출이 증가한다는 것은 다른 재화나 서비스의 생산이 감소함을 의미한다. 이 경우 영향을 받는 국내산업은 정부의 무역정책이 반전되기를 요구할 것이다.

정부는 무역수지가 국내생산에 미치는 효과 이외의 다른 이유에 의해서도 무역수지의 장기적인 불균형을 허용하지 않을 수 있다. 예컨대 장기적인 무역불균형에 수반되는 자본의 국제유출입은 資本課稅收入과 직결될 수 있다. 일반적으로 조세수입의 목적을 위해서는 국내자본이 해외로 유출되는 것보다 해외에서 자본이 국내로 유입되는 것이 더 바람직하다. 또한 현재 무역흑자국인 경우 무



역후자의 감소를 통해 交易條件의 개선을 추구할 유인이 있다. 또한 교역조건이 개선되는 경우 자국통화가치의 상승으로 국내물가에 유리한 영향을 가져올 수도 있다.

정부는 무역수지나 경상수지를 균형으로 회복시키기 위하여 다양한 정책을 펼 수 있다. 단기적으로는 통화정책을 이용하여 환율이나 경제활동의 수준을 조정할 수 있다. 정부는 또한 재정정책을 통하여 국내민간저축과 국내저축간의 괴리를 축소할 수 있다. 이러한 재정정책의 수단으로는 우선 財政赤字의 조정을 들 수 있다. Summers(1988)에 의하여 주장된 이 견해에 의하면 민간저축이 국내투자보다 커서 자본의 해외유출 즉 경상수지후자가 예상될 때 정부는 공공저축을 줄여, 즉 재정적자를 증가시켜 민간저축의 일부를 상쇄한다고 본다. 국내투자와 국내민간저축을 조정하기 위한 재정정책의 또 다른 수단은 각종 조세유인이다. 저축의 세후이자율을 조정하는 각종 정책이나 투자세액공제, 감가상각 등 투자의 자본비용을 조정하는 정책 등이 여기에 해당한다.

재정정책 중 재정적자의 의도적인 조정이 현실적으로 경상수지균형정책이 될 수 있는가에 대해서는 논란의 여지가 있다. Summers의 견해에 의하면 재정적자는 內生的인 정책변수로서 사용된다. 반면 재정적자가 경상수지균형정책의 수단으로 사용되기보다는 보다 정치적인 요인들에 의하여 결정된다고 보는 견해에 의하면 재정적자의 증가는 국내저축의 감소를 통해 국내투자의 구축을 초래하는 측면이 더 강할 수 있다.

〈표 3-4〉는 이러한 상반된 견해에 대하여 OECD국가들의 경험을 자료로 한 실증적인 분석들을 요약한 결과이다. 두 번째 줄의 결과는 재정적자가 내생적이라는 전제하에 민간저축과 국내투자의 차이가 재정적자에 어떠한 영향을 미치는가를 보여준다(Summers, 1988). 구체적으로 저축·투자의 갭이 1달러인 경우 재정적자가 평균적으로 70센트 정도 증가하고 이 결과로서 국내저축의 변동폭이 그만큼 줄어든다는 해석을 할 수 있다. 반면 재정적자가 외생적이라는 전제하에 이것이 국내투자에 미치는 영향을 분석한 결과를 보면(Feldstein and Bacchetta, 1991)

〈표 3-4〉                                 국내투자과 재정적자

재정적자의 역할	종속변수	독립변수	
외생적	국내투자	재정적자    국내민간저축 -0.865      0.699 (0.150)    (0.112)	1970-85
내생적	재정적자	국내민간저축-국내투자 0.715 (0.107)	1973-80

자료 : Feldstein and Bacchetta (1991)

Summers (1988)

주 : ( )는 표준오차임.

재정적자가 민간저축과 함께 국내저축의 한 구성요소라는 성격이 강함을 알 수 있다.<sup>5)</sup> 구체적으로 재정적자가 1달러인 경우 국내투자의 구축효과가 86.5센트가 됨을 보여준다. 공공저축의 변화가 민간저축의 변화보다 국내투자에 다소 큰 영향을 주는 것은(0.865 대 0.699) 정부가 재정적자에 직면해 있을 때는 자체투자를 의도적으로 적게 하는 경향이 있음을 반영하는 결과로 해석할 수 있다.

〈표 3-5〉는 우리 나라 국내저축 구성의 추이를 보여준다. 한국은행의 국민계정통계에서 추출한 민간저축(열 2)과 정부저축(열 3)을 비교해 보면 1980년대 전반기에서 1980년대 후반기 사이에 민간저축이 대 GDP비율로 19.5%에서 28.1%로 증가하였을 때 정부저축은 5.8%에서 6.8%로 증가하였음을 보여준다. 반면 1980년대 후반기와 1990년대 전반기를 비교해 보면 민간저축은 감소하였는데 비해 정부저축은 증가하였음을 알 수 있다. 재무부의 재정금융통계를 근거로 한 일반정부의 재정수지를 정부저축으로 사용한 열(4)의 경우를 보면 정부저축의 방향이 민간저축변화의 방향과 일치함을 알 수 있다.<sup>6)</sup> 이와 같은 시계열자료만을 가

5) 이 회귀방정식은 〈표 3-2〉의 국내투자과 국내저축을 관련시킨 방정식에서 국내저축부분을 민간저축과 공공저축(재정적자)으로 나누어 분석한 것이다.

6) 한국의 재정수지의 측정은 여러 가지 개념상의 문제점 때문에 일관성 있는 자료를 구

〈표 3-5〉

## 한국의 국내저축 구성

(단위 : %)

	국내저축 GDP (1)	민간저축 GDP (2)	정부저축(A) GDP (3)	정부저축(B) GDP (4)
1980	23.0	17.9	5.1	-2.5
1981	22.5	17.3	5.2	-3.8
1982	24.1	18.5	5.6	-3.2
1983	27.2	20.5	6.7	-0.9
1984	29.4	23.1	6.3	-1.0
1985	29.2	23.2	6.0	-1.4
1986	33.1	27.2	5.9	0.0
1987	37.1	30.6	6.5	1.1
1988	39.2	31.4	7.8	2.1
1989	36.1	28.2	7.8	1.3
1990	35.8	27.3	8.5	0.6
1991	35.9	28.1	7.7	-0.8
1992	34.7	27.0	7.7	-0.2
1993	35.1	26.6	8.5	1.8
1994	35.1	25.8	9.2	-0.9
1980-89	30.1	23.8	6.3	-0.8
1980-84	25.3	19.5	5.8	-2.3
1985-89	34.9	28.1	6.8	0.6
1990-94	35.3	27.0	8.3	0.1

자료 : 한국은행, 「국민계정」, 「한국은행의 통계」

주 : 1. 정부저축(A)는 국민계정 표21 '총저축과 총투자'에서 일반정부부문.

2. 정부저축(B)는 일반정부의 재정수지.

하기가 힘들다. 본 연구에서는 비교의 일관성을 유지하기 위하여 한국은행에서 발표한 자료를 사용하였다. 재정금융통계상의 재정수지와 〈표 3-5〉의 열(4)과는 정의의 차이 때문에 절대액에서는 차이가 있지만 연도별 변화의 추이는 일치한다.

지고는 우리 나라의 재정정책이 경상수지균형에 어떠한 영향을 미쳤는지를 쉽게 판단하기 힘들다. 과거의 정책경험을 보면 경상수지의 조정이 중요한 정책현안으로 대두되기 시작한 것은 1980년대 중반 이후라고 볼 수 있다. 따라서 표의 열(2)와 열(3)을 비교할 때 1980년대 후반과 1990년대 전반에 걸치는 기간동안 평균적으로 민간저축과 정부저축이 상반되는 방향으로 움직인 것은 주목할 가치가 있는 통계라고 할 수 있다.



## IV. 國際直接投資의 資本移動效果

### 1. 海外直接投資의 國內投資 代替效果

앞장에서는 국내저축과 국내투자간의 비교를 통하여 자본의 국제이동성을 설명하였다. 이 경우 자본은 주로 포트폴리오자본을 의미하게 된다. 국제직접투자의 경우 직접투자자본이 전체 자본이동에서 차지하는 비중은 그다지 크지 않을 수 있다.<sup>7)</sup> 그러나 국제자본시장이 분할되어 있는 측면이 강한 경우 국제직접투자가 실질적인 자본이동효과를 초래하는 역할이 부각될 수 있다. 실증적인 연구 결과가 미미한 분야이긴 하지만 1달러의 해외직접투자는 대체로 1달러에 가까운 국내투자의 감소를 가져오는 것으로 알려져 있다. 이러한 해외투자의 일대일 국내투자 대체효과는 여러 가지 이유로 설명할 수 있다. 우선 다국적기업의 재무정책 관행을 볼 때 기업내의 재원을 투자위치간에 배분하는 과정에 있어 모기업과 자기업을 독립적으로 생각하지 않는 것이 보편적이다. 바꾸어 말해 母企業의 國內投資가 증가하면 子企業의 海外投資 재원이 그만큼 감소한다는 것이다.

해외투자가 국내투자를 대체하는 현상은 국제자본시장의 분할에 대한 또 다른 증거로 해석할 수 있다. 만일 국제자본시장이 완벽하게 통합되어 있다면 기업의 해외직접투자 증가가 국내투자에 아무런 영향을 미치지 않을 것이다. 따라서 <표 2-3>에서 본 바와 같이 직접투자자본 純流入의 크기가 해외자본 전체의 순유입 크기에 비해 상대적으로 커지는 것은 매우 주목할 만한 현상이다. 종래의 분석들은 직접투자의 크기와 총자본이동의 크기를 일방적으로 비교하여(예컨대 외국인직접투자 대 총외국자본유입) 직접투자가 국제자본이동에서 차지하는 비중을 과소평가하는 경향이 있었다. 그러나 해외투자에 따르는 위험이나 해외정보의 불

---

7) 한국의 경우, <표 2-5>의 분석참조.

완전성으로 인하여 개별투자자의 해외자산취득이 제한적이거나 금융상품의 개발로 대부분의 해외투자 위험이 해지되는 경우 금융자산의 순해외거래는 앞으로도 예상만큼 크지 않을 수 있다. 반면 기업이 해외에 진출하는 직접투자의 경우 금융투자와는 전혀 다른 동기에 의하여 자본의 유출입이 결정되고 또 최근 들어 그 규모가 급속히 증가되는 추세를 보이고 있기 때문에 국제금융거래에서 직접투자의 중요성이 더욱 부각될 것으로 예상된다.

## 2. 現地借入의 純資本去來效果

해외직접투자는 앞서 언급한 국내투자대체효과 외에도 자기기업의 현지차입을 통한 국제자본의 순이동효과를 가져올 수 있다. 일반적으로 해외기업의 경우 국내기업의 경우와는 달리 자산에서 부채가 차지하는 비중이 높다. 그 이유로는 첫째, 利子費用이 과세소득에서 공제됨에 따라 부채자본의 비용이 주식자본에 비해 상대적으로 낮음을 들 수 있다. <표 4-1>을 보면 미국기업이 국내에서 투자하는 경우와 해외로 진출하는 경우의 자본비용을 비교하고 있다(Jun, 1995). 실질이자율이 5%라고 가정하고 현실적인 조세제도가 자본비용에 미치는 효과를 측정한 이 자료에 의하면 미국기업이 국내에 투자하는 경우 부채자본의 사용이 주식자본의 사용에 비해 5%정도 자본비용 감소효과를 가져온다. 반면 미국기업이 해외로 진출하는 경우에는 투자상대국마다 차이는 있지만 역시 현지차입이 모기업의 주식자본이전보다 상대적으로 유리한 재원조달방식임을 알 수 있다(열(1)과 열(5)). 또한 열(5)에서 볼 수 있듯이 해외투자의 경우 자본비용 감소효과가 국내투자의 경우보다 더 크게 나타남을 알 수 있다. 이의 주원인은 표에 나타난 투자상대국들의 國內法人稅率이 미국보다 높아서 이자공제의 혜택이 더 크게 나타나기 때문이다. 한국의 경우 주요 투자상대국에 비해 법인세율이 낮기 때문에 해외투자에 따르는 현지차입의 자본비용 감소효과가 크리라고 예상된다.

해외투자기업이 국내투자기업보다 부채의 가치를 높게 평가할 수 있는 또 하나의 이유는 해외차입이 자본의 국제이동을 유발하지 않고도 해외투자수익의 換危險을 헤지 할 수 있는 수단이 되기 때문이다. 또한 다국적기업의 경우 모기업과 자기업의 자산을 함께 부채조달의 담보로 사용할 수 있기 때문에 국내기업들의 부채조달과 관련된 파산위험 등이 상대적으로 작을 수 있다.

〈표 4-1〉 현지자원조달의 조세혜택(미국기업)

(단위 : %)

투자현지국	모기업 주식자본 (1)	자기업 사내유보 (2)	현지차입 (3)	자기업 사내유보 이득 (4)=(1)-(2)	현지차입 이득 (5)=(1)-(3)
U.S domestic	7.6	7.6	2.6	0.0	5.0
Japan	10.6	9.0	1.6	1.6	9.0
Canada	9.5	8.1	3.5	1.4	6.0
France	9.7	7.3	3.2	2.4	6.5
Germany	8.3	9.5	0.6	-1.2	7.7
Netherlands	7.8	7.1	2.8	0.7	5.0
United Kingdom	8.6	7.7	3.5	0.9	5.1
Italy	9.9	9.1	1.9	0.8	8.0

자료 : Jun(1995)

주 : 1.(1)-(2)는 실질이자율이 5%인 경우 조세효과를 포함한 자본비용임.

2. 자기업사내유보의 경우 조세유예제도를 가정하였음.

〈표 4-2〉는 미국에 투자하고 있는 전체 외국기업들의 자원조달구성비를 보여주고 있다. 미 상무부에서 행한 1987년의 서베이자료에 의하면 미국내 외국기업들의 부채비율이 77.6%(열 5)에 달하고 있다. 이는 미국 국내기업의 부채비율이 대체로 30%를 크게 넘지 못하는 것과 매우 대조적인 현상이다<sup>8)</sup>. 외국기업들의

8) 물론 이 경우 부채의 장부가격과 시장가격을 구별하는 문제가 발생한다. 일반적으로 해외투자의 경험이 오랜 나라의 경우 양 개념간의 차이가 크므로 부채비율의 측정 오류가 클 수 있다. 〈표 4-2〉의 경우와 같이 미국내의 외국인투자의 경우 1980년대에 들어와서 그 규모가 급증하였으므로 양 개념간의 괴리에서 오는 측정상의 오류가 매우 크다고 보기는 힘들다.



〈표 4-2〉

## 미국내 외국기업투자의 자원조달

(단위 : 백만달러, %)

	부채자본 (1)	주식자본 (2)	(1) in percent	(2) in percent	$\frac{(1)}{(1) + (2)}$
(1987)					
전체	\$622,422	\$180,181	100.0%	100.0%	77.6%
모기업	98,735	145,213	15.9	80.6	40.5
기타외국인	25,549	1,115	4.1	0.6	95.8
미국내 현지차입	498,139	33,583	80.0	18.8	93.6
(1992)					
전체	1,147,252	404,398	100.0	100.0	73.94
모기업	184,291	328,793	16.0	81.3	35.9
기타외국인	71,858	2,337	6.3	0.6	96.9
미국내 현지차입	891,103	73,267	77.7	18.1	92.4

자료 : 미 상무부 경제분석국, 「Foreign Direct Investment in the United States, Benchmark Surveys-1987, 1992」.

재원을 원천별로 분류해 보면(열 3, 열 4) 부채자본의 경우 대부분이 미국내의 현지차입이고(80%), 주식자본의 경우 모기업으로부터의 출자가 주종을 이루고 있다(80.6%). 이러한 결과는 1992년의 서베이에서도 비슷한 패턴을 보이고 있다.

이처럼 해외직접투자에 수반되는 해외차입의 규모가 큰 현상은 국제자본시장의 분할현상과 연관지어 볼 때 국제자본의 중요한 순거래효과를 유발한다. 즉 해외투자기업의 현지차입은 직접투자가 이루어지지 않았다면 가능하지 않은 투자재원이다. 현지차입은 대부분 해외자기기업의 투자에 사용되기 때문에 현지차입 자체가 국제간 자본이동을 초래하는 것은 아니다. 그러나 직접투자로 인해 낮은 비용의 해외자본에 접근할 수 있다는 사실은 값싼 해외자본이 국내로 유입되는 것과 국민소득의 차원에서는 유사한 효과를 낳는다고 할 수 있다.

요컨대 국제자본시장이 완벽하게 통합되어 있다면 직접투자에 따르는 현지부채조달이 자본이동 자체에 미치는 경제적인 효과가 크지 않을 것이다. 그러나 국제자본의 순이동이 제한되어 있는 상황에서는 첫째, 직접투자자본의 이동, 둘째,

직접투자에 따르는 현지차입이 모두 중요한 경제적 의미를 지니게 된다.



## V. M&A형 外國人直接投資의 國內資本蓄積效果

### 1. 國際直接投資戰略으로서의 M&A

직접투자는 현지국에서 새롭게 생산시설을 구축하는 경우(Greenfield investment 또는 Establishment)와 기존의 기업을 인수(Acquisition)하는 경우로 대별하여 생각할 수 있다. 실제 기업들이 어느 형태를 택하느냐는 넓게는 해외직접투자를 시도하는 동기에서부터 좁게는 특정기업의 해외진출전략에 이르기까지 다양한 요인이 있을 수 있기 때문에 일률적으로 말하기 힘들다. 그러나 국내에서 개발된 기술이나 정보를 해외시장에 걸쳐 内部化하는 경우와는 달리 단기간 내에 해외 시장에 침투하거나 이미 축적된 기술을 이전·인수하는 것을 목표로 하는 경우에는 기존 기업을 인수하는 것이 보다 효율적인 투자전략이라고 할 수 있다. 국제직접투자의 최근 추세를 보면 인수의 형태를 띤 직접투자의 비중이 커지고 있음을 알 수 있다.

〈표 5-1〉

미국내 직접투자의 형태

(단위 : 백만달러, %)

	투자액기준				투자건수기준			
	총투자 (1)	인수 (2)	설립 (3)	(2)/(1) (4)	총투자 (5)	인수 (6)	설립 (7)	(6)/(5) (8)
1988	\$72,692	\$64,855	\$7,837	89.2%	\$1,424	\$869	\$555	61.0%
1989	71,163	59,708	11,455	83.9	1,580	837	743	53.0
1990	65,932	55,315	10,616	83.9	1,617	839	778	51.9
1991	25,538	17,806	7,732	69.7	1,091	561	530	51.4
1992	15,333	10,616	4,718	69.2	941	463	478	49.2
1993	26,229	21,761	4,468	83.0	980	554	426	56.5
1994	47,244	43,095	4,149	91.2	1,025	753	272	73.5

자료 : 미상무부 경제분석국, 「Survey of Current Business」, 1995. 5.

〈표 5-1〉은 1980년대 들어 외국인직접투자의 가장 중요한 수혜국이자 국내 M&A가 가장 활발했던 미국의 통계를 보여준다. 우선 열(1)은 미국내 외국인직접투자에 대한 지출액의 추이를 보여주고 있다. 1980년대 후반 들어 급격히 증가했던 직접투자액이 1990년대로 들어서면서 감소하였다가 최근 다시 증가하는 추세를 보이고 있다. 이러한 직접투자의 浮沈은 미국내 경기나 조세·환율과 같은 거시경제적 요인과의 관련이 있겠지만 이 표에서 특히 주목할 만한 현상은 직접투자가 미국내의 M&A활동과 상당한 정도 관련이 있다는 점이다.<sup>9)</sup> 실제로 열(4)에서 보면 인수형태의 직접투자가 차지하는 비중이 전반적으로 높은 편이고, 특히 미국 내에서 M&A가 활발했던 시기(1980년대 중후반, 1990년대 중반)에 더욱 높았음을 알 수 있다. 투자건수를 기준으로 비중을 계산한 열(8)을 보면 인수형 직접투자의 비중이 투자액 기준보다는 상대적으로 낮음을 알 수 있다. 이는 M&A형 직접투자가 설립형 직접투자보다 평균적으로 규모가 크음을 나타내는 증거이다.

〈표 5-2〉는 세계 M&A의 추이를 미국을 중심으로 분석한 자료이다. 우선 세계적으로 1980년대 후반부에 M&A 붐이 일어났다가 1990년대 전반기에는 다소 주춤해지는 현상을 볼 수 있다. 표에는 나타나 있지 않지만 최근 들어 M&A가 다시 급증하고 있다는 것은 널리 알려진 사실이다. M&A시장으로서 미국의 비중은 1980년대 중반을 정점으로 지난 10여년간 감소하는 추세를 보이고 있다. 이는 미국이 1980년대 전반에서 중반에 이르기까지 세계 M&A를 주도했지만 1980년대 후반에 들어서면서 EC통합과 관련한 규제완화와 더불어 유럽국가들 내에서 M&A가 활발히 진행되었기 때문이다. 해외 M&A의 경우 미국시장의 중요성을 반영해 1980년대 중·후반에는 미국 국적이 아닌 기업들(특히 미국내에서)의 활동이 상대적으로 높은 비중을 보였으나 점차 미국기업들의 해외 M&A가 증가하는 추세를 보이고 있다.

9) Healy and Palepu(1993)는 횡단면 분석을 통해 외국기업의 M&A가 투자현지국의 국내 M&A에 의해 영향을 받는 측면이 강하다는 증거를 제시하였다.

<표 5-2>

세계 M&A의 추이

(단위 : 십억달러, %)

	국 내 M&A		해 외 M&A		세계전체
	미 국	기타국	미 국	기타국	
1985	\$192.9 (78.7%)	\$20.7 ( 8.4%)	\$3.7 (1.5%)	\$27.9 (11.4%)	\$245.2 (100.0%)
1986	204.0 (70.3)	51.2 (17.7)	3.6 (1.2)	31.3 (10.8)	290.1 (100.0)
1987	136.5 (51.2)	69.6 (26.1)	6.9 (2.6)	53.7 (20.1)	266.7 (100.0)
1988	192.4 (48.4)	126.7 (31.9)	11.9 (3.0)	66.2 (16.7)	397.2 (100.0)
1989	213.3 (42.0)	197.7 (38.9)	27.3 (5.4)	69.6 (13.7)	507.9 (100.0)
1990	124.3 (29.2)	224.1 (52.7)	20.3 (4.8)	56.4 (13.3)	425.1 (100.0)
1991	90.4 (28.1)	187.4 (58.3)	14.7 (4.6)	28.9 ( 9.0)	321.4 (100.0)
1992	100.0 (34.6)	159.5 (55.1)	14.2 (4.9)	15.6 ( 5.4)	289.3 (100.0)
1993	128.6 (43.0)	130.2 (43.6)	18.4 (6.2)	21.6 ( 7.2)	298.8 (100.0)

자료 : 「Mergers and Acquisitions」, 王允鍾(1995).

## 2. 外國人投資의 活性化와 國內市場에서의 M&A

우리 나라의 경우 그 동안 각종 규제나 거래관행상의 불이익 등의 이유로 외국자본의 국내진출이 그렇게 용이하지 않았다. 외국인투자의 경우 1960-1970년대의 경제개발과정에서는 수출이나 기술개발분야에 한정적으로 허용되었다가 1980년대에 들어오면서 일련의 자유화조치와 함께 1984년 이후 그 규모가 증가하기 시작하였다. 1980년대 후반에서 1990년대 초반에 이르기까지 국내외적 경기부진 등의 이유로 다소 주춤하긴 했지만 앞으로 계속 증가하는 추세를 보일 것으로 예상된다. 특히, WTO체제의 출범과 OECD 가입에 따르는 자본자유화조치의 일환으로 적어도 직접투자와 관련한 잔존 규제조항들이 상당한 정도 정비될 것으로 예상된다.

직접투자 외국인기업들은 자국정부를 통해 과거와 같은 합작투자나 신규기업설립 외에 국내기업의 인수까지 가능하게 하는 규제완화를 요구할 가능성이 높다. 현재로서는 외국인기업들의 국내기업 인수가 크게 제한되어 있지만 자본시장개방 일정에 따르면 1997년부터는 국내 M&A시장을 외국인투자자에게 개방하는 것을

〈표 5-3〉 외국인 직접투자의 투자거주지국별 구성

(단위 : %)

국 가	1962-71	1972-81	1982-86	1987-91	1992	1993	1994	1962-95.5
미 국	45.2	23.2	32.9	26.0	42.4	32.6	23.6	28.6
일 본	36.8	58.0	49.6	37.7	17.3	27.4	32.2	38.6
홍 콩	2.2	3.8	3.6	1.9	1.1	7.2	3.3	3.1
독 일	1.0	2.1	1.5	5.3	13.5	3.4	4.6	4.4
영 국	4.0	1.3	1.9	3.2	2.6	6.8	1.9	3.1
프랑스	0.2	0.9	1.6	2.7	3.3	3.8	4.3	2.7
화 란	2.3	1.7	1.1	13.3	4.9	12.6	5.1	0.5
스위스	0.0	1.9	3.7	3.9	4.1	0.7	0.8	-
합 계	91.7	92.9	95.9	94.0	89.2	94.5	75.8	81.0

자료 : 재무부, 「재정금융통계」.

원칙으로 하고 있다. 특히 〈표 5-3〉에서 볼 수 있듯이 전통적으로 미국과 일본이 우리 나라에 대한 주요 직접투자국임을 감안할 때 WTO협정이나 미국의 국내법을 근거로 한 미국의 통상압력은 어느 정도 예견되는 현상이라고 하겠다.

우리 나라에서는 아직 M&A가 대기업이 문어발식 확장을 꾀하는 수단 정도로 인식되어 있고 또 전통적으로 국내기업이나 산업에 대한 외국인의 통제에 대해 그다지 우호적인 입장이 아니었기 때문에 설사 문호가 개방된다 하더라도 1980년대 미국의 경험과 같은 적대적 M&A가 일어날 가능성은 높지 않다. 특히 상장기업의 외국인 주식매수 한도가 15%로 (개인은 3%)제한되어 있는 현시점에서는<sup>10)</sup> M&A에 필요한 주식취득을 실행하기도 힘든 상태이다. 그러나 이러한 제한도 점차 완화될 가능성이 높고 주식취득형태의 외국인직접투자가 활성화되리라는 것은 예상할 수 있다. 특히 한국이 OECD에 가입하게 되면 자본이동자유화와 관련한 OECD의 규정에 의거하여 현재의 자본시장 개방일정이 상당한 정도 수정될 가능성이 높다.

10) 이 제한은 점차 완화되어 가는 추세에 있다.

이러한 국내상황과 주요 선진국에서의 M&A형 직접투자 경험을 종합해 볼 때 앞으로의 국내 외국인직접투자의 상당 부분이 생산설비의 신규설립보다는 기존의 국내기업을 인수·합병하는 형식으로 진행될 가능성이 높다. 이 경우 외국인 투자의 국내자본축적효과는 과거보다 상대적으로 작아질 가능성이 높다. 물론 M&A형 외국인직접투자가 국내시장에 미치는 긍정적인 효과가 작은 것은 아니다. 외국기업의 본격적인 국내진출에 따라 국내시장에서의 경쟁이 촉진되고, M&A기법 등의 전수에 따라 국내시장에서의 경영합리화와 산업구조조정이 촉진될 수도 있다. 특히 최근의 M&A경향을 보면 투기성 부채자본에 의존했던 1980년대 식의 LBO(Leveraged buyout)가 아니라 저이자율, 은행의 풍부한 유동성, 주식시장의 활황에 따르는 기업순자산의 증가와 이에 수반하는 신주발행능력이 주원동력이 되고 있다. 또한 적대적인 M&A보다는 우호적인 거래가 최근 M&A의 주종을 이루고 있고, 전 기업의 인수가 아닌 대상기업자산의 일부를 취득하는 현상(subsidiary bear-hugs)이 많이 눈에 띄는 것도 최근 M&A의 큰 특징으로 꼽힌다. 요컨대 최근의 M&A는 단기적 이윤에 치중했던 1980년대 후반의 경우와는 달리 기업의 구조개편이나 경영합리화(restructuring 등) 차원에서 행해지는 것이 주류를 이루고 있다. 따라서 M&A형 외국인직접투자에 대한 평가는 이것이 국내자본형성, 국내경쟁촉진, 기업경영합리화와 산업구조조정 등에 미치는 효과를 종합적으로 고려하여 행해져야 할 것이다.





## VI. 要約 및 政策示唆點

최근 들어 국제자본시장의 통합이 가속화되면서 國際資本移動이 국내자본형성이나 국제수지에 미치는 효과 및 이와 관련한 정책수단에 대한 논의가 활발하게 진행되고 있다. 과거 우리 경제의 도약단계에서 외국자본의 도입이 국내생산자본형성에 중요한 영향을 미친 경험이 있지만 이처럼 정부의 계획적인 경제정책의 일환으로 유도된 국제자본이동은 국내자본시장의 자유화와 개방이 가속화되고 있는 현금의 경제상황에서 예상되는 외국자본의 유입이나 국내자본의 유출과는 그 성격이 다르다고 할 수 있다. 국가간 자본이동이 통제되어 있는 경우에는 국내에서 貯蓄된 자본이 국내의 投資機會에 사용되는 경향이 강할 것이다. 물론 국제자본이동이 제한되어있는 경우라 하더라도 완벽한 의미의 폐쇄경제가 아니라면 국내저축과 국내투자간에 괴리가 있을 수 있고 이는 곧 경상수지의 불균형으로 나타난다. 개발초기의 국가들이 부족한 투자재원을 조달하기 위하여 의도적으로 경상수지 적자를 유지하는 경우나 단기적 거시경제요인이나 정책의 영향으로 경상수지의 불균형이 나타나는 경우가 이에 해당한다. 그러나 이러한 종류의 불균형은 장기적으로는 상쇄되어 없어지거나 아니면 그 규모가 어느 정도 예견되어 있는 것이므로 정책수립의 관점에서는 국내저축이 대체로 국내투자에 사용된다는 폐쇄경제적 명제와 상치되지 않는다. 이 경우 국내저축과 국내투자에 영향을 주는 정책수단들은 국내생산자본축적이라는 정책목표에 상호보완적인 대안의 역할을 한다.

한편 경제가 충분히 성숙해져서 계획적인 海外資本流入(경상수지적자)정책이 필요없게 되고 資本統制가 상당히 완화된 상황에서는 어떠한가? 국내저축이 더 높은 수익률을 찾아 해외로 유출되고 국내의 투자기회를 좇아 해외저축이 유입된다면 저축유인과 투자유인이 국내자본형성에 미치는 효과가 매우 달라질 것이다. 구체적으로, 국내의 貯蓄誘引은 국내자본형성에 별 효과를 미치지 못할 가능

성이 큰 반면 國內投資誘引은 외국자본의 유입까지 초래하여 폐쇄경제의 경우보다도 더 효과적인 자본축적 정책수단이 될 수 있다. 장기적인 경상수지관리정책도 결국 같은 맥락에서 평가할 수 있을 것이다.

그렇다면 예견되고 있는 한국의 資本市場開放은 장기적으로 국내생산자본축적이나 경상수지에 어떠한 영향을 미칠 것인가? 정부는 바람직한 경제적 효과의 유도를 위해 어떠한 정책수단의 배합을 사용할 것인가? OECD 가입과 같은 보다 구조적·제도적 정책변화는 1995년의 멕시코 경제위기의 경우처럼 국내경제에 장기적 불안요인으로 작용할 것인가? 이러한 질문들에 대한 해답을 구하기 위한 가장 중요한 선결조건 중의 하나는 국제자본이동의 성격이나 정도를 정확하게 규명하는 일이다. 단순히 눈에 보이는 국제자본거래의 양이 증가하였다고 해서 이것이 곧바로 국내경제에 중요한 영향을 미친다고 생각하는 것은 현명하지 않다.

본 논문의 가장 중요한 결론중의 하나는 국제자본이동성의 증가 자체가 장기적인 국내자본축적이나 경상수지에 일반적으로 예견되는 것만큼 큰 효과를 가지지 못할 것이라는 예측이다. 즉, 자본이동성의 증가에 따르는 국제자본거래의 총 규모가 증가한다 하더라도 유출과 유입이 상쇄된 국제자본거래의 純規模(net position)가 크게 변하지 않는한 자본의 국제이동성이 국내경제에 미치는 장기적 효과는 그렇게 크지 않을 것이다. 포트폴리오투자의 상당한 부분이 국내에 투자되는 현상, 국가간 자본-소득의 비율이 장기에 걸쳐서도 근접하지 않는 현상, 그리고 많은 나라들에 있어 장기 저축률과 투자율이 근접하는 현상 등은 모두 국제자본시장이 국내자본시장과는 달리 상당한 정도 국가간에 분할되어 있다는 증거로 해석할 수 있다. 이처럼 국제자본의 長期的 純去來規模가 크지 않다고 입증되는 상황에서 자본유출입의 總規模 증가에 지나치게 예민하게 반응하여 수시로 제도나 정책수단을 바꾸는 것은 위험하다고 본다. 단기적으로 경상수지의 불균형이 형성되는 속도는 가속되겠지만 장기적·구조적인 요인들에 대한 고려없이 단기적인 경상수지대책을 세우는 것은 별효과 없이 政策의 非效率性만 증가

시킬 가능성이 높다. OECD 가입과정에 수반하는 자본시장개방이 최근 멕시코의 경험과 관련하여 항간에서 우려하는 것처럼 국내경제에 構造的인 불안요인으로 작용할 가능성은 크지 않다고 본다. 오히려 우려하고 경계해야 할 것은 자본시장개방에 따르는 자본이동의 증가에 정책당국이 단기적·대중적으로 반응할 가능성이 있다.

국제 포트폴리오자본은 멕시코나 우리 나라의 국적을 구별하는 것이 아니라 수익률을 좇아 움직이기 때문에 國際資本市場에 국내시장이 통합되면 될수록 어느 나라건 과거보다 많은 양의 국제자본이 보다 신속하게 자국 국경을 넘나들게 될 것이다. 국제자본이 국내경제의 장기적 교란요인이 되는지 여부를 결정짓는 보다 중요한 변수는 국제자본의 순규모가 국내경제를 지탱(sustain)할 수 없을 정도로 과다한가의 여부다. 이 논문에서 강조하고 있는 것처럼 대부분의 국제투자자들이 해외투자에 따르는 위험기피 때문에 스스로의 선택에 의해 국제자본시장 분할현상을 초래하고 있다면(즉, 순효과의 측면에서 대부분의 국내저축이 국내 투자에 사용된다면), 일국이 短期的으로 경험하고 있는 국제자본의 순규모(net position)는 빠른 속도로 소멸될 가능성이 높다는 예측이 가능하다. 이 때 그 순규모(즉, 경상수지불균형의 크기)의 변화가 그 경제의 저축-투자 규모에 비해 지나치게 크다면 투자자의 기대변화와 같은 일시적인 사태에 의해서도 경제가 위기를 맞을 수 있는 것이다. OECD 가입후의 한국이 자본유출입의 증가를 경험할 것이라는 지적은 타당하지만, 멕시코의 경우처럼 국내경제가 지탱하기 힘들 정도까지 經常收支赤字를 경험하게 될 것인가 하는 질문은 한국경제의 규모나 내용이 멕시코와 유사하고 한국의 경제정책담당자들이 멕시코의 경제정책담당자들 처럼 근시안적일 것인가 하는 질문으로 대변될 수 있다. OECD 가입과 자본개방을 우려하는 논자들은 국제자본이동성의 증가자체를 걱정할 것이 아니라, 우리의 정책담당자들이 우려해야할 요인(국제경쟁력의 약화에 따르는 경상수지적자의 長期趨勢)들은 무시하고 그다지 걱정하지 않아도 될 요인(국제 자본거래의 증가에 따르는 경상수지적자의 短期變動)에 민감하게 반응하는 근시안적인 정책을

필 가능성을 경계해야 할 것이다.

본 논문의 또 하나의 중요한 결론은 같은 국제자본이라 하더라도 直接投資資本이 갖는 자본축적 및 기타의 경제적 효과가 일반에서 인식하는 것보다 매우 크다는 점이다. 직접투자의 경우 재원조달이나 과실송금과 같은 현지기업의 재무관리에 대하여 기업이 능동적으로 의사결정을 할 수 있으므로 투자모국이나 투자현지국의 자본축적에 미치는 영향이 단순한 금융자본의 경우와는 매우 다르다. 특히, 국제자본시장의 분할정도가 클수록 국제직접투자가 국제자본이동에서 차지하는 역할이 중요해진다. 본 논문에서는 직접투자자본에 있어서도 국제자본시장이 분할되어 있음을 언급하였다. 즉, 다국적기업의 재무정책 관행상 해외투자에 사용되는 자본만큼 국내투자재원이 대체되는 경향이 있다. 그러나 수익률에 따라 움직이는 포트폴리오자본과는 달리 직접투자자본은 대체로 장기적인 투자재원으로 사용되므로 자본유출입의 순효과가 클 수 있다. 바꾸어 말해 위험을 기피하는 포트폴리오투자자는 해외자산의 순규모를 장기간 유지하지 않는 경향이 있는데 비해 직접투자기업은 속성상 해외자산의 순규모를 어느정도 유지할 수 밖에 없다. 물론 이 경우에도 포트폴리오투자의 경우처럼 원칙적으로 위험을 헤지하는 경우가 있지만 장기투자라는 속성상 위험헤지의 수단이 매우 제한되어 있다. 일국의 관점에서 볼 때 포트폴리오투자자는 투자자 자신들의 선택(해외자산의 헤징)에 의해 장기적 순자산규모가 크지 않을 가능성이 있지만 직접투자의 경우 유출자본과 유입자본이 일치할 가능성이 상대적으로 매우 작다. 본문의 제2장에서 본 것처럼 최근 우리 나라의 해외투자가 외국인직접투자를 능가하는 정도가 커지는 것도 이러한 맥락에서 해석이 가능하다.

이에 추가하여 직접투자는 國際收支表上의 순거래규모 이상의 자본이동효과를 초래할 수 있다. 海外直接投資에 수반되는 海外現地借入은 분할된 국제자본시장 하에서 가능하지 않았던 저비용의 해외자본에 국내투자자들이 접근할 수 있는 기회를 제공함으로써 실제의 국제자본이동이 없이도 순자본거래가 존재하는 것과 같은 효과를 낳는다. 실제 미국시장에 진출한 외국기업들의 경우 총자산의

70%이상의 재원조달이 현지차입을 통해 행해지고 있다. 따라서 현실적으로 외국의 금융시장에 국내투자자들이 접근하기가 쉽지 않다면(제도적 제약 때문이건 투자자 위협기피현상의 결과이건) 직접투자를 통한 저리자본의 해외현지차입은 우리나라의 후생을 증진시키는 효과를 가져온다.

같은 직접투자라 하더라도 최근 들어 M&A형 직접투자의 비중이 設立型 직접투자에 비해 상대적으로 증가하고 있는 현상의 경제적 의미를 고려할 필요가 있다. 직접투자가 전통적인 자회사설립의 형태가 아닌 기존 기업의 引受·合併을 통해 이루어지는 경우에는 외국인직접투자의 국내자본축적효과가 크지 않을 수 있다. 그러나 최근의 국제M&A의 경향을 보면 투기형 적대적 M&A가 주종을 이루었던 1980년대와는 달리 기업의 구조개편이나 경영합리화의 차원에서 행해지는 기업합병이 주류를 이루고 있다. 따라서 국제자본의 이동 자체가 국내자본축적에 미치는 영향이 그리 크지 않을 것이라는 본 논문의 결론(즉, 국내생산자본의 축적을 위해서는 국내저축의 증가정책이나 투자유인의 활성화와 같은 전통적인 금융·재정정책을 크게 수정할 필요가 없다는 점)이 타당하다면 국내의 외국인직접투자가 M&A형으로 진행될 가능성에 대하여 적어도 자본축적의 관점에서는 그다지 우려할 필요가 없다고 본다. 오히려 M&A형 외국인직접투자가 국내 M&A시장을 활성화시켜 국내기업의 경영합리화나 나아가 국내산업의 구조조정에 유리한 효과를 초래할 수 있는 정책방향을 제시하는 것이 바람직할 것이다.

이상 언급한 두 가지 결론을 바탕으로 國內經濟政策에 대해 몇 가지 추가적인 示唆點을 요약해 본다. 우선 한국의 경우 설사 법적·제도적 투자장벽이 제거된다 하더라도 앞으로 상당한 기간동안 국제자본의 순거래규모가 장기적으로는 크지 않을 것이라고 예상된다. 이렇게 추론하는 가장 큰 이유는 본문에서 분석한 바와 같이 해외투자에 따르는 위험도가 우리나라의 경우 자본시장개방의 경험이 오랜 선진국에 비해 클 것이라고 예측되기 때문이다. 외국에 투자하는 한국 투자자의 입장에서는 국제투자에 관한 정보나 기법이 자연 부족할 수밖에 없고, 한국에 투자하는 외국투자자들의 입장에서는 자본소득의 과세나 과실송금과 관

련한 한국정부의 정책이 선진국의 경우처럼 일관성 있게 예측하기 힘들 것이다. 따라서 우리 나라에서의 국제자본이동은 총거래규모의 증가에도 불구하고 순거래규모의 관점에서는 상당한 기간동안 폐쇄경제적인 특징을 나타낼 것으로 보여진다. 이 경우 앞서 여러 차례 언급한 것처럼 貯蓄誘引과 投資誘引 모두 국내자본형성과 경상수지조정에 효과가 있을 것이라는 추론이 가능하다.

만일 해외투자에 대한 위험도가 충분히 낮아져서 국제자본시장의 통합화가 보다 진전된 상황이 되면 정부는 어느 정도 經常收支均衡을 유지하는 정책을 고려해야 할 것이다. 이 경우 가장 보편적으로 언급되는 정책으로 정부가 財政赤字를 통해 민간저축의 변화를 상쇄하는 것을 들 수 있다. 정부가 경상수지균형에 초점을 맞추어 재정적자를 변화시킨다면 국내저축유인정책은 효과적인 자본형성 정책이 될 수가 없다. OECD 국가들의 경험을 토대로 재정적자와 경상수지간의 상관관계를 분석한 연구들에 의하면 재정적자가 內生的인 정책수단으로 사용되었다기 보다는 外生的인 변수로서 국내투자를 구축하는 효과가 더 큰 것으로 나타나고 있다. 우리 나라의 경우는 1980년대 후반에 들어와서야 경상수지조정에 관한 문제가 본격적으로 대두되었기 때문에 일률적인 결론을 내리기는 힘들다. 다만 1980년대 후반에서 1990년대 전반에 이르는 기간동안 민간저축과 정부저축이 상반되는 방향으로 움직여 온 경향이 있다. 앞으로 국내자본시장의 개방이 본격화되면서 정부의 재정적자가 경상수지 균형을 유지하기 위한 수단으로 쓰여지는 것이 타당할 것인가 하는 질문이 필요하며 이에 대한 해답은 국내자본시장이 국제자본시장들과 통합된 정도와 그 배경이 되는 요인들에 의해 결정이 될 것이다.

요컨대, 적어도 당분간은 國際資本市場이 國內資本市場에 비해 분할되어 있을 것이라는 예측이 타당하다면 국내자본형성과 장기경상수지조정을 목적으로 한 저축유인과 투자유인은 두 가지 다 실효성이 클 수 있다. 또한 이 경우 일부 보수주의 경제학자들이 주장하는 것처럼 자본과세가 국제이동이 가능하지 않은 생산요소 즉, 토지와 노동소유자들에게 전가된다는 논리는 타당하지 않다. 국내저

축이 국내투자에 사용되는 한 자본소득에 대한 과세는 자본가들이 부담하게 될 것이다.





## 〈參考文獻〉

王允鍾, 「OECD投資規範과 韓國의 外國人直接投資 制度」, 對外經濟政策研究院, 1995.

全周省, 「多國籍企業의 技術移轉을 위한 租稅政策」, 韓國經濟研究院, 1996.

\_\_\_\_\_, 「自由貿易秩序와 企業課稅政策」, 한국재정학회 국제학술세미나, 1995.

\_\_\_\_\_, 「國際化時代의 企業課稅制度」, 『開放化·國際化에 따른 財政·金融政策의 方向』, 韓國租稅研究院, 1994.

Auerbach, A., *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 1988.

Baxter, Marianne, and Mario J. Crucini, “Explaining Saving/Investment Correlations”, *American Economic Review* 83 (June 1993), pp. 416-436.

Doley, Micahel, Jeffery Frankel, and Donald J. Mathieson., “International Capital Mobility: What do Saving-Investment Correlation Tell Us?” *International Monetary Fund Staff Paper* 34 (September 1987), pp. 503-530.

Feldstein, Martin, and Phillipe Bacchetta., “National Saving and International Investment,” in B. Douglas Bernheim and John B. Shoven, eds, *National Saving and Economic Performance*, Chicago, University of Chicago Press, 1991.

Feldstein, Martin, “Domestic Saving and International Capital Movement in the Long Run and the Short Run,” *European Economic Review* 21 (March/April 1983), pp. 129-151.

Feldstein, Martin, and Charles Horioka, “Domestic Saving and International Capital Flows,” *Economic Journal* 90 (June 1980) pp. 314-329

Feldstein, Martin, and Charles Horioka, “Domestic Saving and International Capital

- Flows ,” *Economic Journal*, 1980.
- Frankel, Jeffery A., “Quantifying International Capital Mobility in the 1980s,” in *On Exchange Rates*, Cambridge, Mass., MIT Press, 1993.
- Frankel, Jeffery A., “Measuring International Capital Mobility: A Review.” *American Economic Review*, May 1992.
- French, Kenneth R., and James M. Poterba., “Japanese and U.S. Cross-border Common Stock Investments,” *Journal of the Japanese and International Economies* 4 (December 1990). pp. 476-493
- Gordon, Roger H, and J. Jun, “Taxes and the Form of Ownership Corporate Equity,” in A. Giovanini, R.G. Hubbard, and Joel Slemrod eds, *Studies in International Taxation*, 1993.
- Gordon, Roger H., and A. Lans Bovenberg, “Why is Capital so Immobile Internationally: Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation,”
- Healy, P. and K. G. Palepu, “International Corporate Equity Associations: Who, Where, and Why?”, in K. Froot eds., *Foreign Direct Investment*, University of Chicago Press, 1993.
- Jun, J., “The Impact of International Tax Rules on the Cost of Capital,” in M. Feldstein. J. Hines and R.G. Hubbard eds, *Taxing Multinational Corporations*, University of Chicago Press, 1994.
- Mankiw, N.G., D. Romer and D. Weil, “A Contribution to the Empirics of Economic Growth,” *Quarterly Journal of Economics*, May 1992.
- Mishkin, Frederic S., “Are Real Interest Rates Equal Across Countries? An Empirical Investigation of International Parity Conditions,” *Journal of Finance* 39, (1984), pp 1345-1357.
- Murphy, Robert G., “Capital Mobility and the Relationship between Saving and

Investment Rates in OECD Countries,” *Journal of International Money and Finance* 3 (December 1984), pp. 327-342.

Obsfeld, Maurice, “Capital mobility in the World Economy : Theory and Measurement, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, North-Holland, 1986.

Summers, Lawrence., “Tax Policy and International Competitiveness,” in *International Aspects of Fiscal Policies*, ed, (1988) by the Jacob Frenkel (Chicago: Chicago University Press)

Swenson, D., “Foreign Mergers and Acquisitions in the United States,” in K. Froot eds., *Foreign Direct Investment*, University of Chicago Press, 1993.

## KIEP 發刊資料 案內

### ■ 政策研究

- |       |                                       |     |
|-------|---------------------------------------|-----|
| 90-01 | GATT 11條國 移行에 따른 政策課題와 對應方案 ('90.03)  | 金學洙 |
| 90-02 | EC 經濟統合과 對外貿易政策의 變化 ('90.03)          | 閔充基 |
| 90-03 | 換率制度와 外換危險管理 ('90.05)                 | 金宗萬 |
| 90-04 | 우루과이라운드 知的所有權 協商課題와 우리의 對應方案 ('90.05) | 孫譜鉉 |
| 90-05 | 韓國經濟의 自由化 現況과 OECD 加入戰略 ('90.06)      | 金泰俊 |
| 90-06 | ASEAN 主要國의 貿易·産業政策과 投資環境變化 ('90.09)   | 柳在元 |
| 90-07 | 우리나라의 對開途國 中長期 經濟協力 方案 ('90.10)       | 金學洙 |
| 90-08 | 美國通商政策의 中長期方向 ('90.10)                | 金南斗 |
| 90-09 | 多者間서비스 協商과 우리나라 建設産業의 國際化('90.10)     | 張義泰 |
| 90-10 | 日本企業의 海外直接投資와 國際化戰略 ('90.12)          | 徐相祿 |
| 91-01 | 美日經濟摩擦과 우리의 政策課題 ('91.01)             | 姜興求 |
| 91-02 | 主要換率變動의 特性和 政策示唆點 ('91.03)            | 金宗萬 |
| 91-03 | EC 貿易構造의 變化 ('91.04)                  | 金廷洙 |
| 91-04 | 美國金融市場의 構造와 規制制度 ('91.03)             | 李長榮 |
| 91-05 | 中國 經濟特區戰略의 評價와 韓國企業의 對應 ('91.04)      | 吳勇錫 |
| 91-06 | 蘇聯의 對外貿易 및 金融制度의 改革 ('91.04)          | 朴濟勳 |
| 91-07 | 中國의 外國人 直接投資 誘致와 韓國의 進出展望 ('91.04)    | 金時中 |
| 91-08 | 우리나라 서비스交易의 構造와 推移 ('91.04)           | 李相學 |
| 91-09 | 韓國·臺灣·日本의 換率變動과 輸出競爭 關係分析 ('91.05)    | 曹琮和 |
| 91-10 | EC의 直接投資 環境變化와 對應方案 ('91.05)          | 閔充基 |
| 91-11 | 韓國의 對外經濟協力에 관한 政策課題와 方向('91.07)       | 金學洙 |

91-12	우리나라 세이프가드制度的 改善과 活用方案 ('91.08)	蔡 旭
91-13	우리나라 서비스産業의 生産性變化와 生産性的 國際比較 ('91.08)	兪鎮守
91-14	舊東獨의 價格體系와 市場經濟體制로의 轉換 ('91.08)	裴眞永
91-15	우루과이라운드 金融서비스協商과 證券産業의 競爭力 제고방안 ('91.08)	金泰俊
91-16	폴란드 企業制度 改革과 直接投資與件 ('91.09)	洪裕洙
91-17	韓·美間 直接投資의 구조와 投資環境의 變化 ('91.09)	金南斗
91-18	한국·臺灣·日本의 産業政策과 産業構造調整 ('91.09)	柳在元
91-19	우리나라 株式市場 開放의 效果分析 ('91.10)	金宗萬
91-20	東北亞 經濟協力の 與件과 展望 ('91.12)	共 同
92-01	東北亞 地域 貿易構造와 域內 輸出競爭力 比較 ('92.01)	鄭永祿
92-02	貿易관련 政策 및 制度의 현황과 改善方向 ('92.02)	共 同
92-03	統獨 1年の 경제적 評價와 展望 ('92.03)	裴眞永
92-04	先進國의 交易障壁 研究 ① 日本의 貿易障壁 ('92.03)	兪鎮守
92-05	서비스産業의 國際化 戰略研究 ① 保險産業의 國際化戰略 ('92.03)	蔡 旭
92-06	先進國의 交易障壁 研究 ② 原產地規程 ('92.03)	韓弘烈
92-07	先進國의 交易障壁 研究 ③ 日本의 輸入品流 통과 流通障壁 ('92.03)	趙炳澤 · 李永俊
92-08	서비스産業의 國際化 戰略研究 ② 會計서비스産業 國際化 推進方案 ('92.04)	金宗萬
92-09	서비스産業의 國際化 戰略研究 ③ 우리나라 海運産業의 國際化 戰略 ('92.06)	張義泰
92-10	러시아에서의 사유화 進展과 外國人 投資 與件 投資 與件 ('92.06)	朴濟勳
92-11	先進國의 對中 經濟交流 分析 ('92.06)	鄭永祿

92-12	中國의 企業集團 育成現況과 展望 ('92.06)	金益洙
92-13	先進國의 交易障壁 研究 [4] 標準 및 檢査制度 ('92.07)	成克濟
92-14	先進國의 交易障壁 研究 [5] EC의 貿易障壁 ('92.07)	閔充基
92-15	汎유럽經濟圈 形成의 展望과 影響 ('92.07)	金博洙
92-16	OECD 經常貿易外去來 및 資本移動 自由化規約과 韓國의 自由化 現況 ('92.07)	金泰俊
92-17	先進國의 交易障壁 研究 [6] 金融서비스 關聯 障壁 ('92.07)	李長榮
92-18	유럽金融統合과 EC金融市場 進出方案 ('92.07)	李在雄
92-19	東歐 經濟改革의 類型과 成果 ('92.07)	洪裕洙
92-20	서비스産業의 國際化 戰略研究 [4] 流通産業의 開放效果와 對應戰略 ('92.07)	申世敦
92-21	서비스産業의 國際化 戰略研究 [5] 廣告産業의 國際競爭力 提高方案 ('92.07)	李相學
92-22	先進國의 交易障壁 研究 [7] 政府調達 關聯 障壁 ('92.08)	崔仁範
92-23	先進國의 交易障壁 研究 [8] 美國의 貿易障壁 ('92.08)	金南斗
92-24	輸入先多邊化制度의 經濟的 效果 ('92.09)	共同
92-25	東北亞經濟協力圈 形成을 위한 線形自由貿易地帶 構想과 그 期待效果 ('92.09)	孫炳海
92-26	UR 총점검 ('92.10)	共同
92-27	換率, 金利 및 貨金變動이 우리나라 輸出에 미치는  영향 ('92.10)	金宗萬
92-28	國內先物去來所 設立·運營에 관한 研究 ('92.10)	共同
92-29	日本의 産業 및 貿易構造의 變化와 展望 ('92.10)	金昌男
92-30	Korea's Recent Foreign Exchange Rate Systems ( '92.12)	김진천
93-01	GATT 및 主要先進國의 反덤핑制度和 우리나라 制度의 改善方案 ('93.01)	蔡 旭

93-02	우리나라 市場開放政策의 特徵과 效果 ('93.01)	韓弘烈
93-03	中國 國營企業 改革의 展開와 展望 ('93.02)	金時中
93-04	日本의 技術貿易 ('93.02)	俞鎮守
93-05	豆滿江地域 開發構想에 대한 論議와 展望 ('93.03)	金學洙
93-06	블럭化時代의 亞·太經濟協力 ('93.03)	共同
93-07	中國의 技術導入 政策과 中日技術協力 ('93.03)	吳勇錫
93-08	러시아의 軍需産業 民需轉換에 관한 研究 ('93.03)	朴濟勳
93-09	日本市場에서 韓國의 競爭力 分析 ('93.03)	康仁洙
93-10	日本 換率政策의 方向과 우리나라 輸出入에 미치는 影響 ('93.03)	金宗萬
93-11	日本 自動車産業의 競爭力 強化와 下請分業生産의 役割 ('93.04)	任千錫
93-12	先物去來 上場品目 選定에 관한 研究 ('93.04)	曹正錄
93-13	우리의 對舊蘇聯 經濟協力 基本戰略 ('93.04)	李昌在
93-14	外換市場介入政策의 效果分析和 換率政策에 대한 政策示唆點 ('93.05)	金泰俊
93-15	中國의 工業發展戰略과 産業政策 ('93.05)	金益洙
93-16	中國 輸入構造變화와 우리의 對應方向 ('93.05)	鄭永祿
93-17	EC 經濟統合과 우리나라의 輸出構造 變化 ('93.05)	閔充基
93-18	韓美間 産業構造的 特性이 輸出入에 미치는 影響 ('93.08)	成克濟
93-19	NAFTA의 出帆과 美國 輸入市場에서와 韓國과 멕시코의 競爭力 比較 ('93.08)	金尙謙
93-20	EC市場에서의 韓國의 競爭力 分析 ('93.08)	金博洙
93-21	韓·中 環境協力에 관한 研究 ('93.09)	共同
93-22	知的財産權 國際化의 方向과 課題 ('93.11)	王允鍾
93-23	日本의 對아시아 技術移轉 戰略과 韓國의 對應 ('93.11)	洪裕洙
93-24	러시아 極東地域의 經濟와 우리의 經濟協力方案 ('93.11)	李昌在
93-25	UR 총집검(增補版) ('93.12)	共同



93-26	서비스産業의 國際化 戰略研究 ⑥ 엔지니어링서비스 産業의 現況과 國際化 方向 ('93.12)	孫譜鉉
93-27	南·北韓의 統一에 비추어 본 獨逸 信託管理公社의 役割과 意義 ('93.12)	朴成勳
93-28	臺灣企業 中國投資의 現況과 波及效果 ('93.12)	金時中
93-29	CIS 域內 交易 및 金融關係 分析 ('93.12)	朴濟勳
93-30	日本企業의 對中直接投資의 動向과 戰略 ('93.12)	金益洙
93-31	最近 우리나라의 日本技術 導入現況과 政策方向 ('93.12)	任千錫
93-32	環境關聯 經濟的 手段의 運用 現況 및 展望 ('93.12)	李鎬生
93-33	亞·太經濟協力の 새 方向 ('93.12)	共同
93-34	交易條件變化와 資本自由化의 效果分析 ('93.12)	表鶴吉·權皓寧
93-35	21世紀를 향한 韓·日間 技術分業과 技術協力の 基本方向 ('93.12)	朴宇熙·森谷正規
93-36	中國의 對外貿易과 韓·中 輸出競爭 ('93.12)	吳勇錫
93-37	資本自由化와 換率政策方向 ('93.12)	孫正植·朴大權
93-38	東歐改革의 進展과 經濟協力 擴大戰略 ('93.12)	鄭甲泳
93-39	資本自由化에 관한 事例分析 : 開途國과 先進國의  경험 ('93.12)	金仁竣
93-40	亞·太經濟協力の 深化方案 ('93.12)	共同
93-41	東歐 主要國의 民營化 研究 ('93.12)	尹健秀
93-42	우리나라의 對東歐 交易現況과 展望 ('93.12)	權寧璵
94-01	戰略的 提携와 技術革新의 國際化 ('94.01)	洪裕洙
94-02	NAFTA 原產地規程의 意義와 政策示唆點 ('94.01)	韓弘烈
94-03	統一이 東西獨의 産業立地와 産業構造에 미친 影響 ('94.02)	裴眞永
94-04	議題 21과 우리나라의 持續可能開發 戰略 ('94.02)	韓宅煥
94-05	WTO出帆과 新交易秩序-분야별 內容과 示唆點 ('94.07)	共同
94-06	韓美間 科學技術協力 強化方案 研究 ('94.11)	洪裕洙

94-07	外國人 直接投資의 技術移轉效果에 관한 研究 ('94.11)	王允鍾
94-08	Northeast Asian Economic Cooperation : Progress in Conceptualization and in Praticce ('94.12)	共 同
94-09	21世紀 東北亞經濟協力을 위한 推進戰略 ('94.12)	李昌在
94-10	韓中經濟協力과 在中國同胞의 役割 ('94.12)	金時中
94-11	ASEAN 主要國의 外國人直接投資誘致와 그 示唆點 ('94.12)	魯在峯
94-12	韓美間 中長期 産業技術協力方案 ('94.12)	洪裕洙
94-13	知的財産權과 競爭政策의 國際的 調和 ('94.12)	丁相朝
94-14	外換 自由화와 換危險管理 ('94.12)	朱尙榮
94-15	統一以後 東獨經濟의 産業構造變化 研究 ('94.12)	金龍龜 · 朴成勳
94-16	戰略的 貿易政策으로서의 R&D 補助金 政策의 方向 ('94.12)	李正淵
95-01	日本企業의 對中進出 : 要業種의 成果分析과 向後展望 ('95.05)	申晚秀 · 李掌魯
95-02	國際金融市場의 統合과 資本費用 ('95.05)	權才重
95-03	중국 內需市場의 構造的 特性과 進入 流通障壁 : 消費財 工山品 市場을 中心으로 ('95.05)	金益洙
95-04	亞 · 太 經濟協力の 新構想 ('95.06)	李載星
95-05	貿易－環境 關聯課題와 우리나라의 立場 ('95. 10)	韓宅煥
95-06	우리나라의 公的開發援助 ('95.10)	李昌在
95-07	日本 對美直接投資의 開發 및 評價 ('95. 12)	金寬濤
95-08	OECD 投資規範과 韓國의 外國人直接投資制度 ('95.12)	王允鍾
95-09	貿易과 環境의 連繫 ('95.12)	李鎬生
95-10	중국의 WTO 가입이 中國經濟와 韓 · 中 經協에 미치는 영향 ('95.12)	金益洙
95-11	海外 委託加工輸入에 대한 關稅減免制度의 效果 分析 ('95.12)	金準東 · 康仁洙

95-12	東北亞 地域技術協力體의 構想('95.12)	洪裕洙
96-01	ASEAN 自由貿易地帶(AFTA)의 展開過程과 그 示唆點('96.04)	元容杰
96-02	韓國大企業集團의 內部去來行爲와 競爭政策 ('96.05)	禹榮洙
96-03	金融·資本自由化에 따른 金融危機 事例와 政策示唆點 ('96.08)	朱尙榮
96-04	貿易과 勞動基準의 連繫 ('96.08)	王允鐘
96-05	WTO 貿易自由化의 一般均衡效果分析 ('96.08)	表鶴吉·鄭仁教
96-06	保護貿易의 費用分析 ('96.08)	金南斗

#### ■ 政策資料

90-01	蘇聯·中國 및 東歐의 變化와 對應 ('90.01)	共 同
90-02	1990年代 國際經濟 環境 變化와 對應戰略 ('90.06)	共 同
90-03	우루과이라운드 서비스協商의 進展狀況과 우리의 對應方案 ('90.08)	朴泰鎬
90-04	中國의 經濟改革에 있어서 分權化 및 市場經濟化의 展開 ('90.10)	蘇侖燮
90-05	美國·日本의 金融自由化와 政策示唆點 ('90.11)	李長榮
91-01	北韓의 에너지 需要와 供給 ('91.03)	張榮植
91-02	北韓의 貿易 및 對外經濟 ('91.03)	姜正模
91-03	蘇聯 經濟改革政策과 우리의 對應 ('91.05)	李善煥·方燦榮
91-04	臺灣·日本의 金融自由化와 政策示唆點 ('91.09)	李長榮
91-05	外國人 直接投資의 生産性 效果分析 ('91.10)	崔仁範·玄定澤
91-06	韓國의 對베트남 經濟協力 基本戰略 ('91.11)	金學洙
91-07	蘇聯建設市場과 韓國建設業體의 進出 可能性 分析 ('91.12)	朴康植
91-08	技術障壁에 대한 國際的 論議와 對應方案 ('92.12)	孫譜鉉
92-01	中國工業經濟效率과 工業體制改革에 관한 研究 ('92.01)	共 同
92-02	獨立國家聯合의 出帆과 韓·蘇 經濟協力 ('92.01)	朴濟勳
92-03	外國人直接投資의 不振要因과 活性化方案 ('92.03)	金南斗·柳在元

92-04	EEA 創設의 問題點과 域外國들에 대한 影響 ('92.04)	閔充基
92-05	아시아 主要 開發途上國의 非關稅障壁 ('92.07)	魯在峯
92-06	EC 海運産業의 變化와 示唆點 ('92.08)	閔充基
92-07	海外直接投資의 現況과 政策課題 ('92.09)	共同
92-08	클린턴 次期 美國大統領의 經濟政策 ('92.11)	共同
92-09	對內外與件 變化와 韓中經濟協力の 新構圖 ('92.12)	金益洙
92-10	1993年度 國際經濟環境變化展望과 對應戰略 ('92.12)	共同
93-01	南北韓 物資交流와 原產地規程 ('93.05)	韓弘烈
93-02	GATT 最惠國待遇 原則과 南北韓 物資交流 ('93.07)	韓弘烈
93-03	韓國의 無償援助와 有償援助의 連繫方案 ('93.07)	金學洙
93-04	EC 競爭政策 變化와 우리의 對應方案 ('93.08)	閔充基
93-05	최근 世界經濟의 沈滯와 우리經濟에의 示唆點 ('93.09)	共同
93-06	西方의 對러시아 經協전략과 示唆點 ('93.10)	朴濟勳
93-07	主要國의 先物市場 規制定策 ('93.10)	曹正鈺
93-08	國際貿易紛爭의 現況과 GATT의 役割 ('93. 11)	蔡 旭
93-09	主要國의 輸出支援制度 現況과 우리制度의 改善方案 ('93.12)	金準東
93-10	貿易과 競爭政策: OECD의 論議 ('93.12)	金廷洙
93-11	러시아 經濟改革의 進行 狀況과 評價 ('93.12)	李昌在
93-12	地域主義 深化와 韓國의 選擇 ('93.12)	魯在峯
93-13	國內 製造業分野 外國人投資企業의 現況 및 特性 ('93.12)	金寬濬
93-14	日本의 金融自由化와 外貨의 國際化 ('93.12)	權才重
93-15	競爭政策에 관한 國際的 論議와 獨占禁止法의 域外適用 ('93.12)	俞鎮守
93-16	通貨先物市場 導入에 관한 研究 ('93.12)	金哲三
93-17	OECD 主要國의 科學技術政策 ('93.12)	洪裕洙
94-01	1994年度 世界經濟 展望과 對外經濟政策課題 ('94.01)	
94-02	EC通貨統合의 進展과 波及影響 ('94.01)	曹琮和
94-03	國際金融 環境變化와 企業의 國際金融市場 活用戰略 ('94.01)	曹正鈺

94-04	技術導入과 테크노마트의 活用 ('94.03)	王允鍾
94-05	戰換期の 臺灣經濟 ('94.02)	柳在元
94-06	우리經濟의 國際化 ('94.04)	金博洙 · 金廷洙
94-07	新三低－舊三低의 比較分析과 政策對應 ('94.05)	共 同
94-08	主要國의 投資自由地域 運營現況과 우리制度의 改善方案 ('94.05)	金準東
94-09	北韓의 交易現況과 對外經濟政策 ('94.10)	金尙謙
94-10	對日貿易 赤字國의 對應실태와 示唆點： 臺灣의 경우 ('94.10)	任千錫
94-11	環境産業의 國際動向 및 政策示唆點 ('94.10)	張台求
94-12	UN 持續開發委員會의 論議現況 및 政策課題 ('94.11)	李鎬生
94-13	1995年度 世界經濟展望과 對外經濟政策課題 ('94.12)	共 同
94-14	서비스産業의 國際化 ('94.12)	王允鍾
94-15	서비스交易과 세이프가드 ('94.12)	蔡 旭
94-16	글로벌化 時代에서의 輸出과 海外直接投資 ('94.12)	金準東
94-17	豆滿江地域開發事業과 韓半島 ('94.12)	金益洙
94-18	러시아 經濟改革의 地方別 波級影響 ('94.12)	李昌在
94-19	金融監督規制의 現況과 對應方案 ：資本適正性を 中心으로 ('94.12)	曹琮和
94-20	ASEAN 自由貿易地帶의 結成과 韓國의 對外貿易政策 ('94.12)	吳尙勉
94-21	OECD 主要國의 ODA 支援現況과 韓國의 對應戰略 ('94.12)	金學洙
94-22	東北亞 環境協力の 推移와 課題 ('94.12)	韓宅煥
94-23	서비스交易에 있어서의 交易障壁 ：美國, 日本, EU의 서비스 讓許表를 中心으로 ('94.12)	禹榮洙
94-24	美國 通商政策의 基調와 對東아시아 貿易自由化 方案 ('94.12)	金尙謙
94-25	엔高下에서의 日本企業의 對應實態와 示唆點 ('94.12)	任千錫
94-26	專門職業서비스 供給者의 資格認定 ('94.12)	金址鴻
94-27	Foreign Direct Investment in the	Eugene John Park

United States : A Review of the Current Legal and  
Regulatory Framework ('94.12)

- 94-28 海外資金調達の 國內巨視經濟에 미치는 影響 ('94.12) 張義泰  
 94-29 技術標準의 國際的 現況과 정책시사점('94.12) 孫譜鉉  
 95-01 UR 이후 競爭政策에 관한 國際的 懸案 ('95.04) 兪鎮守  
 95-02 貿易과 環境 : GATT/WTO의 논의 ('95.04) 李鎬生  
 95-03 主要 先進國의 對韓 輸入規制 形態 比率分析 ('95.05) 康仁洙  
 95-04 農畜産物 市場開放에 따른 輸入管理方案 ('95.06) 姜奉淳  
 95-05 일본기업의 對 아시아 직접투자 ('95.06) 李東琪 · 李允喆  
 95-06 우리나라 外國人直接投資의 追加開放方案 ('95.08) 金準東  
 95-07 WTO體制下的 南北韓 經濟 交流  
 : 南北韓 經濟交流와 國際規範과의 調和方案 ('95.10) 李相萬  
 95-08 APEC 經濟協力과 原產地規程 ('95.10) 韓弘烈  
 95-09 共同研究開發과 國際的 라이선스契約에 관한  
 主要國의 競爭政策 ('95.11) 兪鎮守  
 95-10 1996年度 世界經濟展望과 對外經濟政策課題 ('95.12) 共 同  
 95-11 中國經濟의 國際化 評價 ('95.12) 鄭永祿  
 95-12 OECD 統計活動 現況과 示唆點 ('95.12) 尹昌仁  
 95-13 北韓의 經濟實狀과 우리의 北韓經濟 評價에서  
 제기되는 일련의 問題點('95.12) 趙明濟  
 96-01 APEC 主要國의 交易構造와 自由化의 經濟的 效果 金尙謙  
 96-02 最近의 世界經濟動向과 主要 對外經濟懸案 ('96.06) 共 同  
 96-03 海外直接投資의 評價와 政策課題 ('96.06) 金時中

■ 세미나資料

- 90-01 EC 統合과 政策對應 ('90.01) 共 同  
 90-02 우루과이라운드 協商과 우리의 對應方案 ('90.04) 朴泰鎬  
 90-03 韓國과 社會主義圈의 關係發展 및 南北韓 關係變化의  
 展望 ('90.06) 吳勇錫  
 90-04 Asia-Pacific Economic Cooperation : The Way Ahead ('90.10)  
 Jang-Won Suh & Jae-Bong Ro (eds.)  
 91-01 EC 統合과 우리의 對應方案 ('91.02) 閔充基

- 91-02 Uruguay Round : Unresolved Issues and Prospects ('91.09)  
Taeho Bark & Wook Chae (eds.)
- 91-03 Northeast Asian Economic Cooperation ('91.12)  
Jang-Won Suh (ed.)
- 92-01 The Economic Cooperation between EC and Korea : Problems and Prospects ('92.06)  
Chung Ki Min (ed.)
- 92-02 Russia's Reform and Economic Cooperation between Korea and Russia ('92.09)  
Jehoon Park
- 93-01 Two Years Since German Unification ('93.02)  
Jin Young Bae (ed.)
- 93-02 Korea's New International Economic Diplomacy and Globalization Policy ('93.05)  
Jang-Won Suh
- 93-03 The Asian Dimension of EC Integration ('93.12)  
Bak-Soo Kim
- 93-04 Regional Context for Korea's Dynamism ('93.12)  
Chang-Jae Lee
- 94-01 韓日經濟協力の 新構想 ('94.06) 任千錫 編
- 94-02 韓中經濟協力の 新構圖 ('94.06) 金時中 編
- 94-03 新세계무역체제와 한국 : 서덜랜드 GATT사무총장 초청강연 ('94.09)  
孫譜鉉
- 94-04 Korea-U.S. Science and Technology Cooperation Forum 2 ('94.11)  
Yoo-Soo Hong (ed.)
- 94-05 Trade-Environment Issues and Korea's Alternatives ('94.12)  
Taek-Whan Han (ed.)
- 95-01 中國의 改革 開放과 韓中經濟協力の 未來 ('95.04) 金時中
- 95-02 Korea in the New World Economic Order : Issues and Solutions for the Future ('95.11)  
Sung-Hoon Park
- 96-01 21世紀를 向한 韓·中 共同繁榮의 摸索('96.2) 北京支院
- 96-02 Economic Interdependence and Challenges to the Nation-State : Economic Cooperation in the Yellow Sea Rim ('96.04)  
Jane Khanna & Chang-Jae Lee (eds.)
- 96-03 WTO 出帆 1年の 評價와 向後 展望 ('96.06) 孫譜鉉

96-04 環渤海灣 經濟協力強化 方案 摸索 ('96.06) 鄭永祿

■ Working Paper

- 90-01 Regional Economic Cooperation Bodies in the Asia-Pacific : Working Mechanism and Linkages ('90.08) 金廷洙
- 90-02 Strategic Partnering Activity by European Firms through the ESPRIT Program ('90.08) L.Y.Mytelka
- 91-01 Models of Exchange Rate Behavior : Application to the Yen and the Mark ('91.01) 郭承滌
- 91-02 Anti-dumping Restrictions against Korean Exports : Major Focus on Consumer Electronic Products ('91.05) 朴泰鎬
- 91-03 Implications of Economic Reforms in CEECs for DAEs : with Emphasis on the Korean Case ('91.07) 洪裕洙
- 91-04 The ANIEs-an Intermediate Absorber of Intraregional Exports? ('91.07) 柳莊熙
- 91-05 The Uruguay Round Negotiations and the Korean Economy ('91.10) Taeho Bark
- 92-01 Changing World Trade Environment and New Political Economics ('92.09) Jang-Hee Yoo
- 93-01 Economic Effects of Import Source Diversification Policy(ISDP) ('93.01) In-Soo Kang
- 93-02 Korea's Foreign Direct Investment in Southeast Asia ('93.03) Jai-Won Ryou · Byung-Nak Song
- 93-03 German Economy after Unification-Facts, Prospects and Implications for Korea ('93.06) Sung-Hoon Park
- 93-04 A Note On Korea's Anti-dumping System and Practices ('93.06) Wook Chae
- 93-05 Structural Changes in Korea's Exports and the Role of the EC Market ('93.10) Chung Ki Min
- 93-06 Tax Implications of International Capital Mobility ('93.12) Joo-Sung Jun



- |       |   |                               |
|-------|---|-------------------------------|
| 93-07 | Leveraging Technology for Strategic Advantage in the Global Market : Case of the Korean Electronics Industry ('93.12) | Yoo Soo Hong                  |
| 93-08 | Changing Patterns of Korea's Trade in Goods and Services ('93.12)   | Jin-Soo Yoo                   |
| 94-01 | Current Status and Prospects for Korea-Russian Economic Cooperation ('94.01)  | Chang Jae Lee                 |
| 94-02 | Development of Foreign Trade Relations Between Korean and Russia ('94.08)   | Je Hoon Park                  |
| 94-03 | Technology Transfer : the Korean Experience ('94.11)  | Yoo Soo Hong                  |
| 96-01 | Globalization and Strategic Alliance Among Semiconductor Firms in the Asia-Pacific: A Korean Perspective              | Wan-Soon Kim                  |
| 96-02 | Toward Liberalization of International Direct Investment in Korea: Retrospects and Prospects                          | June-Dong Kim<br>Yunjong Wang |
| 96-03 | International Trade in Software   | Suchan Chae                   |

政策資料 96-05

國際資本移動이 國內資本形成 및 經常收支에 미치는 效果

---

1996年 10月 14日 印刷

1996年 10月 16日 發行

發行人 柳 莊 熙

發行處 對 外 經 濟 政 策 研 究 院

서울市 瑞草區 廉谷洞 300-4

電話：3460-1001 FAX：3460-1122,1199

登錄：1990年 11月 7日 第16-375號

印 刷 第一 컴퓨터印刷 電話：267-6934

---

本 報告書 內容의 無斷 轉載·譯轉·複寫를 禁함.

ISBN 89-322-2049-2