

國內 資本의 海外投資 決定要因⁽¹⁾

申寬浩 · 吳龍協

본 연구는 우리나라의 해외직접투자, 은행의 해외대출규모에 대해 擴張된 重力模型을 적용하여 海外金融投資의 要因을 규명하고자 하였다. 또한 貿易量의 결정요인과 비교분석도 동시에 진행하였으며 무역량과 해외금융투자량과의 관계에 대해서도 분석하였다. 그 결과 경제규모를 나타내는 변수를 제외하고는 貿易量, 海外直接投資, 銀行의 海外貸出規模의 세 가지 從屬變數에 대해 공통적으로 유의성이 높은 설명력을 갖는 변수는 없는 것으로 나타났다. 특히 지리적 거리는 무역량에는 매우 유의한 변수였지만 다른 금융관련 변수들에는 설명력이 없었다. 또한 지역 간 특성을 보더라도 貿易量의 경우 우리나라가 동아시아권과의 무역량이 상대적으로 높은 것으로 나타나는 반면에 海外直接投資 및 海外銀行貸出의 경우 미국시장에의 편중도가 동아시아권에 비해 높게 나타났다. 이는 상품과 자본의 흐름을 결정하는 요인들이 상이한 성격을 가지고 있음을 보여 주는 결과라고 볼 수 있다. 또한 무역량의 크기는 해외직접투자 결정에 영향을 미치지 못하는 반면 국내 은행의 해외대출의 크기에만 영향을 준다는 사실도 발견하였다.

1. 序 論

최근 10여 년간에 걸쳐 國際間 資本移動을 제약하는 법적, 제도적 제약은 급속도로 제거되고 있으며, 이에 대응하여 국제간 자본이동도 이전에 비해 매우 큰 규모로 이루어지고 있다.⁽²⁾ 한국의 경우도 예외는 아니어서 1990년대 중반 이래 해외 자본유입 및 유출에 대한 제약은 꾸준히 제거되어 왔으며, 그 과정에서 외환위기를 겪었음에도 불구하고, 현재 국제간 자본이동은 대폭적으로 허용되고 있다.

국제간 급속한 자본이동은 國際 資本市場을 빠른 속도로 연결시켜 주고 있으며, 國際間 資本市場 統合은 국민경제 및 세계경제에 대대적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 따라서 많은 연구자들이 자본시장의 국가간 통합이 미치는 經濟的 影響에 대해 분석하고 있다. 특히 국제적인 자산의 교환이 이자율, 실질환율, 경기변동 그리고 위험분담에 미치는

(1) 본 연구의 일부는 대외경제정책연구원(KIEP)의 지원에 의해 이루어졌다. 본 연구를 위한 자료 정리를 위해 수고해 준 정치수, 한민수 군에게 감사를 표한다.

(2) Lane and Milesi-Ferretti(2003)와 Obstfeld and Taylor(2003)은 최근 자본이동이 급속하게 이루어지는 사실을 실증적 연구에 의해 보고하고 있다.

영향은 주요 관심사이다.⁽³⁾

하지만 국가간 자본이동은 동일한 규모로 모든 나라에 공통으로 이루어지는 것은 아니다. 일부 국가 사이에는 보다 긴밀한 관계를 가지며 통합이 이루어지고 있지만 다른 국가들 사이에는 통합이 더디게 진행된다. 이는 法的, 制度的 制約이 큰 역할을 하는 것으로 기대되지만 다른 순수 經濟的 要因도 영향을 미치는 것으로 보인다. 따라서 국가간 자본이동이 어떠한 경제적인 요인에 의해 결정되는지를 연구하는 것은 자본통합의 경제적 중요성에 비추어 볼 때 매우 중요한 의미를 갖는다.

國際間 資本統合은 물적 시장의 통합이라 볼 수 있는 貿易統合과는 유사한 측면과 동시에 상이한 측면도 갖는다. 무역통합을 결정하는 요인은 重力理論을 통해 성공적으로 설명되어 왔다.⁽⁴⁾ 중력이론에 따르면, 국가 사이가 地理的으로 가까울수록 그리고 국가의 經濟的 規模가 클수록 무역통합은 더욱 긴밀해진다. 최근에 와서야 중력이론은 국가간 자본이동에도 적용되었는데, Portes, Rey, and Oh(2001)와 Portes and Rey(2005)에 따르면 중력모형이 자본이동에도 대체로 성공적으로 적용된다. 하지만 동시에 그들은 기존의 중력모형에서 중요한 역할을 했던 변수들 이외에 새롭게 추가된 情報交流量 變數가 국제간 포트폴리오 투자를 결정하는 데 중요한 역할을 한다는 사실을 밝혔다. 또한 地理的 近接性이 항상 資本統合을 촉진하는 것은 아니다. Kim, Lee, and Shin(2005)에 따르면 아시아 국가들 사이에는 지리적으로 가까운 이점에도 불구하고 자본통합이 더디게 이루어지고 있으며 오히려 아시아 각국은 글로벌 시장인 미국이나 영국과 더욱 긴밀하게 통합되어 있다. 따라서 자본의 움직임에 대한 경제적 요인은 무역통합의 경제적 요인과 사뭇 다를 수 있다.⁽⁵⁾

(3) 순해외자산 수준이 이자율에 미치는 효과는 오래된 관심사 중의 하나이다. 이에 대한 문헌은 Frankel and Rose(1994)에 정리되어 있다. 한편 최근 Lane and Milesi-Ferretti(2002)은 해외 순자산이 실질환율에 미치는 영향에 관해서 Sorensen and Yosha(1998)은 해외자산으로 인한 소득이 국가간 위험분담에 주는 역할에 대해 분석하였다. 또한 Imbs(2004)는 자본통합이 경기변동에 미치는 영향에 대해 실증분석하였다.

(4) 중력모형을 무역에 적용하는 이론적 근거에 대해선 Anderson(1979), Deardorff(1998), Anderson, and van Wincoop(2003)을 참조하라.

(5) 해외직접투자가 국가간 어떻게 배분되는가에 대한 연구는 Wei(2000)와 Stein and Daude(2003) 등이 존재한다. Wei(2000)는 1990-1991년 기간 동안 14개국이 45개국에 행한 FDI 투자를 연구 대상으로 하였다. 그 결과 그는 다국적 기업에 대한 조세 증가와 부패의 증가는 FDI 투자 유입을 감소시킨다는 사실을 발견하였다. 또한 지리적 인접성과 동일 언어의 사용은 FDI를 상당한 크기로 증가시킴을 발견하였다. Stein and Daude(2003)는 경도(longitude)의 차이가 시차를 유발하고 시차의 차이가 정보의 교류를 방해한다는 점에 착안하여 경도의 차이가 FDI 투자에 어떠한 영향을 주는지 검증하였다. 그 결과 단순한 지리적 거리가 중요한 것이 아니라 시차의 차이만큼 크게 하는 경도상의 거리의 증가만이 FDI 결정에 부정적 영향을 준다는 사

〈表 1〉機關投資家の 外貨證券別 投資動向

(단위: 백만 달러, %)

	2001말	2002말	2003말	2004말(잠정) (A)	2005.3말(잠정) (B)	증감(B-A)
주식	1,048.6 (8.3)	1,451.1 (8.2)	1,281.3 (5.9)	3,066.9 (10.2)	4,467.7 (13.4)	1,400.8 <45.7>
채권	4,150.7 (32.9)	6,580.5 (37.2)	9,960.6 (45.7)	14,351.7 (47.7)	15,416.0 (46.1)	1,064.3 (7.4)
Korean Paper	7,410.0 (58.8)	9,663.5 (54.6)	10,536.7 (48.4)	12,674.0 (42.1)	13,526.6 (40.5)	852.6 (6.7)
합계	12,609.3 (100.0)	17,695.1 (100.0)	21,778.6 (100.0)	30,092.6 (100.0)	33,410.3 (100.0)	3,317.7 <11.0>

註: 1) () 내는 구성비(%).

2) < > 내는 전년말대비 증감율(%).

3) Korean Paper는 거주자가 외국에서 발행하는 외화표시증권(CB, DR, BW, CD, 국제수익증권 등)임.

資料: 한국은행.

본 논문은 1990년에서 2004년 사이에 행해진 한국의 海外直接投資(FDI)와 2000년에서 2004년 사이에 행해진 한국계 은행의 海外貸出 데이터를 이용하여 한국의 海外資本移動이 어떠한 經濟的 要因에 의해 결정되었는지 연구하였다. 한국경제는 최근 무역흑자의 지속 기조에 의거한 자본의 순수출국으로서 2005년에 2000억 불을 초과하는 수준의 외환 보유고를 보유하고 있다. 반면 2005년 3월 기준 한국은행 자료에 의하면 증권, 보험, 자산운용사 등 기관투자자에 의한 외화증권 투자액 규모는 Korean Paper를 포함하여 334억 불 수준에 머물고 있는 상황이다(〈表 1〉 참조). 비록 본 연구는 모든 자본 데이터를 포함하지 못하지만 대표적인 두 종류의 데이터를 이용함으로써 資本의 海外投資가 어떻게

실을 발견하였다. 은행의 해외대출액이 결정되는 방식에 대한 연구로는 Buch(2002, 2003)와 Kawai and Liu(2001) 등이 존재한다. Buch(2002, 2003)는 은행이 타국에 대출을 결정할 때 정보(information) 부족 및 규제(regulation)상의 차이가 중요한 역할을 하지만 그 상대적 중요성은 국가마다 다름을 발견하였다. Kawai and Liu(2001)는 선진국에서 개발도상국으로의 은행대출액의 결정에 관한 분석을 통해 경제규모, 일인당 소득, 무역 및 FDI 연계성, 경제원조, 국가 위험도 등이 은행의 해외대출에 대한 중요한 결정변수임을 발견하였다. Lane and Milesi-Ferretti(2003)는 IMF에서 서베이를 통해 새롭게 구축된 광범위한 국가간 포트폴리오 투자 데이터를 이용하여 국가간 무역규모, 국가간 생산량의 상관관계, 국가간 주식시장 수익률의 상관관계 그리고 동일한 언어사용 여부 등이 투자결정에 중요한 역할을 함을 발견하였다.

이루어지고 있는지 분석하며, 韓國經濟의 資本市場이 국제적으로 어떤 방향으로 통합되고 있는지 이해할 수 있는 단초를 제공할 것이다.

한국에 국한할 때, 국내 진입 FDI(Kim(2002)) 또는 해외 진출 FDI의 규모(Lee and Lee(2002), Kang and Lee(2004))에 대한 선행연구는 많이 존재하고, 순수금융자본의 경우 국내 진출 외국자본에 대한 연구(Lee(2003))는 존재하지만 아직 금융자본의 해외투자 시기가 짧아 해외투자 국내자본에 대한 선행연구는 거의 없는 상황이다. 또한 본 연구는 重力模型의 기본 변수 외에도, 금융시장의 발전 수준, 법제도의 발전, 무역규모, 정보교류량 등 다양한 변수들을 추가적으로 고려한 擴張된 重力模型을 이용함으로써 기존의 연구와 차별하였다.

본 논문의 순서와 그에 따른 주요 발견은 다음과 같다. 먼저 제2장에서는 한국의 海外投資 現況을 간단히 그림을 통해 파악하였다. 그 결과, 적어도 2000년대 들어서서는 海外直接投資와 海外貸出 모두 증가하는 추세에 있음을 확인할 수 있었다. 이러한 추세에 가장 공헌하는 지역은 해외직접투자의 경우 중국이 그리고 해외대출의 경우 유럽지역임을 알 수 있었다.

제3장에서는 본 연구에서 사용한 기본 모형에 대한 설명과 분석에 사용된 데이터의 설명도 이루어졌다.

제4장에서는 擴張된 重力模型을 이용하여 한국 금융자본의 해외투자 결정요인을 분석하였으며 貿易量 결정요인들과의 비교분석도 동시에 진행하였다. 하지만 경제규모를 나타내는 GDP 외에는 貿易量, 海外直接投資, 銀行의 海外貸出規模의 세 가지 종속변수에 대해 공통적으로 유의성이 높은 설명력을 갖는 변수는 없는 것으로 나타났다. 이는 상품과 자본의 흐름을 결정하는 요인들이 여전히 상이한 성격을 가지고 있을 뿐 아니라 자본의 경우에도 實物資本과 金融資本 간의 차이가 존재할 수 있음을 보여 주는 결과라고 볼 수 있다. 지역간 특성을 보더라도 무역량의 경우 우리나라가 동아시아권과의 무역량이 상대적으로 높은 것으로 나타나는 반면에 해외직접투자 및 해외은행대출의 경우 미국시장에의 편중도가 동아시아권에 비해 높게 나타나는 것은 의미가 있는 결과이다. 또한 무역량의 크기는 해외직접투자 결정에 영향을 미치지 못하는 반면 국내 은행의 해외대출의 크기에만 영향을 준다는 사실도 중요한 발견이라고 할 수 있다.

마지막 장은 본 연구에 대한 結論이다.

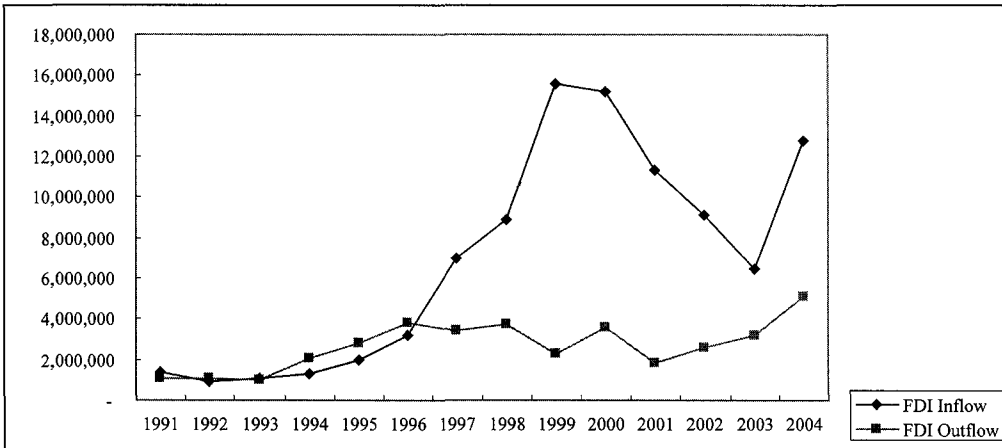
2. 最近의 海外投資 現況

본 연구는 國內 資本의 海外投資 誘因을 분석함에 있어 經濟的인 決定要因을 살펴보는 데 그 목적이 있다. 특히 자본 흐름의 근원적인 요인이라 할 수 있는 금융시장의 발전 수준이나 정보 변수, 내부자거래 정도, 경제규모 등에 의해 海外投資量이 어떻게 영향을 받는지 검증할 것이다. 본 연구에서 사용된 금융자본의 개념은 공식적인 대출 및 투자활동을 위한 자본을 의미한다. 따라서 개인 차원의 송금 또는 자본도피는 본 연구에서 다루는 자본의 범주에 포함되지 않는다.

보다 구체적으로 본 논문에서 다루고 있는 자본의 해외 이동은 海外直接投資(FDI)와 國內 銀行의 海外貸出에 국한하였다. FDI는 그 성격상 金融資本과 實物投資의 두 가지 가능성을 모두 가지고 있다. 일반적으로 자본시장에 투자하는 경우도 해당기업의 주식을 10% 이상 매입하는 경우는 FDI로 집계하기 때문이다. 반면 은행의 해외대출은 순수한 金融資本의 투자에 해당된다. 기본적으로 은행의 해외대출은 수익률의 변동 위험이 작은 반면, FDI는 위험이 크다는 특징을 갖는다. 본 연구는 양자의 투자 결정 방식 사이에 있는 차이점에 대해서도 분석하고자 한다.

〈그림 1〉은 1991-2004년 사이 외국에서 한국에 투자된 FDI와 한국에서 외국에 투자된

(단위: 천 달러)



資料: Outflow는 수출입은행(순투자 기준), Inflow는 산업자원부(신고 기준).

〈그림 1〉 韓國의 海外投資 現況: 總 FDI Inflow 對 Outflow

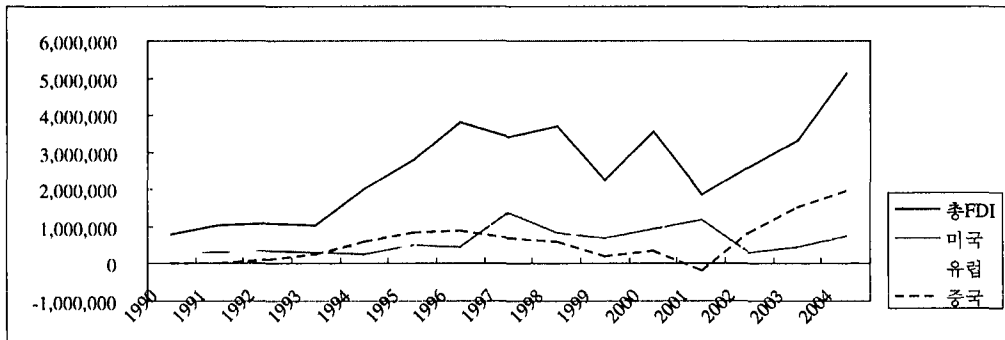
FDI 변화 양상을 보여 준다. 먼저 외국에서 한국에 투자된 FDI는 外換危機를 전후하여 급격하게 증가했음을 보여 준다. 이는 외환위기 이후 급격한 자산가치 하락에 기인한 헐 값매각(fire sale)에 부분적으로 기인한다. 하지만 가장 최근 데이터인 2004년에도 상당 수준의 FDI 투자가 행해진 것을 감안할 때, 한국에 대한 FDI 투자는 외환위기 이후 한 단계 수준 상승(level-up)된 것으로 보인다.

반면 한국이 외국에 행한 FDI는 한국에 대한 FDI만큼 급속한 상승이 이루어지지 않는 것으로 단 1990년대 중반과 2000년대 초 두 번에 걸쳐 큰 상승이 있었음을 알 수 있다. 특히 가장 최근인 2001년 이후는 계속 증가 추세에 있어 장차 FDI는 꾸준히 증가할 가능성이 있어 보인다.

〈그림 2〉은 한국이 행한 FDI를 對象國에 따라 분류한 것이다. 특히 미국, 유럽 및 중국에 대한 FDI를 각각 따로 표시함으로써 이들 국가들에 대한 투자가 어떻게 변화해 왔는지 보여 주고 있다. 이에 따르면 1990년대 중반의 증가는 주로 美國에 대한 투자 증가에 기인하지만 2000년대 초반의 투자 증가는 주로 中國에 대한 투자 증가에 기인함을 알 수 있다. 따라서 FDI의 증가가 지속할지의 여부는 장차 中國經濟가 지속적으로 성장하는지 여부와 밀접한 관련이 있어 보인다.

〈그림 3〉은 2000-2004년 기간 동안 국내 은행이 해외에 행한 대출의 총액을 표시한 것이다. 2001년 한 해를 제외하고 海外貸出은 총액 기준 꾸준히 증가한 것을 알 수 있다. 절대적인 크기에 있어서도 같은 기간 동안의 FDI 규모에 비해 약 10배 정도로 적어도 流量(flow)에 있어서는 FDI에 비해 대단히 중요한 위치를 점하고 있음을 알 수 있다. 하지

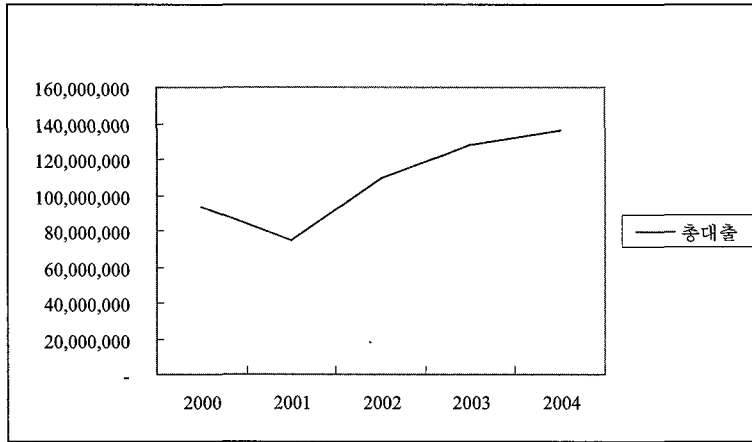
(단위: 천 달러)



資料: 수출입은행(순투자 기준).

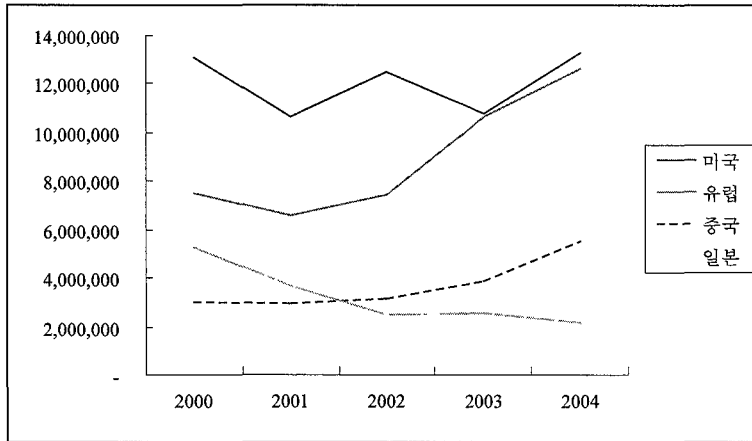
〈그림 2〉 韓國의 海外投資 現況: 主要 對象國別 FDI Outflow

(단위: 천 달러)



〈그림 3〉 韓國 銀行의 海外貸出 總額

(단위: 천 달러)



〈그림 4〉 韓國 銀行의 地域別 海外貸出

만 대출은 短期인 경우가 대부분이며 대체로 長期的인 投資인 FDI와 비교할 때 貯量에서 차지하는 비중은 유량만큼 절대적이지는 않을 것으로 판단된다.

〈그림 4〉는 같은 기간 동안 국내 은행이 행한 海外貸出을 중요 地域別로 분류하여 나타낸 것이다. FDI와는 달리 해외대출에서 차지하는 日本의 중요성을 감안하여 일본에 대한 대출도 추가하여 표시하였다. 그림을 통해 알 수 있는 사실은 美國에 대한 貸出이 절

대적인 크기에서 가장 큰 규모이지만 최근 수년간 정체 상태에 있는 반면에, 유럽에 대한 대출 규모는 꾸준히 증가하여 거의 미국에 대한 대출 규모와 비슷한 수준에 있다는 것이다. 또한 日本에 대한 貸出은 지속적으로 감소 추세인 반면 中國에 대한 貸出은 꾸준히 증가하고 있지만 아직 미국이나 유럽에 대한 대출 규모의 1/2에 미치지 못하고 있다.

3. 研究方法 및 데이터

3.1. 研究方法

본 연구의 기본적인 가설은 重力模型을 통해 한국의 외국에 대한 자본투자의 결정과정을 이해할 수 있는지 여부이다. 또한 기본적인 중력모형에, 추가적으로 변수를 도입하여, 각각의 변수들의 중요성을 검증할 것이다. 즉 자본의 해외 이동 규모를 결정하는 요인을 1) 重力模型의 기본 변수, 2) 金融市場 및 法的 制度의 발전 수준, 3) 貿易規模 4) 情報交 流量 등 4대 변수 군으로 나누어 각각의 중요성을 살펴보고자 한다.

기본 모형은 Portes, Rey, and Oh(2001)의 국제간 금융자본 이동량에 대한 실증분석틀을 원용한다. 보다 구체적으로 다음과 같은 擴張된 重力模型을 고려하자.

$$\begin{aligned}
 (3.1) \quad \ln(Cap_{Kjt}) = & \beta_0 + \beta_1 \ln(GDP_K GDP_j)_t + \beta_2 \ln\left(\frac{GDP_K GDP_j}{Pop_K Pop_j}\right)_t \\
 & + \beta_3 \ln Dist_{ij} + \beta_4 \ln(Area_i Area_j) + \beta_5 \ln(Tele_{ij}) \\
 & + \beta_6 \ln(Mcap_{jt}) + \beta_7 Legal_{jt} + \beta_8 Insider_{jt} \\
 & + \beta_9 East_j + \beta_{10} USA + \beta_{11} \ln(Trade_{Kt}) + \delta YEAR_t + \varepsilon_{ijt}
 \end{aligned}$$

식 (3.1)에서 K 는 韓國을 나타내며 j 는 相對國家를 나타내고, t 는 時間을 나타낸다. 보다 구체적으로 각 變數들은 다음과 같이 정의된다.

- GDP : 실질 국내총생산
- Pop : 인구수
- $Dist$: 한국과 j 국 간의 거리
- $Area$: 국토 면적
- $Tele$: 한국과 j 국 사이의 전화통화량
- $Mcap$: 주식시장의 규모

- *Legal*: 법제도 지수
- *Insider*: 내부자거래 지표
- *East*: j 국이 한국과 같이 동아시아에 위치하는 경우 1의 값을 주고 그렇지 않은 경우 0의 값을 주는 더미변수
- *USA*: j 국이 미국인 경우 1의 값을 주고 그렇지 않은 경우 0의 값을 주는 더미변수
- *Trade_{ijt}*: t 시점의 i 국과 j 국 간의 평균실질 무역량
- *Year*: t 시점에서 1의 값을 갖는 더미변수

식 (3.1)의 보다 간단한 형태의 중력모형은 적어도 國家間 貿易量의 決定方式에 대한 분석에 있어서 많은 연구자들에 의해 그 유용성이 입증된 바 있다. 특히 국가간 무역은 해당국가 사이의 地理的 距離에 반비례하며 해당국가의 經濟的 規模에 비례한다는 사실이 많은 연구자들에 의해 확인되었기 때문에 중력모형이라는 명칭이 붙여졌다. 식 (3.1)은 무역분석에 사용되었던 중력이론을 확장하여 國家間 資本移動에 적용하기 위해 변형한 것이다.

金融資本의 海外投資를 결정하는 요인으로서 經濟規模를 나타내는 實質 GDP가 중요한 이유는 투자발원국과 투자대상국의 경제규모가 클수록 투자액의 크기가 커질 것으로 기대하기 때문이다. 하지만 경제규모는 크나 경제발전 수준이 상대적으로 낮은 개발도상국의 경우 국내 금융자본의 해외투자여력이 거의 없기 때문에 경제발전 수준을 나타내는 一人當 實質 GDP를 포함하였다.

거리의 경우 금융자본의 運搬費用의 크기가 크지 않음을 감안할 때 去來費用이 거리에 비례한다고 보기는 어렵다. 하지만 거리가 가까울수록 상대시장에 대한 情報의 接近性이 용이하다고 볼 때 상대국에 대한 정보의 크기는 거리에 반비례한다는 해석이 가능하다. 또한 직접적인 情報交流量을 나타내는 전화통화량을 추가적으로 고려하였다. 이를 통해 상대방 국가에 대한 정보량이 클수록 상대시장에 대한 투자유인도가 더 높게 나타나는지를 검증하였다.

금융시장의 크기가 중요한 이론적인 이유는 市場規模가 클수록 시장 내에 존재하는 金融商品의 종류가 다양할 수 있어 보다 다양한 종류의 危險에 대처할 수 있는(risk insurance) 금융상품이 존재할 가능성이 높다는 가설에 기인한다고 볼 수 있다. 또한 금융시장이 발전한 국가에 대한 해외투자 여력이 더욱 높으며, 금융시장 발전수준이 높은 국가가 금융자본의 유치도도 높게 나타날 것이므로 金融市場의 規模를 나타내는 株式市場 規模 변수와 내부자거래 정도, 그리고 법률발달 정도를 나타내는 변수를 포함하였다.

또한 지역 편중 여부를 알아보기 위해 동아시아 국가를 나타내는 동아시아 더미 변수와 글로벌 시장을 나타내는 미국 더미 변수를 포함하였다. 마지막으로 무역의 증가가 금융자본의 움직임을 촉진하는지를 검증하기 위하여 수출량과 수입량을 합한 貿易量 變數를 포함하였다.

3.2. 데이터

데이터 수집방법과 출처는 다음과 같다. 별도의 표시가 없는 한 금액단위는 미국 달러를 사용하였다. 먼저 海外直接投資(FDI)는 수출입은행의 해외투자통계 중 1990-2004년 사이의 순투자 자료를 이용하였는데 대상국은 1990년 98개국이며 숫자가 매년 늘어 2004년에는 156개국을 대상으로 순투자 통계가 보고되어 있다. 또한 은행의 海外貸出規模(Bank Claim)는 한국은행에서 입수하였으며, 대상국가는 거의 전세계를 포괄하며 연도에 따라 달라지지만 약 200여 국가에 대한 대출금액이 보고되어 있다.⁽⁶⁾

GDP, 換率, 人口 데이터는 IMF의 International Financial Statistics에서 구하였으며 國家間 貿易量은 IMF의 Directions of Trade에 의존하였다. 국가간 거리 및 면적은 Rose(2004)에서 사용한 자료에서 입수하였으며 금융시장의 발전 정도를 나타내는 資本市場 規模(시가총액)는 DataStream에서 구하였다. 內部者去來 지표와 금융시장의 制度的인 發展 정도를 나타내는 지표는 값이 높을수록 발전수준이 높으며 출처는 IMD에서 발간하는 국제경쟁력지수 보고서에서 입수하였다. 마지막으로 국가간 전화량 자료는 한국과 상대국과의 전화통화량으로 단위는 백만 분(minutes)이며 출처는 워싱턴소재 TeleGeography이다.

〈表 2〉는 분석에 사용된 두 가지 표본에서 각 變數들의 기본 통계량을 정리한 것이다. 〈表 2-1〉은 海外資本投資에 사용한 표본으로 1990-2004년간 패널 자료에서 각 변수들의 평균 및 표준편차를 보여 준다. 반면 〈表 2-2〉는 銀行의 海外貸出에 사용한 표본으로 2000-2004년간 패널 자료에서 각 변수들의 평균 및 표준편차를 보여 준다.

4. 模型의 推定 結果

본 모형의 유용성을 검증하는 한 방법으로 금융자본의 이동에 대한 분석을 행하기 전에 본 모형이 무역량 결정에 대해 얼마나 성공적으로 설명하는지 살펴보았다. 또한 이 결과를 이용하여 우리는 貿易量을 결정하는 경제적 요인과 金融資本 移動을 결정하는 경제적 요인이 서로 어떤 측면에서 유사하고 한편으로는 어떤 측면에서 상이한지에 대해

(6) 본 자료는 한국은행에서 BIS에 보고하기 전 단계 자료로서 일반인에게 공개되지 않은 것이다.

〈表 2〉 推定에 使用한 資料 要約

〈表 2-1〉 海外直接投資 分析에 使用한 標本: 1990-2004年間 패널 資料

	평균	표준편차
해외직접투자 로그 값	206.07	1080.43
거리의 로그 값	8.57	0.53
GDP 곱의 로그 값	41.70	2.18
일인당 GDP의 곱의 로그 값	7.93	1.49
국토 면적의 곱의 로그 값	23.53	2.42
전화통화량의 로그 값	2.06	2.37
자본시장규모의 로그 값	6.31	2.13
법제도 지수	6.59	1.43
내부자거래 지수	5.57	1.41
무역량의 로그 값	13.60	3.07

註: 변수의 설명은 본문을 참조. 표본의 관측 개수는 최대 1,801개이며 변수에 따라 달라짐.

〈表 2-2〉 銀行間 貸出 分析에 使用한 標本: 2000-2004年間 패널 資料

	평균	표준편차
해외대출액의 로그 값	294.19	1182.12
거리의 로그 값	8.58	0.50
GDP 곱의 로그 값	41.62	2.00
일인당 GDP의 곱의 로그 값	7.81	1.48
국토 면적의 곱의 로그 값	23.34	2.31
전화통화량의 로그 값	1.89	2.27
자본시장규모의 로그 값	6.44	2.21
법제도 지수	6.62	1.43
내부자거래 지수	5.67	1.36
무역량의 로그 값	13.40	2.88

註: 표본의 관측 개수는 최대 748개이며 변수에 따라 달라짐.

분석할 것이다. 본 모형을 무역량 결정에 적용한 후 같은 모형을 海外直接投資와 海外銀行貸出 결정에 각각 적용하였다.

4.1. 貿易量에 대한 重力模型 推定 結果

擴張된 重力模型式 (3.1)에 포함된 說明變數는 대부분 金融資本의 移動을 결정하는 이론에 기초하여 선정되었으나 동일 변수가 貿易量에는 어떤 영향을 가지는지 먼저 검토하기로 하자. 기본적인 모형에 포함되는 경제규모 및 거리 등의 변수는 무역량에 큰 영향

을 미친다는 사실이 이미 확립되어 있으므로 적어도 이러한 변수들은 무역량의 크기를 결정하는 데 상당한 설명력을 가질 것으로 기대한다.

〈表 3〉은 貿易量에 대한 推定 結果를 정리한 것이다. 해외자본투자 및 은행대출에 대해 상이한 표본을 사용하였으므로 무역량에 대한 추정도 두 개의 상이한 표본을 모두 이

〈表 3〉 貿易에 대한 重力模型 推定 結果

〈表 3-1〉 貿易量: 1990-2003年間 패널 資料

	(1) 임의 효과 (Random Effects)	(2) 그룹간 효과 (Between Effects)	(3) 임의 효과 (Random Effects)	(4) 그룹간 효과 (Between Effects)	(5) 임의 효과 (Random Effects)	(6) 그룹간 효과 (Between Effects)
거리	-0.541* [0.261]	-0.770** [0.278]	-0.551* [0.222]	0.144 [0.281]	-0.07 [0.276]	0.432 [0.325]
GDP 곱	0.948** [0.106]	0.943** [0.118]	0.318* [0.125]	0.271 [0.207]	0.405** [0.117]	0.407 [0.187]
일인당 GDP 곱	0.119 [0.132]	0.262 [0.142]	0.019 [0.114]	0.056 [0.208]	0.059 [0.099]	-0.124 [0.196]
국토면적의 곱	-0.096 [0.085]	-0.112 [0.091]	0.104 [0.087]	-0.18 [0.150]	0.119 [0.075]	-0.134 [0.130]
전화통화량			0.274** [0.081]	0.777** [0.163]	0.178* [0.086]	0.623* [0.186]
자본시장규모			0.015 [0.054]	-0.141 [0.087]	0.031 [0.049]	-0.077 [0.080]
법·제도			0.04 [0.057]	0.164 [0.188]	0.023 [0.056]	0.132 [0.160]
내부자거래			-0.063 [0.061]	-0.167 [0.233]	-0.005 [0.063]	0.15 [0.251]
동아시아					1.268** [0.447]	1.223** [0.574]
미국					0.538 [0.498]	0.171 [0.618]
R-squared	0.56	0.78	0.85	0.96	0.89	0.98
Observations	1346	1346	96	96	96	96

註: 데이터 설명은 본문 3장 참조.

〈表 3-2〉 貿易量: 2000-2004年間 패널 資料

	(1) 임의 효과 (Random Effects)	(2) 그룹간 효과 (Between Effects)	(3) 임의 효과 (Random Effects)	(4) 그룹간 효과 (Between Effects)	(5) 임의 효과 (Random Effects)	(6) 그룹간 효과 (Between Effects)
거리	-0.950** [0.337]	-0.781* [0.329]	-1.430** [0.452]	-0.216 [0.783]	-1.058 [0.830]	-1.498 [5.781]
GDP 곱	0.960** [0.146]	0.859** [0.149]	0.114 [0.284]	0.109 [0.783]	-0.11 [0.367]	-0.363 [2.568]
일인당 GDP 곱	0.029 [0.160]	0.192 [0.165]	-0.036 [0.244]	0.263 [0.785]	0.057 [0.307]	0.738 [2.989]
국토면적의 곱	0.012 [0.112]	0.013 [0.108]	0.362 [0.203]	0.088 [0.512]	0.437 [0.249]	0.753 [2.283]
전화통화량			-0.02 [0.071]	0.433 [0.400]	-0.067 [0.066]	-0.166 [1.817]
자본시장규모			0.238** [0.089]	0.01 [0.329]	0.326** [0.091]	0.059 [0.457]
법·제도			-0.037 [0.045]	-0.136 [0.968]	-0.055 [0.042]	-0.329 [1.572]
내부자거래			0.024 [0.046]	-0.192 [0.708]	0.04 [0.043]	-0.294 [1.938]
동아시아					1.609 [1.155]	0.597 [3.549]
미국					1.798 [1.447]	2.919 [9.264]
R-squared	0.72	0.71	0.62	0.91	0.73	0.94
Observations	387	387	50	50	50	50

註: 데이터 설명은 본문 3장 참조.

용하였다. 먼저 〈表 3-1〉은 海外資本投資에 사용된 표본을 이용하여 중력모형을 추정한 결과이다. (1)과 (2)열은 가장 기본적인 중력모형을 추정한 결과이며, 각각 任意 效果와 그룹間 效果에 대한 추정치를 보고하였다. (3)과 (4)열은 (1)과 (2)열의 모형을 보다 확장하여 네 개의 추가적인 설명변수(전화통화량, 주식시장규모, 법제도, 내부자거래 지수)를 포함한 중력모형 추정 결과이며, (5)와 (6)열은 이에 동아시아와 미국 더미를 추가한

것이다.

상기 결과에 따르면 대체로 重力模型은 韓國의 貿易決定을 잘 설명하는 것으로 보인다. 특히 地理的 距離의 계수는 대체로 음의 값을 가지며, (1), (2), (3)열에서는 1% 혹은 5% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 보고되었다. 또한 經濟規模를 나타내는 GDP 곱의 계수도 모두 양수이며 (1), (2), (3), (5)열의 추정 결과에서는 1% 또는 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 알 수 있다.

또한 전화통화량의 계수도 매우 유의하여 (3), (4), (5), (6)열 모두에서 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 보고되었다. 이러한 결과는 情報變數가 貿易量을 결정하는 데에도 중요한 역할을 함을 시사한다. 하지만 因果關係는 본 회귀결과에 의해 확립하기 어려우므로 그 반대의 해석도 가능하다. 즉 무역량이 많음에 따라 전화사용량도 늘어난다는 해석을 할 수 있다. 하지만 일반적으로 무역에 필요한 전화사용량은 일반적인 전화사용량을 좌우할 정도로 큰 규모가 아닐 것으로 기대되므로 첫 번째 해석이 보다 타당할 것으로 보인다.

위에서 언급된 변수들 이외의 다른 변수들은 대체로 統計的으로 有意하지 않다. 하지만 동아시아 더미의 계수 추정치는 모두 양의 값을 가지며 1% 수준에서 통계적으로 유의하다((5)와 (6)열). 이 때 지리적 거리에 대한 계수의 추정치는 더 이상 통계적으로 유의하지 않은데, 이는 한국의 경우 지리적 거리가 가까운 이점이 대체로 동아시아에 국한되어 있음을 시사한다.

〈表 3-2〉는 銀行의 海外貸出의 경우 데이터가 2000년부터 존재하기 때문에 이와 비교하기 위해 2000년 이후 시계열에 대해 중력모형을 적용한 결과이다. 대체로 추정 결과는 〈表 3-1〉과 유사함을 알 수 있다. 地理的 距離에 대한 계수 추정치는 모두 음수이며, (1), (2), (3)열에서는 1% 또는 5% 수준에서 통계적으로 유의하다. 經濟規模를 나타내는 GDP의 곱에 대한 계수도 유의한 경우는 모두 양의 값을 가짐을 알 수 있다. 반면 전화통화량은 더 이상 통계적으로 유의하지 않으며 대신 資本市場規模의 계수에 대한 추정치가 양의 값을 가지고 통계적으로도 유의한 경우가 많음을 알 수 있다. 또한 동아시아 더미의 계수도 양수이지만 통계적인 유의성은 떨어진다.

4.2. 海外直接投資(FDI)에 대한 重力模型 推定 結果

海外資本投資를 從屬變數로 하는 중력모형을 추정한 결과는 〈表 4〉에 정리되어 있다. 각 열에 대한 설명은 〈表 3〉에서와 동일하다. 즉 (1)과 (2)열은 가장 간단한 중력모형의 추정 결과이며 설명변수를 차츰 늘려감에 따른 추정 결과는 (3), (4), (5), (6)열에 정리하였다. 推定 結果는 두 가지 경우를 보고하였는데 첫 번째 경우인 〈表 4-1〉은 貿易量을

〈表 4〉 海外直接投資에 대한 重力模型 推定 結果

〈表 4-1〉 海外直接投資: 貿易量을 除外한 境遇

	(1) 임의 효과 (Random Effects)	(2) 그룹간 효과 (Between Effects)	(3) 임의 효과 (Random Effects)	(4) 그룹간 효과 (Between Effects)	(5) 임의 효과 (Random Effects)	(6) 그룹간 효과 (Between Effects)
거리	-0.019 [0.023]	-0.019 [0.026]	-0.236 [0.217]	-0.17 [0.226]	-0.355 [0.328]	-0.277 [0.233]
GDP 곱	0.022* [0.010]	0.023* [0.011]	0.083 [0.144]	-0.103 [0.166]	0.09 [0.174]	-0.028 [0.134]
일인당 GDP 곱	-0.004 [0.012]	-0.004 [0.013]	-0.074 [0.154]	-0.201 [0.168]	-0.099 [0.158]	-0.323 [0.141]
국토면적의 곱	0.005 [0.008]	0.004 [0.008]	0.06 [0.095]	0.14 [0.121]	0.084 [0.096]	0.154 [0.093]
전화통화량			0.024 [0.109]	0.122 [0.131]	-0.098 [0.146]	-0.116 [0.133]
자본시장규모			0.121* [0.060]	0.173* [0.070]	0.126* [0.064]	0.197* [0.057]
법·제도			0.089 [0.139]	-0.121 [0.151]	0.063 [0.141]	-0.142 [0.115]
내부자거래			-0.063 [0.153]	0.186 [0.187]	0.016 [0.169]	0.428 [0.180]
동아시아					0.193 [0.604]	0.524 [0.412]
미국					0.725 [0.585]	1.018** [0.443]
R-squared	0.06	0.19	0.28	0.74	0.30	0.89
Observations	1353	1353	96	96	96	96

註: 데이터 설명은 본문 3장 참조.

說明變數에서 제외하고 분석한 경우이며 두번째 경우인 〈表 4-2〉는 貿易量을 추가적으로 說明變數로 사용한 경우이다. 각각에 대한 추정 결과를 간단하게 설명하면 다음과 같다.

먼저 〈表 4-1〉에서 地理的 距離에 대한 계수는 모두 음이지만 통계적으로 유의한 경우는 없다. 따라서 무역의 경우에 비하면 지리적 근접성의 중요도가 떨어짐을 알 수 있다.

〈表 4-2〉 海外直接投資: 貿易量을 包含한 境遇

	(1) 임의 효과 (Random Effects)	(2) 그룹간 효과 (Between Effects)	(3) 임의 효과 (Random Effects)	(4) 그룹간 효과 (Between Effects)	(5) 임의 효과 (Random Effects)	(6) 그룹간 효과 (Between Effects)
무역규모	0.004 [0.004]	-0.003 [0.009]	0.058 [0.215]	0.503 [0.256]	-0.033 [0.246]	0.459 [0.275]
거리	-0.017 [0.023]	-0.021 [0.027]	-0.227 [0.221]	-0.243 [0.194]	-0.35 [0.332]	-0.475 [0.233]
GDP 곱	0.018 [0.010]	0.026 [0.014]	0.067 [0.157]	-0.239 [0.156]	0.105 [0.209]	-0.215 [0.161]
일인당 GDP 곱	-0.005 [0.012]	-0.003 [0.013]	-0.078 [0.156]	-0.229 [0.142]	-0.1 [0.159]	-0.266 [0.126]
국토면적의 곱	0.005 [0.008]	0.004 [0.008]	0.06 [0.095]	0.231 [0.112]	0.086 [0.098]	0.215 [0.088]
전화통화량			-0.003 [0.149]	-0.269 [0.228]	-0.089 [0.163]	-0.402 [0.206]
자본시장규모			0.125* [0.062]	0.244* [0.069]	0.126 [0.065]	0.232* [0.054]
법·제도			0.084 [0.141]	-0.204 [0.134]	0.066 [0.144]	-0.202 [0.105]
내부자거래			-0.056 [0.155]	0.27 [0.164]	0.018 [0.171]	0.359 [0.160]
동아시아					0.234 [0.680]	-0.037 [0.488]
미국					0.735 [0.593]	0.940** [0.384]
R-squared	0.06	0.19	0.28	0.84	0.30	0.94
Observations	1346	1346	96	96	96	96

註: 데이터 설명은 본문 3장 참조.

반면 經濟規模를 나타내는 GDP 곱의 계수 추정치는 두 경우((1)과 (2)열)에 있어서 통계적으로 유의한데 이 때 모두 양의 값을 가짐을 알 수 있다. 따라서 자본투자를 하는데 있어서도 경제규모는 중요할 수 있음을 시사한다.

資本市場規模에 대한 계수는 모두 양수이며 5% 유의수준에서 통계적으로도 유의하다. 따라서 일반적인 경제규모뿐 아니라 특히 대상국의 자본시장의 크기가 해외직접투자를 결정하는 데 중요한 요인임을 알 수 있다.

또 하나의 특이한 점은 동아시아 더미가 統計的으로 有意하지 않다는 사실이다. 이 역시 海外資本投資는 동아시아에 집중되지 않았음을 시사한다. 반면, 美國 더미의 계수는 (6)열의 추정 결과에서 통계적으로 유의함을 보이는데, 이는 미국으로 대표되는 글로벌 시장이 금융투자에 있어서는 중요함을 보여 준다고 하겠다.

兩國間의 貿易量을 추가적으로 설명변수로 포함한 결과는 <表 4-2>에 정리하였다. 그 결과는 대체적으로 <表 4-1>과 유사하며, 무역량의 계수도 統計的으로 有意하지 않음을 보인다. 따라서 해외직접투자는 무역량의 증가와 상관없이 이루어지고 있음을 알 수 있다.

4.3. 銀行의 海外貸出에 대한 重力模型 推定 結果

銀行의 海外貸出量을 從屬變數로 하는 중력모형을 추정한 결과는 <表 5>에 정리되어 있다. 각 열에 대한 설명은 <表 3>에서와 동일하며, 貿易量을 설명변수로 포함하지 않은 경우(<表 5-1>)와 포함한 경우(<表 5-2>)로 나누어 추정 결과를 보고하였다. 推定 結果를 간단하게 설명하면 다음과 같다.

地理的 距離에 대한 계수는 모두 음이며 간단한 중력모형의 추정 결과인 (1)과 (2)열에서는 통계적으로 1% 수준에서 유의하다. 따라서 海外資本投資의 경우에 비해 銀行의 海外貸出의 경우는 地理的 近接性이 보다 중요할 수 있음을 시사한다. 또한 GDP의 곱의 계수도 모두 양수이며 세 경우에 있어서 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 동아시아 더미의 계수는 통계적으로 유의하지 않지만 미국 더미는 (5)열의 추정 결과에서 통계적으로 유의하다. 따라서 은행 해외대출의 경우에도 미국으로 대표하는 글로벌 금융시장이 중요함을 알 수 있다.

<表 5-1>에 양국간의 무역량을 추가적으로 설명변수로 포함한 결과는 <表 5-2>에 정리하였다. 그 결과는 대체적으로 <表 5-1>과 유사하다. 하지만 海外直接資本投資의 경우와 달리 貿易量의 계수는 모두 양수이며 통계적으로 매우 유의함을 알 수 있다. 따라서 銀行의 海外貸出의 경우는 貿易量의 증가와 매우 밀접한 관계를 가지며 이루어지고 있음을 알 수 있다.

〈表 5〉 國家間 銀行貸出에 대한 重力模型 推定 結果

〈表 5-1〉 國家間 銀行貸出: 貿易量을 除外한 境遇

	(1) 임의 효과 (Random Effects)	(2) 그룹간 효과 (Between Effects)	(3) 임의 효과 (Random Effects)	(4) 그룹간 효과 (Between Effects)	(5) 임의 효과 (Random Effects)	(6) 그룹간 효과 (Between Effects)
거리	-0.381** [0.120]	-0.390** [0.122]	-0.365 [0.360]	0.613 [0.443]	-0.737 [0.522]	-0.565 [2.497]
GDP 곱	0.295** [0.053]	0.319** [0.055]	0.710** [0.213]	0.548 [0.443]	0.374 [0.245]	0.104 [1.109]
일인당 GDP 곱	-0.071 [0.059]	-0.067 [0.061]	-0.018 [0.182]	-0.131 [0.444]	0.139 [0.156]	0.336 [1.291]
국토면적의 곱	-0.044 [0.040]	-0.046 [0.040]	0.135 [0.150]	-0.213 [0.290]	0.385** [0.140]	0.362 [0.986]
전화통화량			-0.047 [0.120]	0.546 [0.226]	-0.358** [0.115]	0.039 [0.785]
자본시장규모			-0.09 [0.088]	-0.113 [0.186]	-0.057 [0.079]	-0.078 [0.198]
법·제도			-0.038 [0.093]	0.009 [0.547]	-0.107 [0.076]	-0.168 [0.679]
내부자거래			-0.043 [0.093]	-0.109 [0.401]	0.081 [0.079]	-0.257 [0.837]
동아시아					1.203 [0.705]	0.29 [1.533]
미국					3.292** [0.987]	2.512 [4.001]
R-squared	0.51	0.51	0.75	0.97	0.92	0.99
Observations	387	387	50	50	50	50

註: 데이터 설명은 본문 3장 참조.

〈表 5-2〉 國家間 銀行貸出: 貿易量을 包含한 境遇

	(1) 임의 효과 (Random Effects)	(2) 그룹간 효과 (Between Effects)	(3) 임의 효과 (Random Effects)	(4) 그룹간 효과 (Between Effects)	(5) 임의 효과 (Random Effects)	(6) 그룹간 효과 (Between Effects)
무역규모	0.042 [0.024]	0.088* [0.034]	0.717** [0.119]	0.545* [0.107]	0.471** [0.087]	0.432 [0.000]
거리	-0.343** [0.120]	-0.321** [0.122]	0.578** [0.152]	0.730* [0.146]	-0.01 [0.215]	0.082 [0.000]
GDP 곱	0.253** [0.057]	0.243** [0.062]	0.428** [0.089]	0.489 [0.145]	0.303** [0.079]	0.261 [0.000]
일인당 GDP 곱	-0.075 [0.058]	-0.084 [0.060]	-0.119 [0.090]	-0.274 [0.148]	-0.005 [0.079]	0.017 [0.000]
국토면적의 곱	-0.044 [0.039]	-0.047 [0.039]	-0.162** [0.060]	-0.261 [0.095]	0.011 [0.066]	0.037 [0.000]
전화통화량			0.093 [0.078]	0.31 [0.087]	0.017 [0.074]	0.11 [0.000]
자본시장규모			-0.099* [0.038]	-0.118 [0.061]	-0.130** [0.027]	-0.104 [0.000]
법·제도			0.014 [0.080]	0.083 [0.179]	0.031 [0.063]	-0.026 [0.000]
내부자거래			-0.089 [0.077]	-0.005 [0.132]	-0.099 [0.065]	-0.13 [0.000]
동아시아					-0.017 [0.208]	0.032 [0.000]
미국					1.481** [0.413]	1.251** [0.000]
R-squared	0.53	0.54	0.99	0.99	0.98	0.99
Observations	387	387	50	50	50	50

註: 데이터 설명은 본문 3장 참조.

5. 結 論

본 연구는 擴張된 重力模型을 이용하여 韓國 金融資本의 海外投資 決定要因을 분석하였다. 또한 貿易量 決定要因들과의 비교분석도 동시에 진행하였다. 우리나라의 해외로 진출하는 貿易量, 海外直接投資, 銀行의 海外貸出規模에 대해 본 연구에서 사용한 확장된 중력모형의 설명력은 대체로 높다. 또한 금융시장에 보다 특수한 변수들 중 일부 변수(전화통화량, 자본시장규모)의 경우 무역량이나 해외직접투자 규모를 결정하는 데 유의한 변수로 나타나는 점은 특이할 사실이다. 그 이유는 이들 변수가 무역량 및 해외직접투자를 결정하는 변수들과의 연계성이 높거나 이들 변수 자체가 중요한 결정변수일 수 있다는 것을 나타낸다.

정보 및 금융시장 발전수준과 같은 金融市場 變數가 實物市場 變數와 밀접한 관계를 갖는 것은 특이한 사실은 아니라고 판단된다. 예를 들어, 무역량의 흐름은 그 이면에 자본의 흐름과 연동되어 움직이는 것이 있으며 海外直接投資의 경우에도 M&A와 같은 예외에서와 같이 금융자본적인 성격을 상당량 포함하고 있기 때문이다.

하지만 무역량, 해외직접투자, 은행의 해외대출규모의 세 가지 從屬變數에 대해 공통적으로 有意성이 높은 설명력을 갖는 變數는 없는 것으로 나타났다. 이는 商品과 資本의 흐름을 결정하는 요인들이 여전히 상이한 성격을 가지고 있을 뿐 아니라 자본의 경우에도 實物資本과 金融資本 간의 차이가 존재할 수 있음을 보여 주는 결과라고 볼 수 있다.

地域間 特性을 보더라도 貿易量의 경우 우리나라가 동아시아권과의 무역량이 상대적으로 높은 것으로 나타나는 반면에 海外直接投資 및 海外銀行貸出의 경우 미국시장에의 편중도가 동아시아권에 비해 높게 나타나는 것은 의미가 있는 결과이다. 貿易 부문에서 우리나라의 동아시아 경제권에 대한 의존도가 높아진 반면 미국시장에의 의존도는 낮아졌으나, 資本市場에서는 여전히 미국시장에의 의존도가 높아 자본시장에서 역외 충격에 대한 취약성이 여전히 노정되고 있는 상황을 보여 주고 있다.

또한 貿易量의 크기는 海外直接投資 결정에 영향을 미치지 못하는 반면 國內 銀行의 海外貸出의 크기에만 영향을 준다는 사실도 중요한 발견이라고 할 수 있다. 이러한 차이는 은행의 해외대출이 무역과 연계하면서 이루어는 것을 반영한다고 하겠다. 따라서 적어도 銀行을 통한 資本市場의 연계는 貿易의 증가와 함께 자연스럽게 확장될 수 있음을 시사한다. 하지만 이러한 무역 연계가 다른 금융시장의 연계를 더욱 강화하는지 여부는 앞으로 중요 연구 과제라고 하겠다.

高麗大學校 經濟學科 教授

136-701 서울특별시 성북구 안암동 5-1

전화: (02)3290-2220

팩스: (02)3290-2719

E-mail: khshin@korea.ac.kr

對外經濟政策研究院(KIEP) 研究委員

137-747 서울특별시 서초구 염곡동 300-4

전화: (02)3460-1022

팩스: (02)3460-1212

E-mail: yho@kiep.go.kr

參 考 文 獻

- Anderson, James E.(1979): "A Theoretical Foundation for the Gravity Equation," *American Economic Review*, **69**, 106-116.
- Anderson, James E., and Eric van Wincoop(2003): "Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle," *American Economic Review*, **93**, **1**, 170-192.
- Buch, Claudia(2002): "Are Banks Different? Evidence from International Data," *International Finance*, **5**, **1**, 97-114.
- _____ (2003): "Information or Regulation: What Drives the International Activities of Commercial Banks?," *Journal of Money, Credit and Banking*, **35**, **6**, 851-869.
- Deardorff, Alan V.(1998): "The Determinants of Bilateral Trade: Does Gravity Work in a Neoclassical World?," in Jeffrey A. Frankel(ed.), *The Regionalization of the World Economy*, Chicago, University of Chicago.
- Frankel, Jeffrey, and Andrew K. Rose(1994): "A Survey of Empirical Research on Nominal Exchange Rates," in *Handbook of International Economics*, Vol. 3, in Grossman and Rogoff(eds.), Amsterdam, North-Holand.
- Imbs, Jean(2004): "Trade, Finance, Specialization, and Synchronization," *The Review of Economics and Statistics*, **86**, **3**, 723-34.
- Kang, Sung Jin, and Hongshik Lee(2004): "Location Choice of Multinational Companies in

- China: Korean and Japanese Companies,” KIEP, WP 04-13.
- Kawai, Masahiro, and Li-Gang Liu(2001): “Determinants of International Commercial Bank Loans to Developing Countries,” Mimeo, University of Tokyo and Asian Development Bank Institute.
- Kim, June-Dong(2002): “Inward Foreign Direct Investment into Korea: Recent Performance and Future Tasks,” *Joint U.S.-Korea Academic Studies*, **13**, 195-220.
- Kim, Soyoun, Jong-Wha Lee, and Kwanho Shin(2005): “Regional and Global Financial Integration in East Asia,” Mimeo.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti(2002): “External Wealth the Trade Balance and the Real Exchange Rate,” *European Economic Review*, **46**, 1049-1071.
- _____ (2003): “International Financial Integration,” *IMF Staff Papers*, **50**, Special Issue, 82-113 (Washington, International Monetary Fund).
- Lee, Byungyoon(2003): “The Determinants of Foreign Banks’ Entry in Korea and its Effects on Korean Domestic Banks’ Performance,” *Economic Papers of the Bank of Korea*, **6**, **1**, 42-65.
- Lee, Chang-Soo, and Chong-Kyu Lee(2002): “Korea’s FDI into China: Determinants of the Provincial Distribution,” KIEP, WP 02-16.
- Obstfeld, M., and Alan M. Taylor(2003): “Global Capital Markets: Integration, Crisis, and Growth,” Cambridge, Cambridge University Press.
- Portes, R., and H. Rey(2005): “The Determinants of Cross-border Capital Flows: The Geography of Information,” *Journal of International Economics*, **65**, **2**, 269-296.
- Portes, R., H. Rey, and Y. Oh(2001): “Information and Capital Flows: the Determinants of Transactions of Financial Assets,” *European Economic Review*, **45**, **4-6**, 783-796.
- Rose, Andrew K.(2004): “Do We Really Know That the WTO Increases Trade?,” *American Economic Review*, **94**, **1**, 98-114.
- Sorensen, Bent E., and Oved Yosha(1998): “International Risk Sharing and European Monetary Unification,” *Journal of International Economics*, **45**, 211-238.
- Stein, E., and C. Daude(2003): “Institutions, Integration, and the Location of Foreign Direct Investment,” Washington, DC., United States, Inter-American Development Bank, Research Department, Mimeographed Document.
- Wei, S.(2000): “How Taxing is Corruption to International Investors?,” *Review of Economics and Statistics*, **82**, **1**, 1-11.