

國際資本移動, 資本移動의 統制 및 資本自由化*

李 天 杓**

<目 次>

I. 序
II. 資本移動의 意義와 種類
III. 資本移動의 效果
IV. 國際資本移動의 略史
V. 國際資本移動의 統制
VI. 資本逃避
VII. 韓國經濟의 資本自由化

I. 序

우리 經濟는 1992년부터 資本自由化를 하게 되리라 이야기되고 있다. 그러나 좀 더 具體的으로 보면, 그것의 本體는 資本市場의 하나인 證券市場을 종래 間接的으로 개방하던 정도에서 더 진전시켜서 일정한 限度 내에서 외국인의 直接投資를 허용하려는 것으로 요약되고 있다.

이러한 점은 資本自由化란 證券市場開放뿐만 아니라 다른 요소들도 포함하는 複合的 現實이며 여러 段階 내지 여러 局面을 거쳐 實現된다는 것, 그 중 證券市場開放이란 상대적으로 신중을 기해야 할 단계이며 그 이전에 다른 형태의 資本自由化가 미리 實驗되고 定着되어 있어야 하리라는 것, 證券市場開放을 시행하는 데도 어떤 일정한 制限이 있으리라는 것 등을 동시에 의미하고 있다.

資本이란 勞動과 함께 財貨나 서비스라는 생산물을 만드는 데 소요되는 生産要素(factors of production)이다. 國際的으로 여러 나라 사이에서 交易이 확대됨에 따라 많은 種類의 財貨가 교환되고 기술발전과 더불어 종래 일괄적으로 非交易財로 인식되었던 서비스도 交易되게 되었다. 그러나 이러한 생산물의 交易과 달리 生産要素의 交易이란 반드시 자연스러운 것은 아니라는 인식이 강하다. 傳統的인 무역이론에서도 生産要素의 직접적인 交易이

* 本論文은 修岩獎學文化財團의 研究費支援으로 이루어졌음.

** 本研究所 研究員, 서울大學校 國際經濟學科 教授.

없는 상태에서 生産物의 交易만으로 사실상 生産要素의 交易이 가져올 수 있는 상황과 마찬가지로의 結果를 가져올 수 있음을 보이려 하고 있다. 그럼에도 불구하고 실제로는 생산 요소의 교역이 다소간 있어 왔다. 또 勞動과 資本이라는 두 가지 生産要素 중 勞動의 交易은 거의 무시해도 좋을 만한 정도임에 비해, 資本의 交易은 무시할 수 없는 것이었을 뿐 아니라 많은 問題點과 論難을 일으킨 것이었다. 資本의 交易 또는 국제간의 資本移動은 그것이 가져오는 문제점 때문에 原則적으로 統制되고 경우에 따라서는 禁止된 現象이기도 했는데, 資本自由化란 이러한 양상을 극복하여 국제간의 자본이동이 아무런 간섭없이 자유롭게 실현되도록 하자는 것을 目標로 삼고 있다.

資本自由化가 이러한 목표를 가지게 되는 이유는 資本市場의 效率性을 확보하자는 微視的인 考慮에서 유래한다. 모든 시장을 競爭的인 시장으로 만들어야 가장 效率的인 資源配分을 초래할 수 있다고 여기기에 資本市場에 대해서도 마찬가지로의 생각을 적용하여, 아무런 制約이 없는 자본시장에의 進入을 보장하고 進入한 모든 참여자들의 행동에 대한 制約을 모두 없앴으로써 경쟁적인 자본시장이 가져오는, 자본사용에 있어서의 效率性을 기해 보자는 것이다.

그런데 生産要素인 자본의 交易은 生産物인 財貨나 서비스의 交易과 조금 다른 성질을 가지고 있다. 먼저 生産物의 교역은 交易이 있게 되면 그것으로서 交易이 종결되고 차후에 交易에 따른 利害關係의 對立이 심각하게 나타날 여지가 적다. 그러나 자본의 交易은 어떤 시점에서 자본을 去來한다는 現象 그 자체에 그치는 것이 아니고 交易 이후 그러한 資本을 管理・活用하고 최종적으로는 그것을 回收・償還하는 것과 관련하여 갖가지 복잡한 이해관계의 대립을 초래하기 쉽다. 生産物의 교역이 交易의 兩當事者에게 가져오는 效果가 비교적 短期間 內에 限定되는 데 비해, 生産要素로서의 資本의 交易이 가져오는 效果는 훨씬 오랜 기간에 걸쳐 나타난다. 비교적 짧은 기간에 일어날 일은 상대적으로 쉽게 豫測할 수 있으나 長期間에 나타날 일을 豫測하는 것은 어렵다는 당연한 사정에 따라, 資本移動과 관련하여 발생하는 利害關係가 전개되는 도중에는 양당사자가 최초의 交易締結時 豫想하지 못했던 것이 종종 나타날 수도 있어, 자본이동은 양당사자 사이에서 긴장을 초래하기가 쉽다.

貿易理論의 理想的인 상황에서는 資本移動을 배제하고도 生産物의 交易만을 통해 交易雙方의 이익을 실현할 수 있다. 그러나 生産物의 交易을 통한 사실상의 生産要素의 交易效果의 實現이라는 間接的・迂迴의 經路보다는 생산물의 교역과 더불어 生産要素의 교역도 함께 直接的으로 시행하는 것이 더 신속하게 交易의 이익을 실현하는 길이 될 수가 있다. 또 生産要素로서의 資本의 國際間 交易은 現實이다. 여기에서 資本移動을 좀 더 積極적으로

다루어야 할 필요가 생긴다. 자본이동이 단기 이상의 기간에 가져오는 效果를 豫測하고 그러한 예측에 근거하여 자본교역의 계약을 체결함으로써 양당사자간에 분쟁의 소지를 없애는 한편, 豫測 밖의 事態의 발생에 대해서도 어떤 對備策을 세워 놓는다면, 자본이동이 가져오는 이익은 취할 수 있으면서 폐해는 상당한 정도로 회피할 수 있겠기 때문이다. 이를 위해서 자본이동의 一方 當事者로서는 資本移動의 性質을 알고 그것이 가져올 效果를 이해하여 公正한(또는 자신에게 不利하지 않은) 계약을 체결하는 한편, 經濟社會 전체로서는 그러한 자본이동이 自國經濟에 가져다 주는 영향에 대해 관리하고 통제할 수 있는 手段과 方途를 미리 마련해 두어야 할 필요가 생긴다.

이러한 생각에 지도되어 本 研究에서는 국제적 자본이동이 어떠한 形態를 띠고 나타나며 그것들의 效果는 어떠한지를 살펴 본다. 자본이동의 一方 當事者로서 자본이동을 통제할 수 있는 方途에는 어떠한 것이 있으며, 특히 後進經濟 내지 政治·經濟적으로 不安한 經濟로부터의 資本逃避에 대해서는 어떠한 對策이 있겠는가도 살펴본다. 나아가 1980년대 이래의 資本移動의 特性을 살펴 보자. 앞으로의 우리 經濟의 가까운 未來를 보아, 우리 經濟의 資本自由化는 어떻게 추진되어야 하겠는지를 강구해 본다.

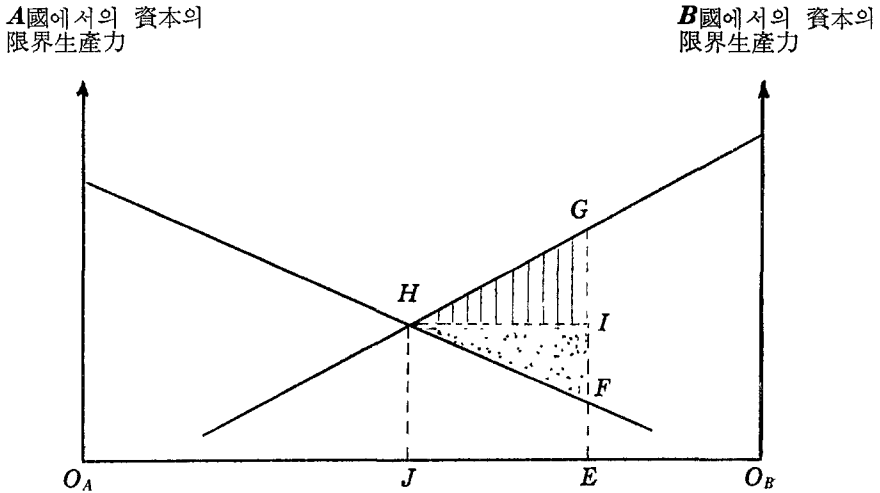
II. 資本移動의 意義와 種類

1. 意 義

국제적 자본이동은 어떤 經濟의 資本이 다른 經濟로 이동해 가서 그 곳에서 生産에 종사한 뒤 특정 또는 不特定の 기간이 경과한 다음 본래의 經濟로 되돌아 가는 現象을 지칭한다. 국제적 자본이동은 이런 의미에서 어떤 나라(A)로부터의 資本流出 및 다른 나라(B)로의 流入이라는 현상과, 特定 또는 不特定の 期間 후 그러한 資本의 償還과 관련된 다른 나라(B)로부터의 流出 및 어떤 나라(A)로의 流入을 함께 생각해야 한다.⁽¹⁾ 나아가 이렇게 流出 및 流入되어 資本이 다른 나라에서 쓰이거나 다른 나라의 資本을 쓰는 과정에서 두 나라 모두에서의 生産過程이 변화하게 된다. 최초로 資本流出이 있었던 나라에서는 GDP가 GDP보다 자본에 대한 대가에 상응하게끔 커지고, 최근에 資本流出이 있는 나라에서는 GDP가 GNP보다 자본에 대한 對價에 상응하게끔 작아진다.

新古典派經濟學의 視角에서 자본은 資本이 많은 나라로부터 資本이 적은 나라로 이동하게 되며 그럼으로써 資本使用의 效率性이 全世界的 차원에서 高揚된다고 한다. <그림 1>

(1) 「資本의 流出」은 流出시키는 나라의 積極적 행위로서 보던 資本輸出(capital export)이 되고, 資本의 流入을 流入되는 나라의 積極적 행위로 이해하면 資本輸入(capital import)이 된다.



〈그림 1〉 資本의 自由移動에 의한 資本의 限界生産力의 均等化

에서 A國은 資本이 많은 나라이고 B國은 資本이 많지 않은 나라이다. 때문에 A國에서의 資本의 限界生産力曲線은 비교적 낮은 위치를 점하고 있고, B國의 그것은 相對적으로 높은 값을 가지고 있다. 즉, 資本移動에 의한 資本의 二國間 再配分이 있기 이전에 A國에서의 資本의 存在量은 $O_A E$ 이어서 자본의 限界生産力이 EF 의 크기에 不過하나, B國에서는 資本이 $O_B E$ 밖에 없어 자본의 限界生産力이 EG 의 크기만큼 크다. 이러한 상황에서 A國으로부터 B國으로 EJ 에 상당하는 만큼의 資本移動이 있게 되면 國際적으로 資本의 限界生産力이 均等化되면서 汎世界的 次元에서 資本使用에 대한 效率성이 획득된다. 나아가 자본의 賃借契約時 양국이 資本의 移動에 대한 利率을 世界共通의 資本의 限界生産力인 JH 에 상응하게끔 決定했다고 하면, 資本을 流出시킨 A國은 $\triangle HIF$ 에 상당하는 이익을 보고, 資本流入을 경험한 B國은 $\triangle HGI$ 에 상당하는 이익을 볼 수가 있다. 資本의 流出과 流入에 간여한 양당사국은 利率이 JH 와 같게 결정될 때는 말할 것도 없고, 다른 때에도 그것이 EG 와 EF 의 중간 어느 수준에서 決定되는 한 각각 다소간의 이익을 얻을 수 있다.

그런데 이러한 新古典派의인 자본이동의 인식은 靜態의인 것이면서 몇 가지 限界를 가지고 있다. 첫째, 설사 자본이동이 있더라도 그것에 대한 利率이 EG 와 EF 사이에서 決定되지 않는다고 하면 兩當事者 중 하나는 資本移動이 없었던 때보다 더 나쁜 상태에 빠지게 된다. 둘째, 資本移動이 가져오는 動態의 效果를 감안하지 않으면 안된다. 資本流出은 그것과 더불어 經營能力이라는 資源의 流出도 가져올 수 있다. 經營자원이 특히 최소한 開發途上經濟에서는 자본이동, 특히 資本逃避가 심해지게 되면 그것과 더불어 經營者能力도 流

出하게 되는데, 이러한 것은 극히 경계되어야 하는 대상으로 여겨지고 있다. 또 資本流入은 어떤 나라에 존재하는 限定된 投資의 機會(또는 事業의 機會)를 先占함으로써 차후 土着的으로 자본을 마련하게 되었을 때 投資를 하여 成功할 수 있는 가능성을 排除한다. 外國資本이 들어와 이미 시험되고 있는 事業의 機會를 빼앗는 경우도 비슷한 性格의 것이나 이것은 經營權에 대한 위협이라는 말로 표현되기도 한다. 어떤 投資機會는 國家安保와 결부되거나 기타 公共性을 갖거나 外部經濟效果가 있어 國內企業人보다 私的 收益性을 추구하는 데 철저히 外國의 企業人에게 개방하는 것이 곤란할 수도 있다. 基幹産業에의 投資, 經濟社會의 주요 下部構造를 이루는 要素에 대한 投資 등이 그런 것의 예가 되겠다.

요컨대 資本移動이 양당사국에 가져다 주는 效果는 위의 新古典派 圖式에서 固定된 資本의 限界生産力曲線에 의거하여 도출할 수 있는 것보다 훨씬 複合的이고 動態的인 의미를 가지는 것이라고 할 수 있다. 나아가 資本移動의 방도로는 몇 가지 質적으로 상이한 형태가 있으며, 이들 각각에 대해 자본이동이 가져오는 效果는 相異하다. 여기에서 자본이동에 대한 論議를 하고 자본자유화를 어떻게 추진해야 할 것인지를 고려함에 있어서는 서로 相異한 자본이동의 方式을 각각 구별하여 그들 각각에 대한 效果와 대응책을 강구하는 것이 중요해진다.

2. 形 態

1) 直接投資와 포트폴리오投資

資本移動의 形態를 資本流出하는 측에서 보아 直接投資(direct investment)와 포트폴리오投資(portfolio investment)로 보통 나누곤 한다. 前者는 資本輸出者가 외국으로 직접 資本을 가지고 가서 設備, 機械 기타 物理的 施設을 마련하는 점을 중시하고 있고, 後者는 債券(bond)의 買入이 예시하듯이 市場에서 쉽게 구입할 수 있는 金融證券을 買入하는 것을 내용으로 하고 있다. 그러나 자본이동은 이러한 代表的 形態에만 국한되는 것이 아니고, 이들을 兩極端으로 하면서 그 둘 중간의 여러 가지 형태를 포괄한다. 예컨대 資本輸出者가 직접 자본을 가지고 외국에 가서 物理的인 施設을 구입하지는 않지만 資本流入國에서 어느 누가 이미 마련해 놓은 施設을 買入하여 經營을 하게 된다면 이것은 직접투자의 범주에 속한다 할 수 있다. 또 증권시장에서 債券을 買入하지는 않으나 證券發行企業의 經營權에 대해 하등 影響력을 미치지 않는 정도의 株式을 買入하거나 無議決權株를 買入하는 것은 債券買入과 같은 포트폴리오投資에 속하게 된다. 반면에 증권시장에서 資本을 輸入하는 나라의 어떤 기업의 株式을 상당량 買入하여 그 기업의 經營에 실질적으로 간여하게 된다면, 이러한 資本移動은 直接投資의 성격도 더면서 포트폴리오投資의 성격도 띠고 있다고 보아야 한다.

포트폴리오投資란 投資하는 입장에서 보아 投資의 目的이 직접 經營에 참여하려는 것이 아니고 단지 金融資産을 구입하여 最大의 收益率과 最小의 危險을 가져오는 포트폴리오를 형성하는 투자를 지칭하고, 그러한 포트폴리오投資를 위해서는 金融資産의 종류에 대한 法制的 制限이 있을 수 없으므로, 여러 가지 金融資産을 매입하는 投資를 모두 포괄하게 된다.

그런데 투자자에게 金融資産이란 證券市場에서 직접 살 수 있는 株式이나 債券 등에만 한정되지 않고, 은행 등 金融仲介機關이 발행하는 預金證書나 借入證書 등 流通市場에서 거래되지 않는 것도 포함된다. 또 근년의 金融革新(financial innovation)에 따라 여러 가지 새로운 금융상품이 생겨났다는 것을 상기하면 金融資産의 종류는 더욱 많아진다. 이들 중에는 株式과 債券의 中間形態로서, 債券이나 株式으로 될 수 있거나 株式을 구입할 수 있는 권리가 첨부되어 있는 轉換社債(convertible bond: CB)나 株式引受權附社債(warranty bond: WB)도 있고, 未來의 利益率과 危險度を 修正할 수 있는 權한인 옵션, 스왑 등도 있다. 또 銀行의 證券이면서 유통되는 것이 보장된 預託金證書(depository receipt: DR)도 있고, 근년에 들어와서는 은행의 貸出證書(반대편의 借入者의 입장에서 보면 借入證書)도 流通市場에서 賣買되기에 이르렀다.

金融革新을 통하여 한편으로는 金融資産의 종류가 많아졌고 다른 편으로는 종래 명백히 區分되었던 株式과 債券 그리고 은행예금과 대출 사이에서 서로간의 區別이 弱化되면서 수요에 따라 金融商品의 속성(즉 이자율, 위험도, 滿期, 表示通貨 등)을 變形할 수 있는 可變性 내지 伸縮性이 증대되게 되었다. 이에 따라 株式이나 債券 등 直接金融經路에서의 상품이라고 할 수 있는 것과 銀行貸付와 같은 間接金融經路의 商品 사이의 差別이 弱化되고 불분명하게 되었다. 예컨대 銀行貸付가 너무 많아져 自己資本比率規制 등을 통해 이를 制約하려고 하자 사실상 은행대부와 같으나 形式的으로 대부가 아니면서 미리 약정된 내용에 따라 자금을 借用하여 쓸 수 있게 하는 방도인 NIF(note issuance facility)나 RUF(revolving underwriting facility)가 나타나게 되었다. 또 여기에서 더 나아가 保證, 스왑 등을 통해 상당한 簿外去來(off balance sheet transaction)를 하게 됨으로써 직접금융상품과 간접금융상품의 差別化는 의미를 잃게 되었다.

결국 포트폴리오投資의 대상으로서의 금융자산의 종류는 多樣化되고 需要에 맞추어 變形(tailor-made)될 수 있게까지 되었는데, 이 중에는 사실상 經營權의 획득을 가져올 수 있는 포트폴리오投資도 있어, 포트폴리오投資와 直接投資의 區別도 不確實하게 되었다.

이렇게 볼 때 직접투자과 포트폴리오投資라는 종래방식의 資本移動의 形態區分은 重要性을 잃게 되었다. 그 대신 국제적 자본이동에 의한 이익의 양당사국 사이의 配分과 관련된

動態의 次元을 고려하여, 資本移動時의 約定이 未來에 展開되는 상황 中 豫想된 것과 豫想되지 못한 것을 어느 정도 구별하여 포괄하고 그것에 차별적으로 대처할 수 있는나에 따라, 資本移動의 形態를 나누고 대처하는 것이 훨씬 중요하고 生産的인 戰略이 된다는 것을 인지되게 되었다.

2) 直接投資와 銀行貸付, 그리고 제 3의 協力形態

일단 A國으로부터 B國으로 資本移動이 있었다고 하자. 그러한 資本運動이 초래할 果實(이익)과 危險性은 投資事業의 운영은 물론 그 이후 전개되는 企業外的 社會經濟與件(예컨대 거시경제정책, 경기변동, 자연재해, 전쟁 등)에 의존할 것이다. 때문에 A國으로부터 B國으로의 資本移動에 따르는 收益과 위험도 이들 社會經濟與件 및 그러한 자본투자의 經營狀態에 따라 可變的이 될 수 밖에 없다.

그러나 종래 흔히 쓰이던 資本移動의 형태로서 直接投資와 銀行貸付를 비교해 보면, 전자에 있어서는 社會經濟的 與件이 어떻게 전개되든 관계없이 資本輸出者인 直接投資者가 投資에 따르는 果實과 危險을 전부 책임지게 되어 있고, 후자에 있어서는 반대로 資本輸入者인 銀行貸付의 借入者가 모두 부담하게 되어 있다. 직접투자에 있어서는 投資事業을 시작한 후 利率을 크게 상회하는 매우 큰 利益이 나더라도 그것은 모두 직접투자자를 한 外國人의 차지가 되고 또 반대로 큰 손실이 나더라도 모두 직접투자자의 부담이 된다. 이와 대비하여 외국은행으로부터 자금을 借入하여 資本輸入國의 企業家가 投資事業을 시작하고 나면 그러한 투자사업으로부터 매우 큰 이익이 얻어지더라도 約定한 利率을 제외한 나머지 모두가 資本輸入者의 차지가 되고 또 반대로 큰 損失을 보게 되었다고 하더라도 그 損失이 자본수입자의 책임이 됨은 물론 約定한 利率을 支拂해야 할 義務도 가지게 된다. 이렇게 보아 直接投資와 銀行貸付는 資本輸出者와 資本輸入者 사이의 權限과 責任의 分擔이라는 점에서 대립되는 양극단이 된다고 할 수 있다.

國際的 資本移動에 따른 投資事業의 成敗가 전적으로 사업경영자의 能力과 努力에 귀속한다면 자본이동의 양당사자 중 한 쪽이 모든 것을 全擔하는 위의 兩極端의 방법이 妥當視될 수 있다. 그러나 앞에서 본대로 事業의 成敗는 經營者가 統制할 수 없는 經濟社會的 與件이 어떻게 전개되어 나가느냐에도 의존하는데, 兩極端의 방법은 이러한 外的 與件에 대해 적절한 배려를 하지 않고 있어서 특히 오늘날과 같이 變化와 不確實性이 큰 社會에서는 정당시될 수 있는 國際的 資本移動의 방법이라고 하기 어렵다.

국제적 자본이동이란 본질적으로 자본의 流出入에 따르는 양당사자간에 多少間의 協調를 전제로 하는 것이다. 한편, 국제자본이동과 관련하여 분쟁이 발생하였다고 할 때 是非를

가리어 그 분쟁을 올바르게 해결할 수 있는 餘地가 (국내인들끼리의 분쟁과 비해 보아서도) 많지 않다. 분쟁해결시 각국의 主權이 介在하여 節次가 복잡하고 까다로워질 수 있기 때문이다. 이에 따라 國際的 資本移動은 분쟁의 가능성을 最小限으로 만들면서 실현되었으면 좋겠고, 그 方法은 資本流出入에 대한 契約締結時 그 때의 사정뿐만 아니라 그 이후 발생할 수 있는 사정에 대비하여서 미리 양당사자간에 協調體制를 約定해 놓는 것이 좋겠다.

投資事業에는 여러 段階에서 여러 가지 종류의 事業者가 있다. 이러한 업무를 투자의 양당사자가 각자의 비교우위에 따라 分擔하여 집행한다면 사업집행의 效率性을 기할 수가 있다. 동시에 어떤 업무에 있어서의 잘못이 투자사업을 어렵게 하였을 때, 그러한 잘못이 양당사자 중 한 쪽의 責任으로 판명될 수 있다면(미리 세워 놓은 約定이 자세하면 자세할수록 이러한 責任所在의 규명도 쉬울 것이다) 그 쪽이 責任을 지도록 하고, 어느 쪽의 잘못도 아니고 외적 여건이 不利하게 전개된 데 기인한다고 하면 責任을 양당사자가 分擔하게끔 할 수도 있을 것이다.

이러한 아이디어에 따라 관련 당사자들의 협력을 기본요소로 하고 국제적 자본이동이 이루어지도록 한다면 後述할 국제적 자본이동의 效果 中正의인 것들을 極大化하면서 負의인 것들은 極小化할 수 있겠다. 따라서 協力體制를 보장하는 계약을 체결하기는 쉽지 않으나 그래도 그러한 方法은 실제화시키려고 노력해야 할 국제적 자본이동의 方途라 할 수 있겠다. 이 점은 특히 兩極端 중 한 형태인 직접투자가 帝國主義(imperialism)와 관련된 紐앙스를 가지고 있어서 被投資國의 植民地化, 經濟的 從屬 등의 의미를 띠면서 수많은 논란의 씨앗이 되어왔다는 과거의 역사를 상기하면, 더욱 강조되어야 할 점이라고 하겠다.

두 가지 극단적 方途가 아닌 이상적 形態를 제 3의 協力形態라고 부를 수 있겠으나, 그것의 실질적 내용은 직접투자나 은행대부처럼 간명하지는 않다. 이것이 제 3의 協力形態의 弱點이 되겠으나 그것이 가지는 強點이 매우 크기에 이러한 약점에도 불구하고 구체적인 投資事業을 통해 실천적으로 추구되어야 할 課題라고 생각한다. 나아가 앞에서 金融革新과 더불어 株式이나 債券 등 그 성격이 간명한 金融資產과 달리 複合的인 性格을 가지는 新種 金融商品이 나왔다는 것을 보았는 바, 投資의 형태가 이상의 協力形態가 시사하듯이 복합적인 것으로 되는 것도 그러한 變遷과 軌를 같이 하는 현상이라 하겠다.

중국적으로 국제자본이동은 이러한 協力形態를 가지는 것이 되리라는 점은 製造業部門에 있어서의 直接投資가 점차 그 성격을 바꿔 나아가게 되는 추이를 통해서도 짐작할 수 있다. 日本의 自動車메이커의 海外進出過程이 전형적 예를 보이듯이, 애초에는 輸出을 늘리는 營業據點을 확보하는 것이 직접투자의 본체였으나 무역마찰, 수입규제가 심해지자 組立工

場을 해외에 설치하게 된다. 이것은 이어 製造販賣機能까지 갖도록 擴充되고, 그 다음 現地調達比率을 높이라는 압력을 받아 部品の 생산·조달도 현지에서 행하게 하는 시설을 장만하게 되고, 종국적으로는 R&D 機能도 現地에서 수행하고 現地雇傭이 管理職까지 높아지게 된다. 자본이동은 資本輸入國의 요구에 대응하여 자본수입국의 이익도 보장하게끔 어차피 調整되기 마련이다.

3) 長期資本移動과 短期資本移動

생산요소로서 資本의 交易上의 특성의 하나가 일단 資本輸出國으로부터 流出되었던 資本이 特定 또는 不特定の 기간이 경과한 후에 資本輸出國으로 다시 償還 또는 回收된다는 점이라는 것을 前述하였다. 자본이동은 이러한 상황에 소요되는 기간이 기나 또는 짧아냐에 따라 長期資本移動과 短期資本移動으로 나누어질 수 있다. 보통 장기자본이동이란 상환기간이 1년 이상인 것이고 단기자본이동이란 1년 미만의 것을 말한다.

자본이 輸入되어 資本輸入國에서 쓰일 때의 用途로서 여러 가지를 생각할 수 있다. 短期運營資金으로 쓰일 수도 있고 生産施設을 마련하는 施設資金으로 쓰일 수도 있다. 시설자금 중에는 해당 시설이 설치되어 생산을 시작한 뒤 생산품을 판매하여 資金을 回收하게 되는 데까지 매우 긴 期日을 요하는 것도 있고, 비교적 짧은 기간을 요하는 것도 있다. 소위 기간산업이라고 분류되는 生産財生産産業의 시설을 할 때 懷妊期間은 10년 이상의 長期가 보통인데, 消費財生産産業의 회입기간은 3~5년의 비교적 짧은 기간을 갖는 경우도 많다.

자본이 輸入된 뒤 활용되어 果實을 얻은 다음에 상황이 시작되어야 자본거래의 本來의 취지에 맞으므로, 국제적 자본이동은 具體化되는 投資事業의 用途에 상응하게끔 상환기간이 決定되어야 좋다. 이에 따라 생산시설을 마련하기 위하여 短期資本을 輸入하는 것은 原則적으로 禁忌事項이 된다.⁽²⁾

자본이동은 國際收支上 資本去來要素가 되어 國際收支不均衡의 원인이 될 수가 있다. 국제수지불균형이 있게 되면 換率이 變動하게 되거나 通貨量이 變動하게 될 수 있고, 이들은 物價를 變化시키고 雇傭水準에 영향을 주는 등 국민경제에 대한 효과를 갖는다. 이러한 효과가 바람직스럽지 않을 수도 있고, 그러한 때에는 그러한 效果가 나타날 것을 排除하기 위하여 국제수지불균형을 예방하는 것이 좋다. 국제수지불균형을 가져오는 資本去來要素로서 長期資本去來와 短期資本去來 중에서 前者의 관리가 비교적 용이한 반면, 後者の 관리는

(2) 여기서 「原則적으로」 금기사항이라고 한 것은 단기자본을 계속적으로 조달하여 資金풀(pool)을 造成하는 데 成功할 수 있다면 이것에 의해 長期投資資本을 지탱할 수 있기 때문이다.

어렵다. 여기에서 國際收支上의 어려움과 관련하여 장기자본이동과 단기자본이동을 구별하고 특히 後者에 注目하여 그것을 統制하려는 시도가 나타나게 된다.

III. 資本移動의 效果

新古典派的인 視角에서 볼 때 國際的 資本移動은 國際的인 地平에서 資本使用의 效率化를 가져오면서 자본이동에 개재된 兩當事者에게 厚生三角形(welfare triangle)에 대응하는 厚生の 增大를 가져온다 함을 앞에서 보았다. 이러한 정도의 抽象的인 水準에서 볼 때 국제적 자본이동을 效率增大, 厚生增大라는 효과를 가진다고 할 수 있다.

이러한 고려는 자본이 상대적으로 풍부한 곳으로부터 자본이 부족한 곳으로 이동하여 나타나는 것인데, 이 때의 資本이란 매우 추상적인 것이고 어떤 具體的인 形態를 띠고 있지는 않다. 그러나 자본이동의 效果를 그것의 具體的 形態와 더불어 생각하면 그 效果에 대해 좀더 자세히 생각해 볼 수가 있다.

資本移動은 技術移轉(technology transfer)의 效果를 동반하는 경우가 많다. 生産施設을 새로이 건설하는 直接投資의 경우 그러한 시설의 건설 및 運營에 대한 기술이 資本輸入國에(반드시 완전한 형태로는 아닐지라도) 전파되게 된다. 외국인이 직접 참여하는 직접투자는 아니라고 하더라도, 은행차입 등의 방법으로 資本을 동원한 후 새로운 生産施設을 導入하고 마련하는 과정에서 시설제에 대한 技術, 그것의 運營技術, 기타 노하우 등 기술이전이 있게 된다. 또 자본이동의 계약을 체결하는 과정에서 兩當事國의 金融機關 내지 금융관계자가 介在하게 되면서 資本의 輸出入에 관련된 金融技法, 慣行 등도 傳授되게 된다. 國際的 資本移動은 그것과 결부되는 生産施設의 輸出入 및 설치, 운영, 관련 金融서비스의 遂行 등을 통해 두 나라 사이에서의 製造業技術, 金融技法의 隔差를 줄이는 效果를 가지며, 기술적으로 뒤진 나라에게 있어서 이것은 先進技術을 移轉받는 것과 같다 하겠다.

그러나 資本移動은 반드시 이러한 긍정적인 效果만을 갖는 것은 아니다. 帝國主義的 侵害, 經濟的 從屬 등의 말이 함축하듯이 자본이동은 그것을 계기로 하여 자본이동과 직간접적으로 관련된 否定的 效果를 갖기도 한다. 이러한 자본이동과 관련된 副作用은 특히 直接投資와 관련되어 많이 나타나는데, 예컨대 칠레의 銅鑛山에 대한 美國의 投資가 수년간에 投資元金の 20배 이상의 元利金을 가져가고 鑛業과 製造業이 연계된 正常的인 發展이 칠레에서 不可能하도록 했다는 주장이 시사하듯이, 자본이동에 대한 최초의 계약이(특히 投資事業에 대한 利益과 危險을 모두 資本輸出側이 全擔하는 직접투자와 관련하여) 본래

의 자본이동이 지향하는 바와 배치되는 不平等한 것이 될 수도 있다.⁽³⁾

直接投資는 대체로 多國籍企業(multinational corporation: MNC)의 海外投資와 직간접적으로 관련되어 있다. 다국적기업은 企業活動을 어떤 하나의 경제에 국한시키지 않고 많은 나라에 확충하려는 內的인 動機를 가지고 있다. 기술개발투자의 果實을 회수하는 한편 그것으로부터 나온 特許를 보호하기 위해 다른 나라의 市場에 직접 진출하려고 한다든지, 관련기술이 매우 큰 規模의 生産을 해야 經濟性을 확보할 수 있는 것이기 때문에 市場을 넓혀 나가는 한편 그런 여러 시장에서 獨占的 位置를 고수하려 한다든지, 긴 生産工程을 모두 자체 내에서 수행함으로써 內部經濟(internal economies)를 실현하려 한다든지, 소위 移轉價格(transfer pricing)方式을 통해 각국의 租稅 등의 規制를 회피하려 한다는 것 등이 그런 것들이다. 다국적기업의 직접투자는 다국적기업 자체의 利潤極大化를 향한 행위이고 投資對象國에 대한 技術移轉을 목적으로 하는 것은 아니라는 것이다. 이에 따라 진출한 市場에서 비슷한 生産業體가 나타나 獨占的 地位가 도전받게 되는 것을 防止하기 위해 다국적기업은 방어적이고 약탈적인(predatory) 투자를 하기도 한다.

投資가 이루어지는 경제의 發展과 厚生을 고려하지 않은 이러한 약탈적 투자가 이루어지고, 더구나 그러한 투자에 의한 經濟活動이 전체 經濟에서 차지하는 비중이 매우 높아지게 되면 투자가 이루어진 경제는 從屬狀態(dependency)에 빠지게 될 수 있다. 이렇게 되면 國際的 資本移動이 있고 나서 資本輸入國은 매우 나쁜 상황에 빠지게 된다. 국제적 자본이동의 否定的 效果가 극명하게 나타난다.

이러한 사정에 따라 다국적기업의 직접투자는 原則적으로 警戒의 대상이 된다. 캐나다는 미국의 직접투자를 경계하다가 그것을 자국경제를 위한 效率的인 投資가 되도록 유도할 수 있다고 여기게 되면서부터 경계태세를 풀었고, 西獨도 美國의 직접투자를 큰 우려 속에서 받아들이다가 자체의 經濟力이 커지고 충실해지면서 그것이 줄어드는 양상을 경험하였다. 프랑스는 美國의 직접투자를 크게 경계하여 프랑스에서의 美國의 직접투자가 매우 작았고, 1980年代에 들어와서 자국이 對外直接投資를 하는 처지에 처하게 되면서 경계를 풀었다. 小國으로서의 벨기에는 가능한 한 여러 나라로부터의 직접투자를 받아들여 그들 사이에서의 경쟁을 유발함으로써 직접투자의 폐해를 最小化해 보려고 하였고, 싱가포르는 확고한 내부의 產業政策을 지니고 있으면서 그것과 合致하는 직접투자의 管理정책을 강력히 시행

(3) 靜態의으로 보았을 때는 그렇지 않았던 계약이 動態의으로는 不平等한 것으로 귀결되는 이유는 계약 후 발생한, 누구도 예상하지 못한 事態에 기인할 수도 있으나, 資本輸入國의 情報不足 및 無知에서 비롯하는 것일 수도 있다.

해 왔다.

이러한 예는 國際資本移動이 가져오는 否定的 效果를 최대한으로 동반하는 다국적기업의 직접투자라 할지라도 그것을 적절히 統制하고 管理할 수 있지만 하나면 否定的 效果를 회피한 채 자본이동의 긍정적 效果를 도모할 수 있음을 示唆하고 있다.

그러나 直接投資의 긍정적 效果를 극대화하면서 否定的 效果를 회피한다는 것은 결코 쉬운 일은 아닐 것이다. 여기에서 直接投資가 아닌 資本移動의 방법으로서 銀行借入을 선택해 볼 수가 있다. 은행차입을 하게 되면 流入된 자본을 운영하는 責任은 물론 그로부터 발생하는 모든 이익과 위험이 모두 借入者에게 歸屬된다. 이 경우에는 經濟的 從屬이 나타나게 될 염려는 없다. 그러나 적절한 기술이 流入될 가능성도 다소 낮아져 外國技術과의 協調體制를 유지하고 있는 경우보다 이익은 낮아지고 위험은 높아질 공산이 크다. 나아가 借入國이 統制할 수 없는 外的 與件의 惡化로 큰 損失을 갖게 되더라도 그것을 借入去來의 상대방과 배분할 여지가 없다.

결국 자본이동의 正的 效果를 크게 하면서 負的 效果를 최소화하는 방법은 資本移動의 양 당사자 간의 協力體制를 자본이동계약의 本質的인 요소로 하는 것이 되겠다. 시간이 지나면서 예상한 事態 또는 예상하지 못한 事態, 어느 것이 발생하든 그러한 變化에 따르는 이익과 損失을 양당사자 사이에서 配分할 수 있어야 앞의 新古典派의인 靜態的 그림이 제시하는 자본이동의 建設的인 役割이 정태적인 상황이나, 동태적인 상황을 불문하고 적용될 수 있게 되겠다.

이러한 관찰은 국제적 자본이동의 效果란 어떤 固定的인 것으로 固着化되어 있고 변화될 수 없는 것이 아니라는 점을 알려 준다. 국제적 자본이동을 어떠한 형태를 띤, 어떠한 條件을 가진 것으로 선택하느냐에 따라 그것의 效果가 크게 달라질 수 있는 여지가 있다는 것을 의미한다.

한편 이러한 協力樣態를 포함하는 제 3의 형태의 資本移動은 株式의 賣買가 사실상 개제되는 직접투자방식이나 銀行借入證書나 債券이 개제되는 은행대부방식이 아닌 다른 金融資產의 賣買를 수단으로 하면서 구체화될 수 있는 것이다. 제 3의 형태를 따르는 자본이동이란 複合的 性格을 가지는 것이기에 그것을 매개하는 金融資產도 간단한 형태가 될 수 없고 具體的인 協力體系의 내용에 대응하게끔 만들어지는(tailor-made, custom-made) 것이어야 할 것이다. 이렇게 보면 근년의 金融革新에 따라 나타나는 新種金融商品의 基本要素를 확실히 이해하여 具體的인 協力體制에 상응하는 종류의 것으로 만들 수 있어야 국제적 자본이동을 각국에게 이익이 되는 것으로 실제화할 수 있게 될 것이다.

IV. 國際資本移動의 略史

國際貿易이 商船隊에 의존하던 때 國際資本移動이란 貿易商 사이의 사소한 信用의 제공에 한정될 수밖에 없었다. 따라서 그것은 빈도나 규모 등 모든 면에서 잦거나 클 수가 없었다. 무역과 관련된 이러한 資本移動은 그 후 銀行, 投資會社(investment house) 등의 생성과 더불어 커지게 되었다. 정식의 金融仲介機關이 종래 私의 신용을 대신하여 전문적인 信用供與機能을 수행하고 또 外換業務도 취급하였기 때문이었다.

19세기 초부터 20세기 초 第1次 세계대전 이전까지의 기간 중 資本을 輸出한 주된 나라들은 영국, 프랑스, 獨逸이었고 후반부에 들어와서는 美國, 벨기에 스위스 등이 資本輸出國의 대열에 참여하였다. 이들로부터 자본을 輸入한 나라들은 러시아, 터키, 美國, 라틴 아메리카의 아르헨티나를 비롯한 몇 나라였다. 이때 資本은 鐵道建設을 위한 直接投資의 형태 또는 鐵道建設을 위한 公社나 政府機關의 株式이나 債券에 대한 포트폴리오投資의 형태를 띠고 이동되었다. 철도 이외에도 운하 등 교통시설, 무선, 유선 등 통신시설이 대표가 되는 社會間接資本의 건설을 위해 外國의 자본이 활용되었으며, 섬유 등 제조업과 광업을 향한 국제자본이동도 상당하였다.

이 기간 중 앞 부분에 상당하는 1820年代 말에는 많은 債務不履行이 있었다. 유럽과 南 美諸國에서의 경기침체가 英國으로부터 차입한 자금을 상환하기 어렵게 하였기 때문이다. 그리고 이러한 채무불이행이 英國의 資本輸出의 방향을 다른 나라로부터 美國으로, 특히 美國의 철도나 운하 등의 건설에 돌리게 하는 이유가 되었다.

이 때의 資本移動은 자본이 풍부하고 경제적으로 선진인 나라에서 資本이 不足하고 후진적인 나라로 이동해 간 것으로서, 資本輸入國의 社會間接資本의 건설을 통하여 경제성장을 촉진하고 資本輸出國은 원료나 자원을 획득하면서 製造業製品의 市場을 확보하는 내용의 것이었다. 이러한 資本移動은 國際分業을 촉진하고 자본수출국과 자본수입국을 모두 國際經濟體系에 통합시키는 역할을 하였다.

第1次 세계대전 기간 동안 자본이동을 포함한 모든 국제거래가 정제되었다. 그러다가 戰爭後 第2次 大戰이 일어나기 이전의 중간 기간에 자본이동이 다시 활기를 띠게 되었다. 第1次 大戰 전의 포트폴리오投資, 長期資本移動의 성격을 가지던 자본이동이 한편으로는 短期資本移動을 포괄하고 다른 편으로는 直接投資를 포괄하게끔 다양화되었다. 美國이 資本資出國으로 등장하게 된 것도 이 때부터였다. 또 英國 런던이 국제금융센터로서 확고한

지위를 확보하기 시작한 것도 이 때부터였다. 獨逸은 전쟁배상금의 지급과 경제제진을 위해 자본을 크게 수입하였다.

그러다가 경제공황에 접근하면서 국제자본이동의 규모는 위축되었다. 국제자본이동은 점점 심해져 가는 통제의 대상으로 되었으며, 자본이동은 스털링圈域, 프랑圈域 등 어떤 한정된 지역 내에서만 이루어진다는 식으로 分域化되는 양상을 보이게 되었다.

상대적으로 미약화되고 소규모화된 자본이동은 第2次 世界大戰을 거치면서 더욱 더 위축되었다. 자본이동은 최소한으로 줄어들게 되었다.

第1次 世界大戰 초부터 第2次 世界大戰 말까지의 전쟁기간을 통해서 전쟁에 주로 휘말렸던 유럽의 先進國은 債權者로서의 지위에서 債務者의 지위로 전락하였거나(獨逸), 매우 弱화된 債權者의 지위를 겨우 지키게 되었을 뿐(英國, 프랑스 등)이었던 데 비해, 美國은 중래의 부채를 상환하고 최대의 債權國으로 부상하였다. 이 때 英國, 프랑스, 獨逸 등이 債權國으로서의 지위가 약화된 데는 이들이 러시아에 대해 수출한 資本이 몰수당하게 되었다는 것이 주요 원인이 된다.

이 시대의 최대 자본수출국은 美國이었다. 미국의 자본수출은 직접투자와 포트폴리오投資의 형태를 50 對 50 정도로 띠고 있었으며, 유럽, 캐나다, 南美諸國 등이 수출상대국들이었다. 유럽 중에서는 獨逸이 큰 借入國이고 체코, 불가리아, 오스트리아, 헝가리, 그리스, 폴란드, 루마니아 등 東歐國들도 포함되어 있었다.

과거 英國이 주된 자본수출국이었던 때에 비해 美國이 주된 자본수출국이 된 이 때의 國際經濟體制는 자본수출국과 자본수입국이 補完關係를 형성하고 있지 못했다는 점에서 그 이전의 것보다 취약한 것이었다. 美國은 최대의 자본수출국이면서 동시에 資本輸入國의 대부분에 대해 經常收支黑字를 가졌다. 따라서 일부 借入國의 수출품인 原料 등의 가격이 떨어지거나 利子率이 높아지게 되면, 美國이 자본수출을 더욱 높이지 않는 한 國際經濟社會는 支給制度面에서의 위협(payment crisis)에 당면하게 되었다.

또 이 때에 들어와서 金本位制度和 다소간 연관되었던 固定換率制度가 弱화되면서 換率이 不安定하게 되었고, 이러한 換危險에 대응하여 단기자본이동이 나타나게 되었다. 1920年代 中盤에는 프랑스로부터의 資本逃避도 있었다.

1945年 이후의 자본이동은 IMF, IBRD 등 超國家的 金融機關이 설립되었고, 이들을 통해 각각 短期資本과 長期資本을 자본이 필요한 경제에 배분하려고 기도했다는 특징을 가지고 있다. 다만 그러한 자본이동의 규모는 별로 크지 않았으며, 1940년대 말의 마샬計劃에 의한 유럽에의 援助단은 팔목할 만한 것이었다. 이것의 규모는 당시 원조를 받은 나라들의

국민소득의 5%에 상당하는 규모였으며, 이를 통해 식량은 물론 비료, 中間財 및 製造業 製品이 유럽에 제공되게 됨으로써 戰災를 벗어나서 유럽이 제조업생산능력을 되찾고 復興하게 되는 데 기초가 되었다. 마살援助를 많이 받은 나라는 英國, 프랑스, 西獨을 포함 해 뒤에 OEEC를 구성한 16개국이다. 원조나 무상공여가 중요성을 띤 반면 이 기간 중 단 기자본이동은 별 중요성을 지니지 않았다.

1950年代 초에 들어서서도 여전히 美國만이 資本輸出國이었다. 미국은 캐나다, 유럽, 日本, 오스트레일리아 등에 製造業部門에 대해 직접투자를 했고, 南美國家 이외의 開發途上 國에도 투자를 확대하였다. 1950年代 후반에 들어와서는 美國에 이어 英國, 프랑스, 西獨 등도 해외에 투자하기 시작하였다. 이 때의 이들의 投資는 포트폴리오投資가 대부분이 었다.

1950年代의 美國의 유럽에 대한 투자는 EEC를 중심으로 한 것으로 유럽諸國이 놀라운 經濟成長을 하게 된 것에 의해 誘引된 것이고 동시에 그러한 성장의 주요 원인이기도 했다. 그 이후 경제부흥을 어느 정도 이룬 유럽諸國은 美國에다 투자하기로 했는데 이것은 정치적 변동, 인플레이션 등의 위험성을 인식하고 多邊化를 꾀한 데에 그 動機를 찾을 수 있다. 유럽은 投資의 파트너로서 우월한 기술 및 노하우를 가진 美國을 선호했다.

1950年代 中盤부터 가난한 나라에 대한 援助가 公式化되었다. 美國이 제일 큰 원조국이 었으나, 그 다음 프랑스, 영국도 상당한 원조를 특히 과거 自國의 植民地였던 나라들에게 주었다. 1950年代의 또 다른 특징은 소위 多國籍企業(MNC)이 등장하였다는 것이다. 국제 경제가 그만큼 통합되었기에 企業次元에서도 경제활동을 여러 나라에 걸쳐 할 수 있게 되었던 것이다.

1959년에 들어와 유럽 주요 국가들의 通貨의 交換性(convertibility)이 회복되었다. 또 製造業生産能力이 提高된 것이 배경이 되어 資本移動에 대한 規制도 완화되었다. 유럽국가의 부흥과 보다 용이해진 국제자본이동에 따라 1960년대 초 美國은 자본수지적자로 인한 國際收支의 赤字를 갖게 되었고 이것은 美國의 金保有를 저하시켰다. 美國달러의 유럽通貨에 대한 平價가 下落하게 되어 經濟活動이 상대적으로 활발한 유럽을 향한 자본이동은 지속되었고 通貨不安도 단속적으로 나타났다. 美國은 이러한 사태에 대한 대처로서 종래의 公共借款을 商業借款으로 代替하고 利子均等稅(interest equalization tax: IET)를 도입하여 資本流出을 억제하였다. 또 換率의 安定을 도모하거나 金價格을 안정화시키기 위하여 각각 一般借入協定(general agreement to borrow: GAB)을 체결하고 金풀(gold pool)을 결성하였다.

IET 및 그 이후의 몇 가지 자본수출의 自律規制 노력에도 불구하고 美國의 對外投資는

지속되었다. 월남전쟁의 수행 및 「偉大한 社會」計劃의 집행을 위해 재정팽창이 불가피하였다는 것도 美國의 국제수지를 적자로 만든 요인이었다. 미국의 변화와 대조적으로 1960年代 後半에 들어와서 西獨과 日本은 국제수지흑자를 실현하게 되었다. 이들의 經濟成長과 이들 통화의 平價上昇의 예상에 따라 이들의 經常收支와 資本收支가 모두 개선되었다. 이에 따라 이들 두 나라에서는 資本流入에 대한 규제를 강구하지 않으면 안되게 되었으며, 몇 가지 資本流入抑制策에도 불구하고 단기 자본유입이 많았고 그것에 기인하는 平價上昇의 회오리에 시달렸다.

國際金融의 不安과 授援國으로서의 美國의 역할의 퇴조는 원조의 감축을 가져왔다. 이를 보완하기 위해서 모든 先進經濟가 각국의 GNP의 0.7%에 상당하는 資源을 開發途上經濟에 대한 公共開發援助(official development assistance: ODA)로 공여하자는 提案도 있었으나 그대로 실현되지는 않았다. 1960년대는 開發의 10年代(development decade)로 선언되었으나, 援助가 충분하지 못하리라는 예상 하에서 원조보다 貿易(trade before aid)이 강조되기도 했다.

1970년대에 들어와서는 1960년대 말의 換率不安에 더해 인플레이션이 심해지기 시작하였다. 美國의 월남전쟁 등의 여파, 1972년의 소련의 凶作, 그리고 1973, 74년의 石油波動이 1970年代에 소위 汎世界的 인플레이션(world-wide inflation)을 가져왔다. 나아가 이러한 인플레이션은 경기침체를 가져와 스태그플레이션(stagflation)으로 轉化되었다.

石油波動을 계기로 石油輸出國은 큰 국제수지흑자를 가지게 되었다. 이들은 이 때 가지게 된 자본을 스스로 사용할 수 없었기에 여유자금을 당시 발달되는 과정에 있던 域外市場의 尤리銀行(Euro-bank)에 預入하였다. 유러은행은 이렇게 預入된 자본을 어서 활용하여야 했다. 그러나 경기침체로 先進經濟에서는 借入需要가 없었기에, 開途國 중 상대적으로 信用度가 높고 輸出을 통해 외환을 벌어들이고 있는 일부 開途國에 대여하게 되었다. 이에 따라 1970년대에는 유러銀行의 仲介를 통해 石油輸出國의 資本이 일부 개도국으로 수출되는, 이른바 石油달러의 還流(petro-dollar recycling) 현상이 나타났다. 石油輸出國으로부터 일부 開途國으로의 資本移動은 1970년대 후반 석유의 實質價格이 다소 낮아지고 美國, 日本, 西獨이 政策協力을 모색하면서 그 규모면에서 줄어드는 듯하다가 1979년 第2次 石油波動으로 석유가격이 2배 오르게 됨에 따라 다시 현저해졌다.

1981년 늦게부터 外債危機가 나타나게 되었다. 1970년대 資本을 차입하여 經濟成長을 꾀하던 위의 일부 開途國이 차입한 자본을 상환할 수 없게 되었고, 이에 따라 유러은행들이 대부자금을 회수할 수 없게 되었다.

이러한 외채위기는 상환을 사실상 연기해 주는 방식으로 대처되었다. 債務國은 소위 허리띠를 조르는(belt-tightening) 構造調整을 하였으며 IMF와 대부은행은 결코 자발적이라고 할 수 없는(involuntary) 대부를 계속할 수밖에 없었다. 이러한 과정에서 債務國은 물론 보통의 開途國으로의 은행기구를 통한 資本流入이 사실상 중단되었다.

1982년 이래 석유가격이 떨어지면서 資本供給者로서 石油輸出國의 역할은 종료되었다. 이때의 자본공여국은 막대한 경상수지흑자를 가지게 된 日本, 西獨, 그리고 대만이었다. 이로부터 자본을 공여받은 資本輸入國은 美國이었다. 銀行機構의 신디케이트·론 方式의 간접 금융증개가 끝나고 債券이나 기타 새로운 金融商品의 賣買를 통하는 直接金融이 국제자본 이동의 주된 메커니즘이 됨에 따라 開途國은 국제금융에서 소외되고, 先進國 사이에서의 금융이 번성하게 되었다.

최대의 資本輸入國인 美國이 발행한 각종 금융자산을 자본수출국이 買入하는 樣態로 資本移動이 나타났는 바, 美國經濟 全體 규모로 보아서는 GNP의 3% 內外인 資本輸入이나 이것이 세계자본거래의 상당 부분을 흡수하였기에 다른 나라는 미국과 경쟁하여 자본을 수입할 수가 없었다. 단 이러한 자본이동은 미국이 발행한 금융자산이 거의 달러表示이고 미국의 자본수입이 많아질수록 달러의 價値가 상대적으로 떨어지게 되어 資本輸出國에 대해 資本損失(capital loss)을 가져다 준다는 問題點을 지니고 있다.

1980年代는 또한 保護貿易主義가 팽배하던 시대였다. 이런 여건에서 日本과 西獨은 자국 생산품의 市場을 확보하기 위한 方便의 하나로서 直接投資를 늘리게 되었다. 그리고 이러한 직접투자의 형식을 통한 자본유입은 開途國에 대해 차별적이지 않았다. 開途國도 市場일 수 있었고 또 낮은 賃金の 勞動力을 보유하고 있었기 때문이었다. 한편 開途國도 1980년대에 들어와서는 直接投資의 형태를 가지는 자본유입을 그 이전보다 選好하게 되었는데, 특히 외채상환부담 때문에 고통을 받아 온 나라들은 상환문제를 야기하지 않고 국제수지에도 도움이 되는 직접투자가 借入을 통한 資本流入보다 유리하다고 여겼다. 直接投資가 經濟的 從屬을 가져올 수 있다는 가능성은 망각되거나 외면되었다.

V. 國際資本移動의 統制

국제적 자본이동이 부족한 자원을 보충하여 資本의 效率性 提高를 실현할 수 있고 技術移轉도 가져오나 경우에 따라서는 經濟社會的 從屬을 가져와 經濟發展을 영구히 불가능하게 할 수 있다는 점을 상기하고, 資本移動에 간여하여 이러한 效果를 조정할 수 있다는 점을

고려하게 되면, 국제적 자본이동이란 방임해 두어야 할 대상이 아니고 적절히 統制해야 할 대상이라는 것을 알 수 있게 된다. 여기에서 문제는 어떠한 방법을 택해야 資本移動을 적절히 統制할 수 있느냐 하는 것이 된다.

앞에서 본대로 자본이동의 效果는 그 종류에 따라 상이하다. 또 자본이동이 이루어지는 사실을 식별하는 데 있어서도 차이가 있다. 物理的 機械·設備가 수반되고 工場이 세워지는 直接投資를 식별하는 것은 매우 쉽다. 그러나 短期金融商品의 賣買를 통하는 短期資本移動의 인식은 쉽지 않다. 특히 國際金融市場에서 널리 매매되는 금융상품을 매개로 하고 汎世界的 支給濟濟組織을 통하여 매매에 따르는 資金濟濟를 완료하는 단기자본이동은 결코 용이하게 識別될 수 있는 것이 아니다.

1. 長期資本移動의 統制

資本移動에 대한 統制는 그것의 識別이 용이한지 여부에 좌우되면서 그 종류에 따라 상이한 방법으로 이루어져 왔다. 식별이 용이하고 被投資國의 經濟의 生産部門에 대한 영향력이 큰 直接投資에 대해서는 각국이 각자의 產業政策的 考慮에 따라 투자유치를 하기도 하고 投資를 금지하기도 한다. 소위 公害産業에의 投資는 허가사항이어서 쉽게 투자의 허가가 나지 않는 것이었다면, 雇傭을 늘리거나 技術發展의 촉매역할을 할 수 있는 製造業이나 尖端産業에 대한 투자는 租稅, 金融 次元에서 각종 誘因(incntive)을 주어 自國에서 실현되도록 각국이 장려하고 유인해 왔다. 이러한 性格의 投資는 아무런 간여가 없을 경우 外國의 誘因 때문에 對外投資가 되어 資本流出로 나타날 가능성이 크다. 따라서 자본유출을 막고 그러한 投資를 自國에다 유치하려고 할 때에는 對外投資를 禁止하거나 對外投資에 대해 負擔을 주어 그것을 抑壓하기도 한다.⁽⁴⁾

직접투자처럼 식별이 쉽지는 않으나 株主權의 行使를 위해서 申告를 하지 않을 수 없는 株式投資에 대해서는, 외국인투자를 制限的으로 排除해야 하는 산업에 대해 이루어지거나 관련기업의 經營權의 보호를 필요로 하는 경우에 한해, 그것의 外國人持分の 占有率에 대한 상한을 두어 規制하기도 한다. 어떤 産業 또는 어떤 企業에 대한 外國인의 投資의 上限을 정해 놓고 그러한 上限을 넘는 것에 대해서는 株主權의 行사를 못하게 하거나 上限을 넘는 株式의 取得行爲 자체를 무효로 하기도 한다.

外國人持分の 上限을 두어 統制하는 경우에는 上限을 한번 정한 후 그것을 계속해서 지키기로 하고, 초기에는 上限을 매우 낮게 책정한 다음 외국인투자가 가져오는 충격을 보

(4) 이것의 좋은 예가 1960年代에 美國에 의해 시행되었던 利子均等稅(IET)이다.

아가며 段階的으로 그러한 上限을 점차 높여가기도 한다. 마찬가지로의 고려에 따라 一定 限度 내에서 외국인인 株式을 취득할 수 있는 産業이나 企業의 범위를 초기에는 매우 엄격하고 制限的으로 규정하다가 시간의 경과 및 經濟의 競爭力 向上과 더불어 외국인이 株式을 취득할 수 있는 産業이나 企業의 범위를 段階的으로 확대해 나간다.

2. 短期資本移動의 統制

비교적 上환기간이 길어 長期資本移動의 성격을 가지는 이상과 같은 형태의 자본이동은 産業政策的 考慮에 지배되면서 統制되어 왔다. 반면에 短期資本移動의 性格을 가지는 단기 자본거래에 대해서는 國際收支의 安定을 목표로 하고 자본이동의 統制方法이 개발되어 왔다. 단기적 자본이동에 따라 換率이나 通貨量이 심하게 변하고 이들이 物價, 雇傭水準 등을 크게 변동시키는 것을 방지하고자 하여, 換率이나 通貨量을 변하게 하는 根本原因을 규제한다는 次元에서 단기자본거래가 자유롭게 이루어지지 못하도록 통제하여 왔다.

단기자본이동은 國際間에 實質利率의 差異가 있을 때 낮은 利率의 경제에서 높은 利率이 있는 곳으로 이동하는 종류와 換率이나 稅金이 變化할 것으로 豫想되는 때 그러한 豫상이 實現되는데 따라 큰 利得을 얻을 것을 目的으로 하고 이루어지는 종류로 나누어지곤 한다. 그리고 이들에 대한 對策으로서 각각 利率差에 상응하게끔 몇 %의 租稅, 支準預置 등 負擔을 부과하거나 세금을 매기거나 外換管理의 대상으로 하는 등의 방도를 동원한다.

단기자본이동을 이러한 方式으로 제한함으로써 국제수지의 지나친 不均衡을 防止하여 換率이나 利率이 지나치게 움직이는 것을 회피할 수 있다면 그것으로써 通貨의 獨立性(monetary autonomy)을 실현할 수 있다. 그러나 이러한 제한은 경우에 따라서는 資本市場의 歪曲을 가져와 非效率의 原因이 되면서 陪市場 등이 발생하게 하기도 한다. 資本市場의 심도가 깊고 市場參與者가 많아 소위 資本市場이 잘 발달되어 있는 경우일수록 資本移動을 직접 規制할 필요성이 없으며, 설사 직접규제방식을 적용하더라도 歪曲을 가져오는 등의 副作用이 나타날 여지가 적다. 반면에 자본시장이 잘 발달되어 있지 않을 때에는 잘못된 규제가 부작용을 가져올 위험성이 크고, 그것에 대응하여 규제를 통해 換率, 利率 등을 안정시킬 必要性도 크다.

資本移動에 대한 規制는 必要하기는 하나 副作用을 가져올 위험성도 있으므로 具體的인 上환에서의 規制手段의 動員은 費用效果分析(cost benefit analysis)을 한 다음 시행하는 것이 좋다. 그러나 短期資本移動이란 우선 그 자체를 識別하기가 어렵고 위의 두 가지 종류 중 어느 종류에 속하는지를 판별하기도 어렵다. 결국 상당한 불확실성을 가진 가운데 단기 자본이동은 外換管理法을 가지고 규제하게 된다.

국제적 자본이동을 실제화하는 과정에서는 原則的으로 外貨를 自國通貨로 바꾸거나 자국 통화를 外貨로 바꾸는 단계가 介在되어 있다. 資本流出을 위해서는 自國通貨를 外國通貨로 바꾸어야 하고 資本流入으로 갖게 된 外國通貨를 國內에서 사용하기 위해서는 그것을 自國通貨로 바꾸어야 한다. 이 때 自國通貨가 國際的으로 어디에서나 통용되는 國際化된 通貨(internationalized currency 또는 convertible currency)라고 하면 資本流出時 자국통화로 직접 유출하는 것도 가능하다, 그렇지 않은 경우에는 반드시 自國通貨를 國際化된 通貨로 바꾸어야 한다.

外換管理는 자국통화와 외환과의 交換過程에 介入하여 외환의 유입 또는 외환의 유출을 감시·감독하는 것이다. 外換管理를 위하여 별도로 외환관리관청을 설립한 뒤 그것으로 하여금 외환의 유출과 유입을 일일이 직접 감독·관리하도록 할 수도 있다. 그러나 대부분의 경우 외환관리사무는 銀行組織에 위임되어 있다.

외환관리는 외환의 수취나 외환의 지급을 동반하는 모든 거래를 관리의 대상으로 삼아 그들 모두에 대한 規程을 만들어 놓고 규정에 합당한 경우만 허가하는 직접규제의 方式을 취할 수도 있다. 이러한 방식은 外換의 流出을 극력 抑制해야 하는 경우에 채택된다. 물론 이러한 方式을 채택하여 집행하기 위해서는 외환관리사무를 담당하는 組織이 방대해야 하고 그 때에는 行政的 硬直性이 介在될 여지도 있다는 問題點이 있다.

모든 去來를 관리대상으로 하는, 치밀하나 行政的 硬直性을 떨 수도 있는 直接的 外換管理方式보다 조금 융통성을 가지는 것은, 어떤 일정한 金額 이상의 去來만을 허가대상으로 하고 그 이하의 거래는 申告만 하도록 하되, 銀行의 行爲를 規制함으로써 외환거래를 결과적으로 統制하는 間接的인 方式이다.⁽⁵⁾ 대부분의 외환거래는 은행을 통하여 이루어지도록 되어 있기 때문에 은행이 외환거래고객과 상대할 때의 行爲에 대해 일정한 規制를 가하거나 誘因을 提供함으로써, 은행을 통한 외환거래의 총체적 규모나 構成이 規制體制가 목적으로 하는 것과 合致하도록 할 수 있어, 이러한 間接的인 方法이 가능하게 된다.⁽⁶⁾

이윤극대화를 피하는 은행의 經濟行爲를 前提로 하고 그러한 銀行의 行爲를 규제하거나 외환관리당국의 영향력 하에 들어오게 하여 어떤 주어진 外換管理의 目的을 달성하려는 間

(5) 허가대상이 아닌 去來도 申告하도록 하는 것은 외환거래의 전모를 파악하는 데 기인한다. 외환거래의 전모를 알아야 外換政策을 수립할 수 있고 또 관련 統計도 작성할 수 있다.

(6) 이런 간접적인 외환관리방법에서는 어떤 일정한 규모 이하의 거래는 허가대상이 아니기 때문에 허가의 對象이 줄어들어 업무량이 줄어 든다. 또 이런 方式에 따라 外換을 비교적 용이하게 취득하고 처분할 수 있게 되면 은행 밖의 個人들 사이에서 외환을 팔고 사는 去來도 생길 수 있다. 이러한 合法的인 외환시장이 은행 밖에서 형성되게 되면 暗市場은 위축되거나 없어지게 된다. 단 은행 밖에서 외환시장이 형성된다고 하더라도, 외환거래에 대한 위협성을 회피하려는 性向 때문에, 그러한 시장의 크기는 매우 限定的일 수 밖에 없다.

接的 規制의 方式에는, 銀行의 貸借對照表上 外貨表示資產이나 負債의 絕對規模를 對象으로 하는 것과 어떤 一定한 期間 內에 발생할 수 있는 資產의 增減이나 負債의 增減을 對象으로 하는 것이 있다.

또 銀行의 行爲에 影響을 주어 시행하는 이러한 外換管理方式은 資本流出의 規制나 資本流入의 規制 어느 경우에도 이용될 수 있다.⁽⁷⁾ 앞에서 長期資本移動은 產業政策의 見地에서 규율하려고 하여 外換管理의 주된 대상이 아니라 합은 언급되었거니와, 短期資本移動과 관련하여서 先進國은 資本流入을 警戒하는 경우가 흔하나 後進國은 대체로 資本流出을 警戒한다.

1) 外貨資產負債規模의 制限

이제 銀行의 行爲를 좌우하는 間接적 외환관리방식의 二 가지 方法을 보기 위하여 <表 1>에서와 같은 銀行의 貸借對照表를 고려해 보자, 먼저 대차대조표란 어떤 一定 時點에서의 財産狀態를 나타내는 것이기 때문에 여기에서의 대차대조표도 어떤 特정한 日자를 前提로 하고 있는 것이라는 점을 상기하자.

<表 1> 銀行의 貸借對照表

資 金	負 債
自國通貨表示資產 外貨資產	自國通貨表示負債 外貨負債 資本金

외환관리와 관련되어 은행의 자산 또는 負債의 절대규모에 대한 규제란 여기에서 外貨表示資產(外貨資產)이나 外貨表示負債(外貨負債)의 규모를 일정한 규모 이상이 못되도록 하는 것이다. 예컨대 資本流入을 규제하려는 때에는 외화부채의 규모에 대해 上限을 부여할 수 있다. 이러한 上限이 있게 되면 은행은 외환을 일반 고객으로부터 預入받아 外화부채를 가지는 데 限界를 지니게 됨으로 고객의 預入을 거절하게 되고, 은행에다 外換을 預入할 수 없는 일반인은 직접 보유하고 있는 때의 위험성 등을 고려하여 外환의 國內流入을 抑制 하지 않을 수 없게 된다.

외화부채에 대해 數量的 上限을 두는 대신에 外화부채에 대한 支拂準備의 負擔을 자국통 화표시부채에 대한 것보다 높게 할 수도 있다. 中央銀行은 支準政策의 일환으로서 外貨負

(7) 이하 說明例에서는 資本流入에 대한 規제를 다룬다. 이는 단기자본이동에 대한 규제방도가 先進經濟에서 개발되어 왔고, 이들의 狀況은 資本流入을 규제해야 했던 것이고, 여기서는 이들이 개발한 수단을 직접 援引하여 說明하고자 하기 때문이다. 물론 資本流出에 대한 規제는 이러한 규제수단을 반대 方向으로 이용함으로써 이를 수 있다.

債에 대해 差別的인 支準率을 적용함으로써 외화부채를 기피하게끔 유도할 수 있다.

日本에서는 1970年代 末까지 소위 円轉規制(yen-conversion control)의 방식을 통해 資本流入을 規制하였다. 은행이 어떤 사유로 외화부채를 갖게 되었다 하더라도 그러한 외화를 外貨로 바꾸는 데 대해 中央銀行을 통해 制限을 하였다. 은행은 외화부채를 갖게 되면서 外貨預金에 대한 利子 등 코스트를 부담해야 하는 한편 그것을 外貨로 바꾸어 貸出 등에 활용하는 데에서 利子를 받는다. 그런데 円轉規制에 따라 外貨로 바꾸어 活用할 수 있는 길이 限定되게 되면, 은행은 외화를 획득하는 것을 기피하게 된다. 결국 円轉規制에 따르는 이러한 부담이 은행으로 하여금 외화부채를 지는 것을 기피하게끔 유도한다.

貸借對照表에서 外貨負債를 일정한 規模 이하로 限定하여 資本流入을 막아 보자는 것은 外貨資産을 크게 하여 資本流出을 피하려는 것과 同質的이다. 은행이 外貨貸付를 하고 그러한 대부를 받은 일반인이 그 外貨資金을 해외로 流出시킨다면 그러한 外貨資金의 流出에 상당하는 외화유입이 있어도 國民經濟 전체적으로는 적어도 자본수지와 관련하여서는, 아무런 영향을 받지 않을 것이기 때문이다. 여기서 短期資本流入을 한정하기 위하여 은행의 외화부채의 크기에 대해 제한을 가하는 것과 마찬가지로, 은행의 외화자산에 대해 下限을 두거나 외화자산을 보유하는 데 대해 혜택을 주는 방법이 자본유입의 抑制策으로 正當化된다.

될 수 있는 대로 외화부채를 적게 가지게끔 유도하고 될 수 있는 대로 외화자산을 많이 가지게끔 유도하는 것은 외화부채에서 외화자산을 뺀 純外貨負債를 限定시켜 보려는 것과 같다. 여기에서, 어떤 은행이 외화자산을 많이 가지는 한 그것에 대응하여 외화부채도 많이 갖는 것도 허용하여, 소위 相殺權(offset right)을 인정하는 것이 가능하게 된다.

은행의 자산이나 부채의 규모에 대해 수량적인 制限을 두는 것이 은행의 자유로운 이윤극대화 활동을 상당히 抑壓할 수가 있다. 따라서 은행의 활동에 대한 제한을 最小限으로 하면서 외환관리의 目的을 실현하려고 할 때, 이러한 相殺權을 인정하여 個別銀行이 외화부채와 외화자산의 규모에 대해 伸縮性있는 選擇行爲를 하도록 허용하는 것은 대단히 현명한 조치라 할 수 있다. 근년 域外市場(offshore market)이 점점 확대일로에 있고 그곳에서는 外貨가 매개통화로 쓰이는 바, 외환관리를 포기하지 않되 자국은행의 域外市場에서의 活動을 쓸데없이 위축시키지 않기 위해서는 이러한 相殺權의 인정을 통해 융통성을 발휘할 수 있는 여지를 마련해 놓았다는 것이 매우 중요하다.

2) 外貨資産負債規模의 增減에 대한 制限

이상에서는 외화부채, 외화자산 또는 외화순부채의 절대규모를 어떤 일정 시점에서 限定시켜 資本流入을 制限하는 방도에 대한 설명이 있었다. 이와 더불어 어떤 一定한 期間에

걸쳐 외화부채, 외화자산 등이 增減할 수 있는 정도를 제한하는 것도 資本流入를 限定시키는 方途가 된다.

이 중 외화부채의 增加를 制限하는 方法으로는 외화에 金구좌를 개설하는 것을 禁止하거나 外貨表示預金證書(certificate of deposit: CD)의 買入을 제한하는 것, 외화부채의 增分에 대해 높은 限界支準率을 적용하게 하거나 負의 利子率을 적용하게 하는 것, 외화부채를 취득할 때 同時に 自國通貨로 預金도 하게 하여(cash deposit requirement) 부담을 주는 것 등의 方法이 있다.

또 외화자산을 갖도록 장려하는 方法으로는 外貨貸出 등의 제도를 마련하는 것, 외화자산을 증가시키는 것에 상응하게 擘引窓口利用의 편의를 제공하는 것, 國內의 外貨를 海外로 流出시키는 데 개재되는 換危險으로부터 資本輸出者를 보호하기 위해 자본수출목적으로 外貨를 借入하는 자에게 스왑을 보장하는 것 등이 있다.

이상 은행의 行爲를 좌우하여 국제자본이동에 영향을 주려는 間接적 規制와 철저한 外換管理로 표현될 수 있는 直接的 規制의 중간쯤 되는 성격을 가진 것이 외화부채의 종류나 형태를 한정시키어 외화부채의 증가를 抑制하는 것, 외화부채의 取得時期를 제한하여 외화부채의 획득에 時間次元에서 불편을 주는 것 등이 있다.

외환관리는 銀行을 상대로 하여 은행의 行爲를 통해 시행하는 것이 보통이라 함은 前述하였다. 이는 外換業務란 銀行의 固有業務라는 종래의 慣行에 따라 당연시되어 온 것이다. 그러나 근년의 金融革新 및 兼業主義(universal banking principle)의 팽배와 더불어 은행이 아닌 金融機關도 다스린 외화자산과 외화부채를 취급할 수 있게 되었다. 이러한 變化는 은행 중심인 종래의 外換管理體系에는 修正이 가해져야 하겠음을 시사한다. 非銀行 金融機關이 外換業務를 취급하게 되면 종래 銀行에 대하여 이루어지던 외환관리의 諸方途는 이들에게도 擴大適用되어야 할 것이다. 그럼으로써 비로소 금융중개기관을 매개체로 하는 外換管理가 관리대상인 去來金融機關의 상이함과 관계없이 제대로 이루어질 수 있겠기 때문이다.

VI. 資本逃避

1. 意味와 原因

자본도피란 자국으로부터 資本이 流出되는 현상이되, 正常的인 狀況에서 正常的인 理由를 가지고 유출되는 것이 아니고 무언가 非正常的인 요소와 결부되고 있는 경우를 지칭한다.

資本流入이 골치거리인 經濟에 있어서는 자본도피가 문제되지 않는다. 자본도피는 資本流出을 가능한 한 막아보려는 나라에서 나타나는 현상이다. 또 자본도피는 도피한 자본이 되 돌아오는 期間의 長短과 결부되어, 장기자본유출의 성질을 가지는 것과 단기자본유출의 성격을 가지는 것으로 나누어 생각해 볼 수 있다.

資本逃避는 國內에서 자본을 소유하고 있는 것의 危險性이 매우 크거나 外國에다 자본을 투자하는 것의 利益이 매우 클 때 실제화된다고 여겨진다. 자본도피란 자본을 도피시키려는 個人이나 企業의 포트폴리오行爲의 일환으로서 보아서는 충분히 이해할 수 있는 合理的인 行爲이다. 그러나 개인적으로 보아 이해될 수 있는 일이라고 하여 放置했다가는 國民經濟全體로는 貯蓄이 流出되어 國內의 生産활동이 中斷되거나 國際收支赤字에 따라 換率이 平價下落하게 되고 通貨量이 크게 줄어드는 등 副作用을 가져오기 때문에, 非正常的인 것으로 判定되고 그로써 警戒의 대상으로 되는 것이다.

資本逃避에 있어 도피자본의 임자가 되는 나라를 逃避母國이라고 부르고, 도피자본을 수용하는 나라를 被逃避國이라고 부르기로 하자. 도피모국에서 자본을 사용할 때 일정한 收益率과 危險性이 있으며, 被逃避國에서 자본을 사용할 때에도 일정한 收益率과 危險性이 있으리라 생각할 수 있다. 나아가 이들 각각에 대해서 위험도의 크기를 감안하여 收益率을 割引해 본다면, 위험성을 조정한 收益率(risk-adjusted returns)이라는 것도 생각해 볼 수 있다. 그러한즉 자본도피란 逃避母國과 被逃避國 사이에서 이러한 위험성을 조정한 收益率이 매우 큰 격차를 가지고 있을 때 실제화되리라고 여길 수 있다.

위험성을 조정한 收益率에 큰 差異가 생기게 하는 理由로 여러 가지를 생각할 수 있다. 巨視經濟政策 내지 規制措置의 差異도 그 한 이유가 되는데, 國別로 稅率이 다르고 金融費用에 차이가 있으며, 價格統制의 強度나 換率變更의 可能性 등에서 상이하다는 것이, 이러한 정책차원에서의 差異의 내용이 된다. 또 政策的 措置 이상의 보다 根本的 要因으로서 어떤 나라에서 資源이 새로이 개발되거나, 새로운 技術이 나타나거나 人口面에서 큰 變化가 있다는 것도 國別收益率을 달라지게 하는 요인이 된다.

이러한 정책적 요인 또는 그 이상의 根本的 要因은 國際的 資本移動을 설명하는 통상적인 요인이 된다. 따라서 이것들로서 자본도피를 설명하기 위해서는 이런 요인들이 유난히 현저한 것이어야 한다. 특히 자본도피와 관련하여서는 被逃避國보다는 逃避母國의 사정이 상대적으로 중요하고 주목되고 있다는 점을 상기하면, 자본도피의 직접적 원인으로서는 도피모국에서 收益性을 構造的으로 낮게 하거나 위험성을 급격히 증대시키는 요인들이 중시되어야 한다. 예컨대 극심한 인플레이션, 급박하게 예상되는 대규모의 平價切下, 換錢의

制限, 財産沒收나 그것에 준하는 지나친 税金增大 등등이 자본도피를 가져오는 요인들로서 주목되어야 하겠다.

2. 效 果

자본도피도 資本流出의 일종이기에 자본유출이 가져올 수 있는 結果를 가져온다. 國際收支가 惡化되고 그로써 換率이 下落하거나 通貨量이 줄어든다. 국내에서 投資가 축소되고 고용수준이 낮아지면서 소득수준도 낮아진다. 이와 대응하여 租稅收入이 줄어들 것은 물론이고 국내에서 투자가 이루어져 企業을 經營하게 되면서 얻게 되는 學習效果를 얻을 기회도 잃게 된다.

자본도피란 말 그대로 도피모국으로부터 정상적이 아닌 경로로, 몰래 유출되어 나가는 것을 지칭한다. 따라서 도피자본에 대해서는 正規的인 국제자본이동의 계약질차가 집행되기 어렵다. 그 결과 被逃避國에서도 도피자본에 대해서는 정상적으로 移動해 간 資本에 비해 收益率이 낮거나 危險度가 높을 수 밖에 없다. 이러한 점은 新古典派的의 圖式에 의할 때 자본도피의 형태를 빌려 이동해 간 資本은 被逃避國에서 限界生産力 以下の 補償을 받게 된다는 것을 의미한다. 자본도피는 국제적으로 경쟁적인 자본시장이 조성되는 것을 방해한다.

도피한 자본이 자본의 母國으로 되돌아가리라는 보장은 없다. 그리고 도피한 자본이 一定 時間이 지난 후 되돌아가게 된다고 하더라도, 자본에 대한 果實이 도피자금이라는 데서 작을 수 밖에 없기 때문에, 상환되는 元利金은 正規的인 때의 그것보다 작을 수밖에 없다. 자본도피는 자본이동의 양당사국 사이에 자본활용에 따르는 利益의 配分面에서 不公平을 초래한다.

또한 도피했던 자본이 母國으로 되돌아왔을 때, 미처 도피할 수 없었던 다른 자본은 인플레이션, 큰 平價切下, 물수 등등에 의해 그 實質價值가 크게 下落되었을 가능성이 큰 데 비해, 도피했던 資本은 이러한 제약을 피할 수 있었졌기에, 크나 큰 富의 分配上의 變化 및 그것에 대응하는 所得分配面의 惡化를 초래한다.

자본도피는 國內의 金融産業도 그만큼 위축시킨다. 자본도피로 금융산업이 증개해야 할 資金이 그만큼 줄어들었기 때문에 금융산업의 역할 및 발전의 여지가 희생되었다고 할 수 있기 때문이다.

3. 對 策

자본도피의 原因을 逃避母國과 被逃避國 사이에서의 위험성이 조정된 수익률의 差異에서 찾을 수 있다면, 이러한 차이를 解消함으로써 자본도피가 없어지게 할 수 있다. 나아가 이

러한 차이는 피도피국의 정책의 수정을 통하거나 도피모국의 정책의 수정을 통해 상당한 정도 해소할 수 있다. 물론 자본도피의 原因으로서 도피모국의 사정이 本質的인 것이기에 이 둘 중 도피모국의 정책의 조정이 더욱 중요하리라 할 수 있음은 두말할 필요도 없다.

1) 被逃避國의 政策

도피자본이 흔히 도피처로 삼는 곳은 域外市場이 발달되어 있는 국제금융센터 또는 금융시장이 잘 정비되어 있는 美國, 유럽諸國, 日本 등이다. 이러한 곳에서 금융거래의 매개수단은 국제적으로 널리 통용되는 美國의 달러, 西獨의 DM, 日本의 円 등이며 이들의 실질가치는 상대적으로 안정되어 있다. 또 이들은 경쟁적인 利率을 지급하고 있다. 따라서 被逃避國에서의 위험도를 조정할 收益率은 크게 보면 大同小異하다고 할 수 있다.

美國, 日本, 유럽諸國 등 선진경제에서는 외국인투자소득에 대한 課稅에 있어 居住者主義(residence principle)를 적용하지 源泉地主義(origin principle)를 채용하지는 않고 있다. 달리 말하면, 외국인에게 귀속되는 소득에 대한 과세는 설사 그러한 소득이 자국에서 발생한 것이라고 하더라도 자국의 租稅收入이 되게끔 과세하지 않고 그러한 外國人의 母國의 租稅當局이 과세에 의해 租稅收入을 차지할 수 있도록 하고 있다.⁽⁸⁾

다만 이들 나라는 외국인이 자국에서 얻게 된 소득에 관한 情報를 적극적으로 외국인의 母國에 알려주지 않아 일단 源泉徵收한 稅金을 母國이 회수하는 것을 消極的으로 방해하고 있으며, 母國이 稅金을 回收하려 하더라도 租稅免除協定을 체결한 나라에 대해서만 回收할 수 있는 길을 열어 주고 있다.

물론 先進國의 일부 은행은 자본도피를 적극 돕기도 하고, 범죄와 관련된 자금이라도 예금주의 비밀을 보호한다는 등 사실상 자본도피를 助長하는 行爲를 하고 있다.⁽⁹⁾ 그러나 이러한 慣行은 점차 是正되는 變化를 보이고 있고, 그러한 잘못된 助長行爲의 실질적 영향이 크다고 評價하기도 어렵다.

결국 오늘날의 자본도피와 관련하여 피도피국의 조치란 대단한 것이 아니고, 도피모국의 사정이 本質的이라는 것을 다시 확인할 수 있다 하겠다.

2) 逃避母國의 政策

자본도피가 문제로 되는 나라는 대체로 개발도상국인데, 이러한 나라에서는 經濟政策에

(8) 租稅收入의 크기만을 기준으로 한다면 $GNP > GDP$ 인 나라에게는 居住者主義가 유리하고, 반대로 $GNP < GDP$ 인 나라에게는 源泉地主義가 유리하다. 따라서 외국인투자가 대단히 많은 나라(예컨대 아르헨티나, 싱가포르, 태국 등) 내지 *entrepôt* 經濟에게는 源泉地主義가 좋다.

(9) 前者의 예로서 멕시코와의 국경지대에 있는 美國銀行들이 예시된다. 또 後者와 관련하여서는 스위스나 룩셈부르크의 慣行이 예시된다.

대한 일반의 信賴가 결여되어 있는 경우가 많다. 構造的으로도 金融市場이 잘 발달되어 있지 않고 경우에 따라서는 金融抑壓(financial repression)이 존재한다. 이에 따라 이들 나라에서는 實質利率이 낮다. 開發途上國의 租稅率을 볼 때 이들 경제에서 일반적으로 특별히 稅金이 높다는 것은 추론할 수 없겠으나 租稅行政의 安定性이 문제된다. 不正腐敗의 문제가 조세행정에도 개재되어 있기 때문이다.

개도국경제의 구조적 취약성에다 經濟政策遂行에 있어서의 不安定性은 단속적인 財政赤字, 인플레이션의 양진, 平價切下, 그에 따르는 對外去來의 직접적 간여정도의 강화 등의 현상을 초래하고 있다. 安定的 企業環境이 위협받고 있으며 企業들은 본래의 生産活動을 통한 合理化努力보다는 地代追求行爲(rent-seeking behavior)에 주력해야 하기 쉽다. 이러한 상황에서 단기적으로 큰 課稅나 기타 위해를 받을 염려가 있다거나, 大幅的인 平價切下가 예상되거나, 머지않아 平價切下를 가져올 급속한 인플레이션이 진행 중일 때에 자본도피를 기도하게 된다. 그리고 外換管理制度 등에 따라 자본도피가 불가능하지 않을 때 자본도피가 실제화된다.

金融制度, 租稅制度, 對外去來에 대한 법제 등이 불안하여 構造的 脆弱性을 가지고 있다는 점을 단시일 내에 고칠 수 있는 효과적인 補正策은 없다. 경제의 각 부분이 경쟁시장에 의해 주도되도록 自由化努力(liberalization)을 추진하면서 주어진 제도를 충실하게 운영하여 財政赤字를 회피하고, 實質利率이나 實質換率이 크게 변동하는 사태를 회피하려고 애쓸 뿐이다.

經濟自由化過程에서는 자유화의 順序와 速度(order and speed)가 문제된다. 경제를 형성하는 모든 市場을 同時에 自由化하는 것이 不可能하다고 할 때 어떤 시장을 필두로 하여 어떤 순서를 따라 自由化를 추진해야 하고 그 때 各市場에서의 自由化는 어떤 속도를 가지고 추진해야 하겠느냐 하는 것이다. 이와 관련하여 널리 동의되고 있는 것은 各市場의 適應速度(speed of adjustment)를 감안하여 적응속도가 빠른 것을 나중에 자유화시킬 대상으로 삼아야 하겠다는 것이다. 예컨대 경제가 實物市場과 資本市場으로 이루어져 있다고 할 경우 자본시장의 적응속도가 실물시장의 그것보다 빠르기 때문에 얼마 동안 자본시장통제를 지속하면서 실물시장을 自由化하여 그를 통해 실물시장이 상당히 경쟁적으로 되게끔 바뀐 뒤에 자본시장도 자유화해야 한다는 것이다. 이러한 순서를 택할 때에는 실물시장의 자유화에 따른 실물부문의 변화가 자본시장에 대해 全體的인 自由化努力을 방해할 요인 또는 파급효과를 가질 여지가 적다. 반면에 그 반대의 순서를 택해 자본시장의 自由化부터 시행한다면 이에 따라 利率이나 換率 등이 크게 可變的이 되고 이렇게 短期的으로 진폭이 크

게 변하는 이자율이나 환율은, 적응속도가 느린 실물시장이 보다 경쟁시장화되어 가는 방향으로 자유화되는 것을 妨害하게 된다.

어떤 經濟의 資本市場이 자유화되어 있어 國際金融市場에서의 상황과 균형을 이루면서 경쟁적인 자본거래가 행해지고 있다면 자본도피가 문제될 이유가 없다. 자본시장이 충분히 자유화되어 있지 않기 때문에 자본도피가 나타나는 것으로 보아야 論理的이다. 자본도피는 實質利率이 낮고 經濟成長이 잘 진행되지 않으며 인플레이션이 심하다는 데에 構造的, 根本的 遠因을 갖는 것이기 때문에 거시경제정책을 안정적으로 운영하면서 우선 實物部門의 自由化를 피해야 한다. 이러한 때 미처 자본시장도 자유화시킬 수 없는 사정이라면 자본시장은 계속 統制할 수 있어야 하고, 국제적 자본이동을 規制하는 방도로서 外換管理를 지속할 수 밖에 없다.

外換管理를 계속한다는 것은 외환시장의 自由化를 그 限界까지 추진하지 않겠다는 것이다. 外換을 매개로 하는 對外去來의 수행에 대해 계속 간여하겠다는 것이다. 외환부문에 대한 간여는 開途國經濟의 構造的 弱點의 하나이고 그 자체가 자본도피의 한 요인이 될 수 있다. 그러나 外換管理는 다른 사유에 의한 자본의 도피를 막는 가장 有力한 手段이기도 하다. 외환관리는 추상적으로 보아 자본도피의 原因이 되면서 자본도피의 防止手段이 된다.

자본도피를 걱정하는 나라에서는 다소간 외환관리가 있다고 보아야 한다. 자본도피의 원인으로서는 외환관리는 이미 제도화되어 왔고 그것을 前提로 하여 다소간의 자본도피가 사실상 있었거나 자본도피가 그것 때문에 抑制되어 왔다고 보아야 한다. 이러한 狀況에서 외환관리를 철폐하거나 완화한다면 자본도피의 한 요인은 없어진다고 할 수 있다. 그러나 그 요인이 종래 어떤 구체적 경제에서 자본도피를 가져오는 데 얼마나 중요한 요인이었느냐에 대해서는 논란의 여지가 있을 것이다. 반면에, 외환관리란 국제적 자본이동에 대한 간여라는 점을 상기할 때, 외환관리를 철폐하면 국제적 자본이동이 새로이 활발해지면서 자본시장의 거래가 더 많아지고 활발해질 것을 예상할 수 있다. 외환관리의 철폐는 資本市場의 自由化를 促發하는 주요 요인으로 된다. 여기에서 외환관리의 철폐(또는 이런 문맥에서 흔히 부르듯 外換自由化)는 자본자유화조치의 일환으로 이해할 수 있고, 그러한 조치의 정당성은 實物部門과 資本部門의 關聯 속에서 자본자유화를 촉진하는 조치를 취해도 좋은 단계에 있느냐 하는 狀況判斷에 의존하게 된다고 할 수 있겠다. 외환관리는 그 스스로 자본도피의 原因이면서 자본도피를 限定하는 요인이기도 하기 때문에 經濟의 큰 부분이 자유화되어 있지 못하고 인플레이션 등 巨視經濟的 不安이 있는 상황에서 자본도피의 原因으로

서의 役割은 이미 內在化되어 있어 새로이 어떤 작용을 할 여지는 많지 않다고 보아야 한다. 따라서 외환자유화의 집행여부는 經濟自由化에 대한 統合的 構圖에 의거하여 결정해야 하겠다. 결국 외환자유화란 실물부문의 자유화 이후 자본자유화와 並行하면서 추구되어야 무리없이 추진될 수 있을 것이다.

자본도피와 관련하여 이미 도피한 자본을 국내로 되돌아오도록 하는 資本送還(capital repatriation)의 문제를 고려해 볼 수 있다. 海外로부터 자본이 流入되지 않아 국제수지상 어려움을 겪고 있을 때 이미 도피한 자본이나마 본국으로 되돌아오게 하여 活用할 수 있다면 도움이 될 것이기 때문이다.

자본도피는 外換管理法 등을 위반하여 이루어지기 때문에 대부분 不法的인 것이다. 또 자본유출을 막는 實定法이 없거나 未備되어 있어 자본도피가 不法的인 것이 아닌 경우라도 그것은 非倫理的인 것이 되기 쉽다. 따라서 도피자금의 송환을 피하는 데 있어서는 과거의 不法的인 行爲나 非倫理的인 行爲에 대한 사실상의 사면조치가 있어야 한다. 기왕의 불법행위나 비윤리적 행위는 벌하지 않도록 되어야 한다.

歴史的으로 도피자본의 송환을 피할 때에는 域外市場을 이용하면서 送還債券(repatriation bond), 保有者債券(bearer bond) 등 특수한 채권을 賣出하는 형식으로 도피자금을 吸收하였고, 그러한 債券을 가지고 있는 사람에게는 그런 채권보유에 대한 不法性이나 非倫理性을 묻지 않는다는, 사실상의 사면조치가 있었다.

그러나 기왕의 도피한 자금을 회귀시키기 위하여 사면조치를 취한다는 것은 차후 자본도피를 하더라도 다시 사면받을 수 있으리라는 예상을 유발하게 하여, 소위 倫理道德的인 위험성(moral hazard)을 지니게 된다. 그리고 이러한 위험성의 팽배는 그 자체로서 새로운 자본도피의 요인이 된다. 기왕 도피한 자금을 송환하는 조치가 차후 자본도피의 原因으로 된다. 따라서 도피자본의 사면조치는 매우 급박한 상황에 한하여 엄격한 制限 속에서나 단행될 수 있는 것이다. 그것은 통상의 경우에는 절대로 기피되어야 할 조치라 할 수 있다.

VII. 韓國經濟의 資本自由化

1. 韓國經濟의 對外資本去來

우리 經濟 전체로서의 資本輸出이나 資本輸入은 國際收支表上 經常收支黑字나 經常收支赤字를 가지고 파악할 수 있다. 그런데 1985년까지 우리 經濟는 經常收支赤字를 가지고 있었다. 우리 經濟는 1986年 이후에 비로소 資本輸出을 할 수 있게 되었고, 그 이전에는 資

本輸入國이었다.⁽¹⁰⁾

1950年代에는 경상적자를 주로 미국으로부터의 援助를 가지고 충당하였다. 그러다가 1960年代에 들어와 케네디行政府의 등장과 더불어 無償援助가 有償借款으로 바뀌게 되면서 개발차관의 성격인 AID원조와 지원원조가 있었다. 1970年代에 들어와서 유상원조의 성격을 가지는 公共借款이 줄어들면서 商業베이스의 商業借款이 그것을 보충했다.

1970年代 初盤의 石油派動과 石油달러의 환류를 계기로 하여 國際金融市場에서 域外金融(offshore banking)이 확충되게 되었고, 이에 대응하여 우리나라의 資本導入의 길로서 정부가 주도적인 역할을 하는 商業借款이 줄어들고 金融機關의 역할이 커지는 金融借入, 특히 뱅크론(bank loan)이 상대적으로 커지게 되었다. 1979年 第2次 石油派動을 즈음하여서는 국제수지사정이 극히 나빠졌기에 종래의 資本導入의 방식 이외에 短期現金借款이 허용되게 되었고, 하다 못해 외국은행의 영업자금 등을 이용하려는 목적에 따라 외국은행의 진출기준을 종래의 기준보다 크게 완화하여 외국은행지점의 진출을 대거 허가하는 데까지 이르렀다.

1980年代 初 폴란드, 멕시코, 브라질 등의 債務償還不能과 관련된 外債危機에 즈음하여 域外金融市場 등 국제금융시장의 은행들로부터 開發途上國에 대한 貸付가 크게 줄어들었다. 그대신 이른바 新種金融商品이라고 지칭되는 證券의 형태를 띠는 금융자산의 賣買를 통한 방식이 국제적 자본이동의 中心役割을 하게 되었다. 이러한 국제금융시장의 證券化 추세에 대응하여 우리 經濟는 삼성전자, 포항제철 등 유명기업들의 轉換社債(convertible bond), 變動金利附어음(floating rate note: FRN)을 통해 자본을 도입하였다. 또 外國人專用收益證券을 만들고 코리아 펀드(Korea Fund)나 유러 펀드(Korea Euro Fund)를 통해 외국의 資本이 우리의 資本市場으로 유입될 수 있는 길을 열어 놓았다.

외국으로부터의 直接投資에 대해서 우리 經濟는 비교적 보수적 입장을 취해 왔다. 다른 나라에 비해 우리나라의 외국인직접투자는 상대적으로 적었다고 할 수 있다. 그러다가 1980年初 外債危機를 계기로 하여 은행차입보다 직접투자를 選好하게 되는 진반적 변화가 세계 第4大 外債國이었던 우리에게도 영향을 미치게 되어 1980年代에 들어와서는 직접투자가 다소 增加하게 되었다.

1980年代 中盤에 들어와서는 소위 三低現象이 원인이 되어 우리 經濟는 經常收支黑字國이 되었으며 資本을 輸出할 수 있게 되었다. 우리 경제는 이 때의 經常黑字를 과거의 外債를 상환하는 데 주로 썼다.

(10) 예외적으로 1977년에 1,230萬 달러의 경상수지흑자를 가진 때가 있었다.

그러나 경상흑자는 우리의 外換保有高를 증대시켰고 이것은 通貨增發의 압력요인으로 나타남으로써 통화관리면에서 어려움을 가져오는 주요 원인이 되었다. 따라서 경상수지흑자와 통화관리를 조화시키는 방도로서 通貨安定證券이 대거 발행되어 각종 금융기관에 배정되는 사태가 나타나게 되었다. 동시에 경상흑자를 資本輸出로써 대처하기 위하여 積極的으로 다른 나라에 資本을 輸出하려고도 하게 되었다. 對外直接投資가 생겨나서 증가되기 시작하였으며, 각종 금융기관이 해외에서 銀行協調貸付(syndicated loan)에 참여하거나 국제금융시장에서 거래되는 證券들을 買入하게도 되었다.

1980年代末 元貨價値가上昇하게 되고 국제시장에서 보호무역주의 경향이 심화되면서 經常收支黑字는 줄어드는 추이를 보이게 되었다. 경상수지적자가 다시 나타날 것이라는 우려까지 나타나게 되었다. 이로써 일방적인 資本輸出을 해야 하리라는 必要性도 약화되었다. 국제금융시장의 사정과 각 기업의 必要에 따라 資本을 輸出하기도 하고 輸入하기도 하는 정상적 자본거래가 이루어지게 될 기반이 마련되었다. 외국으로부터의 資本市場開放에 대한 壓力에 부응해 가며 우리 經濟의 經濟自由化의 필요에 따라 자본거래에 대한 規制體系를 재정비하지 않으면 안되게 되었다.

1) 資本市場國際化의 意味

과거의 발전과정, 慣行, 政治社會的 고려, 경제정책 등의 연유에 따라 우리 經濟의 資本市場은 국제금융시장과 同質的이고 그것에 統合되어 있는 그것의 一部라고 할 수 없다. 자본시장의 국제화란 이렇게 국제금융시장과 多少間 단절되어 있는 우리의 資本市場을 전제로 하여, 制度와 慣行을 바꾸고 정책적 조치를 수정함으로써, 우리의 자본시장을 밖의 상응하는 것과 흡사하게 되도록 바꾸어 보려는 의도를 나타낸다.

資本市場의 國際化란 말 속에는 국제금융시장에서의 慣行, 法制, 去來되는 商品 등등이 우리 資本市場에서의 그것들과 다소 다르다는 점을 전제로 하고, 이들 사이의 격차를 줄여 우리 經濟의 資本市場도 국제금융시장과 同質的인 것이 되도록 해야 하겠다는 의도가 숨어 있다.

자본시장이 완전히 자유화되고 나면 우리 經濟에서의 위험도를 조정할 收益率은 국제금융시장의 그것과 같아진다. 소위 利子平衡의 定理(interest parity theorem)가 성립하게 되며, 만약 두 시장 사이에서 이자율의 差가 있을 때에는 즉각적인 국제적 자본이동이 일어나 그러한 差異를 해소하게 된다.

이러한 때 資本市場이란 국제적으로 거래되는 모든 자본의 需給이 조절되는 곳을 뜻하며 이 때의 모든 자본에는 상환기간이 긴 長期資本이나 짧은 短期資本이 모두 포함되고, 資本

移動의 매개수단으로서의 株式이나 債券, 銀行貸付 등 종래 잘 알려진 상품 뿐만 아니라 새로이 創案되어 활용되는 新種金融商品도 포함된다.

仲介者로서의 金融機關의 역할을 증시하는 시각에서 자본시장을 短期金融市場과 長期金融市場으로 나누거나, 直接金融市場과 間接金融市場으로 나누어 볼 수 있다. 용법에 따라서는, 단기금융시장을 貨幣市場(money market)이라고 부르고 장기금융시장을 資本市場이라고 부르며, 間接金融市場을 金融市場이라 지칭하고 直接金融市場을 資本市場이라고 지칭하기도 한다. 이러한 용법을 따른다면 資本市場이란 株式이나 債券 또는 1년 이상의 만기를 가진 金融商品을 거래하는 直接金融市場을 뜻하게 된다. 그러나 오늘날 국제적 자본이동은 만기의 長短에 구애받지 않으며, 金融革新을 통하여 많은 類似商品이 나타나게 되었다는 데서 알 수 있듯이, 과거에는 크게 다른 방도이었던, 株式이나 債券을 매개로 하는 것과 銀行貸付 사이의 差가 모호해진 상태에서 시현되고 있다.

따라서 자본시장의 국제화란 오로지 株式과 債券이 거래되는 證券市場이 국제적인 증권시장과 유사해지게끔 制度를 정비하고 去來商品에 대한 제한을 없애는 것 등의 조치에 그칠 수 없다. 여기에서 더 나아가, 단기금융시장의 대표적인 銀行市場의 國際化는 물론 소위 신종금융상품의 거래가능성을 우리 경제 내에 토착화·장치화시키는 것까지 포함해야 한다.

자본시장의 국제화란 이상에서 적시한 여러 종류의 金融商品이 모두 거래되는 곳이 자국내에서 마련되고 그것들이 效率的으로 거래될 수 있게 되는 상태를 이루는 것을 목표로 한다. 그것은 국제금융시장에서는 去來되고 있으나 우리 金融市場에서는 去來되고 있지 않은 상품을 주목하여 이러한 差異를 止揚할 수 있게끔 하는 (즉 그러한 商品도 우리 經濟 내에서 거래될 수 있게끔 하는) 法制的, 慣行的 去來節次 및 實務的인 모든 면을 수정하는 作業이 필요함을 시사한다. 그것은 또한 法制的, 慣行的으로 각종 금융상품을 거래하는 데 아무런 제약이 없게끔 바뀌었다 하더라도 그것들을 국제금융시장과 상응하게끔 效率的으로 去來할 수 있도록 하는 人力 및 이들이 활용할 장비, 장치 등 金融下部構造(financial infrastructure)가 정비되어야 함을 내포한다.

資本市場의 國際化란 목표는 하루 아침에 달성될 수 없다. 따라서 資本市場의 國際化는 상당한 시일을 거치는 段階的인 노력의 총체이어야 한다. 나아가 이러한 目標를 達成하기 위해서는, 국제금융시장에서의 先進金融技法과 慣行에 익숙한 외국금융기관과 외국금융인의 國內進出을 유도하여 그들로부터 자극을 받아야 할 뿐만 아니라, 우리의 금융기관과 우리 금융인이 해외의 국제금융센터에 進出하여 그 곳의 慣行과 商品에 익숙해지게 되는 것이

모두 요망된다. 段階的 國際化努力은 時間과 資源의 限界 내에서 이들 여러 가지 方途의 最善의 組合을 택해, 우리의 자본시장이 국제금융시장에 質的으로 근접하도록 발전시키는 것을 核心으로 한다.

2) 證券市場의 國際化

1988년말 정부는 資本市場國際化의 段階的인 확대추진방향을 발표하였다[財務部(1988a)]. 여기에서의 資本市場이란 間接金融市場을 배제한 直接金融市場을 지칭하며, 특히 株式市場과 債券市場을 중심으로 하고 있다. 다시 말하면, 同方向은 자본시장을 주식과 채권이 去來되는 종래의 證券市場과 동일시하였다. 證券市場의 國際化를 위하여 內部的으로 證市自律化와 公正去來秩序의 확립 등을 기치로 내걸고 時價發行制度의 擴大, 手數利率 自由化, 支店設置 및 配當·增資의 自律化 등 自由化를 허용하는 한편, 公示制度의 改善, 內部者去來의 規制強化, 投資諮問業制度 導入 및 證券電算化의 推進 등의 조치를 취해 그러한 目標에 도달하려고 하고 있다. 동시에 우리나라의 證券市場이 世界證市 총규모 중에서 차지하는 비중이 약 0.4%에 불과하여 우리나라 교역이 차지하는 비중 약 1.8%보다 매우 낮은 것을 摘示하면서 證券市場의 量的 成長의 必要를 암시하고, 이것을 資本市場의 國際化와 더불어 추진해 나갈 것을 제시하고 있다.

1980年代 초 해외자본조달계획의 일환으로 국내자본시장을 개방하였으며 이 때의 국제수지적자에 입하여 1985年末 경에는 당시의 계획에 앞서서 海外에서의 證券發行을 했으며, 1986년 이후 國際收支가 黑字로 되게 됨에 따라 예정했었던 外國人에 의한 直接的인 證券投資는 연기되었으나, 앞으로는 資本의 流入과 流出이 모두 활발하게 이루어지는 우리의 證券市場을 만들어내기 위하여 外國人專用펀드의 수를 늘리고 海外轉換社債의 發行을 단계적으로 확대하면서 국내 주요 機關投資家들에게 海外證券投資를 허용하겠다는 의도를 밝히고 있다.

이러한 證券市場開放은 企業에 대해 資金코스트를 낮추고 對外弘報效果를 가지며, 金融機關 등이 先進金融技法을 익힐 수 있는 계기가 된다. 한편, 國民經濟 전체에게는 資本配分の 效率性을 높이고, 증권시장의 量的 成長과 活性化를 가져 오며, 物價, 金利, 換率 등의 價格構造가 국제적인 것과 대응성을 지니게 한다. 그럼으로써 開放經濟의 實效性을 提高하면서 대외개방요구에 따르는 國家間 마찰을 줄이고 國際協力에도 기여하게 된다는 등의 이익을 가져온다는 것이 同計劃에서 언급되고 있다. 그러나 동시에 그것은 短期投機性資金(hot money)의 지나친 이동에 의해 국제수지 및 外換·資本市場을 교란시키는 요인을 제공할 수 있고, 그로써 金融政策, 外換政策의 獨自性에 대한 制約을 가할 수 있으며, 국내

기업을 외국자본이 지배하도록 하여 産業構造調整努力에 어려움을 제기하게 되거나, 資本利得의 海外流出을 가져올 수 있다는 등의 副作用 내지 부담을 가지고 있다는 점도 간과하고 있지는 않다.

이에 따라 그것은, 證券市場開放의 이익을 극대화하고 負擔은 極小化할 수 있게끔, 貿易·外換自由化 및 金融國際化와 보조를 맞추어 가며 市場開放의 단계를 사전에 예고하여 이해당사자들이 이에 대비하도록 하는 조치를 취하면서, 段階的으로 資本市場을 개방해 나가겠다고 천명하고 있다.

證券市場開放의 방법으로서 종래 펀드 中心의 間接投資로부터 轉換社債 등 海外證券을 발행하는 準直接投資의 단계를 거쳐 외국인이 직접 우리 證券市場에서 買賣하는 直接投資의 순서를 예상한 후, 金利와 換率의 價格機能이 正常化되고 土地綜合稅, 金融實名制 등에 의해 국내 증권시장이 量的·質的으로 성숙되기 이전까지의 당분간(2~3年 예정)에는 準直接投資의 段階로 잡아, 지금까지 이용해 왔던 外國人專用收益證券, 專用펀드, 轉換社債 등 海外證券의 발행을 擴大하는 이외에, 이들 해외증권의 外國人間의 自由買賣를 허용하겠다고 밝히고 있다. 이로써 轉換社債의 海外에서의 流通을 쉽게 하고 그럼으로써 그것의 使用을 확대해보려고 하고 있다.

轉換社債의 발행이 제도에 오르게 되면 그 다음에는 新株引受權附社債(BW)나 株式預託證書(DR)의 발행을 허용하여 해외증권발행수단을 다양화하려고 하고 있다. 國內株式에 대한 외국인의 직접적 매매를 限定하거나 지연시키면서 외국인 직접증권투자가 허용될 때까지 시간을 벌어보려는 것이다.

또 資本輸出을 위하여 國內機關投資家들의 해외증권투자를 허용했으나 이들이 經驗不足 및 換리스크 등의 고려에 따라 消極的인 처신을 하고 있음을 是正·補完하기 위하여 기왕의 펀드方式의 投資에 대해 國內株式投資의 일정한 부분에 상당하는 만큼의 海外株式投資를 연계시키는 混合펀드(matching fund)의 설립도 고려하고 있다.

1991년 경부터는 海外證券轉換株式을 국내에 販賣하여 취득한 자금을 國內에서 직접증권투자방식으로 재투자하는 것을 허용하고, 1992년 경부터는 일반의국민인의 직접증권투자도 허용할 수 있게 될 것으로 예견하고 있다. 단 이렇게 직접증권투자를 하더라도 1人當 投資限度, 種目當 投資限度를 설정하여 國內證市의 안정성 및 기업의 경영권을 보호하려 하고 있다.

國內株式의 表示通貨인 원貨가 平價下落할 여지가 크지 않고 國內의 金利가 海外의 金利보다 높은 狀況에서 證市를 外國人の 無制限인 直接投資에 개방하게 되면 외국인투자자에

게 資本利得을 제공하는 것이 될 수 있기에, 국내주식이면서 그 性格上 投資리스크가 큰 種類에 외국인 직접투자를 유도하거나 한정하는 방도도 고려하고 있다. 이와 더불어 議決權이 제한되는 株式을 발행하여 외국인 직접투자에 개방하는 것도 검토하고 있다.

資本流出入이 실제화될 수 있도록 되었을 때 그것과 더불어 고려되어야 하는 문제는 證券會社 등 자본이동을 매개하는 金融機關의 活動인 金融서비스의 交易을 어떻게 다루어야 하느냐 하는 것이다. 金融서비스交易에 대한 規則은 1990年末 Uruguay 라운드를 통해 定立하려는 것으로서, 원칙적으로 외국증권관계기관의 營業據點의 設置權(right of establishment)을 인정하고 그것들을 國內의 證券會社들과 차별하지 않고 이른바 內國人待遇(national treatment)를 해야 하도록 規程되리라 예상되고 있다.

證券市場이 開放되어 외국인의 直接證券投資가 허용되게 될 때 그러한 투자를 구체화하는 仲介서비스를 國內證券會社에만 한정하고 外國證券會社의 進出을 排除한다는 것은 相互主義 및 內國人待遇와의 關係上 不可能한 일이다. 이에 따라 외국증권회사의 國內進出을 허용하고 仲介 등 業務를 수행할 수 있도록 해야 하는 바, 이럴 경우 외국증권회사가 국내 증권회사보다 경쟁력이 우수하기 때문에 국내증권회사가 경쟁에 저서 營業근거를 잃게 될 염려가 있다.

資本市場國際化의 段階的 擴大推進方向에서는 1992년경 외국인의 직접증권투자가 가능하게 될 때까지를 외국증권사의 직접적 營業을 배제할 수 있는 여유기간으로 보고 이 기간 동안에 국내증권사들로 하여금 경쟁력을 쌓도록 하려고 시도하고 있다. 즉 增資, 內部留保의 擴大, 人力開發, 業務電算化 등을 유도하는 이외에, 외국인의 間接證券投資와 상응하게 國內事務所의 設置를 확대 허가하고 외국증권회사가 기존 國內證券會社에 대해 株式買入에 의한 持分參與를 할 수 있는 범위를 확대하려고 하고 있다. 證券市場의 開放에 대응하여 증권관련기관의 서비스提供 분야에서 한편으로는 개방의 급속한 요구를 한정시키면서 다른 한편으로는 技術移轉의 效果를 노리고 있는 것이라 하겠다.

단 이러한 持分參與가 너무 과다하게 이루어져 기존 국내증권사에 대한 외국자본의 經營支配 및 그를 통한 사실상의 進出을 排除하여야 하겠기에 持分參與의 범위를 段階的으로 擴大하나 社當 限度는 10% 이내로 制限하려고 의도하고 있다.

3) 國際化推進計劃의 評價

이상 살펴본 바 資本市場國際化 推進方向은 資本市場을 주식이나 채권만이 거래되는 證券市場으로 좁게 해석하고 증권시장의 仲介機關을 證券會社로 한정시키고 있다는 특징을 가지고 있다. 그러한즉 오늘날 국제금융시장의 특성인 兼業主義(universal banking princi-

ple), 證券化(securitization), 汎世界化(globalization)의 여건 안에서의 각종 金融革新에 따라 각종 新種金融商品이 창안되어 거래되고 있다는 현상을 상기하고 볼 때, 이러한 좁은 認識은 융통성있는 資本市場國際化를 꾀하는 태도라고는 하기 어렵다.

그것은 證券市場을 통해 거래되는 株式이나 債券을 통한 資本移動, 그리고 포트폴리오投資 資로서의 資本移動만을 전제로 하고 銀行業務와 證券業務의 同質化傾向에 따라 株式이나 債券도 아니고 銀行貸付도 아닌 類似商品이 兼業主義를 실행하는 은행에 의해 중개되는 때 어떻게 대처해야 할 것인지를 논의로 하고 있다.

그것은 또한 서비스去來의 自由化에 대한 검토와 함께 金融서비스의 供給에 있어 새로운 規則이 정립될 것이라는 점도 심각하게 주의하고 있지 않다. 서비스去來의 自由化에 대한 論議는 1990年末 Uruguay 라운드를 통해 어떤 규칙을 정립할 수 있을지 모른다. 그러나 金融서비스는 公共性, 外部經濟性 등의 특성을 가지고 있기 때문에 商品과 같은 自由交易의 대상과 동일하게끔 취급하게 될 것으로 여겨지지 않는다.

한편 1992년 末까지 계획하고 있는 EC金融統合과 관련하여서는 相互主義(reciprocity)에 대한 어떤 妥協案이 나올 것으로 보이는데, 이러한 변화 속에서 資本去來를 중심으로 하는 相互主義의 발전에 대해 그것이 아무런 豫想과 對應策을 갖고 있지 못하다는 것은 결코 정당화될 수 없을 것이다.

EC諸國의 相互主義 요구는 兼業主義가 아니라 專業主義(unit banking principle)를 택하고 있는 美國과 日本에 대해서도 이들의 제도를 바꾸어 EC式으로 兼業主義를 수용할 것까지를 암시하고 있다. 물론 이미 유럽에 진출하여 活動하고 있는 美國과 日本의 金融기관들을 볼 때 EC의 이러한 요구가 어떤 그대로 수용될 가능성은 크지 않다. 그러나 美國에서 兼業主義에 장애가 되는 「Glass-Steagall法」을 改正하려는 움직임이 있다는 것으로부터도 유추할 수 있듯이 競업주의는 세계적 추세이며, 우리의 證券市場開放政策도 證券會社만을 염두에 두고 대비책을 마련할 것이 아니라 각종 金融기관이 서로 근사해지면서 경쟁적으로 證券關聯業務도 취급할 수 있으리라는 예상 아래에서 마련되어야 할 것이다.

證券市場開放努力은 直接投資에 의한 資本移動과 포트폴리오投資에 의한 資本移動이 서로간의 差別性을 잃어가고 있다는 점도 별로 주의하고 있지 않은 듯이 보인다. 우리 經濟는 1980年代에 들어와 그 이전보다 크게 直接投資를 자유화했다. 나아가 直接投資에 관한 규범이, 적어도 貿易關聯投資에 한해서는, 우루과이 라운드를 계기로 마련될 가능성이 크다. 한편 競업주의를 실행하는 세계 유수의 金融기관들은 최근 가장 收益性이 있는 업무로서 合併과 吸收(merger and acquisition: M&A)를 택하여, 모든 經濟에다 이 업무를 확산시키

려고 하고 있다. 우리나라에서 投資銀行을 지향하는 기관들도 M&A 業務를 펼치려고 준비하고 있다. 이러한 여러 사정은, 資本市場의 國際化에 대한 관심이 우리나라의 證券市場에 집착하면서 經營權을 보호하는 등의 目的에 지나치게 좌우되어 外國인의 직접증권투자에 만 신경을 쓰고 있으며, 그 이면에서 최근의 국제금융의 변천을 소홀히 하고 그것에 적절하고 충분히 적응하지 못하고 있음을 보여주는 바라 하겠다.

앞에서 보았듯이 國際的 資本移動은 여러 가지 形態로 이루어지고 있으며, 株式이나 債券去來의 경우보다 융통성을 가지는 많은 經路를 가지고 있다. 따라서 우리의 資本市場의 國際化는 國際金融의 統合化, 汎世界化, 證券化의 큰 흐름을 실제적으로 감안하면서 그것과 상응하게끔 內的 融通性を 장치하며 추구되어야 할 것이다.

2. 向後 資本市場國際化에 대한 追加 考慮事項

앞으로 우리 경제의 對外去來가 더욱 擴充되면서 資本去來는 더욱 많아질 것이다. 經常黑字가 定着化되어 純資本輸出을 할 수 있게 되면 더욱 기동성을 가지고 큰 분량의 資本輸出과 資本輸入을 할 수 있게 될 것이다. 이에 즈음하여 우리의 資本市場國際化努力이 外國인의 投資라는 한정된 資本流入의 방도만을 염두에 두고 防禦的인 態勢를 취하는 것은 매우 어리석은 일이다. 우리는 우리의 限界를 망각하지 않으면서 국제금융의 큰 추이에 보다 積極的으로 대응해야 할 것이다.

이러한 필요는 金融自由化라는 말로써 표현해 볼 수 있으리라 본다. 경우에 따라서는 종래의 官治金融의 폐해를 너무 강조하였고 금융기관의 自律經營을 金融自由化의 모든 要素라고 보는 입장이 적지 않았다. 그러나 우리의 금융부문이 오늘날 국제금융센터에서 활약하고 있는 다른 나라의 금융기관들과 경쟁할 수 있는 경쟁력을 지니지 못한다면, 설사 그것에 대한 官의 干涉이 없어지게 된다고 하더라도 그것은 우리 經濟社會의 금융서비스에 대한 需要를 훌륭히 充足시키게 되지는 못할 것이다.

금융자유화는 국제금융시장에서의 業務統合化와 상응하게끔 각종 금융기관의 業務領域에 대한 人爲的 制限을 철폐하여, 각 기관이 경쟁력에 따라 서비스를 공급하게끔 해야 한다. 각 기관은 경쟁력을 키우기 위하여 다양한 종류의 금융상품을 需要에 맞게끔 供給할 수 있는 人力과 이들이 사용할 수 있는 장구를 마련하여야 한다. 株式, 債券, CP 등 去來의 商品뿐만 아니라 옵션, 스왑, 先物 등 派生商品(derivative instruments)을 모두 다루고 이들을 섞어 設計하여 식별된 수요에 부응하게 되어야 한다. 效果的인 學習을 위하여 주요 금융센터에 진출하여 그 곳의 慣行을 익혀야 한다. 나아가 個別 金融기관으로서 마련할 수 없는 下部構造性格의 制度는 經濟 전체적인 관점에서 설비되어야 한다. 國內에서 效率的인 支給

決濟網을 구축하고, 국제거래를 위해서는 그것을 國際네트워크와 접속시키어야 한다. 信用調查制度 및 信用評價機構도 정비되어야 한다.

한편, 證券市場을 非競爭의인 市場으로 만들 수 있는 요인들이 경계되어야 할 것이다. 公示制度가 공시되는 情報의 範圍, 公示時期, 공시해제시의 제재 등을 핵심요소로 하면서 정비되어야 할 것이고, 內部者去來가 성공할 수 있는 소지가 最小限으로 되게끔 내부자거래의 識別과 징계기구가 강화되어야 할 것이다.

한편, 종래의 우리나라 株式市場은 그 곳에서 주식을 매매하는 사람들이 목적으로 하는 것이 株式配當에 의한 收益이 아니고 時勢差益이었다는 의미에서 投資市場이 아니고 投機市場이었다. 이러한 투기시장을 통한 所得의 再分配은 外國의 投資家가 介入하기 이전까지는 국민 사이의 內的 再分配라는 의미에서, 자본자유화 이후 外國의 投機者에 대한 再分配의 경우보다 다소간 용납될 여지도 가지는 것이었다. 그러나 자본자유화 이후 우수한 投資技法을 구사하는 外國의 기관투자가 등이 우리 市場에 와서 投機를 하게 된다면 사정은 훨씬 심각해진다. 이에 따라 本格的 資本自由化 이전에 一方의이고 항상 성공하는 投機를 할 수 있는 방도인 內部者去來의 길을 봉쇄하고 對備策을 세워 놓아야 하겠다.

오늘날의 금융에 대해 가장 큰 영향을 미치는 情報通信技術의 發達은 몇 개 超大型銀行에 의한 小賣銀行業務(retail banking)의 寡占과 기타 모든 기관들의 都賣銀行業務(wholesale banking)에 있어서의 격심한 경쟁을 예상하게 하고 있다. 우리나라의 금융기관은 그것이 은행이든 증권회사든 관계없이 國際的인 次元에서 소비은행업무를 가지고 경쟁할 수 있는 超大型銀行으로 될 수는 없을 것이다. 따라서 國內에서의 小賣銀行業務를 예외로 하면, 우리 금융기관이 나아갈 길은 도매은행업무 뿐이라 할 수 있다. 商業銀行業務(commercial banking)보다 投資銀行業務(investment banking)가 重視되는 시대이기도 하지만 공급측면에서의 가능성으로 보아서도 투자은행업무에 종사할 수밖에 다른 길이 없다. 그러나 多岐한 투자은행업무를 어떤 하나의 기관이 모두 취급한다고 하는 것은 있을 수 없는 이야기이다. 따라서 각 금융기관은 여러 종류의 투자은행업무 중 한정된 少數의 것에 特化하여 경쟁력을 지탱할 수밖에 없을 것이다.

小規模經濟는 國際市場에서 영향을 주기보다 영향을 받는 쪽이다. 국제금융시장이 장차 어떻게 변천해가든 우리는 그것의 規則과 實績을 바꾸기보다 그것에 최선으로 적응해야 할 처지에 있다. 變化하는 상황에서 언제나 최선으로 적응하는 데에는 自體의 경쟁력 배양 밖에는 다른 길이 없다. 각 금융기관으로 하여금 국제금융시장에서 경쟁할 수 있는 경쟁력을 지니게 하고 그들이 각자가 特化한 금융상품을 다루게 될 때, 당시의 需要에 이들이

대응하여 이루어지는 금융거래가 우리 經濟로서 바람직스러운 資本去來가 될 것이고, 이러한 때 資本市場의 國際化는 완료되었다고 할 수 있을 것이다. 이 때의 資本去來는 直接投資 및 각종 금융상품을 매개수단으로 하는 포트폴리오投資를 모두 그것의 構成要素로 가질 것이며, 예상했거나 예상하지 못한 危險에 대비하여 對備策(contingency plan)을 갖추어 놓은 形態가 될 것이다. 國際資本移動으로 資本輸出者와 資本輸入者 사이에 자본이동에 따르는 이득을 배분하는 것과 관련하여 심각한 긴장과 대립은 나타나지 않을 것이다.

國內에서의 활동 및 해외의 국제금융센터에서의 활동에서 사실상 은행업무와 증권업무의 구별을 크게 염두에 두지 않는 금융자유화 및 금융국제화를 추구하게 되면 은행이나 증권회사를 비롯한 각종 금융기관은 각자의 比較優位에 근거하여 良質의 금융서비스를 제공하는 경쟁에 몰입하게 될 것이다. 그럼으로써 대개의 금융기관은 종래의 은행업무 중 일부와 종래의 증권업무 중 일부를 동시에 취급하게 되기 쉽다.

監督體系는 이러한 변화에 맞게끔 조정되어야 할 것이다. 은행감독체계와 증권감독체계가 서로 分離·獨立된 채 어느 쪽의 감독도 미치지 않는 死角地帶가 존재하게 되어서는 곤란하기 때문이다. 金融의 證券化現象은 종래의 은행업무보다는 종래의 증권업무나 그와 同質인 새로운 업무들이 시장에서 점유율을 늘려가고 있다는 점을 시사한다. 投資銀行業務에 비해 商業銀行業務가 상대적으로 줄어들고 있음을 적시한다. 반면에 금융감독체계로서는 銀行監督體系가 다른 어떤 감독체계보다 완벽하다고 할 수 있다. 은행감독체계는 궁극적으로는 中央銀行에 의한 最後의 貸與者(the lender of the last resort)기능에 의해 지탱되고 있기 때문이다.

金融機關이 同質化되고 금융업무로서 투자은행업무의 비중이 커지지만 이러한 것들이 반드시 종래의 은행감독체계의 감독·감시의 대상이 아니라는 점은, 어떤 사유로 금융위기가 나타났을 때 기존의 감독체계로는 긴급한 대처를 하지 못하게 할 가능성이 있음을 내포한다. 따라서 이러한 가능성을 排除하고 최소화하기 위해서는 실제의 실행사보다 실행사의 개연성이 要因이 되어 금융체제를 안정시키는 강력한 수단이 되는 최후의 대여자기능의 活用度를 넓히는, 法制的인 대처가 요망된다 하겠다. 은행이 아닌 기관이 일시적 지급불능에 처하게 되었을 때 中央銀行이 지원해 줄 수 있는 길이 정식으로 마련되어야 할 것이고, 이것과 대응하여 이러한 기관들도 支拂準備金을 預置하는 등 監督體系 안에 들어오도록 되어야 할 것이다.

1987년 10月の 破局(October Crash) 이래 金融活動의 商業銀行信用에의 의존이 커지고 있다. CP가 상대적으로 위축되고 協調融資(syndicate loan)가 상대적으로 증대되고 있다.

이는 금융의 統合化 속에서도 商業銀行이 다시 중추적 역할을 할 수밖에 없다는 것을 의미하고, 그것에 대응하여 中央銀行이 감독해야 할 대상이 擴張되고 있음을 시사한다 하겠다.

나아가 中央銀行은 각종 금융기관을 감독하고 通貨金融體系의 安全性 維持의 目的에 따라 지원을 함에 있어 충분한 감독수단과 지원수단을 갖추어야 할 것이다. 전자를 위해서는 종래의 증권감독체계의 業務調整·協調가 있어야 하겠다. 후자와 관련하여서는 支援手段으로서 發券力에 원천을 가지는 資金뿐만 아니라 실제로 금융시장에서 거래되는 각종 증권들을 보유하여, 이를 公開市場操作으로 활용하는 이외에 직접 금융기관들에 증권형태로서 貸與하기도 하고 지급준비격으로 증권을 預託하게도 하면 좋겠다.

參 考 文 獻

- 財務部, 「資本市場國際化의 段階的인 擴大推進計劃(89~92)」, 『財政金融統計』 1988a.
- _____, 「金融國際化方向—經常貿易去來 自由化 및 元貨의 國際化」, 1988b.
- 駐韓外國銀行團, 「韓國金融市場制度의 改善案建議(資料)」, 1987.
- 李天杓, 「日本 高度成長期의 外換 및 資本自由化」, 朴宇熙·鄭英一 編 『高度成長期의 日本 經濟』, 서울대학교 經濟研究所 日本경제연구총서 1, 1989.
- 朴淳豐, 「우리나라 銀行의 國際化 現況과 推進方向」, 『外換銀行調查月報』, 1989. 12.
- 朴英哲·D.C.콜, 『韓國의 金融發展』, 韓國開發研究院, 1984.
- 鈴木淑夫, 『金融自由化と金融政策』, 東洋經濟新報社, 1985.
- 靄見誠良 編, 『金融のグローバルゼーション, I, II』, 法政大學出版局, 1988.
- Argy, V., *The Postwar International Money Crisis: An Analysis*, George Allen & Unwin, 1987.
- Cipolla, C.M. (ed.), *The Fontana Economic History of Europe*, William Collins Sons and Co. Ltd., 1976.
- Feldstein, M., *International Economic Cooperation*, University of Chicago Press, 1988.
- Fry, M., *Money, Interest and Banking in Economic Development*, Johns Hopkins University Press, 1988.
- IMF, *International Capital Markets: Developments and Prospects*, 1989.
- Kenwood, A., and Loughheed, A., *The Growth of the International Economy 1820~1980*, George Allen & Unwin, 1983.

- Kindleberger, C., *International Capital Movements*, Cambridge University Press, 1987.
- _____, *The International Economic Order: Essays on Financial Crisis and International Public Goods*, The MIT Press, 1988.
- Mckinnon, R., *An International Standard for Monetary Stabilization*, Institute of International Economics, 1984.
- _____, "The Exchange Rate and the Trade Balance: Insular versus Open Economies," KDI Working Paper, 1989.
- Van Der Wee, H., *Prosperity and Upheaval, The World Economy 1945~1980*, Penguin Books. Ltd., 1986.
- Yeager L., *International Monetary Relations: Theory, History and Policy* (2nd ed.), Harper and Row, 1976.