

우리 나라 金融市場의 國際的 統合⁽¹⁾

洪 範 教

금융시장의 통합은 인위적인 규제를 철폐함으로써 경쟁을 통하여 시장의 효율성을 제고하는 데 그 목적이 있다. 1990년대 들어 실질적으로 시작된 우리 나라의 시장개방은 매우 완만한 속도로 진행되다가 1997년말 IMF 사태를 맞이하면서 외자를 유치하기 위하여 급속하고 광범위하게 진행되었다. 저축과 투자와의 관계, 일물일가의 법칙에 의거한 금융자산의 수익률 비교, 자본이동의 양 등으로 측정해 본 우리 나라의 금융시장 통합도는 1997년 이전까지는 예상대로 낮은 것으로 나타났다.

다급한 상황에서 거의 전면적인 금융시장 개방을 단행한 우리로서는 향후 재정정책의 적절한 운용, 금융감독의 국제적 공조체제 구축, 국제적 정합성을 가진 제도의 정비, 경제외교의 강화 등의 과제를 안고 있다. 민간 경제주체들은 진행 중인 구조조정을 시장원리에 따라 제대로 마무리지어 경쟁력을 강화하여야 할 것이며, 정책당국은 시장 경쟁이 효율적이고 공정하게 일어날 수 있도록 하부구조를 구축해 주고, 국제관계에 있어 경제외적인 요인에 의해 우리 나라의 금융산업이 불이익을 당하는 일이 없도록 국제관계업무를 훨씬 강화하여야 할 것이다.

1. 序 論

IMF시대를 맞이하여 금융·기업 구조조정이 한참 진행되고 있다. 금융기관의 부실채권과 부실기업을 정리하는 과정에서 드는 막대한 재원은 결국 재정부담과 外國資本誘致에 의존할 수밖에 없는 처지가 되었다. 따라서 외자유치를 위하여 1997년말 이래 불과 몇 개월 사이에 우리 나라는 지난 몇 년에 걸쳐 일어난 시장개방의 범위를 뛰어넘는 광범위한 금융시장의 개방을 경험하였다.

1980년대부터 시작된 금융자율화와 시장개방의 움직임은 1990년대 들어 OECD 가입을 추진하면서 그 속도가 붙기 시작하였다. 경제 운용을 시장경제원리에 맡김으로써 효율성을 증진시킬 수 있다는 이론적인 논의에 대해서는 거의 반론이 없으나, 실제로 거의 폐쇄되어 있던 금융시장을 개방하는 방법에 있어서는 漸進主義와 急進主義(또는 衝擊療法)의 두 가지 방법으로 나뉘어 찬반논의가 계속되었다. 그러나 이 두 가지 방법의 장단점을 확

(1) 본 논문은 1997년 11월초에 출간한 저자의 정책보고서 『金融市場의 國際的 統合과 우리의 對應』의 일부를 그 이후 IMF 사태에 따른 변화를 보완하여 수정한 것이다. 본 논문의 내용은 저자의 개인 의견이며 한국조세연구원의 공식적인 견해가 아니다.

인하는 외에는 이론적으로 어느 한 방법이 다른 방법보다 항상 우월하다는 일관적인 결론을 얻을 수는 없는 상황하에서, 실제로 정책을 담당한 정부의 입장에서는 급진적인 방법보다는 점진적인 방법을 선호하였다. 그 결과 OECD 가입에 있어서도 자본자유화 규약에 대하여 많은 유보조항을 달았고, 1997년 11월까지 시장개방은 매우 완만한 속도로 진행되었다.

그러다 갑자기 IMF 사태를 맞게 되면서 외국자본의 수혈이 불가피해졌으며, 이를 위하여 그 동안 지지부진하던 시장개방이 급속히 이루어지게 되었다. 구조조정 재원의 마련이 최대의 현안으로 떠오른 가운데 그 동안 금융시장 개방이 가져올 부정적인 영향으로서 염려하여 오던 핫머니의 유출입, 통화정책의 獨立性 상실, 환율 변동성의 확대 등에 대한 관심보다는 외국인의 직·간접 투자 유치가 최대 관심사의 하나가 되었다. 이러한 제도적인 개방이 현재로는 환율불안, 신용경색 등의 불안정 요소에 의하여 기대했던 만큼의 자본유입을 유도하지는 못하고 있으나, 우리가 다행히 이러한 위기를 무사히 넘기게 되면, 우리 나라의 금융시장에서도 외환거래 및 자본이동이 자유롭게 이루어져 세계적인 금융시장과 자연스러운 통합이 이루어져 있는 것을 발견하게 될 것이다.

금융시장의 統合은 전세계적으로 국내 금융시장에서의 규제완화, 국제적 자본흐름에 대한 통제의 완화로 인한 자본이동의 증가 그리고 통신 및 교통 등에 있어서의 기술발전으로 인하여 각국의 금융시장이 국제적으로 서로 긴밀하게 연결되는 현상을 지칭한다. 1999년 1월을 목표로 진행되고 있는 유럽통화통합이 그 대표적인 예라고 하겠다. 각국의 정치적, 역사적, 사회적인 차이점에도 불구하고 이러한 금융시장의 통합 움직임이 가속화되고 있는 것은 시장통합을 통하여 경제의 효율성을 극대화할 수 있다고 보기 때문이다. 즉 인위적인 규제들을 제거함으로써 금융기관과 기업을 비롯한 경제주체들이 자유롭게 경쟁을 할 수 있게 하고, 이러한 경쟁을 바탕으로 경제의 효율성을 극대화하는 것이 바로 금융시장통합의 목표이다. 통신 및 교통 등의 기술적인 발전은 지리적인 장벽을 뛰어넘어 이러한 목표의 달성을 가능하게 해주는 외부적인 환경을 조성해 주고 있다.

이러한 세계적인 조류를 무시하고 폐쇄적인 금융시장을 유지하거나 과거의 규제상황으로 되돌아 간다는 것은 이제 생각하기 어려우며, IMF 사태는 좋은 싫든 우리의 변화를 한층 앞당기는 계기가 되고 있다. 여기서는 IMF 사태가 발생하기 전까지 우리 나라의 금융시장이 과연 어느 정도 세계시장과 통합되어 있었는가를 여러 가지 방법으로 측정해 보고, 현재의 상황과 관련하여 당면한 정책과제들을 짚어보겠다.

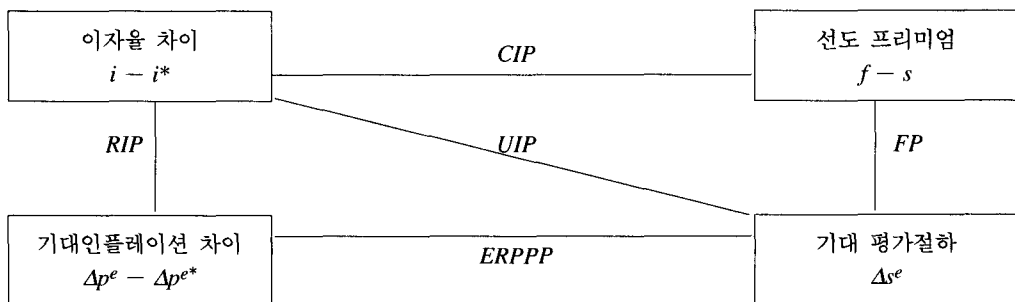
2. 우리 나라 金融市場 統合의 程度 測定

2.1. 金融市場 統合과 等價의 法則

금융시장의 통합은 매우 광범위한 의미를 내포하고 있다. 따라서 혹자에 따라 금융시장의 통합을 直接통합과 間接통합으로 나누기도 하며, 직접통합을 자본시장통합이라고 하기도 한다. 완전한 직접통합이 이루어졌을 때는 모든 금융자산에 대하여 “一物一價의 法則”이 성립한다. 즉 위험을 고려한 금융자산의 예상 수익률이 모든 나라에서 똑같아지게 된다. 일시적인 외부요인에 의하여 수익률에 차이가 나게 되면, 자본이 가장 수익률이 높은 자산으로 이동함으로써 일물일가의 법칙을 성립시키는 것이다. 간접통합은 한 나라에서의 투자수익이 다른 나라에서의 투자수익과 간접적으로 연관되어 있는 경우를 지칭한다. 주로 상품시장이나 외환시장 등 보다 자유화되어 있는 부분시장을 통하여 두 나라의 금융시장이 간접적으로 통합된다.

금융시장의 통합은 결국 등가의 법칙으로 설명될 수 있는데, Kearney(1996)는 국제적 금융시장의 통합을 분석하는 5가지 등가 관계를 <그림 1>을 통하여 잘 도식화하고 있다.

여기서 i 와 i^* 는 각각 국내 및 해외의 이자율, Δp^e 와 Δp^{e*} 는 각각 국내 및 해외의 예상 인플레이션을, s 와 f 는 각각 현물환율 및 선도환율을 나타내며, Δs^e 는 현물환율의 예상 변화율을 나타낸다. 예를 들면, 금융시장의 통합이 이루어진 상태에서 국내 투자 수익률이 국



- ① 補填 利率 等價(Covered Interest Parity: $i - i^* = f - s$)
- ② 非補填 利率 等價(Uncovered Interest Parity: $i - i^* = \Delta s^e = s^e - s$)
- ③ 實質 利率 等價(Real Interest Parity: $i - i^* = \Delta p^e - \Delta p^{e*}$)
- ④ 先度 等價(Forward Parity: $f - s = \Delta s^e$)
- ⑤ 期待 相對購買力 等價(Expected Relative Purchasing Power Parity: $\Delta s^e = \Delta p^e - \Delta p^{e*}$)

<그림 1> 國際 財務의 均衡 關係

외 투자 수익률보다 크다면 차익거래에 의하여 자본유입이 이루어짐으로써 국내의 투자수익률의 차이가 선도 및 현물환율의 차이(선도 프리미엄)와 일치하는 균형이 이루어지는 관계를 나타내는 것이 補填 利子率 等價의 法則이다. 非補填 利子率 等價의 法則은 선도 시장을 이용한 위험 회피를 하지 않음으로써 확정적으로 알 수 없는 환율의 미래변동에 대한 기대치를 명목이자율 차이와 일치시킨다는 점에서 보전 이자율 증가의 법칙과 차이가 있다.⁽²⁾

2.2. 統合度의 測定 方法

이러한 관계에 입각하여 금융시장의 직접통합 즉 국제자본시장의 통합도를 측정하는 데 사용되어 온 몇 가지 기본적인 접근법으로 다음과 같은 것들이 있다. 첫째 투자와 저축과의 관계를 이용하는 방법, 둘째 일물일가의 법칙에 의거한 금융자산의 수익률 비교 방법, 셋째 자본이동의 양을 통해 측정하는 방법 등이다. 이러한 방법들에 입각하여 우리 나라 자본시장의 국제적 통합도를 측정해 보기로 하겠다.

2.2.1. 投資와 貯蓄의 關係

국제자본시장이 통합되어 자본이동이 자유롭게 이루어진다면 국내투자가 국내저축만으로 조달되어야 할 필요가 없어진다. 조달 및 운용의 양측면에서 국경을 불문하고 자본의 한계수익률이 가장 높은 곳으로 자본이 이동하게 되는 것이다. 따라서 자본시장의 통합이 진행된다면 국내 투자와 국내 저축간의 상관관계가 줄어들게 된다. 이러한 가설에 입각하여 Feldstein and Horioka(1980)는 OECD 국가 중 16개 국가의 자료를 바탕으로 1960년부터 1974년까지 각국의 국내투자(I)의 GDP에 대한 비율과 국내저축(S)의 GDP에 대한 비율의 평균을 구한 다음, 이 비율로 횡단면 회귀분석을 하였다. 그 결과가 아래의 식과 같이 나타났다.⁽³⁾

$$\frac{I}{GDP} = 0.04 + 0.89 \frac{D}{GDP}$$

(1.94) (11.99)

貯蓄維持係數(savings retention coefficient)⁽⁴⁾가 0.89로 1에 가까운 유의한 숫자로 나타난 것은 자본시장의 통합이라는 가설에 어긋나는 결과이다. 즉 국내저축이 어떤 이유든간

(2) 각각의 증가의 법칙에 따른 關係式의 도출은 지면관계상 생략한다.

(3) 괄호안의 숫자는 t값을 나타낸다.

(4) S/GDP의 係數를 흔히 貯蓄維持係數라고 부른다.

에 대부분 국내에 남아 국내투자를 조달하였음을 의미한다. 이것을 흔히 Feldstein-Horioka 수수께끼라고 하는데, 후속 연구들도 대체적으로 같은 결과를 보인 것으로 나타났다.⁽⁵⁾ 이러한 결과에 대하여 Feldstein-Horioka는 국내저축과 국내투자가 모두 인구증가나 또는 다른 제3의 요소에 의해 공통적으로 영향을 받기 때문일 수도 있고, 각국별로 자본이득에 대하여 부과하는 세율이 상이하다든지, 해외투자에 대해서는 정보가 뒤떨어지고, 환율위험에 대한 회피수단을 사실상 이용하기 힘든 경우 등으로 인하여 국내 포트폴리오를 선호하게 될 수도 있으며, 그밖에 자본 이동에 대한 제도적인 경직성 때문일 수도 있음을 설명하고 있다. Frankel(1985)은 투자와 저축이 順景氣的인(procyclical) 성격을 띄고 있어 함께 움직이는 경향이 있고, 미국과 같은 “大國” 경제의 경우는 세계 이자율이 외생변수로 주어진다고 보기에 는 무리가 있다는 기술적인 측면외에도 이자율 변화에 따른 국내외 투자와 저축간의 驅逐效果(crowding out)를 제대로 설명할 수 없기 때문에 Feldstein-Horioka의 저축유지계수가 자본이동의 완전성을 측정하는 좋은 지표라고 보기는 어렵다고 지적하고 있다. Schmidt-Hebbel, Serven and Solimano(1996)도 저축유지계수에 대한 여러 가지 연구 결과가 과연 국제금융시장의 통합과 불일치하는가에 대하여 의문을 제기하고, 투자와 저축이 인구변화, 국내정책변화, 국제수지에 있어서의 제한과 목표설정 등에 동시에 영향을 받기 때문일 수도 있음을 밝히고 있다. Bodman(1994)은 국내 저축과 투자 사이에 장기적인 共積分(cointegration) 관계가 없다는 것을 발견하였고, 그 밖에도 자본 이동이 활발해지면 국가간의 소비패턴이 비슷해질 것이라는 가설을 이용하여 금융시장 통합도를 측정하려는 시도도 있었다[Obstfeld(1994), Bayoumi and MacDonald(1995), Allitt and Moosa(1996) 등].

이러한 관계를 이용하여 우리 나라의 경우를 살펴보면 어떻게 되겠는가? Feldstein-Horioka의 연구는 위에서 말한 바와 같이 16개 OECD 국가의 투자율과 저축률을 이용하여 횡단면 회귀분석을 하였는데, 우리 나라의 자료를 하나 추가하여도 그 결과에는 커다란 영향을 미치지 않는다. 따라서 우리 나라의 경우를 살펴보기 위한 하나의 시도로서 우리 나라의 투자율과 저축률을 이용한 시계열 회귀분석을 행한 결과가 아래와 같이 나타났다.⁽⁶⁾

(5) 후속 연구로는 Feldstein and Bacchetta(1991)를 비롯하여 Penati and Dooley(1984), Murphy(1984), Obstfeld(1986, 1989), Dooley, Frankel and Mathieson(1987), Tesar(1991), Bodman(1994) 등이 있다.

(6) 1960년부터 1995년까지의 연간자료를 사용하였으며, 最尤推定法(Maximum Likelihood Method)에 의하여 시계열 상관관계를 수정한 결과이다. 괄호안의 숫자는 t 값을 나타낸다.

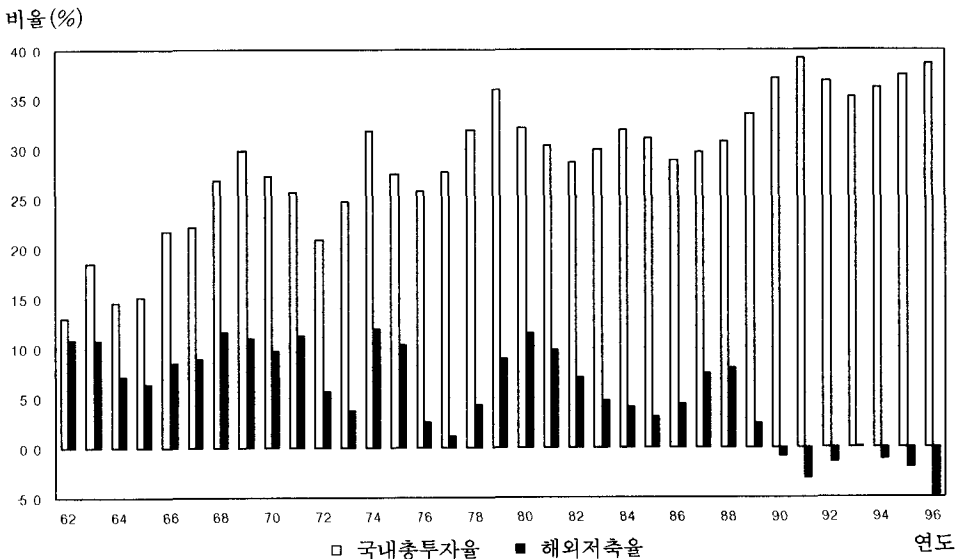
$$\frac{I}{GDP} = 13.17 + 0.41 \frac{S}{GDP}$$

(2.21) (2.89)

$$\overline{R^2} = 0.92, DW = 1.60, Q(8) = 8.87, SEE = 2.57$$

저축유지계수의 값이 0.41로서 통계적으로 유의하게 나타났는데, 이는 Feldstein-Horioka의 OECD국가 연구와는 다른 결과이다. 이러한 결과는 과거 1960년대와 1970년대를 거치는 동안 우리 나라의 투자에서 해외원조 및 차입 등의 해외저축을 통한 투자가 많았다는 것을 반영하는 결과일 뿐이며, Feldstein-Horioka가 의도하는 대로 자본시장의 통합도가 높은 것을 의미하는 것은 아닐 수도 있다.

실제로 <그림 2>에서 우리 나라의 국내 총투자율에서 원조 및 차입 등의 해외 저축율이 차지하는 비중을 보면 1960년부터 1970년대 중반까지는 적어도 1/3 이상의 비중을 차지하는 것을 볼 수 있고, 1970년대 중반 이후 그 비중이 줄어들어 1990년대 들어서는 해외 저축율이 마이너스 값을 취하고 있음을 알 수 있다. 이러한 사정을 고려하여 저축과 투자의 관계를 두 기간(1960년부터 1975년/1976년부터 1995년)으로 나누어 저축유지계수를 다시 추정하였다. 1975년을 기준으로 기간을 나눈 것은 1975년 이전까지는 총저축에서 해외저축이 차지하는 비중이 30%를 넘었으나, 1976년 이후부터는 10%대로 떨어졌기 때문이다.(7) 추정 결과를 <表 1>에서 보면 전반기의 저축유지계수가 0.50에서 후반기에는



<그림 2> 國內總投資率과 海外貯蓄率

〈表 1〉貯蓄과 投資와의 關係: 推定結果

기간	상수	저축유지계수	D - W	$\overline{R^2}$	Q(4)
1960-1975 ¹⁾	5.76 (4.19) ³⁾	0.50 (7.89) ³⁾	1.84	0.80	8.63
1976-1995 ²⁾	16.87 (1.95) ³⁾	0.44 (1.73) ³⁾	1.16	0.79	4.63 ⁴⁾

註: 1) 최소자승법(OLS)을 사용하였음.

2) 최우추정법(Maximum Likelihood Method)에 의하여 시계열 상관관계를 수정한 결과임.

3) () 안의 숫자는 t-값임.

4) 유의수준 = 0.33

〈表 2〉國內貯蓄과 投資의 相關關係: 日本의 경우

시기	最小自乘法(OLS)			最尤法(Maximum Likelihood Method)		
	상수	저축유지 계수	결정계수 (R ²)	상수	저축유지 계수	결정계수 (R ²)
1970-1991	-0.022 (0.023)	1.015 (0.069)	0.7152	0.041 (1.254)	0.827 (8.989)	0.9739
1970-1980	0.041 (1.794)	0.866 (13.429)	0.8111	-0.017 (-0.476)	1.030 (10.200)	0.9683
1981-1991	0.058 (0.974)	0.735 (4.203)	0.5084	0.248 (8.190)	0.166 (1.905)	0.9687

註: () 안은 t-비율을 나타냄.

資料: 權才重(1995, p. 46).

0.44로 줄어들어 자본시장의 통합도가 후반기에 다소 증가하였다고 해석할 수도 있을 것이다. 그러나 해외저축의 비중이 줄어든 후반기에 오히려 저축유지계수가 적게 나온 것은 시계열 분석의 특성상 나타난 문제일 수도 있기 때문에 횡단면 분석을 사용한 Feldstein-Horioka의 원래 개념을 사용하여 해석하는 것은 다소 주의를 요한다.

權才重(1995)은 시계열 분석을 이용하여 일본의 국내 저축과 투자의 관계를 살펴보았다. 〈表 2〉를 보면 일본의 자본자유화가 진전된 1980년대 이후의 저축유지계수가 그 이전 기간에 비하여 낮아진 것으로 나타나 우리 나라와 비슷한 결과를 보여주고 있다.

2.2.2. 金融資産 收益率의 比較

국제자본시장이 통합된다면 금융자산에 대한 수익률이 일치할 것이다. 따라서 앞서 언

(7) 1980년대초에 잠시 海外貯蓄의 비중이 다시 증가하였다가 감소하였다.

급한 이자율 증가의 관계에 입각하여 자본시장의 통합도를 측정하기도 한다. 보전 이자율 증가(CIP), 비보전 이자율 증가(UIP), 실질 이자율 증가(RIP)의 관계가 많이 사용되며, 그 중 보전 이자율 증가를 이용한 것이 상대적으로 가장 유의한 결과를 나타내고 있는 것으로 알려져 있다. 그러나 이 방법에 의한 결과들도 항상 일관성 있게 나오는 것은 아니다.

Chinn and Dooley(1995)는 아시아 태평양 국가들을 중심으로 자본시장의 통합도를 측정하였다. 보전 이자율 증가의 관계를 이용하여 7개 태평양 연안국가들의 보전 이자율 격차의 평균과 절대평균을 구한 것이 <表 3>에 나타나 있다.⁽⁸⁾ 이자율 격차 평균을 보면 그 수치가 작은 것으로 나타나 대체로 자본의 이동성이 높다는 것을 알 수 있다. 그러나 평균의 경우에는 양과 음의 부호가 서로 상쇄되는 경우가 있기 때문에 절대평균을 구해보았다. 그 결과 1988년을 기준으로 전반기(1982-1988)의 호주, 말레이시아, 뉴질랜드는 이자율 격차가 상당히 큰 것으로 나타났다. 후반기(1988-1995)의 결과도 대체적으로 평균의 수치가 낮아 자본의 이동성이 높은 것으로 나타났는데, 절대평균을 볼 때, 말레이시아는 여전히 이자율 격차가 상당히 큰 것으로 나타났다. 특히 아시아 자본시장의 중심지로 일컬어지는 싱가포르가 예상과는 다르게 오히려 후반기에 평균 및 절대평균의 수치가 증가한 것은 상당히 예외적이라고 하겠다.

Chinn and Dooley(1995)는 또 비보전 이자율 증가의 관계를 이용하여 자본시장의 통합

<表 3> 利子率 隔差(CIP)

(단위: %)

		1982. 9-1988. 4		1988. 5-1994. 11	
		평균	절대평균	평균	절대평균
호	주	-0.20	0.88	0.27	0.29
캐	나	-0.01	0.16	0.10	0.22
홍	콩	0.11	0.20	0.14	0.17
일	본	0.08	0.14	0.01	0.05
말	레이시아	-1.41	1.51	-0.01	1.28
뉴	질랜드	-0.49	1.63	0.27	0.30
싱	가포르	-0.47	0.49	-0.91	0.91

資料: Chinn and Dooley(1995, p. 29).

(8) $(f - s) = (i - i^*)$ 의 관계식에서 이자율 격차를 구하였다. f 는 선물환율, s 는 현물환율, i 는 국내이자율, i^* 는 국제이자율이다. 따라서 이들 7개 국가는 先物換市場이 존재하여 선물환율자료를 구할 수 있는 국가들이다.

도를 측정하고자 할 때 부딪치는 실질적인 문제점에 대하여 지적하고 있다. 우선, 비보전 이자율 증가에서의 事前的(ex ante) 관계를 事後的(ex post)인 환율 절상률을 이용하여 추정할 경우, 국내이자율의 해외이자율 및 예상 절상률에 대한 탄력성이 지나치게 음의 값을 갖게 되는데, 이는 현물 외환시장에서의 변동이 대부분 예측가능하지 않기 때문이라고 설명하고 있다. ARIMA process를 이용한 예측치로 예상 현물환율을 대체할 경우에는 계수의 추정치가 너무 작아져서 비보전 이자율 증가의 관계가 성립하지 않는다. 따라서 이에 대한 하나의 대체적인 방법으로서 환율변화가 不規則 步行(random walk)을 따르기 때문에 예상 절상률이 0이라는 가정을 채택하고, 국가별 이자율과 유러달러 이자율과의 차이를 살펴본 결과가 <表 4>에 나와 있다. 전반기에는 필리핀, 뉴질랜드, 인도네시아와 우리 나라가 절대평균을 기준으로 10.47-6.27%의 높은 격차를 보였고 후반기에도 필리핀, 인도네시아, 우리 나라가 높은 격차를 보여 통합도가 상대적으로 낮은 것으로 나타났다.

한편 Phylaktis(1997)는 실질 이자율 증가(RIP)의 관계를 이용하여 우리나라, 대만, 홍콩, 싱가포르, 말레이시아 등의 환태평양 국가가 미국 및 일본의 자본시장과 어떻게 통합되어 있는지를 공적분 분석을 통하여 검토하였다. 증권 및 외환 시장에서의 거래비용, 자본통제와 관련된 세제, 미래에 자본규제가 다시 부과될 지도 모르는 정치적 불안정성 등의 비용을 고려할 때, 두 나라간의 이자율 차이가 일정 범위안에서 움직인다면 차익거래

<表 4> 利率 隔差(UIP의 代替的 方法)

(단위: %)

	1982. 9-1988. 4		1988. 5-1994. 11	
	평균	절대평균	평균	절대평균
호 주	5.40	5.47	4.20	4.20
캐 나 다	1.16	1.27	2.57	2.57
홍 콩	-0.64	1.57	0.28	0.38
인도네시아	9.24	9.24	10.94	10.94
일 본	-2.90	2.90	-1.17	1.80
한 국	6.27	6.27	7.97	7.97
말레이시아	-0.51	2.13	0.20	2.99
뉴질랜드	9.63	9.64	3.90	3.90
필리핀	10.47	10.47	11.08	11.08
싱가포르	-2.62	2.62	-2.02	2.02
대만	-2.64	2.69	1.04	2.74
태국	2.05	2.51	2.85	3.01

資料: Chinn and Dooley(1995, p. 30).

를 통하여 이득을 얻는 것은 불가능하다. 즉 위험을 고려한 이자율 격차가 일정 범위안에서 움직일 때, 이 두 나라의 자본시장은 통합도가 높다고 말할 수 있을 것이다. Phylaktis(1997)의 연구결과는 다음과 같이 요약될 수 있겠다. 첫째, 이들 환태평양 국가들의 실질이자율이 1970년대 이후 미국 및 일본의 이자율에 대하여 동일한 추세를 보인다. 둘째, 외부 충격이 있을 후 실질 이자율의 회복속도를 보면 개방 전후를 비교하여 볼 때 개방 후의 기간에 속도가 훨씬 빨라졌음을 볼 수 있다. 예를 들어 싱가포르에서 외부 충격 후 장기 평균이자율의 90%에 도달하는 데 있어 개방 후의 시기(1980년대 이후)에는 1개월이 걸리는데 1970년대에는 7개월이 걸렸고, 대만의 경우에도 동일한 상황에서 1970년대 10개월 걸리던 것이 개방 후에는 3개월로 단축되었다. 셋째, 이자율의 반응 속도로 볼 때, 아직까지도 이 지역에서 주도적인 영향을 미치는 것은 일본보다는 미국의 이자율이다. 넷째, 전반적으로 자본시장의 통합은 싱가포르, 홍콩, 대만의 경우가 크고 일본이 미국 시장에 대해 가장 통합도가 떨어지는 것으로 나타났다. 특히 대만이나 한국도 세계 시장과의 실질 이자율 연계가 이루어지고는 있으나 이들 나라는 자본거래규제가 경상거래규제보다 강하기 때문에 수출입가격의 과다 또는 과소 계상을 통하거나 무역 결제기간의 연장 또는 축소 등 자본규제를 회피하는 수단이 사용되는 경향이 있고 이러한 수단을 통하여 이자율 연계가 나타나는 것으로 추정되고 있다.

실제로 이들 등가의 관계를 이용하여 실증적으로 통합도를 측정하는 데는 여러 가지 어려움이 따른다. 첫째, 이론적 모델들이 기대값을 사용하는 데 반하여 실증분석은 歷史的 資料(historical data)를 사용한다. 둘째, 因果性(causality)에 대한 해석상의 문제이다. 두 나라 경제의 움직임이 같은 방향으로 움직일 때 서로 공통의 요인에 의하여 상호 영향을 주고 받기 때문에 인과성을 해석하기 어려운 경우가 많다. 셋째, 경제통합을 측정하는 데 있어서 모든 시장간의 관계를 고려하기 어렵다. 즉 한 시장(자금시장 또는 자본시장 등)의 분석에 따른 결론만으로 전체적인 통합도를 말하기 어려운 때도 있다.

자산 수익률 비교를 통하여 우리 나라 금융시장 통합도를 측정하려면 위에서 지적한 실증적인 문제점에 더하여 우리 나라에는 선물환시장이 제대로 발달되어있지 못하기 때문에 의미 있는 선도프리미엄 자료를 구할 수 없다는 기초적인 문제가 있다.⁽⁹⁾ 이와 같은 여러 가지 제약조건하에 우리 나라 금융시장의 통합도를 측정하려는 또 하나의 기본적인 시도로서 우리 나라를 포함한 미국, 일본, 캐나다와 유럽국가간의 장기 이자율 상관관계를 구

(9) 주지하다시피 우리나라의 선물환시장은 아직 그 규모가 작고 超短期物에 거래가 집중되어 있다.

해보았다.(10)

〈表 5〉는 우리 나라를 비롯한 7개국의 장기이자율간의 상관관계를 보여주고 있다.(11) 우리 나라 금리와 다른 나라 금리와의 상관관계는 0.594에서 0.796사이로 나타났다. 이에 비하여 선진국간의 장기 금리는 상관관계가 매우 높은 것으로 나타났다.(12) 실제로 독일과의 관계를 예외로 한다면 이들 국가간의 장기 금리 상관관계가 적어도 0.8 이상으로 나타남으로써 미국, 일본, 영국, 프랑스, 캐나다 간의 금융시장 통합도는 매우 높다고 해석할 수 있다. 독일의 경우 다소 상관관계가 떨어지는 것은 물가안정을 최우선 목표로 하고 있는 獨逸 聯邦銀行(Bundesbank)의 통화정책의 결과가 아닌가 싶다.

〈그림 3〉에서는 우리 나라와 세계 3대 금융시장인 영국, 미국, 일본의 장기금리 변화추이를 보여주고 있다. 우리 나라 금리가 다른 나라에 비하여 상대적으로 매우 높으며, 다른 나라들의 금리변동추이는 매우 유사함을 알 수 있다. 이러한 경향은 〈그림 4〉에서도 확인할 수 있는데, 특히 1990년대 들어서는 그 움직임이 비슷할 뿐 아니라 선진국간의 금리격차도 상당히 줄어든 것을 보여줌으로써 〈表 5〉의 결과를 확인시켜 주고 있다.

2.2.3. 資本移動의 量

일몰일가의 법칙에 의한 수익률의 차이를 측정하는 외에 자본이동의 양을 보는 것도 통

〈表 5〉 長期利率 相關關係

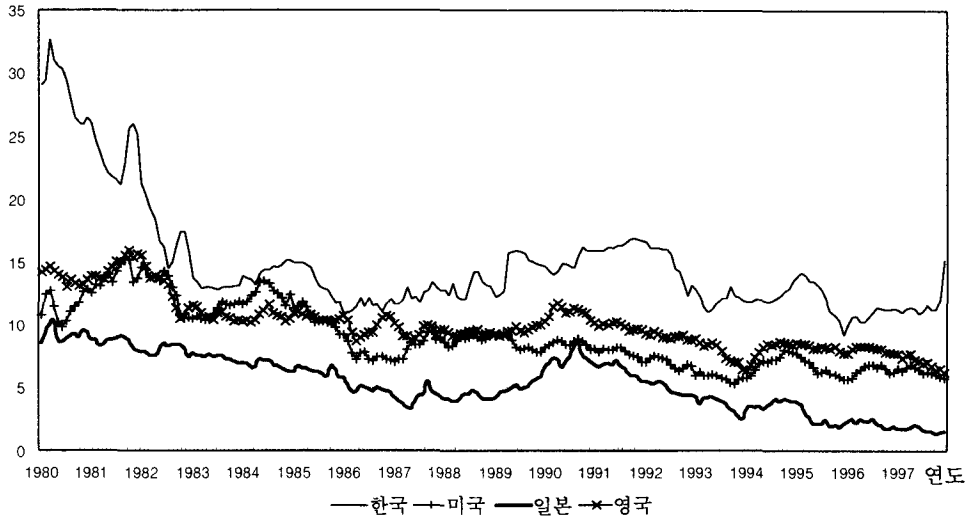
	한국	미국	일본	영국	프랑스	독일	캐나다
한국	1.000	0.594	0.731	0.796	0.624	0.695	0.618
미국		1.000	0.820	0.869	0.942	0.704	0.959
일본			1.000	0.895	0.883	0.851	0.872
영국				1.000	0.900	0.814	0.917
프랑스					1.000	0.778	0.955
독일						1.000	0.790
캐나다							1.000

(10) 앞의 Chinn and Dooley (1995), Phylaktis (1997)의 연구가 환태평양 국가들을 대상으로 하였기 때문에 여기서는 미국, 일본, 캐나다와 주요 유럽 국가들을 비교 대상으로 하였다.

(11) 최대한의 時系列 확보와 각국별로 共通的인 성격의 장기 이자율로서 10년만기 정부채 수익률을 위주로 한 IFS 자료를 사용하였다. 우리 나라의 경우는 5년 만기 國民住宅債券 1種의 수익률을 사용하였으며, 기간은 1980년부터 1997년까지 月末 基準 年率 資料를 사용하여 계산하였다.

(12) 短期 利率간의 상관관계도 똑같은 방법으로 구해봤는데, 장기 이자율에 비하여 상관관계가 높지 않은 것으로 나타났다. 이는 단기 이자율이 그 속성상 단기 금융시장에서의 자금 수급 상황에 따라 결정되고 자금 수급 상황은 지역적, 시간적으로 여러 가지 요인의 영향을 받기 때문에 어찌면 당연한 결과라고 볼 수도 있다.

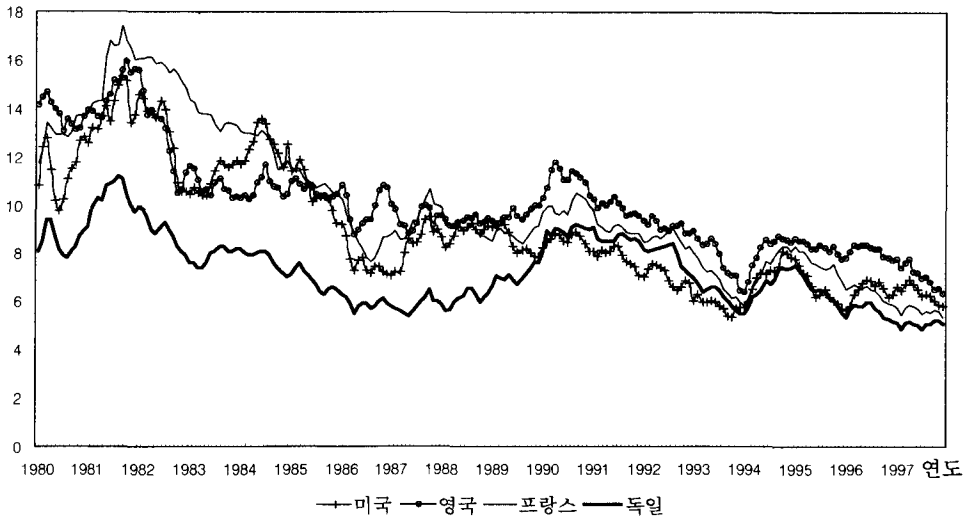
장기이자율(%)



資料: IMF, *International Financial Statistics*.

<그림 3> 主要國의 長期利子率 變化 推移(우리나라 包含)

장기이자율(%)



資料: IMF, *International Financial Statistics*.

<그림 4> 主要國의 長期利子率 變化 推移(유럽國家 中心)

〈表 6〉 海外 資金調達 規模

(단위: 백만 US\$)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997
OECD 회원국	553.5	728.0	867.1	1,175.1	1,390.1	1,546.4
비 OECD국가	33.7	66.8	80.5	91.2	130.3	189.3
국제개발기구	22.5	23.8	20.0	18.0	51.4	33.6
합 계	609.7	818.6	967.6	1,284.3	1,571.8	1,769.3

資料: OECD, *Financial Market Trends*, February 1998.

합도 측정의 기본적인 방법이 될 수 있다. 이 방법의 단점은 자본시장통합이 사전적인 개념인데 비하여, 자본이동의 양은 사후적인 측정치라는 점이다. 즉 자본이동이 하나도 없어도 완전한 자본시장의 통합과 양립할 수 있다. 왜냐 하면 나라간의 예상수익률이 계속 똑같고, 외부적인 충격요인이 없을 경우 자본이동이 없다고 해서 자본시장의 통합이 이루어지지 않은 것은 아니기 때문이다. 그러나 현실적으로는 예상수익률이 다르고 여러 가지 교란요인이 있기 때문에 통합정도가 큰 국가일수록 자본이동의 양이 많다고 볼 수 있다.

〈表 6〉은 해외 자금조달 규모를 보여주고 있는데, OECD 회원국의 경우 1992년부터 매년 32%, 19%, 36%, 18%, 11%의 증가를 보여, 1992년 대비 1997년의 증가율이 179%에 이르고 있다. 절대액을 기준으로 보면 OECD 회원국의 1997년 현재 조달액이 비회원국의 8배를 초과하고 있다. 그러나 증가율에 있어서는 비회원국의 증가율이 훨씬 커서 1992년 대비 1997년의 비회원국 자금조달 규모의 증가율이 462%에 달하고 있다. 이는 비회원국, 주로 개도국으로의 자금유입이 빠른 속도로 증가하고 있음을 보여준다.

〈表 7〉에서는 1970년대 후반 이후 개도국으로의 연평균 자본이동량을 보여주고 있다. 1977년부터 1982년까지의 기간동안 개도국으로의 연평균 자본이동량은 305억 달러를 기록하였다. 그러나 1983년부터 1989년까지의 기간 동안의 자본이동량은 오히려 줄어들었는데, 이는 1980년대초에 발생한 멕시코를 위시한 중남미 국가들의 부채위기 때문이다. 그 후 부채위기의 해소, 개도국 증시의 호황과 전반적인 개도국 경제의 빠른 성장에 힘입어 1990년대 들어서는 개도국으로의 자본이동이 급격하게 증가하였다. 1990년부터 1996년까지의 7년 동안의 기간에 개도국 전체로의 자본이동량은 연평균 1,507억 달러에 이르고 그 중에서 특히 아시아지역으로의 이동이 연평균 603억 달러로 약 40%를 차지하고 있다.

아시아 지역과 서반구에 있어서의 자본이동의 질적 차이는 그 구성의 차이에서 나타나

〈表 7〉 開途國으로의 年平均 資本移動

(단위: 10억 US\$)

	1977-1982	1983-1989	1990-1996
전체 개도국 ¹⁾	30.5	8.8	150.7
해외직접투자	11.2	13.3	59.2
포트폴리오	-10.5	6.5	58.6
기타 ²⁾	29.8	-11.0	32.9
아시아	15.8	16.7	60.3
해외직접투자	2.7	5.2	32.9
포트폴리오	0.6	1.4	13.4
기타 ²⁾	12.5	10.1	12.4
서반구	26.3	-16.6	44.4
해외직접투자	5.3	4.4	16.4
포트폴리오	1.6	-1.2	29.2
기타 ²⁾	19.4	-19.8	-1.2
기타 개도국 ¹⁾	-11.6	8.7	46.1
해외직접투자	3.2	3.7	9.8
포트폴리오	-12.7	6.3	16.0
기타 ²⁾	-2.1	-1.3	21.8

註: 1) 쿠웨이트나 사우디아라비아 같은 자본 수출국은 제외.

2) 은행대출 포함.

資料: IMF, *International Capital Markets*, 1997, p. 28.

는데, 아시아의 경우에는 전체 603억 달러 중에 직접투자액이 연평균 329억 달러로 약 55%를 차지하고, 포트폴리오 투자는 134억 달러로 22% 수준에 머물러 있는 데 반하여, 서반구의 경우에는 그 반대로 직접투자액이 연평균 164억 달러(37%), 포트폴리오 투자액이 연평균 292억 달러(66%)로 포트폴리오 투자액이 전체의 약 2/3를 차지하고 있다.

우리 나라로의 자본이동을 살펴보면 〈表 8〉과 같다. 우리 나라가 처음으로 주식시장을 개방한 1992년 첫 해에 약 27억 달러의 자본이 유입된 이래 자본유입액이 매년 증가하여 1996년에는 약 124억 달러에 이르렀으나, 작년의 IMF 사태를 맞이하여 약 88억 달러의 투자자금이 유출하여 1997년의 순유출액만 약 23억 달러에 달한다. 1998년 들어 5월까지의 주식투자자금이 유입액이 63억 달러, 유출액은 31억 달러를 기록하고 있는데, 환율안정과 구조조정이 이루어지기까지는 유입액의 증가가 둔화될 것으로 예상된다.

〈表 9〉는 1991년부터의 외국인 직접투자 현황을 보여주고 있다. 신규 및 증자 금액 기

〈表 8〉 우리 나라의 外國人 株式投資資金 純流入額

(단위: 백만 달러)

연 도	1992	1993	1994	1995	1996	1997
유 입 액	2,735	7,635	8,596	10,184	12,405	6,492
유 출 액	662	1,936	6,685	7,754	7,957	8,760
순 유 입	2,073	5,699	1,911	2,430	4,448	-2,269
누적잔액	2,073	7,772	9,683	12,113	16,561	14,293

資料: 금융감독원(1998), 재정경제원(1997).

〈表 9〉 外國人 直接投資 推移

(단위: 백만 US\$)

연도	투자허가 및 신고						감소		순투자*	
	신규		증자		합계		철수			
	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액	건수	금액
1991	286	854.6	223	541.4	509	1,396.0	64	102.5	445	1,293.5
1992	233	328.0	211	566.4	444	894.5	51	49.5	393	845.0
1993	273	485.9	185	558.3	458	1,044.3	54	101.7	404	942.6
1994	414	680.8	232	635.7	646	1,316.5	9	121.0	637	1,195.5
1995	556	1,022.0	316	919.5	872	1,941.4	12	15.1	860	1,926.3
1996	596	1,812.7	372	1,389.9	968	3,202.6	19	71.8	949	3,130.9
계	2,358	5,184.0	1,539	4,611.2	3,897	9,795.3	209	461.6	3,688	9,333.8

註: 순투자는 투자를 허가받아 투자실행이 가능한 금액임.

資料: 재정경제원 대외경제국(1997).

준으로 보아 1992년도에 전년도와 비교하여 감소하였다가 1993년부터 증가하기 시작하여 1995년과 1996년에는 각각 47%, 65%의 증가세를 보이고 있다. 순투자 금액을 보아도 역시 1992년도에 전년 대비 감소를 보이다가 1993년부터 증가하여 1995년에는 61%, 1996년에는 63%의 증가세를 보이고 있다. 〈表 7〉에서의 아시아지역 전체의 외국인 투자 현황과 비교하면 우리 나라에의 투자비중은 10%에도 못 미치는 수준이다.

이상에서 살펴본 몇 가지 척도는 나름대로의 장단점을 가지고 있어, 어느 방법이 가장 정확하게 자본시장의 통합도를 측정한다고 말하기는 곤란하며 자본시장 통합도는 이러한 척도들과 함께 제도적인 문제들을 고려하여 종합적으로 판단하는 것이 불가피하다 하겠다. 그럼에도 불구하고 몇 가지 척도를 이용하여 측정한 우리 나라의 자본시장 통합도는

OECD국가나 다른 아시아 국가에 비하여 높지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 IMF 사태가 발생하기 이전까지 우리 나라의 외환규제 및 자본규제 등 제도적인 측면을 고려하여 보아도 예측하기 어려운 바는 아니라고 하겠으나, 여러 가지 방법을 이용하여 실증적으로 이를 확인하는 데 의의가 있다고 하겠다.

3. 市場 開放과 當面 政策 課題

3.1. 우리 나라의 金融市場 開放 現況

우리나라의 시장개방은 1990년대 들어서 실질적으로 시작되었다고 하겠다. 1992년에 발표된 신경제 5개년 계획의 일환으로 1993년 6월 “金融部門 改革計劃”이 발표되었고, 동 계획중 자본시장 개방관련 사항은 보다 구체화하여 市場開放計劃(Blueprint)으로 발표되었다. 이어 1994년 12월에는 3단계 외환제도개혁 5개년 계획이 발표되었고 1995년 12월에는 그 해의 제1단계 자유화계획의 실행 결과에 기초하여 자유화를 더욱 앞당기는 외환제도개혁 수정방안을 발표하였다. 이러한 과정을 거쳐 우리 나라의 금융시장은 점진적으로 개방되어 왔으나, 그 속도는 상대적으로 완만하였다.⁽¹³⁾

이러한 완만한 개방의 기초가 IMF 사태를 맞이하게 되면서 전면적으로 바뀌었다. 당장 시급한 구조조정 비용을 마련하기 위하여 외국인의 투자가 절실하게 되었으며, 이를 위하여 1998년 5월에 외국인에 대한 주식투자한도가 전면 폐지되었다. 공기업에 대한 투자한도는 아직 남아 있으나 일반상장기업에 대하여는 1인당 투자한도도 전면 폐지함으로써 외국인에 의한 기업 인수·합병이 수월하게 되었다(<表 10> 참조).

채권시장은 국내의 금리차가 2% 이내로 축소되는 경우에 완전 개방한다는 계획하에 1994년 7월 중소기업 전환사채에 대한 외국인 투자를 허용하기 시작하여, 1995년 5월의 투신사 채권형 외수증권 발매를 통한 외국인 간접 투자의 허용, 1996년 10월의 채권형 Country Fund의 설립을 통한 간접투자의 허용, 1997년 6월에는 중소기업의 무보증 장기채에 대한 제한적 투자 허용 등 점진적인 개방 조치를 취하여 왔다.

그러나 IMF 사태를 맞아 1997년 12월에 만기 3년 이상 보증회사채 및 전환사채에 대한 외국인 투자를 종목당 30%, 개인당 10% 이내에서 허용하였으며, 대기업 무보증 회사채에 대한 외국인 투자도 종목당 30%, 개인당 10% 이내에서 허용하였다. 이어서 국공

(13) 우리 나라가 OECD에 가입한 1996년 기준으로 資本 및 經常貿易外 去來 自由化 規約 受諾 率이 OECD 평균은 89%인 데 비해, 폴란드는 65%, 우리 나라는 66%였다.

〈表 10〉 株式市場 開放 推移

(단위: %)

	1992.1	1994.12	1995.7	1996.4	1996.10	1997.5	1997.11	1997.12	1998.1	1998.5
전체투자한도										
일반상장법인	10	12	15	18	20	23	26	50	55	100
공공적 법인	8	8	10	12	15	18	21	25	25	30
1인당 한도										
일반상장법인	3	3	3	4	5	6	7	50	50	100
공공적 법인	1	1	1	1	1	1	1	1	1	3

資料: 재정경제부.

채, 금융채를 포함한 특수채, 단기채에 대한 외국인 투자를 발행 회사별로 30% 이내에서 허용하였으며, 기존의 개인당 투자한도는 폐지하였다. 그리고 1997년 12월 30일에 이르러서는 국공채, 특수채, 회사채, 단기채 등 모든 채권에 대한 외국인 투자한도를 폐지하여 국내채권시장을 완전 개방하게 되었다. 그 밖에도 1998년 5월에 CP, CD, RP, 표지어음 등을 포함하는 단기금융시장의 전면적인 개방이 이루어졌으며, 외국환관리법을 외국환거래법으로 개정하여 2단계에 걸쳐 2000년말까지 외환관련규제를 철폐하려는 계획이 진행 중에 있다.

외국인 직접 투자의 경우에는 국방 및 문화 사업, 국제협상이 진행중인 주요 업종(예: 통신, 해운 등) 등 극히 예외적인 경우를 제외하고는 모두 대외 개방을 하기로 되었으며, IMF와의 협의에 의해 외국인의 토지취득과 적대적 M&A의 전면적인 허용을 위한 입법이 추진 중이다. 외국인투자와 관련된 여타 법령상의 인·허가 처리 절차를 일괄 규정하여 대폭 간소화한 一括處理制, 외국인 투자에 대한 인·허가기준을 명확히 하고 인가 신청 후 일정 기간이 경과하면 자동으로 인·허가된 것으로 간주하는 自動承認制를 도입하고 있으며, 大韓貿易投資振興公社(KOTRA)를 투자유치 전담기구로 개편하여 외국인 투자 유치를 위한 노력을 경주하고 있다. 1998년 5월말 현재 총 1,148개 업종 가운데 제한업종은 31개(미개방 13개, 부분개방 18개)로 외국인 투자 자유화율이 98.9%에 이른다.

금융산업에 대한 개방도 거의 마지막 단계로 미루어 오던 은행 및 증권사의 현지법인 설립이 당초의 예정을 앞당겨 1998년 3월말부터 허용됨으로써 금융산업에 있어서의 자유화도 이미 대폭적으로 이루어졌다고 하겠다.

3.2. 金融市場 統合과 關聯된 政策課題

금융시장의 통합은 국가별로 독자적인 통화정책의 수행을 어렵게 만든다. 금리 및 환율

등의 정책 변수가 당국의 정책에 의해 자국 경제내에서 독자적으로 결정되는 것이 아니라 세계 시장의 영향을 그대로 받게 되기 때문이다. 특히 소규모 개방경제체제하에서는 이러한 영향이 더욱 커질 것이기 때문에 통화정책의 효과는 크게 감소할 것이다.⁽¹⁴⁾

3.2.1. 財政政策의 役割 增大

금융시장의 통합으로 통화정책의 효과가 감소함에 따라 財政政策이 갖는 영향력이 더욱 커지게 될 수밖에 없다. 전형적인 예로 들 수 있는 것이 유럽의 통화통합이다. 앞으로 유럽의 통화정책은 유럽중앙은행에 의하여 결정되기 때문에 개별 국가들이 경기대책을 비롯한 국내적인 경제문제를 해결하기 위하여 독자적으로 운용할 수 있는 것은 재정정책뿐이라고 할 수 있겠다.

그러나 재정정책이 정책수단으로서 그 유용성을 확보하기 위해서는 건전재정기조를 유지하는 것이 무엇보다도 중요하다고 할 수 있다. 금융정책과 재정정책을 비교하여 볼 때 재정정책은 집행되기까지 그 결정과정이 금융정책보다 길고, 그 운용이 상대적으로 경직적이라고 할 수 있다. 금융시장의 통합이 이루어지면 국가간 자본이동이 증가하게 되어 정부는 해외시장을 이용하여 과거 국내금융시장에서 자금을 조달할 때보다 용이하게 재정적자 재원을 조달할 수 있게 된다.⁽¹⁵⁾ 어느 나라 정부이든간에 정부가 재정을 방만하게 운용하여 금융시장에서의 부채를 계속 늘려간다면, 그 국가의 물가불안이라든지 지급불능에 대한 염려 등으로 인하여 國家프리미엄(country premium)이 높아지는 등 결국은 금융시장의 가격기능에 의하여 시장규율에 부딪치게 될 것이다. 즉 과도한 적자재정으로 인하여 재정정책을 정책수단으로 운용할 여지가 사라지게 된다.

건전재정기조의 유지는 정책 실행의 현실적인 측면에서 볼 때 재정정책이 경기를 미세하게 조정하기에는 한계가 있다는 점에서도 중요하다. 載量的 재정정책은 우선 정책 결정과정이 오래 걸리고, 또 그 정책 실행의 시기와 효과가 나타나는 시간간의 시차에서 오는 역효과와 재정지출 규모가 적정수준을 초과함으로써 인플레이션올만을 끌어올리게 되는 등의 부작용을 가져올 수 있다. 따라서 정부가 할 수 있는 최선책은 이른바 재정의 景氣自動安定化 기능이 작동되도록 하는 것이라 할 수 있다. 대규모의 정부부채가 누증되어 있으면 정부차입이 조금만 늘어나더라도 금리의 급상승을 초래하여 민간투자에 대한 구축

(14) 金永麟(1993)은 우리나라의 통화정책의 獨自性이 개방정책에 의해 어떻게 영향받았는가를 실증적으로 추정하여 보았는데, 결과는 市場 統合에 의해 통화정책의 효과가 감소하는 것으로 나타났다.

(15) 1974년 이전의 30년 동안 OECD 국가의 GDP대비 정부부채 純負債의 비율은 지속적으로 하락하였으나 그 후 20년간 동 비율은 1974년의 15%에서 1994년에는 40%까지 急騰하였다.

효과가 나타나고, 이러한 금리상승은 정부부채의 이자부담을 늘려 재정적자규모를 확대시키며 이는 다시 금리를 더 높게 상승시키는 악순환을 초래하게 된다. 1980년대에 많은 국가에서는 호경기때 늘어난 세수를 재정적자 축소에 사용하기보다는 재정지출 확대 또는 조세감면에 활용하였으며 그 결과 캐나다, 이탈리아 등 일부 국가는 1990년대초의 불황기에도 정부부채 증가에 대한 금융시장의 우려를 불식하기 위하여 재정긴축정책을 실시함으로써 자동안정화 효과를 상쇄할 수밖에 없었다. 이러한 예는 재정의 자동안정화장치가 제 기능을 발휘하기 위해서는 건전재정기조를 유지하는 것이 얼마나 중요한가를 보여준다고 하겠다.

IMF사태를 맞이하여 늘어나는 구조조정비용 및 실업대책 등에 필요한 재원으로서 적자재정의 편성이 불가피할 것으로 예상된다. 이것은 그나마 우리 나라가 지금까지 재정을 건전하게 유지하여 왔기 때문에 가능한 선택이라고 하겠다. 앞으로도 늘어날 사회간접자본 투자, 통일 대비 투자 등을 생각할 때 늘어나는 재정 수요를 건전재정기조의 유지라는 명제와 어떻게 조화시킬 것인가 하는 것이 재정정책에 있어서의 과제라고 하겠다.

3.2.2. 金融監督의 責任 所在와 國際的 協力

금융부문에 있어서의 규제완화의 움직임과 금융시장의 통합현상은 금융감독의 중요성을 부각시키고 있다. 금융시장의 규제완화가 시장 효율성의 증가에 기여하고 있으나, 금융시스템의 안정성과 예금자 및 투자자의 보호를 위한 금융감독은 필수적이다. 금융시장의 통합속도에 비하여 금융감독 측면에서의 국제적 협조관계는 아직 뒤떨어져 있다고 할 수 있다. 1980년대 이후 세계적으로 파생상품거래를 둘러싼 대형 금융사고들이 발생하였고, 1994년말 멕시코의 외환위기 등을 겪고 나서, IMF, BIS를 중심으로 한 국제기구 및 국제회의 등에서 금융감독의 국제적 협조에 대한 논의가 진지하게 계속되고 있다. 1992년부터 적용하기 시작한 BIS의 자기자본규제와 같은 것들은 금융기관의 안정성을 확보하기 위한 국제적 협조감독의 대표적인 예가 될 것이다. 國際證券監督者機構(IOSCO)는 증권분야에 있어서 국제적인 협조감독을 위해 노력하고 있다.

금융시장의 통합을 통하여 국경의 개념이 모호해짐으로써 부각되는 금융감독상의 문제는 국가간의 責任 所在에 관한 것이다. 금융시장의 통합이 진행됨에 따라 각국의 금융기관이 서로 다른 나라에서 지점이나 현지법인을 설립하여 영업을 하거나, 또는 越境(cross-border)거래를 하게 된다. 이 경우에 自國(home country)⁽¹⁶⁾과 駐在國(host country)간의 감독책임을 명확히 하는 것이 중요한 이슈로 부각되고 있다. 유럽의 경우에는 금융기관의

(16) 금융기관의 本店이 있는 나라.

설립인가는 자국의 감독기관이 맡고, 영업에 대한 감독은 주재국의 감독기관이 맡는 것이 일반적이다. 그러나 감독의 구체적인 내용으로 들어가면 지점의 자본금을 계상할 때, 본점의 자본금을 인정하여 줄 것인가 하는 기술적인 문제를 비롯하여, 나라마다 금융기관의 분류를 달리 하는 데서 올 수 있는 감독상의 공백, 예금 보험의 지급은 어느 나라 감독기관이 책임지게 되는가 등 해결해야 할 문제가 여러 가지이다. 또한 우리 나라의 감독기관이 대형 다국적 외국 금융기관을 충분히 감독할 만한 전문성을 확보하고 있는지도 자문해 보아야 할 것이다.

증권거래에 대해서도 기술 발전에 의해 전세계를 연결하는 24시간 거래, 장외거래 등이 활성화되어 감에 따라 시장의 물리적 장소라는 개념이 사라지고 감독의 책임문제가 모호해진다. 고도화된 전산거래 시스템의 도입은 기존의 거래소와 경쟁체제의 도입이라는 바람직한 측면이 있지만, 동시에 이 시스템 참여자들은 구체적인 규제를 받지 않는 위치에 놓이게 된다. 따라서 누가 이들을 규제할 것인가, 특히 월경 거래가 이루어질 경우 누가 규제할 것인가, 적절한 규제 방식은 무엇인가, 만일 거래소가 이들 시스템과 직접적인 경쟁관계에 있다면, 공정한 경쟁을 위하여 거래소의 규제를 경감시켜줄 것인가 하는 문제들은 조만간 해결되어야 할 과제들이다.

派生商品 분야도 이러한 의미에서 또 다른 중요한 부문이다. 1980년대 금융혁신의 산물로 등장한 파생금융상품은 레버리지 효과 및 헤지 기능 때문에 빠른 속도로 그 이용이 증가해 왔다. 파생상품은 이러한 기능 때문에 국제 금융시장의 통합을 촉진하는 역할을 하기도 하였다. 동시에 파생상품은 세계 여러 거래소에 상장되어 24시간 거래에 이용되고 있으며, 장외거래의 비중이 장내거래의 비중보다 크다. 따라서 증권거래의 경우와 마찬가지로 성격의 감독책임문제가 발생할 수 있다. 아울러 현물시장과 파생상품시장간의 연계와 감독의 최종책임문제 등도 함께 해결되어야 할 것이다. 뿐만 아니라 파생상품의 경우에는 레버리지 효과가 크기 때문에 일단 사고가 발생하면 대형사고로 나타나는 경향이 있고, 실제로 그러한 경우가 종종 발생하여 결제시스템의 위기로까지 발전한 경우도 있었다. 파생상품은 그 거래의 국제성과 규모 등으로 인하여 감독책임의 소재뿐 아니라 감독의 국제적 협력에서도 매우 중요한 분야이다.

감독의 책임 소재 문제는 補償의 문제와도 연결된다. 예금보험, 투자자의 보호는 금융시스템의 안정성을 위하여 필요한 조치이나, 지나친 보호는 금융시스템에 추가적인 비용 부담이 될 것이고, 결국은 납세자들의 부담으로 발전할 수 있다. 따라서 각국별로 예금보험의 커버리지 수준을 어떻게 통일시킬 것인가 하는 문제와 실제로 금융기관의 도산이

발생하였을 경우 자국과 주재국간에 이에 대한 책임 및 보험금 지불의 분담을 어떻게 할 것인가 하는 문제가 제기되고 있다.

끝으로 금융감독의 가장 중요한 목적이라고 할 수 있는 體系的 危險(systemic risk)의 방지를 위한 국제적 감독상의 협조는 더 이상 강조할 필요가 없을 것이다. 그 원인이 파생상품의 거래에 있든, 아니면 다른 금융거래에서 발생하였든지 간에 지급·결제에 있어 문제가 발생하여 한 금융기관이 파산하게 되면, 그 여파가 다른 금융기관으로 전파되어 전체 금융시스템의 마비를 가져오는 체계적 위험의 방지를 위하여 감독당국으로서는 해당 산업(은행, 증권, 보험 등)에서뿐 아니라 보다 넓은 범위의 금융산업에서 일어나고 있는 사태 발전에 대하여 항상 숙지하고 있을 필요가 있으며, 감독기관간의 情報共有가 매우 중요하다. 금융시장의 통합으로 인하여 국제적인 체계적 위험의 전파가 더욱 용이해진 만큼 각국별 감독기관의 정보교환과 협조감독은 요즈음 국제기구에서 논의되는 가장 중요한 과제라 하지 않을 수 없다.

감독기관간의 공조는 국제적인 금융그룹의 규모가 커짐에 따라 한 감독기관이 이들을 총체적으로 감독하기는 어렵다는 측면에서도 부각된다. 앞서도 언급한 바와 같이 기관투자자들의 자산규모가 커지고, 이들이 국제시장에서 동질적인 움직임을 보이고 있다. 따라서 이들의 움직임 하나하나에 따라 국내 금융시장이 과도한 영향을 받지 않게끔 국내 금융부문의 경쟁력을 강화하여야 할 것이며, 이를 위해서는 금융기관에게 불필요하게 과도한 부담을 주지 않으면서 감독기능을 제고할 수 있는 국제적인 채널을 구축하고 협력관계를 유지하는 방법을 찾아내야 할 것이다. 금융시장의 규제완화와 시장통합이 이루어진 상황에서는 이러한 국제적 협력관계를 통해서만 국제적 기관투자자의 과도한 영향력을 조절할 수 있을 것이다.

3.2.3. 國際的 整合性

국제적 정합성의 문제는 두 가지 측면에서 생각할 수 있다. 조세, 회계 및 감독 제도와 국가별 금융거래 관행 등에 있어서 정합성과 업무영역의 확대에 따른 업종간의 국제적 정합성의 문제이다.

먼저 조세제도의 정합성에 대해서 살펴보기로 하자. 앞서 우리는 금융시장의 통합이 진행됨에 따라 금융정책의 효과가 떨어지고 재정정책에의 의존도가 커짐을 살펴보았다. 동시에 재정수요가 늘어날 것이 예상됨에도 불구하고 건전재정기조의 유지가 효과적인 정책수행을 위하여 필요하다는 것도 살펴보았다. 따라서 세수 확보가 매우 중요한 과제라고 하지 않을 수 없다. 그러나 개방경제하에서의 세수 확보는 국제적인 정합성을 고려하지

않고는 불가능하다. 예를 들어 한 나라 정부가 법인세율을 인상하면 다국적기업은 생산기지를 세금이 싼 다른 나라로 이전한다든지 또는 移轉價格(transfer pricing)을 통하여 유효세율이 가장 낮은 국가로 이윤을 이동시켜 세부담을 최소화할 수 있다. 금융거래 및 금융소득에 대해서도 다른 나라보다 상대적으로 높은 세금이 부과된다면 거래 및 투자가 해외로 유출되어 세원의 감소와 금융산업의 해외이전에 따른 금융산업의 낙후라는 역효과를 가져올 수 있다. 따라서 범세계화와 함께 정부의 增稅 능력이 제한받게 됨을 알 수 있다. 요즘 새롭게 부각되는 인터넷을 이용한 전자금융거래가 이루어질 경우, 각 판매 단계에 걸쳐 어느 나라가 과세권을 가지는가에 대한 판단 여부에 따라 세수는 커다란 영향을 받게 될 것이다. 세율을 낮추더라도 국제자본과 세원을 자국에 유치함으로써 파생되는 고용증대에 따르는 세수 확보를 위하여 국가간의 조세경쟁이 이미 전개되고 있다. 조세권은 국가의 고유권한에 속하는 것이기 때문에 조세제도의 국제적 정합이 매우 느린 속도로 이루어지고 있기는 하나, 시장의 통합에 의해 자원이 자유롭게 이동하는 개방경제하에서 국제적인 규범과 동떨어진 독자적인 조세정책을 유지하기 힘들다는 점은 명백하다 하겠다.

회계제도의 경우, 國際會計基準委員會(IASC)가 國際證券監督者機構(IOSCO)의 지원을 받아 국제적으로 통용될 표준회계 원칙을 작성하였다. 이 원칙에 입각하여 국제회계기준은 일부 금융상품을 제외하고는 時價主義 회계를 채용할 가능성이 높으며 국제적으로 이미 부분적으로 시가주의 회계를 도입하여 사용하는 나라들도 많다. 따라서 국내 회계기준도 시가주의 회계로 이행을 준비해야 할 것이다. 이와 더불어 相計制度(netting scheme)의 정비도 반드시 이루어져야 할 것이다. 상계제도는 거래 참여자들이 상대방에 대한 지급의무를 해당 액수만큼 서로 상계하여 순액만을 지급하게 함으로써 결제제도의 안정성을 향상시킬 수 있는 제도이다. 그러나 이론적으로는 모두가 상계제도의 도입에 대하여 공감하고 있으면서 실질적으로 이 분야의 진전이 늦은 것은 상계에 따른 법률적인 정비가 많은 비용을 수반하는 작업이기 때문이다. 이러한 법률적인 정비는 결국 정책당국의 몫으로 보다 효율적이며 안정적인 금융시스템의 구축을 위해서도 서둘러야 할 작업이라고 하겠다. 공시제도도 다른 나라와 같은 수준으로 엄격하게 운영하여야 국제적인 신인을 잃지 않을 것이다. 엄격하게 규정되어 운영되는 공시제도는 금융기관들의 안정성을 노출시켜 시장규율이 적용되게 함으로써 예금보험과 같은 제도를 보완 내지는 대체하는 효과도 가지고 있다.

越境거래에 대한 청산과 결제가 원활히 이루어지도록 정합적인 시스템을 구축하는 것도 금융시장의 통합에 따라 준비해야 할 과제이다. 청산과 결제를 원활히 이룰 수 있는 시스

템을 갖추지 않는다면 거래비용의 증가로 인해 통합의 결과 얻을 수 있는 편익은 감소할 것이고, 경우에 따라서는 자본의 역전적 이동을 가져오는 등 상대적으로 정합적인 제도를 갖춘 국가들에 비하여 손해를 입게 될 것이다.

감독제도의 정합성에 대해서도 동일한 논의를 전개할 수 있을 것이다. EU의 예를 들자면 이들 국가는 은행업의 인가와 은행의 자기자본 건전성에 관한 규제 등 필수적인 규제 사항에 대하여 서로간에 공통적으로 적용되는 최저 기준을 설정하고 있다. 즉 국가간의 중복 감독을 피하기 위하여 상호 감독을 위임하는 상황에서 금융시스템의 안정을 보장하기 위한 최소한의 공통적인 감독제도를 구축하고자 서로 협조하는 것이다. 이러한 정합적인 제도의 구축은 다음과 같이 금융산업간에도 적용된다.

즉 업무영역의 확대가 이루어짐에 따라 지금까지 서로 분리되어 있던 산업간의 자본규제라든가, 감독 등에 있어서 정합성을 이루려는 노력이 요구된다. 예를 들어 증권분야에서는 日日精算이 이루어지고, 시장가격이 발행자의 신용위험과 시장위험을 반영하기 때문에 감독자들이 위험에 대하여 종합적인 방법으로 접근하는 데 비하여, 은행분야에서는 신용위험을 비롯하여 각각의 구체적인 위험에 초점을 맞춰 감독하고 있다. 그러나 금융시장의 통합이 兼業主義로의 움직임을 가져오게 됨에 따라 이러한 기준들의 수렴이 이루어져야 할 것이다. 전통적으로 은행의 대차대조표는 상대적으로 장기적, 비유동적 자산으로 구성되어 있기 때문에 은행감독에 있어서는 장기적인 자본이 충분한지 여부가 중요한 심사의 대상이다. 그러나 증권계에 있어서는 자산이 유동적이고 그 시장가격이 자주 변하기 때문에 감독의 초점이 유동적인 자산의 확보, 일일정산 등에 있다. BIS의 자기자본규제는 세계적으로 은행계에 공통적으로 적용되고, IOSCO의 규제논의는 세계적으로 증권계에 공통적으로 적용된다. 이 두 분야 사이의 장벽이 낮아짐에 따라 은행과 증권 분야에서의 감독방향이 상호 접근할 수 있는 실질적인 수단을 발굴하는 것이 중요하다. 예를 들자면 증권회사와 은행이 유사한 종류의 상품을 제공하고 영업의 범위가 수렴해 가는데도 불구하고 은행에만 엄격한 자기자본규제를 적용한다면 이것은 은행의 경쟁력을 손상시키는 결과밖에는 가져오지 못할 것이다.

3.2.4. 國際的 政策共助의 채널 確保

금융시장의 통합으로 인하여 한 국가의 단독적인 금융정책은 그 효과를 발휘하기 어렵다. 더욱이 경제규모가 작은 나라로서는 국제적인 정책변수의 결정에 주도적인 영향을 미치기 어려운 반면, 해외부문의 영향을 크게 받을 것이다. 우리 나라가 그동안 경제성장을 거쳐 규모면에서 상당한 발전을 이룩한 것은 사실이나, EMU의 실현과 함께 세계 경제는

미국, 일본, EU의 3대축에 의하여 주도적으로 이끌릴 것이다.⁽¹⁷⁾

그러나 국제적인 금융정책의 협조는 그 속성상 지속되기 어려운 측면이 있다. 그것은 미국, 일본, EU 등 경제 강국들은 자국(또는 그룹)의 경제정책이 국제적 목표에 종속되는 것을 꺼리기 때문이다. 선진경제를 유지하고 있는 국가들은 자유민주주의체제에 의존하고 있기 때문에, 각국의 정권은 선거에 의해 탄생하게 되고, 따라서 집권자를 비롯한 정치가들은 자국의 이익을 국제적인 이익보다 먼저 생각하지 않을 수 없게 된다. 실물경제의 차이에서 오는 국가간의 서로 다른 경제상황을 무시하고 주요국간의 환율 및 금리 정책 변경에 대한 합의를 얻기 어려운 경우가 종종 발생할 것이며 재정정책에 대한 합의 도출은 더욱 어려운 형편이다. 즉 국내적인 정책목표와 국제적인 공동의 정책목표간에 상충이 있을 경우, 국제적 정책공조의 필요성을 절감하면서도 정치적, 사회적인 이유로 인하여 과연 정책공조가 제대로 이루어질 수 있을 지는 확신할 수 없다고 하겠다. 따라서 이를 뛰어넘는 국가간의 정책 협조는 앞으로 계속 풀어가야 할 숙제이며, 타협을 통하여 이를 해결할 수 밖에 없을 것이다.

북미의 NAFTA, EMU와 같은 지역적인 경제 통합이 일어나고 있는 가운데, 우리나라가 어떤 지역적인 통합을 통하여 규모를 키우지 못하는 것은 세계적인 경쟁관계에서 불리한 요소라고 하겠다. 우리 나라와 같은 소규모 개방경제의 입장에서는 국제적인 정보 수집과 정책공조의 채널을 확보함으로써 세계 경제정책 수립의 조류를 타는 것이 매우 중요하다. 따라서 OECD, IMF, World Bank, BIS, APEC, ASEM과 같은 국제기구 및 회의체를 적극 활용하고 경제외교를 강화하는 방향으로 나아가야 할 것이다. 이를 위해서는 정부 공무원의 수를 늘리지 않고서도 경제부처의 외부 파견 공무원들을 적극 활용함으로써 날로 그 중요성을 더해가고 있는 국제분야에서의 업무를 강화할 수 있을 것이다. 규제 완화와 금융시장의 통합을 통한 경제적 편익을 얻기 위하여 민간기업과 금융기관들이 스스로 기회를 찾아 투자에 나설 것이며, 그들 나름대로 정보 수집에 심혈을 기울일 것이다. 정책당국으로서 국가간의 정책수립과 정책공조가 지금까지의 국내정책의 영향만큼 중요한 의미를 갖게 될 것이므로, 수립 단계에서부터 적극적으로 참여하고 홍보함으로써 우리 시장의 참여자들이 불리한 조건하에 시장에 참여하는 일이 없도록 도와주어야 할 것이다.

(17) 물론 중국, 러시아 등의 大國들도 영향을 미치겠지만, 이들은 社會主義體制로부터 전환하는 국가들이기 때문에 가까운 미래에 있어 世界 經濟의 주도권은 역시 미국, 일본, EU의 3대 경제권에 있다고 하겠다.

3.2.5. 域外金融市場의 育成

금융시장이 통합됨에 따라 자금 조달 및 운용에 있어서 월경거래가 활발히 일어날 것이다. 따라서 금융시장의 하부 구조가 잘 갖추어진 시장이 효율적으로 운영될 것이며, 이러한 시장으로 거래가 집중될 것이다. 우리 나라도 이러한 기회를 적극적으로 이용하여 역외시장 육성에 대하여 검토해 볼 필요가 있겠다.

역외금융시장을 개설하면 고용이 증가하고, 외국의 자본 및 선진금융기법의 도입을 통하여 금융시장 발전에 도움이 되며, 이용자 입장에서는 이자 소득세 등 각종 세금이 감면되고 지급준비금 보유 의무를 비롯한 각종 규제를 받지 않는 잇점이 있다. 그러나 최근 들어 세계적인 금융규제의 완화, 세율의 인하, 파생상품시장거래의 규모 증가 등 금융시장의 國際的 統合 현상이 일어나면서 금융활동의 주요 선진금융센터 집중 심화 등으로 국내 금융시장과 역외금융시장간의 차이가 줄어들었고, 그 결과 국제금융기관의 역외금융시장 참여가 많이 줄어들었다.

우리 나라의 경우에는 1987년에 역외금융에 관한 지침이 제정되어, 1988년부터 역외금융거래가 시행되었으나 역외거래가 '外-外' 거래⁽¹⁸⁾로 제한되어 있고 여러 가지 시장 육성 조건이 구비되어 있지 못하기 때문에 그 이용이 활발하지 못한 편이다. 역외시장이 발전하기 위해서는 기본적으로 안정적인 자금을 낮은 비용으로 조달할 수 있는 금융환경이 조성되어야 하고, 참여기관들은 자금 운용의 측면에서도 철저한 신용분석을 통하여 이를 관리할 수 있는 노하우를 갖고 있어야 한다. 또한 역외금융시장에 많은 금융기관들이 참여하여 거래량이 어느 정도 수준 이상으로 이루어져야만 하는데 이를 위해서는 국내 외환시장이 잘 발달되어야 한다. 그 밖에도 국제통신시설을 잘 갖추어야 하고, 국제금융인력 등의 하부구조도 갖추어야 할 것이다.

우리 나라에서 런던이나 홍콩과 같은 자연 발생적인 역외금융시장의 태동을 기대하기는 어렵다. 따라서 위에서 언급한 역외금융시장의 편익을 누리기 위해서는 뉴욕, 동경, 싱가포르와 같이 정부의 정책에 의하여 인위적으로 역외금융시장을 육성하는 방법에 의존할 수밖에 없을 것이다. 그러나 런던, 뉴욕과 같은 대규모 역외금융시장이 이미 존재하고 있고, 특히 지역적으로 가까운 동경, 홍콩, 싱가포르의 역외금융시장이 활성화되어 있는 현 상황에서 위에서 언급한 바와 같은 역외시장 발전의 필수조건들마저 제대로 갖춰져 있다고 보기 어려운 것이 우리의 실정이다.

(18) '外-外' 去來는 비거주자나 다른 域外金融計定으로부터 조달한 자금을 다른 비거주자나 역외 금융계정에만 운용할 수 있는 거래를 말한다.

앞으로 역외시장을 육성하기로 한다면 조세감면과 같은 제도적 유인, 거래 상대방에 대한 제한 완화, 국제금융인력 및 통신시설 등의 하부구조 구축 등 많은 시간과 노력이 필요할 것으로 예상된다. 금융시장 통합 추세 속에 우리 나라 역외금융시장이 앞으로 충분한 경쟁력을 가질 수 있을지를 장기적인 관점에서 검토하여야 할 것이다.

4. 結 論

금융시장의 통합은 우리에게 갑작스럽게 다가왔다. 1980년대 후반부터 서서히 시작된 금융자유화와 시장개방의 움직임은 1990년대 들어 WTO의 GATS 협상, OECD 가입, MAI 협상 등 외부적인 요인에 의해 가속화되긴 하였으나, 전반적으로 점진적인 개방을 추구하여 왔다. 그러나 뜻하지 않게 찾아온 IMF 사태로 인하여 금융시장 통합의 전제조건이라고 할 수 있는 시장의 개방이 전격적으로 이루어졌다. 외자유치를 위하여 제도적인 개방이 이루어졌으나, 신용경색, 환율불안 등으로 인한 국내금융시장의 불안정성 때문에 원활한 자본이동이라든가 금리의 수렴 등 금융시장 통합의 전형적인 현상은 나타나지 않고 있다.

금융시장의 국제적 통합은 간단히 말해서 경쟁을 통한 효율성의 제고이다. 기술의 발달과 인위적인 규제의 철폐를 통하여 전세계가 국경을 불문하는 하나의 시장이 되는 것이다. 이렇게 생성된 시장의 질서는 바로 경쟁 원리에 의하여 결정된다. 따라서 국내외를 가리지 않고 강한 경쟁력을 갖춘 경제주체들만이 살아남을 수 있을 것이며, 이것이 궁극적으로 국가 경쟁력을 좌우하게 될 것이다. EMU와 같은 지역적인 경제통합의 움직임은 역내국간의 통합에 따른 편익을 극대화하여 EU 회원국들의 집단적인 경쟁력을 향상시키는 데 그 목적이 있다고 하겠다.

主權(sovcreignty)을 가진 국가라는 사회단위가 존재하는 한 정치적·사회적 요인을 무시할 수 없으며, 이로 인하여 시장의 통합이 주는 이론적인 편익이 반드시 실현된다고 볼 수 없는 경우가 발생할 것이다. 따라서 현실적으로 가까운 장래에 완벽한 금융시장의 통합이 실현되지는 않을 것이다. 정치적, 사회적인 고려에 의한 각국의 보호주의적인 성향이 단기간 내에 완전히 제거되기는 어렵다면 국제시장에서의 거래비용이 국내시장에서의 거래비용보다 높게 남아 있을 수도 있기 때문이다. 그러나 전반적인 금융시장의 국제적 통합도가 가속적으로 커질 것임은 분명하다.

IMF 사태를 맞아 자의든 타의든 이미 구조조정에 착수하고 있는 민간 경제주체들은 시

장원리를 좇아 구조조정을 제대로 마무리지어 경쟁력을 강화하는 것만이 금융시장의 통합에 대비하는 길이 될 것이며, 정책당국의 입장에서는 시장 경쟁이 효율적이고 공정하게 이루어질 수 있도록 하부구조를 구축해 주고, 국제관계에 있어서 경제외적인 요인에 의해 우리 나라의 금융산업이 불이익을 당하는 일이 없도록 지금까지보다는 국제관계업무를 훨씬 강화해야 할 것이다. 정책당국의 입장에서는 이와 동시에 현재의 경제 상황으로 인하여 두드러지게 나타나고 있지는 않으나, 향후 경제상황의 호전에 따라 발생할 수 있는 급격한 자본유출입의 부정적 영향에 대한 제도적인 대비책도 미리 마련해 두어야 할 것이다.

韓國租稅研究院 研究委員

137-130 서울특별시 서초구 양재동 60

전화: (02)3460-2226

팩시: (02)574-9183

參 考 文 獻

- 權才重(1995): 『國際金融市場의 統合과 資本費用』, 政策研究 95-02, 對外經濟政策研究院.
- 금융감독원(1998): 『98. 5월 중 외국인 월간투자동향』, 1998. 6. 9.
- 金永麟(1993): “資本自由化下에서의 巨視經濟政策 運用,” 『調査統計月報』, 韓國銀行.
- 재정경제원(1997): 『외국인 주식투자한도 확대』, 1997. 3. 31.
- 재정경제원 대외경제국(1997): 『외국인투자 및 기술도입 현황』, 1997. 7.
- Allitt, C., and I. Moosa(1996): “Consumption Patterns as a Measure of Capital Mobility: Evidence for Some APEC Countries,” paper presented to the University of Melbourne Macroeconomics Workshop, April.
- Bayoumi, T., and R. MacDonald(1995): “Consumption, Income and International Capital Market Integration,” *IMF Staff Papers*, 42, 552-576.
- Bodman, P.(1994): “National Savings and Domestic Investment in the Long-Term: Some Time Series Evidence for OECD Countries,” Discussion Paper, 140, University of Queensland, Department of Economics, January.
- Chinn, M., and M. Dooley(1995): “Asia-Pacific Capital Markets: Integration and Implications

- for Economic Activity,” NBER Working Paper, **5280**, September.
- Cumby, R., and M. Obstfeld(1981): “Capital Mobility and the Scope for Sterilization: Mexico in the 1970s,” *International Finance Discussion Papers*.
- Dooley, M., J. Frankel, and D. Mathieson(1987): “International Capital Mobility: What Do Saving-Investment Correlations Tell Us?” *IMF Staff Papers*, **34**, 503-530.
- Feldstein, M., and P. Bacchetta(1991): “National Saving and International Investment,” in B. Bernheim and J. Shoven (eds.), *National Saving and Economic Performance*, Chicago, University of Chicago Press.
- Feldstein, M., and C. Horioka(1980): “Domestic Saving and International Capital Flows,” *Economic Journal*, 314-329.
- Frankel, J.(1985): “International Capital Mobility and Crowding Out in the U.S. Economy: Imperfect Integration of Financial Markets or of Goods Markets?” NBER Working Paper, **1773**, December.
- IMF, *International Financial Statistics*, each year.
- _____, *International Capital Markets*.
- Kearney, C.(1996): “International Financial Integration: Measurement and Policy Implications,” *Journal of the Asia Pacific Economy*, 347-364.
- Murphy, R.(1984): “Capital Mobility and the Relationship between Saving and Investment in OECD Countries,” *Journal of International Money and Finance*, 327-342.
- Obstfeld, M.(1986): “Capital Mobility in the World Economy: Theory and Measurement,” *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, **24**, 55-104.
- _____(1989): “How Integrated Are World Capital Markets? Some New Tests,” in G. Calvo, R. Findlay and J. de Macedo (eds.), *Debt, Stabilization and Development: Essays in Memory of Carlos Diaz-Alejandro*, Oxford, Blackwell.
- _____(1994): “Are Industrial Country Consumption Risks Globally Diversified?” in L. Leiderman and A. Razin (eds.), *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment and Growth*, Cambridge, Cambridge University Press.
- OECD, *Financial Market Trends*.
- Penati, A., and M. Dooley(1984): “Current Account Imbalances and Capital Formation in Industrial Countries, 1949-81,” *IMF Staff Papers*, **31**, 1-24.

Phylaktis, K.(1997): "Capital Market Integration in the Pacific-Basin Region: An Analysis of Real Interest Rate Linkages," *Pacific-Basin Finance Journal*, 195-213.

Schmidt-Hebbel, K., L. Serven, and A. Solimano(1996): "Savings and Investment: Paradigms, Puzzles, Policies," *The World Bank Research Observer*, **11. 1**, 87-117.

Tesar, L.(1991): "Savings, Investment and International Capital Flows," *Journal of International Economics*. 55-78.