

초국적 자본통제에 관한 논의들

2010.2.26 | 박형준_새사연 연구원 | hjpark@saesayon.org

목 차

1. 들어가며
2. 상식이 되어버린 외국인의 취약피락
3. 상이한 패러다임과 해결책
4. 자본통제의 종류
5. 우리의 선택은?

요약

이 글은 지난 1월 14일 새사연 사이트에 게재되었던 “자본시장 자유화와 국민경제 파탄: 자본시장 자유화 논거의 허구성”에 이어지는 연재물이다. 이글에서는 현재 우리나라에 들어와 있는 외국자본의 현황 몇 가지를 살펴보고, 지금까지 나온 여러 가지 자본통제 방안들은 어떤 것들이 있는지, 우리나라의 정부 관료들과 주류 경제계는 자본이동에 대한 규제를 어떻게 생각하고 있는지, 우리나라에 가장 적합한 규제책은 어떤 것인지 알아보겠다.

우리나라뿐만 아니라 전 세계적으로 주류 경제학자들과 관료들은 자본시장 자유화가 야기한 문제들에 대해 시스템의 부분적인 기능 오류라고 생각한다. 따라서 부족한 기능을 보완해 주면 문제가 해결된다는 태도를 취한다. 이런 생각을 바탕으로 외환보유고, 외환시장, 그리고 파생상품시장의 확대를 해결책으로 내놓는다. 이러한 방법은 평상시에는 매매의 균형을 유지하는 데 도움이 될 수도 있겠지만, 정작 위기가 발생하면 한쪽 방향으로 매매가 쏠려 더 큰 규모의 파괴적 효과가 나타날 가능성이 크다.

반면 진보진영의 경제학자들은 자본의 국제적 흐름에 대한 규제를 확립하여, 글로벌 경제체제의 안정성을 강화하고, 지속가능한 성장을 이루어내야 한다고 주장한다. 그 중 가장 저명한 인물 중 하나인 스티글리츠는 자본규제의 긍정적 효과를 다음과 같이 주장한다(Stiglitz 외 다수, *Stability with Growth*, 2006).

첫째, 단기 변동성 흐름을 안정시킬 수 있다.

둘째, 자본시장 자유화에 의해 무력화된 통화정책 등 거시경제 정책의 효과를 되살릴 수 있다.

셋째, 장기적인 자본의 유출을 억제하여 실물경제의 성장을 촉진할 수 있다.

넷째, 자본유출이 억제되면, 자본에 대해 재분배 효과가 있는 조세부과가 가능하다.

지금 우리가 도입해야 하는 국제자본에 대한 규제책은 위기 시에 도입되는 일시적이며 개별적인 조치들이 아니다. 세계적인 차원에서 경제의 안정성을 높이고 지속가능한 성장에 도움이 되는 상시적인 제도적 장치를 도입해야 한다. 이는 일국적

차원에서 개별적으로 도입함으로써 해결될 문제도 아니다. G20을 넘어 UN차원에서 논의되고 도입되어야 한다. 신자유주의가 일국적 차원에서 시행된 몇몇 규제완화 정책들이 아니었고 세계적인 차원의 정치경제적 질서였듯이, 우리가 추구해야 할 정책적 지향은 체제 전체를 대체하는 것이다. 세계대전 이후 브레튼 우즈 체제가 국가 간 협의에 의해 만들어졌듯이 (미국이 주도했지만), 그와 맞먹는 수준의 세계경제질서를 만들어 내야한다.

이러한 총체적인 변화 속에서 다음과 같은 자본규제 장치들이 체계적으로 설계되는 것이 바람직할 것이다.

- 첫째, 금융기관의 자본안정성 지표와는 별도로 외국자본이 국내에서 차지하는 비율을 기준으로 위험도를 여러 단계로 나타내 주는 지표를 개발한다.
- 둘째, 일상적 시기에는 무보상 지급준비율(URR) 제도와 토빈세를 부과하여 단기 자본의 유출입에 가격기반 규제를 적용한다.
- 셋째, 외국자본의 비율이 높아져 위험도의 단계가 상승하면 자동적으로 URR의 요구 비율을 높이고 토빈세의 비율도 높인다.
- 넷째, 외국자본의 비율이 계속 높아져 어느 수준 이상이 되면 자동적으로 수량 규제 장치가 작동하여 대출 만기의 최소 기간이 설정되고 정도에 따라 길어지며, 금융·자산 시장에서 특정 분야에 대해 외국인의 거래를 금지시킨다.

본문

1. 들어가며

이 글은 지난 1월 14일 새사연 사이트에 게재되었던 “자본시장 자유화와 국민경제 파탄: 자본시장 자유화 논거의 허구성”에 이어지는 연재물이다.

지난 글에서는 자본시장 자유화가 신자유주의자들의 주장과는 달리 세계적 차원에서 우리의 삶을 한층 더 불안정하게 만들었다는 사실을 살펴보았다. 전편의 핵심 내용을 간단히 정리해 보면, 신자유주의자들은 자본시장 자유화가 (1) 자본의 경기역행적 흐름 덕택으로 각국의 경제를 보다 더 안정화시키고, (2) 국내 자본의 위험을 분산시킬 수 있으며, (3) 자본의 혼욕적 작용으로 건전한 국가운영sound governance을 유도할 수 있다고 주장했다. 하지만 지난 30년 동안의 신자유주의 역사는 정반대의 결과를 낳았다.

첫째, 초국적 자본이동은 생산적인 투자와는 거리가 멀고 자산·금융시장에서의 차익거래에 집중되어 있다.

둘째, 초국적 자본은 경기순응적 흐름을 보이면서 한꺼번에 몰려다녔고, 그로 인해 많은 나라가 경제위기에 빠졌다.

셋째, 국내 자본의 자유로운 해외투자가 허용되면서 극히 소수는 위험을 분산시킬 수 있었지만, 대다수 국민들은 더 가중된 사회경제적 위험을 떠안게 되었다.

넷째, 자본시장 개방은 국민경제 차원의 조절 기제를 파괴하고, 민주주의와 주권을 위협하였다.

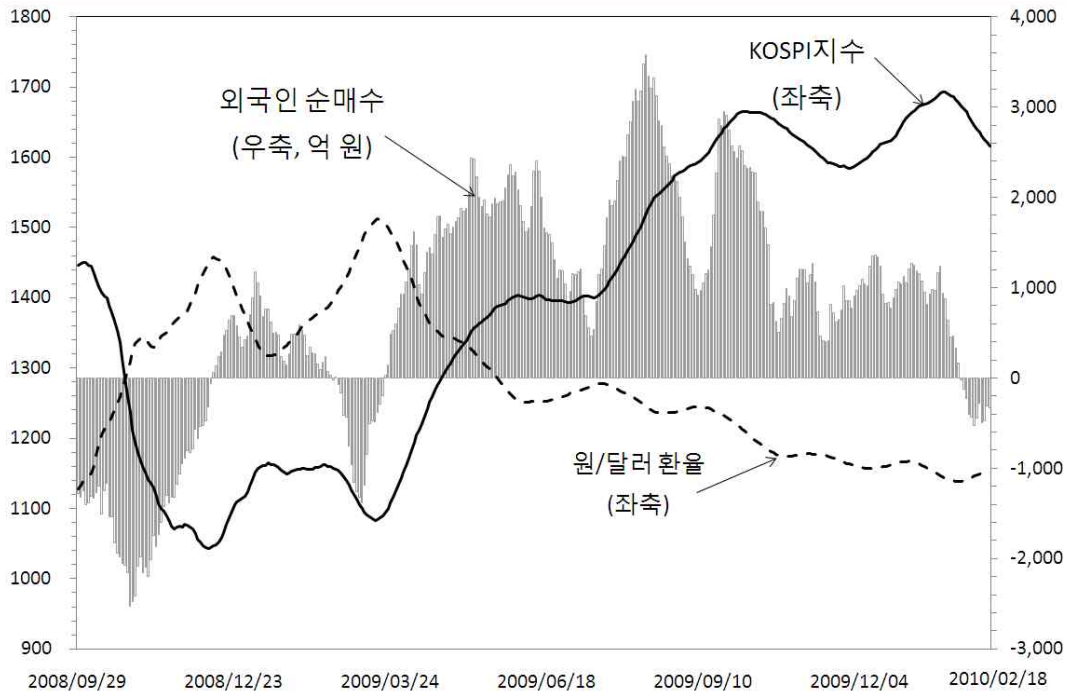
미국의 서브 프라임 사태가 발단이 되어 터져버린 금번 세계적 경제위기로 인해 더 이상 자본시장 자유화에 관한 장밋빛 전망이 선전되진 않는다. EU 국가들뿐만 아니라 신자유주의를 이끌었던 미국과 영국의 위정자들까지도 금융에 대한 일정한 수준의 규제와 자본통제의 필요성을 역설하고 있는 실정이다. 사실 자본의 국제적 흐름에 대한 통제가 필요하다는 주장은 오래 전부터 제기되어 왔다. 다만 세계 정치 경제를 주도하는 국가들의 관료들과 자본가들이 이러한 목소리에 귀를 기울이지 않았을 뿐이다.

먼저, 우리나라에 들어와 있는 외국자본의 현황 몇 가지를 살펴보면, 그들의 영향력이 어느 정도인지 가늠해 보겠다. 그리고 지금까지 나온 여러 가지 방안들은 어떤 것들이 있는지, 우리나라의 정부 관료들과 주류 경제계는 자본이동에 대한 규제를 어떻게 생각하고 있는지 알아보겠다. 이를 통해 우리나라에 가장 적합한 규제책은 어떤 것인지 찾아보도록 하자.

2. 상식이 되어버린 외국인의 쥐락펴락

[그림1] 외국인 순매수와 증권·외환 시장의 변동(20일 이동평균)

출처: 한국은행 경제통계시스템

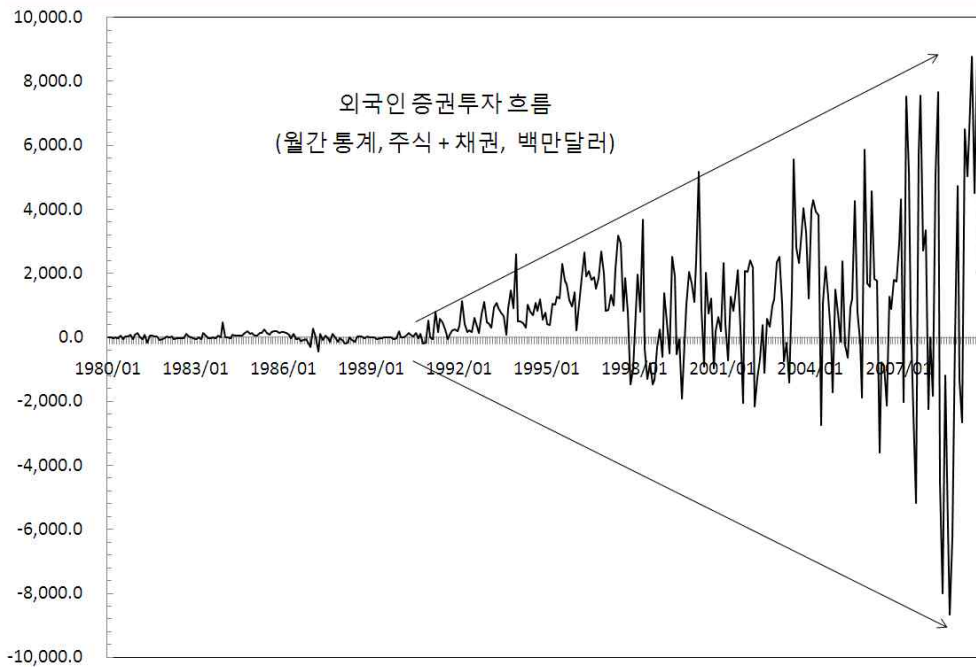


외국인들의 자본투자가 금융·자산시장에서의 차익거래에 집중되어 있을 뿐만 아니라 그들의 움직임이 시장을 규정하고 있다. 외국인들의 순매수 양에 따라서 우리나라 주식시장과 외환시장이 요동친다는 사실은 더 이상 새삼스럽지 않다. 특히 전세계적으로 시장의 변동성이 커진 2008년 하반기부터 이 현상은 두드러졌다. 그해 9월 리먼 브라더스의 파산선언에 이어 AIG에 대한 구제금융이 발표되자, 외국인들의 순매도는 급격히 늘어났고, 주식시장은 폭락했다. 하루에 6천억 원 이상을 순매도하기도 했으며, 이에 따라 코스피 지수가 945까지 떨어지고, 원/달러 환율이

1500을 돌파하기도 했다. 2009년 3월말부터 시작된 주가의 급격한 회복국면 역시 외국인들이 주도했다. 외국인들이 다시 한국의 증시로 돌아오면서, 코스피 지수가 1700을 돌파하기도 했고, 최근 원/달러 환율은 1100원 대에서 유지되고 있다. 하지만 외국인 투자의 불안정한 성격은 현재도 지속되고 있다. 최근에도 그리스의 재정문제가 불거지자 하루에 5천억 원 가까이 순매도 하면서 증시의 변동 폭을 키웠다.

[그림2] 외국인 투자변동성의 지속적 확대(단위: 백만 달러)

출처: 한국은행 경제통계시스템



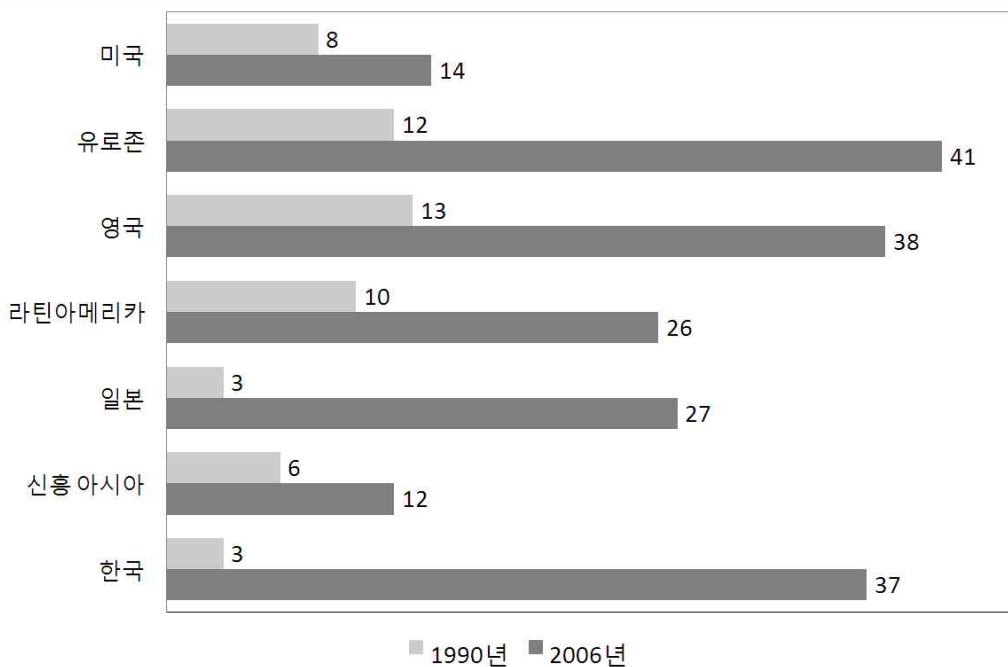
외국인들이 한국의 자산시장을 취락퍼락하는 현상이 더 이상 새삼스럽진 않지만, 그렇다고 당연시할 순 없다. 주식시장의 변화가 단순히 주식에 투자하고 있는 사람들에게만 영향을 미치는 것이 아니기 때문이다. 외국인들의 주식거래는 곧바로 외환시장의 변동과 연동된다. 물론 그 반대도 마찬가지이다. 환율변화에 따라 증권시장에서 얻은 이익이 모두 날아가 버릴 수도 있기 때문에 외국인 투자자들은 외환시장의 움직임에 따라 매매 방향을 결정하는 경향을 보인다.

환율의 변화는 수출에 직접적 영향을 미친다. 우리나라는 2008년 기준으로 GDP 대비 수출이 53퍼센트에 이를 정도로 수출산업 비중이 전 세계에서 가장 높은 경제 중 하나이다(World Bank). 또한 경제의 핵심을 차지하고 있는 대기업들이 수출산

업의 대부분을 구성하고 있다. 따라서 환율의 급격한 변화는 경제 전체의 엄청난 영향을 준다. 환율 변화는 한편으로 수출입 물가의 변화로 이어져 기업의 영업에 영향을 미치고, 다른 한편으로는 환손실/이익이 발생하면서 경영 상황에 직결된다 (이와 관련해서 “한국 경제의 큰 구멍, 외환시장” 새사연2009/04/16 참조). 수출기업들이 대부분 결제 대금과 관련해 외환선물을 매매하기 때문이다. 결국 자본시장의 자유화는 통화와 금리정책 등 국가의 조절 기제를 무력화시키는 것으로 귀결된다. 그림2는 1990년대 이후 외국인 투자의 변동성이 지속적으로 확대되어 왔다는 사실을 보여주고 있다. 이들의 대량 매도/매수는 주가-환율에 큰 폭의 변동을 일으키며 경제 전체에 엄청난 영향을 미쳤다.

[그림3] 주요 지역, 국가의 외국인 투자자 비율(단위: 퍼센트)

출처: McKinsey Global Institute, 금융감독원



외국인 투자자들의 이러한 힘은 (당연하겠지만) 그들의 투자가 차지하는 비중이 상당히 높기 때문이다. 그림 3은 주요 국가/지역별로 주식시장 전체 시가총액에서 외국인 소유 주식의 시가총액이 차지하는 비중을 나타낸 것이다. 맥킨지 글로벌 인스티튜트의 추정에 따르면 1990년과 2006년 사이에 엄청난 도약이 있었음을 알 수 있다. 특히 일본과 한국에서의 변화가 두드러지는데, 일본의 경우 그 비중이 9 배, 한국의 경우에는 12배가량이나 커졌다. 한국의 경우 외국인 비중이 2004년에는 40 퍼센트까지 올라간 적이 있고, 그 후 외국인들이 차익실현과 함께 글로벌 경제

위기가 심화되자 투자자금을 회수해 28 퍼센트 수준까지 내려갔었다. 현재는 32퍼센트 정도이다.

여기에 몇 가지 더 고려할 사항이 있다. 첫째, 주식시장 전체 시가총액에서 차지하는 비중은 32퍼센트지만, 주요 기업들만 따질 경우 그 수치는 더 올라간다. 시가총액 상위 25개 기업의 시가총액 합은 현재 467조 원으로, 전체의 50퍼센트를 차지한다. 이 기업들의 경우 외국인 보유 비중이 약 41퍼센트이다. 주식시장의 흐름은 삼성전자 등 몇 개의 주요 기업의 움직임이 좌지우지하기 때문에 이들 주요 기업에 대한 영향력이 전체 시장을 규정한다.

[표1] 시가총액 10대 기업의 외국인 비중(단위: 퍼센트)

	유통주(A)	외국인 비중(B)	외국인/유통주(B/A)
삼성전자	70	48	68.6
Posco	79.8	49.4	61.9
현대차	69	37	53.6
한국전력	41	22.4	54.6
신한지주	88.8	58.4	65.8
KB금융	87.3	57.5	65.9
현대중공업	50	19.3	38.6
LG전자	64.7	30.7	47.4
현대모비스	67.8	37.2	54.9
SK텔레콤	65.8	47.7	72.5

출처: 한국증권선물거래소(2010년 2월22일 현황)

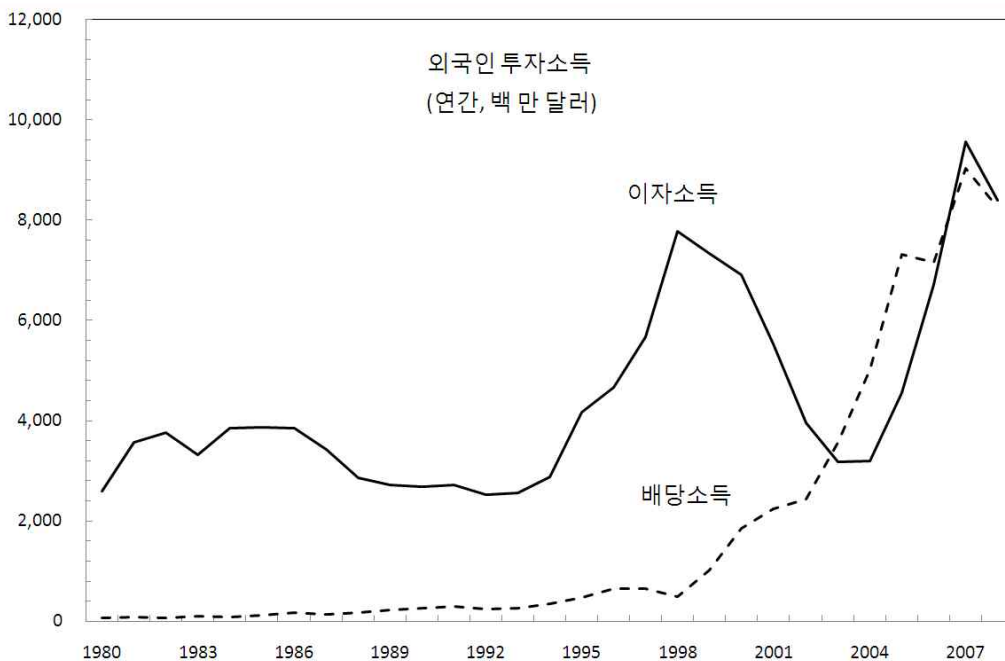
둘째, 이들 기업들의 주식은 주요 주주들이 전략적으로 소유를 유지해야 하기 때문에 실제 유통 주식에 대해 외국인 투자자들이 차지하는 비중은 훨씬 높다고 봐야 한다. 예를 들어 삼성전자의 경우 이건희와 그 가족, 그리고 계열사 지분이 17.6 퍼센트, 자사주가 12.9 퍼센트에 이른다. 현재 삼성전자의 외국인 소유 지분은 보통주의 경우 48퍼센트, 우량주는 82퍼센트이다. 경영권과 관련된 주요 주주의 지분 30 퍼센트를 제외하면 유통되고 있는 주식의 거의 대부분이 외국인 손에 있는 것이나 다름없다. 현대차 역시 대주주와 자사주 지분을 제외한 유통 주식의 53퍼센트가 외국인 수중에 있다. 이뿐만 아니라 한국의 시가총액 상위 10개 기업 전체의 유통 주식에 대해서 외국인들이 절대적인 비중을 차지하고 있다 (표1참조).

자본시장의 자유화에 따른 외국인 투자의 엄청난 확대는 그들에게 배당금 형태로

지급되는 소득의 기하학적 증가로 이어졌다. 자본시장에 대한 규제가 완화되기 시작한 시점인 1992년에 외국인들이 받은 배당금은 현재의 환율로 2,830억 원 정도였다(그림4 참조). 1997년의 위기로 규제완화가 확대된 직후인 1999년 말에는 1조 1,811억 원으로 1992년의 4배 규모로 확대되었다. 그 이후 더 급격히 증가해 주가지수가 정점에 이르렀던 2007년 말의 배당규모는 10조 4천억 원에 달했다. 1999년 규모의 10배 가까운 수치이며, 1992년 규모보다는 30배 이상 확대된 수치이다.

[그림4] 외국인 투자소득: 이자소득과 배당소득(단위: 백만 달러)

출처: 한국은행 경제통계시스템



*배당소득은 증권투자와 직접투자의 배당금을 합친 금액으로 유가시장에서 발표하는 수치보다 크다.

1992년부터 2008년까지 외국인들이 한국 주식시장에 투자한 순매수 금액은 현재 환율로 약 17조 원 정도이다. 같은 기간 그들이 배당금으로 받은 돈은 23조원이다(직접투자에 대한 배당금 제외). 그리고 현재 그들이 보유한 주식의 시가총액은 300조 원이다. 단순히 따지면, 그동안 투자한 돈은 배당금으로 다 회수했고, 나머지 300조 원이 모두 시세차익이라고 볼 수도 있다(외국인을 하나의 주체로 가정한다면).

3. 상이한 패러다임과 해결책

외국인이든 내국인이든, 위험을 감수하고 투자해서 돈을 벌었는데 무슨 문제가 있는가? 그렇다. 여기서 소위 (글로벌) 주주자본주의에 대해 어떤 태도를 가지냐에 따라 다른 판단과 선택을 할 수밖에 없는 갈림길에 서게 된다. 주주자본주의는 기본적으로 사회적 생산의 결실을 기업의 주주들이 모두 가져가야 한다는 입장을 취한다. 이에 대해 진보진영은—내부에 다양하고 상이한 시각이 존재하지만—생산에 직접 참여하는 노동자의 몫을 늘릴 것과 이윤의 사회적 환원이 일정정도 필요하다는 주장을 펼친다.

이 문제는 아담 스미스 이전의 중농주의라는 (정치)경제학과에서부터 시작해서 지금까지 해결이 되지 않고 있는 “이윤의 원천”에 관한 학문적·정치적 논쟁과 연관되어 있다. 지금은 이상하게 들리겠지만, 근대 초기에 친-부르주아 경제학자들은 부의 원천이 노동이라고 주장했다. 그 당시에는 아직 귀족들이 지배계급이었고, 주로 농업에 종사하고 있던 신흥계급들이 직접 “노동”을 하고 있었기 때문이었다. 노동가치론은 역사적으로 부르주아 지배체제를 확립하는데 아주 훌륭한 이데올로기적 역할을 수행했다.

하지만 19세기 중반이후 대자본이 출현하면서 친-부르주아 경제학자들은 노동가치론을 던져버리고 현재까지 주류로 자리 잡고 있는 “(한계)효용가치론”을 만들어냈다. 이 이론의 핵심은 이윤이 전적으로 자본을 투자한 사람들의 정당한 몫이라는 것이다. 그들은 기본적으로 자본이 투입된 양에 비례하여 (체감법칙을 감안해서) 생산성이 증가하고, 자본이 생산에 기여한 만큼 이윤이 결정된다고 주장한다. 그러나 주류경제학자들은 지금까지 이러한 자신들의 핵심적 주장을 증명해내지 못하고 있다.

마르크스를 필두로 지금까지 많은 진보적 학자들이 주류의 이론과 싸워왔다. 마르크스는 초기 부르주아 경제학자들이 체계를 마련한 노동가치론을 이용해서 재치 있게 이윤의 착취적 본성을 폭로하였다. 이후 조절이론 학파라고 불리는 일군의 정치경제 학자들은 이윤이 자본의 축적체제를 떠받쳐 주는 사회·제도적 체계 없이 이루어질 수 없다는 입장을 발전시키기도 했다. 최근에는 이윤의 원천은 전혀 물질적 근거가 없고 자본가가 가지고 있는 생산의 사회적 과정에 대한 통제력, 즉 권력이라는 태도를 취하는 권력자본론이 제시되었다. 이들 이론들 모두가 함축하고 있는

의미는 이윤이 주주의 것만이 아니고 사회적으로 환원되어야 할 객관적 근거가 있다는 것이다.

이 글에서 이윤의 원천에 관한 논쟁을 다루려고 하는 것은 아니다. 다만 신자유주의 때 강조되었던 자본시장 자유화는 주주자본주의의 핵심 기제 중 하나였으며, 그것이 지향했던, 소수의 이윤을 위해 다수가 희생되는 것을 당연시 하는 소위 승자독식 사회 the winner-take-all society 논리에 어떤 이론적 전제들이 깔려 있는지 간략하게 짚고 넘어가려는 것이다. 어떤 패러다임을 가지고 있느냐에 따라 문제에 대한 해결책이 다르게 제시되기 때문에 이를 확인하는 것은 중요한 의미가 있다.

우리나라뿐만 아니라 전 세계적으로 주류 경제학자들과 관료들은 자본시장 자유화가 야기한 문제들에 대해 시스템의 부분적인 기능 오류라고 생각한다. 따라서 부족한 기능을 보완해 주면 문제가 해결된다는 태도를 취한다. 일례로 연세대 교수 최홍식과 한국금융연구원의 이상제는 한국금융연구센터 창립 심포지엄에서 공동으로 발표한 “글로벌 금융위기와 자본시장”이란 논문에서 “자본시장 개방으로 인한 변동성 문제를 해결하기 위해…… 개방된 자본시장을 다시 뒤로 돌리는 것은 힘든 일”이기 때문에 외환보유고를 더 늘리는 것이 최선책이라고 주장했다(프레스리안, “외환보유고 늘려야 하나?”, 2009/05/15).

비슷한 맥락에서 전경련은 “외환거래량 확대, 외환파생 상품의 다양화, 엔 및 유로 시장 활성화” 등이 필요하다고 주장한다(이슈 페이지, 통권140호, 2009/07/29). 외환시장의 규모를 지금보다 훨씬 더 키워 한쪽 방향으로 매매가 치우치는 것을 막고, 달러 대체 통화의 거래 활성화를 통해 달러가치의 변화에 의한 충격을 완화하면 된다는 것이다. 그밖에 관계당국이 “금융회사에 대한 외환건전성 감독 강화가 경기순응적인 시스템으로 체계화될” 수 있도록 하자는 주장도 있다 (김민석, “외환시장 안정을 위한 자본거래 규제”, 자본시장 Weekly 41호, 2009/10/19).

이들 보완적 정책 각각에 대해 간략하게 비평하자면, 먼저 외환거래량 확대와 파생상품 활성화 주장은 지금까지 확인해 본 것처럼 자산·금융 시장의 경기순응적 본성으로 인해 실효성이 없다. 평상시에는 매매의 균형이 이루어질 수 있겠지만, 위기가 발생하면 한쪽 방향으로 매매가 쏠려 더 큰 규모의 파괴적 효과가 나타날 가능성이 크다. 정작 필요할 때는 제 기능을 발휘하지 못할 뿐만 아니라 문제를 더 키울 가능성이 높다.

외환보유고의 확대와 파생상품의 다양화도 마찬가지로 문제를 지니고 있다. 현재 한국의 외환보유고는 약 2천 7백억 달러로 세계 6위에 랭크되어 있다. 2008년과 2009년에 확인되었듯이 이런 규모에서도 외국인들이 주식과 채권을 팔고 본국으로 송금을 하자 환율변동성이 세계에서 제일 큰 나라 중 하나로 전락하였다. 도대체 외환보유고가 얼마가 되어야 적정한가의 문제가 있다. 또한 외환보유고 유지비용은 전혀 감안하고 있지 않다. 일부 시장 참가자들의 이익을 위해 발생하는 리스크 비용을 국민의 세금으로 지불해야 하는가라는 질문에 대해 설득력 있는 설명을 제시해야 할 것이다.

[표2] 연도별 외국환평형기금의 적자와 누적적자(단위: 억 원)

구분	2002	2003	2004	2005	2006
당기순이익	-17,895	-3,817	-125,686	-34,493	-71,822
환평가손익	-9,000	3,645	-65,874	-25,239	-56,626
이자차이손익	-8,895	-7,462	-59,812	-9,254	-15,196
누적적자	-24,528	-28,345	-154,031	-188,524	-260,346

출처: 국회 예산정책처, “2008년도 예산안 분석”

표2는 연도별로 적정 수준의 외환보유고 유지를 위해 들어가는 비용을 나타낸 것이다. 외화를 그냥 금고에 넣어두고 있는 것이 아니다. 외화가 들어오면, 그 만큼 원화가 시중에 풀리는 것이고, 통화량 조절을 위해 통안증권을 발행하기 때문에 이자비용이 초래된다. 또한 외화표시 자산 보유분은 환율의 변동에 따라 평가손익이 발생한다. 여기에 외평채(외국환평형기금채권)를 해외에서 발행해 일정 수준의 보유고를 유지하는 데 쓰고 있기 때문에 이에 대한 이자비용이 나간다. 이런 비용이 2006년까지의 통계에 따르면 누적적으로 26조에 달한다. 이 돈은 다 세금으로 충당되는 국고에서 나가는 것이다.

이러한 천문학적 비용에 대해 “외환보유액을 확보함으로써 1997년 외환위기와 같은 경제적 손실을 피할 수 있는 편익이 존재하며 이 편익은 관리비용에 비해 월등히 큰 것으로” 계산된다는 주장을 펼치는 사람도 있다 (김정환, 이운석, 임형준, “외환보유액 관리비용과 필요외환보유액 추정”, 한국금융연구원 금융VIP시리즈, 2009년 12월). 이러한 주장은 애초에 위기가 왜 발생하게 되었는가에 대해서는 전

혀 생각을 하지 않고, 불안정한 체제를 자연스러운 것으로 전제한 다음 그에 대한 대비책이 아예 없는 것보다는 있는 것이 낫다는 말을 하는 것에 불과하다.

논리적인 순서는 이렇다. 먼저 자본시장 자유화를 했기 때문에 자본의 갑작스런 유출입이 가능해졌고, 그로 인해 전 세계적으로 국민경제가 일순간에 파탄이 나는 현상이 지속적으로 발생했다. 신흥경제국들은 이에 대한 대비책으로 그 동안 외환보유고를 엄청나게 증가시켰지만 결과적으로 역부족이었음이 판명되었다. 자본시장의 개방정도와 자본유입의 양이 늘어나면 그에 따라 외환보유고도 늘어나야 했다. 따라서 수출을 열심히 해서 무역흑자를 키워야 했다. 결론은 국제적 불균형이었다. 반면 미국은 엄청난 무역적자를 상쇄하기 위해 자국의 자산시장 “거품”을 인위적으로 키웠고 1930년대 대공황과 맞먹는 파국으로 결말을 맺었다.

진보진영의 학자들은 이런 근본적인 문제의식을 바탕으로 국제적 자본이동에 대해 (정도나 방법에 차이가 있지만) 규제책을 도입해야 한다고 주장한다. 위에서 언급했듯이 주류 내부에서도 정부의 개입을 일정 정도 요구하는 목소리가 있다. 관리감독 강화를 통해 금융회사들의 위기 방지 체계를 구축하자는 의견인데, 이번 위기에서 정부의 자의적인 관리감독은 별 의미가 없다는 것이 증명되었다. 제도적으로 자본 이동 자체에 대한 규제책이 존재해야만 한다.

양심적 경제학자들 중 가장 저명한 인물 중 하나인 스티글리츠는 자본규제의 긍정적 효과를 다음과 같이 주장한다(Stiglitz 외 다수, *Stability with Growth*, 2006).

첫째, 단기 변동성 흐름을 안정시킬 수 있다.

둘째, 자본시장 자유화에 의해 무력화된 통화정책 등 거시경제 정책의 효과를 되살릴 수 있다.

셋째, 장기적인 자본의 유출을 억제하여 실물경제의 성장을 촉진할 수 있다.

넷째, 자본유출이 억제되면, 자본에 대해 재분배 효과가 있는 조세부과가 가능하다.

물론, 이러한 주장이 학계 내에서 모두 받아들여지는 것은 아니다. 지속적으로 논쟁이 진행되고 있지만, 이번 위기로 인해 일부 요소는 받아들여지고 있는 분위기가 형성되었다.

4. 자본통제의 종류

[표3] 자본 흐름에 대한 규제수단들

국가	기간	자본통제 조치
브라질	1993-97	-외국인 주식투자, 대출, 특정 외환거래에 대해 특별세 부과 -특정한 형태의 유입에 대해 금지조치, 투자기간 규제 (최소 부채 만기 설정)
칠레	1991-98	-무보상 지급준비율 도입(unremunerated reserve requirement, URR): 외국인 자본 유입 시 일정한 비율의 (이자지급 없는) 예치금 요구 -후기에 URR 비율 인상
콜롬비아	1993-98	-외화차입에 대해 URR도입 -부채 만기를 최소한 18개월로 제한
	2007-08	-외화부채와 외국인 증권투자에 대해 URR 40퍼센트 요구 -은행의 명목적 파생상품 투자금액을 자본금의 500퍼센트 이내로 규제
말레이시아	1994	-외국인의 국내 단기금융 투자를 전적으로 금지 -국내 상업은행이 외국인과 무역과 직접 연계되지 않은 외환 선물거래를 못하도록 제한 -은행의 순부채 상한선 설정 -외국인의 말레이시아 통화표시 예금에 대해 URR요구
대만	1995-96	-외국인의 (대만 통화) 예금에 대해 URR요구 -은행의 외환거래(파생상품 포함)에 대해 안정성 조치 요구
	2006-08	-외화유입액에 대해 30퍼센트 URR 요구 (외국인 직접 투자와 2만 달러 미만의 외환거래 제외)

출처: Magued, Reinhart, and Rogoff, 2007, "Capital Controls: Evidence from Price and Flow Data," Pacific Economic Review, Vol. 13(1), pp.104-23; IMF Staff Position Note, 2010/02/19에서 재인용.

국제적 자본흐름에 대한 통제 방식은 크게 두 가지로 분류된다. 첫째는 자본의 총량을 제한하거나 외국인들이 투자할 수 있는 영역을 제한하는 방식을 의미하는 행정적 규제가 있고, 둘째는 토빈세라는 이름으로 많이 알려진 조세부과 형태가 있다.

앞의 방식을 주로 수량기반 규제라고 부르고, 후자를 가격기반 규제라고 칭한다 (Stiglitz 외 다수). 이 밖에도 금융기관의 외화차입과 관련해 건전성을 규제하는 간접적 통제방식이 있다. 이를테면, 정부가 은행의 단기 외화차입을 제한하거나, 외화부채와 자산의 비율을 일정한 한도로 제한함으로써 자본적정성 요건을 높이면, 결과적으로 총 외국 자본 유입량이 줄어드는 효과를 얻는 것이다.

가격기반 규제:

자본자유화에 따라 생긴 급작스런 자본유출입 문제에 대응하기 위해 그 동안 여러 나라에서 도입되었던 규제책을 정리한 표3에서 알 수 있듯이, 가장 선호되었던 정책은 **무보상 지급준비율URR**이었다. 이는 국내 기관이 외화를 차입하거나, 외국인들이 투자를 위해 자본을 들여올 때 일정 비율의 자본을 중앙은행에 무이자로 예금하도록 강제하는 조치이다. 이 규제안의 목표는 단기 외국자본이 유입되는 양을 줄이는 것이다. 이 조치가 전체 유입량을 줄이지는 못한다고 말하며 그 효율성에 대해 의문을 제기하는 목소리가 존재한다. 이런 우려는 오히려 규제의 장점을 명확하게 밝혀주는 측면이 있다. 즉, 변동성과 위험성이 큰 단기 자본의 유출입은 줄이면서 실물경제에 대한 투자green-field investment는 늘어날 수 있기 때문이다.

이와는 형태가 좀 다르지만 비슷한 효과를 가지는 것이 우리에게 잘 알려진 토빈세 형태의 거래세 제도이다. 토빈세는 자본이 유입될 때 외환거래가 이루어지는 시점에 부과되는 세금을 말한다. 최근 G20회의에서 독일이나 프랑스 등 EU국가들이 이런 형태의 규제를 세계적 차원에서 도입해야 한다고 주장한 바 있다. 그리고 브라질 정부는 2009년 10월 자국 통화인 헤알화의 급격한 가치상승을 막고 투기적 자본유입을 억제하기 위해 헤알화 표시 채권과 주식에 2퍼센트의 금융거래세를 다시 도입하기로 했다. 여기에 추가로 2009년 11월에는 자국 내 미화 예금계좌를 통해 주식 매수가 이루어질 경우 1.5퍼센트의 세금을 부과하기로 했다. 이들 조치들은 모두 토빈세를 응용한 형태라고 볼 수 있다.

수량기반 규제:

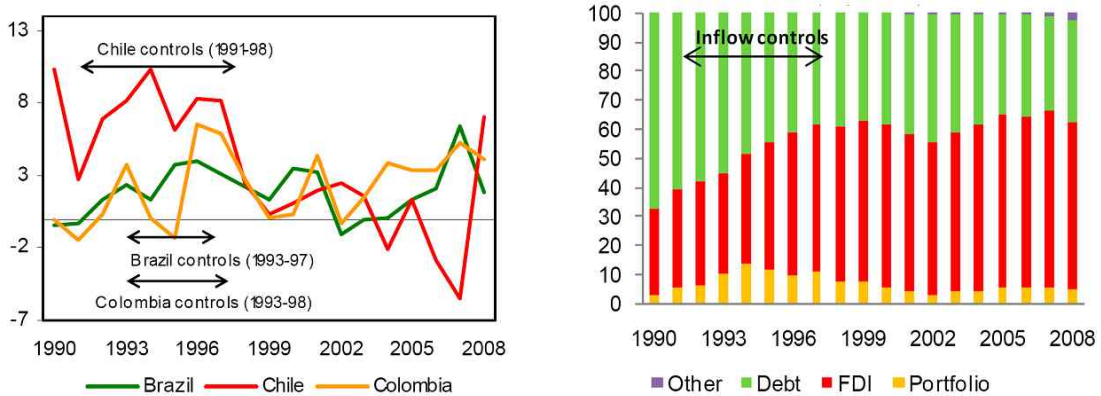
정부의 직접적 행정규제를 의미하는 수량기반 규제의 가장 대표적인 예는 1990년대 말레이시아가 행한 조치들이다. 그 당시 외국자본의 유입이 급등해 통화가치가 급상승하자 말레이시아는 아예 외국인들의 단기 증권 매수를 금지시켜 버렸다. 물

론 수량기반 규제만 실시한 것은 아니었다. 이와 함께 다른 나라들의 예처럼 외국인들의 국내 예금에 대해 URR을 요구하였고 최소한의 대출 만기를 설정하였다.

말레이시아 정부는 1997-8년에 동아시아 위기 때 이전의 자본유입에 대한 규제를 자본유출에 대한 규제로 확대하면서 여러 가지 학문적·정치적 논쟁을 일으켰다. 그 당시 말레이시아 정부는 IMF의 구조조정 조건이 붙은 구제금융을 거부하고 이러한 자본규제 조치를 통해 자력으로 위기에서 빠져나왔다. 그들이 취한 조치 중 하나는 모든 해외의 자국통화 예금을 국내로 송환하는 것이었고 다른 하나는 자국 내 외국인 자본이 전혀 빠져나갈 수 없도록 1년간 외환거래를 금지시켰던 것이었다. 이후에는 유출되는 자본에 일정한 세금(출구세)을 부과하는 가격기반 규제로 전환하였다(Stiglitz 외 다수, 2006).

국제적 자본흐름을 통제하는 제도적 장치들이 가져다주는 효과에 대해서는 합의가 잘 이루어지지 않는다. 주류에서는 계속 비용이 효과보다 크다고 주장하며 제도 도입을 반대한다. 우리나라 정부도 아직 이와 같은 태도를 천명하고 있다. 오히려 외환시장과 자본시장을 확대해야 한다는 주장을 펼치기도 한다. 하지만 세계적인 차원에서 보았을 때, 위에서 스티글리츠와 그의 동료들이 주장한 네 가지 자본통제가 가져다줄 이로운 효과에 대한 합의가 존재하는 것은 아니지만, 최소한 단기 자본의 급작스런 유출입 증가로 인한 문제점은 완화될 것이라는 의견이 지배적이다.

[그림5] 남미 3국의 순 자본유입(% of GDP)과 칠레의 대외 부채 구성비(%)



출처: IMF Staff Position Note, 2010/02/19의 그래프를 직접 인용.

그림5는 세계경제 체제를 이끌어 가는 대표적 기관 중 하나이면서 주류의 시각을 대변하는 IMF의 논문에 나온 분석결과이다. 이 논문의 분석에 따르면 지금까지 실

협된 자본통제 조치들이 자본유입 총량을 줄이는 효과는 별로 없었지만, 자본의 구성에서 위험성이 높은 단기 투자는 줄어든 반면 실물경제에 대한 신규투자 green-field investment는 증가하는 경향을 보였다고 한다. 이런 분석 결과는 앞서도 언급한 것처럼 자본통제 장치들이 긍정적인 효과를 지니고 있다는 것을 부분적으로 증명하는 것이다.

5. 우리의 선택은?

우리는 자본시장 자유화로 인해 야기되는 경제 위기를 강 건너 불구경하듯 대할 수 없는 이유가 있다. 1997년과 2008년 두 번의 큰 위기를 경험했기 때문이다. 특히 첫 번째 위기 때 말레이시아와는 달리 IMF의 조건부 구제금융을 받으면서 더 큰 위기에 봉착했던 경험이 있다. 외국자본의 이탈을 방지한다고 금리를 올렸다가 엄청난 비용만 초래하고 역효과만 낸 것이었다. 구제 받은 것은 외국 채권단이었고, 국내 기업과 가계는 그 비용을 고스란히 떠안았다.

2008년의 위기 때는 외국자본의 이탈과 외환시장의 변동성이 1997년 때를 능가했지만 그만큼 피해가 크지는 않았다. 다른 신흥국에 비해 변동성이 큰 편이었지만, 회복도 빨랐다. 여러 가지 이유가 있겠지만, 외환보유고도 충분했고, 국제적 공조도 잘 이루어졌으며, 이전의 경험 덕분에 국가의 대처 능력이 향상된 점도 있을 것이다. 이런 요소들보다 더 근본적인 이유는 노무현 정부 때부터 추진되었던 금융허브나 자본시장 통합법이니 하는 규제철폐의 마지막 단계가 지연되었기 때문이다. 그것이 예정대로 진행되었다면 우리나라도 아이슬란드나 아일랜드가 입은 수준의 충격을 당했을 것이다.

현재 우리가 도입해야 하는 국제자본에 대한 규제책은 위기 시에 도입되는 일시적이며 개별적인 조치들이 아니다. 세계적인 차원에서 경제의 안정성을 높이고 지속 가능한 성장에 도움이 되는 상시적인 제도적 장치를 도입해야 한다. 이는 일국적 차원에서 개별적으로 도입함으로써 해결될 문제도 아니다. G20을 넘어 UN차원에서 논의되고 도입되어야 한다. 신자유주의가 일국적 차원에서 시행된 몇몇 규제완화 정책들이 아니었고 세계적인 차원의 정치경제적 질서였듯이, 우리가 추구해야 할 정책적 지향은 체제 전체를 대체하는 것이다. 세계대전 이후 브레튼 우즈 체제가 국가 간 협의에 의해 만들어졌듯이 (미국이 주도했지만), 그와 맞먹는 수준의 세계경제질서를 만들어 내야한다.

그렇다고 일국적 차원에서 할 일이 없다는 것은 아니다. 지금은 일국적 차원에서 필요한 것이 세계적 차원에서 필요한 것이고 그 역도 마찬가지다. 우리에게 필요하다고 생각하는 것이 세계의 표준이고, 세계의 표준이 되어야 한다고 생각되는 제도적 장치들이 우리에게 필요한 것이다.

더 구체적인 연구가 필요하겠지만, 지금까지 확인된 문제점들을 바탕으로 자본규제 장치를 대강 구상해 보면,

첫째, 금융기관의 자본안정성 지표와는 별도로 외국자본이 국내에서 차지하는 비율을 기준으로 위험도를 여러 단계로 나타내 주는 지표를 개발한다.

둘째, 일상적 시기에는 URR과 토빈세를 부과하여 단기 자본의 유출입에 가격 기반 규제를 적용한다.

셋째, 외국자본의 비율이 높아져 위험도의 단계가 상승하면 자동적으로 URR의 요구 비율을 높이고 토빈세의 비율도 높인다.

넷째, 외국자본의 비율이 계속 높아져 어느 수준 이상이 되면 자동적으로 수량 규제 장치가 작동하여 대출 만기의 최소 기간이 설정되고 정도에 따라 길어지며, 금융·자산 시장에서 특정 분야에 대해 외국인의 거래를 금지시킨다.

국제적 자본흐름의 통제는 앞에서 말한 것처럼 세계적 차원에서 공조를 통해 이루어져야 함은 물론 신자유주의 시대 때 추구되었던 여러 가지 제도적 변화를 다시 개혁하는 작업과 동시에 이루어져야 한다. 현 MB정부는 G20회의 같은 국제적인 무대에서는 규제의 필요성을 이야기하면서도 정작 우리나라 내에서는 비용이 효과보다 더 크다는 등 우리나라는 아직 규제완화가 덜 되어서 자유화가 더 필요하다는 등 말하며 제도 도입에 대해 별 의지가 없다는 속내를 보여 왔다.

앞으로 G20의 주도로 금융규제와 자본통제의 기본 안이 나올 예정인데, 여기에 맞춰 진보진영도 총체적인 대안을 제시하고 좀 더 나은 개혁이 이루어질 수 있도록 공동의 노력이 필요한 시점이다. 새사연도 이런 노력에 조금이라도 기여할 수 있도록 최선을 다하겠다.

