

日本の 資本自由化

目 次

I. 序論	1
II. 資本流入의 影響과 政策對應	3
III. 日本의 資本自由化	5
1. 戰後 日本의 資本移動 規制	5
가. 概要	5
나. 國際收支의 變化로 본 資本移動	9
2. 長期資本 流入 推移	14
가. 概要	14
나. 對內直接投資	16
다. 證券投資	19
3. 長期資本 流出 推移	25
가. 概要	25
나. 對外直接投資	27
다. 證券投資	30
4. 短期資本去來의 推移	34
가. 概要	35
나. 外國換銀行의 對外短期去來	35
다. 短資流入 急增에 대한 對應策의 事例	37

5. 外換制度	38
가. 新外換法	38
나. 資本去來	39
다. 役務去來	42
라. 對內直接投資	42
마. 支拂 및 支拂方法	45
바. 外國換銀行의 外換포지션	45
사. 其他	46
IV. 結論 및 示唆點	48
< 參考文獻 >	51

表目次

〈表 III-1〉 日本의 資本流出入 規制緩和 推移	6
〈表 III-2〉 日本의 國際收支 動向	11
〈表 III-3〉 長期資本收支(流入)	15
〈表 III-4〉 對內直接投資의 業種別 分類	17
〈表 III-5〉 對內直接投資의 地域別 分類	18
〈表 III-6〉 日本의 株式市場 自由化	20
〈表 III-7〉 日本의 債券市場 自由化	22
〈表 III-8〉 日本人에 의한 國外債券發行 自由化 推移	24
〈表 III-9〉 長期資本收支(流出)	26
〈表 III-10〉 對外直接投資의 業種別 分類	28
〈表 III-11〉 對外直接投資의 地域別 分類	29
〈表 III-12〉 非居住者에 의한 外債發行 自由化 推移	33

圖目次

[圖 III-1] 日本의 國際收支 推移	10
[圖 III-2] 엔/달러 換率 推移	12
[圖 III-3] 公定金利 推移	13

I. 序論

우리나라의 금융자유화·국제화의 움직임이 점점 빨라지고 있다. 1993년 6월에 제3단계 시장개방계획을 발표하고, 향후 5년 이내에 外換管理法의 전면 폐지를 위하여 外換管理改革小委가 구성되어 外換制度改革案을 내놓았으며, 1996년의 OECD 가입을 위하여 금융의 자유화·국제화 스케줄을 앞당길 예정이다.

이러한 자유화의 움직임은 資本의 자유로운 流出入을 의미하고, 따라서 정책당국으로서는 이에 대한 대비책이 새로운 문제로 떠오르게 되었다. 1970년대 南美 3국(칠레, 우르과이, 아르헨티나)이 급격한 資本市場 開放을 추진하다 실패한 사례가 있으며, 멕시코, 호주, 이스라엘 등은 점진적인 자본시장의 개방을 추구하여 왔다. 최근에는 APEC 역내 국가들, 특히 우리나라와 중국을 비롯한 동아시아 국가들과 동남아시아 국가들이 높은 經濟成長을 이룩함에 따라 높은 投資收益率을 추구하는 포트폴리오성 자본이 이들 국가로 대거 몰려들고 있다.

급격한 자본의 유입은 통화량 증가, 이에 따른 물가 상승압력, 환율절상 압력, 경상수지 적자 등 巨視經濟安定에 바람직하지 않은 영향을 미치게 된다. 따라서 안정적인 財政政策의 유지, 不兌化政策, 換率의 유연한 運用 등 여러가지 정책대응이 제시되고 있으나 실제 정책 집행상의 어려움이라든가, 정책의 trade-off적인 성격으로 인하여 理想的인 정책을 찾기는 어려우며 일반적으로 財政·金融政策의 혼합(policy mix)에 의한 정책조합이 바람직한 방향으로 언급되고 있다.

다음 章에서 보는 바와 같이 자본자유화에 관한 연구들은 資本流入의 일반적 영향이라든지 각 정책대응의 장단점에 대하여 이미 상당한 의견의 일치를 보고 있으며, 따라서 “萬病通治藥”적인 정책대응은 찾기 어렵다. 그렇다면 資本自由化에 따른 자본의 대량 유출입을 앞두고 있는 우리는 실제로 어떻게 해야 할 것인가? 이러한 질문에 대한 답을 찾아보기 위하여 日本의 資本自由化에 대하여 살펴보고자 한다. 경제적으로 우리나라를 앞서가고 있는 일본은 1960년대 초부터 시작하여 20여년에 걸쳐 資本自由化를 완성시켜 왔다. 日本이 자유화를 추진하던 시기와 기간 등을 고려하여 볼 때 시대적인 격차에 의해 국제경제환경이 많이 달

라졌기 때문에 직접적인 시사점을 찾기는 힘들지도 모른다. 그럼에도 불구하고 우리나라와 각종 법률, 제도, 관습 등 여러가지 면에서 유사한 측면이 많은 日本 이므로, 우리보다 먼저 겪은 그들의 경험을 자세히 살펴봄으로써 실질적인 교훈을 찾아보고자 하는 것이 이 연구의 목적이다.

II. 資本流入의 影響과 政策對應

자본자유화를 시작하는 과정에서 우리나라가 우려하는 것은 資本流出보다는 資本流入이다. 국내외 금리차, 우리나라의 성장 잠재력에 대한 기대 등으로 인하여 이미 많은 양의 자본이 유입되기 시작하였으며, 앞으로도 당분간은 이러한 추세가 계속될 것으로 예상되며, 그 결과 巨視經濟 運用에 커다란 지장을 줄 것이 염려되기 때문이다.

資本流入의 巨視的 影響과 政策對應에 대한 연구¹⁾는 국내외적으로 활발히 이루어져 왔는데, 이들 연구들을 통하여 공통적인 결론을 얻을 수 있다. 자본유입의 영향으로는 通貨管理의 어려움과 인플레이 압력, 實質換率의 절상과 經常收支 적자의 확대 등을 들 수 있고 그 결과 소비증가, 주식시장 과열 및 과도한 國內信用創出 등의 거품효과를 가져올 수 있다. 國內資本市場의 증개규모 확대와 금융자산과 부채의 증가를 제대로 감독하지 못할 경우, 금융기관의 파산이라는 심각한 결과를 초래할 가능성도 있는 것이다.

流入資本의 종류는 여러가지 방법으로 분류할 수 있겠지만, 크게 나누어 본다면 外國人 直接投資資本과 증권시장에 투자되는 포트폴리오성 자본으로 나눌 수 있다. 외국인 직접투자의 경우, 사회간접자본 투자 등 實物投資에 소요되는 경향이 강하므로 資本流入의 부정적 효과에 대하여 강조되지 않는 반면, 포트폴리오성 투자자본에 대해서는 투자환경의 변화에 따라 단기간내에 資本의 逆流現象이 일어나는 경향이 있어 巨視經濟 안정에 미치는 부정적인 효과가 강조된다.

資本流入의 요인으로는 세계적 불황에 따른 국제 이자율의 하락, 流入國 화폐의 平價切上 가능성, 개도국들의 제도적 개혁을 통한 성공적 안정화 정책, 상대적으로 높은 경제성장률 등을 들 수 있다. 단기 수익률 지향적이 아닌 자본의 유입

1) 최근의 연구로서 Edwards(1990), Kasman(1991), McKinnon(1991), Calvo(1993a, 1993b), Schadler(1993), Corbo(1994) 외에 각국별 경험사례를 연구한 Akerholm(1994), De Gregorio(1994), Giovannini(1994), Leiderman(1994), Lowe(1994), Valdes-Prieto(1994), Wolf(1994) 등이 있다. 국내 연구로는 김규한(1994), 백용기·이항용(1994), 이충열(1994), 조운제·박종규(1994), 최장봉(1994) 등을 들 수 있다.

은 부족한 국내 투자자본을 보충하는 역할을 할 수 있을 것으로 기대되지만 事前的으로 流入資本의 성격을 파악하기는 쉽지 않다.

이러한 자본 유입에 대처하는 방안으로서 대부분의 연구들이 財政緊縮을 가장 필수적인 조건으로 들고 있다. 그러나 세율의 인상이라든가 세출의 감소를 통한 財政緊縮은 정치적인 이유 때문에 신축성을 갖기 어렵다.

不兌化政策(sterilization policy)은 유입자본이 통화량에 미치는 영향을 債券販賣를 통하여 상쇄시키고자 하는 것으로서, 신속하게 시행할 수 있고 경상수지 적자의 확대방지와 公的 準備金의 증가를 막는 데 효과적이다. 그러나 이로 인하여 準財政費用(채권이자 지불)이 계속 발생하게 되고, 채권판매에 따른 이자상승 요인에 따라 지속적인 자본유입을 유도하게 된다.

換率政策에 의한 궁극적인 대응으로서는 變動換率制에 의하여 名目換率을 절상 시킴으로써 외부적인 요인에 의한 영향을 외환시장에서의 환율변동에 의하여 단절시키는 것이다. 그러나 현실적으로 完全變動換率制가 국내경제의 독립성을 유지시켜 줄 수 있는 능력은 이론적인 설명과는 괴리가 있으며, 특히 우리나라와 같이 수출에 의존하는 비중이 큰 국가의 경우, 시장기능에 의해 환율이 급속히 절상하는 것을 당장 자본유입에 대한 대책으로 삼기는 어렵다. 따라서 급격한 변동을 피하면서 자본유입이 통화 등에 미치는 영향을 줄이기 위하여 名目換率을 점진적으로 切上시키는 방법이 제시되고 있다.

그 밖에 金融自律化를 통하여 국내 이자율을 하향 안정시킴으로써 국내외 이자율 차이를 축소하고, 자본유출을 촉진함으로써 자본유입에 따른 압력을 해소하는 방법, 과거 미국 및 호주 등에서 시행하였던 이자율 평형제, 可變預置義務制度(VDR), 중앙은행 SWAP제도와 같은 직접적인 통제방법 등이 논의되고 있다. 그러나 결국 궁극적 목표인 國際收支의 균형을 위해서는 資本流入의 원인을 해소함과 동시에 資本流出을 촉진시키는 것이 기본적인 해결책이라고 하겠다. 이를 위하여 다음 章에서 일본이 資本流出入의 양면을 어떻게 조절하면서 자본자유화를 이루어 왔는가를 살펴보기로 한다.

III. 日本의 資本自由化²⁾

자본거래에는 여러가지 유형이 있다. OECD의 자본이동 자유화 코드는 모든 자본거래를 포함하고 있는데, 이 분류에 따르면 자본거래는 다음과 같이 분류할 수 있다: 직접투자: 부동산 거래: 자본시장에서의 유가증권 거래: 단기자금시장에서의 거래: 양도성 증서와 비증권 권리의 거래: 공동투자증권의 거래: 국제상거래 또는 국제서비스 제공과 직접 관련된 신용: 금융상의 신용 및 대부: 담보, 보증 및 보충금융: 예금계정의 거래: 외국환 거래: 생명보험: 개인적 자본이동: 자본자산의 실물이동. 각각의 거래는 기본적으로 외국인의 국내거래와 내국인의 해외거래를 포함한다.

여기서는 日本의 資本自由化 과정을 流入側面과 流出側面으로 크게 나누어 장기자본거래, 단기자본거래 그리고 외환거래 등을 살펴보고, 그 중 장기자본거래는 다시 직접투자와 증권투자자로 나누어 보다 자세히 살펴보기로 한다.

1. 戰後 日本의 資本移動 規制

가. 概要

제2차 세계대전 직후, 일본은 公的借款을 제외한 모든 對外資本去來가 금지되어 있었다. 그러나 전후 복구를 위하여 外資導入의 필요성을 인식하고, 1949년 3월에 “外國人の 財産取得에 관한 政令”을 공포하여 외자도입의 길을 터 놓았으나, 실질적으로는 일본의 장래에 대한 불확실성으로 인하여 민간의 資本導入은 미미한 수준에 머물렀다(〈表 III-1〉 참조).

2) 이 章의 내용은 須田美矢子(1992)와 日本 大藏省 「國際金融局年報」의 해당부문을 주로 참고로 하였으며, 국내 자료로는 閔相基(1994), 財務部(1992) 등을 참고로 하였음.

〈表 III-1〉 日本의 資本流出入 規制緩和 推移

1945년 9월	연합국최고사령부(SCAP), 金·證券·金融證書 등의 수출입통제를 실시
49년 3월	외국인의 재산취득에 관한 政令公布시행
12월	외환 및 외국무역관리법 공포
50년 5월	外資에 관한 법률 공포
52년	對日株式投資, 일정한 범위안에서 日銀에 한하여 自動認可
60년 6월	外資도입 규제완화
7월	비거주자 自由円計定の 창설
63년 7월	비거주자의 주식元金·損益金の 송금 규제완화, 외자도입 심사기준의 완화 등
67년 7월	대내 직접투자의 제1차 자유화(71년 8월의 제4차까지 단계적으로 자유화)
68년 2월	円轉換規制의 도입(70년 2월에는 원칙으로서 인정하지 않도록 강화)
6월	技術導入의 自由化(72년 7월에도 자유화)
69년 10월	대외직접투자의 제1차 자유화(72년 6월의 제4차까지 단계적으로 자유화)
70년 4월	대외간접투자의 자유화 개시(증권투자신탁회사에 1억 달러를 한도로 주식·채권취득 자유화). 71년 1, 7, 11월, 72년 2, 3, 5, 11월에도 자유화
12월	最初의 円표시 外債(제1회 아시아 개발은행債)의 공모발행
71년 3월	비거주자의 정부단기증권 취득규제
5월	大藏省, 円투기 억제조치의 발표(8월, 9월에도 규제 강화)
12월	円투기 억제를 위한 외환관리 완화(72년 1월에도 완화)
72년 2월	円투기 억제 규제 부활(3월, 6월, 10월에도 강화책)
6월	대외직접투자의 원칙 100% 자유화(제4차 자유화 조치)
9월	비거주자의 일본내에서의 외화증권의 발행인가
12월	外國生保의 국내시장 진출을 처음으로 인가
73년 5월	대내직접투자의 원칙 100% 자유화
11월	비거주자에 의한 국내주식 취득규제 완화(채권에 대해서는 12월에)
74년 1월	수출선수금 규제의 완화(7월에도), 자본유출 규제 강화
	동경증권거래소, 외국주식의 매매거래 개시
	외국증권취득 自肅措置(증권, 투자신탁은 75년 6월, 은행은 77년 3월까지)
8월	외국투자자의 政府短期證券 취득 자유화(국내증권취득 완전자유화)

75년 4월	円표시 외채발행 再開(73년 11월 이후 없었음)
76년 6월	거주자에 의한 외국상장·비상장증권 구입의 자동인가
77년 6월	외국환은행 규제 완화(短期現地貸附의 규제폐지, 증권취득 자유화, 円轉規制에서 直物持高規制로, 7월부터 증장기 대부의 규제 완화)
11월	자본유출규제의 완화(거주자에 의한 단기외화증권의 취득규제 철폐) 자본유입규제의 강화(78년 3월에도 단기유입규제 실시) 비거주자 유로円債발행 제1호
79년 1월	자본유입규제의 완화(2월에도)
5월	자본유입규제의 완화(단기 임팩트 론, 비거주자의 現先거래 解禁 등)
12월	임팩트 론의 도입 탄력화 외환법 改正, 80년 12월부터 시행(대외거래규제의 자유화 및 수속의 간소화). 외자법, 외국인의 재산취득에 관한 政令폐지
83년 6월	외국환은행 해외지점에 의한 비거주자용 단기 유로 貸附 자유화
84년 4월	實需원칙폐지, 円표시 對外대부 자유화, 해외 CP·CD의 국내판매 개시, 거주자 유로円債의 발행자격 기준의 설정
6월	直物持高規制 폐지, 거주자용 단기 유로엔 貸附 자유화
12월	비거주자 유로円債 발행자격 기준의 설정, 유로엔 CD의 발행규제 완화
85년 4월	거주자 유로円債 발행 解禁(80~82년에 中東市場에서 私募債 발행) 비거주자용 증장기 유로円 貸附 자유화
8월	最初の 東京 외화표시 외채(世界銀行債) 발행
86년 3월	生損保의 외국증권 투자상한 완화, 그 후 다른 기관투자자의 투자상한 완화
4월	비거주자 유로円債 발행자격 기준의 一元化, 還流制限緩和(거주자 유로円債도)
6월	外國銀行 유로円債도 解禁
12월	Offshore 시장창설
87년 6월	유로円 4년債의 解禁
7월	거주자 유로円債 평가기준의 도입
11월	비거주자 유로円 CP의 발행 解禁
89년 5월	외국환은행의 거주자에 대한 증장기 유로円 貸附 自肅 폐지
6월	유로円債 4년미만債의 발행 解禁
7월	거주자 유로円債 발행자격 기준의 완화
90년 7월	해외예금의 자유화

資料: 須田美矢子(1992), pp.155~156.

1949년 12월에 공포된 “外國爲替 및 外國貿易管理法(속칭 外爲法)”과 1950년 5월에 공포된 “外資에 관한 法律(속칭 外資法)”은 1980년 新外爲法이 발효하기까지 일본의 대외자본거래를 규제하는 근간이 되는 법률이었다. 이들 법은 각각 국제수지에 악영향을 미칠 염려가 있는 거래, 대외 채무를 증가시키는 거래를 전면 금지 내지는 제한하였으며, 일본경제의 재건과 국제수지의 개선에 기여하는 우량 외자에 대해서는 投資收益과 元金の 海外送金을 보장하였다. 外資法은 자본유입에 대하여 우선적으로 적용되었고, 外爲法(이하에서 外換法)은 그 밖의 자본거래를 규제대상으로 하였다. 대외투자의 경우는 모두 外換法에서 個別許可制로 되어 국제수지와 국민경제의 부흥에 악영향을 주지 않고, 투자질서를 어지럽히지 않으며, 자본도피를 방지하는 관점에서 엄하게 개별 심사되어 거의 허가되지 않았다. 즉 전쟁 직후의 경제복구를 위해서는 자본이 필요하였고, 이를 위하여 외자도입을 추진하고 外貨流出을 방지하는 것이 급선무였던 것이다.

戰後 복구를 위한 노력이 서서히 결실을 거두기 시작하여 외환보유에도 여유가 생기게 되자, 국제적 자유화를 배경으로 1960년대에 이르러 資本移動이 자유화되기 시작하였다. 1960년 자본유입에 관한 外資法の 운용이 점차 완화되었으며, 非居住者 自由円計定이 창설되었다. 그 후 1964년 4월에 IMF 8條國으로의 이행과 OECD 가입을 계기로 자본거래 자유화가 본격적으로 시작되었다. 1950년대 중반 이후 시작된 고도성장기에 일본의 공업이 국제경쟁력을 갖게 됨에 따라 무역흑자를 실현하면서 무역의 확대를 위해서는 일본시장도 개방해야 한다는 외부의 압력과 내부의 필요성으로부터 貿易自由化가 먼저 시작되었다. IMF 8條國 이행은 이러한 경상거래 자유화에 부수되는 外換去來의 自由化를 의미한다. 또 OECD에 정식으로 가입함으로써 OECD 자본자유화 규약에 따른 의무를 준수하지 않으면 안 되었다. 대내 직접투자의 경우, 산업발전의 조정, 완전고용의 유지, 재정·금융상의 악영향을 이유로, 기타 자본거래에 대해서는 국제수지상의 배려, 과당경쟁의 방지, 자본도피의 방지, 국내시장의 안정화, 금융정책상의 장애방지 등을 이유로 대내직접투자, 대내증권투자, 외채모집, 대외직접투자, 대외증권투자, 수출 유산스(usance) 등 총 18개 항목에 대하여 유보하였다. 그 후 몇 차례의 國別 심사를

통하여 점진적으로 자유화를 진전시켜 나갔다.

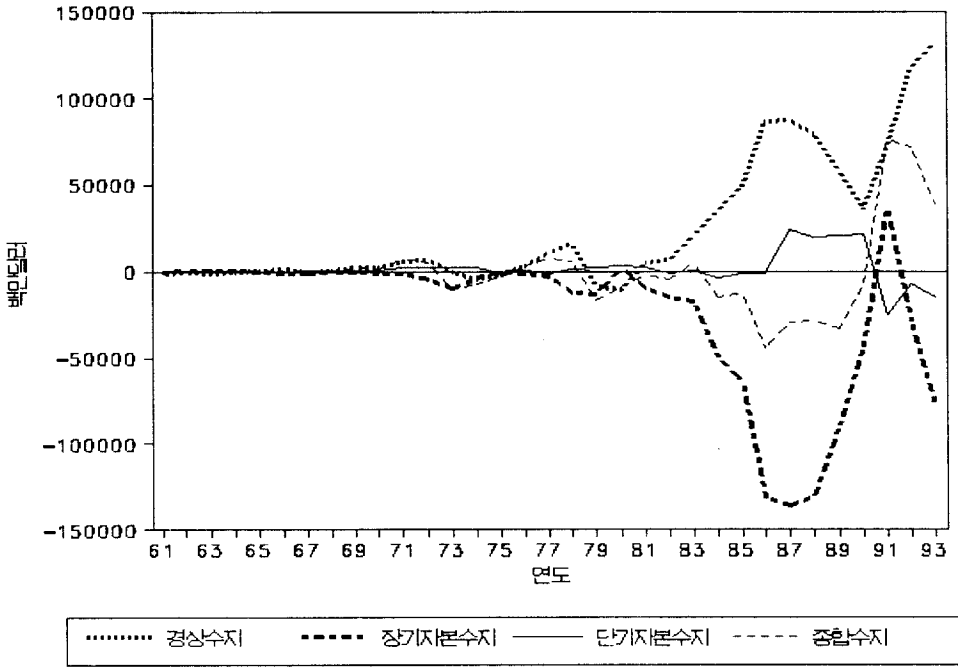
1980년 12월에는 '外資法 및 외국인의 財産取得에 관한 政令'을 폐지하고 外換法을 原則禁止에서 原則自由로 개정함으로써 규제의 완화와 수속의 간편화를 비롯한 자유화과정의 일대 전환이 이루어졌다. 1980년의 新外換法 시행을 거치면서 더욱 가속화된 자유화의 과정은 20여년이 넘게 계속되었다. 이런 의미에서 가시적인 변화를 단기간에 요구하는 외부의 압력에 처해 있는 우리나라와는 다른 환경에서 자유화 과정을 거쳤다고 하겠다. 한마디로 일본의 자본이동자유화는 경상수지 赤字不安 시기에는 자본유입촉진과 유출규제를 병행하고, 國際收支가 黑字化하면 유출촉진, 유입규제의 정책을 채택하여 왔다고 하겠다.

나. 國際收支의 變化로 본 資本移動

事後的으로 넓은 의미에서의 자본수지는 경상수지에 대응하는 개념이므로 경상수지의 추이를 통하여 純資本移動의 경향을 살펴볼 수 있다. 戰後부터 오늘날에 이르기까지 일본의 국제수지상의 특징을 살펴보면, 기초적으로 경상수지 흑자, 장기자본수지 적자라고 말할 수 있겠다. 따라서 종합수지로 본다면 經常收支의 흑자에도 불구하고 1970년대 이후 1980년대 말까지 대부분 적자를 기록하고 있다. 이러한 면에서도 경상수지 적자, 자본수지 흑자를 보이고 있는 우리와는 다른 입장이다([圖 III-1] 참조).

戰後 1960년까지는 經常收支 적자와 흑자가 반복되었으나 흑자인 해가 다소 많았다. 1961년에 들어 <表 III-2>에서 보듯이 經常收支가 적자로 반전되고, 1964년까지 계속 적자였으나, 자본이동의 자유화 진전으로 적자의 조달은 과거와 같이 外換保有와 같은 公的인 것에 의존하지 않아도 되었다. 1965년 이후 경상수지는 흑자기조로 되고, 거기에 대응하여 長期資本收支도 적자기조가 되었다. 1970년까지는 장기자본수지 적자폭이 경상수지 흑자폭보다 크거나 작거나 하여 基礎收支는 흑자기와 적자기를 반복하고 있었다. 이 흑자기에 종합적 국제수지 흑자를 나타내지 않기 위한 자유화조치가 영향을 주고 있음에도 불구하고 경상수지 흑자를 상쇄할 만한 資本流出은 일어나지 않았다.

[圖 III-1] 日本의 國際收支 推移



한편 경상수지 적자와 외환보유간의 관계를 살펴보면 1960년대 후반 이후 1970년대까지의 시기에는 석유파동 후의 對外信用力 強化를 위해 외환보유를 증가시킨 1974년을 제외하고 경상수지 적자기에 外換保有가 감소하였다. 固定換率制下에서는 시장개입이 국제수지 적자를 조달하게 된다. 그러나 變動換率制下에서의 개입은 환율변동을 부드럽게 하기 위한 목적으로 행해졌으나, 결과적으로는 적자를 조달하는 역할을 하였다. 그런데 1980년대에 들면 경상수지와 외환보유간에는 일정한 관계가 보이지 않는데, 그것은 개입의 의의와 시장에서의 그 비중이 變動換率制의 정착에 따라 크게 변화했기 때문이다. 자본이동성이 높아지고 경상수지 흑자가 반드시 엔高를 가져오지 않는 한편, 개입의 유효성이 저하되고 과거처럼 적극적으로 개입이 행하여지지 않게 되었다. 또 개입하는 경우도 점점 주요국간의 합의에 기초하여 행해지게 되어 이제까지와 같이 대폭적인 환율변화에 대해서는 항상 그 움직임에 반대되는 개입을 행하지는 않게 되었다.

<表 III-2> 日本의 國際收支 動向 (IMF 方式)

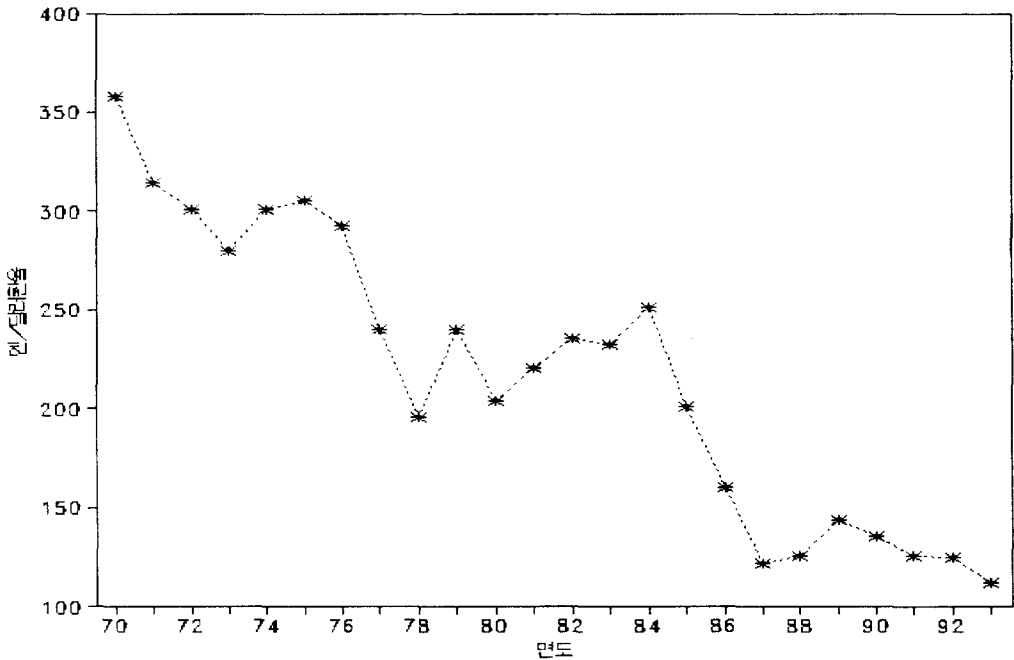
(單位: 백만달러)

	경상수지	장기자본 수 지	단기자본 수 지	종합수지	외환보유고
1961	△982	△10	21	△952	1,486
1962	△49	172	108	236	1,841
1963	△780	467	107	△161	1,878
1964	△480	107	234	△129	1,999
1965	932	△415	△61	405	2,107
1966	1,254	△808	△64	337	2,074
1967	△190	△812	506	△571	2,005
1968	1,048	△239	209	1,102	2,891
1969	2,119	△155	178	2,283	3,496
1970	1,970	△1,591	724	1,374	4,399
1971	5,797	△1,082	2,435	7,677	15,235
1972	6,624	△4,487	1,966	4,741	18,365
1973	△136	△9,750	2,407	△10,074	12,246
1974	△4,693	△3,881	1,778	△6,839	13,518
1975	△682	△272	△1,138	△2,676	12,815
1976	3,680	△984	111	2,924	16,604
1977	10,918	△3,184	△648	7,743	22,848
1978	16,534	△12,389	1,538	5,950	27,331
1979	△8,754	△12,976	2,735	△16,662	33,019
1980	△10,746	2,324	3,141	△8,396	25,232
1981	4,770	△9,672	2,265	△2,114	28,403
1982	6,850	△14,969	△1,579	△4,971	23,262
1983	20,799	△17,700	23	5,177	24,496
1984	35,003	△49,651	△4,295	△15,200	26,313
1985	49,169	△64,542	△936	△12,318	26,510
1986	85,845	△131,461	△1,609	△44,767	42,239
1987	87,015	△136,532	23,865	△29,545	81,479
1988	79,631	△130,930	19,521	△28,982	97,662
1989	57,157	△89,246	20,811	△33,286	84,895
1990	35,761	△43,586	21,468	△7,234	77,053
1991	72,901	37,057	△25,758	76,369	68,980
1992	117,551	△28,459	△7,039	71,602	68,685
1993	131,350	△78,091	△14,617	38,426	95,589

資料: 日本銀行, 『經濟統計年報』, 各年度.

1980년대 들어 경상수지 흑자가 크게 확대되었다. 여기에 대하여 長期資本流出은 그 이상으로 증대했다. 그 결과 1980년대 전반에는 경상수지 흑자가 대폭으로 증대했음에도 불구하고 엔低가 되어 환율의 經常收支 調節能力이 문제시되고, 또 資本移動의 不安定性이 논의되었다. 이것은 美國의 재정팽창, 금융긴축정책, 日本의 행정개혁 등의 영향 때문이라 생각된다([圖 III-2] 참조).

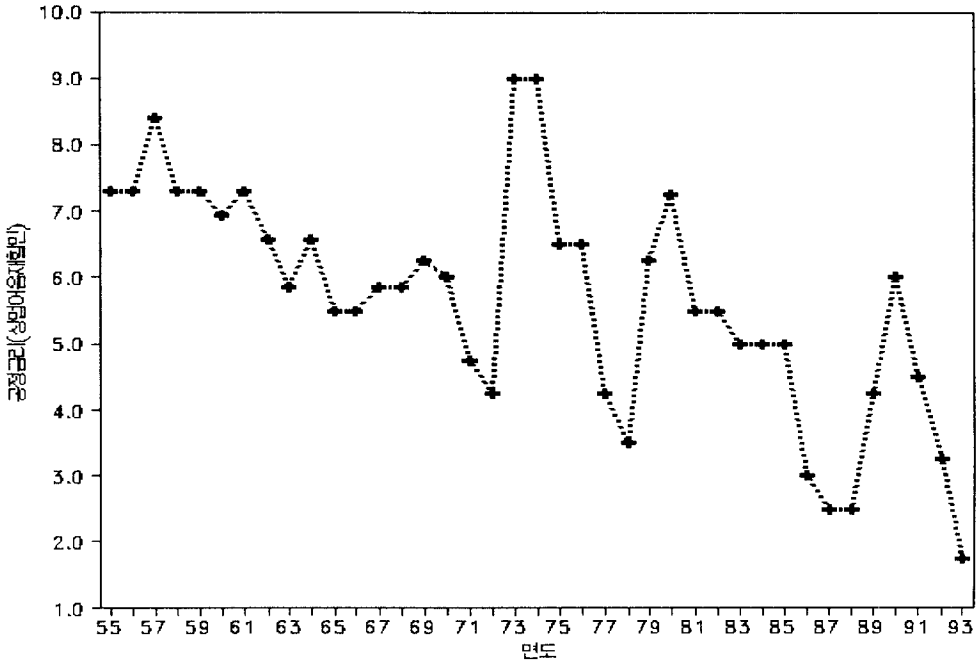
[圖 III-2] 엔/달러 換率 推移



資料: 일본은행, 『경제통계연보』, 1993.

1980년대 후반에는 경상수지 흑자는 감소되었으나, 長期資本流出은 더욱 확대되고, 基礎收支와 綜合收支는 기조적으로 적자화되었다. 그러나 환율은 금리의 하락에도 불구하고 계속 엔高의 추세를 보이고 있다([圖 III-3] 참조).

[圖 III-3] 公定金利 推移



註: 年末基準
 資料: 日本은행, 『경제통계연보』, 1993.

최근 資本移動의 또 하나의 특징은 자본유출뿐 아니라 유입도 크게 증가하고 있다는 점이다. 그 이유는 日本이 세계의 금융시장에서 차지하는 비중이 커졌기 때문이며, 또한 아직 국내금융시장에서의 규제가 해외시장에 비하여 많기 때문이다. 외환관리는 자유화되었으나, 제도와 세계상 資金調達을 해외에서 하는 편이 유리한 경우가 있다. 유로시장에서의 起債增大, 유로시장으로부터의 借入增加가 그것을 확실히 보여주고 있다. 다른 한편 일본으로부터의 자금공급이, 환위험이 없고 예상수익이 높은 일부 이들 엔資産으로 향하고 있다. 국내의 금융시장이 해외와 같다면 해외로 우회할 필요가 없는 資金의 해외로의 流出入이 국제수지의 總去來를 확대시키고 있다. 다만 그 우회의 정도가 어느 정도인지는 분명치 않다. 일본의 금융실태를 정확히 파악하고 금융정책을 신속하게 행하기 위해서도 이와 같은 우회거래를 증가시키는 요인을 제거할 필요가 있다.

2. 長期資本 流入 推移

가. 概要

1950년대 초까지는 外資導入이 거의 없었으나, 1953년 처음으로 세계은행 차관이 도입되어 외자도입의 돌파구 역할을 하였다. 1950년대의 외자도입의 대부분은 貸付金投資³⁾였다. 그 가운데 世界銀行, 美國 輸出入銀行 借款 등 政府關聯 資本流入의 비중이 높았다.

1960년대에 이르러 경제성장, 자본거래 자유화의 진전, 資本流入의 民間主導型으로의 전환이 일어났고, 1966년 7월에는 世界銀行 融資를 졸업하기에 이르렀다. 民間資本去來의 增大는 차관 이외의 외자 유입을 가져와 1960년대 말부터는 차관의 비중이 크게 감소하고 證券投資가 증대했다.

1971년 12월 스미소니언 체제의 성립에서 變動換率制로의 이행을 거쳐 1973~74년의 제1차 石油波動까지는 외국자본의 유입이 정지되고, 유출된 시기도 있었으나, 그 후 70년대 후반, 80년대, 1989년 이후에도 단계적으로 외국자본의 對日투자가 증가하고 있었다. 그 배경에는 1980년 12월에 시행된 새로운 外換法으로 대표되는 外資導入規制의 緩和를 들 수 있다(<表 III-3> 참조).

최근에도 외자도입이 증가하고 있으나, 短期負債가 증가하여, 對日投資殘高에서 차지하는 長期資本의 비율이 떨어지고 있으며 장기자본 투자잔고에서 차지하는 직접투자의 비율도 점차 줄어들고 있다. 1980년대 후반에 申告上으로는 對日直接投資가 급증하였으나 투자의 철수도 있었기 때문에 지속적인 對日直接投資 증가는 이루어지지 않았고 對日투자총액에서 차지하는 直接投資 殘高比率는 저하하였다.

또한 1980년대 초에는 증권투자(외채발행 포함) 가운데 주식·채권투자의 비중이 높았고, 그 후에는 외채발행이 커다란 비중을 차지하고 있는 추세이다. 주식·채권투자에 대해서는 1987년의 소위 “暗黒의 月曜日”을 전후한 3년간 상당히 철수하

3) 임팩트론뿐 아니라 타이드론을 포함. 또 船荷 유산스(usance)와 같은 金錢消費貸借契約에 기초한 금전의 대차에 의해 생기는 채권 혹은 金錢의 授受를 수반하지 않은 準消費貸借契約에 의해 생기는 채권을 포함한다.

<表 III-3> 長期資本收支(流入)

(單位: 백만달리)

	負債								
	直接投資	延拂信用	借款	證券投資	債券等		外債	其他	合計
					株式	債券等			
1965	47	△ 9	18	△61	-	-	72	△ 36	31
1966	30	△30	△18	△25	-	-	△25	△ 34	△102
1967	45	△32	29	70	-	-	△13	△ 36	63
1968	76	△15	478	229	-	-	119	△ 30	857
1969	72	3	385	730	-	-	200	△ 37	1,353
1970	94	7	80	252	-	-	44	△ 37	440
1971	210	8	20	940	-	-	8	△ 37	1,149
1972	169	11	△197	696	-	-	△105	△ 41	533
1973	△42	△12	△313	△591	-	-	△198	△126	△1,282
1974	202	△ 6	△232	△865	△1,103	236	80	1,003	182
1975	226	△26	166	1,518	596	922	1,235	1	3,120
1976	113	△ 5	326	1,595	△ 112	1,707	1,509	37	3,575
1977	21	△13	△324	1,256	△ 778	2,034	1,099	24	2,063
1978	8	△22	△ 7	1,654	△ 607	2,461	833	17	2,483
1979	239	△33	△169	2,072	329	1,743	2,210	△1,001	3,318
1980	278	△16	△231	11,877	6,546	5,331	1,236	△ 3	13,141
1981	189	△15	△186	11,852	5,916	5,936	1,368	△ 71	13,137
1982	439	△ 6	△181	7,579	2,549	5,030	4,281	337	12,449
1983	416	8	△ 37	8,485	6,126	2,359	5,663	224	14,759
1984	△ 10	3	△ 77	△ 156	△3,610	3,454	7,350	14	7,124
1985	642	29	△ 75	3,851	△ 673	4,524	12,890	△ 64	17,273
1986	226	△40	△ 34	△17,867	△15,758	△2,109	18,412	△ 63	634
1987	1,165	△ 1	△119	△36,160	△42,835	6,675	30,079	1,334	△3,702
1988	△485	△18	△ 82	△14,818	6,810	△21,628	35,116	△760	18,953
1989	△1,054	△ 9	17,823	9,398	6,998	2,400	75,746	978	102,872
1990	1,753	△10	39,112	3,715	△13,276	16,991	30,938	1,672	77,180
1991	1,368	△ 2	38,124	68,020	46,779	21,241	47,264	3,729	158,503
1992	2,728	△ 5	15,899	537	8,731	△8,194	7,634	2,710	29,503

資料: 大藏省, 『國際金融局年報』, 各年度.

여 1980년대 전체로는 매도가 많았으나 1990~91년은 매입이 많았다. 최근에는 차관의 증가도 눈에 띄는데 이는 정부관련 차관이 아니라 一般企業들의 長期借入의

증대에 의한 것이다. 특히 1989년 후반부터의 증가가 현저한데, 이것은 1989년 5월 외국환은행 해외지점에 의한 居住者用 中長期貸付의 자유화가 이루어진 것이 그 배경으로서 중장기 유로엔, 임팩트론의 도입이 크게 늘어났다.

나. 對內直接投資⁴⁾

直接投資의 판단기준은 出資比率 10%(1980년 11월 이전은 25%) 이상으로서 생산 활동에 직접 관련이 있고, 投資危險으로는 환위험 이외의 것이 중요한 점, 투자의 철수가 용이하지 않은 점, 實物經濟에 주는 영향이 직접적으로 큰 점 등이 間接投資와 구별되는 점이다.

對日直接投資는 1959년 경부터 증가했다. 그러나 1960년대 후반까지는 年 수천 만달러밖에는 인가되지 않았다. 이것은 일본의 경제가 부흥하고 高度成長을 하는데 있어, 外國直接投資 依存度가 낮았다는 것을 의미한다. 그 배경에는 일본 국내 저축률이 높았고 외국인에 의한 日本企業支配를 염려한 外資威脅論이 있어, 직접투자보다도 간접투자를 소망했던 것이 그 이유의 하나이다. 外國側의 입장에서 보아도 일본에의 직접투자는 규제에 의하여 막혀 있고, 직접투자 수요도 그다지 크지 않았다. 戰後의 일본은 歐美諸國의 입장에서 보면 未知의 나라이며 장래에 대한 不確實性도 큰 나라라고 생각되었기 때문이다. 그러나 일본의 경제가 부흥하면서 소비시장으로서, 또 풍부한 노동력의 공급시장으로서 매력에 점점 증가하면서 일본의 對內直接投資 規制에 대한 비판이 커지기 시작했다.

또한 資本自由化 初期에 일본의 資本自由化가 산업에 미치는 영향, 기업의 경영권에 미치는 영향 등에 대한 우려가 컸다. 技術分野에서 발전 잠재력이 큰 분야에 대해서는 自由化를 유보할 필요가 있다고 보았으며, 특히 자원산업의 경우 산업자체가 없어져 버릴 가능성에 대한 우려가 컸다.

4) 對內直接投資와 관련된 外國投資家의 개념, 對內直接投資의 法律上 정의 등에 대해서는 이하의 제Ⅲ장 제5절에서 보다 자세히 살펴본다.

<表 III-4> 對內直接投資의 業種別 分類

(單位: 건, 백만달러, %)

	1990			1991			1992			1990~92 누계		
	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비
<제조업>												
기 계	886	806	29.0	581	439	10.1	64	653	16.0	10,919	7,268	27.1
화 학	234	438	15.8	120	902	20.8	61	710	17.4	2,632	4,771	17.8
석 유	59	30	1.1	45	173	4.0	99	46	1.1	668	940	3.5
금 속	125	151	5.4	211	79	1.8	11	40	1.0	1,214	766	2.9
식 품	74	29	1.0	150	124	2.9	12	9	0.2	1,366	446	1.7
고무·피혁제품	7	1	0.0	6	56	1.3	5	73	1.8	138	205	0.8
유리·토속제품	73	6	0.2	132	5	0.1	-	-	-	580	152	0.6
방 직	26	18	0.6	4	9	0.2	12	5	0.1	213	83	0.3
기 타	546	92	3.3	417	109	2.5	17	73	1.8	3,001	643	2.4
소 계	2,030	1,570	56.5	1,666	1,896	43.7	281	1,609	39.4	20,731	15,275	56.9
<비제조업>												
상사·무역업	2,057	730	26.3	1,315	783	18.1	631	1,194	29.2	14,824	4,921	18.3
서비스업	1,098	263	9.5	685	545	12.6	269	823	20.1	7,573	2,429	9.0
금융·보험업	64	109	3.9	27	890	20.5	16	147	3.6	354	1,719	6.4
부동산업	114	24	0.9	33	69	1.6	29	230	5.6	550	1,117	4.2
통신업	13	21	0.8	46	99	2.3	17	48	1.2	176	295	1.1
운수업	63	12	0.4	63	26	0.6	8	19	0.5	553	184	0.7
건설업	366	9	0.3	313	23	0.5	8	0	0.0	1,857	113	0.4
기 타	134	40	1.4	64	8	0.2	12	14	0.3	2,000	802	3.0
소 계	3,909	1,208	43.5	2,546	2,444	56.3	990	2,476	35.5	27,887	11,580	43.1
합 계	5,939	2,778	100.0	4,212	4,339	100.0	1,271	4,084	100.0	48,618	26,855	100.0

註: 1. 數値는 認可(외환법 개정전의 1980.11까지), 신고(1980.12~91.12), 보고·신고(1992.1 이후)기준(금액란의 합계·누계는 끝자리 조정 때문에 각 연도의 합계·누계와 일치하지 않는 경우도 있음).

2. 1950~84년까지는 금전의 대부에 관계되는 대내직접투자액은 포함되지 않음.

3. 1992.1부터 비상장주식·지분의 10% 미만의 취득(사전신고대상은 제외)은 포함되지 않음.

資料: 大藏省, 『國際金融局年報』, 1993.

對日直接投資에는 外資法의 인가를 받아 送金保證이 주어지는 형태와, 對外送金을 행하지 않는다는 전제하에 자유로이 행해지는 엔베이스 제도(1956년 시행)에 의한 것이 있다. 그러나 후자는 IMF 8조국 이행에 의해 경상거래인 海外送金の

규제를 할 수 없게 되어 1963년에 폐지되고, 모두 외자법의 인가를 필요로 하게 되었다. 이것이 規制強化로 비춰져 외국으로부터의 비판이 심했다. 對日投資 規制 批判에 대하여 일본측은 1967년 7월에 제1차 자유화 조치를 발표하고 1971년까지 4차의 자유화 과정을 거쳐 1973년 5월에 원칙 100% 자유화되었다. 1980년의 新外換法 시행에 의한 사전신고제로의 이행 후, 특히 1980년대 후반에 申告上의 직접투자가 급증했다.

<表 III-5> 對內直接投資의 地域別 分類

(單位: 건, 백만달러, %)

	1990			1991			1992			1950~92 누계		
	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비
미 국	672	664	23.9	538	1,334	30.7	363	1,337	32.7	9,254	11,244	41.9
캐 나 다	53	142	5.1	38	764	17.6	11	87	2.1	774	1,180	4.4
북 미 계	725	806	29.0	576	2,098	48.3	374	1,424	34.9	10,028	12,424	46.3
네덜란드	729	734	26.4	431	323	7.5	54	207	5.1	3,347	1,994	7.4
스 위 스	364	142	5.1	225	176	4.1	57	513	12.6	2,924	1,846	6.9
영 국	507	54	1.9	425	431	9.9	61	254	6.2	4,219	1,337	5.0
독 일	345	259	9.3	191	172	4.0	92	125	3.1	2,656	1,247	4.6
프 랑 스	438	74	2.7	310	51	1.2	63	167	4.1	2,804	519	1.9
기 타	206	98	3.5	190	195	4.5	69	184	4.5	2,243	854	3.2
유 럽 계	2,589	1,361	49.0	1,772	1,348	31.1	396	1,450	35.5	18,193	7,797	29.0
홍 콩	384	62	2.2	227	60	1.4	51	37	0.9	4,673	613	2.3
일 본	389	231	8.3	899	639	14.7	195	334	8.2	4,874	3,055	11.4
기 타	1,852	317	11.4	738	193	4.5	255	839	20.5	10,850	2,966	11.0
합 계	5,939	2,778	100.0	4,212	4,339	100.0	1,271	4,084	100.0	48,618	26,855	100.0

註: 1. 數値는 認可(외환법 개정전의 1980.11까지), 신고(1980.12~91.12), 보고·신고(1992.1 이후) 기준 (금액란의 합계·누계는 끝자리 조정 때문에 각 연도의 합계·누계와 일치하지 않는 경우도 있음).

2. 1950~84년까지는 금전의 대부에 관계되는 대내직접투자액은 포함되지 않음.

3. 1992.1부터 비상장주식·지분의 10% 미만의 취득(사전신고대상은 제외)은 포함되지 않음.

4. 國欄의 日本은 外資系 企業의 투자액을 의미함.

資料: 大藏省, 『國際金融局年報』, 1993.

1950년부터 1992년까지의 對內直接投資 累計額으로 볼 때, 제조업이 56.9%, 비 제조업이 43.1%이며, 제조업 중에서도 특히 機械製造業의 비중이 높다(<表 III-4> 참조). 지역별로는 미국의 投資比重이 41.9%로 가장 높으며 일본내의 外資系 기업의 투자액이 11.4%를 차지하고 있다(<表 III-5> 참조).

다. 證券投資⁵⁾

1) 株式市場

가) 流通市場의 開放

1950년대에는 外資法上 認可制에 의해서 外國投資家の 日本證券取得이 허가되었으나 실질적으로는 인가 및 送金制限이 매우 엄격하여 외국인의 投資規模는 미미한 수준에 머물렀다. 1950년대 후반에 걸쳐 日本經濟가 성장하고 外換保有高가 증가하여감에 따라 外資法の 運用, 認可節次, 送金制限 등이 점차 완화되어 외국인 투자가 증가하기 시작하였다. 1952년 9월 日本銀行 事務委任 政令에 의해 기업당 외국인 투자가의 持分率이 非制限業種인 경우 8%, 制限業種인 경우 5% 이내에서 日銀이 자동인가해 주던 것을 1960년 6월에 각각 15%, 10%로 확대하였으며, 주식의 原本回收期間도 2년 거치 5년 분할송금에서 2년 거치 3년 分割送金으로 단축하였다. 그리고 株式賣却代金の 송금제한은 1963년 4월에 철폐되기에 이르렀다.

1964년 IMF 8조국 이행과 OECD 가입을 계기로 자본이동 自由化 措置가 加速化되기 시작하였는데, 1967년 7월부터 1973년 5월까지 5차에 걸친 자본자유화 조치가 단행되어 외국인 1인당 取得限度는 發行株式 總數의 10% 미만까지는 자동인가되고 種目當 外國人 全體 投資限度는 非制限業種의 경우 25% 미만(理事會의 동의를 있는 경우 100%까지), 制限業種의 경우 15% 이하까지 허용되었다(<表 III-6> 참조).

5) 일본의 資本自由化 가운데 株式市場과 債券市場의 자유화에 대해서는 李元欽·金瑛晉(1992)에서 자세히 설명하고 있다. 여기서는 그 내용을 주로 참고로 하였음.

〈表 III-6〉 日本의 株式市場 自由化

開放分野	年度	主要政策變化
I. 주식유통시장 1. 대내투자	1950. 5	外資法 제정
	1966.10	외국주주에 관한 통일취급지침(全國株懇聯合會)
	1967. 7~	5차에 걸친 자본자유화 조치
	1973. 5	
	1980.12	新外換法 시행
	2. 대외투자	1971. 6
1972. 5		대외증권투자의 확대 및 일본자본시장의 국제화를 위한 제시책에 대하여(대장성)
1972.11		외국투자신탁증권의 일본내 판매자유화에 대하여(대장성)
II. 주식발행시장 3. 국내발행	1972. 5	대외증권투자의 확대 및 일본자본시장의 국제화를 위한 제시책에 대하여(대장성)
	1973. 2	증권시장의 국제화에 따른 증권관계법제의 정비에 대하여(증권거래심의회)
	1973. 7	외국주 상장요강(동경증권거래소)
	4. 국외발행	1961. 1
1976. 10		시가발행증자에 관한 기준(인수증권회사 주식인수부장회) 준용

資料: 李元欽·金瑑晉(1992), p. 8.

그 후 1980년의 新外換法 施行에 의해 외국인 1인당 株式投資限度 및 種目當 外國人 全體 投資限度가 원칙적으로 자유화되었다. 新外換法 施行 이전에는 외국인 1인당 상장주식 취득이 10%를 넘을 경우 직접투자로 간주하여 사전허가를 받도록 되어 있었으나, 개정법에 의해 대장성 및 事業所管省에 事前申告로서 원칙적으로 가능하게 되었다. 또한 대장대신으로부터 지정받은 증권회사를 경유하여 대내외 증권취득을 하는 경우, 대장성에 去來內譯을 신고하지 않아도 되게 되었다.

외국인의 일본 주식 취득기준으로는 1989년의 2,100억달러가 最高值이며, 純增 기준으로는 1991년의 453억달러가 최고를 기록하고 있다. 한편, 新外換法이 시행된 1980년에는 株式과 公社債 등을 합하여 외국인의 증권취득 순증가분이 103억달러로 전년도의 10배에 달하였다.

나) 海外 發行市場에의 進出

日本企業의 국외주식 발행은 株式預託證書 發行의 형태를 취하고 있는데, 1960년 6월 외자도입의 완화 등을 배경으로 일찍부터 허용되어 1961년 6월 소니社가 미국에서 株式預託證書(ADR)를 발행, 350만달러의 海外資金을 조달한 것이 그 嚆矢를 이루고 있다. 그러나 1963년 7월 미국의 금리평형세 실시로 인하여 미국에서의 자금조달은 중지되고 유럽, 홍콩 등지에서 발행이 이어졌다.

1980년의 신외환법의 시행에 의해 일본기업의 외채·DR의 발행이 許可制에서 申告制로 전환됨에 따라 發行節次面에서 간소화가 이루어졌다. 그러나 株式預託證書의 발행은 그리 활발하지 못한 형편인데, 이는 일본기업의 높은 신용도를 바탕으로 신주인수권부사채, 전환사채, 普通社債 등을 유리한 조건으로 발행할 수 있기 때문인 것으로 해석된다. 1989년 23억달러 상당을 발행한 이후 최근에는 발행이 없는 상태이다.

2) 債券市場

가) 流通市場의 開放

외국인에 대한 對日債券投資許容은 會社債에서 國公債로, 長期債에서 短期債로, 그리고 少額投資에서 巨額投資의 순으로 이루어졌다. 1952년 외자법 개정에서 사채취득이 인가대상이 되고, 1960년~62년에 걸쳐 對日債券投資에 대한 완화조치가 취해졌다. 이에 따라 외국인의 對日債券投資規模가 急増함에 따라 1971년 엔투기

방지조치 및 외국인의 對日證券投資 純增禁止措置가 취해지기도 하였으나 1974년 8월 殘存期間 6개월 이내의 上場債 取得 및 政府短期證券 取得 許容 등 외국인의 對日債券投資에 대한 형식적인 규제가 모두 철폐되어 債券流通市場에 대한 본격적인 자유화가 시작되었다(<表 III-7> 참조). 이 시기는 또한 국채의 大量發行時期로서 대량발행된 국채를 통하여 國債中心의 流通市場 形成의 계기가 되었다.

<表 III-7> 日本의 債券市場 自由化

開放分野	年度	主要政策變化
I. 채권유통시장 1. 대내투자	1952. 7	外資法개정(외국인의 사채취득인가)
	1974. 8	외국인의 대일채권취득규제 철폐
	1980. 12	신외환법 시행
	1971. 6	일반투자가에 의한 외국증권투자의 자유화에 대하여(대장성)
2. 대외투자	1972. 5	대외증권투자의 확대 및 일본자본시장의 국제화를 위한 제시책에 대하여(대장성)
II. 채권발행시장 3. 국내발행	1972. 5	엔화표시외채(사무라이본드)발행자 적격기준마련
	1979. 3	일본기업의 국내보통사채 무담보발행을 위한 무담보 적채기준 마련
	1989. 7	외채기채제한 철폐
4. 국외발행	1959~ 1960	국채 및 회사채 국외발행
	1973. 12	「外-外」채 발행규제완화
	1974. 11	「外-內」채 발행규제완화
	1989. 7	국내보통사채 발행기준 준용

資料: 李元欽·金瑛晉(1992), p. 9.

1980년의 新外換法の 실시에 의해 외국인에 의한 對日債券投資도 政府短期證券 및 환매채를 제외하고는 指定證券會社를 통하는 경우 大藏省에 대한 事前申告義務

가 없어지게 되었다. 이어 1984년에는 외국인 대일채권투자 절차 간소화, 일본내 지점을 둔 外國證券社 등의 國債引受 신디케이트단에의 참가 허용, 일부 외국은행에 대한 國채 딜링업무 인가, 1985년 在日外國銀行에 공공채 딜링업무 인가, 1986년 동경 역외시장개설 등에 의하여 외국인의 債券投資規模는 더욱 증가하였다. 取得基準으로는 1987년에 2,800억달러 상당을 투자하여 최고를 기록하였으며, 純增基準으로는 1991년의 213억달러가 최고치이다.

나) 海外 發行市場에의 進出

일본인이 해외자본시장에서 資金調達을 하는 경우 通貨別로 보면 外貨表示 外債와 거주자 유로엔채로 대별할 수 있다. 外貨表示 外債의 경우, 1959년 2월 미국에서의 國채공모 및 1960년 7월 고오베(神戸)製鋼의 사모사채 발행에 의해 시작되었으며, 그 후 發行機關으로는 정부기관 중심에서 民間企業 中心으로의 전환이 이루어졌다(<表 III-8> 참조). 起債는 주로 미국시장에서 이루어졌으나 1963년 7월 미국에서 금리평형세를 실시함에 따라 發行市場이 유러달러시장으로 옮겨지기도 했다.

1965~66년은 불황으로 外債發行이 저조하였고, 1972년 5월 이후로는 국제수지 흑자증대 때문에 발행이 보류되었다. 그 후 石油波動으로 국제수지가 악화되자, 國內金融緊縮의 효과를 깨뜨리지 않기 위하여 1973년 12월 外-外債 發行이, 1974년 11월에 外-內債 발행이 허용되었다.

外債發行 再開 直後는 유러달러채, 독일 마르크채, 스위스 프랑채가 주요 종목을 이루었다. 1978~83년간에는 스위스 프랑채가, 그 이후로는 유러달러채의 발행이 증가하였다. 發行形態別로는 석유파동 직후, 1977년까지 보통사채가 주류를 이루었으나, 그 후에는 轉換社債가 그리고 1982년에 warrant채가 발행된 후로는 warrant채가 주요 종목을 이루었다.

〈表 III-8〉 日本人에 의한 國外債券發行 自由化 推移

外貨表示外債	居住者 유러円債	國內債
1959. 2 國채발행	-	-
1960. 7 민간사모채 발행 (神戶製鋼)		
1961. 4 정부보증채 발행 (電電公社)	-	-
1962. 9 日立製作所, 해외 전환사채발행		
1971. 2 민간외채의 발행을 원칙적으로 금지		1979. 3 무담보 보통사채발행 적격기준 책정
1973.12 외화준비고 금감을 계기로 외채발행규제완화 ○ 단, 인가는 원칙적으로 「外-外」채에 한정하고 電力 등 의 공익사업법인 등은 예외 적으로 취급함.	1977. 3 해외에서 엔화 표시외 채의 발행을 용이하게 하기 위해 무역외거래의 省수를 개정 ○ 이에 의해 해외에서의 엔화 표시외채의 발행은 대장대신 의 인가를 득하면 가능하게 되었음	1979. 4 무담보 전환사채발행 인가
1974.11 「外-外」채 발행 해금	1984. 4 적채기준 설정	1981.12 비분리형 신주인수권 부사채발행인가
1980.12 신외환법 시행	1985. 4 보통사채발행	1985. 1 무담보 보통사채발행 인가
1985. 3 은행의 해외전환사채 발행인가	○ 비거주자 수입이자 등의 비 과세 조치	8 만기 15년 보통사채 발행
4 비거주자 수입이자 등의 비과세조치	7 국내무담보 전환 사채 적채기준완화와 동시에 거주 자 유러엔전환사채의 적채기 준완화	10 채권선물시장 창설
10 국내 무담보보통사채 의 적채기준완화에 따른 은 행무보증 외화표시 보통 사 채의 적채기준 완화	10 보통사채 및 신주인수 권부사채의 적채기준완화	12 분리형 신주인수권 부사채발행
11 전환사채발행	11 전환사채발행	
1987. 2 은행무보증 외화표시 보통사채 적채기준완화	1986. 4 FRN, Currency Conversion債 外 해금	
6 해외전환사채 및 신 주인수권부 보통사채 적채 기준완화	1987. 2 국내무담보 공모채의 적채기준완화에 따른 적채기 준완화	
	6 4년채 자유화	
	7 신용등급기준도입	
	○ 보통사채 및 BW: AA 이상 또는 A 및 순자산액 550억엔 ○ 전환사채: A 이상 또는 BBB 및 순자산액 550억엔	
1988. 4 비거주자 수입이자 등의 비과세조치 확대	1988. 4 비거주자 수입이자 등 의 비과세 조치확대	
1989. 7 국내보통사채의 적채 기준완화에 따른 적채기준 완화	1989. 7 국내보통사채의 적채 기준완화에 따른 적채기준완 화	1989. 7 국내보통사채의 적채 기준완화
	○ 보통사채 및 BW: AA 이상 또 는 A 및 순자산액 330억엔	
	○ 전환사채: A 이상 또는 BBB 및 순자산액 330억엔	

資料: 李元欽·金珞晋(1992), pp. 119~120.

居住者에 의한 유러엔채의 발행은 1980~82년에 오일머니의 도입을 위하여 中東市場에서의 발행에 한하여 인정되었으나, 産油國의 資金縮小 등으로 곧 발행이 중지되었다. 그 후 엔의 국제화를 촉진하기 위하여 거주자에 의한 유러엔채 발행의 적체기준이 설정되고, 非居住者에 대한 거주자 유러엔채의 이자 및 발행자금에 대한 과세가 1985년 4월부터 면제됨에 따라 1986년 이후 유러엔채가 다시 순조로히 발행되게 되었다. 특히 1990년 이후에는 株式市場의 저조로 유러시장에서의 달러 표시 주식관련채권의 발행이 곤란하게 되었기 때문에 유러엔채의 발행이 증대하고 있다.

1980년대 중반 이후 외화표시외채 및 거주자 유러엔채 발행이 급격히 자유화 되었는데 이는 엔화의 국제화가 진전되었을 뿐 아니라, 國內市場에서도 또한 사채발행의 무담보화, 新株引受權附社債의 도입 등 日本企業起債의 興件造成이 선행되었기 때문이다. 또한 자금수요의 변화에 더하여 外債發行 規制緩和, 통화스왑의 자유화, 내외금리차의 변화, 株價의 變動, 對外債券의 헤지를 위한 수요증가, 자금수요의 국제화 등도 외채발행의 증가를 설명하는 요인들이다. 발행액도 1980년대 후반부터 급속히 확대되어, 1992년 일본기업에 의한 外債發行額은 634억달러에 이르고 있다.

3. 長期資本 流出 推移

가. 概要

戰後 거주자의 대외투자는 國際收支의 악화를 염려하여 全面的으로 금지되었다가, 실질적으로 1951년부터 시작되었다. 그러나 1950년대 후반까지도 資本流出은 많지 않았다. 주요한 資本流出의 형태로는 <表 III-9>에서 보는 바와 같이 IMF, IBRD 등 國際機構에의 投資, 直接投資, 延拂輸出, 證券投資 등이 있다. 그 밖에 二國間 경제협력의 한 형태인 엔차관이 1958년에 시작되었다.

1960년대 일본의 자본유출은 수입자원의 확보와 수출시장의 확대에 따르는 '輸

出 密着型'으로 평가된다. 1960년대 중반부터 貿易去來의 확대와 貿易構造의 重工業化에 의한 연불신용과 타이드론이 증가하여, 對外投資 殘高에서 차지하는 연불수출의 비율은 1960년대 말까지는 장기자본의 반 이상을 차지하였다.

<表 III-9> 長期資本收支(流出)

(單位: 백만달러)

	資 産							其他	合計
	直接投資	延拂信用	借款	證券投資	株式		債券 等		
					株式	債券 等			
1965	77	243	115	0	-	-	11	446	
1966	107	401	149	1	-	-	48	706	
1967	123	481	221	4	-	-	46	875	
1968	220	586	237	3	-	-	50	1,096	
1969	206	674	336	1	-	-	291	1,508	
1970	355	737	628	62	-	-	199	2,031	
1971	360	863	594	195	-	-	219	2,231	
1972	723	324	1,684	1,188	-	-	1,101	5,020	
1973	1,904	1,048	3,038	1,787	-	-	691	8,468	
1974	2,012	672	1,136	141	△ 68	209	102	4,063	
1975	1,763	29	1,295	24	△ 31	55	281	3,392	
1976	1,991	571	1,525	146	△ 52	198	326	4,559	
1977	1,645	1,388	472	1,718	△ 39	1,757	24	5,247	
1978	2,371	142	6,299	5,300	80	5,220	760	14,872	
1979	2,898	△1,288	8,102	5,865	405	5,460	717	16,294	
1980	2,385	717	2,553	3,753	△342	4,095	1,409	10,817	
1981	4,894	2,731	5,083	8,777	240	8,537	1,324	22,809	
1982	4,540	3,239	7,902	9,743	151	9,592	1,994	27,418	
1983	3,612	2,598	8,425	16,024	661	15,363	1,809	32,459	
1984	5,965	4,937	11,922	30,795	51	30,744	3,156	56,775	
1985	6,452	2,817	10,427	59,773	995	58,778	2,346	81,815	
1986	14,480	1,836	9,281	101,977	7,048	94,929	4,521	132,095	
1987	19,519	535	16,190	87,757	16,874	70,913	8,829	132,830	
1988	34,210	6,939	15,211	86,949	2,993	83,956	6,574	149,883	
1989	44,130	4,002	22,495	113,178	17,887	95,291	8,313	192,118	
1990	48,024	△681	22,182	39,681	6,256	33,425	11,560	120,766	
1991	30,726	△3,928	13,097	74,306	3,630	70,676	7,245	121,446	
1992	17,222	△5,293	7,623	34,362	△3,012	37,374	4,048	57,962	

資料: 大藏省, 『國際金融局年報』, 各 年度.

6) 자금의 용도가 처음부터 한정되어 있는 대부로서 인팩트론과는 對照的인 대부이다. 특히 開發途上國으로의 貸付에 있어 그 차입금을 貸付國으로부터 設備 등의 輸入代金決濟에 사용하는 경우가 많다.

資本流出은 점차 증가하여 왔으나, 각종 流出規制의 완화·폐지와 더불어 본격적인 유출이 시작되었다. 對外株式·債券投資는 1970년 4월부터 규제가 완화되었고, 1970년 12월에는 아시아開發銀行債의 발행을 시작으로 국제기관에 의한 엔표시 외채의 기채가 활발하게 되었다. 延拂 이외의 중장기 수출신용인 일본 輸出入銀行의 Bank Loan은 1966년부터, Buyer's Credit는 1969년부터, 외국환은행의 Bank Loan은 1970년 경부터 인정되었다. 한편, 外國換銀行의 중장기 現地貸付는 1970년대 들어 증가하였다.

이와 같은 資本流出 規制緩和의 배경에는 일본의 國際收支가 흑자기조가 된 점과 日本企業側의 국제화 요청이 있었고 또 外貨 減縮이라는 측면도 있었다. 그 후에도 자본유출은 계속 증가하였는데, 특히 1980년 12월의 新外換法 시행 후의 증대는 괄목할 만하다.

對外 長期資産 구성의 변화를 살펴보면, 戰後 1960년대 말까지 큰 비중을 차지 하였던 延拂信用의 비율이 감소하고 1970년대에는 借款, 證券投資, 直接投資의 비중이 높아졌다. 차관의 경우, 1970년 경까지는 엔차관, 그 후는 Bank Loan이 증가 하였으며, 특히 1972~73년에는 Syndicated Loan 조성이 이어졌다. 直接投資의 경우는 1969년 9월부터 자유화의 진전으로 증가하였으며, 특히 1980년대 후반부터의 직접투자의 신장도 컸다.

나. 對外直接投資

對外直接投資는 1951년 商社 등에 의한 美國 販賣會社의 설립을 시작으로 최초에는 동남아시아 鑛山開發用과 美國의 販賣現地法人의 설립이 중심이었으나, 그 후 중남미의 제조업에 대한 투자도 증대하였다. 그러나 전체적으로는 1960년대까지 미미하였다.

그 후 일본의 국제수지 흑자와 OECD 가입에 의한 自由化 要求에 더하여 黒字減縮對策(外貨貸付制度의 創設 등), 자원개발 수입의 필요성, 국내 노동력 부족, 국내에서의 立地難 등의 이유로 해외에서 對外直接投資의 自由化가 요망되었다. 따

라서 1969년 10월부터 1972년 6월 사이에 4단계로 자유화가 이루어져 원칙적으로 100% 자유화되었다.

<表 III-10> 對外直接投資의 業種別 分類

(單位: 건, 백만달러, %)

	1990			1991			1992			1951~92 누계		
	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비
<제조업>												
식량	139	821	1.4	113	632	1.5	99	517	1.5	1,983	5,234	1.4
섬유	200	796	1.4	242	616	1.5	311	428	1.3	2,387	5,043	1.3
목재	86	314	0.6	44	312	0.8	66	431	1.3	941	3,711	1.0
화학	161	2,297	4.0	115	1,602	3.9	123	2,015	5.9	2,285	14,558	3.8
철·비철	137	1,047	1.8	124	907	2.2	115	824	2.4	2,268	12,040	3.1
기계	135	1,454	2.6	129	1,284	3.1	129	1,104	3.2	2,565	10,320	2.7
전기	269	5,684	10.0	209	2,296	5.5	179	1,817	5.3	3,582	24,473	6.3
운송	100	1,872	3.3	60	1,996	4.8	60	1,188	3.5	1,201	14,065	3.6
기타	301	1,207	2.1	302	2,666	6.4	236	1,732	5.1	3,975	14,537	3.8
소계	1,528	15,486	27.2	1,338	12,311	29.6	1,318	10,057	29.5	21,187	103,981	26.9
<비제조업>												
농·임업	64	153	0.3	86	276	0.7	51	139	0.4	1,376	1,773	0.5
어·수산업	38	61	0.1	39	72	0.2	25	91	0.3	849	900	0.2
광업	100	1,328	2.3	90	1,003	2.4	80	1,270	3.7	1,460	18,812	4.9
건설업	61	300	0.5	49	429	1.0	42	534	1.6	1,194	3,353	0.9
상업	804	6,156	10.8	742	5,247	12.6	577	3,705	10.9	15,867	40,268	10.4
금융·보험업	233	8,047	14.1	167	4,972	12.0	194	4,579	13.4	2,748	74,869	19.4
서비스업	1,004	11,292	19.8	790	5,413	13.0	615	6,530	19.1	6,926	46,610	12.1
운수업	343	2,169	3.8	315	2,489	6.0	255	1,725	5.1	4,839	21,652	5.6
부동산업	1,637	11,107	19.5	922	8,899	21.4	555	5,147	15.1	7,916	59,895	15.5
기타	2	8	0.0	1	10	0.0	-	-	-	3,146	7,533	1.9
소계	4,286	46,620	81.9	3,201	28,809	69.3	2,397	23,720	69.5	46,321	275,666	71.3
지점설치·확장	49	806	1.4	25	464	1.1	26	360	1.1	1,495	6,289	1.6
부동산	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2,538	595	0.2
합계	5,863	56,911	100.0	4,564	41,584	100.0	3,741	34,138	100.0	71,541	386,530	100.0

資料: 大藏省, 『國際金融局年報』, 1993.

<表 III-11> 對外直接投資의 地域別 分類

(單位: 건, 백만달러, %)

	1990			1991			1992			1951~92 누계		
	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비	건수	금액	구성비
미국	2,269	26,128	45.9	1,607	18,026	43.3	1,170	13,819	40.5	25,721	162,373	42.0
캐나다	157	1,064	1.9	107	797	1.9	88	753	2.2	1,476	7,207	1.9
북미계	2,426	27,192	47.8	1,714	18,823	45.3	1,258	14,572	42.7	27,197	169,580	43.9
멕시코	14	168	0.3	13	193	0.5	14	60	0.2	301	2,127	0.6
파나마	206	1,342	2.4	19	1,55	3.7	141	938	2.7	4,186	18,739	4.8
브라질	15	615	1.1	16	171	0.4	40	464	1.4	1,517	7,195	1.9
기타	104	1,503	2.6	71	1,416	3.4	112	1,264	3.7	1,790	18,486	4.8
중남미계	339	3,628	6.4	290	3,337	8.0	307	2,726	8.0	7,794	46,547	12.0
말레이시아	169	725	1.3	136	880	2.1	111	704	2.1	1,756	4,815	1.2
싱가포르	139	840	1.5	103	613	1.5	100	670	2.0	2,762	7,837	2.0
태국	377	1,154	2.0	258	807	1.9	130	657	1.9	2,853	5,887	1.5
인도네시아	155	1,105	1.9	148	1,193	2.9	122	1,676	4.9	2,143	14,409	3.7
홍콩	244	1,785	3.1	178	925	2.2	154	735	2.2	4,075	11,510	3.0
대만	102	446	0.8	87	405	1.0	48	292	0.9	2,535	3,247	0.8
한국	54	284	0.5	48	260	0.6	28	225	0.7	1,923	4,623	1.2
중국	165	349	0.6	246	579	1.4	490	1,070	3.1	1,595	4,472	1.2
기타	94	366	0.6	73	274	0.7	86	396	1.2	1,538	3,080	0.8
아시아계	1,499	7,054	12.4	1,277	5,936	14.3	1,269	6,425	18.8	21,180	59,880	15.5
중동계	1	27	0.0	10	90	0.2	16	709	2.1	366	4,231	1.1
영국	270	6,806	12.0	222	3,588	8.6	197	2,948	8.6	2,553	29,134	7.5
프랑스	171	1,257	2.2	132	817	2.0	82	456	1.3	1,542	5,249	1.4
독일	134	1,245	2.2	119	1,115	2.7	65	769	2.3	1,371	6,574	1.7
기타	381	4,986	8.8	330	3,851	9.3	273	2,888	8.5	3,379	34,740	9.0
유럽계	956	14,294	25.1	803	9,371	22.5	617	7,061	20.7	8,845	75,697	19.6
아프리카계	70	551	1.0	76	748	1.8	23	238	0.7	1,557	6,813	1.8
호주	407	3,669	6.4	261	2,550	6.1	174	2,150	6.3	3,195	20,763	5.4
뉴질랜드	46	231	0.4	32	236	0.6	24	67	0.2	427	1,228	0.3
기타	119	266	0.5	101	492	1.2	53	189	0.6	980	1,791	0.5
대양주계	572	4,166	7.3	394	3,278	7.9	251	2,406	7.0	4,602	23,782	6.2
전세계	5,939	56,911	100.0	4,564	41,584	100.0	3,741	34,138	100.0	71,541	386,530	100.0

資料: 大藏省, 『國際金融國年報』, 1993.

1973년 석유파동 후의 일시적 停滯期를 지나, 1970년대 후반의 円高期에 다시

대외직접투자가 증대하였는데, 특히 1980년의 新外換法 시행 후에 현저하게 증대했다. 1980년대 후반의 円高期에는 對外直接投資가 더욱 증가하여 1990년에는 대외투자 가운데 직접투자가 가장 큰 비중을 차지하게 되었는데, 그 배경에는 貿易摩擦의 回避, 円高에 대한 對應, EC經濟統合에의 對應, 金融國際化, 對外不動産投資의 증가가 있었다(〈表 III-9〉 참조).

業種別로는 1951년부터 1992년까지의 누계를 기준으로 非製造業部門이 71.3%, 製造業部門이 26.9%를 차지하며, 비제조업 부문에서는 특히 金融保險業, 不動産業의 비중이 크다(〈表 III-10〉 참조). 地域別로는 북미 특히 對美投資가 전체의 42%를 차지하며, 유럽이 19.6%, 아시아가 15.5%, 중남미가 12%를 차지하고 있다(〈表 III-11〉 참조).

다. 證券投資⁷⁾

1) 株式市場

가) 海外 流通市場에의 進出

일본인의 對外證券投資는 1970년대 이전까지는 原則적으로 금지되어 있었다. 1970년에 들어 投資信託과 保險會社 등에게 제한적으로 해외투자를 허용하기 시작하였다. 그러나 國際收支黑字, 外換保有高의 급증을 배경으로 OECD로부터의 資本自由化 요청에 대처하기 위해 1971년 6월에 「一般投資家에 의한 外國證券投資의 自由化에 대하여」란 조치를 통하여 본격적인 외국 株式流通市場에의 투자가 허용되었다. 이 조치에 의해 外國證券取得의 금액한도가 폐지되었고 일반인의 外國證券投資가 허용되었으나 投資對象證券은 처음에는 뉴욕, 런던, 파리, 프랑크푸르트, 암스테르담, 시드니, 취리히, 토론토의 8개 시장으로 제한되었다.

그 후 1971년 11월에는 증권회사의 자기계정에 의한 外國上場證券取得을 허용

7) 李元欽·金瑑晉(1992) 참고.

하였으며, 1972년 2월에는 信託銀行, 1973년 3월에는 은행의 外國上場證券取得을 허용하였다. 또한 1972년 5월에는 거주자에 의한 외국비상장증권의 취득을 자유화하는 내용을 포함한 「對外證券投資의 擴大 및 日本資本市場의 國際化를 위한 諸施策에 대하여」를 발표하였다. 이어서 同年 11월에는 外國投資信託證券의 일본내 판매자유화 조치가 취해졌다. 또한 一般投資家가 투자할 수 있는 對象證券에 대한 규제가 1977년 6월부터 철폐되어 證券業協會가 同協會 회원이 취급할 수 있는 외국증권의 범위를 지정함에 따라 모두 23개 시장으로 확대되기에 이르렀다. 그리고 1980년의 新外換法에 의해 日本居住者가 외국증권 취득시 指定證券會社를 경유하는 경우 사전신고의무가 철폐되었다.

이러한 外國株式投資 自由化 推移에 맞추어 1972~73년에 걸쳐 일본인에 의한 외국주식취득 규모가 급증하다가, 석유파동에 의해 1974~78년간의 沈滯期를 거쳐 1979년 이후 다시 증가하기 시작하여 1989년 取得基準으로 970억달러, 純增基準으로 179억달러를 정점으로 1992년에는 取得 333억달러, 純減少 30억달러를 기록하고 있다.

나) 發行市場의 開放

發行市場의 개방은 1972년 5월에 대장성이 발표한 「對外證券投資의 擴大 및 日本資本市場의 國際化를 위한 諸施策에 대하여」에 의하여 이루어졌다. 이 지침에서는 公募의 경우 企業財務內容의 公示義務를 부과하고, 私募의 경우에는 공시를 하지 않고, 대신 일정 기관투자자에 한정하고 있으며, 外國市場에서 신규로 공모된 증권을 일본투자자가 취득할 수 있는 양은 원칙적으로 當該證券 發行額의 2분의 1을 한도로 할 것을 규정하고 있다. 1972년 10월 미국의 GTE社가 보통주 75만 주를 공모함으로써 일본 최초의 外國企業에 의한 일본내 外國株式公募를 기록하였으나 실질적으로 발행이 본격적으로 이루어지기 시작한 것은 1984년 이후라고 하겠다.

한편 발행된 외국주식의 일본내 유통을 원활하게 하기 위한 조치의 하나로서 외

국주식의 일본증권거래소 상장이 추진되었다. 이러한 배경하에 1973년 2월 증권거래심의회는 『證券市場의 國際化에 따른 證券關係法制的 整備에 대하여』라는 보고서를 통하여 대체결제제도에 의한 외국주식의 상장을 주장하였고, 이에 따라 東京證券去來所에서 1973년 7월 外國株 上場要綱을 발표하여 外國株式의 日本 證券去來所 上場制度를 정비하였다. 외국주 상장제도 관련 제도 및 법령이 정비된 직후인 1973년 12월 들어 다우 케미컬, GTE, IUI, 시티코프, 퍼스트 시카고, 파리바 등 6개 기업이 외국 주식으로서는 처음으로 東京證券去來所에 상장되었다.

2) 債券市場

가) 海外 流通市場에의 進出

일본인의 外國債券投資는 주식과 마찬가지로 1970년까지는 엄격히 금지되어 있었다. 1970년 2월 投資信託會社들에 대해 1억달러를 한도로 외국증권의 편입을 인가한 것이 對外債券投資의 호시가 되었다. 對外債券投資의 자유화는 시기적으로나 허용범위 확대면에서 對外株式投資 개방과 거의 같은 맥락에서 진행되었다 (<表 III-7> 참조). 이는 外換保有高의 충분한 뒷받침 및 OECD의 資本自由化 要請에 기인한 바가 크지만 자국민 투자자 보호 및 투자한도관리에 대한 法的·制度的 整備가 선행되었기 때문으로 해석된다.

對外債券投資는 1986년부터 크게 증가하기 시작하여 取得基準으로 1989년 1조 6,837억달러, 純增基準으로도 역시 1989년의 940억달러를 정점으로 1992년에는 取得基準 1조 278억달러, 純增基準으로는 356억달러를 기록하고 있다.

나) 發行市場의 開放

외국인에 의한 일본 資本市場에서의 채권발행은 円貨表示外債, 外貨表示外債(소군본드)로 대별된다. 이 중 円貨表示外債는 円貨表示 公募債(사무라이본드)와 円

貨表示 私募債(시보사이)로 나뉜다.

〈表 III-12〉 非居住者에 의한 外債發行自由化 推移

엔화표시외채		외화표시외채	비거주자 유러엔채
사무라이본드	시보사이	쇼군본드	
1970.12 아시아 개 발은행채 발행			
1972. 5 발행자 적 격기준 마련	1972.11 페어웨이던 커즈社, 회사채발 행		1977. 5 구주투자 은행(EIB)채 발 행
1979. 3 시어즈로 빅사 회사채발행			
1981. 2 시장관리 규정제정	1981. 6 시장운영기 준 제정		
○ 발행자격자, 발 행금액한도 등	1983. 7 발행자적격 기준 제정		
1984. 4~6 발행 자격자 범위확대	1986. 2 『No Return Rule』 ¹⁾ 폐지	1985. 8 세계은행채 발행	1984.12 발행자 범 위확대(외국민간 기업) 및 발행기 준완화
○ 국제기관채 및 공공채: AAA→ AA→A		1985.12 엔화표시 외채발행기준준용	
1986. 4 민간채 발 행시도 신용등급 기준만 적용	1986. 4 신용등급시 스템도입		1986. 4 민간채 발 행시도 신용등급 기준만 적용
○ A등급 이상	1986.11 『3분의 1 규칙』 ²⁾ 완화		○ A등급 이상
1989. 7 발행금액 상한, 만기상한 제한의 폐지		1989. 4 해외민간기 업의 공모전환사 채발행에 관한 기 채기준 제정	1986. 6 외국상업 은행의 발행허가 1986.12 東京域外 市場(JOM) 개설 1989. 6 신용등급 제한 및 만기제 한 철폐

註: 1) 사무라이본드를 발행한 실적이 있는 자는 시보사이를 발행할 수 없다는 규칙.

2) 시보사이의 발행금액은 사무라이본드 발행금액의 3분의 1을 초과할 수 없다는 규칙.

資料: 李元欽·金瑤晋(1992), pp. 87~88.

외국인에 의해 일본에서 발행된 최초의 채권은 1970년 12월에 발행된 아시아開發銀行債(사무라이 본드)였다. 私募債(시보사이) 發行의 최초는 1972년 11월 페어웨이 던커즈社에 의한 발행이 최초였다. 외국인에 의한 일본내 債券發行市場의 개방에는 발행자 適格基準이 가장 중요한 요인이라고 할 수 있는데, 사무라이 본드의 경우 1970년대 초반, 私募債의 경우 1980년대 초반, 쇼군본드 및 非居住者 유러엔채의 경우 1980년대 중반에 발행자 適格基準이 제정되었다.

円貨表示外債는 제1차 석유파동 후 1976년까지는 발행이 저조했다. 그러나 1977년 후반부터 金利低下에 따른 엔화표시 外債發行이 증대하기 시작하였다. 엔화표시 외채는 엔화표시 공모채의 市場運營 規則이 정해진 1981년 이후 증가하였고, 1984년에는 발행규칙이 완화되어 1984~85년 2년간의 발행액이 1조엔을 초과할 정도였다. 그러나 1985~86년에 非居住者 유러엔시장의 자유화가 진전되어, 1986년부터는 엔화표시 外債發行은 감소하였다. 그것은 엔화표시 公募債가 公示制度 등 때문에 비거주자 유러엔채에 비하여 기동적 발행이 곤란한 등의 이유 때문이었다. 또 엔화표시 외채 등의 발행은 경제상황뿐 아니라, 新商品開發 認可 등에 의해서도 영향을 받았다.

비거주자의 東京市場에서의 外貨表示 外債(쇼군채)의 발행은 1985년 8월의 세계은행채 발행이 최초였다. 그 후 외채발행은 계속 저조하였으나, 1989년 이후는 외화표시 轉換社債의 발행과 고금리의 Reverse Dual債⁸⁾의 발행, 1991년 2월의 외화표시 자산의 換危險을 별도의 통화로 헤지하는 他通貨헤지 解禁도 있어, 발행은 증대하였다.

이와 같이 일본이 1980년대에 본격적인 對內 債券發行市場 開放措置를 취할 수 있었던 것은 日本債券流通市場의 정비 및 엔화의 국제화, 東京域外市場의 설립 등 債券發行市場의 개방을 위한 基盤造成努力이 있었기 때문이다.

4. 短期資本去來의 推移

8) 買入·償還은 엔표시로, 利子支拂은 外貨表示로 하는 債券.

가. 概要

短期資本收支에는 기간 1년 이내의 자본거래 및 기간이 정해져 있지 않고 단기적인 성격을 가진 자본거래 가운데 金融計定에 속하지 않는 거래의 유출입이 나타난다. 주로 貿易信用(延拂輸入, 輸出先受金, 유산스 등)과 現先去來(RP), 短期證券, 外貨預金 등이 포함되어 있다.

민간 短期資本移動은 1950년에 시작하여 貿易信用이 중심이 되어 1970년대 후반까지 계속되었다. 1979년 5월 비거주자에 의한 現先去來 자유화 이후 現先中心의 증권투자가 적극적으로 행하여지고, 1980년대 후반 이후, 現先去來 이외의 短期證券去來도 활발하게 되었다. 최근에는 現先去來가 대량으로 유입된 1988년을 제외하고, 증권투자는 대량의 流出構造를 이루고 있다.

1984년 5월에는 거주자의 단기 유러엔 차입이 자유화되어 1986년 이후에는 日本企業의 資金需要에서 해외로부터의 단기 유러엔·임팩트론의 輸入(借款)이 급증함으로써 차관의 유입초과가 대단히 많아져, 1987~90년까지 短期資本收支의 黒字가 매우 컸다. 그러나 1991년 이후에는 상황이 반전되어 大量的의 流出을 보이고 있다.

나. 外國換銀行의 對外短期去來

外國換銀行의 對外去來는 1950년에 일본의 은행과 외국 은행간에 거래(correspondent)계약이 인정되며 시작되었다. 1952년 6월 외국환은행의 외화보유가 인정되었으며, 동년 9월에 海外支店 설치가 인정되었다. 외국은행 유산스(usance)는 1953년 5월, 국내은행 유산스(usance)는 1954년 11월에 개시되어 차차 外國換銀行의 活動範圍가 확대되었다. 1960년 7월 경상거래 등 對外去來에 엔화 사용이 허용되었으며 동시에 비거주자 자유엔 계정 허용으로 부분적이지만 엔의 交換性이 회복되었다. 자유엔 예금은 해외에서의 선물 거래에 따른 金利裁定去來의 형태로 상당히 유입되었다.

1960년대 중반이 되자, 短期資金導入은 外國換銀行의 건전성 유지라는 관점뿐 아니라, 短期資金의 엔 전환이 국내금융에 미치는 영향 때문에 크게 문제시되었다. 따라서 1961년 7월에 지나친 導入競爭에 의해 금리가 올라가는 것을 방지하기 위해서 도입금리의 誘導政策을 시행하였다. 또 短期資金 流入調整과 外國換銀行의 건전성을 위하여 1962년 6월에 外貨準備預金制度가 실시되어 외화채무 등에 대한 준비금 보유가 義務化되었다(1972년 5월 폐지). 1968년 2월에는 외국환은행의 해외도입 단기자금의 円轉換規制⁹⁾를 실시하였다.

엔 전환규제는 그 후, 1971년 9월에 강화되어 對外債務殘高規制, 自由円 殘高規制와 함께 법제화되었다. 이러한 短期資本 流入規制의 목적은 1971년 8월의 제1차 변동환율제 이행 후, 엔의 대폭 절상을 피하기 위해 대내자본유입을 저지하려는 것이었다. 円轉換規制는 그 후 國際收支의 상황에 맞추어 규제의 완화와 강화가 반복되어 1973년 石油波動이 일어나자 12월에는 本支店 計定 이외의 비거주자 자유엔 계정이 円轉換規制에서 빠졌다. 또 비거주자 자유엔 예금계정에 대한 增加額 準備率이 1972년 6월에 설정되었지만, 短期資本流入 規制強化와 緩和에 따라 인상되거나 인하되었다. 円轉換規制는 1977년 6월에 直物持高規制로 바뀌었다가 1984년 6월에 폐지되었다. 이것은 變動換率制로의 移行과 資本移動 自由化에 의해 규제 의 의미가 없어졌기 때문이다.

外國換銀行의 短期現地貸付, 現地保證은 1960년 8월에 개시되어 일본은행에 허가사무가 위임되었다. 외국으로부터의 無擔保 借入의 限度規制도 폐지되었다. 1970년 경까지는 現地貸付의 대부분이 단기 現地貸付였다. 1973년 가을의 石油波動 후, 短期 現地貸付를 1974년 6월 말 잔고에서 정지하도록 大藏省이 지도한 결과 대체관계에 있는 해외절 공여의 B/C 유산스(usance)가 增加하여 1974년 8월에는 B/C 유산스(usance)에 대해서도 규제하기 시작하였다. 그 후 석유파동의 영향이 진정되어 감에 따라 단기 현지대부의 범위도 조금씩 확대되었다.

9) 内外金利差 때문에 해외로부터의 조달금리가 낮을 때, 해외로부터 調達한 外貨資金을 엔으로 전환하여 운용하는 것을 円轉換이라고 한다. 円轉換規制는 外國換銀行의 외환거래의 健全性 確保과 外換投機를 방지할 목적으로 궁극적으로 외국환은행의 외환포지션을 限度規制하는 것을 말한다.

1980년의 新外換法 시행에 수반하여, 外貨表示 임팩트론이 자유화되고, 국내의 기업 등은 유러시장금리에 연동된 短期 임팩트론을 자유로이 도입하는 것이 가능하게 되었다. 그 결과 新外換法 시행 직후에 단기의 外貨表示 임팩트론 잔고는 외국환은행 기준으로 25.5억달러였으나 1989년 6월에는 2,162억달러로 대폭 증가했다. 이와 같이 단기의 對外去來도 金利와 換率豫想에 더하여 규제 변경에 의해 크게 영향을 받아왔다.

1980년대에 들어 금융의 自由化·國際化의 진전에 의해, 外國換銀行의 단기 자산·부채가 모두 급증했다. 특히 直物持高規制가 폐지되어 유러거래가 자유화되고 東京域外市場이 창설된 1980년대 후반의 증가가 현저하였다.

다. 短資流入 急增에 대한 對應策의 事例

短期資本收支가 대폭 흑자를 보였던 시기는 1971~73년, 1979~81년, 1987~89년 등이다. 1984년 円轉規制가 폐지되기 전까지는 円轉규제에 의하여 黑字管理를 하였고, 円轉규제가 폐지된 후인 1987~89년에는 대폭적인 短期資本收支 黑字에도 불구하고 長期資本收支의 大幅인 赤字로 종합수지가 적자를 보였다.

1977~78년에 단기수지는 대폭적인 흑자가 아니었으나 短期資金의 유입이 눈에 띄게 되었다. 이에 따라 1978년 3월 投機資金의 流入을 억제하기 위한 일반적 금융수단에 의한 긴급 임시 조치로서 「非居住者 自由円 計定の 増加額에 대한 準備率의 引上」과 「非居住者에 의한 殘存期間 5年 1個月 以內的 債券取得 禁止」 조치가 취해졌다.

海外短期資金流入의 한 요인이 되는 비거주자 자유엔계정의 잔고는 外換市場 現先 스프레드의 확대 경향 등을 반영하여 1977년말 경부터 그 증가가 눈에 띄어 1978년에는 그 경향이 더욱 두드러졌다. 이것이 결과적으로 外換市場에서 엔고를 일층 조장하는 것이 되었기 때문에 이 債務에 대한 증가액 準備率을 종래의 50%에서(1977년 11월 시행) 100%로 인상하고 3월 18일부터 실시하였다. 즉 1978년 2월 1일부터 1978년 2월 28일까지의 平均殘高를 増加額 計算의 基準이 되는 殘高로 하

고 그것을 초과하는 분에 대해서는 100%의 準備率이 과해졌다. 비거주자 자유엔 계정에 대해서는 1977년 6월부터 그 殘高에 대해 0.25%의 準備率이 外貨債務의 준비율과 마찬가지로 설정되어 동년 11월 새로이 50%의 증가액 準備率이 追加設定되어 있었는데, 시세의 動向 등을 고려하여 그것을 100%로 인상한 것이다.

해외로부터의 短期資金 流入은 자유엔예금의 증가를 통한 것 이외에, 비거주자에 의한 債券取得의 增加라고 하는 경로가 있다. 1977년 가을 이래의 엔고국면에서 비거주자의 短期證券取得이 급증했기 때문에 政府短期證券에 대해서는 1977년 11월 전면적인 公募停止措置가 강구되었다. 그러나 1978년에 들어 엔고와 國內金利引下가 예상되어 非居住者の 債券投資가 다시 급증하고 이것이 현물 엔시세의 증가를 가속시키는 경향이 현저해졌기 때문에 短期國債의 公募停止뿐만 아니라 비거주자가 元金 償還日까지의 기간이 5년 1개월 이내의 엔표시 채권을 거주자로부터 취득하는 것도 원칙적으로 금지시켰다. 이러한 규제는 1979년에 들어 外換時勢가 비교적 안정된 추이를 보이게 되면서 1월 이후 서서히 완화되어 2월에는 완전 철폐되었다.

5. 外換制度

앞에서 살펴본 資本去來에 대한 OECD의 분류는 모든 거래를 망라하고 있다. 이들 거래를 논의의 전개상 큰 분류로 묶어보면 直接投資, 證券投資, 그리고 外換去來로 나눌 수 있다. 즉 直接投資와 證券投資를 제외한 나머지 대외거래는 궁극적으로 좁은 의미의 外換去來로 분류될 수 있다. 한편 직접투자와 증권투자도 결국 외환거래에 의하여 이루어지기 때문에 넓은 의미의 외환거래는 모든 자본거래를 포괄한다고도 볼 수 있다. 여기서는 1980년의 新外換法の 내용을 통해서 포괄적인 의미에서의 외환거래에 대한 규제가 어떻게 변화하였는가를 살펴보기로 한다¹⁰⁾.

가. 新外換法

10) 大藏省, 『國際金融局年報』 참고.

1980년 12월에 시행된 新外換法은 외환관리체계를 원칙금지에서 원칙자유로 획기적으로 변환시킨 법으로 현재까지 日本의 外換管理體系의 골격이 되고 있다. 從來의 外換法이 부족한 외화를 일본경제의 부흥에 유효하게 이용하고자 외환을 '관리'해 왔던 것에 비하여 新外換法은 그 동안의 일본의 경제성장과 국제금융환경의 변화에 걸맞게 '대외거래의 정상적인 발전을 기하고, 국제수지의 균형 및 통화의 안정을 꾀하는' 것을 일차적인 목표로 하고 궁극적으로는 '일본경제의 건전한 발전에 기여하기' 위하여 필요한 경우 최소한의 '관리 또는 조정'을 시도하는 것을 목적으로 하고 있다.

나. 資本去來

1) 資本去來의 定義

資本去來는 經常去來와는 달리 「비교적 용이하게 급격한 大量의 去來가 이루어지기 쉽다」는 성격을 가지고 있다. 따라서 일반적으로 자유화시키더라도 그 성격상, 특히 短期資金을 중심으로 이들 자금이 錯亂的으로 이동할 경우에는 이를 유효하게 규제할 근거를 마련할 필요가 있다. 이런 이유로 改正法에서는 資本去來 가운데 특히 규제의 대상이 되어야 할 것을 구체적으로 열거하여, 法律上 資本去來는 그 열거한 것을 가리키는 것으로 정의하고 있다. 法 第20條에 열거된 자본거래는 다음과 같다.

- ① 거주자와 비거주자간의 預金契約 또는 信託契約(예금계약에는 일반기업간의 예금계약도 포함)
- ② 거주자와 비거주자간의 金錢의 貸借契約 또는 債務保證契約
- ③ 거주자와 비거주자간의 대외지불수단 또는 채권의 매매(외화 혹은 환어음 등의 매매 또는 채권의 팩토링 등의 거래)
- ④ 거주자간의 外貨에 의한 去來(외화예금, 외화에 의한 대차, 대외지불수단과 외화표시채권의 매매, 엔표시 채권 또는 물품 등을 매매하고 외화로 결제하

는 경우)

- ⑤ 거주자에 의한 비거주자로부터의 外貨證券의 取得 및 비거주자에 의한 거주자로부터의 증권 취득
- ⑥ 거주자의 外國에서의 證券 發行·募集, 거주자의 국내에서의 외화증권 발행·모집, 비거주자의 국내에서의 증권 발행·모집
- ⑦ 비거주자의 외국에서의 엔화표시 또는 엔화로 지불되는 증권(유러엔채) 발행·모집
- ⑧ 거주자에 의한 외국부동산 또는 그에 관련된 권리의 취득, 비거주자에 의한 국내 부동산 또는 그에 관련된 권리의 취득
- ⑨ 법인의 국내에 있는 사무소와 해외지점 또는 해외주재원 사무소간의 資金의 授受로서, 그 원인행위가 預金, 信託 및 貸借에 의한 것 이외의 경우
- ⑩ 이상에서 記述한 자본거래에 준하는 거래에 대해서는 규제의 필요성이 생긴 단계에서 政令에서 규제의 대상이 될 수 있도록 규정하고 있다.

2) 資本去來에 대한 規制

改正法에서는 이상에서 정의한 資本去來에 대하여 원칙적으로는 자유로운 거래를 인정하지만 유사시에는 허가를 받도록 규제하고 있다(有事規制). 유사시에 대한 규정으로는 ① 日本의 國際收支 均衡의 유지를 어렵게 하는 경우 ② 엔화 환율에 급격한 변동을 가져오게 되는 경우 ③ 외국과의 大量의 資金移動에 의해 일본 금융시장, 자본시장에 악영향을 미치게 되는 경우를 들고 있다. 그런데 이들 규정의 구체적 기준에 대해서는 정해진 바가 없고 그때그때의 經濟政勢와 國際金融政勢 등을 종합적으로 판단하여 결정하는 구조를 갖고 있다.

有事規制 외에 平時에도 대장대신에게 사전신고를 하게 되어 있는 거래로는 다음과 같은 거래가 있다: ① 거주자와 비거주자간의 金錢의 貸借契約(대외직접투자에 해당하는 것은 제외); ② 外國法人이 證券을 발행·모집하는 것에 대하여 해당 외국법인에 대한 거주자의 비거주자에 대한 보증; ③ 거주자에 의한 비거주자로부터

터의 外貨證券의 取得(대외직접투자에 해당하는 것은 제외): ④ 비거주자에 의한 거주자로부터의 증권의 취득: ⑤ 거주자에 의한 對外直接投資(경영지배를 목적으로 한 외국법인이 발행하는 주식의 취득, 외국법인에 대한 대부, 해외지점의 설치자금의 송금 등): ⑥ 거주자에 의한 외국에서의 증권의 발행·모집 또는 국내에서의 외화증권의 발행·모집: ⑦ 비거주자에 의한 국내에서의 증권의 발행·모집: ⑧ 비거주자에 의한 일본내 부동산 또는 이에 관련된 권리의 취득.

위의 申告去來에 대하여 ①의 貸借契約 가운데 거주자에 의한 비거주자로부터의 借入契約 및 ②와 ③의 포트폴리오 투자를 제외하고 대장대신은 申告된 資本去來의 내용을 심사하여 다음의 네 가지에 해당하는 경우에는 政令에서 정하는 바에 따라 該當 資本去來의 내용의 변경 또는 중지를 권고할 수 있다. 첫째, 國際金融市場에 악영향을 미치고, 日本의 國際的 信用을 잃게 할 경우, 둘째, 日本 金融市場과 資本市場에 악영향을 미칠 경우, 셋째, 일본의 특정 산업부문의 사업활동, 기타 일본경제의 원활한 운영에 악영향을 미치게 될 경우, 넷째, 일본이 체결한 조약, 기타 국제약속의 성실한 이행을 방해하고 國際的 平和 및 安全을 손상하며 公共의 秩序 維持를 방해하는 경우. 만일 신고자가 대장대신의 권고를 따르지 않을 경우에는 大藏大臣은 명령을 내릴 수 있으며, 명령을 좇지 않을 경우에는 벌칙을 적용하게 되어 있다.

이 밖에 항상 大藏大臣의 許可를 받아야 하는 거래로는 다음과 같은 거래가 있다: ① 거주자와 비거주자간의 예금 또는 신탁: ② 거주자와 비거주자간의 對外支拂手段 또는 채권의 매매: ③ 居住者間의 外貨去來(거주자간의 외화예금, 대외지불수단의 매매 등): ④ 비거주자에 의한 유러엔채의 발행. 이러한 資本去來를 規制하는 理由로는 예를 들면, 해외예금의 경우에는 일단 예금된 자금을 대해서는 용도에 대한 실태파악이 곤란하고, 다른 규제를 벗어날 염려가 있기 때문이다. 對外支拂手段 등의 賣買에 대해서는 外國換業務의 일부이고, 외국환 은행제도와와의 관계를 고려함과 함께 적정한 외환시장을 형성한다고 하는 관점에서 去來의 一方을 원칙적으로 외국환은행으로 할 필요가 있기 때문이다. 또 유러엔채에 대해서는 비거주자가 해외에서 행하는 행위이지만, 종래부터 당해통화의 주권국의 양해

를 얻는 것이 국제적 관행으로 되어 있어 이에 따라 허가를 요하게 되어 있다.

다. 役務去來

役務去來는 貿易外 經常去來로서 서비스의 이동을 수반하는 거래 및 국가간 화물의 이동을 수반하는 화물의 매매에 관한 거래(중개무역)를 지칭한다. 구체적으로는 운수, 보험, 은행업무, 기술, 공사청부, 중개, 代理 기타 勞務 또는 便益의 提供을 목적으로 하는 役務去來, 仲介貿易을 들 수 있다. 役務去來에 있어서 허가를 요하는 것은 ① 핵연료물질 또는 핵원료물질 등에 관련된 역무거래 ② 광업권의 移轉에 관련된 역무거래 ③ 우주개발에 관한 기술을 제공하는 역무거래 ④ 국제적 약속의 성실한 이행 또는 國際的 平和·安全의 維持를 위해 규제가 필요한 역무거래 등으로 극히 제한되어 있다. 이 밖의 役務去來에 대해서는 支拂段階에서 규제되어 있지 않는 한 自由化되어 있다.

라. 對內直接投資

改正前의 대내직접투자는 外資法의 규제를 받아 戰後 경제복구를 위한 우량 外資導入을 그 목표로 하였다. 그러나 경제성장과 더불어 종래의 외자도입 촉진이라는 의의가 희석되고, 대외송금 등의 지불이 원칙적으로 자유화되어 外資法과 같은 特別法의 필요성이 없어졌다. 따라서 外資法은 폐지되고 일부는 外換法에 통합되었다.

1) 外國投資家の 概念

對內直接投資 등에 있어서는 규제의 목적 등에 비추어, 거래의 주체에 대하여 통상의 자본거래에서 말하는 거주자, 비거주자의 개념과는 다른 外國投資家라는 개념이 쓰이고 있다. 즉, ① 비거주자인 개인, ② 外國法에 의하여 설립된

법인 기타 단체 또는 外國에 主事務所를 둔 法人(외국법인의 在日支店は 거주자이지만 외국투자가임), ③ ① 또는 ②에 의하여 실질적으로 지배되고 있는 日本會社(실질적 지배란 주식 또는 지분을 직접 또는 간접으로 50% 이상 소유하고 있는 것을 말함), ④ ①이 임원이나 대표권을 가진 임원의 과반수를 차지하고 있는 법인이나 기타 단체를 外國投資家로 분류하고 있다.

2) 對內直接投資 등의 定義

對內直接投資는 改正法에서 다음과 같이 정의하고 있다: ① 上場會社 等 이외의 회사의 주식 또는 지분의 취득(외국투자가로부터 양도받는 것은 제외); ② 非居住者인 개인이 비거주자가 되기 이전부터 계속하여 소유하는 上場會社 等 이외의 회사의 주식 또는 지분의 양도; ③ 上場會社 等の 주식의 취득(취득자의 주식과 취득자와 특별한 관계에 있는 주식의 합계가 해당 上場會社 發行總株式의 10% 이상으로 政令에서 정하는 비율 이상이 되는 경우, 그 이하의 경우는 資本去來임); ④ 회사의 사업목적의 변경에 관하여 행하는 동의; ⑤ 日本內 지점 등의 설치 또는 사업목적의 실질적 변경; ⑥ 日本法人에 대한 1년을 초과하는 貸付(금융기관에 의한 것과 대부금액이 일정금액 이하인 것은 제외); ⑦ 기타 이에 준하는 행위로서 政令에서 정하는 것.

3) 對內直接投資 등의 申告 및 內容의 審査

外國投資家가 대내직접투자를 하고자 할 때는 大藏大臣 및 事業所管大臣에게 신고해야 한다. 또 申告가 受理되고 나서 30일을 경과할 때까지는 해당 자본거래를 행할 수 없다. 단 특별한 지장이 없다고 인정되는 경우에는 그 기간을 단축시킬 수 있다. 반대로 다음 사항에 해당할 우려가 있는 경우에는 30일의 기간을 4개월(특히 곤란한 경우에는 5개월)로 연장할 수 있다. ① 나라의 안전을 손상하고 公共의 秩序維持를 방해하고 또는 公衆의 安全保護에 지장을 초래하는 경우, ② 일

본경제의 원활한 운영에 현저한 악영향을 미치는 경우, ③ 相互主義의 觀點에서 일본으로부터의 대외직접투자에 대한 당해국의 취급과 실질적으로 평등하게 하기 위해, 그 對內直接投資 등의 내용을 변경 또는 중지시킬 필요가 있다고 인정되는 경우, ④ 자금의 용도 등으로 보아 유사규제의 대상이 되는 資本去來의 脫法的 行爲에 해당하는 것으로 규제할 필요가 있다고 인정되는 경우 등이다.

이 가운데 ①에는 구체적으로 무기산업, 화약산업, 원자력산업 및 마약제조업 등에서의 투자가 해당되고, ②는 현재 규제가 행해지고 있는 例外 4業種(농림수산업, 광업, 석유업, 피혁 또는 피혁제품제조업)에 대한 투자가 해당된다. 신고된 對內直接投資가 ① 및 ②의 사태를 초래할 염려가 있다고 인정될 때 또는 ③ 및 ④에 해당된다고 인정될 때는 大藏大臣 및 事業所管大臣은 外換審議會의 의견을 듣고 내용의 변경 내지는 중지를 권고할 수 있다. 그 勸告가 지켜지지 않을 때는 內容의 變更 내지는 中止를 명할 수 있다.

한편 技術導入契約의 체결에 있어서도 大藏大臣 및 事業所管大臣은 신고된 기술도입계약이 위의 ① 또는 ②에 해당된다고 생각될 때는 變更 및 中止의 勸告와 命命을 행할 수 있다.

既存의 外資法下에서는 현존기업의 주식취득에서 기업의 동의를 있는 것이 명확하지 않을 경우, 한 外國投資家의 지주비율이 10% 이상, 外國投資家 전체의 持株比率이 25% 이상(가스, 수도, 운수업, 은행업 등 公共性이 있는 제한업종에 대해서는 15% 초과)이 되는 경우에는 個別審査에 의하게 된다. 改正法에서는 상장회사 등의 주식의 취득 가운데, 한 외국투자자의 지주비율이 10% 이상이 되는 경우에는 對內直接投資로서 위에서 언급한 규제를 받게 된다(상장회사 등 이외의 회사에 대해서는 10% 미만의 경우에도 對內直接投資로서 규제된다). 그 외에 자산운용으로서의 상장회사 등의 주식의 취득은 資本去來로서 자유로우나, 당분간은 정부가 지정한 회사에 대해서만 비거주자 전체의 지주비율이 25% 이상이 되는 주식취득에 대해서는, 大藏大臣 및 事業所管大臣에 대한 사전신고대상으로서 위에서 언급한 ① 또는 ②에 해당한다고 생각될 때는 역시 내용의 변경·중지를 권고·명령할 수 있다.

마. 支拂 및 支拂方法

종래의 외환관리의 목적이 국경을 넘는 자금의 흐름을 관리하는 것이었기 때문에 支拂 및 支拂의 受領에 대해서도 既存의 法律下에서는 규제하였다. 단 관리의 완전성과 거래의 안정성의 확보라는 관점에서 지불 등의 원인행위인 거래자체를 규제하는 것이 바람직하기 때문에 既存法에서도 「債權」, 「役務去來」 등의 거래단계에서도 규제할 수 있게 되어 있고, 거래단계에서 허가를 받은 거래에 관련되는 支拂 및 受領에 대해서는 규제를 받지 않도록 조정하고 있다.

改正法에서는 이와 같은 실질적인 취급을 고려하여 去來段階에서 規制가 가능한 것은 支拂 및 受領段階에서는 규제하지 않도록 하였다. 이 결과 改正法에 의해 규제를 받는 것은 ① 改正法 第25條에서 규정하는 것 이외의 一般의 役務去來 또는 중개무역에 의거한 지불 및 수령, ② 海外渡航, 親族間 送金, 寄附·贈與 등의 지불 및 수령에 한정되었다. 이상과 같이 규제의 대상이 한정되었을 뿐 아니라 규제의 사유에 대해서도 ① 일본의 국제수지 균형을 유지하기 위하여 극히 필요하다고 인정될 경우, ② 이 법률 또는 이 법률에 근거한 명령의 규정의 확실한 실시를 피하기 위해 필요하다고 인정될 경우, ③ 일본이 체결한 조약 기타 국제약속의 성실한 이행을 위하여 필요하다고 인정될 경우로 한정되었다. 이상에 해당하는 支拂 및 受領의 경우, 主務大臣은 허가를 얻도록 의무를 부과할 수 있다.

한편 支拂 및 受領에 대한 규제가 대폭 완화되었으나, 支拂方法에 대한 規制는 아직 남아 있다. 이는 支拂方法에 따라 外換市場에 커다란 영향을 준다는지, 去來의 適法性의 확인에 지장을 초래하게 되는 등의 문제가 있기 때문에 행하는 것으로서 모든 對外去來의 支拂 및 受領에 대하여 적용된다.

바. 外國換銀行의 外換포지션

改正法에서는 환율의 급격한 변동을 방지하고, 外國換銀行의 國際的 信用을 유지하기 위하여 다음과 같은 규제를 두고 있다. ① 외국환 포지션의 한도를 정할

것, ② 외국환 업무에 관한 政令에서 정하는 요건을 만족시킬 것, ③ 비거주자로부터 받은 엔화표시 계정으로 政令에서 정하는 것에 대한 금리지급 금지. ①의 취지는 외환포지션이 O/B나 O/S의 한쪽으로 치우칠 경우 換率에 惡影響을 준다는지, 과도한 환위험을 입은 결과 당해 外國換銀行의 國際的 信用의 유지가 곤란해지는 것을 방지하기 위하여 다른 나라에서도 비슷한 규제가 행해지고 있다. ②의 요건으로는 비거주자로부터 받은 예금에 대한 會計分離, 外貨資産과 外貨負債의 期間別 構成에 대한 가이드라인의 설정 등을 들 수 있다. ③의 利附禁止는 개정법에 의해 새로 도입된 간접규제로서, 엔에 대한 투기가 일어날 경우 비거주자가 일본에 있는 외국환은행에 개설하고 있는 엔예금에 대한 利附를 금지함으로써 투기의욕을 감퇴시키는 것을 목적으로 하고 있다.

사. 其他

1) 支拂手段 등의 輸出入

支拂手段 등에 대해서도 대폭적인 自由化가 이루어져, 지불수단과 증권이 改正法の 다른 규정에 의해 규제되고 있는 경우에는 그 脫法이 되고 있는 輸出入에 대해서만 규제할 수 있도록 되어 있다.

귀금속(실질적으로 金만을 의미함)도 그 성격상 지불수단에 가깝기 때문에 그 輸出入에 대해서는 같은 관점에서 규제하고 있는데, 귀금속 그 자체가 거래의 대상으로서 大量으로 賣買되어 그 결과 國際收支의 균형과 통화의 안정에 악영향을 줄 염려가 있는 경우에는 규제할 수 있게 되어 있다.

2) 外換集中

外換集中에 관한 규정은 改正法에서 삭제되었다. 外換集中制는 외화가 결핍된 경우, 외화를 일단 정부에 집중시켜 국가적으로 유용하게 이용하는 것을 목적으로

원래 外換管理의 中心的인 役割을 하였으나, 改正法에서 이의 삭제는 原則自由 法制로의 상징적 의미를 지닌다. 단 집중제도의 기능은 1972년 5월의 外換令 改正에서 이미 정지되었기 때문에 개정법에서의 삭제가 실질적인 변화를 가져오지는 않았다.

3) 債券回收義務

債券回收義務는 外國환 등의 집중의무의 前提로서 對外채권의 확실한 회수를 피하고, 外債부족에 대처하기 위해 과해진 것이었으나 改正法에서는 平時에는 그와 같은 의무를 과하지 않게 되었다. 단 國際收支의 均衡을 유지하기 위하여 특히 필요한 경우에는 채권의 일부 또는 전부를 포기 또는 면제하는 것에 대하여 허가를 받도록 할 수 있게 되었다.

IV. 結論 및 示唆點

이상에서 살펴본 바에 의하면 日本의 資本自由化는 다음과 같은 특징을 갖고 있다고 할 수 있다. 첫째, 日本이 資本自由化를 추진하여 오는 과정에서 몇 개의 계기라면 1964년의 IMF 8조국 이행과 OECD 가입, 1980년의 新外換法 改正과 1983년의 美日엔·달러 위원회의 구성을 들 수 있다. 이들 '契機'의 특징은 바로 「外壓」이라고 할 수 있다. 즉 日本의 경제가 급속도로 성장하면서 日本이 세계경제에서 차지하는 비중이 커졌고, 특히 日本의 貿易黑字가 지속되면서도 換率이 낮은 수준으로 머물러 있었다는 점 때문에 歐美의 여러 나라가 이러한 문제의 시정을 위하여 日本에 압력을 가하게 되었다. 이러한 「外壓」下에서 日本 내부에서도 폐쇄된 경제로서는 더 이상 변화하는 國際經濟環境에 적응하기가 어려움을 自覺하고 開放의 길로 나아가게 되었다. 그러나 日本의 資本自由化는 金融自律化와 마찬가지로 긴 세월을 걸쳐 점진적으로 추진되어 왔다. 1964년의 IMF 8조국 이행과 OECD 가입을 계기로 본격적으로 시작된 資本自由化는 1980년의 新外換法의 시행에 의해 원칙적으로 자유화가 되었다고는 하나 완전한 자유화가 아니었고, 美日엔·달러 위원회의 활동을 통해 규제완화가 더욱 진전된 사실에서 알 수 있듯이 長期間에 걸쳐 漸進적으로 法律 改正과 規制의 緩和가 이루어져 왔다. 우리나라도 經濟成長에 따라 이러한 外壓에 처하게 되었는데, 최근의 國際經濟環境의 변화와 더불어 짧은 시일 안에 可視的인 開放을 요구받고 있어 日本과 같은 시간적인 여유가 없다는 점이 차이점이라 하겠다.

둘째, 原則自由라고 하는 1980년의 新外換法에 있어서도 豫防的인 條項 및 명확하지 않은 규제의 근거가 남아 있다는 점이다. 예를 들어, 資本去來는 원칙적으로 자유이지만 有事時에는 허가를 받도록 되어 있는데, 유사시에 대한 규정으로는 ① 日本의 國際收支 均衡의 유지를 어렵게 하는 경우, ② 엔화 환율에 급격한 변동을 가져오게 되는 경우, ③ 外國과의 大量의 資金移動에 의해 日本 금융시장, 자본시장에 악영향을 미치게 되는 경우가 있다. 그러나 이들 규정의 具體的 基準에 대해서는 정해진 바가 없고 政策當局의 恣意的인 判斷에 의해 有事規制를 할

수 있게 되어 있다. 멕시코의 OECD 가입에 있어서도 문제가 되었던 豫防的인 規制(precautionary regulation)가 어떻게 일본의 국내법상 유효하게 남아 있는지는 좀더 연구하여야 할 과제이다. 뿐만 아니라 일본은 OECD 가입 이후에도 短期的인 資本移動의 급변에 대하여 신축적인 조치들을 취해왔는데, 우리로서는 OECD 가입을 앞두고 日本의 有事規制와 같은 예외조항을 어떻게 OECD 자유화 규약과 조화시킬 수 있겠는가를 생각해 봐야 할 것이다.

셋째, 일본은 金利自由化에 이르기까지 低金利政策을 견지하였으며, 국내외 금리차가 작았고, 資本流出에 의해 綜合收支가 적자를 기록하고 있었기 때문에 資本流入이 巨視經濟에 미치는 影響이 우리나라와는 다른 상황에서 開放化 政策을 추구할 수 있었다. 또한 1960년대 후반부터 경상수지 흑자기조가 정착되고 1970년대에 들어서면서 이미 安定成長期로 이행함으로써, 1980년대 이후에 자본자유화를 시작하는 開途國들과는 달리 유리한 조건에서 개방화를 추진했음에도 불구하고, 상황의 변화에 따라 개방화에서 후퇴하는 伸縮的인 措置들을 종종 취해왔다. 예를 들면 1971년 8월의 닉슨 쇼크를 계기로 엔투기에 대처하기 위해, 그때까지의 流入促進·流出規制型的 外換管理에서 流入抑制·流出促進型的 外換管理로 전환하고, 輸出先收規制, 단기 임팩트론의 도입규제 등 엄격한 短資流入規制를 잠정적으로 시행하였다. 또 1973년의 오일 쇼크에 의해 국제수지가 적자기조로 바뀌고, 1974년 6월의 헤르슈타트은행의 도산을 계기로 발생한 통화불안에 대응하기 위하여 그때까지 잠정적으로 실시하여 왔던 流入抑制·流出促進策을 1973년 11월부터 1974년 8월에 걸쳐 일부 수정하였다. 1977~78년에는 短期資金의 급격한 流入에 따라 비거주자 자유엔 계정의 증가액에 대한 준비율의 인상이라든지, 통화수급상황에 따라 政府短期證券에 대한 외국인의 채권투자를 금지시켰다 완화했다 하는 등의 조치가 취해지기도 했다. 기본적으로 日本은 變動換率制에 의해 換率에 일정 역할을 분담시키고 資本流出의 促進에 의해 장기적인 균형을 꾀하였으나, 단기적인 착란요인에 대해서는 그때그때 대응하는 방식을 취해온 것을 알 수 있다.

넷째, 國內金融自律化가 開放化政策을 뒷받침해왔다. 국내금융자유화가 개방화를 선행해야 개방에 따른 逆效果가 적다는 일반적 경제이론에 비추어 보면, 일

본의 경우 약간 논란의 여지는 있다고 볼 수 있다. 그러나 일본이 개방화를 본격적으로 추진하기 시작할 때는 이미 安定成長의 기초를 다져온 상태이며, 엄밀한 순서의 문제보다는 自律化와 開放化의 서로 보완적인 관계의 역할이 보다 중요시 되었다고 할 수 있다. 국제금융시장과 국내금융시장이 同一한 市場原理의 메커니즘에 따라 움직이지 않는다면 서로 조화를 이룰 수 없음은 새삼스레 언급할 필요도 없으며, 따라서 우리나라를 비롯한 開途國들의 開放化가 金融自律化와 함께 추진되는 것은 자연스러운 현상이라 하겠다.

앞서 서론에서도 언급했듯이 자본시장 개방에 따른 資本流出入에 대하여 ‘萬病通治藥’의인 정책대응을 발견하기 힘든 것은 일본의 경우에도 마찬가지라고 할 수 있다. 다만 日本은 經常收支 黒字와 安定成長의 基調下에서 자본시장 개방을 추진하였다는 보다 유리한 측면은 있었다. 자본자유화의 과정에서 일본은 자본유출입에 대한 대응책으로서 기본적으로 變動換率制와 資本流出에 대한 規制緩和에 의존하였으며 단기적인 자금이동의 급변에 대해서는 自由化의 例外的인 措置들을 취해왔다고 하겠다. OECD 가입을 앞두고 있는 우리나라에게도 기본적으로는 漸進的인 變動換率制로의 이행과 資本流出에 대한 規制緩和가 자본유입에 대한 대응책이 될 것이다. 다만 短期的인 資金移動의 급변에 대하여 OECD 규약하에서 과거 일본처럼 例外的인 措置들을 취하는 것이 가능할지, 가능하지 않다면 어떻게 國內經濟에 대한 否定的 效果를 막으면서 이를 흡수할 것인지에 대한 대책은 향후 과제로 남아 있다고 하겠다.

〈參考文獻〉

- 金圭漢, 『開放化時代의 通貨 및 換率政策』, 研究論文集 94-2, 韓國銀行 金融經濟研究所, 1994.
- 閔相基, 『日本의 金融國際化』, KIF 金融 Paper 94-03, 韓國金融研究院, 1994.
- 白雄基·李恒鏞, 「資本流入의 經濟的 效果와 巨視經濟的 安定을 위한 最適政策組合에 관한 研究」, 韓國經濟의 分析과 展望 패널 발표논문, 1994.
- 李元欽·金塔晉, 『日本의 資本自由化』, 調查分析 92-02, 럭키금성經濟研究所, 1992.
- 이충열, 「資本流入의 短期的 效果分析」, 韓國金融學會 월례토론회 발표논문, 1994. 2.
- 財務部, 『韓·日 財務公務員 政策討論會 結果』, 1992.12.
- 趙潤濟·朴宗奎, 「開放經濟下의 財政政策-巨視經濟調整 役割提高를 위한 方案」, 韓國租稅研究院 開院 2周年 記念 심포지엄 발표논문, 1994.
- 崔長鳳, 『資本去來 自由化에 따른 效率의인 通貨 및 資本流出入 管理』, 研究報告書 94-01, 韓國租稅研究院, 1994.
- 須田美矢子, 「第6章 國際資本移動」, 伊藤隆敏(編), 『國際金融의 現狀』, 有斐閣, 1992, pp. 151~180.
- 大藏省, 『國際金融局年報』, 各號.
- , 『證券局年報』, 各號.
- Akerholm, J., *Financial Deregulation and Economic Imbalances in the Scandinavian Countries*, KIF, Feb. 1994.
- Calvo, G., L. Leiderman and C. Reinhart, *The Capital Inflows Problem: Concepts and Issues*, IMF, July 1993.
- , *Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience*, IMF, Jan. 1993.
- Corbo, V. and L. Hernandez, *Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows:*

Latin American Style versus East Asian Style, July 1994.

DeGregorio, J., *Financial Opening and Capital Controls: The Experience of Spain*, KIF, Feb. 1994.

Edwards, S., "The Sequencing of Economic Reform: Analytical Issues and Lessons from Latin American Experiences," *World Economy*, Vol.13, March 1990.

Giovannini, A. and V. Grilli, *Capital Flows and Financial Liberalization: The Case of Italy*, KIF, Feb. 1994.

Kasman, B. and A. Rodrigues, "Financial Liberalization and Monetary Control in Japan," *Quarterly Review of FRBNY*, Autumn 1991, pp. 28~46.

Leiderman, L. and G. Bufman, *Financial Reform in Israel: A Case of Gradualism*, KIF, Feb. 1994.

Lowe, P., *Financial Liberalization: The Australian Experience*, KIF, Feb. 1994.

McKinnon, R., *The Order of Economic Liberalization*, The Johns Hopkins University Press, 1991.

Schadler, S., M. Carkovic, A. Bennett and R. Kahn, *Recent Experiences with Surges in Capital Inflows*, IMF, Dec. 1993.

Valdes-Prieto, S., *Chile and International Financial Liberalization: Lessons for Design*, KIF, Feb. 1994.

Wolf, H., *The Missing Miracle: New Zealand 1984-1994*, KIF, Feb. 1994.