

# 외환위기 이후 외국인 대한(對韓)투자와 한국인 해외투자의 수익 및 수익률: 직접투자와 주식투자를 중심으로

## I. 서론

이 논문의 목적은 1997년 외환위기 이후 외국인의 대한(對韓) 직접투자와 주식투자, 그리고 한국인의 해외 직접투자와 주식투자의 수익(액)과 수익률에 대해 살펴보고 그 의미를 해석해 보는 것이다.

한국에서 외환위기가 일어난 지 14년이 지났지만, 그 성격에 대해서는 아직 정리가 되지 않았다. 무엇보다 그 원인에 대한 견해 대립, 즉 국내의 구조적 문제가 원인인가, 단기자본 이동이라는 외부 요인이 원인인가라는 문제가 아직도 해결되지 않았다.<sup>1</sup>

그러나 조금만 깊이 생각해 보면 국내의 구조적 문제가 외환위기의 원인이 될 수는 없다는 것을 알 수 있다. 위기 전 한국 기업과 금융기관이 부실했던 것은 틀림없는 사실이고, 1997년에도 외환위기가 일어나기 전까지 8개 재벌이 부도를 낸 것으로 보아 대규모 금융위기를 피할 수 없었을 것이다. 그러나 그것이 외환위기로 이어지는 것은 별개 문제다.

실제로 한국경제의 국내 구조가 그런 문제점을 안고 있었던 것은 1997년보다 훨씬 전부터였고, 그 때문에 금융위기도 있었지만, 1997년 이전에는 외환위기는 일어나지 않았다. 중국은 1997년 당시 기업과 금융기관 부실이 한국보다 더 심했지만 외환위기를 비껴갈 수 있었다. 범위를 동아시아 바깥으로 넓혀 보아도 기업과 금융 부실이라는 구조적 문제는 개도국의 공통된 현상이지만 모든 개도국에서 외환위기가 일어나지는 않는다.

문제는 IMF가 국내경제구조가 외환위기의 원인이라고 강력하게 주장하고 그에 근거해서 실제 조치를 취한 것이 '단순한 실수였는지, 아니면 그 배후에 다른 동기가 있었는지 여부다. 즉 당시 동아시아가 외환위로부터 이익을 볼 수 있는 이익집단의 이해관계와 관련이 있는가 하는 것이다. 이런 맥락에서 동아시아 외환위기의 배후에 월가로 대표되는 국제자본의 이해관계가 놓여 있었다고 추측해 볼 수 있다. 더 구체적으로는 "월가-미재무부-국제통화기금 복합체(Wall Street-Treasury-IMF Complex)," 나아가서 그 동맹세력인 영국 시티 등 국제금융중심지와 영국 재무부 등 국가기관들의 이해관계가 놓여 있다고 생각할 수 있는 것이다. Wade(1998) 같은 사람은 이것을 명시적으로 지적하였으며, Stiglitz(2002: Chapter 4)도 사실상 같은 주장을 하였다.

---

<sup>1</sup> 전자는 당시 한국 외환위기의 해결을 맡았던 IMF(1998)와 OECD(1999), World Bank(1999) 같은 국제기구와 일부 학자들의 주장이다. 후자는 Radelt and Sachs(1998), Furman and Stiglitz(1998), Wade(1998), Steil and Lithan(2006), 정연승(2004), Krugman(2008) 등이 주장하였다.

실제로 한국 등 동아시아국가에서 1997년 외환위기 직후 구조조정을 급작스럽게 추진하고 자본시장을 전면 개방한 결과 국내 자산의 외국인에 대한 대규모 투매(fire-sale)가 일어났다(Aquiar and Gopinath 2005). 한국에서는 위기가 지나간 후에도 '외자 유치'가 국가적 급선무가 되어 팔 수 있는 것은 판다는 식이 수년간 계속되었다.

이렇게 외국자본에 넘어간 한국 자산은 그 후 한국경제가 회복되고 환율이 내려감에 따라 큰 수익을 내었을 것이다. 이런 관점에서 유추해 보면 IMF가 위기와 무관한 원인을 내세우고 그에 맞춘 해결책을 요구한 궁극적 목표는 바로 그런 수익이 아니었는가 하고 생각할 수 있다. 실제로 Wade(1998: 1547) 같은 사람은 1997년 동아시아 외환위기가 발발하자 "이번 사태는 지난 50여 년 간 평화 시에 일어난 최대의 국제적 부의 이전이 될 것"이라고 주장하였다.

물론 외자가 거둔 그러한 이익이 나중에 타격을 받기도 했다. 2007년 서브프라임사태로 시작하여 2008년 리먼사태로 번진 세계금융위기(이하 '2008년 위기'로 칭함)로 한국은 외환위기 직전으로 몰리고, 이 과정에서 자산가격이 폭락하고 환율은 급등하였다. 그 결과 외국인 자신도 한국시장에서 자산 투매를 하지 않을 수 없는 상황에 몰렸을 가능성이 있다. 그 후 2008년 위기는 극복되었고, 2009년부터는 한국 자산 가격이 오르고 환율은 내리기 시작해서 그 전과 같은 게임이 다시 시작되었다. 그러다가 2011년 후반에도 2008년보다는 덜하지만 그와 비슷한 양상이 나타났다. 그러나 2011년 위기는 적어도 지금까지는 그리 심하지 않아서 외국인이 그 동안 거둔 수익이 모두 수포로 돌아갔는지는 의문이다.

이런 과정을 거쳐서 외국인이 대한투자에서 많은 수익을 올렸다 하더라도 한국인도 수익성 있는 해외투자를 하였으면 국내에서의 외국인의 투자 수익을 상쇄할 수 있었을 것이다. 한국은 위기 후 자본시장을 전면 개방했지만, 한국도 다른 나라의 자본시장에 투자할 수 없는 것은 아니었다. 선진국 자본시장은 개방되어 있었고, 일부 신흥시장국 자본시장에도 제한적으로나마 진출할 수 있었다. 그러나 위기 전까지 한국에서 금융부분이 가장 낙후한 부문인 상태에서 그런 능력이 갑자기 생길 수는 없는 일이었다. 정부는 한국투자공사를 만들어 정부 주도로 그런 투자를 늘리려고 하였고, 시간이 감에 따라 민간에서도 해외 자산 취득을 시작하였지만, 국내에 들어 온 외국인 투자와는 수익을 비교할 수는 없었다고 생각된다.

이처럼 1997년 외환위기 이후 외국인의 대한투자과 한국인의 해외투자의 수익에서 큰 차이가 났을 것으로 생각되는 데도 불구하고, 그것을 체계적으로 계산하고 그 의미를 해석한 연구는 아직 없다.<sup>2</sup> 이 논문은 그런 목표를 달성해 보기 위해 직접투자와 주식투자의 수익과 수익률을 분석해 보고 그 의미를 해석해 보고자 한다. 제2절에서는 1997년 한국의 외환위기의 성격을 검토해서 그것이 국제자본의 이해관계와 밀접한 관련이 있다는 것을 밝힌다. 제3절에서는 외국인의 대한직접투자과 주식투자, 한국인의 해외직접투자과 주식투자에 대해 수익과 그 차액을 계산한 뒤, 제4절에서는 그 수익률을 살펴본다. 제5절에서는 제3절과 제4절에서의 수익과 수익률 계산에 있어서 나타날 수 있는 논점을 정리해 본다.

<sup>2</sup> 이런 관점의 기존 연구로 유일한 것은 이제민(2007)이 잠정치를 이용하여 일부 수익에 대한 초보적 계산을 시도한 것이다. 이 논문은 그 분석을 엄밀하고 체계적으로 한 것이다.

제6절은 결론이다.

## 2. 1997년 외환위기의 성격

1997년 한국 외환위기의 원인은 단기외채였다. 1990년대 초까지 한국 정부는 미국 등 선진국의 자본시장 개방 압력에도 불구하고 자본시장 개방에 있어서 점진적 방식을 택하고 있었다. 그러다가 1993년부터 '예외적으로' 은행에게 무역 관련 금융과 해외지사 단기차입을 허용하자 재벌이 그것을 이용하여 주로 금리가 낮은 일본은행으로부터 대규모 차입을 하였다. 그런 상태에서 1997년 여름 일본의 은행들이 일본 국내의 금융위기에 당면하여 자본을 회수하기 시작한 것이 외환위기를 촉발시켰던 것이다(Kim and Rhee 1998: 363; Willet et al. 2004; 함준호 2007; Wang 2001 강만수 2005: 15장).

한국 정부는 이에 1997년 8월 25일 민간부문의 외채에 대해 지급 보증을 하는 것으로 대처했다. 이제 외환위기가 일어나는가는 한국 정부가 은행의 외채를 대신 갚아 줄 능력이 있는지 여부에 달려 있게 됐다. 즉 기업과 금융기관의 부실이라는 오래 된 문제가 있었지만, 정부가 지급 보증을 한 후로는 그런 부실이 아니라, 정부가 민간부문의 외채를 대신 갚아 줄 능력이 있는지 여부가 외환위기가 일어나는지 결정하는 요인이었던 것이다.

물론 한국 정부가 그럴 능력이 없었기 때문에 외환위기가 일어난 것이다. 한국 정부가 민간부문의 외채를 대신 갚아 줄 능력이 없었던 이유로서 한국의 재정이 공식적인 통합재정수지에 포함되지 않는 우발채무로 인해 건전하지 않았기 때문이라는 주장이 있다(Corsetti, et al. 1999; Burnside et al. 2001; Corsetti and Mackowiak 2005). 그러나 후속 연구에 의하면 통합재정수지가 재정적자를 과소평가하고 있는 것은 사실이지만, 1980년대와 1990년대에 이르러 그 괴리 정도가 크지 않은데다 줄어들고 있었다(Lee, Rhee and Sung 2006). 따라서 재정 불건전성이 외환위기의 원인이 되었다는 주장은 설득력이 없다고 생각된다.

한국 정부의 문제는 재정의 불건전성이 아니라 지급보증을 한 민간의 단기외채에 비해 정부(한국은행)가 가진 외화준비금이 너무 적었다는 점이다. 즉 정부의 유동성 부족 내지 통화불일치(currency mismatch)가 위기의 원인이다. 물론 한국이 외화준비금이 모자랐던 이유에는 단기자본시장이 열려 있다는 사실 자체를 모르고 있었던 것,<sup>3</sup> 외화준비금을 민간에 빌려주어서 가용 외화준비금은 더욱 적었다는 것도 포함되어 있다. 거기에는 외화준비금 액수까지 투명하게 공개를 하지 않아서 신뢰를 잃었다.

그러나 사실은 1997년 외환위기는 단순한 유동성 위기도 아니었다. 1997년 여름 일본 은행들이 자금을 회수하기 시작하자 한국 정부는 일본 정부에게 일본 은행들이 그렇게 하지 않도록 '행정 지도' 해

<sup>3</sup> 단기자본시장이 닫혀 있던 Bretton Woods체제 하에서는 3개월 치 경상지급에 해당하는 외화준비금을 보유하는 것이 일종의 규칙이었다. 그러나 그것은 단기자본시장이 열려 있을 때는 태부족이었다.

줄 것을 부탁했고, 일본 정부는 그렇게 해 주었다. 그리고 일본 정부는 아시아통화기금(AMF)을 만들어 한국 등 동아시아국가들에게 외화준비금을 빌려주려 하고 있었다. 그러나 그런 시도는 9월 14일 미 재무부가 강력 저지하면서 무산되었다. 그 후 한국은 IMF에 가기 직전 일본에게 외화준비금을 빌려줄 수 있는지 타진하였으나, 일본은 미국의 동의가 없기 때문에 불가능하다고 답했다(Blustein 2001: Chapters 5,6; 강만수 2005: 16장). 한국의 외환위기는 이런 과정을 거쳐서 일어났고, 한국은 결국 IMF에 갈 수밖에 없었다.

미 재무부의 이런 행태는 납득이 안 되는 것이다. 현 국제금융질서에서 IMF는 '최종 대부자(lender of last resort)'로서, 외환위기를 맞은 나라가 스스로 해결하고 안 될 때 가는 곳이다. 이것은 구제금융이라는 불확실한 일에 드는 자금을 최소화해야 한다는 IMF의 최대 주주인 미국의 납세자의 입장에서 보아도 당연한 일이다. 그런 이유로 IMF 구제금융을 마련하는 것은 미 행정부의 입장에서 정치적으로 부담스런 일이고, 미 의회는 구제금융을 엄격하게 감독한다. 이런 것을 감안하면 미 재무부는 한국이 일본과 쌍무적으로 문제를 해결하려고 하는 노력을 적극 권장하는 것이 맞을 것이었다. 그런데도 미 재무부는 한국의 그런 노력을 방해하고 IMF로 가도록 만들었다. 이것은 외환위기 역사상 유례가 없는 일이었다고 생각되며, 미 재무부가 외환위기 해결 이외의 다른 의도를 가지고 있었다고 볼 수밖에 없게 하는 사건이었다.

미 재무부의 의도는 무엇이었는가? 그 전에 지속적으로 요구해도 한국이 들어주지 않았던 자본시장 개방 등의 요구를 관철시키는 데 외환위기를 이용하자는 것이었다. 이것은 다른 나라의 외환위기에서 보기 힘든 또 하나의 행태에도 드러난다. 미 재무부는 한국이 IMF에 구제금융을 신청한 뒤 IMF가 미국의 요구를 잘 관철시켜 주리라고 기대했지만, 한국에 파견된 IMF 구제금융 팀이 일을 하는 모습은 반드시 그렇지 못했다. 실제로 IMF 구제금융 팀의 일부 멤버는 자기들의 한국 행은 '미국의 이익'을 위한 것이라고 불평하고 있었다. 그러자 미 재무부는 비밀리에 외무차관보(undersecretary of international affairs)를 서울로 급파하여 IMF 구제금융 팀을 직접 지휘·감독하였다(Blustein 2001: 143).

그러나 이렇게 마련한 IMF 구제금융(bail-out)은 효과가 없었다. 결국 미국 정부가 나서서 채권자를 설득, 채무상환 유예(bail-in)를 주도하여 1997년 연말에 겨우 성공하였다. 이 과정에서 미 국무부 등이 안보전략을 강조하면서 미 재무부의 행태를 비판해서 미국 정부의 태도가 완화되었다고 한다(Steil and Litan 2006; Eichengreen 1999: 60). 그러나 자본시장 완전개방, 고금리, 전면적 구조조정이라는 당초의 IMF의 요구를 관철시킨다는 데는 변함이 없었다.

이러한 일련의 사태는 1997년 한국의 외환위기가 일어나는 데 실제로 "월가-미 재무부-국제통화기금 복합체(Wall Street-Treasury-IMF Complex)"의 힘이 작용했다는 것을 말해 주고 있다. 여기에 당시 한국 정부가 국내적 개혁에 IMF의 요구를 이용하겠다는 의도에서(이에 대해서는 아래에서 다시 언급함) 그에 적극 호응함으로써 월가의 금융회사를 비롯한 외국인 투자자에게 극히 유리한 조건을 제공하였다. 고금리정책과 급속한 구조조정 뿐 아니라, 그 전에는 계속 요구해도 안 들어 주었던 자본시장 개방까지 전면적으로 이루어졌던 것이다. 그것이 서론에서 언급한 국제투자의 모습으로 나타난 것이다.

### 3. 직접투자와 주식투자의 수익

외국인이 대한투자에서 얻은 수익과 수익률, 한국이 해외투자에서 거둔 수익과 수익률을 계산하는 데는 우선 한국은행이 제공하는 국제투자대조표를 활용할 수 있다. 국제투자대조표는 1994년 말부터 2011년 2분기 말까지 분기별로 외국인의 대한투자 잔액과 한국인의 해외투자 잔액을 보여주고 있다.

국제투자대조표 상 각 분기 말 잔액에서 전 분기 말 잔액을 빼면 당 분기 동안의 투자잔액의 변동치가 나온다. 이 변동치는 '거래요인'에 의한 것과 '비거래요인'에 의한 것으로 나눌 수 있다. 거래요인은 매매, 차입 등 실제 경제적 거래를 통한 자산 및 부채의 변동이다. 이것은 국제수지표에 있어서 외국인 대한투자의 순유입, 한국 해외투자의 순유출에 해당하는 것이다. 비거래요인은 거래요인 이외의 요인, 즉 가격 및 환율 변동, 부채 탕감 등에 의한 자산 및 부채의 변동으로서 '차익'이다. 거기에 배당이나 이자 등 투자소득 중 송금하지 않고 국내에 남아 있는 부분도 포함된다. 비거래요인은 투자잔액의 변동치로부터 거래요인을 차감해서 얻을 수 있다.

국제투자로부터 얻는 수익은 이 비거래요인에다 실제로 송금이 일어난 배당이나 이자를 합산하여 얻을 수 있다. 즉 차익과 투자소득의 합계가 수익인 것이다. 실제로 송금이 일어난 배당이나 이자는 국제수지표에서 투자소득으로 잡힌다.

국제투자는 직접투자, 증권투자, 파생상품, 기타투자의 네 가지로 분류된다. 직접투자는 10퍼센트 이상의 투표권을 행사하는 소유권을 취득하거나 그러한 기업이 5년 이상 장기대출을 하는 경우로 정의한다. 10퍼센트 이상의 지분만 있으면 되기 때문에 직접투자도 일부 인수합병 등에 의해 기업 경영권을 인수하고 값을 올려서 팔고 나가는 '투기자본' 행태에 이용될 여지가 있다. 증권투자는 '지분성 증권'과 '부채성 증권'으로 구분되는데, 전자는 대부분 주식이고 후자는 채권이다. 기타투자는 무역신용과 은행 간 차입 등으로 구성되어 있다.

이들 각 종 투자에 대해서 수익과 수익률을 계산하는 데는 상당한 기술적 문제가 있다. 우선 채권투자와 기타투자의 경우 헷징 등 파생상품과 얽혀 있기 때문에 독자적 수익 계산이 불가능하다. 파생상품의 경우 외국인의 손실은 외국인 파생상품의 비거래요인에 마이너스로 기록되는 것이 아니라, 거래상대방으로서의 한국인 파생상품거래의 플러스로 기록되고, 반대로 한국인의 손실은 외국인 파생상품 비거래요인에 플러스로 기록된다. 따라서 파생상품거래의 비거래요인은 항상 플러스다. 그러므로 파생상품의 비거래요인을 수익의 일부로 잡을 수는 없고, 수익과 수익률을 계산하는 것도 불가능하다.

결국 독자적인 수익과 수익률을 계산할 수 있는 것은 직접투자와 '지분성 증권' 투자(이하 '주식투자'로 부름)뿐이다. 따라서 이 논문에서는 여타의 투자에 대한 분석은 다음 기회로 미루고 직접투자와 주식투자의 수익 및 수익률을 살펴보기로 한다.

직접투자와 주식투자에 대해서는 이 절에서 먼저 수익(액)을 살펴보고 다음 절에서 수익률을 살펴보기로 한다. 수익은 분기별로 계산할 수 있다. 국제수지표는 월별로 작성되지만, 국제투자대조표가 분기별로 작성되기 때문에 분기별 계산만 가능하다. 국제투자대조표가 1994년 말 잔액부터 작성되었기 때문에 1995년 1사분기부터 수익을 계산할 수 있다.

여기서 대상 기간을 설정하는 문제가 있다. 즉 자료가 있는 첫째 분기인 1995년 1사분기부터 마지막 분기인 2011년 2사분기까지의 전체 기간 중에서 기간을 나누어서 분석할 필요가 있는 것이다. 우선 위기 전 시기와 위기 후 시기를 구분해야 한다. 그러기 위해서는 위기 발발 시점을 어떻게 잡는가가 문제가 된다. 외환위기 조짐이 보인 것은 1997년 여름이고, 일본의 유동성 제공 움직임에 미 재무부가 제동을 건 것은 9월 14일이기 때문에 3사분기부터 외환위기가 일어났다고 볼 수 있다. 반면 환율이 폭등하고 한국이 IMF에 간 것은 4사분기 중이었기 때문에 3사분기까지 위기 전 기간에 넣을 수 있다. 그러나 어느 쪽을 택하더라도 이 논문의 결론에 별 영향을 주지는 못한다. 여기서는 2사분기까지를 위기 전 시기로 잡기로 한다.

외환위기 이후의 기간 구분은 외국인 대한투자의 수익 추세에 따라 하기로 한다. 외국인의 대한투자가 한국인의 해외투자보다 잔액이나 수익으로 보아 훨씬 많고, 양자 간의 차액도 전자보다는 후자에 의해 좌우되리라고 생각되기 때문이다. 이런 점을 고려하여 위기 후 기간 구분은 1997년 3사분기부터 시작하되 최종 분기는 다음 세 가지로 한다.

첫째, 2008년 위기로 외국인의 대한투자의 수익이 감소하기 전까지 시기인 2007년 3사분기까지.

둘째, 자료가 이용 가능한 최종 분기인 2011년 2사분기까지.

셋째, 2010년 2사분기까지. 이렇게 하는 이유는 2011년 3사분기 이후 주가가 떨어지고 환율은 올라갔는데, 아직 그것을 반영하는 자료는 나오지 않은 상태에서 '추측'을 해 보기 위한 것이다. 주식투자는 물론이고 직접투자도 비거래요인은 주가와 환율의 움직임에 큰 영향을 받을 것이다. 이런 관점에서 2008년 위기로부터 회복되어가는 과정에서의 분기 말 수치 중에서 2011년 3사분기 이후의 상황과 비슷한 것을 찾아내어서 추측을 해 보는 것이다, 2011년 3사분기 말 현재 종합주가지수는 1,769.7이고 달러환율은 1,179.5원이다. 이렇게 볼 때 2010년 2사분기 말과 3사분기 말이 그와 가깝다. 2010년 6월 말 현재 종합주가지수는 1,698.3이고 달러환율은 1,210원이며, 2010년 9월 말 현재 종합주가지수는 1,872.8이고 달러환율은 1,142원이다. 둘 중에서는 2010년 2사분기를 택하기로 한다. 그렇게 하는 이유는 변동이 심한 상태에서 현재의 정보로 보아 최근에 이르기까지의 수익을 계산하는 데 있어서 2011년 2사분기까지를 최대한, 2010년 2사분기까지를 최소한으로 잡아 보기 위한 것이다.

표 1은 이런 식으로 분류한 네 시기에 대해 직접투자와 주식투자의 전기 말 잔액, 거래요인, 비거래요인, 투자소득, 수익(비거래요인 플러스 투자소득)과 그 외국인과 한국인 간의 차액을 제시하고 있다. 각 시기의 길이가 다르다는 것을 감안하여 분기당 평균도 제시하였다.

[표 1]

외국인은 대한직접투자에서 위기 전인 1995년 1사분기부터 1997년 2사분기까지의 기간에 57.4억달러의 수익을 거두었다. 위기 후에는 1997년 3사분기부터 2007년 3사분기까지 680.5억달러, 2011년 2사분기까지는 953.8억달러, 2010년 2사분기까지는 648.2억달러 수익을 거두었다. 2007년

3사분기까지 거둔 수익이 2008년 위기로 감소했다가 2011년 2사분기까지는 2007년 3사분기까지 거두었던 수익을 만회했지만, 2011년 3사분기 이후 다시 감소했다.

외국인의 대한주식투자는 위기 전 기간인 1995년 1사분기부터 1997년 2분기까지 기간에 100.5억달러 손실을 보았다. 이것은 한국이 이 기간에 국내 금융위기로 가고 있었다는 것을 감안하면 이상할 것이 없는 일이다. 반면 위기 후인 1997년 3사분기부터 2007년 3사분기까지는 3,008.5억달러, 2011년 2사분기까지는 3,006.7억달러, 2010년 2사분기까지는 2,084.3억달러 수익을 거두었다. 이것은 2007년 3사분기까지 거둔 수익이 2008년 위기로 감소했다가 2011년 2사분기까지는 그것을 거의 만회했지만, 2011년 3사분기 이후 다시 크게 감소했을 가능성이 있다는 것을 말해 주고 있다.

직접투자와 주식투자를 합쳐 보면 외국인의 수익은 위기 전 시기에는 마이너스였으나, 위기 후 1997년 3분기 이후 2007년 3분기까지 3,689(680.5+3,008.5)억달러, 2011년 2분기까지 3,960.5(953.8+3,006.7)억달러, 2010년 2사분기까지 2,732.5(648.2+2,084.3)억달러에 달한다. 즉 주가와 환율의 급변으로 변동이 심하기는 하지만, 외국인은 외환위기 후 지금까지 모두 많으면 3,900억달러, 적어도 2,700억달러의 수익을 거둔 것이다.

한편 한국인의 해외 직접투자를 보면 위기 전 수익은 -2.5억달러로 손실이 나고 있다. 위기 후 1997년 3사분기부터 2007년 3사분기까지 역시 59.8억달러 손실을 보이고 있다. 그러다가 2011년 2사분기까지는 124억달러 수익으로 전환되었고, 2010년 2사분기까지 수익은 80.2억달러다.

한국인의 해외 주식투자를 보면 위기 전 기간인 1995년 1사분기부터 1997년 2분기까지 0.9억달러라는 미미한 수익을 거두었다. 위기 후 1997년 3사분기부터 2007년 3사분기까지는 242.9억달러, 2011년 2사분기까지는 141.1억달러, 2010년 2사분기까지 2.4억달러 수익을 거두었다. 즉 2008년 위기에서 주식 가격이 폭락한 것을 반영해서 수익이 격감했다가 2011년 2사분기까지는 어느 정도 회복되었지만, 2007년 3사분기까지의 수익을 회복하지 못하였다. 그 후 세계적 주가 하락으로 수익은 다시 줄었다.

직접투자와 주식투자를 합쳐 보면 한국인의 수익은 위기 전 시기에 소액의 마이너스였으나, 위기 후 1997년 3분기 이후 2007년 3분기까지 183.1(242.9-59.8)억달러, 2011년 2분기까지 265.1(124.0+141.1)억달러, 2010년 2사분기까지 82.6(80.2+2.4)억달러에 달한다. 한국인은 외환위기 후 지금까지 최대 260억달러, 최소 80억달러의 수익을 거두었다.

이상 외국인의 대한투자자와 한국인의 해외투자자의 수치를 보면 위기 후 외국인이 대한투자에서 거둔 수익은 한국인이 해외투자에서 거둔 수익에 비교가 안 될 정도로 크다. 표 1은 외국인의 대한투자자와 한국인의 해외투자 간의 수익의 차액도 제시하고 있다.

위기 전인 1995년 1사분기부터 1997년 2사분기까지 차액은 -41.4억달러였으며, 이것은 주로 외국인이 대한직접투자에서는 이익을 보았으나 대한주식투자에서 더 큰 손실을 보았기 때문이다. 위기 후 차액은 1997년 3사분기부터 2007년 3사분기까지는 3,505.9억달러, 2011년 2사분기까지는 3,695.4억달러, 2010년 2사분기까지 2,649.9억달러다. 위기 후 차액은 직접투자보다는 주식투자가 차액의 더 큰 부분을 차지한다.

이것은 주가와 환율이 급변하기 때문에 변동이 심하기는 하지만, 외환위기 후 지금까지 많으면

3,600여억달러, 적어도 2,600여억달러의 차액이 발생했다는 것을 의미한다. 위기 전에는 -41.4억달러이던 것이 이렇게 커진 것이다. 위기 후 차액은 한국이 끌려들어간 직접투자자와 주식투자자의 '머니 게임'에서 '잃은' 금액이라고 할 수 있다. 직접투자자는 머니 게임과 거리가 있지만 위에서 본 것처럼 반드시 완전 격리된 것은 아니다. 그리고 주식투자에서 차액이 훨씬 더 많이 발생하고 있어서, 주식시장이 한국이 '잃는 머니 게임'을 한 장(場)이었다는 것을 말해 주고 있다.

여기서 위기 전 시기와 위기 후 시기는 기간의 길이가 다르기 때문에 바로 비교는 안 된다. 따라서 분기 평균을 살펴보는 것이 도움이 될 것이다. 표 1에서 분기 평균을 보면, 위기 전에는 차액이 분기당 마이너스 4억여달러였는데, 이것은 주로 당시 한국이 국내적 금융위기로 가고 있었기 때문이다. 그러나 그렇지 않고 차액이 플러스였다더라도 자본시장이 제한적으로만 개방되어 있는 상태에서 그 금액은 그리 크지 않았을 것이다. 그러던 것이 위기 후에는 분기당 46억 내지 85억달러까지 늘어났고 모두 플러스다. 이것은 위기 후 한국이 '머니 게임'으로 끌려들어가서 '돈을 잃었다는' 것을 확인시켜 주고 있다.

물론 외국인과 한국인 간에 수익의 차액이 많이 발생했다더라도 외국인이 더 많이 투자한 결과라면 이야기가 달라진다. 표 1에 나타난 각 분기 잔액을 보면 2010년 2사분기 말과 2011년 2사분기 말 직접투자자를 제외하고는 외국인투자의 잔액이 많다. 그러나 위기 후의 거래요인을 보면 모두 차액이 마이너스로 나타난다. 즉 직접투자이든 주식투자이든 외국인이 한국으로 가지고 들어 온 금액보다 한국인이 해외로 가지고 나간 금액이 많은 것이다. 반면 투자수익을 보면 차액이 모두 큰 폭으로 플러스이다. 결국 외국인은 한국에 돈을 적게 가지고 들어와서 큰 수익을 올렸고, 한국인은 해외로 돈을 더 많이 가지고 나가서 별 수익을 올리지 못한 것이다. 이것을 더 엄밀하게 분석하기 위해서는 투자 수익률을 계산해 볼 필요가 있다.

#### 4. 투자수익률

투자수익률은 투자수익(비거래요인과 투자소득의 합계)을 투자 잔액으로 나누어서 계산할 수 있다. 분모인 투자잔액은 만약 수익 중 분석 대상인 4분기 중 순유입(외국인 투자의 경우) 또는 순유출(한국인 투자의 경우)이 없다면 전기 말 잔액이 될 것이다. 그러나 그 4분기에 순유입이나 순유출이 있으면 전기 말 잔액을 쓸 수는 없다. 순유입이나 순유출이 있다는 것을 감안하면 정확하게 수익률을 계산할 방법은 없다. 그러나 수익률이 전분기 말 잔액을 분모로 하여 계산한 수치와 전분기 말 잔액에다 당분기 중 순유입액(또는 순유출액)을 더한 수치를 분모로 하여 계산한 수치 사이에 있다는 것은 알 수 있다. 만약 당분기 중 순유입(순유출)이 플러스라면 전자는 수익률의 상한을, 후자는 하한을 나타낼 것이고, 마이너스라면 그 반대가 될 것이다.

표 2는 이렇게 계산한 수익률을 제시하고 있다. 이해를 돕기 위해 분기 수익률이 아니라 연율로 계산한 수익률을 제시하였다.



[표 2]

외국인 대한직접투자의 수익률은 위기 전인 1995년부터 1997년 2분기까지 13.3%와 13.7%% 사이이다. 위기 후의 수익률은 1997년 3사분기까지 8.6%부터 8.9% 사이, 2011년 2사분기까지 8.2%에서 8.4% 사이이다. 물론 2011년 3사분기 이후까지 감안하면 수익률은 떨어질 것이다. 여기서 2011년 3사분기 이후에 대한 자료가 아직 없지만, 매우 거친 방법으로 어느 정도 추정은 해 볼 수 있다. 위에서 언급한 것처럼 2011년 3사분기 말까지 수익이 2010년 2사분기까지의 수익과 같다고 보고 가상적 수익률 계산해 볼 수 있는 것이다. 이 경우 전기 말 대비 수익률만 계산 가능하다. 이렇게 계산한 2011년 3사분기 수익률은  $(66.46 - 95.38)/1,398.1 = -20.7\%$  가 된다. 이럴 경우 1997년 3사분기부터 2011년 3사분기까지의 평균수익률은 7.9%가 되어 2011년 2사분기까지의 평균보다 0.5%포인트 낮아지게 된다.

외국인 대한주식투자의 수익률은 위기 전인 1995년부터 1997년 2분기까지 -19.3%에서 -19.8% 사이였다. 위기 후 수익률은 2007년 3사분기까지 31.9%에서 38.8% 사이로서, 엄청나게 높았다. 그 후 2008년 위기의 여파로 2011년 2사분기까지 수익률은 23.5%에서 29.1% 사이가 되었지만 여전히 매우 높다. 물론 2011년 3사분기 이후까지 감안하면 수익률은 떨어질 것이다. 역시 2011년 3사분기 말까지 수익이 2010년 2사분기까지의 수익과 같다고 보고 가상적 수익률 계산해 보면 2011년 3사분기 수익률은 -27.3% 가 된다. 이럴 경우 1997년 3사분기부터 2011년 3사분기까지의 평균수익률은 28.1%가 되어 2011년 2사분기까지의 평균보다 1.0%포인트 낮아지게 된다.

한국인 해외직접투자의 수익률은 위기 전에는 0이다가 위기 후에는 마이너스를 나타내고 있다. 주식투자도 위기 전에는 플러스였지만 위기 후에는 마이너스를 나타내고 있다. 이러한 위기 후 마이너스 수익률은 표 1에서 위기 후 수익이 2007년 3사분기까지의 주식투자 수익을 제외하고는 플러스로 나타나고 있는 것과 모순돼 보인다. 여기서 그 원인을 엄밀하게 분석하는 것은 어려우나, 위기 후 1997년 3사분기부터 2011년 2사분기까지를 전반과 후반 둘로 나누어 수익률을 계산해 보는 것이 도움이 될 수 있다. 표 2에서 보는 것처럼 그 전반인 1997년 3사분기부터 2004년 2사분기까지는 평균수익률이 큰 폭으로 마이너스이다가 후반인 2004년 3사분기부터 2011년 2사분기까지는 평균수익률이 플러스로 돌아섰다. 그리고 후반에 해외에 투자한 금액이 더 크기 때문에 전체 수익은 플러스로 나타날 수 있는 것이다. 즉, 한국인은 위기 후 처음에 해외투자에서 큰 손실을 보았지만, 그 후로 어느 정도 만회를 하고 있는 것이다.

요약하면, 위기 후 외국인은 대한투자, 특히 주식투자에서 '엄청나게' 높은 수익률을 올린 반면 한국은 해외투자에서 마이너스 수익률을 기록하였다. 그 결과 표 2에서 보는 것처럼 수익률은 큰 차이가 난다. 단, 위기 후를 전반과 후반으로 나누었을 때 후반에서 수익률 차이가 크게 줄어서, 한국의 수익률이 외국인 수익률에 수렴해 가고 있는 것으로 나타난다.

## 5. 논점

이상의 투자 수익의 차액에 대한 계산에 대해서는 다음과 같은 논점이 있을 수 있다.

우선, 외국인이나 한국인이나 투자수익이 모두 실현된 것은 아니라는 것이다. 투자수익의 차액이 경제이론적으로 의미를 가지려면 결국 한국인의 국민(가처분)소득에 영향을 주어야 하는데, 그러기 위해서는 장부가격의 변동보다 실제로 가지고 나가거나 들어오는 것이 중요하다. 이 문제를 살펴보기 위해서는 투자수익을 네 가지로 분류해 볼 필요가 있다.

첫째, 실제로 송금이 이루어진 투자소득이다. 이것은 국민계정과 국제수지에 잡히고, 표 1에서도 투자소득으로 잡혀 있다. 이것은 명백하게 한국의 국민소득에 영향을 준다.

둘째, 아직 송금되지 않은 투자소득이다. 이것은 한국의 국제수지가 '발생주의'가 아니라 '현금주의'를 택하고 있기 때문에 국제수지나 국민계정에 안 잡히고, 따라서 투자소득이 아니라 비거래요인, 즉 차익으로 잡힌다. 그러나 이것은 회계관행의 차이 때문이지, 경제이론적 성격으로 보면 송금이 이루어진 투자소득과 차이가 없다. 이것 역시 한국의 국민소득에 영향을 준다.

셋째, 차익을 남겨서 파는 경우다. 이 경우는 표 1에 나타난 계산에서 두 단계를 거친다. 자산 가격 변동이 일어나는 것은 비거래요인으로 잡히고, 그 자산을 팔고 대금을 송금할 때에는 거래요인, 즉 자본계정에 유출(또는 유입)로 잡힌다. 판매가격을 원래 구입가격과 차익으로 구분하여 전자를 자본계정에, 후자를 투자소득으로 잡는 것이 아니라, 둘을 합쳐서 자본계정의 거래로 취급하는 것이다. 그러나 이것은 통계 작성 상의 관행(아마도 기술적 어려움 때문에)으로 둘을 구분하지 않는 것일 뿐이다. 경제이론적으로 보아 차익이 한국인의 국민소득에 미치는 영향은 투자소득과 다른 효과를 가지고 있는 것이 아니다. 둘 다 한국의 국내총생산과 국민총소득 간의 차이를 가져오는 요인인 것이다. 이런 점에서 외환위기 후 한국 같은 나라에 있어서 국민계정과 국제수지표 작성에는 문제가 있다고 할 수 있다. 외국인의 차익과 한국인의 차익이 일년에 수백억달러 씩 차이가 나고 그 중에 일부는 실제로 송금이 이루어졌음에도 불구하고 국민계정과 국제수지표에 잡히지 않고 있는 것이다. 만약 실현된 차익을 국민계정과 국제수지표에 반영하는 방법이 있어서 그렇게 했다면 한국의 국민총소득과 경상수지 계산이 상당히 달라졌을 가능성이 있다.

넷째, 차익을 거두었지만 팔고 나가지는 않은 경우다. 이 부분은 '미실현 이익'이기 때문에 당장 한국인의 소득에 영향을 주는 것은 아니다. 그러나 이것도 언젠가는 실현된다고 보아야 할 것이다. 예컨대 외국인의 대한직접투자의 경우, 경영권을 장악한 외국인이 배당을 받아 송금하든지, 배당을 안 받고 주가 상승으로 수익을 거두는지는 '동태적 최적화(dynamic optimization)'의 입장에서 선택하는 것일 뿐, 언젠가 가지고 나간다는 데는 차이가 없다. 그것은 다 같이 궁극적으로 한국의 국내총생산과 국민총소득 간의 차이로, 즉 한국인이 생산한 것 중에서 소비하는 부분을 줄여서 충당할 수밖에 없는 것이다. 물론 직접투자는 고용 창출이나 기술 이전 등에서 이익을 주지만, 그것은 다른 문제다. 주식투자의 경우에는 직접투자 경우보다 더 빨리 차익을 실현하려고 할 것이다.

물론 차익을 순조롭게 실현할 수 없는 경우도 있을 수 있다. 2008년의 경우 외국인 자신이 헐값투매를

할 수밖에 없었을 것이고 2011년에도 일부 그런 일이 있었을 가능성이 있다. 이것은 직접투자보다 주식투자에서 더 그랬을 가능성이 있다. 그러나 주식시장에서 실제로 외국인의 동향을 보면 2008년 위기가 발발하기 전부터 차익을 실현해서 나가고 있었다는 것을 알 수 있다. 이것은 외국인 주식투자 순유입액(거래요인)과 종합주가지수를 비교해 보면 알 수 있다. 표 3은 1995년부터 2004년까지는 연평균, 2005년 이후는 사분기별 '평균' 종합주가지수와 외국인 주식투자 순유입액을 보여주고 있다.

[표 3]

종합주가지수는 1998년 이후 2007년 4사분기까지 꾸준히 상승하는 모습을 보여주고 있다.<sup>4</sup> 2008년에는 1사분기에 내렸다가 2사분기에는 조금 회복되었지만 3사분기에 다시 내려갔고, 4사분기에 폭락하였다. 한편 거래요인은 1997년부터 2006년 1사분기까지 플러스로서 외국인 주식투자자금 순유입되었다가 2006년 2사분기부터 순유출로 바뀌고 있다. 2008년 2사분기까지 종합주가지수가 그리 낮지 않은 상태에서 순유출이 이루어진 것이다. 이것은 외국인이 2008년 위기가 일어나기 전에 이미 한국 주식을 차익을 실현한 뒤 팔고 나갔다는 것을 의미한다. 즉 외국인의 투매는 2008년 3사분기, 아니면 4사분기 중 일부에서 이루어졌을 것으로 생각되고 그 금액은 최대한 143억달러(100억 플러스 43억)달러라고 생각되는데, 이것은 2006년 2사분기부터 2008년 2사분기까지 이루어진 '정상적' 상태에서의 순유출액 626억달러와 비교가 안 되는 작은 금액이다. 2011년 3사분기 이후 위기에서도 일부 외국인의 '투매'가 있었는지 모르지만, 역시 주가가 올라서 높은 수준을 유지했던 2011년 1사분기 2사분기 1사분기와 2사분기를 합치면 순유출로 나타나서 외국인이 3사분기에 주가가 떨어지기 전에 차익 실현을 하고 있었다는 것을 나타내주고 있다.

이렇게 보면 외국인의 투매는 그리 많지 않을 것으로 생각된다. 물론 앞으로 어떤 일이 일어날지 모르지만, 적어도 외국인이 대거 투매를 하고 한국의 자산가격의 폭락과 환율의 대폭 상승이 일어나 영구히 회복되지 않는 일이 일어나지 않는 한 표 1과 2에 제시된 결과가 완전히 뒤집히지는 않을 것이다. 이렇게 보면 네번째 경우도 궁극적으로는 한국의 국민총소득을 낮추는 요인으로 작용할 수밖에 없는 것이다.

또 하나의 논점은 위기의 결과로 한국이 얻은 것도 있다는 것이다. 무엇보다 국제투자에서 수익 차이가 나는 이유가 주로 한국의 주가 상승 때문인데, 그로 인해 한국인도 이익을 얻었다는 것이다. 이것은 주가 상승이 위기 이후 행해진 개혁의 성과이기 때문에 더욱 그렇게 생각할 여지가 있다. 원래 한국이 위기의 원인과 무관한 IMF와 미국의 요구를 받아들인 데에는 IMF의 구조조정 요구를 그 전 스스로 하려고 했던 개혁을 추진하는 데 이용하려는 동기가 작용했다고 생각된다(이제민 2007).

실제로 위기 후 광범위한 구조조정과 개혁이 이루어진 것은 틀림없다. 기업, 특히 재벌기업의

<sup>4</sup> 이것은 표 1에서는 2007년 3사분기 이후 주가가 떨어진 것으로 나타나는 것과 모순되는 것 같지만, 표 1 수치는 분기 말에 근거한 데 반해, 표 3의 수치는 분기 평균이므로 서로 다를 수 있다.

거버넌스가 개선되고 재무구조도 좋아졌다. 그 결과 만성적으로 기업과 금융이 동반 부실로 가는 구도가 일단 정리되었다(Joh 2004; 홍기석 2007; 이제민 2010). 이러한 성과를 거두게 된 데는 기업과 금융기관에 대한 외국인 소유 및 경영 비중이 크게 올라간 것도 한 요인이 되었을 것이다.

문제는 주가 상승이 한국인과 외국인 사이에 비대칭적 효과를 갖고 있다는 것이다. 투자수익의 차액은 한국의 국민소득을 줄이는 것으로 귀착하지만, 주가 상승은 그 자체로서 한국의 국민소득 증가로 이어지는 것은 아니기 때문이다. 주가는 한국의 국민소득을 올리는 '매개변수'가 될 수 있을 뿐이지, 경제 전체의 성과를 나타내는 '성과변수'가 될 수는 없다. 한국인의 입장에서 그런 성과변수는 성장, 생산성, 분배 등이다. 장기적으로 성장잠재력을 나타내는 출산율 등도 중요하다. 위기 후 한국은 이 모든 변수에서 성과가 악화되었다.

박원암은 위기 후 한국경제가 '레짐 변화(regime change)'에 따라 성장률이 떨어졌다고 한다. 한국경제가 성장함에 따라 성장률이 떨어지는 것이 당연하지만, 그런 추세에 더하여 위기 후에 성장률이 추가로 떨어졌다는 것이다. 생산성 증가율을 보면 산업에 따라 연구에 따라 다르게 나타나지만, 대체로 중요소생산성 증가율이 올라갔다는 확실한 증거는 없다. 특히 제조업을 보면 증가했을 수도 있지만, 서비스업까지 포함시킬 때에는 그렇게 말할 수 없다(곽노선 2007; Pyo 2007; 안상훈 2007). 위기 후 대량 해고, 그 후의 고용 부진, 비정규직 양산 등이 원인이 되어 소득분배도 악화되었다. 소득 분배의 악화 정도와 양상에 대해서는 견해가 엇갈리지만, 악화되었다는 것 자체에 대해서는 연구 결과가 일치한다(신동균·전병유 2005; 전병유 외 2007; 신동균 2007; 유경준 2007). 그리고 위기 후 대량 실업, 고용 부진, 비정규직 양산 등이 출산율을 떨어뜨리는 데도 일조했을 것이다.

물론 이런 문제가 외환위기 때문만은 아닐 것이고, 중국의 등장 등 다른 원인도 있을 것이다. 그러나 그것이 외환위기와 관련되어 있다는 것 또한 부인하기 어렵다. 결국 적어도 지금까지의 결과를 놓고 볼 때 외환위기로 얻은 다른 성과가 국제투자에서의 손실을 상쇄할 수 있다고 볼 수는 없는 것이다

## 6. 결론

이 논문은 외환위기의 성격을 구명한 후 직접투자와 주식투자에서 외국인과 한국인이 수익과 수익률을 계산해 보았다. 한국의 외환위기는 그냥 넘어갈 수도 있던 것을 "월가-미재무부-국제통화기금 복합체"로 대표되는 국제자본이 그 이익을 관철시키기 위해 일으킨 것이다. 그 결과는 이들 국제자본의 의도한 바대로 나타났다. 외국인은 위기 후 대한직접투자와 주식투자에서 최대 3,900여억달러, 최소 2,700여억달러의 수익을 거두었다. 투자 수익률도 높다. 특히 주식투자수익률은 지금까지 30% 가까이 되어서 '엄청나게' 높은 수익률이라고 할 수밖에 없다.

이것은 Wade(1998) 같은 사람이 1997년 당시 동아시아 외환위기가 "지난 50여 년 간 평화 시에 일어난 최대의 국제적 부의 이전이 될 것"이라고 주장한 것과 별로 어긋나지 않는다. 실제로 2차대전 이후

많은 외환위기가 있었지만, 한국의 외환위기처럼 국제자본이 "기획"하다시피 한 것이 없었고, 당시 외환위기를 맞은 동아시아 국가 중에서 한국 경제의 규모가 가장 컸다는 것을 감안하면 그렇게 볼 수 있는 여지가 크다.

물론 위기 후 한국인이 해외투자를 잘 했으면 이런 것을 만회할 수 있었겠지만, 한국에게 그런 능력이 갑자기 생길 수는 없는 일이었다. 뒤로 갈수록 한국도 해외투자에서 어느 정도 수익을 내었지만, 지금까지 직접투자와 주식투자라는 '머니 게임'에서 최소 2,600억달러, 최대 3,600억달러를 잃었다.

이것은 "국부 유출"이라고 불러도 좋을 것이다. 국부 유출이라는 용어는 '국수주의'적 냄새가 나는 '비과학적' 용어라고 하여 한국 경제학자들이 쓰기 꺼려하지만, 한국이 위기 후 국제투자의 결과 '잃은 돈'을 나타내는 가장 적절한 용어라고 생각된다. 따지고 보면 Adam Smith의 「국부론」은 그대로 바이블처럼 살아 있고, '국부 조사' 같은 것도 하고 있는 상태에서 '국부'란 용어는 이상할 것이 없다. '유출' 또한 전혀 이상할 것이 없는 용어다. 엄밀하게 보아 유량(flow)인 수익의 차액을 저장(stock)인 '국부'의 유출이라고 부르는 것은 이론적 혼선이지만, '신고전파'의 논리에 따라 소득을 낳는 것이 부라고 본다면 그리 큰 문제가 될 것은 없어 보인다.

물론 현재 나타나고 있는 세계경제의 불확실성으로 보아 앞으로 이와 같은 "국부 유출액"이 어떻게 변할지 모를 일이다. 세계경제 격변에 따라 한국 주가가 급락하고 환율이 급등해서 그 금액이 크게 줄지도 모른다. 그러나 2008년에도 외국인의 투매는 생각했던 것보다 많지 않았다. 그리고 2008년 위기에 따른 투매 같은 것은 국제자본으로서의 '의도하지 않은 결과'였다. 그런 것이 2008년 위기 전까지 국제자본이 '의도한' 결과로서 막대한 한국의 "국부 유출"이 일어났다는 사실을 없었던 일로 만드는 것은 아니다. 그것은 앞으로 그와 비슷한 위기가 일어나더라도 마찬가지다.

## 참고문헌

- 강만수 (2005) 『현장에서 본 한국경제 30년』, 삼성경제연구소.
- 곽노선 (2007) 「성장회계 분석을 이용한 외환위기 전후의 성장요인 분석과 잠재성장률 전망」, 외환위기 이후 10년: 전개과정과 전개에 대한 한국경제학회 학술세미나(6.11).
- 김대일(2007) 「외환위기 이후 노동시장의 변화와 분석」, 외환위기 이후 10년: 전개과정과 전개에 대한 한국경제학회 학술세미나(6.11).
- 박원암(2005) 「체제전환모형을 이용한 외환위기 충격의 영속성 분석」, 『국제경제연구』, 11(2), 33-52.
- 신동균(2007) 「외환위기 이후 소득분배 양극화의 추이, 원인 및 정책적 시사점」, 외환위기 이후 10년: 전개과정과 전개에 대한 한국경제학회 학술세미나(6.11).
- 신동균·전병유(2005) 「소득 분포의 양극화 추이」, 『노동경제논집』, 28(3).
- 안상훈(2006) 「미시데이터에 근거한 1990년대 이후 한국경제의 산업생산성 추이 분석」, 신인석·한진희(편) 『경제위기 이후 한국경제 구조변화의 분석과 정책방향』, KDI.
- 유경준(2007) 『소득 불평등도와 양극화』, KDI.
- 이제민(2007) 「한국의 외환위기: 원인, 해결과정과 결과」, 『경제발전연구』, 13(2) 1-42.
- 이제민(2010) 「기업 이윤율에 나타난 위기 후 구조조정 성과: 재벌과 노동조합을 중심으로」 『국제경제연구』, 16(1), 79-105.
- 전병유·신동균·신관호·이성균·남기곤 (2007) 『노동시장 양극화의 경제적 분석 연구보고서』, 한국노동연구원.
- 정연승(2004) 「국내 문헌에 나타난 외환위기 원인에 대한 비판적 고찰」, 『경제학연구』, 52(3), 9월호, 33-64.,
- 함준호(2007) 「금융시스템의 변화와 평가」, 외환위기 이후 10년: 전개과정과 전개에 대한 한국경제학회 학술세미나(6.11).
- 홍기석(2007) 「외환위기 이후 기업부문의 변화」, 외환위기 이후 10년: 전개과정과 전개에 대한 한국경제학회 학술세미나(6.11).
- Aguiar, Mark and Gita Gopinath (2005) Fire-Sale Foreign Direct Investment and Liquidity Crisis, *Review of Economics and Statistics*, 87(3), August, 439-452.
- Blustein, Paul (2001) *The Chastening*, New York: Public Affairs.
- Burnside, Craig, Martin Eichenbaum and Sergio Rebelo (2001) "Prospective Deficits and the Asian Currency Crisis," *Journal of Political Economy*, 109, 1155-1197.
- Corsetti, Giancarlo, Parolo Peseti and Nouriel Roubini (1999) "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis," *European Economic Review*, 43(7), 1211-1236.

- Corsetti, Giancarlo, and Bartosz Mackowiak (2005) "Fiscal Imbalances and the Dynamics of Currency Crisis," *European Economic Review*, 50(5), 1317–1338.
- Eichengreen Barry (1999) *Towards a New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Washington, D.C.: Institute for International Economics,
- Furman, Jason and Joseph E. Stiglitz (1998) "Economic Crisis: Evidence and Insights from East Asia," *Brookings Papers on Economic Activity*, 2, 1–135.
- International Monetary Fund (1998) "Republic of Korea: Article IV Consultations," IMF Staff Report.
- Joh, Sung Wook (2004) Corporate Restructuring, in Duck-Koo Chung and Barry Eichengreen (eds.) *The Korean Economy Beyond the Crisis*, Cheltenham, UK: Edward Elgar, 194–217.
- Kim, In-June and Yeongseop Rhee (1998) "The Korean Currency Crisis and the IMF Program: An Insider's View," *Seoul Journal of Economics*, 11(4), Winter, 351–380.
- Krugman, Paul (2008) *The Return of Depression Economics and the Crisis of 2008*, New York: W. W. Norton.
- Lee, Young, Changyong Rhee and Taeyoon Sung (2006) "Fiscal Policy in Korea: Before and after the Financial Crisis," *International Tax and Public Finance*, 13, 509–531.
- Organization for Economic Cooperation and Development (1999) *Economic Surveys: Korea, 1999*.
- Pyo, Hak K. (2007) Productivity Growth and Structural Change in Korean Economy before and after the Financial Crisis, a paper for the Conference on Ten Years after the Korean Crisis organized by IMF and KIEP, September 20–21, Seoul.
- Radelet, Stephen and Jeffrey Sachs (1998) "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1–90.
- Steil, Benn and Robert Litan (2006) *Financial Statecraft*, New Haven: Yale University Press.
- Stiglitz, Joseph (2002) *Globalization and Its Discontents*, New York: W.W. Norton and Company.
- Wade, Robert (1998) "The Asian Debt-and-development Crisis of 1997–? Causes and Consequences," *World Development* 26(9), 1535–1553.
- Wang, Yunjong (2001) "Does the Sequencing Really Matter?: The Korean Experience in Capital Market Liberalization," *The Journal of Korean Economy*, 2(1), Spring, 35–67.
- Willet, Thomas, D., Aida Budiman, Arthur Denzau, Gab-Je Jo, Cesar Ramos and John Thomas (2004) "The Falsification of Four Popular Hypotheses About the Asian Crisis," *The World Economy*, 27, 25–44.
- World Bank (1999) *Korea: Country Economic Memorandum, Establishing a*

표 1. 직접투자와 주식투자 수익과 차액

단위: 억달러

		외국인 대한투자		한국인 해외투자		차액		
		직접투자	주식투자	직접투자	주식투자	직접투자	주식투자	합계
94.4말 잔액		148.5	153.9	97.2	3.6	51.3	150.3	201.6
95.1.-97.2.	거래요인	55.2	133.5	103.7	9.9	-48.5	123.6	75.1
	비거래요인	47.0	-106.5	-12.3	0.4	59.3	-106.9	-47.6
	투자소득	10.3	6.0	9.7	0.5	0.6	5.5	6.1
	투자수익	57.4	-100.5	-2.5	0.9	59.9	-101.4	-41.4
97.2말 잔액		250.7	180.9	188.6	13.9	62.1	167.0	229.1
97.3-07.3	거래요인	554.0	401.1	579.7	636.1	-25.7	-235.0	-260.7
	비거래요인	447.4	2,848.6	-126.3	222.1	573.7	2,626.5	3,200.2
	투자소득	233.1	159.9	66.5	20.8	166.6	139.1	305.8
	투자수익	680.5	3,008.5	-59.8	242.9	740.3	2,765.7	3,505.9
97.3-11.2	거래요인	629.4	420.7	1,342.9	832.5	-713.5	-411.8	-1,125.3
	비거래요인	518.0	2,774.8	-26.2	63.7	544.2	2,711.1	3,255.3
	투자소득	435.8	231.9	150.2	77.4	285.6	154.5	440.1
	투자수익	953.8	3,006.7	124.0	141.1	829.8	2,865.6	3,695.4
97.3-10.2	거래요인	619.9	289.1	1,099.9	788.1	-480.1	-499.0	-979.0
	비거래요인	278.9	1,867.0	-46.8	-62.2	325.8	1,929.2	2,254.9
	투자소득	369.3	217.3	127.1	64.5	242.2	152.8	395.0
	투자수익	648.2	2,084.3	80.2	2.4	568.0	2,081.9	2,649.9
10.2. 잔액		1,149.5	2,337	1,241.7	739.8	-92.2	1,597.2	1,505.0
11.2. 잔액		1,398.1	3,376.4	1,505.3	910.1	-107.2	2,466.3	2,359.1
분기 평균								
95.1.-97.2.	거래요인	5.5	13.4	10.4	1.0	-4.9	12.4	7.5
	비거래요인	4.7	-10.7	-1.2	0.0	5.9	-10.7	-4.8
	투자소득	1.0	0.6	1.0	0.1	0.1	0.6	0.6
	투자수익	5.7	-10.1	-0.3	0.1	6.0	-10.1	-4.1
97.3-07.3	거래요인	13.5	9.8	14.1	15.5	-0.6	-5.7	-6.4
	비거래요인	10.9	69.5	-3.1	5.4	14.0	64.1	78.1
	투자소득	5.7	3.9	1.6	0.5	4.1	3.4	7.5
	투자수익	16.6	73.4	-1.5	5.9	18.1	67.5	85.5
97.3-11.2	거래요인	11.2	7.5	24.0	14.9	-12.7	-7.4	-20.1
	비거래요인	9.2	49.6	-0.5	1.1	9.7	48.4	58.1
	투자소득	7.8	4.1	2.7	1.4	5.1	2.8	7.9
	투자수익	17.0	53.7	2.2	2.5	14.8	51.2	66.0
97.3-11.2 (97.3-10.2 이용하여 추정)	거래요인	10.9	5.1	19.3	13.8	-8.4	-8.8	-17.2
	비거래요인	4.9	32.8	-0.8	-1.1	5.7	33.8	39.6
	투자소득	6.5	3.8	2.2	1.1	4.2	2.7	6.9
	투자수익	11.4	36.6	1.4	0.0	10.0	36.5	46.5



표 2. 직접투자자와 주식투자 수익률(연률)

단위: %, %포인트

기간	계산방법	외국인 대한투자		한국인 해외투자		차이	
		직접투자	주식투자	직접투자	주식투자	직접투자	주식투자
95.1-97.2	전기말대비	13.7	-19.8	0.0	6.2	13.7	-26.0
	당기거래포함	13.3	-19.3	0.0	5.1	13.4	-24.3
97.3.-07.3.	전기말대비	8.9	38.8	-5.9	-5.4	14.8	44.2
	당기거래포함	8.6	31.6	-5.7	-5.1	14.3	36.7
97.3-11.2	전기말대비	8.4	29.1	-3.0	-3.3	11.4	32.4
	당기거래포함	8.2	23.5	-2.9	-3.5	11.1	26.9
97.3-11.3 추정	전기말대비	7.9	28.1				
97.3-04.2	전기말대비	5.7	38.1	-11.9	-19.1	17.6	57.1
	당기거래포함	5.4	27.6	-11.4	-17.1	16.7	44.7
04.3-11.2	전기말대비	11.1	20.5	6.5	14.6	4.6	5.9
	당기거래포함	11.0	19.4	6.1	11.8	4.9	7.7

표 3. 종합주가지수와 외국인 대한주식투자 순유입

연도	종합주가지수(연, 분기 평균)	주식투자 순유입 (백만달러)	연도	종합주가지수(연, 분기 평균)	주식투자 순유입 (백만달러)
1995	934.9	4,218.9	2007. 2	1,626.8	688.0
1996	833.4	5,953.6	2007. 3	1,866.9	-17,941.6
1997	654.5	2,525.0	2007. 4	1,916.2	-11,031.8
1998	406.1	3,856.2	2008. 1	1,691.7	-14,592.3
1999	806.8	12,072.2	2008. 2	1,792.7	-4,770.1
2000	734.2	13,093.6	2008. 3	1,519.2	-9,976.3
2001	572.8	10,265.7	2008. 4	1,132.2	-4,284.0
2002	757.0	395.3	2009. 1	1,145.2	711.5
2003	679.8	14,418.5	2009. 2	1,371.3	7,696.9
2004	832.9	9,468.8	2009. 3	1,564.0	12,134.1
2005. 1	936.2	900.7	2009. 4	1,620.2	4,313.9
2005. 2	946.2	242.4	2010.1	1,648.9	5,907.1
2005. 3	1,110.4	1,743.8	2010.2	1,690.2	2,691.4
2005. 4	1,262.0	395.2	2010.3	1,770.0	5,025.5
2006. 1	1,350.8	5,431.2	2010.4	1,939.0	9,401.5
2006. 2	1,349.6	-6,567.3	2011.1	2,032.4	-2,856.0
2006. 3	1,456.2	-6,023.6	2011.2	2,116.5	1,588.7
2006. 4	1,392.8	-1,231.2	2011.3	1,936.8	
2007. 1	1,414.0	-442.5			

자료: <http://ecos.bok.or.kr>