

巨視經濟變數가 外國人 直接投資에 미치는 影響

-換率關聯變數들을 中心으로-

俞 正 鎬

外國人 直接投資의 重要性이 國內·外에서 커지고 있음과 함께 그 投資本國과 對象國이 어떻게 決定되느냐에 대한 學界의 關心이 새로워지고 있다. 本 論文은, 投資本國-對象國의 決定問題에 關係, 이를 生産要素의 國家間移動으로 파악하려는 中래의 國際經濟學, 企業의 無形資産에서 그 重要한 이유를 찾으려는 産業組織論, 相異한 通貨圈이 주는 投資上의 優位·劣位를 重視하는 國際金融論 등 諸 接近方法들이 示唆하는 바를 살펴보고, 換率水準 및 그 豫想變化率 등이 外國人 直接投資에 미치는 影響도 再考하였다. 實證分析에서는 世界의 對美直接投資의 年度別 時系列資料를 사용하여 GNP, 換率水準, 豫想換率變化 및 換「리스크 프리미엄」등 巨視經濟變數들의 影響을 推定하여 보았으며, 대체로 有意度가 높고 先驗的으로 기대하는 바와 같은 影響이 있다는 結果를 얻었다.

I. 序

우리 經濟가 成長함에 따라 外國人 直接投資의 流出과 流入이 점차 重要한 관심사항으로 부각되고 있다. 1980년대초까지만 해도

外國人 直接投資에 대한 우리의 관심은 外貨 不足을 메우는 한 수단이나 또는 先進技術을 導入하는 方法의 하나에 머물렀고, 外國人 直接投資에 대한 연구도 그 經濟的 效果가 主觀심사였다. 그러나, 우리나라와 先進國 사이에 통상마찰이 잦아지고 우리 수출에 대한 量的인 輸入制限 혹은 自律規制 등의 조치가 취해짐에 따라, 이를 우회하는 방법으로 外國人 直接投資의 流出도 늘어나고 있으며, 다른 한편으로는 우리나라의 市場規模가 커지고 政府가 관련 規制를 完화함에 따라 外國人 直接投資의 流入도 增加하고 있다.

筆者: 本院 先任研究委員

* 좋은 論評으로 큰 도움을 준 李元暎·李弘求 박사께 감사드리고, 研究의 始發點에서 資料蒐集에 도움을 준 姜聲潤 主任研究員과 資料蒐集 및 計算에 도움을 준 洪聖薰 主任研究員께도 감사드립니다.

나라 밖에서 일어나고 있는 일에서도 外國人 直接投資의 重要性이 증대하고 있음을 읽을 수 있다. 周知하는 바와 같이, 美國의 經常收支의 惡化는 美國의 문제로 끝나는 것이 아니라 主要交易國 사이에 통상마찰을 심화시킴으로써 세계교역체제를 硬直化시킴은 물론 國際金融市場의 가장 큰 불안요인으로 작용하고 있으며, 우리 경제에도 직접·간접으로 큰 영향을 미쳐서, 1980년대 中盤 경상수지의 급속한 改善, 外債의 縮小 및 高度의 經濟成長, 韓美間 通商摩擦의 심화, 그리고 1980년대말의 급속한 景氣冷却 등 우리 경제의 큰 흐름을 결정하는 가장 중요한 近·遠因이 되어 왔다. 일반적으로 經常收支의 不均衡은 商品輸出入의 不均衡에 緣由하는 문제로 이해되고 있으나, 逆으로 資産의 對外去來의 不均衡 때문에 일어나는 문제로 볼 수도 있는 것이다. 즉, 商品과 用役의 輸出入을 經常收支 變化의 原因行爲로 보고 資本計定の 去來를 附隨하는 行爲로 볼 수도 있겠으나, 반대로 資本去來를 原因行爲로 보고 商品·用役의 輸出入을 附隨行爲로 볼 수도 있는 것이다. 後者の 見解는 1970년대 이후 國際金融市場의 資本去來 規模가 폭발적으로 增大하고 있기 때문에 더욱 說得力이 높아지고 있다. 따라서, 世界的인 經濟不均衡의 原因이 되고 있는 美經常收支 赤字의 문제를 資本去來의 側面에서 관찰하지 않고서는 그 실체를 제대로 파악하기가 어렵다.

한편 外國人 直接投資에 관한 學界의 관심도 經濟興件의 變化에 따라 그 초점이 바뀌어 왔다. 종래에는 外國人 直接投資의 流出이 어느 產業에서 많이 일어나고 있으며 그 이유는 무엇인가, 商品輸出入과는 代替關係에

있는가 혹은 增進시키는 效果가 있는가 그리고 投資對象國과 投資本國에 미치는 經濟的 效果는 무엇인가 등이 주로 연구의 대상이었고, 왜 어느 나라가 投資本國이 되고 投資對象國이 되느냐 하는 外國人 直接投資의 국가패턴의 決定要因에 관해서는 큰 관심이 없었던 것으로 보인다. 이것은 아마도 投資本國은 으레히 經濟大國이며, 따라서 美國이 投資本國이라는 것은 당연한 것이라는 생각 때문이었던 것으로 보인다. 그러나, 위에서 언급한 바와 같이 美國이 純債務國이 되고 對美 外國人直接投資가 급속히 增大됨에 따라 국가패턴의 決定要因에 대한 관심도 높아지고 있다.

外國人 直接投資가 國內·外에서 重要性이 커지고 있고 그에 대한 學界의 關心도 새로운 局面을 맞고 있음에 비추어, 本 論文은 外國人 直接投資의 微視經濟的 側面보다는 巨視經濟的 側面에 초점을 맞추어 그 決定要因을 살펴보고 實證分析에 있어서는 美國에 대한 世界의 外國人 直接投資를 分析對象으로 삼고자 한다. Ⅱ章에서는 外國人 直接投資에 관한 理論을 위에서 언급한 視角으로 다시 살펴본 다음 整理하여 보았고, Ⅲ章에서는 換率이 外國人 直接投資에 미치는 영향을 좀더 자세히 들여다 보았으며, Ⅳ章에서는 Ⅱ·Ⅲ章의 論議를 근거로 統計的 分析을 위해 사용한 回歸模型과 資料 그리고 本 論文의 推定結果를 설명·보고하고, Ⅴ章에서는 他研究와 比較·報告함으로써 結論을 맺는다.

II. 外國人 直接投資와 多國籍企業

外國人 直接投資를 보는 관점은 크게 두가지로 구분할 수 있다. 하나는 그것을 國家 사이에 資本이 流入·流出하는 현상의 일부분으로 보는 것이고, 두번째는 投資의 主體를 고려해서 多國籍企業의 生成 혹은 그 擴張으로 보는 것이다. 종래 국제경제학은 前者의 觀點에서 外國人 直接投資를 하나의 生産要素로서의 資本이 그 實質收益率이 낮은 나라에서 높은 나라로 移動하는 것으로 說明하여 왔다. 資本의 實質收益率이나 限界生産性은 상대적으로 資本이 풍부한 나라에서 낮으므로 이 說明에 의하면 資本이 풍부한 나라로부터 不足한 나라로 外國人 投資는 흘러들어간다는 것이다.

이러한 接近方法은 國家들 사이에는 資本의 收益率에 차이가 있음을 인정하나, 한 國家內에서는 企業과 企業 사이는 물론이고 産業과 産業 사이에도 資本의 收益率이 다를 수 있음을 인정하지 않는다. 두 나라 사이에는 資本賦存의 차이 때문에 資本收益率에 차이가 생기게 되지만, 주어진 국가 안에서는 完全競争이 資本收益率의 企業間·産業間 차이를 모두 제거한다고 보는 것이다. 두 國家 사이에 일어나는 去來의 原因을 國家次元의 經濟的特性(資本收益率)의 차이에서 발견하고자 하는 것이다.

두번째의 觀點은 産業組織論에 입각한 것으로 첫번째의 것과는 매우 뚜렷한 대조를 보인다. 즉, 어느 두 國家 사이에 經濟的特性의 차이가 있는지 與否에 상관없이, 外國人 直接投資를 어느 企業이 그 經營權의 支配에 속하거나 영향력을 미칠 수 있는 子會社를 外國에 두는 행위로 보는 것이다. 한 企業이 經營을 外國으로 伸張하는 것은 물론 그외의 方法으로 얻을 수 있는 것보다 더 큰 利潤을 추구하기 때문이며, 이를 全經濟的次元의 일이라기보다는 1次的으로 企業次元의 일로 보는 것은 매우 妥當하다 하겠다. 外國人 直接投資라는 현상에 대한 接近方法에 있어 이같이 産業組織論에 입각한 "發想의 轉換"이 있었던 데에는 Hymer의 공헌이 컸던 것으로 알려져 있다¹⁾.

어느 企業이 直接投資를 통하여 經營을 外國으로 伸張시킴으로써 더욱 큰 利潤을 얻을 수 있다는 것은 敷衍說明이 필요하다. 그것은 우선 企業이 어떤 資產을—보통의 경우 無形의 資產을—소유하고 있는데, 이를 分割하여 파는 것이 불가능하거나 혹은 가능하더라도 分割하기를 원하지 않는다는 것을 의미한다. 그것은 物質特許 혹은 製法特許와 같이 生産過程에 관한 技術이나 노하우일 수도 있고, 登錄商標일 수도 있다. 여하튼 그것은 다른 점에 있어서는 與件이 같은 他企業에 비해 企業의 收入을 높여주거나 費用을 節減시켜 企業의 利潤을 높여주는 效果를 갖는 것이다. 이같은 無形資產을 소유하는 企業이 外國人 直接投資를 함으로써 多國籍企業이 된다는 것은, 本國에서 商品을 製造하여 外國市場에 供給하는 方法을 택하지도 않고, 使用免許 혹은 賃貸를 통하여 外國企業으로

1) Stephen H. Hymer(1960).

하여금 그 資産을 사용하도록 하는 方法을 택하지도 않았다는 것을 의미한다. 즉, 市場을 통해서 할 수도 있는 去來를 外國人 直接投資라는 方法을 통해서 같은 經營權의 支配에 속하도록 社內去來化(internalize)하였다는 것을 뜻한다.

Caves에 의하면, 企業이 이와 같이 市場去來보다는 社內去來를 택하게 되는 이유는 企業의 收益을 높여주는 資産이 市場去來에 적합하지 않은 몇가지 취약점을 가지고 있기 때문이다²⁾. 그 첫째는 公共財의인 性格이다. 上述한 無形資産은 그것을 사용한다 해서 줄어들지 않으며, 知識과 같아서 어느 企業이든 이를 알고난 후에는 그를 다시 獲得하기 위해 추가적인 費用을 支出할 필요가 없기 때문에 원래 그 無形資産을 소유하고 있던 企業의 優位는 순식간에 사라져 버린다. 또한 그 資産의 성질상 使用免許나 賃貸를 통하여 地代(rent)를 받는 것도 매우 어렵다. 그 이유는 使用者가 그 資産의 價値를 충분히 알기 위해서는 그 資産의 內容을 완전히 알아야 되는데, 使用免許나 賃貸의 契約을 체결하기 이전에 그것을 모두 알려 준다면, 그때에는 이미 契約을 통해 使用料를 지불할 필요가 없어지기 때문이다. 따라서 市場去來보다는 社內去來를 선호하게 된다. 뿐만 아니라, 그 資産을 生産에 적용한 結果로 얻게 되는 收益의 增加 혹은 商品質의 向上 등을 정확히 측정할 수 없는 경우가 대부분이므로 市場去來를 통하여 無形資産이 줄 수 있는 地代를 使用者가 事前에 모두 파악하기도 어

렵고, 所有하는 企業이 地代를 모두 얻어내는 것도 매우 어렵다는 것이다.

따라서 이와 같은 特性的 無形資産을 所有하고 있는 企業은 海外市場으로 진출하는 方法에 있어 經營權을 연장할 수 있는 外國人 直接投資의 方法을 택할 誘因이 많다는 것이다.

이와 같은 産業組織論的인 접근방법은 完全競争을 가정하는 종래의 國際經濟學的인 접근방법과 그 출발점에서부터 큰 차이가 있는 것이 사실이나, 國家間에 존재하는 어떠한 特性的 차이도 인정하지 않고서 外國人 直接投資를 論하기는 어려운 일이다. 가령, 每期마다 I 라는 所得을 끝없이 創出하는 所得源이 있다면 競爭的 市場金利가 r 일 때 이 所得源의 現在價値 C 는 다음과 같이 表示할 수 있다.

$$C = \frac{I}{r} \dots \dots \dots (1)$$

아주 單純化시켜서 말하자면, 外國에 直接投資를 한 것이 I 의 利潤을 每期 가져온다면 그 投資를 할 것이나 與否의 決定은 C 가 그 所要投資額보다 크나 작으나에 달려 있다. 이와 같은 틀을 提示하고서 Kindleberger (1987)는 국제경제학이 경쟁적으로 결정되는 r 이 국가간에 差異가 있다는 데에서 外國人 直接投資의 이유를 발견하려는 데 비해, Hymer(1960)의 공헌은 I 의 크기를 外國人 直接投資의 動機로 본 데에 있다고 지적하고 있다³⁾. 그러나 式이 克明히 보여 주듯이 C 가 所要投資額보다 크나 작으나 하는 것은 I 와 r 이 함께 決定하는 것이지, I 나 r 중 어느 하나가 獨立的으로 決定할 수 있는 것이 아니다.

2) Richard E. Caves(1982), p. 5.
3) Charles P. Kindleberger(1987), P. 25.

外國人 直接投資를 第1次的으로 企業次元의 일로 보는 것은 產業組織論의 接近方法의 큰 공헌이겠으나, 이 接近方法은 어느 나라가 投資本國(home country 혹은 source country)이 되고 어느 나라가 投資對象國(host country)이 되느냐 하는 국가패턴에 대해서는 별 언급이 없다는 것이 未洽한 點이라 하겠다. 물론, 이에 관하여 外國人 直接投資의 국가패턴은 별다른 決定要因이 있는 것이 아니라 無作爲的으로 決定된다는 입장을 취할 수도 있다. 바꾸어 말해, 어느 企業이든 上述한 바와 같은 無形資產을 所有하고 있고 그로부터 最大限의 地代를 얻고자 한다면, 그 企業이 속해 있는 나라가 投資本國이 되는 것이다라는 입장을 취할 수도 있다. 즉 無形資產의 分布가 外國人 直接投資本國의 分布를 決定한다고 보는 것이다.

잘 알려져 있는 Vernon(1966)의 製品週期說은 企業의 無形資產의 國際分布에 관해 하나의 假說을 제공하는 것으로 볼 수 있다. 製品週期說의 간략한 줄거리는, 새로운 製品이 어느 先進國에서 출현하여 商品으로서의 諸特性이 정착하는 동안의 초기에는 生産과 消費가 先進國에 국한되어 있다가 성숙기에는 그 先進國의 生産量이 增大함과 함께 他先進國 및 開途國으로 수출되고, 시간이 지남에 따라 他先進國에서도 製品의 生産이 본격화하며, 마지막으로 製品의 標準化期에는 開途國에서도 生産이 시작되고 드디어는 先進國으로 수출하게 된다는 것이다. 그런데 新製品이란 것이 賃金上昇에 대응한 勞動節約型(生産과 消費의 양 측면에서), 所得上昇

에 따른 高品質 내지 奢侈品, 科學技術의 進歩가 반영되는 尖端技術製品 등이 대부분인데 賃金 및 所得上昇과 科學發展의 「프런티어」가 先進工業國이므로 신제품의 대부분이 先進國에서 출현하게 된다. 또한 어느 製品의 生産에 관해 企業이 無形の 資產을 가지게 된다면, 그것은 製品週期 가운데 그 商品으로서의 特性和 生産方法이 定着되거나 標準化되기 전 初期段階에서의 일일 것이므로, 앞서 논의한 無形の 資產을 所有하는 企業은 자연스럽게 先進國에 많이 있게 될 것이다.

製品週期說과 하나의 팀을 이룰 때, 外國人 直接投資에 관한 產業組織論의 接近方法은 投資企業의 特性에 관한 假說을 제공할 뿐 아니라 投資本國의 特性에 대해서도 假說을 제공하고 있다 하겠으나, 外國人投資의 국가패턴에 관해서 아직도 이 假說이 未洽한 상태에 있음을 지적하지 않을 수 없다. 製品週期說이 投資本國에 관해 말해 줄 수 있는 것은 대체로 先進國에 많이 分布되어 있을 것이라는 데 그치는데, 外國人 直接投資는 대부분이 先進國 相互間에 이루어지고 있으므로 그것만 가지고는 어느 나라가 投資本國이 되고 어느 나라가 投資對象國이 되느냐 하는 外國人投資의 국가패턴에 대해 실질적인 假說을 제공하지는 못하는 것이다.

Aliber는 이를 신랄히 비판하는 입장을 취하는데, 外國人 直接投資에 관해 產業組織論의 接近方法이 提供하는 假說은 왜 企業이 成長하는가 하는 질문에 대한 假說이고, 企業의 成長이 어느 나라의 國境 안에서 이루어지는가 밖에서 이루어지는가를 구분하지 않는 것이라는 점을 지적한다⁴⁾. 실제로, 企業經營의 海外로의 伸張이 앞서 論한 無形資

4) Robert Z. Aliber(1970, 1983).

産의 有無에 달려 있고, 국가패턴에 관한 한 無作爲的일 可能性도 배제할 수 없는 일이겠으나, 1970년대 이후 急增하는 西歐 및 日本의 對美投資가 단지 이들 諸國의 企業이 美國의 企業보다 無形資産을 빨리 蓄積한 결과라고 보는 것은 무리라는 것이다. 특히 銀行業, 食品小賣業, 호텔 등 비교적 標準化된 産業에 있어서의 對美直接投資를 그러한 결과로만 볼 수는 없다는 것이다⁵⁾.

外國人 直接投資라는 것이 어느 나라 企業의 資産을 外國企業이 所有하는 것이므로, Aliber에 의하면 문제의 초점은, 왜 이 所有權이 國內企業에 속하지 아니하고 外國企業에 속하게 되었는가 하는 것이다. 바꾸어 말하면, 어느 國內企業資産의 所有權을 外國企業이 가지고 있다 할 때 그 所有權을 둘러싼 경쟁에서 外國企業이 國內企業보다 더 유리했던 이유가 무엇인가 하는 점이다. 여기에서 문제는, 그 外國企業의 企業으로서 고유한 유리한 이유가 무엇이나 하는 것이 아니라 그 企業이 外國企業이기 때문에 유리한 이유가 무엇이나 하는 것이다. Aliber에 의하면, 두가지 條件이 充足될 때 外國企業은 國內企業보다 유리한 위치에 서게 된다. 첫째, 國際金融市場이 外國企業의 市場價値를 國內企業보다 높게 評價하는 것이고, 둘째로 國內에서 생긴 같은 額의 利潤을 現在價値로 資本化(capitalization)하는 데 있어 市場이 適用하는 割引率이, 그 利潤이 國內企業에 속할 때보다는 外國企業에 속할 때에 더 낮은 것이다. 이 두가지 條件下에서 國內企業 資産의 所有權을 놓고 競争할 때 外國企業이

國內企業에 비해 유리하다는 것이다.

가령 實物側面에서 동일한 英國과 美國의 두 企業이 있는데 國際金融市場이 英國企業들의 市場價値를 美國企業들의 것보다 더 높게 評價한다면, 資本의 金融費用이 英國企業에게 더 낮아지게 되는 것이고, 이 때문에 美國內資本의 所有權을 놓고 경쟁할 때 英國企業이 美國企業보다 더 높은 價格을 지불할 能力을 가지게 될 것이다. 國際金融市場이 美國보다 英國企業의 市場價値를 더 높게 評價한다는 것은, 美貨로 표시된 資産보다는 英貨로 표시된 資産을 더 選好한다는 것이고, 美貨表示 資産으로부터의 收益率(金利)이 英貨表示 資産으로부터의 收益率(金利)에 비해 달러換率의 예상변화율과 달러貨 保有에 따른 換리스크를 보상하는 프리미엄의 슴만큼 더 커야 한다는 것을 의미한다.

구체적으로, r^A 와 r^B 를 각각 美國과 英國의 金利라 하고, e 를 英파운드貨로 표시한 美달러貨의 價格, \hat{e} 를 e 의 豫想變化率, rp 를 달러保有에 따르는 「리스크 프리미엄」이라 하면, 市場均衡은

$$r^A = r^B - \hat{e} + rp \dots\dots\dots(2)$$

일 때 成立할 것이다. 가령 rp 는 正의 값을 가지고 달러貨는 下落할 것으로 豫想되어 \hat{e} 가 負의 값을 갖는다면, $(-\hat{e} + rp)$ 만큼 美金金利 r^A 가 英金利 r^B 보다 커야 均衡에 이를 것이다. 等式이 成立하지 않는 한 「포트폴리오」投資家들은 外國貨幣로 표시된 資産을 사고 파는 것을 멈추지 않을 것이다.

여기에서, 美國企業의 資産에 대한 所有權을 놓고 경쟁할 때, 그 財源의 조달을 美國의 資本市場에서 하는 것과 英國의 資本市場

5) Robert Z. Aliber(1983), p.255.

에서 하는 것 중 어느 것이 더 有利한가 생각해 보자. 美國의 資本市場은 r^A 의 收益率을 요구할 것이며, 英國市場의 「포트폴리오」 투자자들도 마찬가지로의 수익률을 요구할 것이다. 그런데, 만약 어느 英國企業이 「포트폴리오」投資家들이 요구하는 rp 보다 낮은 「리스크 프리미엄」 $rp1 (rp > rp1 \geq 0)$ 이면 좋다고 생각한다면, 그 企業은 自國市場에서 投資財源을 조달하더라도 美國企業의 資産에 대한 所有權을 취득하고자 할 것이다. 왜냐하면 그 企業은 市場이 요구하는 金利(r^A)보다 낮은 金利(혹은 收益率)로 美貨로 표시된 資産을 保有할 용의가 있으므로, 즉 美貨表示 資産으로부터 市場이 요구하는 收益率은 $r^A = r^B - \hat{e} + rp$ 이나 例의 英國企業 經營者에게는 $r^B - \hat{e} + rp1$ 이상이면 좋은 것이다. 이 문제를, Kindleberger의 단순한 式(1)로 돌아가서 주어진 美國資本을 所有할 때 다음 期에 얻을 수 있는 利潤을 I 달러라 하고 그것의 現在價値가 무엇이냐 하는 문제로 고쳐 생각해 보면, 市場이 판단하는 現在價値 $PV1$ 과 例의 英國企業 經營者가 판단하는 現在價値 $PV2$ 사이에는 다음과 같은 不等의 關係가 있게 된다.

$$PV1 = \frac{I}{1+r^A} = \frac{I}{1+r^B - \hat{e} + rp} < PV2$$

$$= \frac{I}{1+r^B - \hat{e} + rp1} \dots\dots\dots(3)$$

따라서, 美國企業에게보다는 英國企業 經營者에게 그 美國資本의 가치가 더 큰 것이다.

이때에 英國企業의 對美投資가 실제로 이행되기 위해서는, 投資가 이행된 후 그 英國企業의 市場價値를 市場이 어떻게 評價할 것인가 하는 것이 문제가 된다. 만약 美國에서 생기는 利潤에 대해서는 企業國籍에 상관없

이 美달러貨의 換「리스크 프리미엄」을 적용시켜 現在價値를 계산한다면 例의 英國企業은 例의 對美投資에 有利할 이유가 하나도 없어진다. 그에게도 資本費用은 美國企業만큼 높아지게 될 것이므로, 따라서 國內企業資本의 所有權을 둘러싼 경쟁에서 外國企業이 國內企業보다 有利한 위치에 서기 위해서는 國際金融市場이 같은 액수의 利潤이더라도 그것이 外國企業에 귀속하는 것이면 美國企業에 귀속하는 경우보다 市場價値를 더 높게 評價하는 것이 要求된다. 이는 곧 外國企業이 去來를 社內化함으로써 換리스크를 줄일 수 있음을 의미한다. 이 때문에 Aliber는 두번째의 條件을 必要로 하는 것이다. 上述한 例를 계속하자면, $PV1$ 과 $PV2$ 사이의 不等式이 英國企業經營者의 判斷에서 成立할 뿐 아니라 直接投資 후 國際金融市場에서도 成立해야 하는 것이다. Aliber는, 企業이 다른 貨幣圈(currency area)에 속해 있다는 사실 때문에 國際金融市場은 이와 같은 偏倚(bias)를 갖게 되는 것이라고 主張한다.

이와 같은 Aliber의 國際金融論의인 接近方法과 종래의 국제경제학의 接近 사이에는 큰 차이가 있다. 後者는 生産要素 가운데 하나인 資本의 收益率이 國家間에 차이가 있기 때문에 外國人 直接投資가 생긴다고 보고, 前者는 國際金融市場이 各國의 通貨에 매기는 「리스크 프리미엄」의 차이에서 外國人 直接投資의 한 要因을 찾는다. 그러나 完全競争에 의해 資本收益率이 주어진 국가 내에서 企業間 그리고 産業間에 均一화된다는 것은 상상하기 어려운 일이며, 어느 주어진 産業에 있어서의 資本收益率이 국가 사이에 차이가 있기 때문에 資本이 移動한다면 그것은

式 (1)의 Kindleberger의 틀에서 볼 때 分母에 관한 일이라기보다는 分子 I에 관한 일로 파악해도 무방한 것이다.

이에 비해 Aliber의 국제금융론적인 接近方法은 「리스크 프리미엄」이 높은 通貨를 가지고 있는 국가는 自國內 企業의 資產의 所有權을 둘러싼 競争에서 불리하고 따라서 外國人 直接投資의 投資對象國이 될 可能性이 높다는 것인데, 이 假說은 위에서 본 產業組織論的 接近方法을 매우 훌륭히 보완하는 것이다. 이 國際金融論的 接近方法은 어느 企業이나 產業 固有의 特性이 아니라 國家的 特性(엄밀히 말하자면 通貨圈의 特性)에서 外國人 直接投資의 要因을 찾기 때문에 產業組織論的 接近이 제공하지 못했던 外國人 直接投資의 國家패턴에 대한 假說을 제공하고 있는 것이다.

위에서 外國人 直接投資에 관한 몇 갈래의 큰 줄기로 생각되는 理論을 筆者 나름대로 整理해 보았는데 이외에도 國際貿易論에서 출발하여, 投資對象國이 가지고 있는 比較生産費의 優位를 活用하거나 貿易障壁을 뛰어넘는 方法으로 外國人 直接投資가 이용된다는 見解를 취하는 것도 外國人 直接投資에 관한 理論 가운데에 무게있는 理論이나, 筆者는 本 論文에서 文獻調査를 시도하고 있지 않기 때문에 本 論文과 밀접한 관계가 없는 것은 論議를 생략한다⁶⁾.

III. 換率의 影響

本章에서는 換率이 外國人 直接投資에 미치는 影響에 관해 論議하고자 하는데, 이는 1960년대까지 美國이 外國人 直接投資에 있어 投資本國으로서의 위치가 확고할 때에는 크게 重要視되지 않았으나, 1970년대 이후 對美 直接投資가 급속히 증가하고 있음에 비추어 注目하여야 할 문제이다. 비교적 최근까지 外國人 直接投資에서 어느 국가가 投資本國이고 어느 국가가 投資對象國이 되느냐 하는 것은 큰 관심거리가 아니었다. 경제학의 발전이 外國人 直接投資에 본격적인 關心을 기울이게 되었던 1960년대에는 으레히 投資本國은 美國이려니 하는 假定이 默示의으로 있었기 때문이었다.

그러나, 1970년대에 美國은 중요한 投資對象國이 되었고 1980년대에는 投資本國으로서의 위치보다는 投資對象國으로서의 위치가 더욱 중요하게 되었기 때문에 더 이상 外國人 直接投資의 國家패턴이 주어진 것으로 간주할 수 없게 되었으며 國家와 國家를 구분 짓는 換率의 役割이 外國人 直接投資의 論議에서 좀더 부각될 필요가 커졌다고 하겠다.

外國人 直接投資에 미치는 換率의 影響이 어떠한가에 대해서 잘라 말하기 어려우나, 그것은 대체로 세가지 經路를 통한다고 정리할 수 있을 것이다. 첫째는 換率의 水準이고, 둘째는 그 變化의 豫想이고, 셋째는 國際金融市場이 各國通貨에 매기는 換「리스크 프리미엄」인데, 셋째번 經路에 대해서는 前述하

6) 관련된 論文들로는 T. Horst(1971, 1973), S. Hirsch(1976), 그리고 Dunning(1977) 등 참조.

였으므로 나머지 두 經路에 대해 살펴본다.

換率의 水準, 좀더 구체적으로 投資對象國 通貨價値의 높·낮이가 外國人投資에 미치는 영향에 대해, 영향이 없다고 보기도 하고 영향은 있으되 多國籍企業의 市場과 原資材·部品 등의 購入先 등 經營與件에 의해 그 영향이 같지 않다는 등 여러가지 見解가 엇갈리고 있다. 가령 英國企業이 今期에 X파운드를 美國에 直接投資하여 次期에 投資額 1.0달러當 a달러의 利潤을 얻고 이를 本國으로 送金하는 간단한 例를 상정해 보면 次期에 파운드貨로 표시한 利潤은 아래와 같을 것이다(e는 파운드貨로 표시한 美달러의 價格이고, t와 t+1은 今期和 次期를 표시하는 下添字).

$$(X/e_t) \cdot a \cdot e_{t+1} \dots\dots\dots (4)$$

여기에서 분명한 것은 $e_t = e_{t+1}$ 이라면, 즉 換率이 不變일 것이라고 예상한다면 그 水準이 높으나 낮으나에 상관없이 直接投資로부터 次期에 얻는 收益率 a는 不變이다. 따라서 今期에 美달러가 平價切下되어 e가 下落하고 주어진 額의 파운드貨로 取得할 수 있는 달러表示資産(X/e_t)이 더 커지더라도 그 때문에 直接投資가 더 늘지는 않는 것이다. 물론 그 이유는 美國內的 收益率 a가 e의 高低에 따라 변하지 않는다는 데 있다. 그러나,

$$a'(e) \neq 0 \dots\dots\dots (5)$$

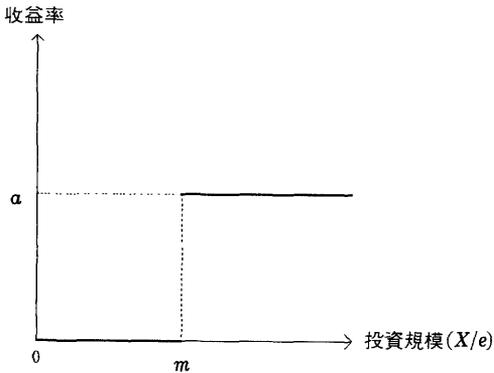
이라면 換率의 水準은 直接投資에 영향을 미치게 될 것인데, 이 영향이 어떠한지 하는 것은 多國籍企業의 經營與件에 의해 좌우된다고 보는 見解도 있다⁷⁾.

예컨대, 만약 美國內的 外國人 投資企業이 生産에 소요되는 原資材 및 部品 등을 모두 美國內에서 조달한다면, 美달러貨의 平價切下는 外國에 비해 生産費를 低下시켜 주어진 販賣量에 利潤率을 높이는 효과가 있을 뿐 아니라 美國內 혹은 海外市場에서 美國企業의 競爭力을 提高시켜 販賣를 增大시킬 수도 있을 것이다. 이 경우 달러貨의 平價切下는 美國에 대한 外國人直接投資를 增大시키는 경향을 가질 것이다. 반면에, 그 企業이 原資材·部품을 投資本國으로부터 수입하고 간단한 組立過程을 거쳐 美國內에 販賣하는 경우에는, 美달러貨의 平價切下는 原資材와 部品の 달러表示 費用을 높일 것이기 때문에 그 企業의 美國內 利潤을 떨어뜨리고 競爭力도 떨어뜨리는 효과를 갖게 될 것이다. 이때에 달러貨의 平價切下는 美國에 대한 外國人直接投資를 減少시키는 경향을 보일 것이다.

그러나, 換率水準의 高低가 收益率(a)을 變化시키는 영향력이 없다고 하더라도 外國人 直接投資에 最小限의 投資規模가 있다면 換率水準은 決定的인 영향을 미칠 것이다. 가령 아래 [圖 1]에서와 같이 最小限의 投資規模 m이 있어 그보다 작은 投資에 대한 收益率은 零이라 하자(圖 1에는 投資規模가 m보다 클 때 收益率이 a에 固定되어 있는 것으로 되어 있으나, 收益率이 오르거나 내리는 경우에 있어서도 아래 論議는 바뀌지 않는다). 만약 直接投資를 考慮하고 있는 英國企業의 投資財源이 X로 制限되어 있다면, 이 企業에게는 換率이 어느 水準에 있느냐 하는 것은 對美 直接投資에 決定的인 역할을 할 것이다. 즉, 주어진 時點에서 X/e가 最

7) Richard E. Caves(1988) 참조.

[圖 1] 最小投資規模와 收益率



小投資規模에 미치지 못하여 投資할 수 없다 하더라도, e 가 충분히 하락하면 X/e 는 m 보다 커질 수 있으며 이때에 對美直接投資는 비로소 가능해질 수 있기 때문이다.

이 例에서 중요한 假定은 投資財源의 制限이다. 만약 資本市場이 完全하여 그 市場의 均衡金利 이상의 收益率을 낼 수 있는 投資機會는 모두 財源을 調達받을 수 있다면, 여기에서 論하는 경우는 空虛한 것이 될 수밖에 없을 것이다. 단지, [圖 1]에서 想定한 a 라는 收益率을 資本市場이 충분히 높다고 생각할 것이나 여부만이 문제가 될 것이다. 投資財源의 調達에 문제가 없다면 앞의 式(4)와 관련하여 論議한 바와 같이 換率의 高低는 直接投資에 영향을 줄 수 없다. 그러나, 資本市場은 完全하지 않고 企業의 大小를 막론하고 실제로는 投資財源을 調達할 수 있는 능력에 한계가 있다면 그리고 海外直接投資에 最小의 投資規模가 存在한다면 換率水準의 高低가 直接投資에 영향을 줄 可能性을 배제할 수 없을 것이다.

여기에서 論議한 個別投資機會의 경우에는

投資對象國 換率의 變化(美 달러 價値의 下落)가 처음에는 直接投資를 誘發하지 않으나 어느 率 아래로 내려갈 때 갑자기 X/e 라는 投資를 발생시킬 것이다. 따라서, 換率變化에 따른 投資가 漸增하는 것이 아니라 段階函數(step function)와 같은 行態를 보일 것이다. 그러나, 投資의 最小規模가 같지 않은 여러 投資機會가 있다고 보아도 무방한 全經濟의 경우에는 投資對象國 通貨價値의 下落이 "持續的으로" 增大하는 直接投資를 誘發한다고 하는 假說을 세워도 무방할 것이다.

最小投資規模의 存在와 資本市場의 不完全性에 緣由하는, 換率水準의 外國人 直接投資에 대한 영향이 얼마나 큰가 하는 것은 經驗的인 문제이겠지만, 換率水準의 生産費에 대한 영향을 통한 直接投資에 대한 間接적인 영향보다는 실제로 더욱 중요할 가능성이 크다. 위의 論議에서 달러貨의 平價切下는 美國內 生産費를 外國에 비해 떨어뜨려 美國企業의 競爭力을 높이는 效果가 있겠으나, 그 狀態가 영구히 지속될 것이라고 믿을 수 없는 것이라면 달러貨 平價切下의 直接投資에 대한 영향은 微微하다고 보지 않을 수 없다. 어느 多國籍企業도 換率의 一時的 變化가 의미하는 生産費의 一時的 節減效果 때문에 대규모의 海外直接投資를 실시할 것으로 믿기 어려우며, 근자와 같이 換率의 騰落이 빈번해지고 폭이 커진 상황에서는 더욱 이같은 경로가 直接投資에 큰 영향을 줄 것으로 기대하기 어렵다.

換率水準의 高低와는 별도로 換率變化의 豫想도 外國人 直接投資의 한 要因으로 論議되어야 한다. 앞의 式(4)를 例로 하면 時點 t 에서 英國企業이 $e_{t+1} > e_t$ 일 것으로(즉 美달

리가平價切上할 것으로) 예상한다면, 收益率 a 가 주어졌을 때 冨과운드貨로 표시한 豫想收益率は 높아지고, 따라서 그 企業이 對美直接投資를 增大할 誘因이 높아질 것이다. 다른 與件을 고려하지 않는 한 이는 단순히 어느 通貨가平價切上될 것으로 예상된다면 그 通貨로 표시된 어떤 資産이라도 切上以前에 사두면 資本利得을 얻게 된다는 점에 緣由하는 것이다.

直接投資에는 換率에 關連되는 다른 與件이 여럿이기 때문에 환율변화의 豫상이 위와 같이 단순한 效果를 갖는 데 그치리라 기대할 수 없다. Cushman은 投資對象國 通貨의 實質換率에 換리스크를 감안한 切上이 있을 것이라는 豫상은 投資本國에서 조달되는 資本의 金融費用을 낮추는 것이기 때문에 直接投資를 增大시키는 效果를 가질 것이라고 전제하고, 그러나 만약 投資對象인 子會社로부터 原資材와 部品을 母會社가 수입하는 경우에는 그平價切上이 母會社의 生産費上昇을 뜻하게 되므로, 直接投資를 增大시키는 1次的 效果가 상쇄되거나 오히려 投資가 減少될 수도 있다고 지적한다⁸⁾.

IV. 回歸模型, 資料 및 推定結果

1. 模型

위에서 살펴본 外國人 直接投資에 關한 몇

가지 理論과 근자에 관심을 모으고 있는 換率의 영향에 關한 實證研究 등을 고려할 때, 外國人 直接投資(FDI)를 決定하는 主要因들은 대체로 投資企業의 無形資産(A)과 投資對象國의 市場規模(Y), 그리고 投資對象國 通貨에 關連된 變數로서 現物換率의 水準(E), 豫想變化率(EXP)과 換리스크(ER) 등이라고 할 수 있겠다. 즉,

$$FDI = f(A, Y, E, EXP, ER, \dots) \dots\dots (6)$$

+ + - + +

여기에 獨立變數 아래에 있는 正 혹은 負의 기호는 該當變數가 外國人直接投資에 미치는 영향의 기대되는 方向을 표시한다. 投資를 고려하고 있는 企業內에 축적된 無形資産이 클수록 直接投資의 誘因이 크다는 것은 이미 살펴본 바와 같고, 投資對象國市場의 規模에 關해서는 앞에서 論議하지 않았으나 다른 與件이 같다면 이 市場의 規模가 클수록 外國人 直接投資의 誘因이 클 것이라는 것은 굳이 詳論을 필요로 하지 않을 것이다.

現物換率의 水準(구체적으로는 外國通貨로 표시한 投資對象國 通貨의 價格)이 直接投資에 미치는 영향은, 投資企業 혹은 多國籍企業의 原資材 및 部品購入과 製品의 販賣市場 등 經營與件을 고려함이 없이는 그 方向을 論할 수 없다는 것이 최근의 일반적인 見解이다. 그러나, 이같은 論議는, 주어진 現物換率의 水準이 永久的으로 持續될 것이라고 企業들이 생각한다는 것을 전제로 하고, 그렇다면 生産費나 利潤率에 미치는 影响을 통하여 直接投資의 決定에 어떠한 影响을 미칠 것이냐 하는 推理이므로 실상 그 전제부터 매우 의문스럽다고 하겠다. 오히려 現物換率의 直接投資에 대한 影响은 앞 章에서 筆者

8) David O. Cushman(1985).

가提起한 바와 같이 資本市場의 不完全성과 最小投資規模의 存在에 緣由할 可能性이 높다. 이 경우 現物換率의 高低는 直接投資와 負의 關係를 갖는다. 豫想換率變化는 앞 章에서 論議한 바와 같이 投資對象國 通貨의 豫想切上幅이 클수록 直接投資를 促進하는 효과가 있을 것이고, 또 同 通貨의 換리스크의 크기도 直接投資와 正의 關係를 가질 것 이란 것도 Ⅱ章에서 이미 論議한 바와 같다.

2. 資 料

本 論文에서는 外國人 直接投資에 대해 上 述한 模型을 美國에 대한 세계의 直接投資에 적용하여 통계적 검증을 시도해 보고자 한다. 아래에서 부연설명하겠으나, 사용한 資料는 美國의 全產業에 대한 外國人 直接投資와 그 變化를 설명하기 위한 巨視經濟變數들인데, 1971~88기간의 年度別 時系列資料이다.

가. 從屬變數

美國 商務部의 Bureau of Economic Analysis는 外國人 直接投資를 다음과 같이 定義 한다. 우선 外國人投資企業(U. S. affiliates

of foreign parents)이란 어느 한 外國人(自然 人 혹은 法人)이 그 持分을 10%(1974년까 지 쓰인 定義에 의하면 25%) 이상 소유하고 있는 美國內 企業을 가리키는 것이고, 이러 한 外國人의 投資를 直接投資라 定義한다⁹⁾. 所有持分이 10% 이상일 때는 外國人이 그 企 業에 대해 事業上 永久的인 關心을 가지고 있고 經營에 지대한 영향을 미친다고 보는 것이다. 所有持分이 10% 미만일 경우의 外國 人 投資는 直接投資가 아니라 「포트폴리오」 投資로 분류된다¹⁰⁾.

對美 外國人投資의 規模는 주로 두가지 종 류의 통계로 알아볼 수 있다. 첫째는, 直接 投資額이나 그 殘額인데 이는 美國의 國際收 支 統計의 일부로 발표된다. 前者는 「플로우」 이고 後者는 「스톡」이지만, 換率의 變化 혹 은 餘他 이유의 資產再評價 때문에 두 年度 사이의 投資殘額의 차이가 그동안의 外國人 投資額과 일치하지는 않는다. 다른 한 종류 의 통계는, 外國人 投資企業의 資產인데, 이 것은 外國人 投資企業의 營業活動에 대해 매 年 실시되는 「서베이」에서 수집되는 것으로 다른 經營統計와 함께 발표된다. 이것은 각 種 經營統計에 연계하여 볼 수 있는 分析資 料로 중요한 것이라 하겠으나, 一貫性 있는 資料가 1977년 이후에만 可用하다는 短點이 있다. 本稿에서는 直接投資額을 研究對象으로 삼았는데, 아래에 보고할 回歸方程式 推定에 서는 이를 GNP디플레이터를 사용하여 不變 價格基準으로 바꾸어 놓은 것을 從屬變數로 썼다.

나. 獨立變數

위에서 論議한 外國人 直接投資의 主要 決

9) Department of Commerce, BEA(1983).

10) 外國人 直接投資로 간주되는 持分所有의 下限線을 25%로부터 10%로 낮춤으로 해서 1974년에 對美 直接投資가 5% 增加한 것처럼 보이게 하는 효과가 있는 것으로 추정된다(Foreign Direct Investment in the U.S., 1950~79, 1984, p. v.). 이것은 바꾸어 말하면 美國內 外國人 投資企業 거의 대부분이 外國 人의 所有持分이 25% 이상이라는 것인데, 外國人 投資企業들의 資本金의 合計를 外國人投資殘額과 비교해 보면 兩者 사이에 큰 차이가 없어 대부분의 外國人 投資企業들은 外國人(캐나다의 경우를 제외 하면)에 의해 거의 100% 「컨트롤」되는 것으로 보인 다(資本金에 관한 資料는 Department of Com- merce, BEA, Foreign Direct Investment, Operations of U.S. Affiliates, 各號, 그리고 投資殘額은 이 脚註의 前掲書 참조).

定要因 가운데 企業의 無形資產은 아래 回歸方程式의 推定에 있어 獨立變數 가운데 포함시키지 않았다. 그 가장 큰 이유는 그 要因이 원래 全經濟次元의 變數가 아니라 企業次元의 變數이므로 美國 全產業에 대한 外國人 直接投資에 적용하는 데는 어려움이 있기 때문이었다. 이를 獨立變數로 포함시키기 위해서는, 적어도 對美直接投資의 主要投資本國들에 관해서는 그들 나라의 全產業에 蓄積되는 無形資產의 測定值를 구할 수 있어야 하는데 마땅한 統計值가 없는 형편이다. GNP를 생각해 볼 수 있겠으나 無形資產의 蓄積은 長期的이고 安定的일 것이라고 일단 상식적으로 생각한다면, 이에 비해 GNP는 年年의 變動幅이 매우 클 것이고 代表性은 매우 낮은 것으로 예상되어 不適合하다고 하겠다.

回歸方程式의 推定에 포함된 첫번째의 獨立變數는 美國의 實質GNP인데, 이는 投資對象國으로서 美國의 市場規模(Y)를 대표한다. GNP는 한 나라의 市場規模를 대표하는 데 있어 무난한 變數라 하겠다. 다음으로, 換率水準(E)을 나타내는 變數로서 IMF가 계산하는 美달러貨의 MERM實效換率(Multilateral Exchange Rate Model Effective Exchange Rate)을 사용하였다¹¹⁾. 換率變化의 豫想(EXP)

은 精確한 豫想과 回歸的 豫想 등 두가지 假定을 사용하여 보았는데 前者는 다음 期의 換率을 今期에 精確히 豫見한다고 假定한 것이고, 後者는 換率이 次期에는 今期의 水準으로부터 前期 水準의 方向으로 되돌아 갈 것이라 豫想하는 것인데, 本 論文에서는 回歸的 豫想 아래서 豫想하는 次期의 換率은 今期의 것과 前期의 것의 단순평균과 같다고 보았다. 여기에서 사용한 每期의 換率은 앞에서 言及한 MERM實效換率이었다.

換率과 관련된 또 하나의 獨立變數는 換리스크(ER)를 대표하는 것으로, 經濟主體들이 認識하는 換리스크가 換率의 變動이 클수록 높다고 假定하고, 變動의 測定值로서 MERM實效換率의 變動係數(coefficient of variation)를 계산하여 이를 百分比로 표시한 것을 獨立變數(CVE)로 삼았다. 每月의 MERM實效換率의 標準偏差를 구하되 年平均과의 差異에 기초한 것이 아니라 6個月 移動平均과의 差異에 기초하였고 여기서 얻어진 標準偏差를 다시 年平均으로 나누어 CVE를 구하였다.

마지막으로, 石油波動「더미」(dummy)變數를 獨立變數에 포함시켰는데, 이 變數는 1974년과 1980년에는 1.0의 값을 갖고 나머지 해에는 모두 零의 값을 갖고 있다. 1.0의 값을 갖는 두 해의 직전에 國際原油값이 暴騰하였고 이에 따른 경기침체와 國際金融市場의 不安高潮 때문에 對美投資가 그 종류에 관계없이 일반적으로 증가하는 경향을 보였던 것으로 알려져 있다. 이는, 美國이 格동하는 金融市場으로부터 "安全한 避身處"(safe haven)를 제공하였다는 假說인데, 石油波動「더미」變數는 이 假說을 反映하는 것이다.

11) 美달러貨의 MERM實效換率은 他國화폐(파운드貨, DM貨, 엔貨 등등)로 표시한 美달러貨의 價格의 加重平均을 指數化한 것인데, 이때에 各 貨幣의 加重值는 그 貨幣로 표시한 달러價格의 變化가 美國의 貿易收支에 미치는 영향으로서 IMF의 Multilateral Exchange Rate Model에서 계산되는 것이다. 이 模型에 포함되어 있는 국가들은 先進 18개국 그리고 石油輸出國들과 餘他世界의 2개 國家群인데, 좀더 자세한 설명은 Artus and Rhomberg(1973), Rhomberg(1976), Artus and McGuirk(1981)에서 볼 수 있으며, 資料는 IFS 各號에서 얻을 수 있다.

3. 推定結果

上述한 理論的 模型은 아직 완전히 具體化 되지 않은 것이어서, 실제로 推定하는 데에는 몇가지 다른 類型의 推定方程式을 試圖해 보았다. 첫째 類型은 주어진 年度에 美國으로 流入된 外國人直接投資(플로우概念)를 從屬變數(FDIF)로 삼은 것인데, 推定結果는 아래와 같다.

$$\begin{aligned}
 FDIF = & -62,494.6 + 37.0 Y \\
 & (-3.59)^{**} \quad (8.00)^{**} \\
 & -227.3 E + 351.5 EXP1 \\
 & (-2.33)^* \quad (2.26)^* \\
 & +1,805.5 CVE + 7,145.9 D \dots(7) \\
 & (1.56) \quad (2.54)^*
 \end{aligned}$$

$$D.W = 2.30 \quad \bar{R}^2 = 0.918 \quad \hat{\rho} = 0.32$$

$$\begin{aligned}
 FDIF = & -48,767.3 + 36.4 Y \\
 & (-0.55) \quad (7.46)^{**} \\
 & -340.4 E - 266.1 EXP2 \\
 & (-3.00)^* \quad (-0.78) \\
 & +2,316.7 CVE + 7,173.4 D \dots(8) \\
 & (1.66) \quad (1.98)^+
 \end{aligned}$$

$$D.W = 2.26 \quad \bar{R}^2 = 0.882 \quad \hat{\rho} = 0.18$$

여기에서 Y는 美國의 實質GNP인데, FDIF와 Y 모두 1980년 不變價格으로 쟀 것이다(換價에는 美GNP의 潛在디플레이터를 사용하였음). E는 美달러貨의 MERM實效換率指數이고, EXP1과 EXP2는 豫想換率變化인데, 이 둘은 요컨대, $\{E_{t+1}\}$ 을 今期에 豫想하는 次期の 換率이라 할 때 今期 換率로부터의 增加率, 즉 $(\{E_{t+1}\} - E_t)/E_t$ 를 百分比로 표시한 것으로 EXP1은 精確한 換率豫想의 假定 아래 $\{E_{t+1}\} = E_{t+1}$ 로 놓고 계산한 것이고, EXP2는 回歸의 換率豫想의 假定 아래 $\{E_{t+1}\} = (E_t + E_{t-1})/2.0$ 로 놓고 계산한 것이다.

위에 보고하는 두 推定方程式 가운데 먼저 것은 EXP1을, 나중 것은 EXP2를 썼다. CVE는 앞 章에서 설명한 방식으로 계산한 美달러貨의 變動係數인데 달러貨의 換리스크를 대표하는 獨立變數이다.

위에 보고하는 推定方程式은, 첫번 試圖에서 D.W 統計値가 낮게 나타났으므로 正의 1次時系列相關(first order serial correlation)이 있을 可能性을 배제할 수 없었으므로 Cochrane-Orcutt方法을 사용하여 再推定한 것이다. Hildreth-Lu方法도 같은 結果를 나타내 보였다.

獨立變數들 가운데에서 回歸係數의 統計的 有意도가 가장 높게 추정된 것은 投資對象國의 市場規模를 나타내는 Y였다. 美國은 單一市場으로 세계에서 가장 규모가 크기 때문에 對美 直接投資는 第1次로 美國市場을 겨냥할 것이고 第三國으로의 진출은 第2次 혹은 第3次의 目的일 것으로 짐작할 수 있으며, 따라서 Y의 係數가 가장 有意도가 높았다는 것은 아주 당연한 結果로 받아들여도 좋을 것이다. 다음으로, 換率水準은 直接投資에 負의 影響을 미치는 것으로 推定되었으며 係數의 統計的 有意도도 5% 水準으로 높게 나타났다. 즉 他國貨幣로 표시한 美달러貨 價格이 높아질수록 對美 直接投資는 작아진다는 것인데, 이는 일단 本 論文이 주장한 假說 즉 資本市場의 不安全性과 最小投資規模의 存在가, 換率水準이 外國人 直接投資에 負의 影響을 미치도록 할 것이라는 假說을 통계적으로 뒷받침하는 것으로 받아들여졌으나, 後述하는 다른 類型의 推定方程式에서는 여기에서와 같은 높은 有意도를 보이고 있지는 않기 때문에 그 結果를 決定的인 증거라 보기에는 아

직 이르다고 하겠다.

豫想換率變化的變數 가운데 $EXP1$ 은 그 係數의 統計的 有意도가 높게 나타났고 期待하는 바와 같이 外國人 直接投資에 正의 效果를 갖는 것으로 推定되었으나, $EXP2$ 는 負의 效果를 갖지만 統計的 有意도가 거의 없는 것으로 推定되었다. 이 結果에 근거하여 $EXP2$ 가 反映하고 있는 回歸的 換率變化的 豫想이 틀린 假定이라고 단정하기는 어렵다. 왜냐하면 그 假定이 옳더라도 換率變化的 豫想이 外國人 直接投資에 아무 影響을 주지 않는다면 위와 같은 推定結果를 얻을 것이기 때문이다. 그러나 앞 章에서 論議한 바와 같이 他國貨幣로 표시한 美 달러貨의 價格이 上昇한다고 豫想한다는 것은 今期の 投資가 次期에 資本利得을 가져온다(혹은 달러貨로 주어진 金額의 投資를 次期에 하는 것보다는 今期에 하는 것이 資本費用이 더 낮다)고 豫想하는 것과 같으므로, 換率變化的 豫想이 無影響이라는 것은 先驗的 次元에서 받아들이기 어렵다.

이러한 觀點에서 精確한 豫想의 假定을 反映하는 $EXP1$ 에 관한 推定結果를 本 論文에서 받아들이고자 한다. 즉 1년후의 換率에 관한 豫상은 비교적 精確하며, 그 豫상이 달러貨의 價格이 높아지는(낮아지는) 것이면 今期の 對美 外國人直接投資는 增加한다는(減少한다는) 것이다. $EXP1$ 의 計算過程은 次期の 換率과 今期の 豫想이 精確히 一致한다는 假定을 하였으나, 이것이 必要不可缺의 假定은 아니다. 가령 變化率의 豫想이 실제로는 항상 今期 換率에 비한 次期換率의 增加率($EXP1$)의 30%였다고 한다면, 精確한 豫想의 假定은 틀린 것이지만 統計學的으로 볼 때

精確한 豫想의 假定下의 推定과 같은 推定結果를 얻게 된다. 단지 $EXP1$ 의 回歸係數의 크기가 다르게 推定될 따름이다. 따라서, 豫想한 換率變化的 크기가 실제 變化와 精確히 같지는 않더라도 變化의 豫想方向(上昇 혹은 下落)이 실제 變化와 같다면, 精確한 換率變化 豫想의 가정은 큰 무리가 없는 것이라 하겠다.

變動係數(CVE)가 外國人 直接投資에 미치는 影響은 Ⅱ章에서 期待한 바와 같이 正의 效果를 보였으나 兩側假說檢證에서는 10%線의 統計的 有意도를 갖추지 못한 것으로 나타났다. 그러나 期待效果가 한 方向이므로 單側檢證을 한다면 10%線에서 統計的으로 有意한 結果였다. 이 推定結果는, 달러貨의 變動이 심하여 國際金融市場이 달러貨의 保有에 대해 換리스크를 높게 매길수록 外國의 多國籍企業은 對美 直接投資를 增大시키는 傾向이 있다는 Aliber의 主張을 뒷받침해 주는 증거라고 볼 수 있다. 「더미」變數의 回歸係數 또한 有意도가 높게 推定되어, 그것이 反映하고 있는 美國이 安전한 避身處라는 假說을 뒷받침해 주고 있다.

다음으로 試圖해 본 推定方程式의 類型은, 앞에서 보고한 方程式의 變數들 대신에 그 自然對數를 사용함으로써 回歸係數들이 彈力值의 推定이 되도록 한 것인데 그 結果는 아래와 같다.

$$\begin{aligned} \ln FDIF = & -34.8 & +6.12 \ln Y & -0.94 \ln E \\ & (-6.43)^{**} & (10.68)^{**} & (-1.47) \\ & +2.34 \ln EXP3 & +0.38 \ln CVE \\ & (2.69)^* & (2.42)^* \\ & +0.52 D & \dots\dots\dots(9) \\ & (2.32)^* & \end{aligned}$$

$$D. W = 2.20 \quad \bar{R}^2 = 0.923$$

여기에서 EXP3를 제외한 다른 모든 변수들은 이미 설명한 바와 같고, EXP3는 EXP1과 같이 정확한 換率變化의 豫想을 假定한 것인데, 단지 EXP1은 今期의 換率에 비교한 次期豫想換率의 增加率임에 비해 EXP3는 次期豫想換率의 今期 換率에 대한 比率이다. 즉 $EXP3 = \{E_{t+1}\}/E_t = E_{t+1}/E_t$ 인데, 이는 EXP1이 負의 값을 취할 때가 있기 때문에 自然對數가 定義되지 않음으로 해서 생기는 문제를 피하기 위한 것이다. D.W統計値가 2.0에 가까웠으므로 1次時系列相關을 修正하려는 시도를 하지 않았다.

이 推定에 있어서도 市場規模를 대표하는 Y變數가 가장 有意도가 높은 係數를 갖는 것으로 나타났으며, 美 GNP의 1%의 증가는 6% 이상의 外國人 直接投資의 流入을 초래하는 효과가 있었다. 다음으로 統計的 有意도가 높은 것은 豫想換率(EXP3), 換리스크(CVE) 및 安全한 避身處(D)를 대표하는 獨立變數들의 係數들이었는데, 모두 5%線보다 높은 有意도를 보였고 EXP3는 2%線의 有意도를 갖는 것으로 나타났다.

이 結果에 의하면 豫想換率(EXP3)에 대해 外國人 直接投資는 상당히 탄력적인데 비해, CVE에 대해서는 非彈力的이어서 달러貨의 換리스크增加가 對美直接投資를 촉진하기는 하되 그 영향은 그리 크지 않은 것으로 보인다. 한편 國際油價波動은 그 다음해에 對美 直接投資를 약 0.5% 정도 增加시키는 효과가 있었다.

獨立變數들 가운데 推定結果가 가장 약하게 나타난 것은 換率水準(E)이었으며 그 係數는 兩側檢證에서 10%線에서 有意하지 못하

였다. 그러나, 期待效果가 (-)라고 하고 單側檢證을 한다면 10%線에서 쉽게 統計的으로 有意하며, 換率水準의 1% 上昇은 대체로 外國人 直接投資의 流入을 1% 정도 줄이는 효과가 있었다.

다음 類型的의 推定式은 年年의 直接投資의 流入을 從屬變數로 삼는 것이 아니라 外國人 直接投資의 年末殘額(스톡概念)을 從屬變數로 삼는 것이다. 이와 함께 「스톡」調整模型(stock adjustment model)을 가정하여, t期에 獨立變數들이 주어졌을 때 이에 相應하는 "要求되는 投資殘額"이 있으나 이것이 모두 當期에 實現되는 것이 아니라 t-1期の 殘額과 요구되는 投資殘額과의 差異의 $r(0 < r < 1)$ 만큼만이 實現된다고 보는, 아래와 같은 模型을 想定하였다¹²⁾

$$q_t = (1-r) q_{t-1} + r \beta X_t + r \epsilon_t \dots \dots \dots (10)$$

여기에서 q_t 는 從屬變數이고, K 를 常數를 포함하는 獨立變數의 數라 할 때 β 는 $(1 \times K)$ 의 回歸係數의 行列이고, X_t 는 $(K \times 1)$ 의 t期の 獨立變數들의 값이며, ϵ_t 는 誤差項이다. 이 模型을 적용하여 外國人 直接投資의 年末殘額(FDIS)을 從屬變數로 삼고 推定하여 본 結果 $(1-r)$ 係數가 1.0보다 크게, 즉 $r < 0$ 라는 받아들이기 어려운 推定結果를 얻었기 때문에 그만두고, 從屬變數와 獨立變數들의 自然對數를 사용하여 얻은 結果는 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \ln FDIS = & -4.12 + 0.70 \ln FDIS_{t-1} \\ & (-3.34)^{**} \quad (9.50)^{**} \\ & + 1.55 \ln Y + 0.09 \ln E \\ & (4.63)^{**} \quad (0.69) \\ & + 0.45 \ln EXP3 \\ & (2.99)^{**} \\ & + 0.06 \ln CVE + 0.09 D \dots \dots (11) \\ & (2.49)^* \quad (2.50)^* \end{aligned}$$

$$D.W = 2.20 \quad \bar{R}^2 = 0.996$$

12) Pyndick and Rubinfeld(1981), p.235 참조.

이 推定結果에 의하면 $(1-\gamma) = 0.7$ 로 外國人 直接投資는 요구되는 殘額水準에 매우 느리게 接近하는 것으로 나타났다. 즉, t 期에서 實現되는 外國人 直接投資는 $t-1$ 期の 殘額과 요구되는 殘額의 差異의 30% 정도였다. 다음으로, 推定된 係數들은 換率水準(E)을 제외하고 모두 先驗적으로 期待되는 부호를 보였고 統計的 有意度도 매우 높게 나타났다. 彈力值들을 살펴보면 市場規模를 나타내는 Y 에 대해서만 從屬變數는 彈力的이었고 나머지 獨立變數들에 대한 彈力值는 매우 낮았다 (이는 推定된 係數가 $\gamma (=0.30)$ 이 이미 곱해진 것이라는 점을 감안하더라도 $EXP3$ 에 대해서만 彈力性이 1.0을 능가한다). 그러나 이 용된 模型이 다르기 때문에 이 彈力值를 앞에서 보고한 두번째 類型의 推定方程式(9)의 彈力值와 그 크기를 1對1로 비교할 수는 없다.

V. 要約과 結論

外國人 直接投資라는 經濟現象에는 巨視的 측면과 微視的 측면이 매우 뚜렷이 共存한다. II章에서, 產業組織論的 接近을 중심으로 外國人 直接投資에 관한 微視理論을 살펴보았으나 統計的인 推定에 있어서는 微視的인 側面이 考慮의 대상이 되지 못하였다. 本論文에서 統計分析의 對象으로 삼는 것이 外國人 直接投資의 產業間 配分이 아니라, 美國의 全產業에 대한 外國人 直接投資였으므로 자연스럽게 巨視的인 측면에만 論議와 統計分析의 초점이 맞추어졌다. 이미 언급한 바와 같

이 1970년대 中盤까지도 美國의 投資本國으로서의 위치는 확고한 것처럼 보였으며, 學界에서도 投資本國과 對象國을 決定하는 要因보다는 外國人 直接投資의 產業間 分布를 決定하는 要因, 그것이 貿易을 代替하는 것이냐 與否 그리고 그 經濟的 效果 등에 관심이 집중되어 있었다. 그러나, 投資本國으로 여겼던 美國이 1980년대에 外國人直接投資의 가장 큰 投資對象國이 됨에 따라 그 국가패턴을 決定하는 要因이 자연히 관심의 대상으로 부각되기 시작하였다. 뿐만 아니라, 國際金融市場의 去來가 폭발적으로 증가함에 따라 世界經濟 不均衡의 主原因이 되고 있는 美國의 經常收支 赤字問題를 貿易赤字의 문제 혹은 美國產業의 國際競爭力의 문제로만 이해하는 것이 적절하지 못한 것으로 판단되며, 資本計定上의 去來가 經常收支 赤字問題의 原因일 가능성을 배제할 수 없기 때문에 外國人 直接投資의 국가패턴은 그 자체로 중요할 뿐 아니라 國際收支問題에 대한 含意를 갖기 때문에도 중요하다고 하겠다.

本論의 統計的 分析部分에서는 몇가지 類型의 回歸方程式을 對美 外國人直接投資에 적용하여 推定하여 보았는데, 그 結果는 대부분의 경우 先驗적으로 期待되는 바와 一致하였으나 다른 研究者들은 本論文과 다른 結果를 보고하고 있기 때문에 外國人 直接投資의 決定要因에 관한 단정적인 결론을 내리기 어렵다. 本論文의 推定結果에서 獨立變數들 가운데 가장 확고한 위치를 占하고 있는 것은 投資對象國의 市場規模를 대표하고 있는 實質GNP였다. 이 점은 本論文에서 시도해본 몇가지 類型의 推定式에 공통된 것이었는데, Caves(1988)는 이와는 전혀 다른 결

과를 보고하고 있다. 그는 1978~86기간 동안의 15個先進國의 對美 直接投資를 調査研究하였는데, 그의 推定에서는 美國의 GNP가 일률적으로 統計的 有意도가 없었다. 또한, Caves는 投資對象國에서 생긴 利潤의 再投資가 外國人 直接投資의 대부분을 占한다는 점에 留意하여 投資對象國의 GNP變動이 企業利潤의 變動에 正의 效果를 갖는다는 경로를 통해 GNP와 外國人 直接投資가 연계된다고 보고 있는데, 本 論文은 GNP를 市場規模를 대표하는 變數로 보았다. 반면에 1963~78기간에 先進 5個國에 대한 美國의 外國人 直接投資를 연구의 대상으로 삼았던 Cushman(1985)의 결과에 의하면, 投資對象國의 GNP는 대부분의 경우에 統計的 有意도가 매우 높았다.

換率의 外國人 直接投資에 대한 統計的 分析結果도 研究에 따라 조금씩 다른데, 換率水準의 效果에 대하여 Caves(1988)는 名目換率의 上昇이 直接投資를 減少시키고 下落은 增大시키는 結果를 얻었고 그 統計的 有意도도 매우 높았다고 보고하고 있어 本論의 第1類型 推定式(7)의 결과와 같았다. Cushman(1985)은 實質換率水準의 效果에 대해 엇갈리는 推定結果를 얻었는데, 實質換率과 外國人 直接投資가 負의 關係를 가지는 경우에는 그 統計的 有意도가 높았으므로 本 論文을 포함한 몇몇 연구들의 推定結果가 換率水準의 효과에 대해 示唆하는 바는 대체로 비슷하다고 볼 수 있겠다. 이같이 投資對象國 通貨의 價格이 外國人 直接投資에 대해 負의 效果를 갖는 理由로 本 論文은 Ⅲ章에서 資本市場의 不完全성과 最小投資規模의 存在가 중요하다고 보았다.

豫想換率變化의 效果에 關係 本 論文은, 豫想이 正確하다는 假定 아래 세가지 類型의 推定式에서 모두, 外國人 直接投資에 대해 名目換率의 變化에 대한 豫想은 正의 效果를 갖는다는 結果를 얻었으며 그 統計的 有意도도 높았다. Cushman(1985)의 결과도 이와 같았으나 Caves(1988)는 名目換率이든 實質換率이든 豫想換率變化는 直接投資에 전혀 影響을 주지 않는다는 結果를 얻었다.

換리스크의 影響을 推定함에 있어 Cushman(1985)은 實質換率의 標準偏差를 사용했고 本 論文에서는 名目換率의 變動係數(coefficient of variation)를 사용하였는데, 두 연구에서 모두 投資對象國 通貨의 換리스크가 커지면 外國人 直接投資가 增加한다는 結果를 얻었으며 本 論文은 그 理由가 Ⅱ章에 論議한 Aliber의 理論的 主張과 같다고 보았다.

우리나라에서 밖으로 流出되는 外國人 直接投資는 우리 交易相對國의 量的輸入規制(QR)나 輸出自律規制(VER) 등을 우회하고자 하는데 중요한 理由가 있을 것이다. 또 資源의 安定的 供給을 확보하고자 하는 동기도 있을 수 있고 간혹은 先進技術導入을 원활히 하기 위한 수단으로 시도되기도 한다. 그러나, 우리 經濟規模의 增大와 함께 이 論文에서 주로 다룬 巨視經濟的 變數들이 중요한 影響을 미칠 수도 있을 것이다. 또한 우리나라로 流入되는 外國人 直接投資의 경우에는 우리 市場의 規模 및 換率變數들이 중요한 要因으로 작용할 것으로 기대된다. 이렇게 볼 때 外國人 直接投資와 換率과의 相互作用의 純結果가 무엇일 것인가는 큰 관심거리라 하겠다. 本 論文 推定結果에 의하면

外貨로 표시한 원貨의 價格이 낮아지고, 이것이 오르리라고 豫想이 된다면 이는 外國人 直接投資의 流入을 增大시키는 효과를 가질 것이다. 이는 一見 換率을 長期均衡水準으로 수렴하도록 도와줌으로써 換率의 安定化에 기여할 것으로 보인다. 왜냐하면 市場이 長期均衡水準이라고 믿는 水準 아래로 원貨 價格이 떨어지면 直接投資의 流入이 增大할 것이고 이는 다시 원貨에 대한 需要를 增大

시키고, 그 결과 원貨의 價格이 높아질 것이기 때문이다. 그러나 이와 같은 메커니즘으로 인해 換率이 均衡水準을 超過(overshooting)할 가능성을 배제할 수 없으며, 따라서 安定化에 기여할 것이나 不安定을 深化시킬 것이냐 하는 것은 經驗的 질문이라 하겠고, 환율과 資本去來 일반에 관해 많은 實證的인 調査研究가 필요하다고 하겠다.

附錄：美國에 대한 外國人 直接投資(資料)

美國에 대한 外國人 直接投資는 經常價格의 投資殘額을 기준으로 살펴볼 때, 1960년부터 1988년 사이에 69億 1千萬달러에서 3,288億 5千萬달러로 약47배가량 증가했다. 이를 <附表 2>에 보인 것처럼 美國內의 非住居用民間部門 固定資本과 비교해 보면, 1970년대초까지도 1%에 미치지 못하는 수준이었으나, 1970년대말부터 빠른 속도로 증가하기 시작하여 1987년에는 3.5%를 넘는 크기가 되었다. 이같은 통계는 美國內에서 外國人 投資의 영향이 아주 보잘 것 없는 것이라는 인상을 주고 있으나, 그 投資가 모든 산업에서 같은 비중을 점하고 있는 것은 아니기 때문에 경우에 따라서는 外國人 投資企業이 무시할 수 없는 위치를 확보하고 있다.

美 製造業部門에 있어 外國人 投資企業의 비중을 資産의 規模를 통해 살펴보면, 1977년에 製造業에 속하는 모든 기업의 資産의 6.3%를 外國人 投資企業이 所有하고 있었으나 1986년에는 약 2배에 가까운 12.1%를 所有하고 있었다. 제조업 분야를 볼 때, 化學工業과 非金屬鑛物製造業에서는 外國人 投資企業이 각각 全企業 資産의 32.5%와 22.8%라는 높은 비중을 점하고 있다¹³⁾. 販賣額을 기준으로 살펴보면 外國人 投資企業은 1977년과 1986년에 全製造業部門의 5%, 10%를 각각 차지하여 결코 무시할 수만은 없으며 그 비중이

빠른 速度로 증가하여 美國內에 外國人 投資에 대한 경각심을 불러일으키고 있다.

對美 外國人 直接投資는 <附表 3>에 나타나 있는 것처럼 그 規模의 증대와 함께 投資本國의 구성에도 많은 변화가 있어 왔다. 英國은 對美 投資에 있어 그 比重에 騰落은 있었으나 총액의 약 30%線에서 第1位를 꾸준히 지키고 있고, 네덜란드도 70년대 중반 이후 1987년까지 계속 第2位에 머물러 있었으며, 캐나다는 1960년대초에는 약 30%에 가까웠던 것이 점차 하락하여 1980년대에 들어서는 10% 이하로 그 比重이 크게 下落하였다. 캐나다는 매우 대조적으로 日本의 對美 直接投資는 70년대 중반까지만 해도 2% 미만에 불과하던 비중이 그후 급속히 증가하여 1983년 投資殘額이 西獨을 능가하였고 1988년말에는 네덜란드를 능가하여 總外國人 直接投資의 16% 이상을 占하는 第2位의 投資國이 되었다.

美國內에 고조되고 있는 外國人 投資에 대한 경각심은 投資規模의 증대뿐 아니라 投資國 構成의 變化 특히 日本이 主投資國으로 浮上하는 것에 대한 美國社會의 反應이라고 보아야 할 것이다. 가장 감정적인 차원에서 반응은, 日本이 美國의 産業을 支配하고자 하는 것이 아니냐 하는 우려인데, <附表 2>에서 본 바와 같이 1987년에 外國人 投資殘額의 총액이 民間部門의 非住居用 固定資本의 약 3.6%임에 비추어, 그중 13%는 0.5%

13) Howenstine(1988) 참조.

미만에 불과하므로, 현시점에서 볼 때 日本의 美産業 支配는 杞憂라 할 수 있을 것이다. 製造業部門의 資産을 고려해 보더라도 <附表 2>에 의하면 모든 外國人投資企業의 資産은

약 12%이므로 이중에서도 日本의 몫이 약 13%라 가정한다면 日本이 지배하는 美 製造業 部門의 資産은 2%에 못 미친다는 계산이다.

<附表 1> 實證分析에 사용된 變數

	對美 外國人 直接投資殘額 (百萬달러)	GNP 디플레이터 (1982=100)	美國GNP, 1980년不變價格 (10億달러)	美달러貨의 MERM實効換率 (1980=100)	美달러貨의 變動係數 (%)	石油波動 「더미」變數
1970	13,270	42.0	2,071.1	128.60	n. a.	n. a.
1971	13,914	44.4	2,129.9	125.40	1.388	0.0
1972	14,868	46.5	2,235.9	116.40	1.652	0.0
1973	20,556	49.5	2,352.1	106.80	3.609	0.0
1974	25,144	54.0	2,339.5	109.50	2.546	1.0
1975	27,662	59.3	2,310.1	106.70	2.447	0.0
1976	30,770	63.1	2,422.9	112.20	0.755	0.0
1977	34,595	67.3	2,536.1	111.70	1.026	0.0
1978	42,471	72.2	2,670.2	102.10	2.730	0.0
1979	54,462	78.6	2,736.3	99.90	1.033	0.0
1980	83,046	85.7	2,732.0	100.00	2.227	1.0
1981	108,714	94.0	2,784.8	112.70	4.111	0.0
1982	124,677	100.0	2,713.8	125.90	3.193	0.0
1983	137,061	103.9	2,810.7	133.20	2.002	0.0
1984	164,583	107.7	2,991.4	143.70	2.841	0.0
1985	184,615	110.9	3,093.2	150.20	4.284	0.0
1986	220,414	113.8	3,181.3	123.01	4.093	0.0
1987	271,788	117.4	3,288.3	108.44	3.561	0.0
1988	328,850	121.3	3,440.0	102.14	2.910	0.0
1989	n. a.	n. a.	n. a.	106.48	n. a.	n. a.

資料 : Department of Commerce, BEA(1984, 1988, 1989)와 IMF, IFS, 各號.

〈附表 2〉 美國內 外國人 直接投資의 比重

(단위 : 億弗, %)

		(a) 對美 外國人 直接投資殘額	(b) 非住居用 民間部門 固定資本	(a)/(b) 比率 (%)
가. 全 產業內 投資殘額	1960	69.1	7,557	0.91
	1970	132.7	14,534	0.91
	1980	830.5	48,444	1.71
	1987	2,619.3	73,544	3.56
나. 製造業內 資產		外國人 投資企業	全企業	
	1977	603.6	9,623.0	6.3
	1986	2,405.2	19,941.2	12.1
다. 製造業內 販賣額		外國人 投資企業	全企業	
	1977	665.6	13,280.6	5.0
	1986	2,197.2	22,209.3	9.9

資料 : 非住居用 民間部門 固定投資는 Musgrave(1986, 1988); 資產과 販賣額은 Howenstine(1988); 外國人 直接投資 殘額은 〈附表 1〉과 同一.

〈附表 3〉 對美 外國人直接投資의 國別構成

(단위 : %)

	캐나다	유럽	英國	네덜란드	日本
1960	28.0	68.1	32.5	13.7	1.3
1970	23.5	72.0	31.1	16.2	1.7
1980	14.6	65.9	17.0	23.0	5.7
1986	8.7	67.7	24.6	20.5	11.2
1987	8.3	67.9	28.6	18.0	12.7
1988	8.3	65.8	31.0	14.9	16.2

▷ 參考文獻 ◁

- Aliber, Robert Z., "A Theory of Direct Foreign Investment," C.P. Kindleberger(ed.), *The International Corporation*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1970.
- _____, "Money, Multinationals, and Sovereigns," in Kindleberger and Audretsch (eds.), *The Multinational Corporation in the 1980s*, Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1983.
- Artus, Jacques R. and Anne Kenny McGuirk, "A Revised Version of the Multilateral Exchange Rate Model," *International Monetary Fund Staff Papers*, June 1981.
- Artus, Jacques R. and Rudolf R. Rhomberg, "A Multilateral Exchange Rate Model," *International Monetary Fund Staff Papers*, Nov. 1973.
- Caves, Richard E., *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge University Press, 1982.
- _____, "Exchange-Rate Movements and Foreign Direct Investment in the United States," Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper No. 1383, May 1988.
- Cushman, David O., "Real Exchange Rate Risk, Expectations, and the Level of Direct Investment", *The Review of Economics and Statistics*, May 1985.
- Department of Commerce, BEA, *Foreign Direct Investment in the United States, 1980*, Washington, D.C.: Government Printing Office, 1983.
- _____, BEA, *Selected Data on Foreign Direct Investment in the United States, 1950-79*, Washington, D.C.: Government Printing Office, 1984.
- _____, BEA, "Foreign Direct Investment in the United States: Detail for Position and Balance of Payments Flows, 1987," *Survey of Current Business*, Washington, D.C.: Government Printing Office, Aug. 1988.
- _____, BEA, "Foreign Direct Investment in the United States: Detail for Position and Balance of Payments Flows, 1988," *Survey of Current Business*, Washington, D.C.: Government Printing Office, Aug. 1989.
- Dunning, John H., "Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach," in Bertil Ohlin, Per-Ove Hesselborn, and Per Magnus Wijkman(eds.), *The International Allocation of Economic Activity*, New York: Holmes & Meier Publishers, 1977.
- Hirsch, Seev, "An International Trade and Investment Theory of the Firm," *Oxford Economic Papers*, July 1976.
- Horst, Thomas, "The Theory of the Multinational Firm: Optimal Behavior under Different Tariff and Tax Rates," *Journal of Political Economy*, Sept, /Oct. 1971.
- _____, "The Simple Analytics of Multinational Firm Behaviour," in M.B.

- Connolly and A.K. Swoboda (eds.) *International Trade and Money*, 1973.
- Howenstine, Ned G., "U.S. Affiliates of Foreign Companies: Operations in 1986," Department of Commerce, BEA, *Survey of Current Business*, Washington, D.C.: Government Printing Office, May 1988.
- Hymer, Stephen H., *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, 1960. (M. I.T. 에서의 Ph.D. 論文, MIT Press가 1976 出版)
- Kindleberger, Charles P., *International Capital Movements*, Cambridge University Press, 1987.
- Musgrave, John C., "Fixed Reproducible Tangible Wealth in the United States: Revised Estimates," Department of Commerce, BEA, *Survey of Current Business*, January 1986.
- _____, "Fixed Reproducible Tangible Wealth in the United States: Revised Estimates," Department of Commerce, BEA, *Survey of Current Business*, January 1988.
- Pyndick, Robert S. and Daniel L. Rubinfeld, *Econometric Models and Economic Forecasts*, New York: McGraw-Hill, 1981.
- Rhomberg, Rudolf R., "Indices of Effective Exchange Rates", *International Monetary Fund Staff Papers*, Mar. 1976.
- Vernon, Raymond, "International Investment and International Trade in Product Cycle," *Quarterly Journal of Economics*, May 1966.