

租稅政策과 外國資本 流入의 形態

1997. 4

全 周 省

Kipf 한국조세연구원

序 言

外國資本이 국내경제에 미치는 효과는 유입자본의 規模뿐 아니라 그 形態에 따라서도 차이가 클 수 있다. 우선 같은 외국자본이라 하더라도 국내자산에 대한 단순한 소유만을 의미하는 경우와 이에 추가하여 경영제반에 대한 통제가 가능한 경우의 경제적 효과는 매우 상이할 것이다. 국내에 유입되는 외국자본의 거시경제적 효과를 분석하는 경우 외국기업에 의한 투자총액과 국제수지상의 외국자본 유입간에는 괴리가 있는 것이 보편적이다. 이는 외국기업들이 국내 현지에서 자본을 조달하거나 아니면 果實送金을 유예함으로써 축적된 社內留保를 投資財源으로 쓰기 때문이다. 또한 국제자본이동은 일차적인 자본거래 효과 외에도 외국기업의 투자 및 자원조달 행태에 따라 다양한 부수적 효과를 초래한다. 외국자본이 국내경제의 미시적 측면(예컨대 자본축적, 기술축적, 경영기법 이전 등)에 미치는 효과는 매우 다양하고 광범위하며 자본의 형태에 따라 차이가 클 수 있다.

OECD 가입과 資本市場 개방정책의 영향으로 앞으로 국내에 유입되는 외국자본의 규모가 급증하고 그 形態 또한 다양해질 것으로 예상된다. 資本의 流出入을 직접규제할 수 있는 資本統制(capital controls)의 수단들을 사용할 수 있는 범위가 축소되는 상황에서 정부가 외국자본의 규모와 형태를 장기적으로 조절할 수 있는 가장 효과적인 정책수단으로 資本需給의 價格誘引에 영향을 미치는 租稅政策을 들 수 있다. 조세는 기본적으로 자본수익률을 변동시킴으로써 외국자본의 규모와 형태에 영향을 미친다. 물론 金融政策을 통해 국내금리를 단기간에 조정하는 것은 가능하지만 선진국의 경험

을 보면 장기자본의 수익률은 기본적으로 투자자금의 수요·공급에 의하여 결정된다. 정부의 자본시장정책이 장기금리에 영향을 줄 수 있는 폭도 국내자본시장이 세계자본시장과 통합되어가면 갈수록 줄어들 것이다. 반면 조세정책상의 貯蓄誘引은 투자자금의 공급에 영향을 미치고 投資誘引은 투자자금의 수요 및 투자위치에 영향을 미치게 된다.

本 報告書는 外國資本 流入에 대한 租稅效果를 자본의 주요 形態別로 분석하고 이에 따르는 政策的 示唆點을 제시하고 있다. 본 보고서는 梨花女子大學校의 全周省 教授가 집필하였다. 저자는 본 보고서의 초고를 읽고 유익한 의견을 제시해 준 두 분의 평가자에게 감사를 드리고, 관련자료 및 법령에 관해 조언을 해준 재정경제원의 장태평 과장과 문창용 서기관, 한화경제연구원의 황진우 박사 그리고 자료정리를 도와준 오영주, 추윤희, 김윤정 조교에게 謝意를 표하고 있다.

끝으로 本 報告書의 내용은 저자 개인의 의견이며 본 연구원의 公式的인 견해와는 무관함을 밝혀둔다.

1997년 4월

韓國租稅研究院

院長 崔 洸

目 次

I. 序 論	9
II. 國內投資와 國際投資	13
1. 國際投資 關聯 租稅政策	13
2. 國內投資 및 國際投資의 資本費用	16
가. 本國의 母企業에 대한 資本市場均衡	17
나. 租稅變數	19
다. 投資誘致國에서의 國內投資와 外國人投資에 대한 資本費用	21
3. 政策示唆點	25
가. 國際資本移動에 대한 租稅中立性	25
나. 投資誘引效果의 差別性	29
III. 母企業 資本移轉과 子企業 社內留保	32
1. 子企業의 價値極大化 模型	32
2. 限界投資財源과 資本費用	35
3. 政策示唆點	40
IV. 自己資本과 負債資本	43
1. 國際投資企業의 負債資本	43
2. 現地借入의 利得	46
3. 關聯企業間 去來와 移轉價格問題	50
4. 政策示唆點	51

V. 直接投資와 포트폴리오投資	54
1. 差別的 租稅誘引	54
가. 포트폴리오投資의 租稅回避	56
2. 非租稅要因	62
3. 政策示唆點	63
VI. 要約 및 結論	68
參考文獻	73

表 目 次

〈表 II-1〉 國內投資 外國企業의 追加租稅負擔	25
〈表 II-2〉 外國人投資企業에 대한 租稅減免	28
〈表 III-1〉 國際投資의 限界財源과 資本費用	41
〈表 IV-1〉 美國 內 外國企業投資의 財源調達(1992)	45
〈表 IV-2〉 現地借入의 租稅惠澤	48
〈表 V-1〉 外國株式資本의 果實送金에 대한 源泉徵收稅率 ...	55
〈表 V-2〉 포트폴리오投資의 直接投資 對比 租稅利得	61
〈表 V-3〉 外國資本 流入：直接投資 對 株式投資	64
〈表 V-4〉 外國人直接投資의 主要國別 分布	65
〈表 V-5〉 外國人株式投資 資金流入의 主要國別 分布	65

I. 序 論

최근 국제 경제환경의 중요한 변화 중의 하나는 資本의 國際移動성이 급속히 증가하고 있는 현상이다. 이는 지역간 자유무역협정의 확산과 국가간 무역협상을 통해 국제자본이동의 인위적 장벽이 상당한 정도 제거되었고, 情報-通信技術의 발달로 인해 世界資本市場의 統合이 가속화되고 있으며, 國際市場 占有를 위한 보다 적극적인 기업전략의 일환으로 많은 기업들이 海外現地生産을 확대하고 있는 데 그 주요 원인이 있다고 볼 수 있다.

우리나라의 경우에도 OECD 가입과 자본시장 개방정책의 영향으로 국내에 유입되는 外國資本의 規模가 급증하고 그 形態 또한 다양해질 것으로 예상된다. 과거 경제성장의 초기단계에서는 외국자본의 국내유입이 원칙적으로 통제되어 있는 상황에서 정부의 산업정책적 목적과 일치하는 경우에 한하여 외국기업의 직접투자자본 유입이 허용되었다. 우리 경제가 성숙해감에 따라 시장의 자율적 자원배분기능이 강조되면서 1980년대 중반 이후 外國人直接投資에 대한 규제가 상당히 완화되었고 투자자본의 규모도 증가하였다. 그러나 資本統制의 본격적인 완화는 제한된 범위이기는 하지만 외국인주식투자가 허용된 1990년대에 들어와서 시작되었다고 할 수 있다¹⁾. 아직은 외국자본 유입의 총량이 우리 경제규모에 비해 크다고 하기 힘들고 그 대부분이 직접투자의 형태를 띠고 있지만 본격적인 資本市場 開放과 함께 포트폴리오투자자본의 유입도 직접투자와 함께 활발해질 것으로 예상된다.

1) 외국인의 국내주식투자는 1992년부터 허용되었다.

國內에 流入되는 外國資本은 여러 형태로 분류할 수 있는데 우선 기본적으로 국내자산의 所有를 의미하는 포트폴리오투자와 국내기업의 所有와 統制를 의미하는 直接投資로 양분할 수 있다. 직접투자의 경우 그 財源調達の 형태에 따라 유입자본의 성격과 규모가 다를 수 있다. 가장 기본적으로 상정할 수 있는 경우가 母企業이 子企業의 주식지분을 소유하는²⁾ 경우로서 이는 곧 대주주인 모기업으로부터 자기기업으로의 자본이전을 의미한다. 그러나 해외투자 자기기업의 사업이 성숙해짐에 따라 자체의 留保利潤으로 해외투자에 대한 재원조달을 할 수 있다. 나아가 換危險 등 해외투자에 따르는 위험을 줄이고 자본비용의 절약을 위하여 해외투자기업이 現地나 기타 外國에서 借入을 하는 경우도 많다. 따라서 國內에 투자하는 외국기업의 실질투자액이 같다고 하더라도 그 투자재원이 무엇이나에 따라 국제자본 이동효과와 國內경제에 미치는 효과가 달라질 수 있다. 이 외에도 포트폴리오자본을 주식과 부채로 구분하는 등 다양한 분류가 가능하지만 조세정책 효과의 관점에서 가장 대비가 되고 또 향후 외국자본 유입의 추이와 관련하여 가장 중요하다고 간주되는 이상의 경우들에 본 논문의 초점을 둔다.

외국자본이 國內경제에 미치는 효과는 流入資本의 形態에 따라 차이가 클 수 있다. 우선 같은 외국자본이라 하더라도 國內자산에 대한 단순한 소유만을 의미하는 경우와 이에 추가하여 경영제반에 대한 통제가 가능한 경우의 경제적 효과는 매우 상이할 것이다. 國內에 유입되는 외국자본의 거시경제적 효과를 분석하는 경우 외국기업에 의한 투자총액과 국제수지상의 외국자본 유입 간에는 괴리가 있는 것이 보편적이다. 이는 외국기업들이 國內 現지에서 자본

2) 국제수지상 직접투자와 포트폴리오투자를 구분하기 위하여 자기기업 경영의 통제에 필요한 지분 취득의 기준을 정하는 것은 다소 자의적으로 정해질 수밖에 없다(예컨대 10%). 그러나 국제직접투자의 실체를 보면 투자자유치국의 법적 규제가 없는 한 자기기업주식의 50% 이상을 소유하는 경우가 보편적이다.

을 조달하거나 아니면 과실송금을 유예함으로써 축적된 사내유보를 투자재원으로 쓰기 때문이다. 따라서 종래의 문헌에서 일반적으로 통용되었던 것처럼 국제수지상의 외국자본 유입을 외국인들에 의한 국내투자 총액으로 상정하는 관례는 그릇된 분석과 정책처방을 초래하기 쉽다. 거시경제정책의 차원에서 국제자본의 유출입의 규모를 따지는 경우 국제수지상의 일차적인 자본거래뿐 아니라 외국기업의 투자 및 재원조달 행태가 갖는 추가적인 자본이동 효과에도 주목할 필요가 있다. 예컨대 국제기업이 現地借入을 통해 조달한 자금을 現地投資에 사용한다면 그 자체는 국제수지에 미치는 효과가 없지만 미래에는 부수적인 국제수지 효과가 있을 수 있다³⁾. 보다 직접적으로 이 기업이 현지차입 자금을 투자모국으로 이전하는 경우에는 자본이동 내지 국제수지 효과가 커질 수 있다. 외국자본이 국내경제의 미시적 측면(예컨대 자본축적, 기술축적, 경영기법이전 등)에 미치는 효과는 매우 다양하고 광범위하기 때문에 외국자본의 형태에 따르는 효과의 차별성이 클 수 있다. 예컨대 우리 경제의 입장에서는 외국기업들이 이윤을 과실송금하기보다는 국내에 재투자하는 것이 국내자본 축적과 기술이전 유도의 측면에서 유리할 것이다.

租稅는 기본적으로 資本收益率에 대한 效果를 통해 외국자본의 규모와 형태에 영향을 미친다. 자본통제의 여지가 점차 줄어들면서 정부가 장기적인 관점에서 외국자본을 효과적으로 규제할 수 있는 수단은 價格誘引을 調整하는 조세정책으로 귀착될 수밖에 없다. 물론 금융정책을 통해 국내금리를 단기간에 조정하는 것은 가능하지만 선진국의 경험을 보면 長期資本의 收益率은 기본적으로 投資資金의 需要·供給에 의하여 결정된다. 조세정책상의 저축유인은 투자자금의 공급에 영향을 미치고 투자유인은 투자자금의 수요 및 투

3) 예컨대 투자수익의 과실송금 등.

자 위치에 영향을 미치게 된다. 조세가 투자의 수익률에 미치는 효과는 자본의 형태에 따라 다르다. 본 논문에서 다루는 外國資本의 收益率에 대한 조세효과의 경우 조세관할권의 중복에 따르는 다양하고 복잡한 문제들이 추가적으로 발생한다.

本 論文의 目的은 外國資本 流入에 대한 租稅效果를 자본의 주요 形態別로 분석하고 이에 따르는 政策的 示唆點을 제공하는 데 있다. 논문의 각 章은 조세정책의 관점에서 대조가 되는 자본형태들을 다룬다. 구체적으로 제 II 장에서는 조세정책이 국제투자에 대해 미치는 영향을 개괄적으로 소개하며 國內企業投資와 國際企業投資의 조세상의 차이점을 설명한다. 제 III 장에서는 국제기업의 투자재원 중 自己資本의 形態가 갖는 조세정책상의 시사점을 다루며 제 IV 장에서는 自己資本과 他人資本이 갖는 조세상의 차이점에 초점을 둔다. 제 V 장에서는 直接投資資本과 포트폴리오투자자본을 대비한다. 제 IV 장에서는 이상의 논의를 간략히 요약하고 결론을 짓는다.

Ⅱ. 國內投資와 國際投資

1. 國際投資 關聯 租稅政策

국제투자에서 얻어진 소득은 몇 단계의 과세를 거치게 된다. 대부분의 投資誘致國 政府는 자본의 소유자가 누구이든 간에 과세관할권 내에서 발생한 소득에 대하여 法人所得稅를 부과하며 이에 추가하여 국외로 송금되는 소득에 대해 源泉徵收稅(withholding tax)를 부과한다. 대부분의 投資母國은 외국원천소득에 대하여 個人所得稅를 부과한다. 어떤 경우에는 해외투자기업이 母國政府에게 추가적인 법인소득세를 지불하기도 한다.

이러한 과세관할권의 중복으로 인하여 일부 외국원천소득은 투자모국과 투자유치국에서 이중으로 과세된다. 國際所得의 二重課稅는 국제투자에 대한 有效稅率을 높이게 되므로 국제자본의 자유로운 이동에 중요한 장애요인이 된다. 국제투자소득의 이중과세를 방지하고 자본의 자유로운 국가간 이동을 장려하기 위해 대부분의 나라들은 외국원천소득에 대해 세금을 경감하는 조치를 실시한다. 二重課稅 輕減政策의 성격과 내용은 같은 종류의 소득이라도 국가마다 다르고 한 국가 내에서는 소득의 종류마다 다르다.

기업의 입장에서 가장 단순하고 유리한 二重課稅 輕減政策은 외국원천소득을 투자모국의 과세로부터 면제해 주는 것이다. 이 경우 외국원천소득에 대해 부과되는 조세는 투자유치국에 의해 부과되는 法人所得稅와 源泉徵收稅뿐이다⁴⁾. 자국민의 외국원천소득에 대한

4) 물론 이러한 면세조치가 모든 종류의 외국원천소득에 일률적으로 적

국내관할권을 포기하는 이 外國所得免除制度(territorial system)를 채택하고 있는 국가는 네덜란드 등 극히 소수에 불과하다⁵⁾. 그러나 일부 국가들은 쌍무조세협정 내에서 상대국에서 취득한 외국원천소득 면제를 규정하기도 하므로⁶⁾ 이러한 면제제도는 각국의 국내법이 의도한 것보다 실제로는 많이 적용되고 있다고 볼 수 있다. 대부분의 국가들은 소득이 발생한 장소에 구애받지 않고 자국민의 소득을 과세할 권리를 내세우고 있다. 이렇게 보다 광범위하게 통용되는 居住地國課稅制度(residence system)하에서 외국소득은 원칙적으로 투자모국의 과세대상이 되지만 투자유치국 정부에 이미 납부한 세금에 대해서는 稅額控除(foreign tax credit)나 所得控除(foreign tax deduction)를 허용하고 있다. 외국세액공제는 이미 납부한 외국세액을 투자모국의 과세부담에서 공제해 주는 것이고 외국소득공제는 외국세액을 투자모국의 과세대상소득에서 공제해 주는 것이다.

실제로 무한정한 외국세액공제를 허용하는 국가는 존재하지 않으며 외국세액공제액은 보통 외국소득에 대한 투자모국 과세액으로 상한선이 정해져 있다. 잠재적으로 공제될 수 있는 외국세액이 실제 공제한도를 초과하는 투자자는 세액공제 초과상태(excess credit position)에 있다고 말한다. 따라서 외국세액공제한도는 기업이 투자모국보다 세율이 높은 국가에 투자할 때 소진될 가능성이 높다. 반면 외국세액이 세액공제 한도보다 낮으면 그 기업은 세액공제 부족상태(deficit credit position)에 있다고 표현한다. 이 경우에 기업은 이미 납부한 외국세액 외에 모국에서 추가적으로 세금을 지불하여야 한다. 일반적으로 고세율국가의 기업이 저세율국가에 투자하

용될 필요는 없다. 외국원천소득을 모국의 법인세에서 면제시켜 주는 경우에도 해외 포트폴리오투자의 소득은 모국의 개인소득세 부과대상으로 하는 것이 보편적인 사례이다.

- 5) 프랑스는 외국원천 배당소득의 95%를 국내과세로부터 면제하고 있다.
- 6) 예컨대 캐나다와 독일은 자국과 조세협정을 맺고 있는 나라들에서 발생한 외국원천소득을 면제해 주는 것을 원칙으로 한다.

는 경우가 여기에 해당한다.

해외투자기업의 세액공제상태가 상기한 두 경우 중 어디에 해당하는 것이 유리한가는 일률적으로 말하기 힘들다. 결국 국제기업의 입장에서는 外國源泉所得의 總有效稅負擔이 얼마냐가 중요한 것이지 어느 나라에 얼마만큼의 조세납부를 하였느냐는 관심의 대상이 아니다. 관련국의 세율 차이만을 비교하는 단순한 경우를 상정하면 세액공제 초과상태인 경우에는 투자유치국의 세율이 최종 유효세율이 되고 세액공제 부족상태인 경우에는 투자모국의 세율이 유효세율이 된다. 그런데 해외사업이 여러 나라에 걸쳐 있는 다국적기업의 경우, 예컨대 한 나라에서 거주하는 자회사와 다른 나라에 거주하는 자회사가 상반되는 세액공제 상태에 있을 수 있다. 이 경우 세액공제의 한도가 소진된 자회사의 소득과 추가적 세액공제가 가능한 자회사의 소득을 결합하면 전체적인 유효세부담을 줄일 수 있다.

실제로 많은 나라들은 자국 기업이 여러 국가에 투자할 때 이들 국가에서 송금된 所得을 合算하고 이에 대해 부과하는 국내과세액에 대하여 국외에서 이 소득에 부과된 법인소득세와 원천징수세를 합산하여 세액공제할 수 있도록 허용하고 있다. 기업은 한 국가에서의 사업소득에 대한 공제한도 초과액(excess credit)을 다른 국가에서의 사업소득에 대한 국내과세액을 경감하는 데 사용할 수 있다. 만일 총액으로 보아 세액공제 초과분과 세액공제 부족분이 한 기업의 전 해외사업에 걸쳐 상쇄된다면 국내 법인세를 한 푼도 물지 않게 될 것이다. 외국원천소득의 유효세율을 극소화할 수 있는 이러한 所得平均(income averaging)의 방법이 완벽하게 활용된다면 이는 투자모국이 외국소득면제제도를 채택하는 것과 같은 결과를 낳게 된다.

거주지국 과세제도를 채택하는 국가는 외국세액공제를 허용하는 것 이외에도 통상 자국기업에 대해 일정한 종류의 외국소득에 대해

서는 과실송금이 이루어지기 전까지 과세를 猶豫(tax deferral)해 준다. 일반적으로 능동적 사업소득이 이러한 조세유예 대상에 속한다. 보통 수동적인 투자로부터의 소득(예를 들어 배당금, 이자 등)은 발생시 과세된다. 또한 대부분의 국가들은 외국지사의 소득에 대해서는 조세유예를 허용하지 않는다. 이러한 조세유예는 일정한 조건하에서는 국제투자에 대한 유효세율을 낮출 수 있으므로 기업의 입장에서는 과세부담을 줄이는 중요한 요인이 될 수 있다. 제Ⅲ장에서는 세액공제 부족상태에 있는 자기기업이 사내유보를 투자의 재원으로 하는 경우 외국원천소득의 유효세율을 최대한 투자유치국 세율의 수준까지 낮출 수 있음을 보인다.

2. 國內投資 및 國際投資의 資本費用

이節에서는 한 기업이 같은 재원으로 國內投資와 國際投資를 수행하는 경우 조세가 이들의 자본비용에 차이를 가져올 수 있다는 명제를 이론적으로 정립한다. 즉, 국제투자의 경우 한계소득에 대하여 모국정부의 추가적인 법인세 부과가 있는 한 자본비용이 상승하게 된다. 따라서 외국에 진출한 기업은 투자현지국의 국내기업에 비해서 조세에 관한 한 상대적으로 불리한 여건에 있게 된다. 즉, 투자현지국 정부에 대해 국내기업이나 외국기업이 동일한 세금을 낸다고 보았을 때⁷⁾ 이 외국기업이 본국정부에 대해서도 추가적인

7) 이러한 경우를 ‘자본수입에 대한 조세중립성(capital import neutrality)’이라고 부른다. 대부분 선진국의 경우 조세중립성을 유지하는 정책을 사용한다. 외국자본의 유치를 원하는 개발도상국의 경우 외국기업에게 추가적인 조세유인(tax holidays)을 제공하는 사례가 많다. 우리나라도 과거 경제성장정책의 일환으로 다양한 형태의 외국자본 조세유인을 제공해 왔다. 최근에는 외국자본과 국내자본에 대한 조세중립성을 유지하는 방향으로 정책을 선회하고 있으나 아직도 고도기술 수반 및 수출자유지역 내 외국인투자에 대해서는 제한적이지만 조세감면제도를 적용하고 있다.

조세납부를 한다면 당연히 경쟁력이 감소할 것이다. 우선 분석의 대상을 과세문제로 국한하기 위해 다음과 같은 假定을 한다.

첫째, 이 모형에서 상정하는 국제기업은 本國의 母企業과 外國의 子企業으로 구성된다고 정의한다. 子企業은 본국의 주주들의 富를 극대화하는 母企業에 의해 전적으로 소유된다. 따라서 우리는 이 자기기업과 투자유치국의 국내기업의 자본비용을 비교한다.

둘째, 본국과 투자유치국의 국내기업은 社內留保를 투자자금의 한계적인 원천(marginal source)으로 사용한다고 가정한다. 투자자금 조달을 위해 자기기업은 모기업으로부터 모기업의 유보이윤으로 조성된 자금을 이전받는다. 이러한 가정을 통해 자금조달방법과 자본소득과세와 관련된 복잡한 문제들을 단순화시키고 한 국가 내에서 국내투자와 외국인투자에 대한 과세효과의 차이점을 부각시킬 수 있다.

또한 이 모형에는 불확실성이 존재하지 않으며 모든 세율은 시간에 대해 불변으로 인식된다고 가정한다. 또 식 표기를 단순화하기 위해 주주가 투자의 기회비용으로 요구하는 수익률은 본국과 투자유치국에서 동일하다고 가정한다. 별표(*)가 붙은 변수는 투자유치국 또는 투자유치국 주재 자기기업의 변수를 표시한다.

가. 本國의 母企業에 대한 資本市場均衡

먼저 본국의 母企業에 대한 資本市場均衡을 살펴보자. 균형은 본국의 주주가 요구수익률 ρ 를 벌 때 성립한다.

$$\rho V_t = (1 - m) D_t + (1 - z)(V_{t+1} - V_t - N_t) \quad (\text{II} - 1)$$

여기서 V_t 는 기간 t 초기 기업주식의 시장가치이고, D_t 는 기간 t 중의 배당이며, N_t 는 기간 t 에 발행된 신주의 가치이고, m 과 z 는

각각 배당소득과 자본이득에 대한 유효세율이다.

식 (II-1)을 transversality condition을 적용해 풀면, 모기업의 가치 V_t 는 세후 배당액들의 현재 할인가치에서 신주발행액들의 현재가치를 제한 것이다 :

$$V_t = \sum_{j=0}^{\infty} \left(1 + \frac{\rho}{(1-z)}\right)^{-j} \left[\frac{(1-m)}{(1-z)} D_{t+j} - N_{t+j} \right] \quad (\text{II}-2)$$

母企業은 여러 가지 제약식하에서 그 價値를 極大化한다.

모기업과 자기업에 대한 예산식은

$$D_t + N_t^* + T_t + I_t = D_t^* + F(K_t) + N_t \quad (\text{II}-3)$$

그리고

$$D_t^* + T_t^* + I_t^* = F^*(K_t^*) + N_t^* \quad (\text{II}-4)$$

이다. 여기서 T_t 는 자기업의 과실송금에 대한 과세를 포함한 投資母國에서의 總課稅額이고, T_t^* 는 투자유치국의 조세부담액, I_t , I_t^* , $F(K_t)$, $F(K_t^*)$ 는 각각 국내와 국제사업에서의 투자와 이윤이다.

母企業의 전세계 豫算式은 식 (II-3)과 (II-4)를 더하여 도출할 수 있다 :

$$T_t + T_t^* + I_t + I_t^* + D_t = F(K_t) + F^*(K_t^*) + N_t \quad (\text{II}-5)$$

다른 제약식은 다음과 같다 :

$$D_t \geq 0 \quad (\text{II} - 6)$$

$$N_t \geq \bar{N} \text{ 여기서 } \bar{N} \leq 0 \quad (\text{II} - 7)$$

$$D_t^* \geq 0 \quad (\text{II} - 8)$$

$$N_t^* \geq \bar{N}^* \text{ 여기서 } \bar{N}^* \leq 0 \quad (\text{II} - 9)$$

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t \quad (\text{II} - 10)$$

$$K_{t+1}^* = (1 - \delta^*)K_t^* + I_t^* \quad (\text{II} - 11)$$

식 (II-6)과 (II-8)은 배당금에 대한 비음수조건이다. 식 (II-7)은 모기업이 자기 주식을 매입하는 능력에 대한 제한을 나타낸다. 마찬가지로 식 (II-9)는 자기업이 면세로 모기업에 과실을 송금하는 능력에 대한 제한을 나타낸다⁸⁾. 식 (II-10)과 (II-11)은 각각 모기업과 자기업의 자본축적공식이며 δ 와 δ^* 는 경제적 감가상각률이다.

투자유치국의 국내기업에 대한 자본시장균형도 유사한 방법으로 도출할 수 있다. 기업의 가치는 본국의 조세변수를 투자유치국 조세변수로 대체하는 방법으로 정의할 수 있다. 마찬가지로 예산식을 정의하려면 자기업의 운영에 관련되는 모든 변수(D^* , N^* , T^*)를 제외하기만 하면 된다. 이하에서는 투자유치국에서 자기업의 투자 및 재원조달에 관련된 변수를 설명한다.

나. 租稅變數

母企業과 子企業의 課稅利潤은 다음과 같이 정의된다.

8) 자기업은 소득뿐만 아니라 자본금을 송금할 수도 있다($N^* < 0$). 원칙상으로 보아서는 과실송금은 투자모국에서 과세대상이 될 수 있으나 자본금의 송금은 과세면제가 되어야 한다. 이 경우 기업이 송금된 자금 전체를 자본금의 송금으로 신고하여 면세받는 것을 방지하기 위해서, 통상 송금누계액이 소득누계액보다 작은 경우에는 모든 송금액을 과세대상소득으로 처리한다.

$$\pi_t^T = F(K_t) - \delta^T K_{t+1}^T \quad (\text{II} - 12)$$

$$\pi_t^{T^*} = F^*(K_t^*) - \delta^{T^*} K_{t+1}^{T^*} \quad (\text{II} - 13)$$

여기서 K_{t+1}^T 는 $t+1$ 기 초기 모기업의 과세목적 자본의 순가치이다. K_{t+1}^T 는 감가상각법의 선택(straight-line, declining balance 등)에 따라 서로 다른 경로로 축적될 것이며, 실제 자본 K_{t+1} 과는 다르게 축적된다. δ^T 는 투자모국에서 허용되는 조세 감가상각률이다. 국제투자에 대해서는 같은 변수에 대해 *를 붙여서 표시한다.

投資母國에서의 母企業의 租稅負擔은 모기업 자신의 영업에 대한 과세와 자기기업의 과실송금에 대한 과세의 합계이다.

$$T_t = T_t^P + T_t^S \quad (\text{II} - 14)$$

모기업의 국내영업에 대한 과세는 다음과 같다.

$$T_t^P = \tau \pi_t^T \quad (\text{II} - 15)$$

여기서 τ 는 투자모국의 명목법인소득세율이다.

投資誘致國에서의 子企業의 租稅負擔은

$$T_t^{G^*} = \tau^* \pi_t^{T^*} + w^* D_t^{G^*} \quad (\text{II} - 16)$$

이며 총량화(grossed-up)된 자기기업의 배당금은 다음과 같이 정의된다.

$$D_t^{G^*} = \frac{D_t^*}{(1-\tau^*)} \quad (\text{II} - 17)$$

$D_t^{G^*}$ 는 투자유치국의 법인소득세납부액을 포함시킨 자기기업의 배당액

이며 w^* 는 과실송금에 대한 투자유치국의 원천징수세율이다.

모기업은 자기업의 과실송금에 대해 세금(T_i^s)을 내야 할 경우도 있다. 투자모국에서의 외국소득에 대한 과세방침에 따라 T_i^s 는 다른 값을 가질 수 있다.

1) 外國所得免除制度(exemption system)나 외국소득에 대한 투자모국과세를 면제하는 조약하에서는 국외 배당금에 대해서 투자모국의 과세가 없다.

$$T_i^s = 0 \quad (\text{II} - 18)$$

2) 外國稅額控除制度(credit system)하에서는 국외 배당금에 대해 투자모국의 법인소득세를 추가로 납부할 경우도 있다 (deficit-credit의 경우). 투자모국이 투자유치국과 동일한 과세표준인 D_i^c 를 사용한다고 가정하면,

$$T_i^s = \max \left[\left\{ \frac{(\tau - \tau^*)}{(1 - \tau^*)} - w^* \right\} D_i^c, 0 \right] \quad (\text{II} - 19)$$

임을 보일 수 있다⁹⁾.

다. 投資誘致國에서의 國內投資와 外國人投資에 대한 資本費用

자본비용은 자본제공자가 요구하는 수익률을 충족시키기 위해 기

9) 분석의 편의상 外國所得控除制度(deduction system)에 관한 논의는 생략한다. 이 제도에 관한 보다 상세한 논의는 Jun(1995)을 참조할 것.

업이 달성해야 하는 세전수익률이다. 자본비용(COC)은 미래의 투자수익에 대한 할인율, 자본소득의 과세방식이나 투자자산의 감가상각 등 여러 가지 요인에 의해 결정된다.

$$\text{COC}^* = \frac{(\rho' + \delta^*)(1 - z^*)}{(1 - \tau^*)} \quad (\text{II} - 20)$$

여기에서 ρ' 는 割引率, Z^* 는 투자유치국의 감가상각에 의한 조세감면액을 의미한다.

자본비용의 결정에는 할인율이 중요한 역할을 하는데 할인율은 대체투자기회의 수익률(보다 일반적으로 실질이자율) 및 자금원천과 관련된 조세변수에 의해 영향을 받는다. 조세에 초점을 맞추고 있는 이 모형에서 국내기업과 외국기업간의 자본비용의 차이는 미래이윤에 대한 할인율의 차이에 따라 결정된다는 점에 유의해야 한다.

먼저 國內企業의 割引率을 도출한다. 기업은 사내유보를 국내투자의 재원으로 사용하므로 주주들은 배당세율보다는 자본이익세율로 과세되는 이익률에 의해 부를 축적하게 된다. 만일 법인소득세 納付後, 개인소득세 納付前 이익률이 ρ' 라면 주주들은 $\rho'(1 - z) = \rho$ 를 요구하게 될 것이다. 그러면 사내유보에 대한 할인율은 다음과 같이 표현할 수 있다.

$$\rho' = \frac{\rho}{(1 - z^*)} \quad (\text{II} - 21)$$

이제 國際投資의 재원에 대해 적절한 割引率을 고려해 보자. 자기기업은 모기업에서 자금을 공급받는다 가정하므로 할인율은 과실송금에 따르는 추가 조세부담을 반영해야 할 것이다. 국제조세효과는 $1/(1 - u)$ 로 요약될 수 있는데, 여기서 u 는 다음에 정의된 바와

같이 국외로부터의 배당금에 대한 유효세율이다. 본국 주주의 富를 극대화하려는 것이 목적인 모기업의 관점에서 보면, 1달러의 과실 송금으로부터의 순소득은 $(1-u)$ 이다. 1달러를 자기기업으로 이전하는 데 대한 기회비용은 이로 인해 실시하지 못한 국내투자의 1달러분이므로, 모기업은 국제투자에 있어서 1달러의 이전에 대해서 $1/(1-u)$ 의 수익을 요구할 것이다. 이 경우에 있어서 국제투자에 대한 할인율은 다음과 같다.

$$\rho' = \frac{\rho}{(1-z^*)(1-u)} \quad (\text{II}-22)$$

식 (II-21)과 (II-22)를 비교할 때, u 의 상승은 투자유치국에서 그 국내기업에 비해서 국제기업의 자본비용을 상승시킬 것이다.

이제 송금된 국외 배당금에 대한 총세율인 u 를 정의한다. 외국소득의 과세방침 중 어떠한 것이 사용되고 있는가에 따라 u 는 각각 다른 값을 가질 것이다.

1) 外國所得免除制度下에서는 외국기업이 배당금에 대해 납부하는 투자유치국의 원천징수세가 투자유치국 정부에 의해 부과되는 유일한 조세이다.

$$u = w^* \quad (\text{II}-23)$$

2) 外國稅額控除制度下에서는 외국기업은 먼저 투자유치국의 원천징수세 w^* 를 납부하고 그 후 다음과 같이 정의된 투자모국의 세금을 추가로 납부한다.

$$\max \left\{ \frac{(\tau - \tau^*)}{(1 - \tau^*)} w^*, 0 \right\} \quad (\text{II}-24)$$

그러므로 자기기업의 배당금에 대한 총과세율 u 는 다음과 같이 표현된다.

$$u = \max \left\{ \frac{(\tau - \tau^*)}{(1 - \tau^*)}, w^* \right\} \quad (\text{II} - 25)$$

u 의 크기는 외국인원천소득에 대한 투자모국과 투자유치국의 조세 정책에 달려 있다. 예컨대, 투자모국의 세율이 0.35, 투자유치국의 세율이 0.20, 그리고 원천징수세율이 0.10이라고 가정해 보자. 여기에서 투자유치국의 세율을 낮게 상정한 이유는 투자유치국에서의 여러 가지 투자유인의 효과를 감안하였기 때문이다. 반면 투자모국이 해외투자기업에게 투자유인을 적용해 주는 사례는 찾기 힘들기 때문에 투자모국의 세율은 주요국들의 법정세율에 가까운 수치를 사용하였다. 이 경우 u 의 값은 세금면제의 경우는 0.10이고 세액공제의 경우는 0.1875이다. 이 경우에 $1/(1-u)$ 의 값은 각각 1.11과 1.23이 된다. 이는 외국소득면제제도국에서 진출한 외국기업은 투자유치국의 국내기업보다 자본비용이 11% 더 높다는 것을 의미한다. 세액공제제도국에서 진출한 기업은 자본비용이 23% 더 높을 것이다.

이節의 분석이 갖는 시사점은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 海外投資에 따르는 追加的인 稅負擔에 의한 資本費用의 上昇은 기업경쟁력을 약화시키기에 충분한 정도로 클 수 있다. 둘째, 海外投資企業은 현지의 국내기업과의 경쟁에서 조세에 관한 한 불리한 경쟁여건에 처하기 쉽다¹⁰⁾. 셋째, 외국기업이라 하더라도 母國政府의 해외투자관련 租稅政策에 따라 자본비용 상승의 차이가 있다.

10) 앞서도 언급하였듯이 자기기업이 사내유보를 투자재원으로 사용하는 경우 모국정부에 대한 추가적 세부담이 갖는 투자저해유인을 극소화할 수 있다.

3. 政策示唆點

가. 國際資本移動에 대한 租稅中立性

조세가 세수를 확보하면서 자원배분에 중립적인 효과를 미치도록 부과된다면 효율성의 상실이 없을 것이다. 그러나 人頭稅(head tax)의 경우와 같이 定額稅(lump-sum tax)가 아니면서 厚生損失이 없는 세제를 찾기가 쉽지 않다. 또한 특정 조세에 대한 평가가 반드시 效率性의 측면에서만 행해지는 것은 아니다. 稅收確保 이외에도 衡平性이나 競爭力提高 등의 다양한 정책목표를 달성하기 위하여 효율성의 상실이 불가피할 수밖에 없는 경우도 있고 여가나 자가소유주택의 귀속 임대료에 대한 과세가 현실적으로 불가능하듯이 조세수단 자체가 제한되어 있어서 비효율이 창출되는 경우도 있다. 어느 경우이건 다른 조건이 동일할 때 주어진 稅收에서 비효율이 극소화되는 ‘次善의 法則’이 조세정책을 평가하는 기본원칙이라 할 수 있다.

국제자본이동과 관련한 조세정책을 평가하는 데 있어 거론되는 두 가지 중립성의 원칙이 있다. 하나는 ‘資本輸出에 대한 租稅中立性(capital export neutrality)’이고 다른 하나는 ‘資本輸入에 대한 租稅中立性(capital import neutrality)’이다. 전자는 자본이 국내에 투자되건 해외에 투자되건 최종유효세부담은 동일해야 된다는 원칙이다. 후자는 특정국에 투자되는 자본의 소유주가 국내인이건 외국인인건 조세상의 차별이 없어야 된다는 원칙이다. 두 원칙 다 국제자본의 국가간 배분을 조세가 왜곡하는 정도를 극소화해야 된다는 사고에서 비롯된 명제이다.

그러나 국내경제에서의 경우처럼 國際資本에 관한 정책도 효율성 이외의 여러 가지 목표를 상정하는 것이 보편적이다. 어느 나라나 세율이 타국으로 이전하는 것에 민감하게 반응할 것이고, 개발도상

국과 같이 외국 자본이나 기술의 이전을 의도적으로 유도하는 경우도 있다. 따라서 국제자본이동에 대한 조세정책도 이러한 정책목표 간의 조화를 유지하면서 비효율을 극소화하는 방향으로 정립되어야 한다.

이를 위해서는 우리나라에 유입되는 외국자본에 대하여 투자모국 및 국내 조세제도가 갖는 자원배분 왜곡효과의 성격이나 크기를 분석할 필요가 있다. 앞 절에서의 분석은 우리나라에 투자하는 외국 기업들이 자국 내의 국내기업에 비해 조세상의 불이익을 받는 정도, 즉 조세의 자본수출 중립성이 파괴되는 정도를 설명하는 수단이 된다. 바꾸어 말해, $1/(1-u)$ 로 대변되는 국제소득에 대한 국내 과세의 자본비용 상승효과는 곧 특정 국적의 기업이 조세에 의하여 행동을 바꿀 유인의 크기를 표시한다¹¹⁾.

〈表 II-1〉은 國內投資 外國企業의 追加租稅負擔 가능성을 현실 제도에 유사한 변수값들을 사용하여 표시하고 있다. 각국 기업의 과실송금유효세율(u)과 자본비용증가분($1/(1-u)$)은 우리나라의 有效稅率(τ^*)을 20%로 가정하고 계산한 것이다. 우리나라가 상대적으로 低稅率國家인데다 실제 우리 정부에 지불하는 조세의 크기를 나타내기 위해서는 명목법인세율보다는 유효세율을 사용하여야 하기 때문에 우리나라의 유효세율을 法定法人稅率(32%)보다 낮게 상정하였다¹²⁾. 표의 마지막 열은 각국의 관련 조세제도나 세율을 이용하여 우리나라에 투자하는 외국기업의 자본비용 증가분을 계산한 결과를 보여주고 있다. 예상대로 미국, 일본, 영국 등 外國稅額控除制度 國家의 과실송금에 대한 유효세율은 독일, 프랑스, 네덜란드

11) 물론 자본이동의 탄력성은 다양한 비조세유인에 의해서도 영향을 받을 수 있다.

12) 물론 보다 정확하게 평균세율을 계산하여 쓸 수도 있으나 여기에서 요구하는 수준 이상의 자료 및 소득개념조정 문제가 발생할 수 있다. 여기에서는 이상과 같은 가정으로도 외국기업투자의 조세정책에 관한 충분한 시사점을 도출할 수 있다.

〈表 II - 1〉 國內投資 外國企業의 追加租稅負擔

투자모국	명목법인 세율 (τ)	원천징수 세율 (w^*)	외국원천 소득 과세제도	과실송금 유효세율 (u)	자본비용 증가분 $\left(\frac{1}{1-u}\right) - 1$
미 국	0.35	0.10	외국세액공제	0.1875	0.23
일 본	0.375	0.12	외국세액공제	0.2188	0.28
독 일	0.50	0.10	외국소득면제	0.10	0.11
영 국	0.35	0.10	외국세액공제	0.1875	0.23
프 랑 스	0.333	0.10	외국소득면제	0.10	0.11
네덜란드	0.40	0.10	외국소득면제	0.10	0.11

註 : 1. 외국소득면제제도를 채택하는 국가의 경우 누진부 소득면제임.
 2. 원천징수세율은 법인간 배당에 대한 조세조약상의 제한세율임.
 3. 한국의 국내투자유효세율(τ^*)은 0.20으로 가정하였음. 한국의 명목
 법인세율은 1억원 이상의 소득에 대해서는 32%이나 각종 투자유인
 조세혜택을 감안하면 더 낮아지게 됨.

등 外國所得免除制度 國家에 비해 높은 것으로 나타나고 있다. 이는 외국세액공제제도를 채택하는 국가의 기업들에게 조세의 자본수입중립성이 성립하지 않음을 의미한다.

이러한 경우 한국정부의 적절한 政策對應은 무엇인가? 외국인투자의 활성화를 위하여 우리 정부가 사용하는 각종 租稅誘引은 어떻게 평가하는 것이 적절한가? 〈表 II - 2〉는 우리 정부가 외국기업에게 제공하는 주요 租稅支援政策을 보여준다. 과거보다는 제한적이지만 여전히 국내기업에 제공되는 유인 이상의 조세지원이 외국기업에게 제공되고 있다. 과거보다 외국기업에 대한 조세감면의 범위를 축소해오고 있는 것은 우리 정부가 내국인에 대한 역차별¹³⁾을 축소하기 위한 정책의 일환이라 볼 수 있다. 바꾸어 말해 자본수입에 대한 조세의 중립성을 회복하여 자원배분의 비효율을 줄이려는 의도로 해석할 수 있다.

13) 조세에 관한 한 외국기업이 국내기업보다 오히려 유리한 위치에 있다는 의미이다.

〈表 Ⅱ-2〉 外國人投資企業에 대한 租稅減免

	고도기술 수반사업을 영위하는 외국인투자기업	수출자유지역 입주기업
소득세	최초 5년간 100% 감면 다음 3년간 50% 감면	최초 3년간 100% 감면 다음 2년간 50% 감면
배당에 대한 소득세 법인세	최초 5년간 100% 감면 다음 3년간 50% 감면	5년간 50% 감면
재산세, 취득세 종합토지세	최초 5년간 100% 감면 다음 3년간 50% 감면	5년간 50% 감면
관세, 특별소비세 부가가치세	자본재에 대해 100% 면제	자본재에 대해 50% 면제

註：증자에 의한 외국인투자도 이상의 법률이 동일하게 적용됨.

資料：재정경제원 국제조세과, 1995년도 현재

한편 우리 정부가 여전히 어느 정도의 外國企業 租稅支援을 유지하고 있는 것은 우리 産業의 競爭力 제고를 위하여 의도적인 자원 배분의 왜곡을 허용하는 것이다. 이처럼 조세중립의 원칙을 벗어나 선별적인 조세지원을 하는 경우 이러한 지원이 실제 얼마나 효과적인가가 정책평가의 중요한 관건이 된다. 外國企業 租稅支援政策의 實效性에 대한 평가는 보다 구체적으로 다음 두 가지 질문으로 귀착된다. 첫째, 기존의 조세지원이 외국기업들이 국내투자를 증가시킬 만큼 충분한 誘引이 될 것인가? 둘째, 다양한 국적의 외국기업들을 一律적으로 취급할 것인가? 첫번째 질문에 대한 명확한 해답을 구하기 위해서는 보다 체계적인 계량적 방법이 사용되어야 할 것이다. 〈表 Ⅱ-1〉에서는 단순한 경우에 있어 외국기업들의 조세 관련 자본이용 증가분을 보이고 있지만 현실적으로는 보다 자세한 조세규정, 기업들이 관련기업과 연합하여 소득평균의 방법을 쓸 가능성, 제Ⅲ장과 제Ⅳ장에서 다루듯이 투자재원을 다변화하여 자본비용을 낮출 가능성 등 다양한 경우를 감안하여야 한다. 이러한 세부적인 항목들에 대한 자세한 분석은 추후의 연구과제로 남겨 놓고 아래에서는 두번째 질문, 즉 조세유인을 기업의 국적별로 차별화하

는 문제를 검토한다.

나. 投資誘引效果의 差別性

외국인투자 유치를 위한 조세정책 논의에서 범하기 쉬운 오류 중의 하나는 國內의 投資誘引이 外國企業에게도 일률적인 효과를 미친다고 믿는 것이다. 그러나 외국인투자의 경우 그 수익에 대한 유효세율이 국내에서의 과세뿐 아니라 투자모국의 조세정책에 의해서도 영향을 받게 되므로 국내 조세유인의 효과가 투자국별로 그리고 투자기업별로 상이할 가능성이 높다. 우선 네덜란드 등 외국소득면제제도를 채택하는 국가의 기업인 경우 국내투자의 유효세율이 바로 그 기업의 국제소득에 대한 유효세율이 되므로¹⁴⁾ 국내투자에 제공되는 일반적 조세유인과 외국인투자자에게 제공되는 추가적 조세유인 공히 효과적인 투자촉진 수단이 될 수 있다. 외국세액공제제도를 택하는 국가의 기업인 경우에도 본국의 명목법인세율이 우리나라의 국내투자 유효세율보다 낮은 경우에는(excess credit position) 국내투자의 유효세율이 곧 이 기업 소득의 유효세율이 되므로 국내 투자유인이 효과적일 수 있다.

그러나 실제로는 外國의 名目法人稅率이 우리나라의 有效稅率보다 높은 경우가 대부분이다. 그 이유는 우리나라의 명목세율 자체가 우리나라에 투자하는 선진국들에 비해 낮은 경향이 있고 두 나라의 명목세율이 동일한 경우에도 조세상의 각종 투자유인 때문에 유효세율은 명목세율보다 더 낮기 때문이다. 이러한 보다 보편적인 경우에는 국내에 투자한 외국기업들이 국내 투자유인의 변화에 큰 반응을 보이지 않을 수 있다. 또한 이러한 경우 우리나라가 투자유

14) 이 경우에도 투자유치국이 해외 과실송급에 대해 원천징수세를 부과하는 만큼의 차이는 있다. 여기서는 논의의 편의상 법인세의 비교에 초점을 맞춘다.

인을 조정하여 유효세율을 낮추면 외국기업의 한국 내 투자에 대한 총조세부담은 변함이 없으나 투자모국 정부가 허용하는 외국공제세액만 감소하게 되는 결과가 생겨 별다른 투자유인 효과가 없으면서 우리 정부의 조세수입만 감소하는 현상이 나타나게 된다.

이와 같이 국내의 투자유인이 국적이 다른 외국기업간에 차별적인 효과를 미친다면 주어진 세수감소하에서 投資國別로 租稅支援의 정도를 差別化시키는 것이 가장 效率的인 정책이 된다. 그렇다면 현실적으로 외국기업을 국적별로 차별화할 수 있는 방법이 있겠는가? 일견 해답이 없어 보이는 이 질문에 비교적 현실적인 가용성이 큰 해답이 쌍방간 租稅協定(bilateral tax treaty)이다. 보편적으로 조세협정에서는 果實送金에 대한 源泉徵收稅를 서로 인하하는 것이 보통이지만 가장 이상적인 경우는 서로 상대국에서 발생한 소득에 대해서 外國所得免除制度를 실시하는 것이다. 이 경우 투자유인은 국제투자에 대한 유효세율의 하락으로 나타나게 된다. 그러나 세계 각국의 租稅協定들을 보면 조세상대국에서 취득한 소득을 국내과세에서 완전히 면제시켜 주는 경우보다는 果實送金에 대한 源泉徵收稅率을 동시에 인하하는 것이 보편적인 형태이다.

그러나 대칭적인 조세삭감을 규정한 조세협정의 경제적 효과가 협정당사자국간에 대칭적인 경제적 효과를 낳지 않는 경우가 많다. 예컨대, 협정상대국이 외국기업소득의 果實送金에 대해 부과하는 원천징수세율을 동시에 인하했다고 하자. 저세율국가로 진출한 고세율국가의 기업은 납부할 외국세액 자체는 줄지만 종합적인 유효세율은 변함이 없으므로 租稅協定이 별 이득이 되지 않을 수 있다. 이 경우 租稅協定의 부수효과로서 저세율국가의 조세수입은 줄고 고세율국가의 조세수입은 증가한다(外國稅額控除의 감소 때문에). 반면, 저세율국에서 고세율국으로 진출한 기업의 경우에는 源泉徵收稅의 감소가 곧 투자유효세율의 감소로 이어진다. 이상의 효과를 종합해 보면 저세율국의 경우 별다른 투자유인 효과도 없으며 원천

징수세율의 감소로 세수입이 감소하기 쉽다. 고세율국의 경우 저세율국으로부터의 直接投資가 增加하며 동시에 자국기업이 상대국에 납부한 세액에 대한 공제규모가 줄어들기 때문에 稅收增大 效果도 있게 된다.

이상의 예처럼 협정당사자국간의 이해관계가 상이하기 때문에 對稱的인 조세삭감이라 하더라도 非對稱的인 經濟的 效果를 낳기 쉽다. 비교적 고세율국가인 선진국에서 상대적으로 저세율국가인 개발도상국에 진출하는 기업들에게 불리하게 적용되는 租稅協定의 이와 같은 단점을 극복하기 위해 많은 선진국들은 상대국이 租稅休日 (tax holiday)을 자국기업에 제공하는 경우 해외취득소득의 국내세 부담을 계산할 때 조세휴일의 편익을 별도로 인정해 주는 看做外國稅額控除制度 (tax sparing)를 채택하고 있다. 이 경우 투자유치국의 일반적인 투자유인은 여전히 실효성이 없을 수 있지만 외국투자 기업을 위한 특별유인들은 실효성이 있게 된다.

이상의 논의를 바탕으로 外國人投資의 유치를 위한 우리나라 租稅政策의 방향을 종합해 보면, 첫째, 國內投資誘引 자체는 외국기업의 국적에 따라 차별적인 효과가 있음을 이해하고 둘째, 租稅協定을 맺는 경우 상대적으로 우리보다 명목세율이 높은 나라들의 경우 (대부분의 선진국)에는 원천징수세의 인하보다는 피차의 외국소득을 국내과세에서 면제해주는 적극적인 방식을 추구하되 셋째, 源泉徵收稅의 引下만 인정하는 경우라 하더라도 상대국이 우리나라의 조세휴일을 인정해 주는 간주외국세액공제제도를 채택하도록 유도해야 한다. 이와 관련하여 한 가지 고려할 점은 미국의 경우 선진국 중에서는 유일하게 간주외국세액공제제도를 인정하지 않고 있다는 사실이다. 그러나 미국의 경우 外國所得免除制度를 규정한 租稅協定의 사례가 있음(독일과 캐나다)을 유의할 필요가 있다.

Ⅲ. 母企業 資本移轉과 子企業 社內留保

1. 子企業의 價値極大化 模型

이 章에서는 국제투자가 國際企業의 內部資金에 의해 조달되는 경우에 조세정책이 자본유입의 형태에 미치는 효과를 검토한다. 투자유치국에 위치한 자기업은 자금조달을 위해 자신의 社內留保를 사용할 수도 있고 모기업으로부터 資本을 移轉받을 수도 있다. 논의의 단순화를 위하여 우선 모기업으로부터의 자본이전은 자기업 주식에 대한 투자의 형태를 취하고 자기업으로부터의 배당금이 과실송금의 유일한 형태라고 가정한다. 또한 여기서는 모국의 법인세율 τ 는 유치국의 세율 τ^* 보다 크다고 가정한다¹⁵⁾. 앞 장의 모형과 유사하게 여기에서도 불확실성이 존재하지 않으며 세율은 시간에 대해 불변으로 인식된다고 가정한다. 식 표기를 단순화하기 위해 시간첨자는 대부분 생략한다¹⁶⁾. 통합된 국제기업의 자본흐름에 초점을 맞춘 제2장과는 달리 모기업 주식자본과 자기업 사내유보의 조세상의 차이점을 부각시키기 위해 이 장의 모형은 자기업의 독립적인 시각에서 한계투자재원의 조세효과를 분석한다¹⁷⁾. 주식보유자인 모기업이 국제투자로부터 얻는 세후수익은 :

-
- 15) 이러한 경우가 $\tau^* > \tau$ 인 경우보다 더 일반적인 경우임은 앞 장에서 자세히 언급하였다.
- 16) 이 장에서는 논의의 간편성을 위해 투자유치국이 해외과실송금에 대해 부과하는 원천징수세를 무시한다.
- 17) 따라서 제2장의 경우처럼 모기업과 자기업 변수를(예컨대, D 와 D^* , V 와 V^* 등) 구분하지 않는다.

$$(1-\tau)[D/(1-\tau^*)]/V + (\dot{V} - T)/V \quad (\text{III}-1)$$

로 표시할 수 있다. 여기에서 D 는 子企業의 배당금이고, T 는 母企業으로부터의 자본이전, 그리고 V 는 현재 자기기업의 가치이다. 투자유치국에서 납부한 것으로 인정되는 세금에 대해 세액공제가 허용되므로 配當金은 투자모국에 대한 세금납부액을 산정하기 전에 총량화(grossed-up)되어 $D/(1-\tau^*)$ 가 된다. 이 모형에서 자기기업의 유일한 주주인 모기업의 관점에서 $D/(1-\tau^*)$ 는 총배당소득이며 자기기업의 사내유보는 자본이득이다. 여기서 국내세금은 과실송금된 소득에만 부과된다는 것에 유의할 필요가 있다. 즉, 투자모국 정부가 과세유예제도를 채택하고 있는 경우를 상정한다.

균형상태에서는 모기업은 요구수익률 R 을 번다고 가정한다. 그러면 자기기업의 가치 V 에 대한 미분방정식을 아래와 같이 표현할 수 있다.

$$\dot{V} = RV - (1-\tau)D/(1-\tau^*) + T \quad (\text{III}-2)$$

여기에서 자기기업은 R 을 외생변수로 가정한다. Transversality condition (III-3)에 의거하여

$$\lim_{S \rightarrow \infty} V_s \exp(-Rs) = 0 \quad (\text{III}-3)$$

식 (III-2)는 전방으로 풀어 자기기업의 가치를 다음 식으로 표현할 수 있다.

$$V = \int_0^{\infty} [D(1-\tau)/(1-\tau^*) - T] \exp(-Rs) ds \quad (\text{III}-4)$$

식 (III-4)는 자기기업의 가치가 자기기업의 모기업에 대한 순지급

의 현재할인가치라는 것을 보여준다.

자기업은 다음 제약식에 의거하여 기업가치를 극대화한다.

$$(1-\tau^*)F^*(K)+T=D+IC(I) \quad (\text{III}-5a)$$

$$\dot{K}=1 \quad (\text{III}-5b)$$

$$D \geq 0 \quad (\text{III}-5c)$$

$$T \geq \bar{T}, \bar{T} \leq 0 \quad (\text{III}-5d)$$

여기에서 K 는 자기업의 생산자본이고, $F^*(K)$ 는 자기업 소득, I 는 직접투자, T 는 주식투자 자본반송의 상한액, 그리고 $C(I)$ 는 조정비용이다.

식 (III-5a)는 子企業의 資金循環式이다. 기간중 자기업의 총자금순환은 모기업으로 송금되거나 투자유치국에 재투자된다. 이 식은 자금조달식으로 해석될 수도 있다. 국제투자는 사내유보 $((1-\tau^*)F^*-D)$ 와 또는 모기업에서의 자금이전 \bar{T} 로 조달될 수 있다. 생산함수는 볼록(concave)한 것으로 가정하며 투자는 오목(convex)한 조정비용함수 $C(I)$ 에 의거하여 이루어진다. 식 (III-5b)는 자기업 생산자본의 축적과정을 보여준다. 감가상각은 없는 것으로 가정한다. 식 (III-5c)는 배당금에 대한 비음수조건이다. 식 (III-5d)는 자기업이 면세로 모기업에 과실송금을 하는 능력에 대한 제한이다.

이 극대화 문제에서 식 (III-4)와 $\tau > \tau^*$ 라는 가정이 갖는 중요한 의미 중의 하나는 자기업이 모기업에게 배당을 하는 동시에 모기업으로부터 자금을 이전받으면 조세상의 손해를 보게 된다는 것이다. 식 (III-4)와 (III-5)에 의하면 만일 $(T-\bar{T})$ 와 D 가 양의 값인 이상 그 두 항을 모두 감소시키면서 F^* 나 $IC(I)$ 에 영향을

주지 않고 자기기업의 가치를 증가시킬 수 있다. 사업이 성숙단계에 이르지 않아 투자지출 ($IC(I)$)이 세후 소득 $(1-\tau^*)F^*$ 를 초과하는 자기기업은 모기업으로부터 자본을 이전받을 수밖에 없다. 이 경우에 조세상으로 적절한 배당금은 0이 된다. 반면 세후소득이 투자지출을 초과하는 성숙한 자기기업은 배당을 하기 전에 면세가 되는 과실송금을 투자재원으로 우선적으로 사용하여야 할 것이다¹⁸⁾.

이 경우에는 배당금이 세후소득 중 투자재원을 제하고 난 잔액으로 결정되며 모기업으로부터의 적정 자본이전은 0이 된다. 요약하면 자기기업은 조세에 관한 한 사업의 성숙도에 관계없이 과실송금과 자본이전을 동시에 진행하면 안된다는 것이다. 이 점은 적정 한계 투자재원의 결정에 중요한 시사점을 갖는다.

외국원천소득의 과세원칙에 대한 연구의 핵심적인 문제 중 하나는 限界國際投資에 대한 資金調達方式이다. 제 II 장에서는 조세가 국제투자의 자본비용에 미치는 효과를 국내투자의 경우와 대비하기 위하여 모기업의 자본이 이전되는 경우에 초점을 맞추었지만 이 장의 주 목적은 조세가 국제투자의 자본비용에 미치는 효과가 재원조달에 따라 달라질 수 있음과 따라서 조세상의 이유로 적정한 국제투자가 영향을 받을 수 있음을 보이는 것이다.

2. 限界投資財源과 資本費用

우선 子企業이 社內留保로 투자자금을 조달한다고 가정하자. 앞에서 언급하였지만 세후소득이 투자지출을 능가하는 성숙한 자기기업의 경우 비조세요인이 없다면 사내유보가 적정 투자재원이 되며 이 전계약식 (III-5d)는 등호가 적용된다. 이 경우 배당금이 잔여금으

18) 이 경우 $T \geq \bar{T}$ 제약식은 등호로 적용된다.

로 표현됨을 자금순환식 (Ⅲ-5a)를 이용해 표현하면 다음과 같다.

$$D = (1 - \tau^*)F^*(K) - IC(I) + \bar{T} \quad (\text{Ⅲ} - 6)$$

자기기업의 시장가치식을 다시 쓰면 :

$$V = \int_0^{\infty} \exp(-Rs) [(1 - \tau)F^*(K) - (1 - \tau)IC(I)/(1 - \tau^*) + (\tau^* - \tau)\bar{T}/(1 - \tau^*)] ds \quad (\text{Ⅲ} - 7)$$

기업은 자본축적 제약식 (Ⅲ-5b)에 의거하여 기업가치 V를 극대화하는 투자정책을 선택한다. 그 문제에 대한 Hamiltonian 식은:

$$H = \exp(-R\tau) [(1 - \tau)F^*(K) - (1 - \tau)IC(I)/(1 - \tau^*) + (\tau^* - \tau)\bar{T}/(1 - \tau^*) + qI] \quad (\text{Ⅲ} - 8)$$

로 표시되며 여기에서 q 는 이미 장치된 자본의 잠재가치 (shadow value)이다. 적정성을 위한 1차 조건은

$$[(1 - \tau)/(1 - \tau^*)][C(I) + IC(I)] = q \quad (\text{Ⅲ} - 9)$$

$$\dot{q} = Rq - (1 - \tau)F^{*'}(K) \quad (\text{Ⅲ} - 10)$$

$$\lim_{s \rightarrow \infty} q_s \exp(-Rs) = 0 \quad (\text{Ⅲ} - 11)$$

로 표시할 수 있다.

식 (Ⅲ-9)는 사내유보가 재원인 투자의 한계비용이 이미 장치된 자본의 shadow price와 같아질 때까지 투자가 계속된다는 것을 보

여준다. $C' > 0$ 이고 $C'' > 0$ 이므로 이 식을 풀어 투자 I 를 q 의 증가 함수로 도출할 수 있다.

$$I = \dot{K} = h(q(1-\tau^*)/(1-\tau)) \quad h' > 0, \quad h(1) = 0 \quad (\text{III}-12)$$

우리는 우리의 식과 Tobin의 q 투자이론의 비교를 쉽게 하기 위해 $h(1) = 0$ 이 되도록 조정비용함수를 정규화(normalize)한다. 식 (III-10)은 자본의 shadow price q 의 변천을 나타낸다. q 는 1단위 자본의 순한계생산의 미래흐름의 현재할인가치와 동일하다는 것을 보여줄 수 있다.

$\dot{q} = 0$ 線上으로 정의되는 자산균형에서는,

$$q = (1-\tau)F^*/R \quad (\text{III}-13)$$

이 성립하는데 자본의 잠재 균형가격이 자본의 순한계생산과 세후 자금조달비용의 함수임을 나타낸다. 마찬가지로 $\dot{K} = 0$ 線은 투자균형을 나타낸다. 식 (III-12)에서

$$q = (1-\tau)/(1-\tau^*) \quad (\text{III}-14)$$

를 도출할 수 있다. 이 모형에서는 ' $\tau > \tau^*$ '를 가정하고 있으므로 q 의 균형치는 1보다 작다. 자기업은 1달러 투자의 한계가치가 그 기회비용, 또는 그 1달러가 송금되었을 때 모기업이 수취할 액수와 같아질 때까지 투자한다.

균형에서 F^* 의 값으로 정의되는 子企業의 資本費用 COC는 식 (III-13)과 식 (III-14)로부터 도출할 수 있다.

$$COC = R/(1-\tau^*) \quad (\text{III}-15)$$

식 (Ⅲ-15)는 성숙한 子企業이 사내유보를 한계투자재원으로 사용하는 경우 외국인천소득에 대한 투자모국의 조세정책은 자본비용에 영향을 주지않음을 보여주고 있다. 이는 유예된 투자모국의 과세는 피할 수 없는 부담으로 그 과세액은 자기기업의 시장가치에 자본화(capitalize)된다는 사실을 반영한 결과이다¹⁹⁾.

이번에는 母企業資本의 移轉이 子企業投資의 限界財源인 경우를 분석한다. 어떤 이유에서든지 모기업이 배당을 위해서 성숙한 자기기업이 세후소득의 일정비율 d 를 배당금으로 지급한다고 가정해 보자²⁰⁾.

$$D = d(1 - \tau^*)F^*(K) \quad (\text{Ⅲ-16})$$

자금순환식 (Ⅲ-5a)는 다음과 같이 쓰여질 수 있다.

$$(1 - d)(1 - \tau^*)F^*(K) + T = IC(I) \quad (\text{Ⅲ-17})$$

이는 자기기업이 투자재원을 조달하기 위해 사내유보 이외에도 모기업으로부터의 자본이전이 필요하다는 것을 보여주고 있다. 자기기업의 가치를 나타내는 식을 다시 쓰면 다음과 같다.

$$V = \int_0^{\infty} \exp(-Rs) [d(1 - \tau)F^*(K) - IC(D) + (1 - d)(1 - \tau^*)F^*(K)] ds \quad (\text{Ⅲ-18})$$

또는

19) 투자모국의 조세의 현재가치가 자기기업의 시장가치에 반영될 수 있다는 사실은 Hartman(1985)에 의해서 처음 주장되었다. Jun(1988)은 이 현상의 필요조건이 매우 제한적인 경우에만 충족된다고 주장하였다.

20) 모기업이 조세상의 불이익을 감수하고라도 과실송금을 원하는 경우에 대한 분석은 Jun(1988), Ch. 2. 참조.

$$V = \int_0^{\infty} \exp(-R(s-\tau))[(1-ETR)F^*(K) - IC(I)]ds \quad (\text{III}-18a)$$

여기에서 $ETR = d\tau + (1-d)\tau^*$

이 극대화문제를 앞 절에서와 같은 방식으로 풀면 다음과 같은 자본축적방정식을 얻게 된다.

$$I = \dot{K} = h(q) \quad h' > 0, \quad h(1) = 0 \quad (\text{III}-19)$$

$$\dot{q} = Rq - (1-ETR)F^{*'} \quad (\text{III}-20)$$

$\dot{q} = 0$ 인 자산균형에서는

$$q = (1-ETR)F^{*'} / R \quad (\text{III}-21)$$

로 표시할 수 있으며 $\dot{K} = 0$ 인 투자균형에서는

$$q = 1 \quad (\text{III}-22)$$

이 된다.

이러한 균형조건들로부터 子企業의 資本費用을 도출하면 다음과 같다.

$$COC = R / (1-ETR) \quad (\text{III}-23)$$

여기에서 有效稅率 ETR 은 투자모국과 투자유치국세율의 가중평

균이며 그 가중치는 배당률이다. 이 결과는 투자모국의 조세가 국제투자에게 영향을 줄 수 있음을 보여주며 앞서 분석한 모국조세자본화의 경우와 대조된다. 자기기업이 전혀 사내유보를 하지 않아 $d=1$ 이 되는 극단적인 경우에는 국제투자의 유효세율이 투자모국의 세율과 동일하게 될 것이다. 또한 투자모국이 조세유예를 허용하지 않아 소득발생시 과세가 되는 경우도 마찬가지로 결과를 얻게 된다.

3. 政策示唆點

〈表 Ⅲ-1〉은 이상에서 분석한 결과를 요약하여 보여준다. 한계 투자재원이 자기기업 사내유보인 경우에 投資母國의 租稅는 자기기업의 자본비용공식에 나타나지 않는다. 즉, 이 경우 자기기업의 투자결정에 투자모국의 세율이 영향을 주지 않는다. 따라서 자기기업은 투자유치국의 국내기업과 조세상 동일한 취급을 받는다. 이는 조세정책이 資本輸入의 中立性을 유지함을 나타낸다. 물론 이 경우 투자유치국이 외국기업을 차별하거나 우대하는 조세정책을 쓰지 않음을 전제로 한 것이다²¹⁾.

제 Ⅱ 장에서는 외국기업이 우리나라에 투자하는 경우 投資母國의 과세권 행사에 따르는 追加的인 세부담이 있기 때문에 투자저해요인으로 작용함을 보았다. 이때 국내에서 추가적인 조세유인을 제공하고 또 조세협정을 통해 이러한 조세유인의 국별 차별화를 시도하는 것이 효율적인 정책이 될 수 있다고 제안하였다. 이 장의 분석에 의하면 국내투자 외국기업들이 사내유보를 투자재원으로 쓰는 한 조세상의 불이익이 감소한다. 따라서 조세감면과 같은 비중립적인 제도를 줄이는 대신 外國企業들이 이윤을 國內에 再投資하도록 유

21) 이에 추가하여 과실송금에 대한 원천징수제도 무시하고 있다.

도하는 것도 바람직한 정책대안이 될 수 있다. 외국기업들이 조세상의 이점을 노려 과실송금대신 국내에 재투자를 한다면 우리 경제의 입장에서는 국내자본축적의 증가와 생산성 향상이라는 이득이 발생한다. 일반적으로 해외투자기업은 투자유치국의 환율정책이 일관성이 없을수록(즉, 환위험이 클수록), 또 정치적 상황이 불안정할수록 외국원천소득의 재투자비율을 줄이는 경향이 있다. 해외투자의 정치적 위험은 국유화 등 극단적 조치의 가능성만 의미하는 것이 아니라 현지 정부 정책의 비일관성, 외국인에게 배타적인 문화 등 다양한 현실적 문제들을 포함하는 것으로 해석하여야 한다.

직접투자의 증가를 원하는 우리의 정책담당자들이 우선적으로 인식하여야 할 점은 無差別的인 投資誘引의 제공이 효과가 적을 수 있고 아울러 非效率的이라는 점이다. 조세유인의 효율적인 차별화를 위해서 쌍방간 租稅協定의 적극적인 활용이 필요하며 이때 조세협정의 내용은 상대국의 국내정책변수까지 고려하여 결정해야 할 것이다. 장기적으로 외국기업과 국내기업의 조세상의 차별화를 축소하는 경우에는 외국기업들이 자체 소득을 再投資하여 국제적 이중과세의 부담을 스스로 줄이도록 유도하는 것이 효과적일 것이다. 이를 위해서는 외국기업들이 국내기업들과 비조세의 관점에서도 차별이 되지 않도록 투자 분위기를 향상해야 할 것이다.

〈表 Ⅲ-1〉 國際投資의 限界財源과 資本費用

	자기기업의 사내유보 (1)	모기업의 자본이전 ($0 < d < 1$) (2)	무유보/무유예 ($d = 1$) (3)
자본비용 (COC)	$\frac{R}{(1-\tau^*)}$	$\frac{R}{(1-ETR)}$	$\frac{R}{(1-\tau)}$
조세중립성	자본수입중립	-	자본수출중립
$\delta I / \delta \tau$	0	< 0	< 0

註 : 1. $ETR = dt + (1 - \tau^*)$

2. $d =$ 자기기업의 과실송금비율, $\tau =$ 투자모국세율, $\tau^* =$ 투자유치국세율

〈表 Ⅲ-1〉은 또한 투자모국정부가 本國租稅를 猶豫하는 제도를 허용하지 않는 경우 투자기업의 조세부담이 더 커짐을 보여주고 있다. 우리나라에 대한 주요 투자국들은 원칙적으로 사업소득에 대해서 조세유예제도를 사용하고 있다. 그러나 최근 들어 조세유예제도가 자본수출의 증립성을 저해한다는 반론도 상당한 지지를 얻고 있어 본국 조세유예대상이 되는 소득의 범위가 줄어드는 경향이 있음도 유의해야 한다. 요컨대, 외국기업에 대한 과세정책은 우리의 일방적인 행동만으로 효과가 발생한다고 보아서는 안되며 상대국의 정책을 감안하여 신축성 있게 운영하여야 할 것이다.

Ⅳ. 自己資本과 負債資本

1. 國際投資企業의 負債資本

이상의 논의에서는 해외투자의 재원조달이 자기자본에 의해 행해지는 경우를 중점적으로 다루었다. 그러나 국제기업의 경우도 국내기업과 마찬가지로 借入을 통해 사업자금을 조달할 수 있다. 다만 국제기업의 경우 여러 나라에서 차입을 할 수 있는 기회를 가지고 있고, 나아가 이렇게 조달된 자본을 관련기업간에 상호 이전할 수 있기 때문에 國內企業의 株式-負債 비교와는 다른 차원의 문제들이 존재한다. 국제투자기업의 부채자본과 관련된 경제적 효과는 기업의 의사결정을 어느 각도에서 보느냐에 따라 여러 가지 유형의 분석이 가능하다.

첫째, 모기업과 자기업이 각각의 居住地에서 借入을 하는 경우 相對的인 負債費用의 분석이 가능하다. 관련기업간의 자본이동이 자유롭다면 가급적 비용이 저렴한 곳에서 재원을 조달하여 관련기업간에 내부적으로 분배하는 것이 가장 효율적일 것이다. 이 경우 순부채비용의 상대적 크기를 결정하는 주요 요인으로 이자율을 결정하는 각국의 금융정책과 이자비용의 조세공제 여부를 결정하는 각국의 조세정책 그리고 국가간 이자율 차이에 영향을 미치는 국제자본이동의 정도 등을 들 수 있다. 모기업과 자기업이 국제적 재원조달에 관한 의사결정을 조율하는 것은 매우 보편적인 현상이므로 국제기업의 부채자본 조달과정을 이해하기 위해서는 국가간 부채비용의 차이를 결정하는 요인들을 이해하는 것이 선결조건이다.

둘째, 모기업과 자기업이 相互間에 金融資本을 移轉하는 경우 이

를 주식과 부채 중 어느 형태로 할 것인가의 문제가 대두된다. 즉, 자기기업이 모기업으로부터 재원이전을 받는 경우 자기기업의 주식을 모기업이 인수하는 형태를 취할 수도 있고 단순히 모기업으로부터 차입하는 경우도 있다.

이 분야에 관한 기존의 논의에서 가장 잘못 이해되고 있는 부분 중의 하나는 이와 같은 母企業-子企業간 財源分配의 문제를 순수 國內企業의 外部資本調達問題와 동일시 하는 시각이다. 주식자본의 경우 국내기업-주주의 관계와 모기업-자기기업의 관계를 대비하는 것은 경제분석의 목적상 유용한 방법이 될 수 있다. 다만 관련기업간 내부거래의 경우 모기업이 자기기업의 대주주(때로는 유일한 주주)가 되는 것이 보편적이므로 국내기업과 일반주주간에 벌어질 수 있는 情報의 非對稱性(asymmetric information)과 관련된 문제들이 발생할 가능성은 적다.

그러나 부채자본의 경우는 모기업-자기기업 대 국내기업-채권자간의 비유가 유의한 분석의 틀을 제공해 주기보다는 그릇된 결론을 가져올 가능성이 크다. 자기기업이 모기업으로부터 차입하는 경우 자기기업의 독립적인 시각에서는 이를 ‘他人資本’이라고 볼 수 있겠지만 국제기업 전체의 입장에서는 內部 自己資本을 효율적으로 配分하는 하나의 수단으로 해석할 수 있다. 특히 국내기업의 경우와는 달리 국제기업의 경우에는 모기업이 자기기업으로부터 차입하는 경우도 매우 흔하다. 나아가 이러한 관련기업간 차입이 단순한 내부자본의 배분차원을 넘어서 조세부담을 극소화하기 위한 이전가격조작의 수단으로까지 쓰일 수 있음에 유의해야 한다. 따라서 모기업-자기기업간의 차입은 단순히 子企業 投資財源調達의 한 형태라는 기본적인 기능 이외에 國際企業 전체의 視角에서 外部資本調達 및 이의 內部 配分問題 그리고 移轉價格問題까지 함께 포괄하여 해석하는 것이 가장 바람직한 분석방법이라고 할 수 있다.

요컨대, 해외로 진출한 기업(즉, 자기기업)의 관점에서 볼 때 부채

자본은 母企業으로부터의 借入과 投資現地(또는 기타 外國)에서의 借入이 결합된 경우라 할 수 있다. 이 두 가지 형태의 차입이 어떠한 기능과 비중을 가지는가는 경험적인 문제이다. 통계를 보면 미국과 같이 자본시장이 잘 발달되어 있는 선진국으로 진출하는 기업의 경우 전체 재원에서 현지재원 특히 현지차입이 차지하는 비중이 매우 큼을 알 수 있다. <表 IV-1>은 1992년 말 현재 미국에 진출한 외국기업들의 재원조달형태를 미 상무부 서베이자료를 이용하여 분석한 결과이다. 이 표는 크게 다음 두 가지 특기할 만한 현상을 보여주고 있다.

<表 IV-1> 美國 內 外國企業投資의 財源調達(1992)

(單位: 백만달러, %)

	부채자본 (A)	비율 (B)	주식자본 (C)	비율 (D)	평균부채비율 (E) (A/A+C)
전체	1,147,252	100.0	404,398	100.0	73.94
모기업	184,291	16.0	328,793	81.3	35.9
기타외국인	71,858	6.3	2,337	0.6	96.9
미국내 현지조달	891,103	77.7	73,267	18.1	92.4

資料: 미 상무부 경제분석국, *Foreign Direct Investment in the United States, Benchmark Surveys-1987, 1992.*

첫째, 外國企業들의 負債比率이 국내기업에 비하여 매우 높다는 것이다. 1992년의 경우 외국기업들의 평균부채비율은 73.9%에 이르고 있는데 (E 참조) 이는 미국 국내기업들의 부채비율이 30%를 크게 넘지 못하는 것과는 매우 대조적인 현상이다²²⁾. 둘째, 부채자

22) 물론 이 경우 부채의 장부가격과 시장가격을 구별하는 문제가 발생한다. 일반적으로 해외투자의 경험이 오랜 나라의 경우 양 개념간의 차이가 크므로 부채비율의 측정오류가 클 수 있다. <表 IV-1>의 경우와 같이 미국 내의 외국인투자의 경우 1980년대에 들어와서 그 규모가 급증하였으므로 양 개념간의 괴리에서 오는 측정상의 오류가 매우 크다고 보기는 힘들다.

본 중에서 現地借入이 차지하는 비중이 매우 크다는 점이다. 부채 자본 비율(B)을 보면 외국기업의 전체 부채자본 중 모기업이 제공한 부분은 16%에 불과하고 나머지 84%는 미국 내 현지원천이나 기타 외국원천으로부터 제공된 것임을 알 수 있다. 이는 국제직접 투자를 논의할 때 모기업으로부터의 자본이전이 자기업 재원에서 가장 중요한 비중을 차지할 것이라는 일반적인 예상과 매우 어긋나는 증거이다. 주식자본(C)과 비율(D)은 자기업의 자기자본이 어떠한 경로로 형성되는가를 보여준다. 이 경우는 모기업의 비중이 다른 원천에 비해 압도적으로 크게 나타나고 있음을 알 수 있다(81.3%).

따라서 國際企業의 負債資本을 논의할 때 보다 의미있는 질문은 첫째, 해외투자기업에게 현지차입이 이처럼 중요한 이유가 무엇인가 둘째, 그렇다면 모기업-자기업간의 차입은 자기업의 재원조달 외에 어떠한 기능을 수행하는 것인가 셋째, 자본시장이 상대적으로 덜 발달되어 있는 韓國과 같은 시장으로 진출하는 外國企業의 경우에는 어떠한 차이가 있을 것인가 등으로 요약할 수 있다. 이하에서는 이 세 가지 문제를 차례로 분석한다.

2. 現地借入의 利得

조세가 재무구조에 미치는 영향에 대해서는 많은 실증적 연구가 있다. 일반적으로 부채를 통해 국내재원 조달을 하는 경우 利子費用控除라는 조세법상의 혜택이 있기 때문에 부채비용이 주식비용보다 저렴하다. 따라서 한계투자재원으로 부채가 사용되는 빈도가 더 높을 것이라는 예측이 가능하다. 그럼에도 불구하고 미국과 같은 선진국의 경우 負債-資産 비율이(측정방법에 따라 차이가 있지만) 대체로 25~30%에 불과한 것으로 나타나고 있다. 이러한 현상에 대해 기존문헌은 여러 가지 설명을 제시하고 있다. 우선 기업들이

부채비율을 높게 유지하기 힘든 비조세요인으로 제시되는 것이 부채비율 상승에 따르는 잠재적 破産費用(bankruptcy cost)의 상승과 이와 관련하여 장기채권 보유자들이 위험프리미엄을 요구하는 현상인 代理人費用(agency cost)이다. 이러한 비조세요인들 외에도 손실을 이월하고 있거나 실제 경비를 공제할 만큼 충분한 이윤이 없을 가능성, 개인소득세 수준에서 주식자본이 가지는 이점 등 租稅關聯 說明도 제시되어 있다²³⁾.

그렇다면 〈表 IV-1〉에서 본 것과 같은 外國企業의 높은 負債比率는 어떻게 설명할 것인가? 본 논문은 그 이유로 첫째, 국제기업의 경우 租稅控除의 負債費用 減少效果가 국내기업의 경우보다 크다는 점 둘째, 국제기업의 경우 국내기업이 경험할 수 있는 과산비용과 같은 非租稅要因이 크지 않을 수 있다는 점 셋째, 자기기업의 현지차입은 국제자본시장이 분할되어 있는 경우에도 國際資本의 純移動效果를 가져오게 하는 중요한 도구라는 점 등을 제시한다.

우선 이자경비 소득공제효과가 국내기업의 경우와 국제기업의 경우 차이가 있는지를 살펴보자. 이는 제 II 장에서 자세히 논의한 것처럼 주식자본 이전을 통한 국제투자의 경우에 같은 재원으로 국내 투자를 행하는 경우보다 추가적인 조세부담을 갖게 된다는 분석과 관련이 있다. 현지차입의 경우 외국기업이나 현지국의 국내기업이나 이자공제 후 부채비용이 동일할 것이다. 따라서 자기기업이 자기기업의 내부자기자본 이전을 통해 투자재원을 조달하는 경우와 현지차입을 통해 재원을 조달하는 경우에 있어 조세요인에 따른 자본비용의 차이가 국내기업의 경우보다 더 커질 것이다.

〈表 IV-2〉는 美國企業이 美國 國內에 투자하는 경우와 日本에 투자하는 경우에 資本費用의 差異를 자기자본과 현지차입의 경우로 나누어 분석한 결과이다. 실질이자율이 5%인 경우(조세상의

23) 자세한 논의는 Auerbach(1986) 참조.

〈表 IV-2〉 現地借入의 租稅惠澤

(單位: %)

투자현지국	모기업 주식자본 (1)	현지차입 (2)	현지차입 이득 (3)=(1)-(2)
미국 국내	7.6	2.6	5.0
일본	10.6	1.6	9.0

註: 1. 미국기업이 투자하는 경우임.

2. (1)-(2)는 실질이자율이 5%인 경우 조세효과를 포함한 자본비용임.

資料: Jun(1995)

왜곡이 전혀 없을 때 모든 재원의 자본비용이 5%라는 의미)를 상정하고 현실적인 조세변수값을 이용하여 제 II 장에서 분석한 자본비용을 계산하였다²⁴⁾. 우선 미국 국내기업의 경우 부채자본 비용이 주식자본 비용에 비해 현저하게 낮게 나타나고 있다(2.6% 대 7.6%). 미국기업이 일본에 자기자본이전을 통해 진출하는 경우 자본비용은 국제적 이중과세와 관련된 추가적 조세부담을 반영해 10.6%로 상승하게 된다. 그런데 이 기업이 일본현지에서 차입을 하는 경우에는 미국 내 기업의 경우보다도 더 낮은 1.6%의 자본비용을 부담하게 된다. 이는 일본의 높은 명목법인세율로 인한 공제이득의 증가를 반영하는 결과이다. 따라서 일본으로 진출한 미국기업의 경우 모기업의 주식자본을 이전하는 경우와 일본에서 현지차입을 할 경우 자본비용에 현저한 차이가 있게 된다. 表에는 나와 있지 않지만 다른 나라들의 경우도(일본시장의 경우처럼 자본비용의 차이가 과장되게 나타나지는 않지만) 마찬가지로의 유형을 보인다.

이처럼 국제투자기업의 경우 해외현지차입의 자본비용 절감효과가 큰 반면 非租稅要因의 負債費用 上昇效果는 국내기업에 비해 그 비중이 크지 않을 수 있다. 우선 국제기업의 경우 여러 나라에 걸쳐서 존재하는 확률적으로 독립적인 위험들을 어느 정도 상쇄할 능력

24) 보다 자세한 논의는 Jun(1995) 참조.

이 있다. 아울러 관련기업의 자산을 담보로 사용하는 한도 내에서 잠재적 과산비용을 줄일 수 있다. 만일 국제기업이 결합된 자산을 담보로 하여 부채비용이 가장 저렴한 장소에서 재원조달을 한다면 부채비율상승에 따르는 추가적인 비조세비용의 부담 없이 낮은 비용으로 재원조달을 할 수 있다는 이점을 가진다. 국내기업의 경우 부채비용이 높지 못한 조세관련 이유들도 국제기업의 경우에는 설득력이 떨어진다. 일반주주에게 해당되는 개인소득세와 관련된 설명은 모기업-자기업간의 거래와는 상관이 없다. 국제기업의 경우 자기업의 손실여부가 현지 경영상태뿐 아니라 때로는 조세극소화전략을 반영한 결과일 수도 있다는 점을 감안하면 손실이 있거나 경비에 비해 소득이 충분하지 않을 수 있다는 이유 때문에 부채의 조세상의 이득이 크지 않다는 설명도 그다지 설득력이 없다고 할 수 있다. 마지막으로 국제기업의 해외현지차입은 환위험과 같은 國際投資危險을 헤지할 수 있는 수단이 된다는 이점이 있다. 또한 이러한 국제투자관련 위험부담 때문에 국제투자자들이 국제자본의 총거래규모는 증가시켜도 이에 대한 위험해지의 결과로 純去來規模는 줄이는 경향을 보이는 경우(즉, 국제자본시장이 분할되어 있는 경우)에는 직접투자관련 현지차입이 國際資本의 純移動을 초래할 수도 있고 나아가 국민후생의 증가를 가져올 수 있다²⁵⁾.

이상에서 언급한 경우들을 종합해 보면 외국기업의 경우 국내기업의 경우와는 달리 負債比率 상승에 따르는 費用은 크지 않은 반면 現地借入이 가져다 주는 利點은 현지하게 클 수 있다는 것을 알 수 있다. 따라서 모기업-자기업간 부채거래의 경우 현지재원의 배분수단으로서의 성격이 강하다고 할 수 있으며 일반적으로 인식되는 모기업으로부터 자기업으로의 일방적 재원이전의 성격은 부분적 기능에 불과하다고 볼 수 있다²⁶⁾.

25) 이에 대한 자세한 논의는 全周省(1996) 참조.

3. 關聯企業間 去來와 移轉價格問題

이상의 논의만 보더라도 조세정책이 부채자본에 미치는 영향이 국제기업과 국내기업의 경우에 매우 다름을 알 수 있다. 또한 자기기업이 채원조달 목적을 위해 차입을 하는 경우 현지차입의 비중이 모기업으로부터의 차입에 비해 커지는 것이 보다 보편적인 현상임도 보았다. 이 경우 관련기업간의 부채거래가 갖는 주요 기능은 우선 자기기업과 모기업이 현지에서 조달한 외부자본이나²⁷⁾ 기업의 내부자본을 배분하는 것이 될 것이다. 특히 주식발행과는 달리 단기적인 한계투자채원의 경우 부채자본을 사용하는 것이 보편적이므로 이러한 관측은 타당하다고 할 수 있다. 그러나 조세정책은 기업간 부채거래에 대해서 한 가지 간과할 수 없는 중요한 시사점을 지닌다. 즉 關聯企業이 內部去來의 가격, 즉 移轉價格을 이용해 租稅節減을 추구할 때 모기업-자기기업간의 차입이 매우 중요한 역할을 할 수 있다는 점이다. 국제기업이 해외투자의 위치를 결정하는 데는 여러 가지 요인이 영향을 미치는데 조세는 그 중의 일부일 뿐이다. 그러나 일단 해외에 자회사를 설립하고 난 이후에는 관련기업의 통합된 조세부담을 극소화하는 것이 國際企業 財務政策의 가장 중요한 의사결정의 하나가 된다. 이 경우 회계적 조세절감전략의 기본

26) 1980년대 중반에 이르기까지 미국의 다국적기업들은 조세회피의 한 수단으로서 카리비안해의 네덜란드 속령에 金融 子企業을 설치하여 이들로 하여금 低利의 유로본드자금을 차입하게 한 뒤, 이를 다시 子企業이 母企業에 융자해 주는 형식으로 채원을 이전하였다. 이는 미국 내 기업이 직접 해외차입을 하는 경우 이자에 25%의 높은 원천세를 부담하여야 하는 데 비해 문제의 국가를 거치는 경우에는 조세조약에 의해 원천세가 면제되기 때문이다. 이러한 자기기업으로부터의 차입현상은 25%의 원천세가 폐지된 1984년까지 대규모로 지속되었다. 따라서 이때의 미국의 해외투자 자료는 자기기업으로부터의 차입이 부의 항목으로 추가됨에 따라 실제 생산적 해외투자 규모를 심하게 과소평가하는 경향을 보였다.

27) 현지 특히 투자모국에서 조달한 외부자본은 주식자본과 부채자본을 포함한다.

적인 원칙은 실질투자나 생산에 변동이 없으면서도 高稅率 國家에서 보다 많은 費用을 창출하고 低稅率 國家에서 보다 많은 所得을 창출하는 일이다. 물론 이러한 조세절감유인 자체가 실질변수에 영향을 주는 측면도 있지만 내부거래의 적절한 가격선택이나 기타 회계상의 노력에 의해 같은 효과를 얻을 수도 있다. 이때 조세절감을 목적으로 하는 이전가격조작이 객관적으로 입증될 수 있을 만큼 두드러진다면 과세당국의 규제를 받게 된다. 그러나 내부거래의 대상이 원재료나 최종생산재와 같이 비교가능한 독립거래가격을 쉽게 발견할 수 있는 경우라면 모르지만 차입과 같은 금융거래나 로열티와 같은 무형자산에 대한 가격인 경우에는 이전가격이 租稅回避 목적으로 조작되었는지 여부를 입증하는 일이 쉽지 않다.

대부분의 나라들은 이전가격문제와 관련하여 OECD에서 발간한 지침과 상통하는 규정을 두고 있다. 앞으로 국가간 투자규모가 급증하면서 이전가격과 관련된 문제도 그 정책적 비중이 커질 것으로 예상된다. 넓게는 국제투자일반, 좁게는 이전가격에 대한 투자모국 및 투자유치국 정부의 조세정책 내지는 조세협정에 따라 외국자본의 형태도 상당한 정도 영향을 받기가 쉽다.

4. 政策示唆點

國內金融市場의 자율화와 對外開放이 급속도로 진행되면서 外國資本의 유입도 다양한 形態를 띠게 될 것이다. 아직은 국내채권시장이 제대로 성숙되어 있지 않고 외국인투자자본의 규모가 국내자본형성에 비해 그다지 크지 않은 상태이지만 앞으로 외국자본의 유입이 가속화됨에 따라 한국 내 외국기업들의 재무정책이 종래와는 달리 복잡한 양태를 띠게 될 것이며 조세정책에 의해 영향을 받을 가능성도 커질 것이다. 해외로 진출하는 기업들의 경우 初期段階에

는 모기업과의 거래가 자본거래의 주종을 이루지만 사업의 정도가 成熟되면서 獨立的인 當事者와의 資本去來가 심화되는 것이 보편적이다. 그 과정에서 외국기업들의 재무정책이 우리 경제에 실질적으로 미치는 영향의 정도와 범위도 커질 것으로 보인다. 앞서의 논의를 종합해 볼 때 다음과 같은 정책시사점을 도출할 수 있다.

첫째, 외국인직접투자의 규모가 커지고 이들의 자본거래가 자율화됨에 따라 國內債券市場의 활성화가 가속될 것으로 보인다. 종래에는 외국인직접투자기업의 활동이 인허가 과정에서부터 수출이나 기술개발 등 특정분야의 유인정책과 결부된 경우가 많았지만 앞으로 이들의 실물 및 금융거래가 자율적인 시장가격기능에 의해 영향을 받는 폭이 커질 것이다. 이 경우 자산구성에서 부채자본의 비중을 높일 유인이 큰 외국기업들은 자연 국내기업과 경쟁적으로 채권 발행을 통한 재원조달을 시도할 가능성이 커질 것이다.

둘째, 국내자본시장, 특히 채권시장이 활성화되고 외국기업의 국내 현지차입의 증가하는 방향은 어느 정도 예견할 수 있지만 그 정도는 國內租稅政策에 의하여 영향을 받을 가능성이 크다. 특히 국제자본시장의 통합이 가속화되며 국제금리의 차이가 작아짐에 따라 각국의 조세정책이 부채비용, 나아가 자본비용의 상대적 차이를 결정하는 보다 중요한 변수가 될 것이다. 같은 수준의 투자유효세율을 유지하는 방법으로서 명목세율을 다소 높게 책정하되 투자유인을 사용하는 방식과 조세유인을 줄이고 명목세율을 낮추는 방식이 있다. 이러한 두 가지 방식은 특정 분야의 실물투자 수준을 결정하는 데는 비슷한 효과를 줄 수 있지만 부채비용결정과 같은 재무정책에는 상당히 다른 효과를 가져올 수 있다. 일반적으로 기업의 재무정책과 관련이 있는 세율은 名目法人稅率이므로 이 세율이 낮을수록 외국기업이(나아가 우리기업도) 국내에서 현지차입을 할 유인도 낮아지는 것이다²⁸⁾.

셋째, 국내진출 외국기업들이 자유롭게 재무정책을 결정할 수 있

을 정도로 국내 자본시장이 활성화되고 자율화되면 소위 移轉價格과 관련한 租稅回避問題의 대두가 불가피할 것이다. 이전가격조작을 통한 소득과 경비의 이전은 국제기업의 순이윤에 직접적인 영향을 미치므로 다른 나라에서와 마찬가지로 국내 진출 외국기업들도 다양한 형태의 조세절감전략을 채택할 것이다. 특히 정부가 외국인투자 유치목적의 조세유인을 제공하고 이러한 조세혜택을 투자기업의 모국정부가 인정해 주는 경우 조세피난처로서의 한국시장의 역할에도 주목해야 할 것이다. 특히 다국적기업이 부채자본의 조세혜택을 이용한 이전가격조작을 행하는 것을 막기 위해 過少資本과 관련한 규정들을 채택하는 것이 최근의 경향이지만, 이전가격 문제는 단순하고 비교가능한 거래의 형태로 나타나기보다는 복합적인 거래로서 비교가능한 거래를 찾기 힘든 경우에 생겨나는 것이 보편적이므로 단순히 법 조항 몇 개로는 해결책을 찾았다고 생각하기 힘들다. 보다 기본적인 해결책은 기존의 조세제도가 外國投資者들에게 주는 誘引을 분석하여 효과적인 巨視的 制度改善을 이루는 것이고 구체적이고 微視的인 事案들은 이렇게 결정된 정책기조하에서 다소 유연하게 대처해야 할 것이다. 또한 이전가격문제의 경우 관련국가간의 상호성(reciprocity)의 성격이 강하므로 OECD와 같은 국제기구나 미국, 일본과 같은 主要 交易國의 政策動向에도 관심을 가져야 한다.

28) 실제 미국기업이 기타 주요국에 투자하는 경우를 분석한 Jun(1995)의 연구를 보면 현지국의 법정법인세율이 클수록 현지차입의 이득이 큰 것으로 나타나고 있다.

V. 直接投資와 포트폴리오投資

일반적으로 해외자산은 투자자들에게 높은 收益率과 다양한 危險分散의 기회를 제공한다. 투자자들은 직접 해외자산을 구입하는 경우도 있지만(포트폴리오투자) 해외에 진출해 있는 다국적기업의 주식을 구입함으로써 간접적으로 해외시장에의 접근을 시도하기도 한다. 外國資本受惠國의 입장에서는 해외에서 流入되는 이 두 가지 형태의 자본이 갖는 성격이나 경제적 효과가 다를 수 있기 때문에 이들의 구성에 대해 정책적 관심을 갖게 된다. 資本輸出國의 입장에서든 수출자본의 구성에 대해 어느 정도 차별적인 정책을 택하는 것이 보편적인데 가장 일반적으로 사용되는 정책이 자본이동 자체를 규제하는 자본통제와 자본의 수익률에 영향을 미치는 조세정책이다. 이 장에서는 조세정책이 이 두 가지 형태의 국제자본유입에 어떠한 영향을 미치는가를 분석한다. 특히, 국제자본시장의 통합이 가속화되고 각국의 자본통제가 완화되어 가는 과정에서 조세회피에 따르는 세수누락을 방지하고 외국자본의 양과 형태를 적절히 조정할 수 있는 조세정책의 내용에 분석의 초점을 둔다.

1. 差別的 租稅誘引

직접투자와 포트폴리오투자는 조세법상 매우 다른 취급을 받는다. 조세정책이 이 두 가지 형태의 자본이동에 부여하는 유인을 분석하기 위하여 여기서는 일국의 투자자가 외국의 자산에 자신이 직접 투자하는 경우(포트폴리오투자)와 그 나라에 진출하는 국내 직

접투자기업을 통해 간접적으로 투자하는 경우를 대비하여 분석한다. 이론적 분석의 명확성을 위해 외국자산에 대한 투자는 주식을 소유하는 경우로 한정한다²⁹⁾. 投資誘致國의 입장에서는 자국기업의 주식을 외국인이 보유하는 정도에 따라 직접투자와 포트폴리오투자를 구별한다³⁰⁾.

우선 투자자가 外國企業의 株式을 直接 所有하는 포트폴리오투자자의 경우를 보자. 앞 장들에서 분석한 직접투자자의 경우와 마찬가지로 주식배당금이 지급되면 투자유치국 정부는 원천징수세를 부과한다. 경우에 따라 투자유치국 정부는 같은 주식배당이라도 子企業이 母企業에 과실송금하는 경우에 보다 낮은 원천징수세를 부과한다. 따라서 외국인포트폴리오투자 과실송금에 대한 源泉徵收稅와 외국인 직접투자 과실송금에 대한 源泉徵收稅를 각각 w_p^* , w_d^* 로 표시하면 $w_p^* > w_d^*$ 의 관계가 성립한다. <表 V-1>은 우리 나라와 조세협정을 맺고 있는 몇몇 주요국들에 지불되는 과실송금에 대한 원천징수세율을 보여준다.

투자대상기업이 현지국에서 내는 法人所得稅, 株式配當比率(d)

<表 V-1> 外國株式資本의 果實送金에 대한 源泉徵收稅率

(單位：%)

	포트폴리오투자(w_p^*)	직접투자(w_d^*)
미 국	15	10
일 본	12	12
영 국	15	10
독 일	15	10
프랑스	15	10

資料： 재정경제원 국제조세과

- 29) 국제채권투자의 경우 채권의 성격에 따라 투자수익 최종수혜자의 국적을 알기 힘든 경우가 많다. 이 경우 투자모국의 조세정책이 갖는 효과를 분석하기가 힘들다.
- 30) 미국 등 대부분의 국가들은 외국인이나 외국인 그룹이 한 회사 주식지분의 10% 이상을 소유하면 직접투자자로 간주한다.

그리고 源泉徵收稅를 감안하여 순투자수익률을 표시하면 다음과 같다.

$$(1-\tau^*)(1-dw_p^*) \quad (V-1)$$

위 식은 投資現地國이 부과하는 稅金을 반영한 수익률이다. 이 식에 실제 세전수익률을 곱하면 보다 정확한 순수익률 공식이 도출되지만 여기서는 분석의 편의상 세전수익률을 1이라고 가정한다. 식 (V-1)에서 표시된 투자수익이 투자모국으로 송금되었을 때 투자자는 모국정부에 대해 개인소득세를 지불하여야 한다³¹⁾. 이 경우 직접투자의 경우처럼 외국정부에 이미 지불한 조세액에 대하여 세액공제를 받게 되는데 그 한도는 같은 소득에 대한 국내법상의 조세액이다. 포트폴리오투자의 경우는 직접투자의 경우와 달리 외국 법인세가 투자모국 세액공제의 대상이 되지 않는다. 따라서 배당된 투자수익의 유효세율은 원칙적으로 투자자의 個人所得稅率(m_p)과 투자유치국 정부의 源泉徵收稅率(w_p^*) 중 큰 것에 의해 결정된다.

$$(1-\tau^*)[1-d \max(m_p, w_p^*)] \quad (V-2)$$

가. 포트폴리오投資의 租稅回避

만일 w_p^* 가 m_p 보다 크다면 투자자의 입장에서는 母國에서의 추가적인 세부담이 없게 된다. 이 경우 외국자본소득에 대한 유효세율은 w_p^* 가 된다. 그러나 w_p^* 보다 m_p 가 큰 경우 투자자의 입장에서는 해외취득소득을 국내 과세당국에 보고하지 않을 유인이 생긴

31) 해외직접투자의 경우에는 국내법이나 조세조약에 의해 해외자본소득을 국내에서 면제해 주는 나라들이 많지만 해외포트폴리오투자 수익은 거의 모든 나라에서 과세되는 것이 원칙이다.

다. 이러한 租稅回避의 경우 외국자본소득에 대한 유효세율은 m_p 가 아니라 w_p^* 가 된다. 국제투자소득에 대한 조세회피는 실제에 있어서 예외라기보다는 어느 정도 보편화된 문제이다. 조세회피가 힘들 것이라고 여겨지는 直接投資의 경우도 다양한 형태의 조세회피 방법이 개발되고 사용되는 것으로 알려져 있다. 제Ⅳ장에서 논의한 이전가격조작이 그 대표적인 예이다. 포트폴리오투자의 경우는 과세당국이 소득과 관련한 과세 자료를 입수하기가 불가능하거나 가능하더라도 힘들거나 불완전한 경우가 대부분이므로 조세회피의 문제가 보다 심각하게 대두된다. 대부분의 개인투자자들은 投資仲介機關을 통해 해외투자를 한다고 볼 때 정부가 이들 투자중개기관으로 하여금 외국인원천소득에 대한 과세 자료를 제출하도록 할 수 있지만 이 경우 개인투자자는 외국의 투자중개기관을 이용하려 할 것이다. 국제적인 투자중개기관의 경우 고객의 투자정보는 기밀에 속하므로 외국정부의 정보제공 요청을 받아들여야 하지 않을 것이다. 이 경우 관련국간의 租稅協定에 의해 정보교환을 하는 방법이 있을 수 있으나 이것 역시 현실적으로 실용성이 크다고 보기 힘들다. Razin and Sadka(1991)는 자본이동이 자유로울 때 저축의 수익률에 대한 효과적인 과세방법은 찾기 힘들다는 분석을 제시하였다³²⁾.

물론 모든 포트폴리오투자자들에게 조세회피가 최선의 조세절감책이 아닐 수 있다. 특히 소규모 투자자의 경우에는 해외의 투자중개인을 이용하는 데 따르는 여러 가지 거래비용이 조세회피에 따르는 이득(식 (V-1)에서 자본소득과 $(m_p - w_p^*)$ 를 곱한 값)을 능가할 수도 있다. 그러나 이처럼 소규모 저소득계층의 투자자는 조세를 부담하고 고소득 투자자는 쉽게 조세회피를 할 기회를 가진다

32) 포트폴리오자본의 조세회피와 관련된 사례로 몇년 전 독일정부가 이자 지급에 대한 15% 원천징수세를 부과한 경우를 들 수 있다. 이 과세의 여파로 상당한 저축이 독일의 은행에서 뉘른베르크의 독일은행점으로 이전되었다. 이러한 조세회피압력에 밀려 독일 정부는 오래지 않아 이 원천징수세를 폐지하였다.

먼 세수누락 이외에 과세의 衡平性이라는 문제가 대두된다. 요컨대 조세징수효과가 크고 누진과세효과도 거둘 수 있는 계층의 투자자가 조세회피를 할 가능성이 높다는 데 문제의 초점이 있다. 해외포트폴리오투자를 ‘capital flight’라고까지 부르는 이유도 이처럼 자본이 사실상 국내 과세당국의 통제를 벗어나고 있기 때문이다.

이상의 논의를 원래의 분석에 적용해 보면, 식 (V-2)에서 w_p^* 가 m_p 보다 큰 경우나 w_p^* 가 m_p 보다 작지만 조세회피가 있는 경우 모두 외국인천차본소득에 대한 유효세율은 w_p^* 가 된다. 이 경우 식 (V-2)를 다음과 같이 다시 쓸 수 있다.

$$(1-\tau^*)(1-dw_p^*) \quad (V-3)$$

한편 이 투자자가 모국국적의 직접투자기업의 주식을 보유함으로써 간접적으로 해외에 투자하는 경우의 조세부담을 살펴보자. 우선 이 기업의 자회사가 투자현지국정부에게 지불하는 조세(법인세와 과실송금에 대한 원천징수세)를 제한 후의 순수익률은 아래의 식으로 표시할 수 있다.

$$(1-\tau^*)(1-dw_d^*) \quad (V-4)$$

식 (V-4)는 포트폴리오투자의 경우를 표시한 식 (V-1)과 사실상 같은 공식이지만 과실송금에 대한 원천징수세가 투자 형태별로 구별되어 있음을 알 수 있다. 제 II 장에서 자세히 분석한 것처럼 직접투자에 따르는 이중과세를 제거하기 위한 투자모국의 정책은 나라에 따라 그리고 그 기업의 과세상태에 따라 달라진다.

우선 과실송금이 되었을 때 투자모국에서 추가적인 법인세부담이 없는 경우를 보자. 투자모국이 국내법이나 조세조약에 의해 외국인천소득을 국내과세에서 면제시켜 주는 경우와 원칙적으로 거주지국

과세원칙을 적용하기는 하지만 외국인천소득에 대한 외국세액이 국내세액보다 커서 추가적으로 투자모국에 세금을 지불하지 않은 경우가 여기에 해당된다. 물론 이 경우에도 기업은 개인 투자자에게 주식배당금 형태로 해외취득소득을 배분하고³³⁾ 이 개인은 소득세를 부담할 것이다.

$$(1-\tau^*)[1-d(w_d^*+(1-w_d^*)m_d)] \quad (V-5)$$

위 식에서 개인소득세율을 m_d 로 표시하였는데 이는 포트폴리오 투자시의 개인소득세율 m_p 와 구별된다. 단순한 경제에서는 이 두 개인소득세율이 같은 값을 가질 것이다. 그러나 실제에 있어서는 다음과 같은 이유로 이 두 변수의 값이 달라질 수 있다. 첫째, 앞서 언급한 것처럼 해외포트폴리오투자 수익의 조세회피가 있으면 m_p 는 0의 값을 갖는다. 반면 국내원천자본 수익에 대한 조세회피는 힘들다고 볼 수 있다. 둘째, 만일 모국 정부가 주식배당소득이 법인세와 개인세에 의해 이중적으로 과세되는 것을 방지하기 위하여 세액공제(dividend tax credit)를 허용하면 주식배당에 대한 유효세율은 법정세율보다 낮을 것이다. 외국기업으로부터 받은 배당에 대해서는 이러한 혜택이 주어지지 않으므로 조세회피가 없는 경우에는 m_d 가 m_p 보다 작은 값을 갖게 된다.

과실송금에 대해 투자모국에서 추가적인 법인세 부담이 있는 경우에는 과실송금된 부분의 유효법인세율은 투자모국의 법인세율이 된다. 개인소득세의 과세까지 감안하여 순수익률을 계산하면 다음과 같다.

$$(1-d)(1-\tau^*)+d(1-\tau)(1-m_d) \quad (V-6)$$

33) 포트폴리오투자와의 정확한 조세부담 비교를 위해 모기업은 해외에서의 과실송금을 그대로 개인투자자에게 배당해 준다고 가정한다.

이상 논의한 두 가지 경우를 비교해서 포트폴리오투자가 직접투자에 비해 가지는 상대적 조세이득을 계산할 수 있다. 첫째, 個人所得稅의 水準에서 발생하는 포트폴리오투자의 租稅利得은 다음 식으로 표현된다.

$$(1-\tau^*)[w_p^*+(1-w_d^*)m_d-\max(m_p, w_p^*)] \quad (V-7)$$

이 식에서는 투자유치국의 원천징수세와 투자모국의 개인소득세가 투자유형별로 다른 값을 취하기 때문에 상대적 조세이득이 생겨남을 알 수 있다. 일반적으로 w_p^* 는 w_d^* 보다 크고 m_p 는 m_d 보다 크므로 포트폴리오투자가 상대적으로 불리하지만 조세회피가 있는 경우에는 그 반대가 될 가능성이 크다. 조세가 주요 투자국들로부터 미국으로 유입되는 외국자본의 형태에 미치는 영향을 분석한 Gordon and Jun(1993)에 의하면 많은 경우 조세회피여부가 식 (V-7)의 부호를 결정하는 결정적 역할을 하는 것으로 나타나고 있다. 〈表 V-2〉는 일본투자자가 미국에 투자하는 경우를 예시하고 있다. 포트폴리오투자의 조세회피가 없다고 가정한 경우에는 직접투자가 유리하고 (첫번째 열이 負의 값을 취함) 조세회피를 가정한 경우(즉, $m_p=0$)에는 두번째 열에서 보듯이 포트폴리오투자의 조세이득이 크다.

포트폴리오투자가 직접투자에 비해 가질 수 있는 또 하나의 상대적 이점은 식 (V-6)에서 본 것처럼 直接投資의 경우 投資母國에서 追加的인 稅負擔이 있을 수 있다는 것이다. 이 부분은 아래의 식으로 표시할 수 있다.

$$(1-m_d)[\tau-(\tau^*+(1-\tau^*)w_d^*)] \quad (V-8)$$

이상의 논의를 종합해 보면 조세회피가 있는 경우 포트폴리오투

〈表 V-2〉 포트폴리오投資의 直接投資 對比 租稅利得

	조세회피 불가	조세회피 가능
1980	-0.014	0.357
1981	-0.016	0.392
1982	-0.017	0.419
1983	-0.018	0.437
1984	-0.020	0.433
1985	-0.020	0.445
1986	-0.019	0.427
1987	-0.021	0.401
1988	-0.021	0.400
1989	-0.030	0.312

註 : 1. 일본거주자가 미국 내에 투자하는 경우임.
 2. 본문의 식 (V-7)에 해당함.

자가 직접투자에 비해 稅制上的 利得이 큰 것으로 나타난다. 그러나 제 IV 장에서 논의한 것처럼 직접투자기업의 경우에는 移轉價格操作을 통한 조세회피의 기회가 존재한다. 이전가격을 조작하는 경우 회계상의 소득과 비용이 조정되는 것이므로 보다 직접적으로 영향을 주는 조세변수는 관련국가들의 법정명목세율이다. 관련국가간에 명목법인세율의 차이가 클수록 이들 나라에서 사업을 하고 있는 국제기업이 이전가격을 이용하여 조세절감을 할 능력이 커진다고 볼 수 있다. 투자모국과 투자유치국의 법정법인세율을 각각 u, u^* 라고 할 때 이전가격으로 인한 直接投資의 相對的 租稅利得은 다음 식으로 요약할 수 있다.

$$|u - u^*| \tag{V-9}$$

이상 식 (V-7)~(V-9)로 나타난 두 투자형태의 상대적 조세 이득의 순효과가 어떻게 나타날지는 경험적인 문제다. 비교적 자료 수집이 가능한 OECD 10개국의 미국으로의 자본유입형태를 분석한 Gordon and Jun(1993)에 의하면³⁴⁾ 포트폴리오투자나 직접투자나

조세회피를 가정하고 도출한 변수들의 설명력이 큰 것으로 나타나고 있다.

2. 非租稅要因

이상에서 언급한 조세요인 외에 포트폴리오투자자와 직접투자의 상대적 이점을 결정하는 다양한 형태의 비조세요인이 존재한다. 두 형태의 투자를 구별하는 가장 중요한 차이점의 하나는 포트폴리오투자가 단순히 주식의 所有를 의미하는 데 반해 직접투자는 所有와 統制가 함께 가능하다는 점이다. 이는 기업들이 해외로 진출하는 이유를 설명하는 직접투자이론과 직결된다. 외국의 저렴한 임금이나 국제적 위험분산의 목적 등도 직접투자의 이유가 될 수 있다. 그러나 문헌에서 가장 중점적으로 거론되는 것은 기업이 소유하거나 개발한 기술이 공공재적인 성격을 지녀서 해외시장을 개척할수록 이 기술정보에 대한 이윤이 극대화될 수 있다는 내부화이론이다. 만일 해외시장과 국내시장에서 함께 생산을 하는 것이 유리하다면 이 기업은 조세상의 불이익이 다소 있더라도 직접투자의 형태를 취할 것이다. 물론 이러한 요인들이 실제 얼마나 중요한가는 실증적인 질문이다. 앞서 인용한 연구에 의하면 투자모국의 R&D지출을 기술정보의 변수로 포함시킨 경우 조세에 대한 가정이나 통계모형의 선정에 관계없이 유의적인 내부화효과가 비교적 일관되게 나타나고 있다.

34) 1980~1989년도에 이르는 기간동안 OECD 주요 10개국의 미국에 대한 투자를 형태별로 수집한 자료와 관련 조세제도의 변화를 감안하여 측정된 패널자료이다. 실제 분석은 다양한 추가적 변수들을 사용하여 비조세요인들을 통제하였으며 조세정책과 자본정책 간의 내생적 관계도 고려하여 계량분석을 하였다.

앞서의 분석에서 나타났듯이 포트폴리오투자의 조세법상 이점을 규명하는 데 결정적인 변수는 포트폴리오투자 소득의 조세회피이다. 주요 선진국을 포함하여 대다수의 나라들이 1980년대 후반에 이르기까지 어느 정도의 자본통제를 유지하고 있었다³⁵⁾. Gordon and Jun(1993)의 연구에 의하면 첫째, 資本統制가 있는 경우 직접 투자에 비해 포트폴리오투자의 비중이 현저하게 낮았고 둘째, 자본통제가 있는 경우 國內의 個人所得稅率이 높은 수준으로 유지되는 경향을 보였다. 그러나 자본통제가 완화되면서 개인소득세율도 탄력적으로 반응하는 경향을 보이고 있다.

3. 政策示唆點

그동안 외국인직접투자의 규모가 국내자본 형성에 비해 그다지 크지 않았고 외국의 포트폴리오 자본유입의 역사가 일천한 우리나라의 경우 외국자본유입의 총량과 형태에 대한 관심이나 토의가 그다지 많지 않았다. 그러나 본격적인 資本市場 開放과 함께 국내로 유입되는 외국자본과 해외로 유출되는 국내자본의 양이 급격히 증가할 것으로 예상되므로 이들에 대한 적절한 정책수립이 시급한 시점이다.

〈表 V-3〉은 외국투자자의 국내주식투자가 허용된 1992년 이후 몇 년간 외국자본유입의 규모와 추이를 보여준다. 外國人直接投資의 경우 1980년대 후반에서 1990년도 초반에 이르는 기간 동안 세

35) 예컨대, 프랑스는 1981~1986년 사이에 있어 자국거주민들간에만 해외 자산의 매매를 가능하게 하여 해외포트폴리오투자의 증가를 억제하였고, 비슷한 기간에 이탈리아는 해외투자자금의 50%를 국내의 비금리계좌에 예치하는 식의 규제를 실시하였다. 일본도 1980년에 명목적인 자본자유화를 하였지만 주 해외투자자인 기관투자자들의 자유로운 해외투자가 허용된 것은 1987년 이후이다.

〈表 V-3〉 外國資本 流入：直接投資 對 株式投資

(單位：백만달러, %)

	외국인직접투자 (A)	외국인주식투자 (B)	(C)=(B)/(A)
1992	551.0	2.1	0.38
1993	515.7	5.7	1.11
1994	757.5	1.9	0.25
1995	1,239.7	2.4	0.19

註：1. 직접투자는 국제수지기준임.

2. 두 경우 모두 순유입기준 수치임

資料：한국은행, 『국제수지』; 재정경제원 국제투자과

계경제의 침체와 국내 투자여건의 불안정 등을 반영하여 다소 후퇴하는 경향을 보이다가 최근 들어 증가하는 추세로 돌아섰다. 외국인주식투자의 경우 국내주식시장의 규모와 외국인 투자한도의 제한을 반영하여 그 규모는 크지 않다. 그러나 수년 내로 외국인 주식자금의 규모가 급증할 것으로 예상되는 몇 가지 요인이 존재한다.

우선 재정경제원 자료에 의하면 1996년 5월 말 현재 외국인주식투자 限度는 25조 4,875억원으로 이는 시가총액의 18.0%에 해당한다. 실제로 외국투자자들이 보유하고 있는 주식가액은 17조 364억원으로 이는 시가총액의 12.0%, 총한도의 66.8%에 해당한다. 이 자료에 의하면 현재의 한도에서도 외국인 주식자금이 증가할 여지가 상당히 남아 있다고 하겠다. 또한 OECD가입과 자본시장 개방정책의 일환으로 외국인에게 허용되는 한도가 늘어날 가능성이 크다. 끝으로 우리나라 주식시장의 규모가 계속 커질 것으로 예상하면 같은 비율이라 하더라도 한도의 절대액이 늘어나므로 외국주식 자본유입의 규모가 증가할 가능성이 높다.

〈表 V-4〉와 〈表 V-5〉는 각각 外國人直接投資와 外國人株式投資의 主要國別 분포를 보여주고 있다. 우선 直接投資의 경우 전통적으로 美國과 日本이 가장 중요한 투자국임을 알 수 있다. 두 나라 중에서도 지리적 이점 등의 이유로 일본의 비중이 더 높았는데

〈表 V-4〉 外國人直接投資의 主要國別 分布

(單位：백만달러, %)

	1992	1993	1994	1995	1992 ~1995	1962 ~1996. 2
미 국	268(33.4)	303(41.6)	223(22.5)	340(25.1)	1,134(29.2)	3,133(28.2)
일 본	174(21.7)	157(21.6)	345(34.8)	337(24.9)	1,013(26.1)	4,122(37.1)
영 국	13(1.6)	61(8.4)	22(2.2)	50(3.7)	146(3.8)	340(3.1)
독 일	67(8.3)	55(7.6)	49(4.9)	46(3.4)	217(5.6)	534(4.8)
프 랑스	50(6.2)	44(6.0)	54(5.4)	33(2.4)	181(4.7)	311(2.8)
네덜란드	71(8.8)	58(8.0)	91(9.2)	124(9.1)	344(8.9)	931(8.4)
총 계	803(100.0)	728(100.0)	991(100.0)	1,356(100.0)	3,878(100.0)	11,119(100.0)

註：도착기준 자료임.
資料：재정경제원 국제투자과

〈表 V-5〉 外國人株式投資 資金流入의 主要國別 分布

(單位：백만달러, %)

	1992	1993	1994	1995	1992 ~1995
미 국	573.1 (27.7)	1,934.9 (33.9)	547.9 (28.6)	930.0 (39.4)	3,985.9 (33.1)
일 본	16.5 (0.8)	1.1 (0.02)	-2.7 (-0.1)	35.1 (1.5)	55.0 (0.5)
영 국	778.4 (37.6)	1,571.4 (27.6)	43.5 (2.3)	20.2 (0.9)	2,413.5 (20.0)
프 랑스	0 (0.0)	8.4 (0.1)	3.4 (0.2)	7.8 (0.3)	19.6 (0.2)
독 일	34.1 (1.6)	112.8 (2.0)	-19.2 (-1.0)	29.8 (1.3)	157.5 (1.3)
네덜란드	94.8 (4.6)	33.6 (0.6)	30.3 (1.6)	154.9 (6.6)	313.5 (2.6)
뉴질랜드	177.4 (8.6)	85.6 (1.5)	17.0 (0.9)	-177.3 (-7.5)	102.7 (0.9)
총 계	2,069.2 (100.0)	5,701.1 (100.0)	1,914.1 (100.0)	2,359.9 (100.0)	12,044.3 (100.0)

資料：재정경제원 국제투자과

1990년대로 들어오면서 미국의 비중이 상대적으로 증가하고 있음

을 알 수 있다³⁶⁾. 두 나라 이외의 국가에서 진출하는 경우의 비중도 1990년대에 들어와 증가하는 추세를 보이고 있다. <表 V-4>에서 유럽의 주요 투자국인 영국, 독일, 프랑스, 네덜란드의 비중이 1962~1996년의 기간에는 19.1%였는데 1992~1995년의 기간에는 23.0%로 나타나고 있다.

外國人株式投資의 경우에는 美國과 英國이 압도적으로 중요한 투자국임을 알 수 있다. 1992~1995년의 기간 동안 이 두 나라의 투자가 전체 투자규모의 절반 이상의 비중을 차지하고 있다(53.1%). 반면 일본의 비중은 1%에도 미치지 못하고 있는데 이는 외국인직접투자에 있어서 일본이 차지하는 비중과 대조를 이루는 결과이다.

이 장에서 분석한 투자형태에 따르는 조세정책의 효과가 우리나라의 경제에 갖는 시사점은 다음 몇 가지로 요약할 수 있다.

첫째, 직접투자와 포트폴리오투자가 국제자본의 구성요소라는 점에서는 동일하지만 조세법상 매우 상이한 취급을 받고 있고 이에 따르는 誘引效果의 差異도 클 수 있음에 유의하여야 한다. 이 장의 모형분석에서 자세히 다루었듯이 이러한 차이는 投資誘致國의 제도보다는 投資母國의 제도에 더 큰 영향을 받기가 쉽다. 투자유치국의 경우 배당에 대한 원천징수세율의 차이나 외국기업에 제한적으로 조세유인을 제공하는 것과 같은 차이가 있지만 기본적으로는 자국기업의 주식보유라는 측면에서는 동일하기 때문에 뚜렷한 제도상의 차별을 하기 힘들다. 반면 투자모국의 경우에는 이중과세관련 정책, 개인소득세의 부담과 관련된 정책 등 두 형태의 투자가 조세상으로 구별될 수 있는 여지가 크고 복잡하다.

둘째, 이 장의 분석에 의하면 제도상의 차이 외에도 租稅回避의 정도에 따라 두 가지 投資形態에 대한 租稅效果가 현저하게 다름을 알 수 있다. 특히 포트폴리오투자와 직접투자의 조세회피 경로가

36) 이는 1990년대 초반 일본경제가 경험한 장기침체의 여파를 어느 정도 반영한다고 할 수 있다.

매우 상이하기 때문에 같은 국적의 자본이라도 관련국의 정책(예컨대, 투자모국의 자본유출에 대한 통제, 투자유치국의 과실송금에 대한 통제, 조세협정을 통한 과세자료 교환, 국내법에 의한 투자중개기관의 정보제공 의무 등)에 따라 조세회피의 성격이나 정도가 현저하게 달라질 것이다.

끝으로, 이 장에서는 국제자본의 이동이 자유로워짐에 따라 資本所得에 대한 課稅(법인세건 개인소득세건)를 競爭國에 비해 높게 유지하기 힘들다는 점도 제시하였다.

이상의 논의를 종합하면 우리 정부의 입장에서는 단순히 국내조세법상으로 두는 차별만으로 국내유입자본의 형태가 영향을 받을 것이라고 속단하지 말고 相對國의 관련 국내조세제도, 租稅協定의 내용, 租稅回避 가능성 등을 종합하여 정책을 수립하는 것이 바람직하다. 또한 과거 자본통제가 있던 시절에는 자본소득에 관한 조세정책을 어느 정도 外生的(exogenous)으로 운영할 수 있었지만, 자본자유화시대에는 자본소득에 관한 국내의 조세정책이 자본이동의 탄력성이나 경쟁국의 조세제도를 반영해야 하는 內生的(endogenous)인 성격이 강해짐을 인식해야 할 것이다.

VI. 要約 및 結論

外國資本이 국내경제에 미치는 효과는 유입자본의 規模뿐 아니라 그 形態에 따라서도 차이가 클 수 있다. OECD가입과 자본시장개방 정책의 영향으로 앞으로 국내에 유입되는 외국자본의 규모가 급증하고 그 형태 또한 다양해질 것으로 예상된다. 그러나 資本의 流出入을 직접규제할 수 있는 資本統制(capital controls)의 수단들을 사용할 수 있는 범위가 축소되는 상황에서 정부가 외국자본의 규모와 형태를 장기적으로 조절할 수 있는 가장 효과적인 정책수단으로 資本需給의 價格誘引에 영향을 미칠 수 있는 租稅政策을 들 수 있다. 조세는 기본적으로 자본의 總收益率과 純收益率을 변동시킴으로써 외국자본의 규모와 형태에 영향을 미친다. 물론 金融政策을 통해 국내금리를 단기간에 조정하는 것은 가능하지만 선진국의 경험을 보면 장기자본의 수익률은 기본적으로 투자자금의 수요·공급에 의하여 결정된다. 정부의 자본시장정책이 장기금리에 영향을 줄 수 있는 폭도 국내자본시장이 세계자본시장과 통합되어가면 갈수록 줄어들 것이다. 반면 조세정책상의 貯蓄誘引은 투자자금의 공급에 영향을 미치고 投資誘引은 투자자금의 수요 및 투자위치에 영향을 미치게 된다.

조세가 투자의 수익률에 미치는 효과는 자본의 형태에 따라 다르다. 특히 국제자본의 수익률에 대한 조세효과는 조세관할권의 중복에 따르는 다양하고 복잡한 문제들이 추가적으로 발생한다.

외국자본의 형태는 다양한 방식으로 구분될 수 있지만 본 논문에서는 조세정책효과에의 관점에서 가장 대비가 되고 또 향후 외국자본 유입의 추이와 관련하여 가장 중요하다고 간주되는 경우들에 초점

을 두었다. 구체적으로 國內投資資本 對 國際投資資本, 국제기업의 내부자본 중 母企業 資本 對 子企業 資本, 국제기업의 自己資本 對 他人資本 그리고 直接投資資本 對 포트폴리오투자자본 등의 비교가 갖는 조세정책상의 시사점을 분석하였다. 이하에서는 본문에서의 분석결과를 간략히 요약한다.

1) 定額稅(lump-sum tax)와 같이 資源配分을 왜곡시키지 않으면서 세수를 확보할 수 있는 조세를 현실적으로 찾기는 힘들다. 또한 조세정책은 세수확보 이외에도 衡平性이나 競爭力 提高 등 다양한 政策目標를 달성하는 수단이 되며 이 경우 비효율성의 창출이 불가피해진다. 따라서 적절한 조세정책의 기본원칙은 효율성을 완전히 제거하는 것이 아니라 주어진 정책목표를 달성하면서도 비효율을 극소화하는 ‘次善의 法則(the second best principle)’이라고 할 수 있다. 외국자본의 유입에 관한 조세정책도 정부가 추구하는 정책목표와 조세수단에 수반하는 非效率의 最小化라는 명제를 함께 고려하여야 한다. 조세가 국내자본과 외국자본을 차별적으로 취급하지 않는 원칙을 ‘資本輸入에 대한 租稅 中立性(capital import neutrality)’이라고 하는데 우리나라에서는 과거 외국직접투자의 유치를 위해 외국기업에 국내기업보다 유리한 조세지원을 제공하였다. 문제는 이처럼 조세의 중립성을 해치면서 제공되는 조세유인이 얼마나 효과적인가이다.

2) 국제투자소득의 경우 投資誘致國과 投資母國에서 이중적으로 과세될 확률이 크다. 투자모국의 二重課稅 防止政策이 현실적으로 완벽하지 않기 때문에 국내에 투자하는 외국기업, 특히 주요 투자국인 일본과 미국의 기업 중에는 특별한 조세절감이나 회피수단을 쓰지 않는 경우 20%가 넘는 追加的 稅負擔을 가질 가능성이 크다. 이 경우 외국기업에 대한 조세유인이 반드시 효과적이지 않을 수

있으며 효과적이라 하더라도 기업의 國籍別로 차이가 있기 쉽다. 이는 美國, 日本을 포함하는 많은 나라들에 있어 외국인천소득에 대한 최종유효세율이 투자모국의 법정법인세율에 의해 결정될 가능성이 높기 때문이다. 따라서 기존의 제도와 같이 외국기업에 一律的인 支援을 하는 경우 외국인투자유치의 효과도 크지 않으면서 자본수입에 대한 조세중립성도 해치는 결과를 초래하기 쉽다.

3) 외국인투자에 대한 효과적인 조세정책의 첫번째 대안은 租稅誘引의 효율적인 差別化를 위해서 쌍방간 租稅協定을 적극적으로 활용하는 것이다. 이때 협정의 내용은 상대국의 국내정책 변수까지 고려하여 결정하여야 하는데 우리나라에 대한 주요 투자국과의 협정인 경우 가급적 外國源泉所得을 상호 免除시켜 주는 방식이 유리하며, 看做外國稅額控除制度(tax sparing)와 같이 국내의 조세지원이 효과적일 수 있는 조항의 삽입이 필요하다. 조세협정의 효율적인 사용이 전제가 된다면 무차별적인 외국기업 조세지원은 가급적 축소시켜 租稅의 中立性을 유지하는 것이 바람직할 것이다.

4) 장기적으로 外國企業과 國內企業의 조세상의 차별화를 축소하는 경우에는 外國企業들이 자체 소득을 再投資하여 국제적 이중과세의 부담을 스스로 줄이도록 유도하는 것이 효과적일 것이다. 이를 위해서는 외국기업들이 국내기업들과 비조세의 관점에서 차별이 되지 않도록 투자 분위기를 향상시켜야 할 것이다. 우리나라는 해외투자에 따르는 각종 위험이 비교적 큰 나라에 속한다는 점을 감안하여 換率政策의 안정성, 일반 巨視政策의 일관성, 외국인에게 배타적인 투자환경의 개선 등을 추구하여야 할 것이다.

5) 國際直接投資를 母企業과 子企業간의 자본이동으로 인식하는 것이 보편적인 시각이지만 자기기업의 연륜과 사업이 성숙할수록 現

地나 기타 外國에서의 借入을 통해 재원확보를 하는 경우가 많다. 특히, 현지차입은 조세상의 資本費用 節減效果가 크면서 잠재적 과산비용 등 부채에 따르는 비조세비용도 적을 가능성이 크고 아울러 환위험 등 해외투자위험의 헤징수단까지 되므로 국제기업에는 가장 매력적인 투자재원이 된다. 따라서 국내 금융자본시장의 자율화가 진행되는 과정에서 외국기업투자의 증가는 국내 債券市場의 활성화에 기여할 것이다.

6) 국내 資本市場의 開放과 自律化에 따라 외국인 포트폴리오투자의 규모도 증가할 것으로 예상된다. 직접투자와 포트폴리오투자는 조세법상 매우 상이한 취급을 받고 있기 때문에 이에 따르는 租稅誘引效果의 差異도 두 投資形態간에 클 수 있다. 특히 투자모국의 이중과세관련 정책, 개인소득세의 부담과 관련한 정책 등에 의해 두 형태의 투자가 조세상으로 구별될 수 있는 여지가 크고 복잡하므로 투자유치국의 입장에서는 배당에 대한 원천징수세율의 차이나 외국기업에 제한적으로 조세유인을 제공하는 것과 같은 기존의 수단뿐 아니라 자산양도차익에 대한 과세 등 추가적인 정책수단을 개발하여 조세의 비효율성을 제거할 수 있는 대응책을 마련하여야 한다.

7) 제도상의 차이 외에도 租稅節減 노력이나 租稅回避의 정도에 따라 두 가지 투자형태에 대한 조세효과가 현저하게 다를 수 있다. 특히 포트폴리오투자와 직접투자의 조세회피 경로가 매우 상이하기 때문에 같은 국적의 자본이라도 관련국의 정책(예컨대 투자모국의 자본유출에 대한 통제, 투자유치국의 과실송금에 대한 통제, 조세협정을 통한 과세자료 교환, 국내법에 의한 투자중개기관의 정보제공 의무 등)에 따라 조세회피의 성격이나 정도가 현저하게 달라질 것이다.

결론적으로, 國際資本의 移動이 자유로워짐에 따라 資本所得에 대한 課稅(법인세이건 개인소득세이건)를 경쟁국에 비해 높게 유지하기는 힘들 것이다. 또한 국내 자본의 경우와는 달리 국제 자본의 경우 조세정책의 효과가 投資者의 國籍이나 資本의 形態에 따라 差別的으로 나타날 것이다. 따라서 우리 정부의 입장에서는 단순히 외국인투자에 해당하는 國內法上的 조세유인을 조정하는 것으로 외국 자본의 규모와 형태가 영향을 받을 것이라고 속단하지 말고 相對國의 관련조세제도, 조세협정의 내용, 조세회피 가능성 등을 종합하여 정책을 수립하는 것이 바람직하다. 또한 과거 資本統制의 시절에는 자본소득에 관한 조세정책을 어느 정도 外生的으로 운영할 수 있었지만 자본자유화시대에는 자본소득에 관한 국내의 조세정책이 자본이동의 탄력성이나 경쟁국의 조세제도를 반영해야 하는 內生的인 성격이 강해짐을 인식해야 할 것이다.

參考文獻

- 金裕燦, 『外國資本에 대한 課稅制度의 現況 및 改編方向』, 韓國租稅研究院, 1994.
- 安鍾錫, 『租稅政策이 對內外 直接投資에 미치는 效果分析』, 韓國租稅研究院, 1994.
- 全周省, 「國際化時代의 企業課稅制度」, 『開放化·國際化에 따른 財政·金融政策의 方向』, 韓國租稅研究院, 1994.
- , 「自由貿易秩序와 企業課稅政策」, 한국재정학회 국제학술세미나, 1995.
- 韓道淑, 「資本所得課稅에 대한 稅制調和의 理論的 妥當性—課稅制度의 效率性 比較를 中心으로」, 『財政金融研究』, 제1권 제1호, 韓國租稅研究院, 1994.
- Aurabach, A., “The Economic Effects of the Corporate Income Tax : Changing Revenues and Changing Views,” in B. Friedman (eds.), *Financing Corporate Capital Formation*, The University of Chicago Press, 1986.
- Gordon, Roger H, and J. Jun, “Taxes and the Form of Ownership Corporate Equity,” in A. Giovanini, R.G. Hubbard, and Joel Slemrod (eds.), *Studies in International Taxation*, 1993.
- Gordon, Roger H., “Taxation of Investment and Savings in a World Economy,” *American Economic Review*, 76, pp. 1086~1102.
- Hartman, D., “Tax Policy and Foreign Direct Investment,” *Jour-*

- nal of Public Economics*, 26, 1985, pp. 107~121.
- Healy, P. and K. G. Palepu, "International Corporate Equity Associations : Who, Where, and Why?," in K. Froot (ed.), *Foreign Direct Investment*, University of Chicago Press, 1993.
- Jun, J., "Taxation, Capital Mobility, and International Investment," Ph. D. Thesis, Harvard University. 1988.
- , "How Taxes Affect Foreign Direct Investment : Country-Specific Evidences," Policy Research Working Paper No. 1307, The World Bank, 1994.
- , "The Impact of International Tax Rules on the Cost of Capital," in M. Feldstein, J. Hines and R. G. Hubbard (eds.), *Taxing Multinational Corporations*, University of Chicago Press, 1995.
- M. Feldstein and C. Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows," *Economic Journal*, 1980.
- Razin, A. and E. Sadka, "Efficient Investment Incentives in the Presence of Capital Flight," *Journal of International Economics*, 31, pp. 171~181.
- U.S. Department of Commerce, *Survey of Current Business*, Washington D.C., various issues.

〈국문요약〉

租稅政策과 外國資本 流入의 形態

외국자본에 대한 기존의 일률적인 조세지원은 외국인투자유치 효과도 크지 않으며 국내자본과 외국자본간의 조세중립성을 해치는 측면이 강하다.

美國, 日本 등 상대적으로 고세율국가인 경우 우리나라의 원천소득에 대한 최종유효세율이 투자모국의 법정법인세율에 의해 결정될 가능성이 높다. 이 경우 외국기업에 대한 특별한 조세지원은 개별 상대국과의 협정이 있는 경우에만 실효성이 있다. 네덜란드나 프랑스와 같이 외국원천소득의 전부 또는 대부분을 자국내 과세에서 면제시켜주는 경우에는 국내 조세유인의 효과가 클 것이다.

외국자본에 대해 추가적인 조세지원을 하는 경우 투자모국별로 租稅誘引을 差別化하는 것이 필요하며 현실적으로는 쌍방간 租稅協定이 가장 유효한 수단인 된다.

장기적으로 外國企業과 國內企業의 조세상의 차별화를 축소하여 조세수입의 중립성을 꾀하려는 경우에는 外國企業들이 자체 이윤을 국내에 재투자하게 해 스스로 국제적 이중과세의 부담을 줄이도록 유도하는 것이 효과적일 것이다.

외국기업들의 해외현지차입은 조세상의 資本費用 절감효과가 크면서 잠재적 파산비용 등 부채에 따르는 비조세비용도 적을 가능성이 크고 아울러 환위험 등 해외투자위험의 헤징수단까지 되는 장점이 있다.

국내 금융자본시장의 자율화과정에서 외국기업투자의 증가는 국내 債券市場의 활성화에 기여할 것이지만 다국적기업의 재무정책은

이전가격조작을 통한 조세회피와도 연결될 수 있음에 유의해야 한다.

직접투자과 포트폴리오투자는 租稅誘引效果의 경로와 정도에 있어 差異가 크고 그 상대적 구성이 투자모국의 조세정책에 의해서 영향받는 측면이 강하기 때문에 투자모국의 이중과세관련 정책, 조세회피에 대한 규제의 정도, 배당금이중과세 정책 등을 고려하여 국내 정책수단을 개발할 필요가 있다.

<Abstract>

The Effects of Taxation on the Form of Foreign Capital Inflows

Jun, Joosung

Domestic investment incentives will likely have uneven effects on the behavior of foreign firms from different tax jurisdictions because home country tax policy toward foreign source income is asymmetric among countries. Bilateral tax treaties will be the most practical and efficient way of providing differential tax subsidies to foreign firms. If foreign firms retain their earnings for local investment, the negative incentive effects of home country taxes will be reduced and capital import neutrality between domestic and foreign capital will be improved.

Due to various tax and nontax benefits associated with foreign borrowing, foreign firms are expected to play an active role in Korean bond markets in coming years. Transfer pricing issues related to interest and royalty payments should be more actively debated. Taxes can also significantly influence the relative importance of foreign direct investment and portfolio investment. Conversely, the form and extent of foreign capital inflows can influence the relevant optimal tax rates in the host country.