

# 최근 투자부진과 성장률 저하에 대한 해석과 전망\*

2011. 5

남광희\*\*

## 1. 서 론

투자활동은 수요측면에서 자본재산업의 생산확대, 고용증대, 소비지출확대, 소비재산업의 생산확대라는 순환과정을 거치면서 전반적인 국민경제 활동을 확대시키는 기능을 한다. 이는 소위 투자승수 이론으로 입증되고 있는 사실이다. 또한 생산측면에서는 투자된 설비가 실제로 가동하게 되면 생산능력이 확대되어 공급량을 증대시키는 역할을 한다. 이처럼 투자활동은 수요창출효과와 생산력증대 효과를 통해서 국민경제활동에 중대한 영향을 미치고 있다.

그럼에도 불구하고 최근 우리나라의 투자활동은 IMF 외환위기를 겪으면서 축소하는 경향을 보이고 있다. GDP에서 차지하는 투자지출의 비중은 IMF 외환위기 이전까지 지속적으로 성장세를 보여 40%에 육박하였으나 이후 감소세로 전환되어 2005년도에는 29% 수준으로 하락하였다. 더구나 기업들의 설비투자가 GDP에서 차지하는 비중은 70년대 중반이후부터 IMF 외환위기 이전까지 13-4% 수준을 지속하였으나 최근에는 9% 이하로 떨어졌다.

이처럼 기업의 국내투자활동이 부진한 이유는 미래 경영환경의 불확실성이 고조되고, 기업들이 안정위주의 방어적인 경영방식을 채택하고, 기업환경 악화로 국내기업의 해외진출이 확대되고, 외국인의 직접투자가 활성화되지 못한데 있는 것으로 파악되고 있다. 이러한 기업의 투자활동 위축은 단기적으로 경기위축을 초래할 뿐만 아니라 장기적으로 우리 경제의 성장잠재력을 약화시켜 지속적인 경제발전을 저해하는 요인으로 작용할 수 있기 때문에 이에 대한 대처방안이 모색되어야 할 것이다.

---

\* 한국금융학회 2011년도 정기학술대회 발표를 위하여 작성되었다.

\*\* 국민대학교 국제통상학과 부교수, E-mail: [knam@kookmin.ac.kr](mailto:knam@kookmin.ac.kr)

이러한 문제의식에서 출발하여 본 연구는 기업들의 투자부진의 현상과 원인을 파악하고, 투자부진이 경제전체의 장기 성장잠재력에 끼치는 영향을 분석하고자 한다. IMF위기이후의 경제적 변화가 우리 경제의 성장경로에 어떤 변화를 초래하였는가를 연구하고자 한다.

## 2. 기존 연구

최근의 투자부진 현상의 원인을 분석한 실증분석 연구들로는 이병기(2004), 임경목(2005), 홍기석(2006), 김봉기·김정훈(2006) 등이 있다. 대부분 연구들이 미시적 기업자료를 이용하여, 외환위기 이후 문제화되고 있는 기업환경의 불확실성이 기업들의 투자결정에 어떤 영향을 미치고 있는가를 분석하고 있다.

이병기(2004)는 한국의 기업투자에 불확실성이 어떤 영향을 주는가를 미시적인 기업자료를 이용하여 분석하였다. 한국신용평가의 KIS-LINE에서 1980-2002년간 기업패널자료를 이용하여 시장불확실성 및 정책불확실성이 Tobin's q 투자모형에서 기업투자에 어떤 영향을 미치는가를 계량분석하였다. 연구에서 발견된 결과는 불확실성이 클수록 기업의 투자가 감소한다는 사실이다. 시장불확실성은 기업범주별로 미치는 영향은 차이가 나지만 음(-)의 영향을 미치고, 총액출자제한제도의 변경과 같은 정책불확실성도 기업투자를 유의적으로 감소시키는 것으로 나타났다.<sup>1)</sup>

임경목(2005)는 기업재무자료(한신평 외부감사대상기업 재무제표 DB)를 이용하여 미시적 차원에서 국내 기업의 설비투자 행태를 분석하였다. 분석결과를 요약하면 첫째, 최근의 설비투자 부진은 내수경기 침체에 주로 기인한다. 둘째, 최근의 투자부진은 제조업 보다는 비제조업, 대기업보다는 중소기업의 부진에 주로 기인한다. 셋째, 제조업의 투자성향은 회복세를 보이고 있으나 비제조업의 회복세는 아직 보이지 않고 있다. 그런데 분석이 체계적인 실증분석작업 보다는 기업자료를 기업종류별로 분류하여 자료를 정리하는데 그치고 있는 한계점을 보이고 있다.

한편 홍기석(2006)은 다른 연구결과와는 달리, 최근 기업의 투자부진의 원인

1) 이외에도 불확실성이 투자에 미치는 영향에 대한 분석으로는 한진희(1999) 신선우(2003)가 있다. 한진희는 상장기업을 대상으로 1992-97년간 기업패널자료를 이용하여 매출액가속도모형을 추정하였다. 신선우는 환율불확실성이 기업투자에 미치는 영향을 분석하였다. 1982-96년간 353개 기업자료를 이용하여 투자함수를 추정한 결과, 환율불확실성이 기업투자를 유의하게 감소시키는 것으로 밝혀졌다.

으로 불확실성이 유의하지 않다는 결과를 보이고 있다. 불확실성보다는 외환 위기 이후 본격화된 기업의 부채조정과 깊은 관련이 있음을 주장한다. 상장 회사 재무제표 자료를 이용하여 1993년부터 2003년까지의 기업패널자료를 이용하여 토빈의 q이론에 바탕한 투자결정식을 추정하였다. 추정결과에 따르면 최근의 투자위축이 위험 및 불확실성 증가에 기인한 것인지 분명하지 않으며, 외국인 소유 지분 확대 및 배당성향 증가 등도 최근의 투자 부진에 미친 영향이 불명확하다고 지적하였다.

김봉기·김정훈(2006)은 분기별 자료(1992년 1/4분기-2005년 2/4분기)를 이용하여 설비투자의 장기균형식을 추정한 결과, GDP, 자본재상대가격, 실질실효환율 등의 수요 및 비용 요인이 유의한 영향을 미칠 뿐만 아니라 IT산업비중, 불확실성(BSI 변동성), 자금조달형태 등의 구조적 요인도 유의한 영향을 미친다는 사실을 밝혔다. 특히 외환위기 이후 구조적 요인들이 투자변동에 대한 기여도가 이전에 비해 높아졌다는 점을 밝혀냈다. 또한 업종별 패널분석(1993-2004년간 16개 업종)에 의하면 중소기업, 비제조업, 내수기업은 수요 및 비용 요인에 주로 영향을 받는 반면, 대기업, 제조업, 수출기업은 구조적 요인의 영향을 주로 받는 것으로 나타났다.

위에서 언급한 미시적 접근의 연구와 달리 거시적 접근의 연구는 투자가 경제성장에 미치는 영향을 분석하는데 초점이 주어져 있다. 전승철·김영준·하준경(2005)은 최근 확장적 거시정책에도 불구하고 설비투자가 부진한 원인에 대해 분석하였다. 최근 설비투자의 부진이 주로 제조업에서 발생하고 있으며 제조업 내에서도 업종별, 기업규모별로 양극화 현상이 두드러지고 있음을 밝혔다. 일반적으로 경제성장의 초기단계에서는 1인당 자본스톡이 부족하여 높은 자본의 한계생산성으로 설비투자 수요를 유발시키나, 경제가 균제상태에 도달할수록 이러한 초기형 설비투자 수요는 둔화되고 R&D 및 교육훈련투자 등 질적투자에 의해 유발되는 내생적 설비투자 수요가 장기균형 성장을 지속적으로 유지시켜준다고 강조한다.

그러나 투자부진의 현상, 원인 및 결과를 기초 통계자료를 제공하여 입증하는데 그치고 있다. 또한 이론적인 모형을 우리나라에 직접 적용한 결과를 제시하지 않았다는 점이 아쉽다.

설비투자가 경제성장에 미치는 영향에 대한 국가간 횡단면 계량분석 연구들도 있다. 예를 들어, De Long and Summers(1991)는 기술이 설비에 체화(embodied)되어 있기 때문에 설비투자가 경제성장에서 중요한 역할을 담당

한다고 있다는 사실을 실증분석으로 보여주었다. UNICP(UN International Comparison Project)와 Penn World Table을 이용하여 1960-85년간 투자와 경제성장간의 관계를 추정한 결과에 따르면, GDP에서 설비투자가 차지하는 비중이 1% 상승하면 경제성장률이 매년 1/3%p 증가할 수 있다는 점을 발견하였다.

Sala-i-Martin(1997)은 경제성장에 영향을 미치는 것으로 기존 문헌에서 발견된 모든 변수들을 대상으로 통계적 유의성을 조사하였다. 기존 문헌에서 언급된 62개 변수 가운데 초기 소득수준, 기대수명, 초등학교등록률 등의 모든 추정식에서 사용된 세 변수를 제외하고는 설비투자가 가장 경제성장에 유의하게 영향을 미치는 것으로 조사되었다.

『투자부진 현상 진단 및 평가』 보고서(2001)는 1970-2000년간 우리나라 자료를 이용하여 설비투자가 경제성장률에 미치는 영향을 계량분석하였다. 추정식을 이용한 모의실험 결과에 따르면 1996-2000년간 설비투자가 실적치보다 10%씩 증가하면 경제성장률은 원래 값보다 평균적으로 0.27%p 증가하는 것으로 나타났다.

그런데 위에서 언급한 De Long and Summers와 Sala-i-Martin은 투자가 경제성장에 미치는 영향과 그 영향을 미치는 과정을 체계적으로 분석하였고 보기 힘들다. 오히려 경제성장에 미치는 효과가 다른 변수, 특히 건설투자에 비해 설비투자가 강하다는 사실을 보여주는데 주안점을 두었다. 또한 『투자부진 현상 진단 및 평가』 보고서는 단순 회귀분석에 그치고 있어서 이론적인 면밀함이 부족하다는 한계를 가지고 있다.

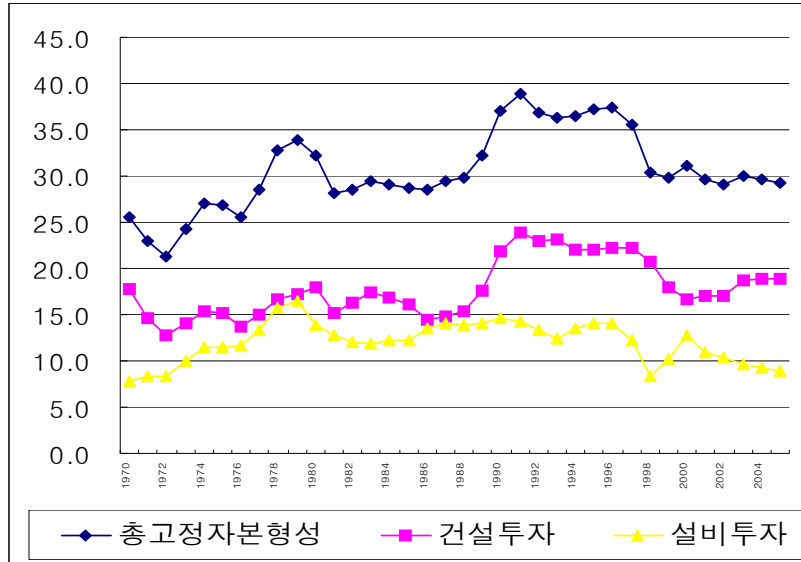
### 3. 최근 투자부진의 현상과 원인

#### 가. 투자부진의 현상

투자활동은 수요창출효과와 생산력증대 효과를 통해서 국민경제활동에 중대한 영향을 미친다. 그러나 외환위기를 겪으면서 투자활동은 계속 축소하는 경향을 보이고 있다. <그림 1>은 외환위기 이후 GDP 대비 투자율이 낮아지고 있음을 보여주고 있다. GDP 대비 총고정자본형성은 외환위기 이전에는 40%에 육박하였으나 이후 하락하여 2005년에는 29% 수준으로 하락하였다. GDP 대비 설비투자 지출도 70년대 중반에서 외환위기 이전까지는 13-4%대 수준을

유지하였으나, 최근 9% 이하로 하락하였다.<sup>2)</sup>

<그림 1> GDP대비 투자율

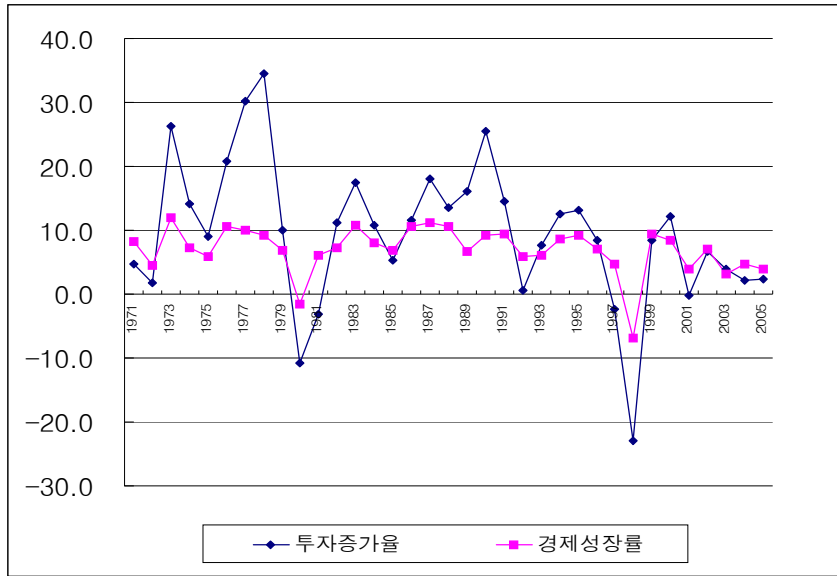


자료: 한국은행 「국민계정」

투자의 증가율을 보면(<그림 2>, <표 1> 참조) 1970년대부터 외환위기 직전까지 투자증가율이 경제성장률을 상회하여 투자가 성장을 견인하는 역할을 수행하였다. 그러나 외환위기 이후 기술적인 반등기간을 제외하고 경제가 정상적인 상태로 돌아왔다고 볼 수 있는 2001년 이후 최근까지 투자증가율은 3%대 수준으로 크게 하락하였다. 그 결과 투자증가율이 경제성장률을 하회하여 오히려 성장을 저해하는 요인으로 작동하고 있다.

2) 1980년대와 2001년 이후 최근까지의 GDP대비 투자지출 비중을 비교하면 큰 차이가 없고, 오히려 외환위기 직전까지 1990년대의 GDP대비 투자지출 비중이 높았다는 사실에 주목하여 최근의 투자부진은 외환위기 이전의 과도한 투자가 정상화되는 과정이라고 볼 수도 있다. 그러나 아래에서 자세히 살펴보겠지만, 경제성장에 미치는 영향이 큰 설비투자의 경우 1980년대에 비해서도 2001년 이후 최근의 GDP대비 설비투자지출 비중이 낮다는 점에서 투자부진을 염려해야 한다.

<그림 2> 투자증가율과 경제성장률



자료: 한국은행 「국민계정」

<표 1> 경제성장률과 투자증가율

	71-80	81-90	91-97	98	99	00	01-05
경제성장률	7.3	8.7	7.3	-6.9	9.5	8.5	4.5
투자증가율	14.0	12.6	7.8	-22.9	8.3	12.2	3.0
설비투자증가율	21.0	12.3	8.4	-42.3	36.8	33.6	1.2
건설투자증가율	11.3	12.9	7.2	-12.3	-3.8	-0.8	4.1

자료: 한국은행 「국민계정」

특히 우리가 주목해야 할 사실은 국민소득 1만 달러에서 2만 달러로 진입하는 기간 동안 설비투자 증가율이 경제성장에 기여하는 부분이 크다는 사실이다. <표 2>에는 주요국들의 1만 달러에서 2만 달러로 진입할 때 경제성장률과 설비투자 증가율 및 기여율이 제시되어 있다. 모든 주요국들이 2만 달러에 진입하기까지 설비투자 증가율이 경제성장률을 상회하고 있다. 이는 설비투자가 경제성장에 기여하는 부분이 컸다는 사실을 반증한다. 또한 경제성장에 대한 설비투자의 기여율로 보면 경제성장속도가 빨랐던 일본이나 싱가포르의 경우, 각각 27.8%, 20.5%의 높은 기여율을 보이고 있다. 이에 반해 우리나라는 설비투자가 성장에 기여한 비율이 95년 이후 15.7%에 그치고 있는 실정이다. 따라서 일본과 싱가포르처럼 2만 달러 진입을 조속히 달성하기 위해서는 설비투자가 성장에 기여하는 정도가 높아져야 할 것이다.

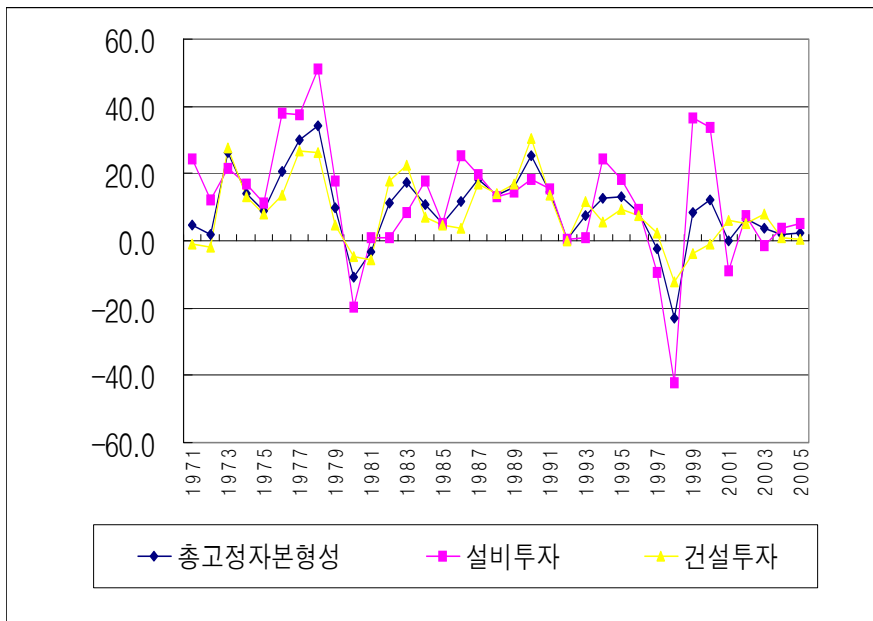
<표 2> 주요국 국민소득 1만 → 2만 달러 기간 중 설비투자 증가율 비교

	미국	영국	독일	일본	싱가포르	한국 (95-05)
경제성장률	3.2	2.4	2.3	3.4	9.3	5.0
설비투자증가율	4.8	4.5	4.1	8.8	10.8	4.7
설비투자기여율	8.9	13.9	15.1	27.8	20.5	15.7
1인당GDI:1만달러→2만달러 기간	10년 (78→88)	9년 (87→96)	11년 (79→90)	6년 (81→87)	5년 (89→94)	95→?

출처: 오정근 (2006)

투자의 변화방향을 형태별로 구별하여 보면, 최근들어 설비투자가 건설투자에 비해 증가세 둔화가 뚜렷하게 나타나고 있다. <그림 3>에는 설비투자와 건설투자이 연도별 증가율이 제시되어 있고, 앞의 <표 1>에는 연도별 증가율 수치가 제시되어 있다. 1970년대, 80년대, 91-97년간을 비교해보면 설비투자 증가율은 건설투자 증가율을 능가하거나, 비슷한 수준을 유지해왔다. 그런데 2001-05년간을 비교해보면, 설비투자와 건설투자가 모두 부진하지만 특히 설비투자는 동 기간동안 1.2% 상승에 그치고 있다. 한편 건설투자는 동 기간동안 4.1% 성장하였다.

<그림 3> 투자종류별 증가율

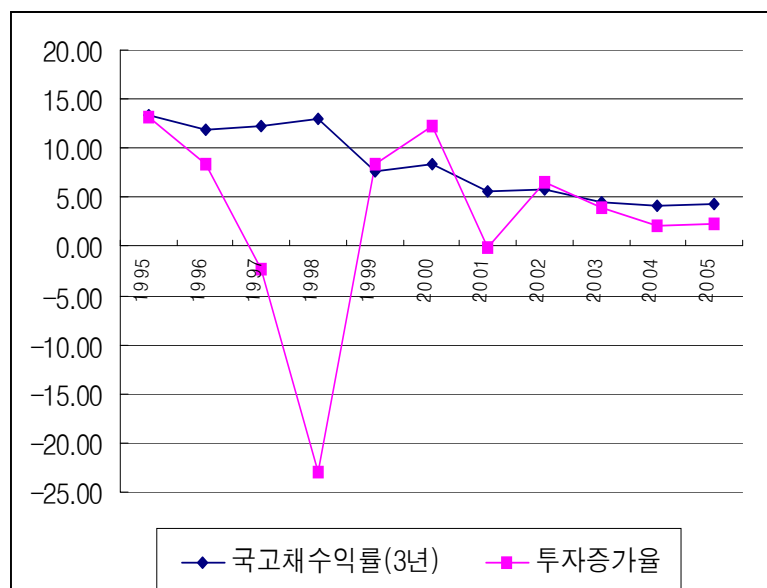


자료: 한국은행 「국민계정」

## 나. 투자부진의 특징

투자가 부진하면 경제의 활력이 떨어진다는 것은 과거나 현재나 공통된 경제적 특징이라고 볼 수 있다. 그런데 투자부진 현상이 나타날 때 동반되는 경제현상이 과거와 다르게 나타나고 있다. 일반적으로 이자율이 낮아지면 투자지출이 늘어난다든가, 수요가 확대되면 연이어 투자지출이 확대되는 모습을 보였다. 이러한 비용요인이나 수요요인이 투자지출을 결정짓는 주요 요인이라 것이 경제이론에도 부합되고, 과거 우리 경제가 보여 온 모습들이다. 그런데 최근에는 이런 일반적인 연결고리가 약화되는 모습을 보이고 있다.<sup>3)</sup> <그림 4>에 제시되어 있듯이 외환위기 이후 이자율은 지속적으로 하락하는 추세를 보이고 있다. 1998년까지 10%대 이상의 높은 수준을 보이던 국고채(3년) 수익률은 2005년에는 4% 수준으로 떨어졌다. 이처럼 투자 프로젝트 수행에 따르는 비용 요인이 지속적으로 감소하고 있음에도 불구하고 투자지출은 계속해서 낮은 증가세를 벗어나지 못하고 있다.

<그림 4> 이자율과 투자증가율



자료: 한국은행 「경제통계시스템」

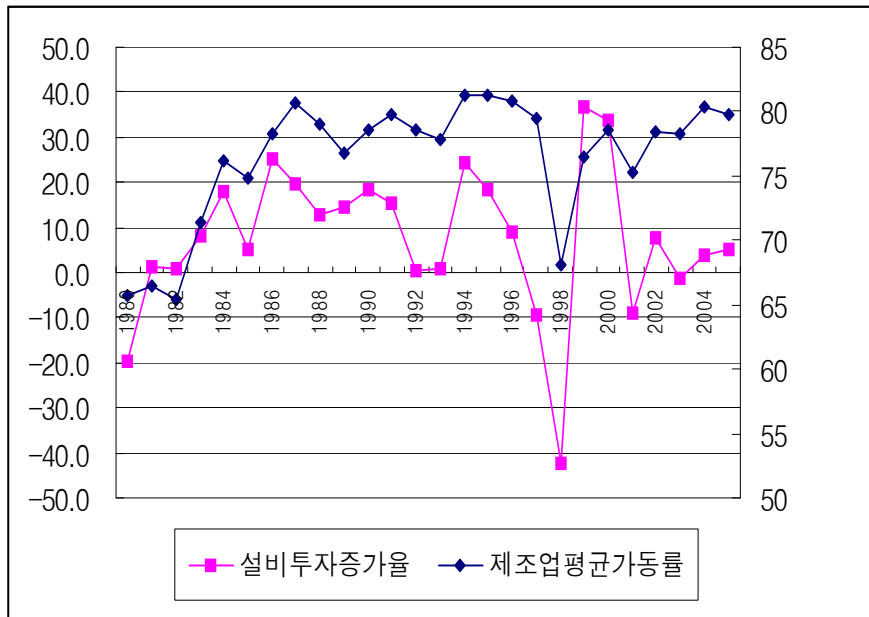
한편, 수요측면에서 제품판매가 증가하게 되면 공장 가동률이 높아지고 이에 대응하여 기업들은 설비투자를 확대하는 것이 일반적인 순서이다. 그래서 제

3) 이러한 측면에서 최근의 투자부진 현상은 일시적인 경기변동적인 현상이거나, 원인에 의해 발생된 것이 아니라 보다 근본적이고 구조적인 원인에 의해 발생되고 있다고 유추할 수 있다.



조업가동률이 높아지면 투자지출을 확대하는 방향으로 작용하게 된다. <그림 5>에 나와 있는 제조업평균가동률 지수와 설비투자증가율을 비교해보면, 과거에는 제조업평균가동률과 설비투자증가율이 같은 방향으로 움직여 왔는데 비해, 최근에는 제조업가동률이 80이상의 높은 수준을 유지하고 있으나 설비투자증가율은 1%대의 미미한 수준을 보이고 있다.<sup>4)</sup> 실제로 1980-97년간 제조업가동률지수와 설비투자증가율간의 상관계수는 0.753로 높은 양(+)의 관계를 보였지만, 최근 2001-05년간에는 -0.718로 전환하여 오히려 음(-)의 관계를 보이고 있다. 이러한 사실은 수요요인이 최근의 투자지출을 이전 보다 설명하지 못하는 것을 의미하며, 이러한 전통적 요인이외의 다른 요인들이 투자부진의 요인으로 작용하고 있다고 해석된다.

<그림 5> 설비투자증가율과 제조업평균가동률



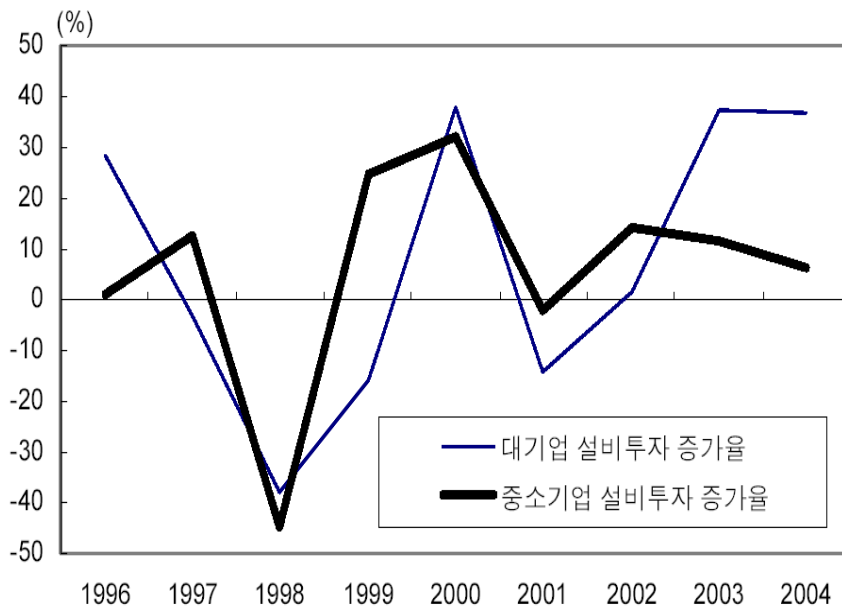
자료: 한국은행 「경제통계시스템」

그리고 최근 투자부진 현상이 경제전반에 걸친 일반적인 현상이 아니라 부문별로 상반된 모습을 보이는 불균형적인 현상으로 나타나고 있다는 점이 과거와 다른 양태이다. 예를 들어, 임경목 (2005)이 제조업 외부감사기업 (5,731개)을 대상으로 조사한 결과를 보면, 중소기업체 (5,078개)의 설비투자는 부진한데 비하여 대기업 제조업체 (653개)의 설비투자는 높은 증가세를 보이고 있다. 외환위기를 겪으면서 구조조정을 마무리한 대기업의 경우

4) 일반적으로 제조업가동률 지수가 80에 이르면 기업들이 설비기계를 거의 풀가동하는 것으로 해석한다.

최근의 세계경제 호황에 따라 수출이 호조를 보이면서 설비투자도 30%의 높은 성장세를 기록하고 있다. 반면, 중소기업은 내수 침체에 기인하여 설비투자 증가세가 10% 미만에 머무르고 있다. 한편, 제조업 부문의 설비투자는 어느 정도 수준을 유지하는데 비해 서비스 부문의 설비투자는 부진한 것으로 나타난다.<sup>5)</sup> 이처럼 투자부진 현상이 경제전반에 걸친 일반적인 현상이라기 보다, 부문별로 불균형 현상이 두드러지고 있다는 점이 과거와 차이나는 점이다.

<그림 6> 기업규모별 설비투자증가율



출처: 임경목 (2005)

#### 다. 투자부진의 원인

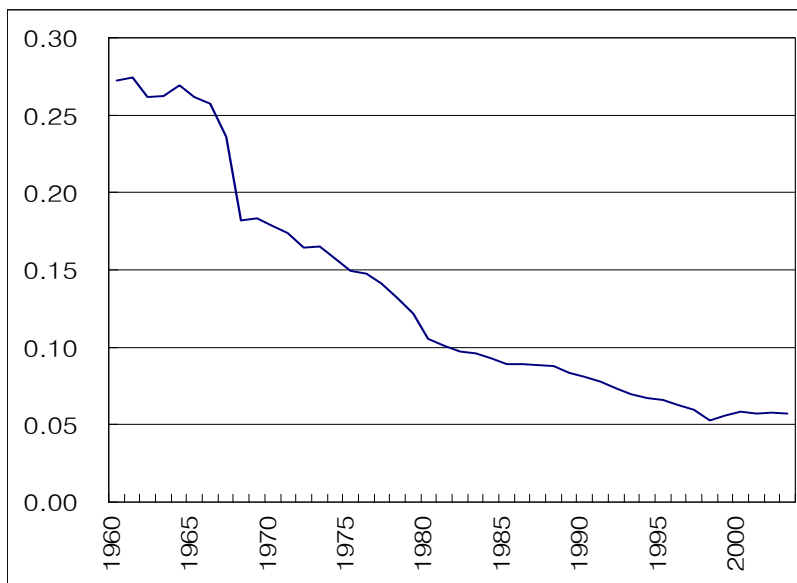
본 절에서는 최근 투자부진의 원인으로 거론되고 있는 요인들을 정리하였다. 기업들의 투자행위 결정은 투자 프로젝트의 수익성과 그에 따르는 위험에 좌우될 것이다. 따라서 최근 투자부진의 원인은 수익성의 감소와 투자위험의 증가에 기인한다고 볼 수 있다. 즉, 생산성 저하, 국내 고임금 구조 및 경직된 노사관계, 높아지는 실효 법인소득세율, 정부 규제, 장기 경기침체 등은 투자의 수익성을 저해하는 요인으로 작용할 것이다. 한편, 정부의 대기업 정

5) 제조업 업종별 설비투자 현황은 김봉가·김정훈(2006)을 참조.

책의 혼선, 경기침체에 따른 예상수익의 불확실성 증대, 정부규제 정책의 혼선, 기존 기업지배구조에 대한 위협 등은 투자의 불확실성과 위험을 가중시키고 있다.

구체적으로 투자의 수익성이 어떤 측면에서 저하되고 있는가를 알아보자. 자본수익률의 한 지표로서 자본의 한계생산성을 계산한 <그림 7>을 보면, 1980년까지 10% 이상 수준으로 높았던 자본수익률은 2000년 이후 5% 대에 머물고 있다. 이처럼 낮은 자본의 한계생산성은 투자의 수익성이 낮아져 있음을 보여주고 있다. 이처럼 투자의 수익성이 낮아지는 것은 고전과 성장 모형의 관점에서 보면 자본축적에 따른 자연스런 전이과정(transition path)으로 해석할 수도 있으나, 이러한 해석이외에도 투자의 수익성을 하락시키는 요인으로서는 여러 요인들이 거론될 수 있다.

<그림 7> 자본의 한계생산성 추이



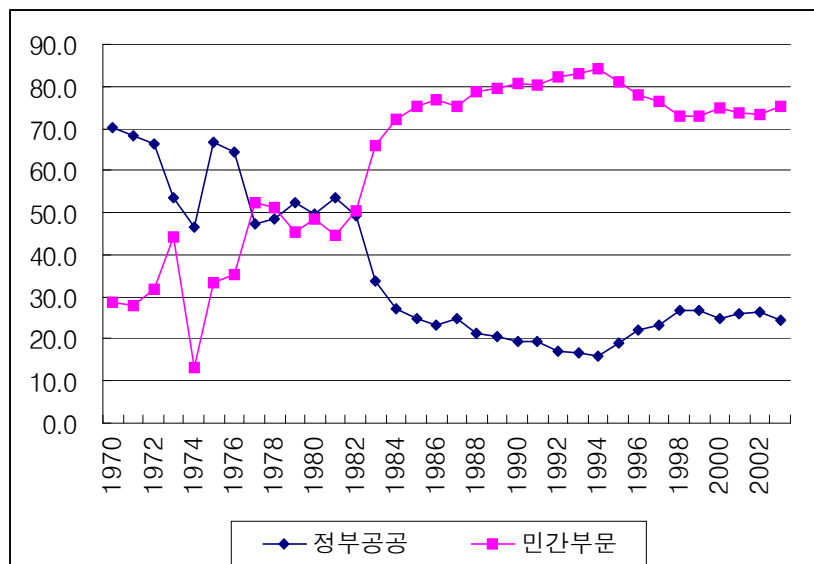
출처: 하준경(2004)

먼저 생산성 저하를 꼽을 수 있다. 총요소생산성의 저하는 투자의 수익성을 감소시키게 된다. 우리나라의 70년대 이후 총요소생산성을 추정한 결과가 4장의 <그림 11>에 제시되어 있다. 1980년부터 1997년 외환위기 직전까지 평균 4.26%의 성장세를 보이던 총요소생산성은 외환위기를 겪으면서 급락한 이후 다소 회복세를 보이고 있지만 외환위기 이전 수준을 회복하는데 그치고 있다. 2001년부터 2005년간 총요소생산성의 평균 증가율은 1.64%에 그치고 있다. 이처럼 생산성이 2001년 이후 지체되고 있는 것은 투자의 수

익성이 그 만큼 정체되고 있는 것을 반증하고 있다.

또한 생산성은 기술진보에 의해 향상되는 바 이를 위한 R&D투자가 지속적으로 투입되어야 가능할 것이다. 그런데 우리나라 R&D투자에서 1970년 기준으로 정부부문이 차지하는 비중은 70%에 달하였고, 민간부문이 차지하는 비중은 30%에 불과하였다.(〈그림 8〉 참조) 그러나 1980년대 이후 정부부문과 민간부문이 차지하는 비중의 역전 현상이 발생하면서 1980년대 중반이후 민간부문이 차지하는 비중이 70% 이상을 차지하고, 정부부문은 30% 이하에 머무르고 있다. 따라서 민간부문이 얼마나 R&D부문에 투자하는가에 따라 우리 경제 전체의 R&D투자의 크기가 결정된다고 볼 수 있다.

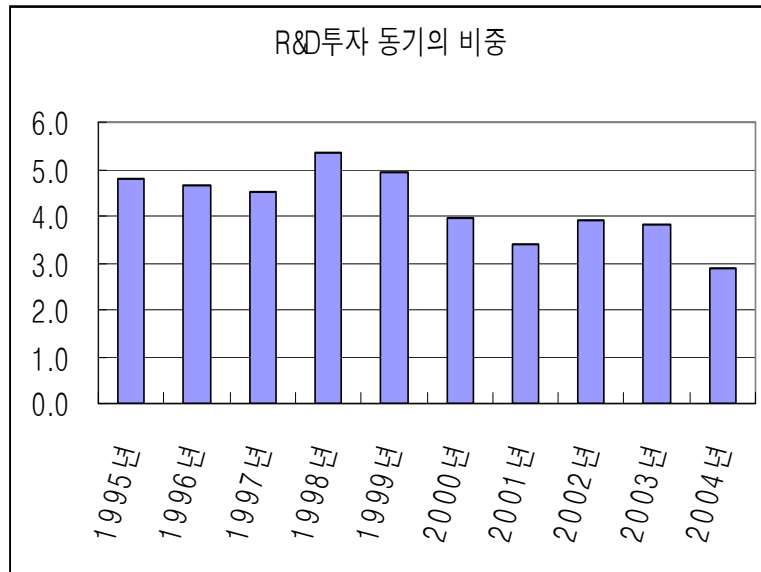
〈그림 8〉 R&D투자 비중



자료: 과학기술부

그런데 〈그림 9〉에 나타난 바와 같이 한국산업은행의 조사에 따르면 민간기업이 설비투자 가운데 R&D에 투자하고자 하는 동기가 최근들어 계속 감소하는 추세를 보이고 있다. 1999년까지 5%에 근접하던 R&D투자 동기가 2001년 이후 3% 대로 떨어지고 있다. 민간기업의 R&D부문에 대한 투자동기의 저하는 결국 기술진보의 둔화 및 생산성 저하로 이어질 가능성이 높다,

<그림 9> R&D투자/설비투자 동기의 비중



자료: 한국산업은행

또한, 대기업의 고임금 구조 및 경직적인 노사관계는 투자의 수익성을 낮추는 방향으로 작용하고 있다. <표 3>에는 주요 경쟁상대국들의 임금과 생산성, 노사관계가 제시되어 있다. 우리나라의 임금수준은 높은 수준이지만, 생산성은 이에 비치지 못하고 있다. 더구나 노사관계도 다른 경쟁국에 비해 훨씬 뒤쳐진 상태이다.

<표 3> 주요 경쟁국 노동비용

	한국	일본	중국	대만	싱가포르	홍콩
제조업 시간당 임금 (달러, 2003년 기준)	9.62 (100)	20.34 (211)	0.66 (7)	5.43 (56)	7.48 (78)	5.84 (61)
노동생산성* (천 달러)	16.6 (100)	29.9 (180)	4.4 (26)	25.0 (151)	24.2 (146)	24.4 (147)
노사관계**	60	5	39	14	1	8

\* 명목GDP/(취업자수×근로시간)

\*\* IMD의 조사대상 60개국중 순위

출처: 오정근 (2006)

또한 투자의 세후 수익률에 큰 영향을 미치는 법인세율도 최근들어 높아지는 경향을 보이고 있어 기업투자를 감소시키는 요인으로 작용하고 있다. 4장의 <그림 10>에는 실효법인세율이 제시되어 있다. 기업의 영업이익에 비해

상대적으로 법인세 납부액은 높아지고 있는 추세를 보이고 있다.

한편 기업의 경영권 불안 등은 기업의 장기적인 투자를 위축시키고 있다. 외환위기의 원인이 외부자금 조달을 통한 기업의 과도한 투자가 한 원인이었다는 진단에 따라 정부 및 시민단체를 중심으로 기업의 외형적인 확대성장 전략에 대해 비판이 높아졌다. 이러한 외형성장 전략을 촉발시킨 기업의 소유·지배구조를 개선해야한다는 논의가 계속되어 오면서 영미식 주주 자본주의와 유럽식 이해관계자 자본주의에 대한 논의가 정부 및 시민단체를 중심으로 진행되어왔다. 이러한 논의가 진행되는 사회적 분위기는 기업의 경영권 불안으로 이어지고 투자를 위축시키는 요인으로 작용하였다고 판단된다.

한편, 1997년 10%대에 머물던 외국인 주식투자 비중이 2004년도에는 40%를 넘어서서 외국인의 국내기업에 대한 영향력이 확대되면서 장기적인 투자보다는 단기적인 성과와 배당요구가 높아지는 것도 기업의 경영권을 위협하는 동시에 투자를 위축시키는 요인으로 작용하고 있다. 대한상공회의소가 코스피(KOSPI) 200 기업을 대상으로 조사한 바에 의하면 전체 기업의 18.2%가 경영권 유지에 불안을 느끼고 있다고 응답하였다. 그 이유로는 ‘외국인 지분 증가’ 때문이라는 응답이 30.3%를 차지해 가장 큰 요인으로 꼽혔으며, 응답기업의 12.9%가 외국인투자자의 경영간섭으로 애로를 겪은 적이 있다고 응답하였으며, 이들 기업의 47.6%는 외국인투자자들로부터 설비투자 대신 주주배당이나 자사주 매입 등을 요구받았던 것으로 나타났다.(〈표 4〉 참조)

〈표 4〉 외국인주주 요구사항

응답항목	설비투자 대신 배당확대 요구	기업지배구조 개선 요구	임원교체 요구
응답 수	10사	8사	3사
응답비율	47.6%	38.1%	14.3%

출처: 대한상공회의소, 국내기업의 경영권 불안 및 대응실태 (2004)

그리고 헤지펀드의 국내 대기업에 대한 적대적 M&A는 기업이 투자를 통한 본업에 전념하기 보다 경영권 방어에 치중하는 보수적 경영에 치중하게 만들고 있다. 최근의 굵직한 M&A건만 보더라도 1999년 타이거 펀드가 SK텔레콤을 대상으로, 2003년 소버린이 SK를 대상으로, 2004년 헤르메스가 삼성물산을 대상으로, 2006년 칼아이칸이 KT&G를 대상으로 적대적 M&A를 시도한 적이 있다.

앞서 정부와 시민단체의 기업의 소유지배구조에 대한 논의와 더불어 정부의 규제위주의 정책, 정책의 혼선 등은 기업의 미래 사업에 대한 불확실성과 불투명성을 가중시켜 투자를 위축시켰다. 출자총액제한제도, 금융산업의 구조 개선에 관한 법률, 독점규제 및 공정거래에 관한 법률, 수도권규제 등이 논의되는 과정에서 드러난 정부 및 시민단체가 기업에 대한 비우호적인 태도 및 시각은 기업의 존립자체에 위협을 느끼게 할 수 있었다.

이외에도 기업투자를 저해하는 각종 규제, 예를 들어 토지규제, 공장설립관련 수도권 총량규제, 출자총액제한제도 등이 국내투자를 꺼리게 하는 요인으로 작용하는 반면, 중국을 비롯한 해외의 값싼 인건비와 저렴한 용지구입비용 등으로 국내기업의 해외이전이 증가하면서 국내기업의 해외직접투자(Outward FDI)가 꾸준히 증가하고 있는 것도 국내투자를 감소시키는 요인이다. 반면 외국인 직접투자(Inward FDI)는 외환위기 직후 활발하였으나 최근에 들어서는 증가세가 크게 둔화되고 있는 점도 국내투자를 활성화시키지 못하는 요인으로 작용하고 있다. <표 5>에는 외국인 직접투자와 해외직접투자의 추이를 보여주고 있다. 2000년까지는 외국인 직접투자가 해외직접투자를 능가하였으나 2001년부터는 역전되거나 양 투자가 근소한 차이를 유지하고 있다.<sup>6)</sup>

<표 5> 외국인 직접투자 및 해외 직접투자

(단위:억 달러)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004
외국인직접투자 (Inward FDI)	108.2	102.1	49.0	37.3	50.2	85.8
해외직접투자 (Outward FDI)	33.3	50.5	51.3	36.4	39.7	59.2
차액 (In-Out)	74.9	51.6	-2.3	0.9	10.5	26.6

자료: 산업자원부

#### 4. 투자가 성장잠재력에 미치는 영향 분석

본 장에서는 앞 장에서 살펴본 최근 투자부진을 초래한 요인들이 이론적 성장모형에서 어떠한 경로를 통하여 투자에 영향을 미치고, 경제성장률에 얼마나 주요한 영향을 미치는가를 살펴보고자 한다. 이론적 모형으로는 고전과

6) 2003-2004년의 경우 국내금융기관의 해외매각을 제외하면 그 차액은 더욱 근소해진다.

성장모형을 고려하고자 한다.

투자부진 현상과 이에 따른 장기적인 성장에 대한 효과를 살펴보기 위해 다음과 같은 고전과 모형을 설정하고 이를 우리나라 자료를 이용하여 시뮬레이션하고자 한다. 먼저 모형경제의 생산함수는 다음과 같이 주어졌다.

$$Y_t = A_t K_t^\alpha (h_t E_t)^{1-\alpha}$$

여기서  $Y_t$ 는 총산출,  $A_t$ 는 총요소생산성,  $K_t$ 는 총자본,  $E_t$ 는 총고용, 그리고  $h_t$ 는 노동시간을 나타낸다.

가계는  $N_t$ 명의 노동자가 있다고 가정하고, 외생적으로 주어진 인구증가율에 따라 가계의 크기는 증가한다. 비분할 노동 (Hansen, 1985; Rogerson, 1988)을 가정하여 가계 구성원은  $h$ 시간을 일하거나 아니면 전혀 일을 하지 않는다고 가정한다. 가계의 효용함수는 다음과 같이 주어졌다.

$$\sum_{t=0}^{\infty} \beta^t U(c_t, h_t, e_t)$$

여기서  $U(c_t, h_t, e_t) = \log c_t - g(h_t)e_t$ ,  $\beta$ 는 할인율을,  $e_t \equiv E_t/N_t$ 로서 가계 구성원 중 일을 하는 사람의 비율을,  $c \equiv C_t/N_t$ 는 가계 구성원 1인당 소비를 나타낸다. 그리고 노동의 비효율을 나타내는  $g$ 함수는 2004년 이후 시행된 주 5일 근무제를 감안하여 다음과 같이 정하였다.

$$g(h) = a \left(1 + \frac{h-40}{40}\right)$$

그리고 가계의 예산제약식은 다음과 같이 주어졌다.

$$C_t + I_t = w_t h_t E_t + r_t K_t - \tau(r_t - \delta)K_t - \pi_t$$

여기서  $I_t$ 는 총투자,  $w_t$ 는 임금,  $r_t$ 는 세전 이자율,  $\tau$ 는 자본소득세율,  $\delta$ 는 감가상각률,  $\pi_t$ 는 lump-sum 세금을 나타낸다. 즉 세금가운데 자본소득세를 제외한 다른 세금은 lump-sum 세금으로 처리하였다. 이렇게 세금을 처리한 것은 본 연구의 주된 초점이 투자-자본축적에 어떤 요인이 영향을 미치는가를 분석하는데 주어져 있기 때문이다.

모형경제의 자원제약식은 다음과 같다.

$$Y_t = C_t + I_t + G_t.$$

자본축적식은 다음과 같다.

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t.$$

이제 모형의 성장추세를 제거하기 위해 변수들을 전환하고자 한다. 즉, 모형경제의 성장추세를 제거하기 위해 총변수들을  $A \frac{1}{1-\alpha} N_t$ 로 나눈다.



$$k_t \equiv \frac{K_t}{A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} N_t}, \quad \tilde{c}_t \equiv \frac{C_t}{A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} N_t}, \quad g_t \equiv \frac{G_t}{A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} N_t}, \quad \gamma_t \equiv \frac{A_{t+1}^{\frac{1}{1-\alpha}}}{A_t^{\frac{1}{1-\alpha}}}, \quad n_t \equiv \frac{N_{t+1}}{N_t}.$$

기업의 이윤극대화 조건으로부터 다음 식을 얻는다.

$$w_t = (1-\alpha)A_t^{\frac{1}{1-\alpha}} k_t^\alpha (h_t e_t)^{-\alpha}$$

$$r_t = \alpha k_t^{\alpha-1} (h_t e_t)^{1-\alpha}$$

가계의 효용극대화 조건과 자원제약식을 통하여 다음의 조건을 얻는다.

$$\frac{\alpha}{40} \tilde{c}_t = (1-\alpha) k_t^\alpha (h_t e_t)^{-\alpha}$$

$$\gamma_t n_t k_{t+1} = (1-\delta) k_t + k_t^\alpha (h_t e_t)^{1-\alpha} - \tilde{c}_t - g_t$$

따라서 균제상태에서 다음과 같은 식이 성립한다.

$$\gamma = \beta \left[ 1 + (1-\tau) \left( \alpha \left( \frac{40(1-\alpha)}{a\tilde{c}} \right)^{\frac{1-\alpha}{\alpha}} - \delta \right) \right]$$

$$\tilde{c} = \left[ \frac{\gamma - \beta + \beta(1-\tau)\delta}{\beta(1-\tau)\alpha} \right]^{\frac{\alpha}{\alpha-1}} \frac{40(1-\alpha)}{a}.$$

이제 동 모형을 우리 경제에 적용하기 위해 캘리브레이션을 하였다. 캘리브레이션을 통하여 구한 매개변수의 값은 <표 6>에 제시되어 있다. 먼저, 자본소득세율( $\tau$ )은 현실적으로 법정 법인세율, 이자소득세율, 양도소득세율 등의 다양한 형태로 적용된다. 이러한 모든 현실을 그대로 적용할 수는 없기 때문에 본 연구에서는 법인의 사후적인 조세부담비율을 적용하고자 한다.<sup>7)</sup> 이를 위해 법인소득 대비 조세부담, 즉 평균유효세율 또는 실효세율을 구하였다. 법인소득은 한국은행 「국민계정」 자료의 요소비용국민소득에서 법인(금융기관포함)의 영업잉여를 대리변수로 사용하였다. 조세부담액은 조세연구원 통계DB의 「국세통계연감」에서 법인세 수납액을 이용하였다. 이렇게 구한 1970년부터 2005년간에 걸친 실효 법인세율이 <그림 10>에 제시되어 있다. 1970-2005년간 평균값인 26.90%를 균제상태 자본소득세율로 이용하였다.

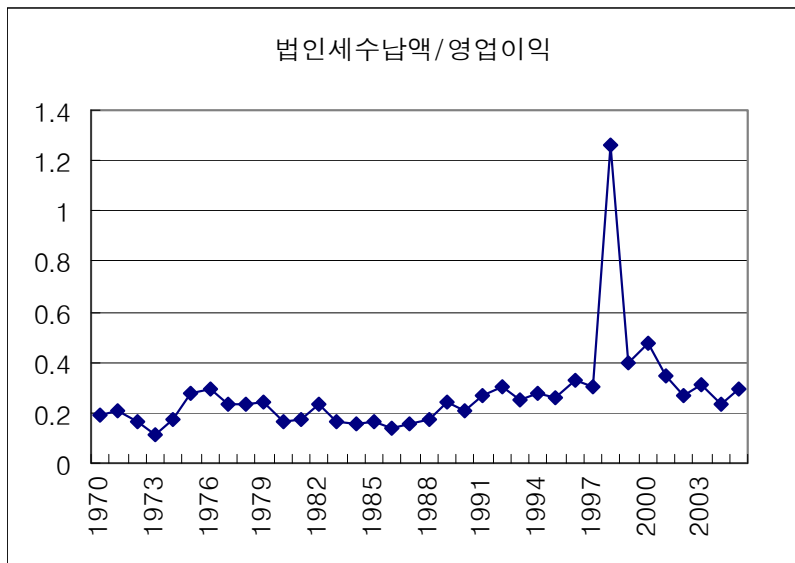
<표 6> 매개변수 값

매개변수	설명	값
$\alpha$	자본계수	0.36
$\beta$	할인율	0.97

7) 박기백 (2001)은 동일한 방법으로 실효법인세율을 추계한 바 있다.

$\delta$	감가상각률	0.06
$\gamma$	TFP증가율 반영 계수	1.0395
$h$	노동시간	49.3414
$n$	인구증가율(15세이상)	1.0219
$a$	노동의 비효용계수	1.6106
$\tau$	자본소득세율	0.2690
G/Y	GDP대비정부지출비율	0.1922

<그림 10> 실효 법인세율



다음으로는 총요소생산성 추정을 위해 먼저 자본스톡을 추계하였다. 자본스톡의 추계는 영구재고법 (perpetual inventory method)를 활용하였다. 즉, 다음과 같은 자본축적식에 의해 자본스톡 시계열을 구하였다.

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t.$$

여기서 감가상각률,  $\delta$ 는 성장론에서 일반적으로 쓰이고 있는 연 6%를 적용하였다. 최초의 자본스톡은 투자/자본스톡의 비율이 균제상태에 근접해 있다는 가정하에 다음과 같이 구하였다.

$$K_0 = \frac{I_0}{g_K + \delta}.$$

여기서  $g_K$ 는 최초 10년간 투자의 평균증가율을 적용하였다. 그리고 투자 시계열은 한국은행 「국민계정」의 총고정자본형성 자료에서 정부부문을 빼고 민간부문만을 포함하였다. 그리고 정부부문의 총고정자본형성은 민간소비에 더하여 총소비로 처리하였다.<sup>8)</sup> 즉, 정부부문의 총고정자본형성은 투자가 아

닌 소비로 분류하였다. 그리고 국민소득은 해외부문을 제외하고 소비지출과 투자지출의 합으로 구하였다.

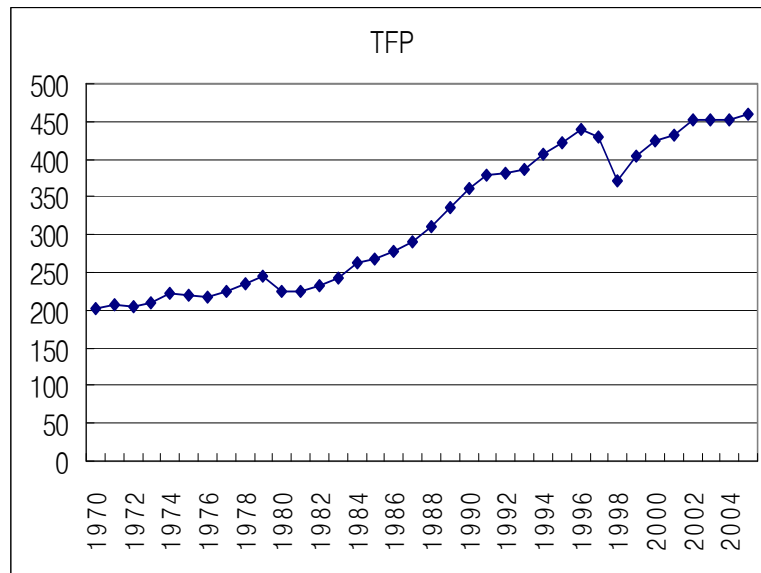
총요소생산성 (total factor productivity),  $A_t$ 는 다음과 같이 계산되었다.

$$A_t = \frac{Y_t}{K_t^\alpha (h_t E_t)^{1-\alpha}}$$

이렇게 구한 총요소생산성 자료는 <그림 11>에 제시되어 있다. 1980년 이후 꾸준히 증가 추세를 보이던 총요소생산성은 외환위기를 맞아 추락하였다. 최근 다시 외환위기 이전 수준으로 회복하였으나, 이전의 증가 추세를 회복하고 있지는 못하고 있다. 1970-2005년간 총요소생산성 증가율을 반영하는

$\gamma_t \equiv \left(\frac{A_{t+1}}{A_t}\right)^{\frac{1}{1-\alpha}}$ 의 평균값은 1.0395로 주어졌다.

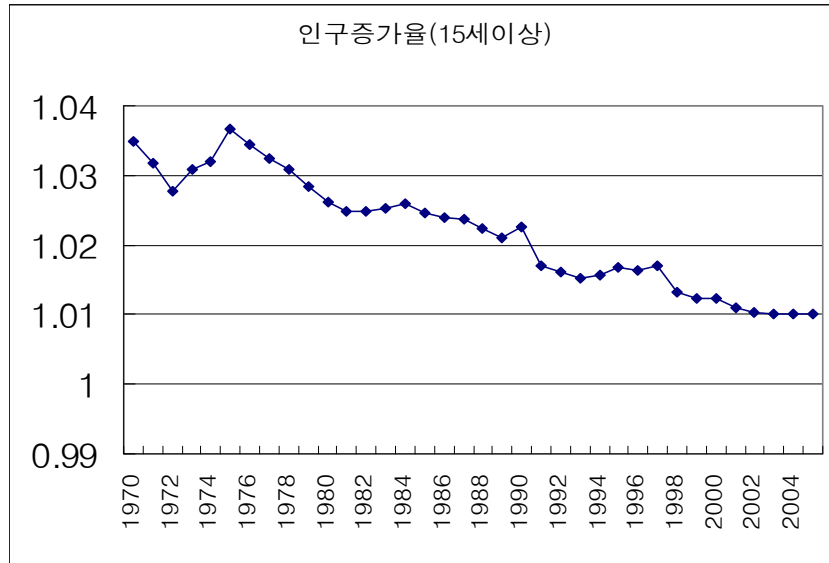
<그림 11> 총요소생산성 변화 추이



$h_t$ 는 노동부 「매월노동통계조사보고서」의 10인 이상 사업장 상용근로자의 주당 근로시간 자료를 이용하였다. 1970-2005년간 평균값은 49.3414로 주어졌다. 그리고 취업자수는 통계청 DB에서 15세 이상 취업자수를 이용하였고, 인구는 15세 이상 인구를 이용하였다. <그림 12>에는 15세 이상 인구증가율을 보여주고 있고, 1970-2005년간 평균값은 1.0219이다.

8) 정부부문의 총고정자본형성의 변동성은 민간부문에 비해 현저히 낮은 것으로 나타나서, 민간부문의 투자와 그 특성이 다른 것으로 판단되었기 때문이다.

<그림 12> 인구증가율



자본계수,  $\alpha$ 는 통상적인 0.36의 값을 주었다. 그리고 할인율은 0.97의 값을 주었다. 감가상각률은 앞서 자본스톡 시계열을 추정할 때 사용한 연 6%를 적용하였다. 그리고 자본소득세율과 GDP대비 정부지출 비율은 1970-2005년 간 평균 값인 26.90%와 19.22%를 적용하였다.

효용함수에서 노동의 비효용을 나타내는 계수,  $a$ 는 가계의 효용극대화 조건에서 노동에 대한 1계 조건을 이용하여 구하였다. 즉,  $h$  와  $E$ 에 대한 1계 조건은 다음과 같다.

$$\frac{\partial g(h_t, e_t)}{\partial e_t} = w_t h_t,$$

$$\frac{\partial g(h_t, e_t)}{\partial h_t} = w_t e_t.$$

위의 두 식을 이용하여  $a$ 에 대한 다음과 같은 식을 얻는다.

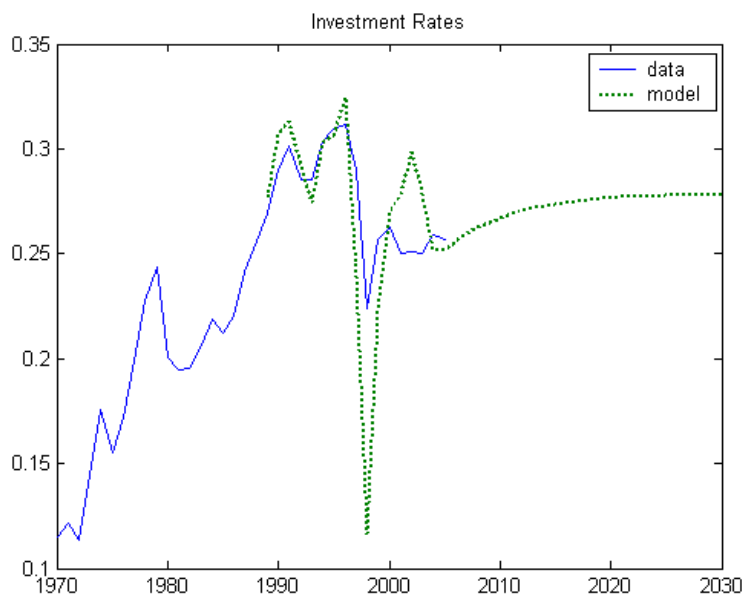
$$a = (1 - \alpha) \frac{Y}{C} \frac{40}{he}.$$

위의 식에 1970년부터 2005년간의 자료의 평균값을 대입하여  $a$ 를 구한 바, 그 값은 1.6106이다. 그리고 고용율,  $e_t = E_t/N_t$ 는 15세 이상 취업자수를 15세 이상 인구로 나눈 값을 이용하였다. 1970-2005년간 평균값은 0.5572이다.

주어진 매개변수 값 하에서 모형경제를 시뮬레이션하였다. 그런데, 모형경제에 대해 시뮬레이션 값을 구할 때, Hayahi & Prescott (2000)이 활용한 방법론을 사용하였다. 즉, 1990년부터 2005년 동안의 매개변수 값에 대하여 <표 6>의 균제상태에 대응하는 값 대신 실제 자료의 수치를 적용하고 2006

년 이후부터는 균제상태 값을 사용하였다. 동 기간에 한해 실제치가 적용된 매개변수는  $\delta$  (감가상각률),  $\gamma$  (TFP증가율 반영계수),  $n$  (인구증가율),  $\tau$  (자본소득세율),  $G/Y$  (GDP대배 정부지출 비율) 등이다.

<그림 13> 총투자율



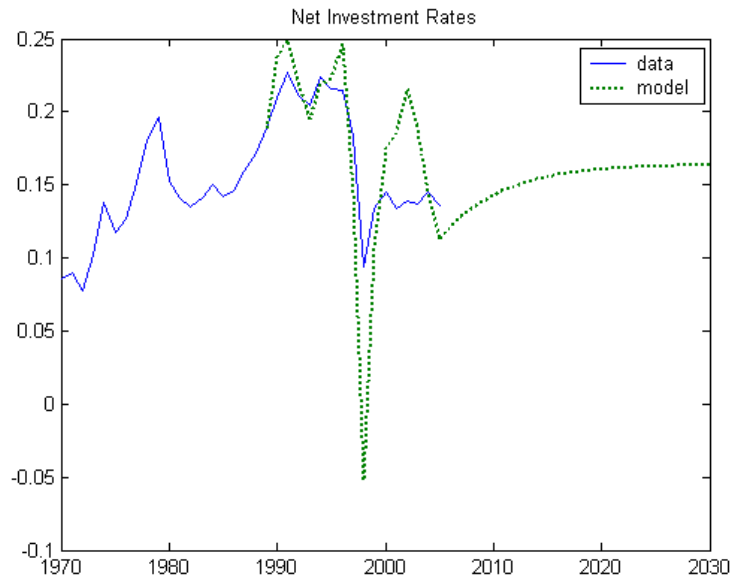
<그림 13>은 총투자율(gross investment rate)을 나타내고 있다. 실선은 실제 자료의 수치들, 점선은 모형경제에서 시뮬레이션을 통하여 구한 수치들 보여주고 있다. 1990년부터 실제 자료와 모형 자료의 값을 비교해보면 모형 자료의 값이 실제치와 매우 근사함을 알 수 있다. 다만 1998년에 실제치에 비해 모형의 값이 낮게 나타나고, 이후 몇 년간의 반응도 변동성이 크게 나타났다. 이는 외환위기라는 급격한 경제상황의 변화로 경제변수 값들의 변동성이 높는데 따른 결과로 해석된다.<sup>9)</sup> 모형경제에서도 총투자율은 90년대 전반기의 30% 수준에서 2000년 이후에는 25% 수준으로 떨어진 것을 확인할 수 있다. 그런데 총투자율은 시간이 지남에 따라 균제상태 값으로 수렴하는데 2030년경에 27.8%에 접근한다.

<그림 14>는 순투자율(net investment rate)을 보여준다. 순투자율의 변화도 앞의 총투자율의 변화와 비슷한 모습을 보이고 있다. 또한 모형경제에서 시뮬레이션한 값들이 실제치를 근사하게 재현하고 있다. 다만 1998년과 이후 몇 년간의 급격한 경제상황의 변동을 반영하여 모형경제도 높은 변동성

9) 특히, 자본소득세율은 1998년도의 경우 평균 값인 26.9%보다 훨씬 높은 126.5%를 기록하는 등 변동성이 매우 컸다.

을 보이고 있다. 그리고 순투자율은 균제상태에 근접함에 따라 2030년경에는 16.3%를 기록하였다.

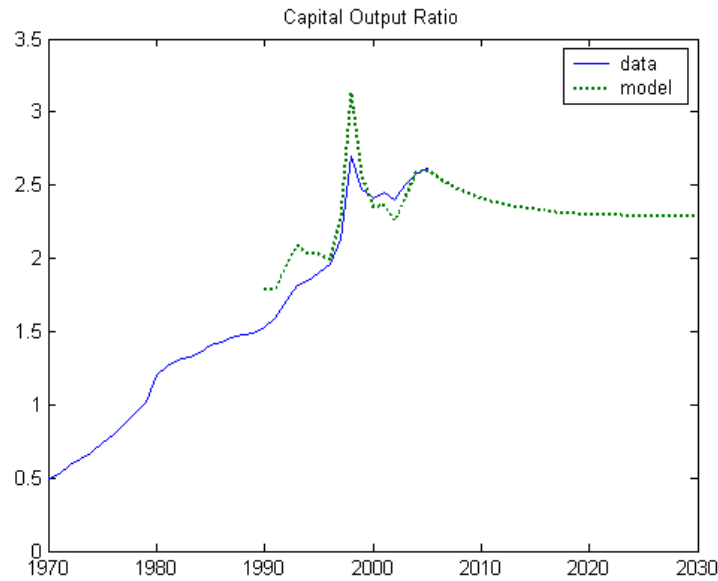
<그림 14> 순투자율



<그림 15>는 자본/소득 비율을 보여주고 있다. 실선은 실제치를, 점선은 모형의 시뮬레이션 값을 나타낸다. 그림에서 알 수 있듯이 모형경제는 실제치에 매우 근사하게 재현하고 있다. 2030년경에는 균제상태 값인 2.28에 근접한다.

모형경제가 1990년 이후 한국 경제를 근사하게 재현하고 있다는 사실을 확인하였다. 이제 최근과 같은 투자부진 현상이 지속되면 어떤 균제상태로 수렴하는가를 알아보려고 한다.

<그림 15> 자본/소득 비율

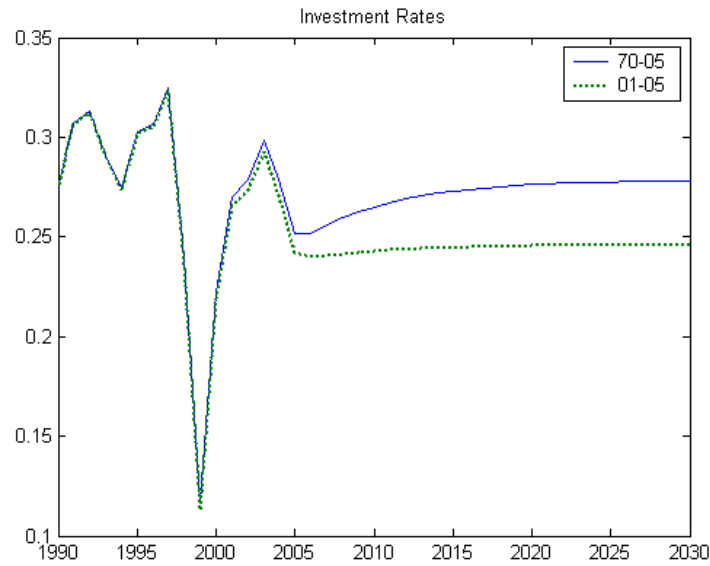


<표 7> 매개변수 값

매개변수	설명	1970-2005 평균값	2001-2005 평균값
$\gamma$	TFP증가율 반영 계수	1.0395	1.0267
$n$	인구증가율(15세이상)	1.0219	1.0103
$\tau$	자본소득세율	0.2690	0.2892

기술진보율을 반영하는,  $\gamma$ , 인구증가율,  $n$ , 자본소득세율,  $\tau$ 에 대해 2001-2005년의 평균값을 적용해 보고자 한다. <표 7>에는 1970-2005년의 평균값과 함께 2001-2005년의 평균값이 제시되어 있다. 기술진보율, 인구증가율이 2001-2005년 평균 2.67%, 1.03%로 각각 하락하였다. 반면, 자본소득세율은 28.92%로 상승하였다. 결국, 최근의 기술진보율, 인구증가율, 자본소득세율의 변화는 모두 투자율을 감소시키는 방향으로 작용하고 있음을 추측할 수 있다. 이를 확인하기 위해 2001-2005년 평균값을 이들 매개변수에 적용하여 앞에서 1970-2005년 평균값을 이용해 구한 경우와 비교하였다.

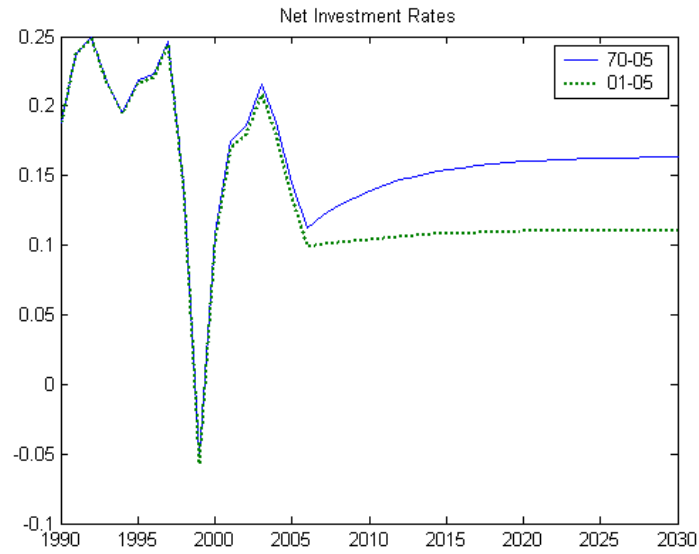
<그림 16> 총투자율



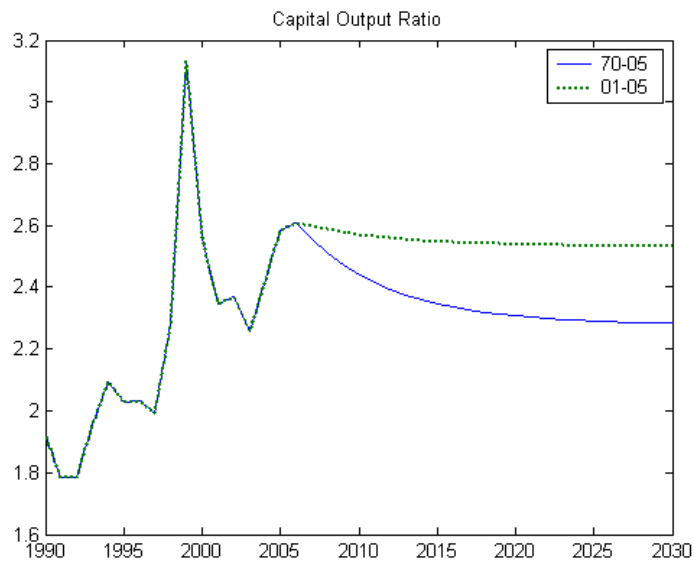
총투자율을 보여주고 있는 <그림 16>에서 실선은 기술진보율, 인구증가율 및 자본소득세율에 대해서 1970-2005년간의 평균값을 적용한 것이고, 점선은 2001-2005년간의 평균값을 적용한 것이다. 그림에서 알 수 있듯이 2001-2005년간의 낮아진 기술진보율, 낮아진 인구증가율, 높아진 자본소득세율은 투자율을 감소시키는 것으로 나타났다. 2030년경의 균제상태의 총투자율은 1970-2005년 평균값을 적용한 경우 27.8%에서 2001-2005년 평균값을 적용한 경우 24.6%로 하락하였다. 따라서 2001년 이후의 최근 추세가 그대로 이어질 경우 총투자율이 3.25%p 떨어지는 효과가 장기간 지속될 것으로 판단된다. 그리고 <그림 17>은 순투자율의 변화를 보여주고 있다.



<그림 17> 순투자율

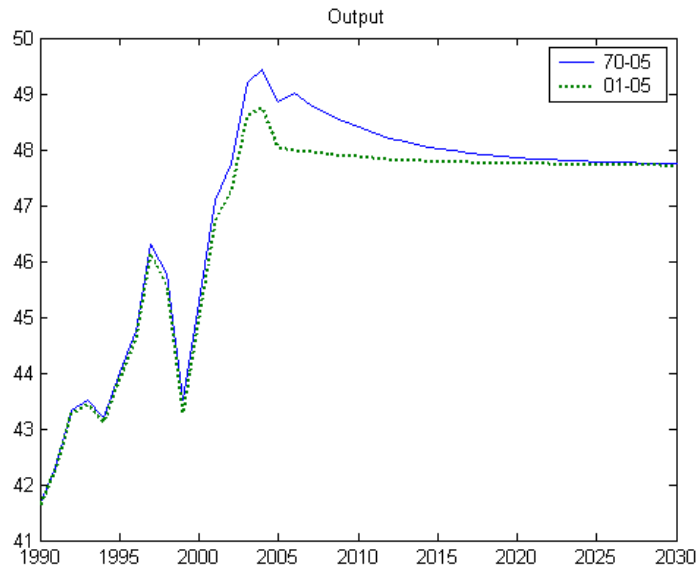


<그림 18> 자본/소득 비율



<그림 18>은 자본/소득 비율을 비교하고 있다. 실선은 1970-2005년간 평균값을 적용한 경우이고 점선은 2001-2005년간 평균값을 적용한 경우이다. 자본/소득 비율은 2001-2005년간 평균값을 적용한 경우가 더 높게 나타났다. 이는 투자율 감소가 자본스톡의 감소에 미친 효과보다 소득의 감소에 더 큰 영향을 미친 결과로 해석된다.

<그림 19> 실효노동자 1인당 산출



<그림 19>에는 소득(산출)의 변화를 보여주고 있다. 실선으로 나타난 1970-2005년간 평균값을 적용했을 때 소득보다 점선으로 나타난 2001-2005년간 평균값을 적용했을 때 소득이 현저하게 낮음을 확인할 수 있다.

위 <그림 19>에서 보여주는 소득은 실효노동자 1인당 소득을 의미한다.<sup>10)</sup> 즉, 성장요인을 제거한 소득을 보여주고 있다. 이를 총국민소득(로그 취함)으로 전환하여 나타내면 <그림 20>과 같다. 따라서 총국민소득에서는 성장효과가 존재함을 의미한다.

1970-2005년간 평균값들이 모형경제에 적용될 때 균제상태 총투자율 및 순투자율은 각각 27.8% 및 16.3%이다.(<표 8> 참조) 그리고 2001-10년간 평균 경제성장률은 5.605%이며, 2011-20년, 2021-30년간 평균 경제성장률은 각각 6.027% 및 6.115%이다. 이제 총요소생산성 변화율( $\gamma$ ), 인구증가율( $n$ ), 자본소득세율( $\tau$ )이 2001-2005년간 평균값이 그 이후로 지속적으로 유지될 경우 모형경제의 값을 시뮬레이션한 결과가 <표 8>의 세 번째 줄에 제시되어 있다. 총투자율과 순투자율은 24.6% 및 11.1%로 하락한다. 이와 함께 경제성장률도 2001-10, 11-20, 21-30년간의 평균치가 4.343%, 3.681%, 3.697%로 감소한다.

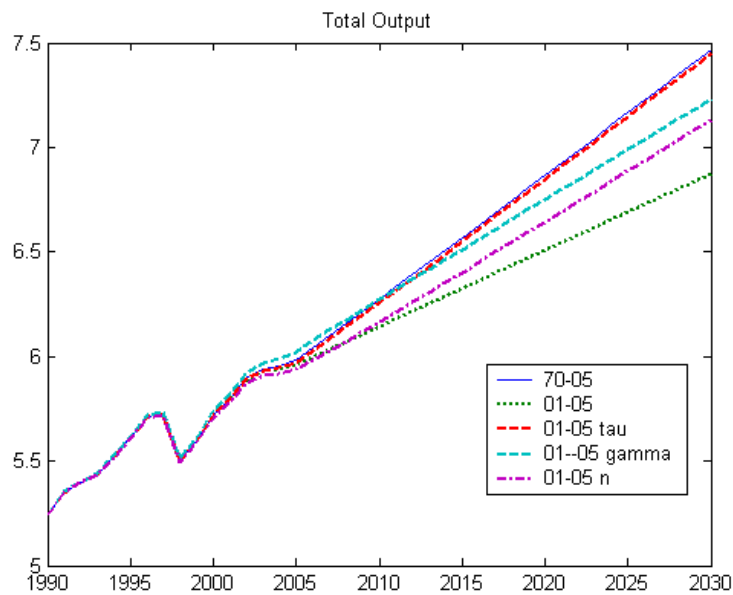
10) 여기서 소득은 기술진보 요인과 인구증가 요인을 제거하여 추세를 제거한 소득수준을 나타낸다. 구체적으로는  $Y_t/A_t^{1-\alpha}N_t$ 를 의미한다.

<표 8> 시뮬레이션 결과

(단위: %)

	총투자율	순투자율	경제성장률		
			01-10	11-20	21-30
70-05 평균값	27.8	16.3	5.605	6.027	6.115
01-05 평균값	24.6	11.1	4.343	3.681	3.697
01-05 $\tau$	27.3	16.0	5.486	6.006	6.112
01-05 $n$	25.1	13.2	4.671	4.875	4.959
01-05 $\gamma$	28.0	14.9	5.416	4.852	4.856

<그림 20> 총산출



<표 8>의 네 번째 줄에서 여섯 번째 줄에 제시되어 있는 시뮬레이션 결과는 다른 값들은 1970-2005년 평균값이 그대로 주어졌지만, 자본소득세율( $\tau$ ), 인구증가률( $n$ ), 총요소생산성 증가율( $\gamma$ )이 각각 2001-05년 평균값이 주어진 경우이다. 이를 통하여 2001-05년 동안 투자율과 경제성장률의 하락이 주로 어디에서 기인하는가를 규명할 수 있다.

먼저, 자본소득세율이 2001-05년 수준으로 높아진 경우 총투자율과 순투자율은 기본모형에서 크게 차이 나지 않았다. 그리고 경제성장률은 0.1%p 이내의 하락을 보였다.

인구증가율이 2001-05년 수준으로 낮아진 경우, 총투자율은 25.1%로, 순투

자율은 13.2%로 상당 폭 하락하는 것으로 나타났다. 경제성장률도 2001-10년간 4.671%까지 떨어지고, 2011-20년간에는 4.875%, 2021-30년간에는 4.959%로 하락하였다.

총요소생산성이 2001-05년 수준으로 낮아진 경우, 총투자율은 오히려 기본 모형에 비해 상승하였다. 이는 생산성 저하를 상쇄하기 위해 경제주체들이 저축 및 투자율을 늘인 결과로 해석된다.<sup>11)</sup> 그리고 경제성장률은 기본모형에 비해 2001-10년간에는 0.2%p 정도 하락하는데 그쳤으나, 2011-20년간, 2021-30년간에는 약 1.2%p 까지 하락하여 성장률 하락의 정도가 다른 경우에 비해 가장 심했다. 특히, 생산성 저하가 경제성장률에 미치는 부정적인 효과가 시간이 지날수록 다른 요인에 비해 더 강화되었다.

또한, 인구증가율이 1970-2005년간 2.19%에서 2001-05년간 1.03%로 53.0%나 급락하였고, 총요소생산성 증가율이 비교대상기간동안 3.95%에서 2.67%로 32.4% 하락하였다는 사실에서 인구증가율의 하락 정도가 심했지만, 경제성장률에 미치는 부정적인 효과는 인구증가율 하락보다 생산성 저하의 효과가 더 강했다. 이러한 점을 고려한다면 충격의 크기가 동일하다면 인구변화보다는 생산성변화가 경제성장률에 미치는 효과가 더 큰 것으로 판단된다.

## 5. 결론

본 연구는 외환위기 이후 기업의 투자활동이 부진하고 경기침체도 장기화되면서 우리 경제의 성장잠재력이 저하되고 있다는 우려가 고조되고 있는 상황에서 기업 투자 부진의 원인과 이에 따른 성장잠재력의 저하가능성을 이론적이고 실증적으로 분석하고자 하였다.

최근 투자부진의 원인은 수익성의 감소와 투자위험의 증가에 기인한다고 볼 수 있다. 먼저 외환위기 이후 생산성의 저하는 투자의 수익성을 감소시켰다. 1980년부터 1997년 외환위기 직전까지 평균 4.26%의 성장세를 보이던 총요소생산성은 외환위기를 겪으면서 급락한 이후 회복세를 보이고 있지만 외환위기 이전 수준을 회복하는 데 그치고 있다. 2001년부터 2005년간 총요소생산성의 평균 증가율은 1.64%에 그치고 있다. 이처럼 생산성이 2001년

11) 이는 생산성과 투자간의 음(-)의 관계를 의미한다. 한편 이러한 결과는 제3장의 <표 7>의 추정결과에서 발견한 생산과 투자간의 양(+)의 관계와 상반된 것처럼 보일 수 있다. 그러나 여기에서는 생산성 증가와 투자율간의 관계를 의미하며, 앞의 제3장에서는 생산성 증가와 투자지출 수준간의 관계를 의미한다는 점에서 차이가 난다.

이후 지체되고 있는 것은 투자의 수익성이 그 만큼 정체되고 있는 것을 반영하고 있다.

또한, 대기업의 고임금 구조 및 경직적인 노사관계는 투자의 수익성을 낮추는 방향으로 작용하고 있다. 주요 경쟁상대국들과 비교할 때 우리나라의 임금수준은 높은 수준이지만, 생산성은 이에 미치지 못하고 있다. 더구나 노사관계도 다른 경쟁국에 비해 훨씬 뒤쳐진 상태이다.

또한 투자의 세후 수익률에 큰 영향을 미치는 법인세율도 최근 들어 높아지는 경향을 보이고 있어 기업투자를 감소시키는 요인으로 작용하고 있다. 기업의 영업이익에 비해 상대적으로 법인세 납부액은 높아지고 있는 추세를 보이고 있다.

한편 기업의 경영권 불안 등은 기업의 장기적인 투자를 위축시키고 있다. 외환위기의 한 원인으로 지목된 외형성장 위주의 기업의 성장전략을 가능하게 한 소유지배구조를 개편하자는 논의가 계속되고, 주식시장에서 외국인 지분이 높아지면서 장기적인 투자보다는 단기적인 성과와 배당요구가 높아지는 것도 기업의 경영권을 위협하는 동시에 투자를 위축시키는 요인으로 작용하고 있다.

고전과 성장모형을 우리 경제에 적용하여 시뮬레이션해 본 결과, 2001-2005년간 총요소생산성의 저하, 인구증가율의 감소, 자본소득세율의 증가는 규제상태의 총투자율을 27.8%에서 24.6%로 감소시키는 것으로 나타났다. 이와 함께 경제성장률도 2001-10년간 평균 경제성장률을 5.605%에서 4.343%로 하락시키며, 2011-20년간 평균 경제성장률을 6.027%에서 3.681%로 하락시키며, 2021-30년간 평균 경제성장률을 6.115%에서 3.697%로 감소시키는 것으로 나타났다. 또한 이러한 경제성장률 하락에는 자본소득세율의 상승이나 인구증가율의 하락보다 생산성 저하가 가장 영향이 큰 것으로 나타났다.

## <참고문헌>

- 김봉기·김정훈, “설비투자행태의 구조변화 분석,” 한국은행 조사통계월보, 2006.
- 김준경·임경목, “기업투자부진의 원인분석과 정책방향,” 한국경제학회 2006년도 제1차 정책포럼, 2006.
- 박기백, “최근 법인세 추이와 시사점,” 한국조세연구원, 현안분석, 2001.
- 삼성경제연구소, 『투자부진 현상 진단 및 평가』 issue paper, 삼성경제연구소 경제동향실, 2001.
- 오정근, “장기 투자부진 현황과 대응방안,” 한국경제학회 2006년도 제1차 정책포럼, 2006.
- 이병기, “기업투자에 대한 불확실성의 영향분석: 정책적 시사점과 향후과제,” 「연구시리즈」 04-26, 한국경제연구원, 2004.
- 임경목, “기업의 설비투자행태 변화 분석,” 「정책연구시리즈」 2005-15, KDI, 2005.
- 전승철·김영준·하준경, “최근의 설비투자 부진원인과 정책과제,” 「금융경제연구」 제 210호, 한국은행 금융경제연구원, 2005
- 하준경, “성장전략의 전환필요성과 정책과제,” 「금융경제연구」 제 169호, 한국은행 금융경제연구원, 2003.
- 한진희, “재벌기업의 과잉투자 및 그 원인에 관한 연구,” 한국개발연구원, 1999.
- 홍기석, “최근 기업 설비투자 결정요인의 미시적 분석,” 「경제분석」 제 12권 제 1호, 한국은행 금융경제연구원, 2006.
- Barro, Robert J., and Xavier Sala-i-Martin, *Economic Growth*, McGraw-Hill, 1995.
- Chen, K., A. Imrohorglu, and S. Imrohorglu, “Japanese Saving Rate,” mimeo, University of Southern California, 2004.
- De Long, J. Bradford and Lawrence H. Summers, “Equipment Investment and Economic Growth,” *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2, 1991.
- Hayashi, F., and E. Prescott, “The 1990s in Japan: a Lost Decade,” FRB, Minneapolis, 2000.
- Jones, I. Charles, “Economic Growth and the Relative Price of Capital,” *Journal of Monetary Economics*, 34, 1994.
- Jones, Charles I., *Introduction to Economic Growth*, W.W. Norton & Company, 1998.
- Sala-i-Martin, Xavier, “I Just Ran Two Million Regressions,” *American Economic Review*, Vol. 87, 1997.
- Young, A., “Growth without Scale Effects,” *Journal of Political Economy* 106: 41-63, 1998.
- Weil, David N., *Economic Growth*, Addison-Wesley, 2005.