



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

외교학석사 학위논문

간접금융시스템 국가들의
국가-은행-기업 간 역관계와 금융개혁
1980-1990년대 독일과 이탈리아의 금융개혁 비교연구

2012년 8월

서울대학교 대학원

외교학과

김희정

간접금융시스템 국가들의
국가-은행-기업 간 역관계와 금융개혁
1980-1990년대 독일과 이탈리아의 금융개혁 비교연구

지도교수 윤영관

이 논문을 외교학석사 학위논문으로 제출함
2012 년 8 월

서울대학교 대학원
외교학과
김희정

김희정의 석사 학위논문을 인준함
2012 년 8 월

위원장	<u>이옥연</u>	(인)
부위원장	<u>김상배</u>	(인)
위원	<u>윤영관</u>	(인)

국 문 요 약

본 논문의 핵심은 간접금융시스템 국가들의 국내 금융개혁 성과를 국가와 금융 세력 간 역관계에 초점을 두어 분석하는 것이다. 본고에서 설명하는 금융개혁의 대상은 국내 자본시장의 활성화이다. 즉, 금융개혁 이후 간접금융시스템 국가들이 가져온 관계 금융의 비중이 줄어들고 실질적으로 자본시장에서의 자본 거래가 활발하게 이루어졌는지 여부이다. 특별히 본 연구는 금융제도의 발달 수준이 높은 간접금융시스템 국가군 중에서 독일과 이탈리아를 선정하여 비교사례연구를 실시한다. 이는 독일과 이탈리아가 자본의 탈제조업화, 국제통화질서의 변화, 유럽의 경제통합과 위기와 같은 동일한 외생적 환경 변화를 경험했을 뿐만 아니라 역사적으로 이해관계자 중심의 유사한 기업지배구조를 가져왔기 때문이다. 이와 같은 공통적 속성에 착안하여 대내외적으로 유사한 조건 아래 있었던 독일과 이탈리아의 시장지향적인 금융개혁이 왜 상이한 양상으로 전개되었는지 그 요인을 최대유사체계의 틀 안에서 비교 분석한다.

지금까지 독일과 이탈리아의 금융개혁에 대한 연구는 은행 및 기업 등의 국내 금융 세력에 초점을 둔 논의가 중심적이었다. 이러한 연구들에서 국가의 역할이 언급되지만 국가는 금융개혁 결과를 결정짓는 핵심 행위자라기보다 금융 세력의 합의를 성문화하는 대리인으로서 간주되어 왔다. 본 논문은 국가를 은행 및 기업 세력과 함께 금융시스템의 핵심 행위자로 파악하여 이들 간 상대적 힘의 관계 변화에 따라 금융개혁의 결과가 어떻게 달라지는지 설명한다. 이를 위해 본고는 정부, 기업, 노동자 간 역관계를 통해 국내 산업의 국제 경쟁력을 설명한 Hart의 국가-사회 합의의 분석 모델에 기반한 새로운 분석 전략을 제시한다. 그리고 이 분석틀을 국가-금융 합의의 분석 전략으로 명명하고, 이것을 통해 국가와 은행 및 기업 세력들 간 상대적 영향력의 변화가 국내 금융개혁의 성과를 어떻게 특징지었는지 설명한다.

결론적으로 동일한 방향의 시장지향적인 금융개혁을 통해 독일에서는 관계금융의 감소를 동반한 실질적인 자본시장의 활성화가 있었다. 한

편 이탈리아에서는 자본시장의 양적 성장에도 불구하고 은행과 기업 간 관계금융과 내부자 거래의 금융 방식이 확대·재생산되는 양상을 보였다. 금융개혁을 통해 자본시장의 활성화가 일어났는지 확인하기 위해 시가총액으로 나타나는 양적인 성장 지표뿐만 아니라 기업의 은행 대출 추이와 금융개혁의 구체적인 내용을 함께 살펴보았다. 본문을 통해 이와 같은 종속변수의 차이를 확인한 후, 독일과 이탈리아에서 국가와 금융 세력들 간 역관계가 개혁의 성과에 구체적으로 어떤 영향을 주었는지 논의되고 있다.

주요어: 금융개혁, 자본시장 활성화, 간접금융시스템, 관계금융, 독일, 이탈리아, 국가, 금융 세력, 국가-금융 합의, 역관계
학 번: 2009-22816

목차

I. 서론

1. 문제제기 및 연구질문	1
2. 기존연구와 연구의 의의	8
3. 연구대상의 규명	16
4. 연구설계	19
5. 논문의 구성	26

II. 자본자유화 물결과 금융세계화의 도래

1. 자본의 탈제조업화	27
2. 국제통화질서의 변화	31
3. 유럽 경제통합의 심화와 위기	37
1) 유럽 경제통합의 심화	37
2) 유럽의 경제위기	42
4. 독일과 이탈리아의 국내적 상황	45
1) 독일의 국내적 상황	45
2) 이탈리아의 국내적 상황	50

III. 독일과 이탈리아의 금융개혁 결과

1. 독일과 이탈리아의 자본시장 발달	54
1) 독일	54
2) 이탈리아	60
2. 독일과 이탈리아 관계금융의 변화 양상	65
1) 독	65
2) 이탈리아	68

IV. 독일과 이탈리아의 국가-은행-기업 간 역관계와 금융개혁

1. 독일과 이탈리아의 국가-은행-기업 간 역관계의 다양성	71
--	----

2. 국가-은행-기업 간 역관계와 금융개혁	
1) 독일, 금산연합 전통에서 강한 국가로	77
2) 이탈리아, 강한 국가-은행 연합에서 금융 세력 연합의 부상 ..	88
 V. 결론	101
 참고문헌	105
 부록: 약어표	113
 Abstract	115

표와 그림 목차

<표 1-1> 은행 중심 대 자본시장 중심과 금융시스템 발달 정도에 따른 국가 분류	17
<표 2-1> 1960년대 이후 선진국의 법인기업 및 제조업의 순이윤율	29
<표 2-2> 2000년대 초반까지 유럽연합의 통합과정	41
<표 2-3> 독일 GDP 성장률 추이, 1975-1989	46
<표 2-4> 독일 공공 부채의 장기적 추세	48
<표 2-5> 이탈리아의 인플레이션, 1974-1990	50
<표 2-6> 이탈리아 GDP 성장률 추이, 1975-1989	51
<표 2-7> 유럽환율제도 (ERM) 국가들의 재정적자 및 정부부채 비중	52
<표 3-1> 채권시장과 증권시장 규모와 성장률의 국제 비교, 1997년	55
<표 3-2> 독일의 주요 금융개혁 사안	59
<표 3-3> 이탈리아 주식시장 규모, 1981-1998	61
<표 3-4> 이탈리아의 주요 금융개혁 사안	64
<표 3-5> 기업과 제조업의 은행그룹 별 대출 점유율 추이, 1972-1986	66
<표 3-6> 이탈리아 기업들의 금융부채 (financial liabilities) 구성 및 변화 추이, 1980-1994	70
<표 4-1> 1990년대 은행 소유의 산업체 주식 규모	96
<표 4-2> 1990년대 말 이탈리아 뮤추얼 펀드의 소유 구조	96
<그림 1> 국가-은행-기업 간 역관계	24
<그림 2> 국가-은행-기업 간 역관계에 따른 금융개혁의 성과	25
<그림 3> 주요 통화의 환율 변동, 1971-1981	36
<그림 4> 독일 정부 지출 증가 추세, 1980-1998	49
<그림 5> 국가-은행-기업 간 역관계의 다양성	73

I. 서론

1. 문제제기 및 연구질문

1980년대 이후 세계경제는 국경 간 자본이동의 급증과 함께 자본이 실물부문의 투자로 이어지지 않고 금융부문에 집중되는 금융과잉 현상을 경험하였다. 자본의 금융 집중 현상은 글로벌 경제 전체가 공통적으로 경험해온 변화였으며, 서유럽과 북미 경제는 일찍이 변화하는 국제자본시장 환경에 대응하여 국내 자본시장 및 금융제도에 대대적인 수정을 가하였다. 구체적으로 1980년대 초반 미국의 광범위한 금융규제 철폐를 시작으로 86년 영국의 빅뱅 (Big-Bang), 뒤이은 프랑스판 빅뱅과 독일 금융의 점진적인 탈규제 등 서구 경제들을 중심으로 국내 자본시장과 금융시스템 대한 개혁이 본격화되었다.¹⁾ 국내 금융개혁의 시기와 내용에는 차이가 있지만 선진 자본주의 국가들의 자본자유화는 초국적 자본에 대한 통제 철폐와 금융 규제 완화를 개혁의 공통분모로 가지고 있었다.

이들은 공통적으로 국내 제조업의 수익률 하락, 국제통화질서의 변화, 지역 및 국제 경제통합과 같은 동일한 외생적 환경 하에서 유사한 방향의 신자유주의적 금융개혁을 추진했다. 하지만 이들 경제들이 보여준 개혁의 성과는 상이했다. 국내 자본 거래 촉진과 자본시장에 대한 탈규제를 특징으로 하는 금융개혁을 통해 어떤 국가들은 국내 금융시스템의 거대한 전환을 경험했는가하면 또 어떤 국가들에서는 시장지향적인 금융제도들이 성공적으로 대체되지 못한 채 내부자 거래, 금융 세력 간 긴밀한 협력을 바탕으로 하는 관계금융 (Relationship Banking) 등의 기존의 원리가 강하게 지속되기도 하였다.

특히 이와 같은 금융개혁 성과의 다양성은 은행을 매개로 하여 자본 거래가 이루어지는 간접금융시스템 (Indirect-finance System) 국가들 사이에서 크게 나타난다. 자본시장을 중심으로 수요자와 공급자 간 직접적

1) 최배근, 『시장경제 진화와 위기』, (서울: 집문당, 2008), pp. 140-157.

인 자본 거래가 발달해온 영국과 미국과 같은 국가들은 금융부문에 대한 탈규제와 국내 자본시장 개방으로 더 많은 이익 창출이 가능했다. 또한 이들 국가들에서는 상대적으로 시장지향적인 금융제도들이 이미 충분히 발달했다. 반면, 은행의 매개 역할을 중심으로 자본 거래가 발달해온 대다수의 유럽 국가들과 일본의 경우 시장지향적인 금융개혁으로 기존의 금융시스템이 효과적으로 작동할 수 없었기 때문에 금융시스템을 둘러싼 행위자들의 이해관계와 개혁에 대한 동기가 다양할 수밖에 없었다. 이처럼 개혁에 대한 초기 조건이 다른 두 금융시스템의 차이는 금융개혁을 논의하기 전에 명확히 구별되어야 하며, 이는 곧 본 논문의 연구 대상과도 연결된다. 본고에서 다루는 독일과 이탈리아가 어느 범주에 속하며, 왜 이 국가들이 중요한지에 대해서 이어지는 소단원에서 자세하게 다루어질 것이다.

한 나라의 금융시스템은 자본시장, 은행제도, 기업지배구조, 세금, 그리고 이를 뒷받침하는 법적 기반 등을 포괄한다. 금융시스템의 다양한 영역 중에서 시장중심 금융 발달과 직결되는 자본시장의 활성화에만 초점을 두었을 때, 국내 금융개혁의 결과는 국가마다 다양하게 나타난다. 시장지향적인 국내 금융개혁을 통해 주식 및 증권 거래가 활성화되어 자본시장에서의 자금 조달 방식이 확산되었거나 혹은 새로운 제도들의 도입에도 불구하고 금융기관이나 기업 간 상호 협력을 바탕으로 하는 관계금융이 지배적으로 남아있기도 한 것이었다.

왜 같은 방향의 신자유주의적 금융개혁을 추진하는 국가들마다 개혁의 성과에 차이가 있는 것일까. 왜 어떤 국가에서는 시장지향적인 제도들이 국내 금융시스템에 내재화되는 반면 또 어떤 국가에서는 기존의 제도들과 관계금융의 논리가 지속되는가. 본 논문은 자본의 탈제조업화, 경제통합과 자본자유화, 금융세계화 심화와 같은 환경 변화를 경험한 국가들 사이에서 유사한 내용의 시장지향적인 금융개혁이 다양한 양상으로 전개되는 현상에 대한 문제 제기에서 출발하였으며, 궁극적으로 그 결정 요인을 밝히는 데 연구의 목적이 있다.

상술하였듯이 국내 금융개혁의 성과를 결정짓는 요인을 파악하기 위해서 은행 중심 (bank-based)과 자본시장 중심 (market-based)의 두 금융시스템을 구별할 필요가 있다. 다른 원리에 의해 자금 유통이 이루어지는 두 시스템 하에서 국내 금융개혁에 대한 초기 조건과 입장이 크게 달라지기 때문이다. 은행 중심과 자본시장 중심의 금융시스템은 각각 간접금융 (Indirect-finance System)과 직접금융 (Direct-finance System) 시스템으로 분류되기도 한다. 전자의 금융시스템에서는 은행의 매개 역할을 중심으로 기업의 자금 유통이 이루어지며, 후자의 직접금융시스템은 자본시장에서 수요자와 공급자가 직접 주식 및 증권 거래를 하는 특징을 갖는다.

미국과 영국 등 직접금융시스템을 갖는 국가들은 자본시장 중심으로 금융이 발달했기 때문에 자본 흐름에 대한 통제 철폐와 금융부문의 탈규제를 특징으로 하는 자본자유화에 적극적일 수밖에 없었다. 반면, 은행 중심의 간접금융시스템 전통을 갖는 대부분의 유럽 국가들은 자본자유화와 신자유주의적 금융개혁에 대해 영미 경제들과는 상이한 동기와 정책 다양성을 갖는다. 이 국가들에서는 통제 불가능한 막대한 자본 흐름의 급증으로 기존의 은행 중심 금융시스템이 제대로 작동할 수 없었기 때문에 국내 금융제도에 대한 대대적인 수정과 새로운 방향 설정이 요구되었다.

본고는 은행의 역할이 중추적이었던 간접금융시스템 국가들을 연구 대상으로 한다. 본 논문의 목적은 1980년대 이래 자본의 탈공업화, 국제 통화 질서의 변화, 경제통합의 심화와 같은 동일한 외생적 압력에 대응하여 시장지향적인 금융개혁을 추진한 국가들마다 왜 개혁의 성과가 다르게 나타났는지 그 결정 요인을 밝히는 데 있다. 따라서 다음과 같이 연구 질문을 구체화 할 수 있다.

연구 질문: 유사한 외생적 조건을 갖는 간접금융시스템 국가들 사이에서 금융개혁의 성과가 다르게 나타나는 요인은 무엇인가?

즉, 국내외 경제 환경의 변화로 개혁의 압력에 직면한 간접금융시스

템 국가들이 시장지향적인 유사한 방향의 금융개혁을 추진하지만 왜 개혁이 성공하기도 하고 혹은 실패하기도 하는지에 대한 질문이다. 주지하듯이 한 나라의 금융개혁은 주식시장, 은행제도, 기업지배구조, 세금, 법안 등 경제와 사회의 다양한 영역을 포괄하고 있다. 따라서 금융개혁의 어떤 영역을 볼 것인지와 무엇을 성공과 실패로 말할 수 있는지 밝혀야 할 필요가 있다. 본 논문에서 초점을 두는 설명 대상은 자본시장²⁾의 활성화이다. 즉, 독일과 이탈리아에서 공통적으로 가져왔던 은행과 기업 사이의 관계금융의 비중이 줄어들고 자본시장에서의 자금 조달이 실질적으로 활성화되었는지 여부에 초점을 둔다.

시장지향적인 국내 금융개혁이 상이한 양상으로 전개되는 요인을 밝히기 위해 간접금융시스템 국가 군에서 독일과 이탈리아를 선정하여 비교 사례연구를 시행한다. 독일과 이탈리아는 간접금융시스템의 전통을 가지면서 금융시스템의 발달 수준이 유사한 국가 군에 해당한다. 특별히 사례 선정 시 국내 금융시스템의 발달 정도를 고려한 것은 단순히 은행 중심 대 시장 중심 금융시스템의 한 기준으로만 범주를 파악하면 금융제도가 충분히 발달하지 않은 국가들을 같은 범주로 분류하는 오류를 범할 수 있기 때문이다. 사례 선정에 대해서는 이어지는 연구대상의 규명에서 더욱 상세하게 논의될 것이다.

독일과 이탈리아는 국내적으로는 제조업의 쇠퇴로 인한 자본의 탈제조업화를 경험했으며, 지역적으로는 유럽의 경제통합과 경제위기, 그리고 대외적으로는 국제통화질서 변화와 국제자본시장 통합이라는 동일한 환경에 직면했다. 두 국가 모두 외생적 조건 변화에 대응하여 1980년대 이후 시장지향적인 금융개혁을 추진했지만 개혁의 성과는 다르게 나타났다. 글로벌화와 유럽화 (Europeanization)의 심화와 함께 독일과 이탈리아의 국내 경제정책은 더욱 유사해지는 것처럼 보이지만 정책 결과는 다양하게 나타난 것이다. 양국은 모두 새로운 금융상품 도입, 증권거래소 및 감독

2) 자본시장이란 장기 자금 조달 수단인 주식 및 채권이 거래되는 시장으로 증권시장과 같은 의미로 사용되기도 한다. 자본시장은 좁은 의미로는 주식이나 채권이 거래되는 증권시장을 가리키며, 광의로는 주식 및 채권 거래뿐만 아니라 시설자금대출이 이루어지는 간접금융시장을 포함한다. 본 논문에서는 주식 및 채권 거래만을 포함하는 협의의 자본시장 개념을 사용한다.

기관 설치, 탈규제, 자본거래 활성화를 위한 입법 노력과 같은 유사한 방향의 시장 중심적인 금융개혁을 추진했다. 국내 금융개혁 이후 독일과 이탈리아는 모두 자본시장의 성장을 경험했지만 양적 팽창 이면에 있는 성장의 내용은 달랐다. 국내 금융개혁을 통해 독일에서는 자본시장의 비약적인 성장과 함께 오랫동안 독일 경제를 특징지어왔던 은행과 기업 간 관계금융이 줄어들었다. 관계금융의 감소와 함께 자본시장의 실질적인 활성화가 이루어졌던 것이다. 반면, 이탈리아에서는 시장지향적인 제도들의 도입으로 자본시장의 양적인 성장이 있었지만 기업 간, 은행과 기업 간 긴밀한 협력을 바탕으로 하는 관계금융이 확대·재생산 되었다.

본 논문에서는 국내 금융시스템 행위자들의 이해관계 및 상대적 힘의 변화에 초점을 두어 독일과 이탈리아 금융개혁에 대한 분석이 이루어질 것이다. 두 국가의 금융개혁 성과를 비교하기 위해 금융시스템을 둘러싼 주요 행위자들의 역관계에 집중하며, 이와 같은 분석 전략을 국가-금융 합의 (State-Financial Arrangement)의 접근이라 명명한다.³⁾ 국가-금융 합의의 분석 전략은 국내 주요 금융 세력인 기업과 은행, 그리고 국가를 금융시스템을 구성하는 핵심 행위자로 파악하며, 이들의 이해관계 및 상대적 영향력과 그에 따른 연합이 국내 금융개혁을 어떻게 특징지었는지 설명가능하게 한다. 국가-금융 합의의 분석틀을 통해 사회적 압력이 어떻게 국내 정책 결과에 영향을 미치는지 알 수 있을 뿐만 아니라 경제개혁 추진 과정에서 국가의 역할이 어떻게 변해왔는지 확인할 수 있다.

지금까지 신자유주의 개혁에 대한 분석들은 주로 국가주의적 접근 (Statist Approach)과 제도주의 이론 (Institutionalism)⁴⁾을 통해 설명되

3) 본 논문의 분석틀인 국가-금융 합의 (State-Financial Arrangement)의 접근은 Jeffrey A. Hart의 국가-사회 합의 (State-Societal Arrangement)의 접근법에 착안한 것으로 분석 대상이 산업 부문에서 금융 부문으로 바뀌었다. 그의 분석에서 주요 행위자는 산업 부문의 주요 행위자인 기업과 노동, 정부였고, 본 논문에서는 금융 부문의 핵심 행위자인 은행과 기업, 그리고 국가에 초점을 둔다.

4) 제도주의에 대한 자세한 논의는 다음을 참조. Karl Polanyi, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time* (Boston: Beacon Press, 1944); Peter Hall and Rosemary C. R. Taylor, "Political Science and the Three New Institutionalism,"

었다. 하지만 두 이론에 기반한 분석들은 국가와 사회 세력을 동시에 충분히 고려하지 않고 두 요인들 중에서 단일 요소만을 강조하는 경향을 보여 왔다.

먼저, 국가주의적 접근은 자본주의 국가들의 경제 정책 및 개혁에서 정부의 자율성이 크다고 간주한다. 따라서 사회 세력의 이해관계와 선호 체계가 충분히 고려되지 않으며, 국가 이익 역시 이익 집단이나 시민 사회가 아닌 정부에 의해 규정된다고 주장한다.⁵⁾ 하지만 국내 정치, 경제, 사회의 다양한 영역에 거쳐 비단 정책 결과 (policy outcome)뿐 아니라 정책 형성 (policy-making) 과정에서부터 정당, 압력 단체, 정치 및 경제 연합, 지역 사회 등의 영향력이 긴밀하게 연계되어 있다. 그리고 이것은 국가 자율성이 사회 세력들로부터 매우 제한된 자율성을 갖는다는 것을 의미한다.⁶⁾

한편 역사적 제도주의와 합리적 제도주의는 공통적으로 정책 결과 혹은 경제성과를 설명하는 데 국가를 핵심적인 행위자로 인식하지 않는다. 이에 대해 Schmidt는 기존의 정치경제에 대한 분석들이 국가의 중요성을 충분히 고려하고 있지 않다는 것을 지적하며, 특히 국내 정치경제의 신자유주의적 개혁을 설명하는 데 있어 국가의 역할을 강조해야 함과 동시에 국가 행동의 동인을 파악해야한다고 주장했다.⁷⁾ Schmidt와 같은 제

Political Studies, Vol. 44 (1996), pp. 936-957; Kathleen Thelen, "Historical Institutionalism in Comparative Politics," *Annual Review of Political Science*, Vol. 2 (June 1999), pp. 369-404; James Mahoney, *The Legacies of Liberalism: Path Dependence and Political Regimes in Central America* (Baltimore: Johns Hopkins University Press, 2001); Peter Hall and David Soskice, *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage* (New York: Oxford University Press, 2001), pp. 1-68; Katznelson, Ira and Barry R. Weingast, *Preferences and Situations Points of Intersection Between Historical and Rational Choice Institutionalism*, (New York: Russell Sage Foundation, 2005); Vivien A. Schmidt, "Putting the political back into political economy by bringing the state back in yet again," *World Politics*, Vol. 63, No. 3 (July 2009), pp. 516-546.

5) 국가주의적 접근 (Statist Approach)에 대한 논의와 비판은 다음을 참조. John Ikenberry, David A. Lake, and Michael Mastanduno, "Introduction: Approaches to Explaining American Foreign Economic Policy," in Ikenberry, Lake, and Mastanduno (eds.), *The State and American Foreign Economic Policy*, pp. 9-14; Timothy Mitchell, "The Limits of the State: Beyond Statist Approaches and Their Critics," *The American Political Science Review*, Vol. 85, No. 1 (March 1991), pp. 75-96.

6) Hall, 1986, p. 17.

도주의의 맥락에서 Evans는 기술의 발달과 세계화로 인해 국가가 퇴색할 것이라는 주장에 대해 무역, 국가 개방 등에 있어서 국가의 역할이 오히려 중요해지고 있다고 강조한다. 또한 국가와 시민 사회, 즉 국내 세력과의 상호 권한 부여를 통해 더욱 생산적인 사회 발전이 가능함을 시사한다.⁸⁾ 이와 함께 역사적 제도주의에 바탕을 둔 분석들은 역사적으로 오랫동안 국내 경제와 사회를 특징지어 온 제도적 유산이 경제 정책 및 개혁을 결정짓는다고 파악한다. 즉, 앞서 살펴본 국가주의적 접근에서와 같이 역사적 제도주의는 사회 세력의 선호체계와 역할을 충분히 고려하지 않는다.

위와 같은 기존의 주요 분석 전략의 한계들을 바탕으로 본 논문은 국가-금융 합의의 접근을 통해 금융시스템을 둘러싼 금융 세력의 선호 및 이해관계와 국가의 역할을 동시에 고려함으로써 신자유주의적 경제 개혁의 다양성을 보다 적실성 있게 설명하고자 한다.

7) Vivien A. Schmidt, "Putting the political back into political economy by bringing the state back in yet again," *World Politics*, Vol. 63, No. 3 (July 2009), pp. 516-546.

8) Peter Evans, "The Eclipse of the State? Reflections on Stateness in an Era of Globalization," *World Politics*, Vol. 50, No. 1 (October 1997), pp. 62-87.

2. 기존 연구와 연구의 의의

주지하듯이 본 논문은 1980년대 이후 독일과 이탈리아의 국내 금융 개혁을 국가-금융 합의의 접근을 통해 분석하는 비교사례연구이다. 이를 위해 다양한 분야의 연구를 참조할 필요가 있는데, 크게 두 가지 유형으로 나누어 살펴볼 수 있다. 첫째, 본 논문의 분석틀과 직접적으로 관련 있는 연합 이론 (Coalition Approach)과 이를 바탕으로 국가를 분석틀 안으로 포함시킨 국가-사회 합의 (State-Societal Arrangement) 모델에 대한 선행 연구이다. 둘째, 독일과 이탈리아의 금융개혁을 다루는 단일사례 및 비교사례연구들을 검토할 필요가 있다.

첫 번째 유형과 관련하여 국내 연합과 국가-사회 합의에 대한 선행 연구는 본 논문에서 독일과 이탈리아의 국내 금융개혁을 설명하는 데 주요한 분석틀로 사용되었다는 점에서 이론적 논의로써 검토되어야 한다. 먼저, 국내 연합에 초점을 두는 분석 전략은 국가 정책이 국내의 영향력 있고 자율적인 사회 세력들 간 교섭에 의해 결정된다는 가정에서 출발한다. 여기서 국가는 사회 세력들의 협상의 결과를 반영하는 대리인으로 간주되며, 자율적이고 핵심적인 행위자로 고려되지 않는다. 이는 국가의 목표가 국가 외부, 즉 사회 세력들 간 합의에 의해 결정된다고 가정하기 때문이다.⁹⁾

국내 연합에 초점을 두어 국내 경제와 정치, 사회 현상을 설명하려는 시도는 일찍이 Skocpol, Rogowski, Frieden, Ferguson, Ikenberry, Keohane 등에 의해 선행되었다.¹⁰⁾ 이 중 Ikenberry와 Skocpol의 연구,

9) Jeffrey A. Hart, "The Effects of State-Societal Arrangements on International Competitiveness: Steel, Motor Vehicles and Semiconductors in the United States, Japan and Western Europe," *British Journal of Political Science*, Vol. 22, No. 3 (July 1992), pp. 294-295.

10) Theda Skocpol, *State and Social Revolutions: A Comparative Analysis of France, Russia, and China* (New York: Cambridge University Press, 1979); John G. Ikenberry, "Conclusion: An Institutional Approach to American Foreign Economic Policy," in John G. Ikenberry, David A. Lake, and Michael Mastanduno (eds.), *The State and American Foreign Economic Policy* (Ithaca, New York: Cornell University Press, 1988), pp. 219-243; Ronald Rogowski, *Commerce and Coalition: How Trade Affects Domestic*

그리고 이들의 연구를 바탕으로 국가를 분석틀에 포함시킨 Hart의 연구를 검토할 필요가 있다.

Ikenberry가 제시한 제도적 접근은 정책 결과가 단순히 사회 세력들의 주요한 행위에 의해서가 아니라 이전부터 존재해왔던 사회적 관계, 즉 제도의 맥락에서 결정된다고 전제한다. 그 역시 사회 중심적인 접근 (Society-centered Approach)과 국가 중심적인 접근 (State-centered Approach)이 국가 정책 결과의 일부만을 설명하는 한계를 갖는다고 지적했다. 하지만 Ikenberry의 제도적 접근은 여전히 국가를 정책 형성과 정책 결과를 특징짓는 핵심 행위자로 파악하지 않는다는 점에서 본 논문이 취하는 관점과는 차이가 있다.

Skocpol의 연구는 국내 사회 세력 간 연합에 초점을 맞춘 다른 연구들과는 달리 국가를 중요한 행위자로 파악했다는 점에서 본 연구에 시사하는 바가 크다. 그녀는 국가와 계급의 구조 분석을 통해 프랑스혁명 (1787~1800), 러시아혁명 (1917~1921), 그리고 중국혁명 (1911~1949)의 원인과 결과를 추적하였다.

한편, Hart는 기존의 연합 이론의 분석틀에 핵심 행위자로서의 국가를 보다 직접적으로 포함시키는 국가-사회 합의의 분석 모델을 제시하였다. 그는 전후 미국, 일본, 영국, 독일, 프랑스의 철강, 자동차, 반도체산업의 국제 경쟁력이 국내 기업과 노동의 두 사회 세력과 정부 사이의 역관계에 따라 어떻게 달라졌는지 비교 분석하였다.¹¹⁾

본고에서 취하는 분석틀은 국내 연합에 대한 선행 연구들과 더불어 특히 Hart의 분석 전략과 직결되어 있다. 그의 분석 모델이 국내 기업과 노동, 그리고 정부 사이의 상대적 힘의 변화에 따라 각국 산업 부문의 국제 경쟁력이 어떻게 달라졌는지 파악하는 것이었다면 본 논문의 분석 전략은 국가 간 금융개혁의 결과가 금융시스템의 주요 행위자인 은행과 기

Political Alignments (Princeton University Press, 1989); Jeffry Frieden, "Sectoral Conflict and US Foreign Economic Policy," in Ikenberry, Lake and Mastanduno (eds.), *The State and American Foreign Economic Policy* (Ithaca, New York: Cornell University Press, 1988), pp. 59-90; Thomas Ferguson, "From Normalcy to New Deal: Industrial Structure, Party Competition, and American Public Policy in the Great Depression," in *International Organization*, Vol. 38 (1984), pp. 41-94.

11) Hart, 1992, pp. 255-300.

업 세력, 그리고 국가 사이의 역관계에 따라 어떻게 상이하게 나타났는지 설명하는 것이다. 즉, Hart의 연구는 기업, 노동, 정부의 상대적 영향력과 국내 산업의 국제 경쟁력에 대한 것이었다면 본 논문은 은행과 기업, 국가 사이의 역관계를 통해 국내 금융개혁의 결과를 설명하는 것이다. Hart의 연구와 본 연구는 분석 대상과 핵심 행위자를 파악하는 데 차이가 있지만 사회적 세력과 국가가 모두 중요한 행위자이며 이들 사이의 상대적 힘의 차이가 국내 경제 영역의 성과를 결정짓는다는 근본적인 가정을 공유한다.

두 번째 유형의 기존 연구와 관련하여 독일과 이탈리아의 금융개혁에 대한 분석과 함께 기업지배구조, 규제개혁 (regulatory reform)을 다루는 연구들을 참조할 수 있다. 이는 국내 금융제도가 비단 자본시장 혹은 은행부문에 국한된 것이 아니라 국내 경제와 사회의 여러 영역과 긴밀하게 연계되어있기 때문이다.

독일과 이탈리아의 금융개혁에 대한 대표적인 사례연구와 관련하여 Deeg는 1990년대 독일과 이탈리아의 금융시스템 변화를 분석함으로써 한 사회에서 제도가 어떻게 변하는지 설명한다. 특히 그는 독일과 이탈리아의 금융시스템 변화가 외부적 요인에서라기보다 국내적 변수에 따라 달라지며, 그 중 정치, 경제, 사회 제도로부터 얻을 수 있는 이익의 증대가 기존의 경로 유지 혹은 새로운 경로를 선택하는 것으로 이끈다고 파악했다.¹²⁾ 결론적으로 독일에서는 은행과 기업들이 금융시스템의 변화로부터 더 많은 이익을 기대할 수 있었기 때문에 새로운 금융제도들이 정착할 수 있었던 반면 이탈리아에서는 변화에서 얻을 수 있는 이익이 미약하게 작용했기 때문에 기존의 금융시스템이 크게 변하지 않았다.¹³⁾ 그는 금융제도의 변화 혹은 현상 유지로부터 얻을 수 있는 이익을 수확체증의 원리

12) Deeg는 독일과 이탈리아 금융시스템의 경로 형성 (Path-shaping)과 경로 유지 (Path-dependency) 현상을 행위자들이 정치, 경제, 사회 제도로부터 얻을 수 있는 이익에 따라 결정된다고 파악했으며, 이를 경제학의 수확체증 (Increasing Returns Principle)의 원리에 비유한다.

13) Richard Deeg, "Change from Within: German and Italian Finance in the 1990s," in Wolfgang Streeck, Kathleen Ann Thelen (eds.), *Beyond Continuity: International Change in Advanced Economy* (Oxford: Oxford University Press, 2005), pp. 169-202.

(Increasing Returns Principle)에 비유하며, 이 효과가 독일에서는 크게 나타났으며 이탈리아에서는 충분하지 못했다고 결론 내린다.

하지만 단순히 금융 세력들이 제도 유지나 변화로부터 얻을 수 있는 이익에 따라 기존 금융시스템이 지속되거나 새로운 경로가 형성된다는 설명은 한 사회가 갖는 제도적 유산과 사회적 관계, 그리고 국가의 역할을 충분히 설명하지 못하는 한계를 갖는다. 이는 이탈리아의 사례에서 더욱 두드러지는데, 이탈리아에서 새로운 금융제도들이 기존의 제도들을 대체하지 못했던 것은 단순히 변화에 대한 은행과 기업의 수확체증의 효과가 적었기 때문만은 아니었다. 90년대 초반 국내 정권이 교체된 이후 이탈리아에서는 정부 주도의 적극적인 금융개혁이 추진되었으며, 일부 기업과 은행들은 국내 자본시장 확장을 통해 더 많은 기회를 추구할 수 있었다. 즉, 새로운 제도들을 도입하여 정착시키려는 정부와 기존 시스템을 유지하려는 금융 세력과 이들 간 연합의 상대적 힘의 변화가 고려되어야 하는 것이다.

덧붙여 Deeg의 연구에서 금융시스템의 지속과 변화를 설명하는 데 국가 역할에 대한 설명이 제한적이다. 국가의 역할이 언급되고 있기는 하지만 독일과 이탈리아 금융시스템 발달 경로를 결정짓는 핵심 행위자로서의 국가 모습이 드러나지 않는 것이다. 이는 국가를 금융부문 행위자들의 선호와 이들 간 합의를 반영하는 대리인으로서만 파악하고 금융개혁의 경로를 결정짓는 핵심 행위자로 간주하지 않은 것에서 기인하며, 이러한 문제는 앞서 살펴본 제도주의와 국내 연합 이론이 갖는 한계와도 맥락을 같이 한다.

이어서 독일과 이탈리아 금융부문 개혁에 대한 단일 사례 연구들은 다음과 같다. 먼저, 독일 금융시장의 발달과 규제에 대한 연구로써 Lutz의 1998, 2000, 2006년도 연구들을 참고할 필요가 있다. 1998년의 연구에서는 독일 증권시장 규제에 대한 사례 연구를 통해 자본의 초이동성으로 국가 자율성이 약해지는 지배적인 관점과는 다르게 증권 시스템의 중앙 집중 현상과 함께 자본시장에 대한 국가의 규제가 증대한다고 역설한다.¹⁴⁾ 그의 2000년도의 연구에서는 1980년대부터 90년대까지 독일 금융

14) Susanne Lutz, "The revival of the nation-state? Stock exchange regulation in an era of

시스템의 신자유주의적 발달이 앵글로-색슨 모델 (Anglo-Saxon Model)로의 전환이라고는 볼 수 없으며, 독일식 조합 모델로 결론짓는다.¹⁵⁾ 후속의 연구에서도 독일의 신자유주의적 금융개혁을 기존 제도와 새로운 제도들 간의 혼성화 (Hybridization)로 규정했으며, 특히 개혁의 과정에서 국가 역할의 중요성을 강조한다.¹⁶⁾

이탈리아 금융 부문의 발달과 관련하여 기업지배구조 개혁에 관한 연구들을 참조할 필요가 있다. 국내 금융시스템과 내부자 거래의 금융 방식이 이탈리아 경제를 오랫동안 특징지어 왔던 기업지배구조와 직접적으로 연결되기 때문이다. 이와 관련한 대표적인 연구로 Deeg의 단일 사례 연구와 Amatori와 Colli, 그리고 Ferrarini의 연구를 꼽을 수 있다.

우선 Deeg는 1990년대 이후 전개된 기업지배구조 변화를 기업 소유주, 경영인, 그리고 고용인 간의 조합주의 연합과 기존의 배타적인 소유주 연합 사이의 세력 변화로 설명하였다.¹⁷⁾ 앞서 언급한 그의 독일과 이탈리아 비교사례연구가 갖는 한계와 마찬가지로 이탈리아 기업지배구조 변화를 이끄는 데 국가는 핵심 행위자라기보다 기업지배구조를 둘러싼 주요 사회 세력 간 합의를 반영하는 대리인으로 간주되는 경향을 보인다.

Amatori와 Colli는 20세기부터 1990년대까지 이탈리아 기업지배구조의 역사를 개괄하고, 90년대 가속화된 신자유주의적 제도들의 도입에도 불구하고 기존의 기업지배구조의 원리가 지속되는 등 이탈리아의 제도 개혁의 결과가 제한적이었다고 주장한다.¹⁸⁾ Ferrarini는 20세기 이후 기업지배구조의 발달을 이탈리아 경제 발전 4단계—자유주의, 혼합 경제, 복지 국가, 경제 선진화 단계—의 과정과 연결 지어 분석하였으며, 기존 연

globalized financial markets," *Journal of European Public Policy*, Vol. 5, No. 1 (March 1998), pp. 153-168.

15) Susanne Lutz, "From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition," *German Politics*, Vol. 9, No. 2 (August 2000), pp. 149-170.

16) Susanne Lutz, "The Finance Sector in Transition: A Motor for Economic Reform?" in Kenneth Dyson and Stephen Padgett (eds.), *The Politics of Economic Reform in Germany* (Routledge, 2006), pp. 26-42.

17) Richard Deeg, "Remaking Italian Capitalism? The Politics of Corporate Governance Reform," *West European Politics*, Vol. 28, No. 3 (May 2005), pp. 521-548.

18) Franco Amatori and Colli Andrea, "Corporate Governance: The Italian Story," ISE (Economic History Institute), Bocconi University, (2000), pp. 1-62.

구들의 결과와 마찬가지로 이탈리아의 기업지배구조 변화는 제한적이었음을 지적했다.¹⁹⁾

본고는 앞서 살펴본 두 유형의 선행연구들을 바탕으로 국가-금융 합의의 접근을 통해 독일과 이탈리아 국내 금융개혁을 설명하고자 한다. 특히 국가-금융 합의의 분석 전략을 사용함으로써 독일과 이탈리아 금융개혁에 대한 선행연구들이 갖는 한계를 보완할 수 있다. 앞서 검토했듯이 두 국가의 금융개혁을 설명하는 기존 연구들은 주요 금융 세력인 은행과 기업에 분석의 초점을 두었고 개혁의 결과를 결정짓는 핵심 행위자로서의 국가를 분석틀 안에 포함시키지 않았다. 선행연구들에서 국가는 금융 세력들 간 합의를 구조화하고 개혁을 착수하는 대리인에 해당하며 개혁의 성과에 있어서 국가 다양성을 갖게 하는 핵심 변수로 간주되지 않은 것이다. 본 논문에서는 은행과 기업과 같은 국내 주요 금융 세력과 함께 국가를 핵심 행위자로 끌어들이므로써 국내 금융개혁의 성과를 결정짓는 국내 요인들에 대한 종합적인 파악을 시도하고자 한다. 이러한 전략은 제도주의 이론과 연합적 접근 방법을 해치지 않으면서 오히려 이 이론들이 갖는 약점을 보완하는 동시에 분석적 논의를 확장시킨다.

분석틀의 한계와 더불어 독일과 이탈리아의 금융개혁과 기업지배구조 개혁에 대한 선행연구들은 연구 범주에 대한 분석이 결여되어 있어 왜 독일과 이탈리아의 사례가 중요한지에 대한 설명을 충분히 제시하지 않고 있다. 따라서 본 논문에서는 독일과 이탈리아의 금융개혁을 본격적으로 논의하기에 앞서 연구 범주에 대한 분석과 사례 선정의 타당성을 제시하고자 한다.

더불어 기존 연구들에서 금융개혁에 이르기까지 두 나라가 직면한 외생적 조건들이 무엇이었는지에 대해 언급하지만 국내외 정치경제의 환경변화가 어떻게 국내적 도전과 국내 금융개혁으로 연결되는지에 대해서는 검토하지 않는다. 이러한 한계를 바탕으로 본 논문은 독일과 이탈리아

19) Guido Ferrarini, "Corporate Governance in the 20th Century: A View from Italy," ECGI Working Paper Series in Law, No. 29/2005, European Corporate Governance Institute, (2005), pp. 1-29.

가 개혁을 추진하기까지 어떤 도전에 직면했는지 금융개혁의 배경을 국내 경제구조의 변화, 국제통화질서의 변화, 그리고 유럽 지역적 요인으로 나누어 심층적인 설명을 제공하고자 한다.

일반론적 함의와 관련하여 국가-금융 합의의 접근을 이용한 본 논문은 비단 독일과 이탈리아의 금융개혁 양상을 비교하는 데 그치는 것이 아니라 다른 국가들의 다양한 경제, 정치, 사회 영역의 정책 결과를 설명하는 데에도 이론적 함의를 줄 수 있다. 주지하듯이 본고는 Hart의 분석 전략을 재구성한 분석틀을 통해 독일과 이탈리아의 금융개혁을 설명한다. 그는 국가 간 산업 경쟁력의 변화와 차이를 국내 산업부문을 둘러싼 세력들과 국가 간 상대적 영향력에 집중하여 분석하였다. 이런 점에서 먼저, 본 연구는 국가의 정책 결과와 경제성고가 국내 사회 세력과 정부 간 역관계에 의해 결정된다는 Hart의 이론적 논의의 유용성을 확인하는 1차적 의의를 갖는다. 더 나아가서 본 연구에서 국가-사회 합의의 모델을 금융 부문에 적용함으로써 분석적 논의를 확장시키는 것과 함께 이 분석 전략이 국내 정치, 경제, 사회 영역의 다양한 정책 결과를 설명하는 데에도 넓게 적용될 수 있음을 시사한다.

이와 더불어 본 논문을 통해 다음과 같은 사항들을 기대해 볼 수 있다. 첫째, 본고의 연구 대상이 간접금융시스템 전통을 갖는 자본주의 국가들이라는 것에 주목할 때, 국내 경제의 탈제조업화와 국제금융시장의 개방 압력으로부터 국내적 전환이 불가피한 다른 국가들에게 줄 수 있는 정책적 함의에 대해 생각해 볼 수 있다. 특히 자본시장 중심의 직접금융 시스템 국가들과는 다르게 은행의 매개 역할을 중심으로 국내 금융이 발달해온 국가들은 금융 부문의 탈규제와 자본시장의 활성화로 기존의 금융 시스템이 효과적으로 작동하기 어렵다. 이들 국가들에게 금융개혁의 다양성을 검토하는 것은 이론적인 논의를 넘어서 국내의 사회적 관계와 국가 역할을 확인하고 국내 전략을 제고하는 방안이 될 것이다.

또한 본고를 통해 우리나라의 금융 세력들과 국가 사이의 역관계와 금융시스템의 발달 과정을 돌아보는 것과 함께 향후 금융부문의 발전 방향에 대해 예측해 볼 수 있을 것이다. 한국은 전후 간접금융시스템 국가들, 특히 일본의 제도들을 수입하여 정착시켜왔고 90년대 자본자유화를

본격화하면서 영미식의 새로운 제도들을 도입해왔다. 국가 주도로 형성되었던 은행 중심의 금융 구조에서 점차 시장중심의 시스템으로 옮겨가고 있는 우리나라의 금융시스템이 은행 및 기업 세력과 국가 간 힘의 구도 변화에 따라 어떻게 변해왔는지 확인해 볼 수 있다. 이와 함께 현재 우리나라의 금융시스템이 은행과 시장 사이에서 어디쯤에 위치하고 있으며, 앞으로 어떤 방향으로 발전할 것인지 고민하는 데 작은 실마리를 제공할 수 있을 것이다.

마지막으로 세계금융위기를 기점으로 주요 선진 자본주의 국가들뿐 아니라 개발도상국 역시 총체적인 금융개혁을 모색하고 있는 이 시점에서 과거 주요국의 금융개혁 성과를 분석하는 작업은 앞으로 전개될 국제금융 질서의 재편을 고민하는 연장선상에서 이해되어 질 수 있다.

3. 연구대상 (Class of Events)의 규명

본 논문은 간접금융시스템 전통을 갖는 자본주의 국가들을 연구 대상으로 한다. 하지만 단순히 은행 중심 대 시장 중심으로 금융시스템을 분류한 것이 아니라 국내 금융시스템 발달 수준이라는 기준을 추가하여 금융제도가 충분히 발달하지 않은 국가들은 연구 범주에서 배제시켜 분석의 타당성을 높이고자 한다.

또한 앞서 밝힌 바와 같이 본 연구에서는 영국 및 미국과 같은 직접 금융시스템 국가들을 연구 대상으로 고려하지 않는다. 이는 자본시장 중심으로 금융이 발달한 국가들의 경우 간접금융시스템 국가들에 비해 자본시장에 대한 탈규제가 충분히 제도화되었을 뿐만 아니라 시장지향적인 금융개혁을 통해 더 많은 이익을 창출할 수 있기 때문에 관계당국과 금융세력들이 갖는 개혁에 대한 동기와 수요가 크게 다르지 않기 때문이다. 반면, 간접금융시스템이 작동했던 국가들의 경우 통제 불가능한 막대한 국제 자본 흐름에 대해 기존의 은행 중심 금융시스템이 효과적으로 작동할 수 없었기 때문에 자본시장에 대한 신자유주의적 전환이 불가피했다. 또한 국가마다 시기마다 금융시스템을 둘러싼 은행, 기업과 같은 금융세력과 정부의 이해관계가 상이할 수밖에 없었다.

<표 1-1>은 자본시장 중심 대 은행 중심의 금융시스템과 금융시스템의 발달 정도의 두 가지 기준에 따른 국가들의 분류이다. 본 논문은 음영 표시가 되어있는 발달 수준이 높은 간접금융시스템 국가들(developed and bank-based financial system)을 연구 범주로 한다.

<표 1-1> 은행 중심 대 자본시장 중심과 금융시스템 발달 정도에 따른 국가 분류

금융시스템의 발달 정도

		금융시스템 발달 수준 낮은 경제 financially underdeveloped economies	금융시스템 발달 수준 높은 경제 financially developed economies
간접 vs. 직접 금융시스템	은행 중심 금융 경제 bank-based economies	Bangladesh, Nepal, Egypt, Costa Rica, Barbados, Honduras, Trinidad and Tobago, Mauritius, Kenya, Ecuador, Sri Lanka, Indonesia, Colombia, Pakistan, Zimbabwe, Greece, Argentina, Venezuela	Panama, Tunisia, Cyprus, Portugal, Austria, Belgium, Italy , Finland, Norway, New Zealand, Japan, France, Jordan, Germany , Israel, Spain
	자본시장 중심 금융 경제 market-based economies	Denmark, Peru, Chile, Jamaica, Brazil, Mexico, Philippines, Turkey	Netherlands, Thailand, Canada, Australia, South Africa, Korea, Sweden, Great Britain, Singapore, United States, Switzerland, Hong Kong, Malaysia

出處: Demircuc-Kunt and Levine (2001)의 금융구조에 따른 국가 분류를 참고하여 정리함.

그렇다면 이 국가들 중에서 왜 독일과 이탈리아의 사례가 중요한가. 제시된 연구 범주 중에서 독일과 이탈리아는 대외적으로 국제자본시장과

유럽 시장으로부터 국내 자본시장 개방과 탈규제의 동일한 외생적 압력에 직면했다. 특히 1980년대 중반 이후부터 강화된 유럽의 공동정책과 90년대 초반 유럽을 강타한 금융위기와 같은 일련의 사건들은 두 나라에게 국내적 전환을 시도해야 하는 필요를 안겨다 주었다. 하지만 이와 같은 대내외 정세는 당시 서유럽의 다른 국가들도 공통적으로 경험한 변화였다. 따라서 독일과 이탈리아가 공유했던 또 다른 속성에 주목할 필요가 있는데, 두 국가 경제를 오랫동안 특징지어왔던 기업지배구조 (Corporate Governance System)가 이에 해당한다.

기업지배구조는 기업 경영의 통제에 관한 시스템으로 기업 경영에 직간접적으로 참여하는 주주, 경영진, 노동자 등의 이해관계를 조정하고 규율하는 제도적 장치 및 운영기구이다. 기업의 소유 구조와 주주의 권리 및 대우, 기업 경영의 투명성과 이사회 책임 등을 모두 포괄하며, 지분 소유구조와 주요 통제 수단, 그리고 기업의 주인을 누구로 보느냐에 따라 앵글로 색슨 모델과 유럽대륙모델로 구별된다.²⁰⁾

전후 독일과 이탈리아는 내부자 거래를 특징으로 하는 이해관계자 중심의 기업지배구조 전통으로 경제 발전을 구가해왔다는 공통점을 가지고 있다. 여기서 두 나라 경제를 특징짓는 이해관계자 중심의 기업지배구조는 기업이 자금을 조달하는 방식, 즉 그 나라의 지배적인 금융시스템과 직접적으로 연결되어 있다. 따라서 독일과 이탈리아 두 국가를 통해 유사한 국내외적 조건 아래 왜 다른 양상의 금융개혁이 전개되었는지 최대유사체계 (Most-similar System)의 틀 안에서 비교 가능하다.

20) 앵글로 색슨 모델은 주주를 기업의 주인으로 보고 주주 이익을 우선하며, 대표적으로 미국, 영국, 아일랜드 등이 이 유형에 해당한다. 이 국가들에서는 아웃사이드 시스템 (outsider system)이 발달했으며, 이러한 시스템 아래서는 이해관계가 없는 일반 투자자, 즉 주주에게 지분이 폭넓게 분산되어 있고 주식 거래가 활발하게 이루어져 주식시장이 발달되기 쉽다. 또한 앵글로 색슨 모델의 기업지배구조는 소유와 경영이 분리되어 있는 특징을 갖는다. 이에 반해 유럽대륙모델은 주주를 비롯한 고용인, 협력체, 고객, 지역 사회, 정부 등 다양한 이해관계자들의 이익을 우선시하여 이해관계자 모델로도 불린다. 독일과 이탈리아, 네덜란드, 스웨덴 등이 대표적인 유럽대륙 모델에 해당한다. 이 유형의 기업지배구조에서는 인사이더 시스템 (insider system)이 발달하며, 이 시스템 하에서는 지분이 회사와 밀접한 이해관계에 있는 특정 세력에 집중되어 있기 때문에 지분의 변동이 크지 않아 소유권의 안정을 확보할 수 있다. 하지만 주식시장과 경영권 시장은 상대적으로 발달하지 못하며, 소유와 경영이 한 곳으로 집중되는 경향을 갖는다.

4. 연구 설계

본 논문이 제시한 연구 질문에 대한 잠정적인 답을 설정하기 위해서 우선 설명 대상인 독일과 이탈리아의 금융개혁 결과를 검토할 필요가 있다. 그 이전에 국내 금융시스템은 경제와 사회의 다양한 영역을 포함하고 있기 때문에 논문에서 설명하는 금융개혁의 성과가 무엇을 의미하는지 명확히 할 필요가 있다. 여기서 초점을 두는 금융개혁의 성과는 자본시장²¹⁾의 활성화이다. 즉, 국내 금융개혁의 결과 독일과 이탈리아가 공통적으로 가져왔던 관계금융의 비중이 줄어들고 실질적으로 자본시장을 통한 자금 조달이 활성화되었는지에 분석의 관심이 있다.

시장지향적인 국내 금융개혁을 통해 독일과 이탈리아는 모두 자본시장의 양적인 성장을 경험했다. 두 국가 모두 절대 규모와 상대적인 규모에 있어 증권시장과 채권시장의 증대를 나타냈다. 하지만 양적인 확대 뒤에 있는 성장의 내용은 달랐는데, 이는 곧 독일과 이탈리아의 상이한 금융개혁의 성과를 보여주는 것이었다.

먼저, 독일에서는 전후 대기업과 대형 상업은행들을 중심으로 이루어졌던 관리 자본주의 (managed capitalism) 방식의 국내 금융이 시장 자본주의 (market capitalism) 요소가 강한 제도들로 대체되었다. 다시 말해, 과거에는 기업들의 자금 조달이 주로 대형은행들을 통해 이루어졌다면 금융개혁 이후 은행 대출에 대한 의존도가 줄어들고 채권 및 주식시장을 통한 기업의 자본 차입이 활성화되었다. 소수 중소기업과 지역은행을 중심으로 관계적 금융이 유지되는 등 이해관계자 자본주의적 요소가 독일 경제 일부에서 나타나기도 했지만 80년대 이후 추진된 금융개혁을 통해 독일의 금융시스템은 시장중심적인 제도들의 작동과 자본시장의 실질적인 활성화를 보이며 새로운 국면을 맞이한 것으로 평가받는다.²²⁾

한편, 이탈리아에서도 금융개혁 이후 국내 자본시장의 양적 성장이

21) 자본시장이란 장기 자금 조달 수단인 주식 및 채권이 거래되는 시장으로 증권시장과 같은 의미로 사용되기도 한다. 자본시장은 좁은 의미로는 주식이나 채권이 거래되는 증권시장을 가리키며, 광의로는 주식 및 채권 거래뿐만 아니라 시설자금대출이 이루어지는 간접금융시장을 포함한다. 여기서는 주식 및 채권 거래만을 포함하는 협의의 자본시장을 가리킨다.

22) Deeg, 2005 (a), pp. 177-184; Lutz, 1998, pp. 153-168; Lutz, 2000, pp. 149-170

있었다. 하지만 개혁이 진행되는 동안 주식시장에 새롭게 상장된 회사들은 국내 소수 대기업들의 자회사 (spin-offs)들이었는데, 이는 곧 신생 기업들이 아닌 기존의 대기업 그룹들이 주식시장 대부분의 지분을 차지했다는 것을 의미했다. 다시 말해, 이탈리아의 주식과 채권 시장의 양적인 확대는 소수 대기업들이 자금 출자를 더욱 용이하게 하기 위한 움직임으로 나타난 매우 제한적인 성장이었다. 이와 함께 이탈리아에서는 금융개혁 이후 내부자 거래를 바탕으로 하는 기업 간 자금 조달 방식과 기존의 제한적이었던 은행과 기업 사이의 관계금융이 확대되었다는 점에서 금융시스템의 시장지향적인 전환이 이루어지지 못한 것으로 평가받는다.²³⁾ 이탈리아에서도 국제금융시장으로부터의 개방 압력과 유럽연합 (European Union: EU)의 수렴 조건을 충족시켜야 하는 상황 속에서 1980년대부터 시장지향적인 금융개혁이 시작되었다. 그리고 독일의 경우와 마찬가지로 이탈리아에서도 80년대 이후 90년대 말까지 국내 자본시장의 비약적인 확장이 있었다. 하지만 금융개혁을 통한 주식시장의 양적인 확대에도 불구하고 이탈리아에서는 오랜 시간 동안 유지되어 온 이해관계자 중심의 기업지배구조와 함께 내부자 거래를 중심으로 하는 관계적 금융이 지속되었다. 즉, 금융개혁을 통해 오히려 기존의 관계금융이 확대되었고, 이런 점에서 독일과 비교할 때 이탈리아는 자본시장의 활성화 있어서 제한적인 성장을 보였다.

다시 연구 질문으로 돌아와서 그렇다면 왜 독일과 이탈리아는 유사한 국내의 환경 변화—국내 제조업의 수익성 하락에 따른 경제 구조 변화, 변동환율제로의 전환과 국제통화질서의 변화, 유럽 경제통합의 심화와 경제위기—에 직면하여 동일한 방향의 시장 중심적인 금융개혁을 추진했지만 개혁의 성과는 다르게 나타났는가. 왜 독일에서는 실질적인 자본시장의 활성화가 이루어진 반면 이탈리아에서는 자본시장의 양적 증대에도 불구하고 기존의 관계적 금융이 오히려 확대되었는가.

본 논문의 연구 질문에 대한 잠정적인 답을 설정하기 위해 국가의 역할, 금융 세력, 그리고 국가와 금융 세력들의 이해관계와 이들 간 역관

23) Deeg, 2005, (a), p. 186; Amatori and Colli, 2000, pp. 12-14.

계를 고려한 세 가지 가설들을 고안해 볼 수 있다.

가설 1: 국가의 역할에 따라 금융개혁이 다른 양상으로 전개되었다.

가설 1은 금융개혁의 성과가 국가의 역할에 따라 결정된다는 것으로 국가주의적 접근과 국내 제도적 특징과 국가 역할에 따라 자본주의 경제 유형을 분류한 Schmidt의 분류에 기초한다. 역사적 제도주의 중에서도 Hall을 중심으로 하는 자본주의의 다양성 (Varieties of Capitalism: VOC) 학파는 자유화가 요구되는 국제경제 환경 속에서 국내 정치, 경제, 사회의 제도적 특징에 따라 자본주의 국가를 자유시장경제 (Liberal Market Economy: LME)와 조정시장경제 (Coordinated Market Economy: CME)로 분류하였다. Schmidt는 이와 같은 분류는 자본주의 국가들의 경제 정책 및 신자유주의 개혁을 설명하는 데 국가 존재를 축소시키는 동시에 국가의 역할이 컸던 제 3 유형의 자본주의 다양성을 설명하지 못한다는 한계를 지적하며 국가주도시장경제 (State-Influenced Market Economy: SME) 유형을 추가시켰다.²⁴⁾ Schmidt의 자본주의 시장 경제의 분류에 따르면 독일은 조정시장경제에 속하며 이탈리아는 국가주도시장경제 군에 속한다.

가설 1에 비추어볼 때, 독일과 이탈리아의 금융개혁은 개혁을 수행하는 국가의 역할이 달랐기 때문에 그 결과가 다르게 나타났을 것이다. 이 가설에 따르면 조정시장경제에 속하는 독일 국가는 금융 세력들의 요구와 합의를 조정하는 간접적인 역할을 수행하며, 국가주도시장경제의 특징을 갖는 이탈리아 국가는 개혁의 적극적인 주도자로서 국가의 계획과 의도가 금융개혁 결과에 결정적인 영향을 미칠 것이다. 하지만 가설 1은 크게 두 가지 측면에서 한계를 드러낸다.

첫째, 금융개혁 과정에서 독일 그리고 이탈리아 국가의 역할이 어느 한 가지 유형으로 정해지지 않았다는 것이다. 개혁이 진행되면서 독일에서 이탈리아 국가의 적극적인 추진자의 모습이 보이기도 했으며, 마찬가지로

24) Schmidt, 2009, p. 519.

지로 이탈리아에서도 독일 국가의 간접적인 역할이 나타나기도 했다. 독일은 금융제도를 둘러싼 사회 세력들의 합의를 반영하고 조정하는 역할뿐 아니라 시장지향적인 금융개혁을 촉구하는 촉진자와 적극적인 규제자 역할을 수행하였다. 이탈리아 정부 역시 80년대 이후 금융개혁을 계획, 추진, 장려했지만 90년대 중반 이후 과거와 같은 적극적인 개입자의 모습이 약해졌고 기업 간, 은행과 기업 간 내부자 거래를 효과적으로 통제하지 못했다. 즉, 금융개혁에 대한 독일과 이탈리아 국가 역할을 제도주의 논의에서의 분류처럼 어느 한 유형으로 규정할 수 없다.

위의 한계와 관련하여 Schmidt의 세 유형으로 분류되는 국가들이 실제로 무조건적인 시장지향이나 조합주의, 혹은 국가 견인의 방식이 아니라 이슈에 따라 복합적인 정책 조합을 추구한다. 예컨대, 조합주의 시장경제 군에 속하는 독일의 경우 금융시장 규제가 지방정부에 의해 이루어져왔던 역사적 패턴과는 다르게 연방정부가 강력한 규제 정책을 도입하였으며,²⁵⁾ 같은 맥락에서 국가 개입이 최소한으로 이루어졌던 자유시장경제의 대표 국가인 영국에서는 보수주의 정부가 규제 개혁을 추진하기 위해 강력한 공적 개입을 보여 왔다.

두 번째, 가설 1은 국가의 역할 이외의 금융시스템을 구성하는 다른 행위자들의 개혁에 대한 동기와 역할을 설명하지 못한다. 즉, 실제 개혁을 위한 정책이 형성되고 추진되기까지 금융시스템의 핵심적인 금융 세력들은 누구였으며, 이들의 이해관계는 무엇이었으며, 금융 세력의 이익이 개혁 결과를 특징짓는 데 어떤 역할을 했는지 국내 금융시스템의 사회적 관계와 압력을 고려하지 않는다.

이러한 점을 바탕으로 다음과 같은 가설 2를 도출할 수 있다.

가설 2: 금융시스템의 주요 행위자인 은행과 기업의 이해관계에 따라 금융개혁이 다른 양상으로 전개되었다.

25) Niamh Hardiman, "Which Path? Domestic Adaptation to Economic Internationalization in Ireland," Institute for the Study of Social Change, Trinity College Dublin, Working Paper 12/2004; Schmidt, 2009, p. 523.

가설 2는 은행과 기업 세력 간 협력이 가능했던 유럽 특유의 간접 금융시스템의 독특한 제도적 특징을 반영하고 있다. 은행의 중추적인 역할과 함께 금융시스템이 발달한 국가에서는 은행 업무를 제한하면 기업의 자금 순환에 문제가 커지기 때문에 자본시장에서 수요자와 공급자 간 직접 거래가 이루어지는 직접금융시스템 국가들과는 달리 양자 간 협력이 이루어지기 쉽다. 특히 독일과 이탈리아는 역사적으로 이해관계자 중심의 기업지배구조를 통해 경제를 운용해왔기 때문에 국내의 주요 금융 세력인 은행과 기업 세력의 이해관계와 동기는 두 국가의 금융개혁을 파악하는데 중요한 요인들 중 하나일 것이다.

하지만 본 가설은 첫 번째 가설이 설명하지 못하는 은행 및 기업과 같은 금융 세력들의 이해관계와 이들의 연합을 파악하는 데는 유용하지만 반대로 국가의 역할을 충분히 설명하지 못한다. 물론 Deeg의 연구에서처럼 두 국가의 국내 금융개혁에 대한 기존 연구들은 은행과 기업의 이해관계와 이들 간 관계 변화에 초점을 두는 것과 함께 국가의 역할을 언급하기도 한다. 하지만 연합이론과 제도주의 이론이 갖는 한계와 마찬가지로 이러한 분석들은 여전히 국가를 개혁의 결과를 결정짓는 핵심 행위자가 아닌 금융 세력의 이해관계를 구조화하는 간접적인 역할과 개혁을 수행하는 대리인으로 파악하고 있다.

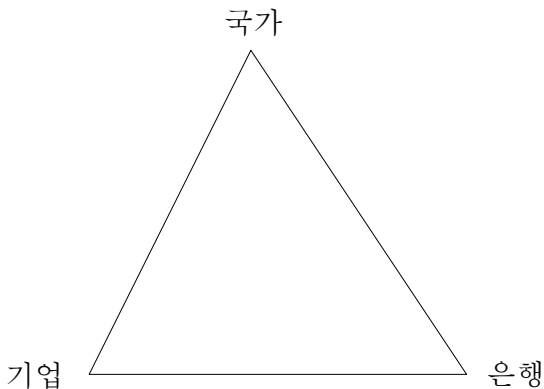
이와 같은 한계를 바탕으로 다음과 같은 가설 3을 설정할 수 있다.

가설 3: 국가, 은행, 기업 간 역관계에 따라 금융개혁의 결과가 다르게 나타난다.
--

세 번째 가설은 가설 1과 가설 2의 한계를 보완한 것으로 금융시스템을 둘러싼 행위자인 기업과 은행, 그리고 국가 사이의 상대적 힘의 관계에 집중한다. 그리고 본 가설은 논문의 분석틀인 국가-금융 합의의 분석 전략과도 맥락이 맞닿아 있다. 앞서 국가의 역할을 강조한 가설 1은 금융 세력들의 이해관계와 금융개혁에 대한 사회적 압력을 설명하는 데 역부족이었다. 한편 은행과 기업의 이해관계에 집중하는 가설 2는 금융시

스텝의 주요 세력들의 선호와 이들의 관계 변화가 금융개혁에 어떤 영향을 미치는지 설명 가능하게 하지만 국가의 역할을 축소시킨다는 점에서 설명의 한계를 드러냈다. 이에 가설 3에서는 은행과 기업, 그리고 국가 모두를 개혁의 중요한 행위자로 인식하고, 각 금융 세력들과 국가 간 힘의 관계 변화가 국내 금융개혁을 어떻게 결정지었는지에 초점을 두고 있다. <그림 1>은 본 논문의 중심가설인 가설 3의 변수인 은행, 기업, 국가 사이의 역관계의 구조를 제시하고 있다. 삼각형의 꼭짓점은 각 행위자의 상대적 영향력이 크다는 것을 의미하고 세 개의 선분은 국가, 은행, 기업 사이의 연계를 나타낸다. 본 가설의 도식에 대해서는 4단원에서 더욱 자세하게 설명될 것이다.

<그림 1> 국가-은행-기업 간 역관계

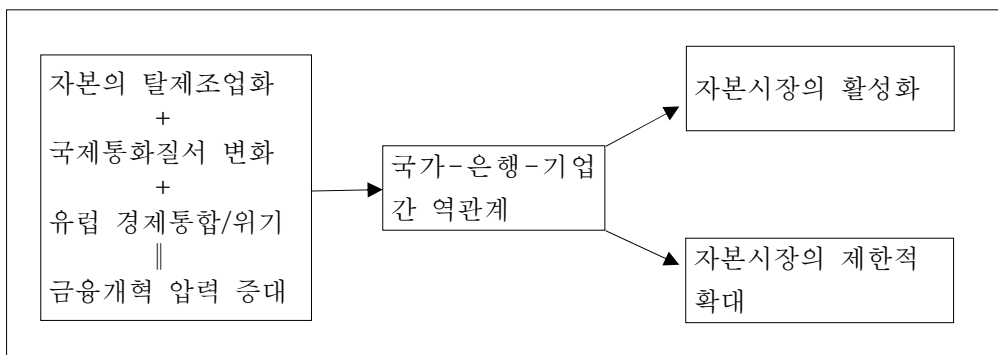


본 논문의 중심 가설은 앞서 제시한 가설 1과 2의 강점을 받아들이고 약점을 보완하는 방식으로 고안되었다. 따라서 두 가설들과 대항의 관계에 있다기보다는 국가를 강조하는 가설 1과 금융 세력을 강조하는 가설 2를 통합함으로써 금융개혁에 대한 설명의 시너지 효과를 높이는 것으로 이해할 수 있다. 중심 가설의 독립변수인 국가-은행-기업 간 역관

계를 설명하기 위해 1980년대 이후 독일과 이탈리아에서 기업과 은행, 그리고 국가의 금융개혁에 대한 이해관계 및 선호가 무엇이었는지 파악하고, 국가와 각 금융 세력들 간 상대적 힘의 관계가 어떻게 전개되었는지 확인할 것이다.

아래의 <그림 2>는 변수들의 관계와 본 논문의 전반적인 구성을 제시하고 있다. 즉, 독일과 이탈리아가 직면한 외생적 조건을 비롯하여 중심가설의 설명변수와 종속변수 사이의 인과 관계를 보여준다. 독일과 이탈리아는 국내적으로 자본의 탈제조업화, 대외적으로 국제통화질서의 변화, 지역적으로는 유럽통합 심화와 경제위기를 공통적으로 경험하였다. 그리고 이와 같은 외생적 조건 변화는 두 국가에게 국내 금융개혁의 압력을 가증시켰다. 이후 독일과 이탈리아에서 1980년대부터 시장지향적인 성격의 국내 금융개혁이 본격화 되었으며, 개혁의 결과는 각각 자본시장의 실질적인 활성화와 관계금융의 확대를 동반한 제한된 성장으로 나타났다. 여기서는 독일과 이탈리아의 국내 금융 세력들과 국가 간 역관계에 초점을 두어 이들 사이의 상대적 영향력 변화가 어떻게 상이한 개혁의 성과를 갖게 하였는지 설명하는 것이 분석의 핵심이다.

<그림 2> 국가-은행-기업 간 역관계에 따른 금융개혁의 성과



5. 논문의 구성

본 논문의 2장에서는 1980년대 이후 독일과 이탈리아의 금융개혁을 본격적으로 분석하기 이전에 선진 자본주의 국가들이 동시에 직면한 국내외 경제의 환경 변화를 개괄할 것이다. 국내의 경제적 어려움과 관련하여 선진국 경제의 제조업 수익성의 조건 변화와 자본의 탈공업화에 대한 논의가 진행된다. 국제경제 환경과 관련해서 국제통화질서 변화를, 지역 요인에 대해서는 유럽의 경제통합과 금융위기에 초점을 둘 것이다. 이와 같은 논의를 통해 비슷한 발달 수준을 가진 자본주의 국가들이 신자유주의적 금융개혁을 추진하게 되는 외생적인 요인과 근본적인 배경에 대해 심층적으로 살펴볼 것이다.

이러한 이해를 바탕으로 3장에서는 종속변수인 두 나라의 상이한 금융개혁 양상에 대해 자세하게 다룰 것이다. 즉, 독일에서 시장지향적인 금융개혁의 결과 금융시스템에 어떠한 전환을 가져다 주었는지와 이탈리아에서 새로운 제도들의 도입에도 불구하고 기존의 관계금융 방식이 어떤 모습으로 재생산되었는지 두 국가의 금융개혁의 성과에 대한 분석이 이루어질 것이다.

다음 4장에서는 본 연구가 제안하는 중심 가설에 대한 검증이 이루어질 것이다. 금융시장의 핵심적인 행위자인 국가와 은행, 기업 세력의 이해가 무엇이었는지, 그리고 이들의 이해관계와 상대적 힘의 관계가 국내 금융개혁의 양상과 어떻게 연결되는지 분석할 것이다.

마지막으로 5장에서는 논문의 전체 논의 내용을 정리한 후 본 연구가 갖는 한계와 함의를 함께 살펴볼 것이다.

II. 자본자유화 물결과 금융세계화의 도래

독일과 이탈리아의 국내 금융부문의 개혁 양상과 그 결정 요인을 분석하기 이전에 이들 국가가 공통적으로 직면한 국내외 환경 변화와 이로 인한 국내적 도전을 점검하는 작업이 필요하다. 어떤 지각변동이 은행 중심의 금융이 발달한 국가들에게 신자유주의적 금융개혁을 촉구하였는지 검토하는 것은 당시 정치경제의 큰 그림을 확인하는 동시에 개혁 이전의 독일과 이탈리아의 초기 조건을 검토하는 작업이 될 수 있다.

1980년대를 전후로 하는 세계 경제를 자본자유화와 금융세계화의 본격화로 특징지을 때, 이러한 환경 변화는 독일과 이탈리아 국내나 유럽 지역 수준에서 뿐 아니라 세계 경제에 대한 미국 헤게모니 쇠퇴와도 밀접하게 연결되어 있다. 이런 점에서 자본의 자유로운 이동 확대와 금융세계화 현상은 단순히 경제의 논리가 아닌 국제정치경제적 맥락을 통해 이해되어야 할 것이다.

본 2장에서는 1980년대 이래 독일과 이탈리아를 포함한 간접금융시스템 국가들의 국내 금융시스템에 도전을 가져다주었던 외생적 조건을 서구 경제의 수익성 조건 변화와 국제통화질서의 변화, 그리고 유럽 지역 세 측면으로 나누어 살펴볼 것이다. 이어 국내적 상황에 더욱 초점을 맞추어 당시 독일과 이탈리아가 직면한 도전이 무엇이었는지 검토할 것이다.

1. 자본의 탈제조업화

1980년대부터 본격적으로 두드러진 자본의 자유로운 이동 확대와 금융세계화의 심화는 전통적으로 제조업을 통해 성장을 구가해왔던 서구 경제의 수익성 조건 변화에서 그 기원을 찾을 수 있다. 특히 공업화의 선두주자였던 미국과 뒤이은 일본과 유럽 국가들의 제조업 수익성 하락과

무역 조건 악화는 제조업으로부터 자본이 이탈하는 현상을 야기했으며, 이는 자본의 금융부문으로의 집중 현상과 자본자유화 물결로 이어졌다.

미국과 서유럽 국가들은 전후 회복기를 거쳐 1950년대 후반부터 정치적으로는 민주주의의 정착과 함께 경제적으로 급속한 경제성장을 이루어냈다. 이처럼 서구 경제가 황금기를 구가할 수 있었던 것은 우호적인 국제 제도, 신자유주의 질서의 작동과 같은 외생적 요인 이외에도 국내적으로 소위 케인즈주의적 타협 (Keynesian Accommodation)이라 불리는 민주주의와 자본주의의 성공적인 타협이 작용했기 때문이다. 이러한 서구 사회의 국내 경제 정책의 핵심은 국가 부문의 증대를 통해 총수요를 관리함으로써 실업 수준을 낮추고 수요를 창출하는 데 있었다.²⁶⁾ 하지만 1960년대부터 자본의 과잉축적으로 인해 이미 전생산능력 (full capacity production)에 접근하게 되었고, 서구 경제 부흥의 주된 견인차 역할을 했던 제조업의 수익성 조건이 변화함에 따라 선진 자본주의 국가들은 점차 경제적 어려움과 개혁의 도전에 직면하게 되었다. 자본의 과잉 축적에 따른 제조업 부문의 이윤율 하락은 노동에 대한 과잉 수요로 인한 임금증가와 그에 따른 이윤 압박을 초래했다. 즉, 자본의 과잉 축적과 수익률 하락 현상은 서구 경제에서 제조업이 더 이상 기업과 경제 전반에 있어 이윤 창출을 위한 기제로 작동할 수 없다는 것을 의미했다.²⁷⁾

<표 2-1>은 전후 1970년대를 거쳐 80년대까지 미국과 유럽을 비롯한 선진국의 제조업 부문의 이윤율 하락 추세를 보여준다. 특히 미국과 유럽 지역에서 1960년대 이래 꾸준한 감소세를 보이는 이윤율이 1970년대에 접어들면서 급속하게 하락하는 모습을 보여주고 있다. 제조업의 경쟁력 상실로 인한 수익성 구조의 변화는 이윤을 창출할 수 있는 새로운 분야로의 자본 집중 현상을 이끈다. 다시 말해, 기존에 제조업에 집중되어 있었던 자본이 이탈하여 서비스업과 금융 산업과 같은 3차 산업으로 이동하는 자본의 탈제조업화가 진행되는 것이다.

26) Samuel Bowles and Herbert Gintis, *Democracy and Capitalism: Property, Community, and the Contradiction*, (New York: Basic Books, 1986), pp. 57-60.

27) Philip Armstrong, Andrew Glyn, and John Harrison, *Capitalism Since 1945* (1991), 김수행 역, 『1945년 이후의 자본주의』, (서울: 동아출판사, 1993), pp. 350-352.

<표 2-1> 1960년대 이후 선진국의 법인기업 및 제조업의 순이윤율

(단위: %)

연도	선진국		유럽		미국		프랑스		영국		독일		이탈리아	
1960	16.9	24.7	20.5	21.5	13.8	24.8	24.2	20.2	13.5	15.6	22.9	28.6	25.3	19.2
1961	16.6	24.0	19.2	19.3	13.9	24.2	24.0	19.5	11.5	12.7	20.2	25.2	25.4	18.9
1962	17.2	24.3	18.0	16.7	15.9	27.9	24.1	18.7	10.3	11.0	18.0	21.0	23.8	15.9
1963	17.7	25.7	17.6	15.7	17.0	30.7	25.6	19.5	11.3	11.7	16.2	18.6	21.3	13.0
1964	18.5	27.5	18.0	16.8	18.2	32.3	27.5	21.6	11.8	12.9	17.0	20.0	19.5	12.4
1965	19.4	29.1	18.2	16.7	19.9	36.4	27.9	21.5	11.2	12.0	16.5	19.4	21.5	14.3
1966	19.5	28.2	17.9	15.9	19.6	35.2	28.5	22.4	9.8	10.2	15.1	16.7	23.0	16.4
1967	19.0	26.1	18.1	15.9	17.5	29.4	29.0	22.1	9.5	10.0	14.3	16.7	24.5	16.6
1968	19.3	26.8	18.8	17.4	17.1	28.8	27.1	22.5	9.6	9.5	15.9	20.6	26.6	17.8
1969	18.8	25.3	19.0	18.2	15.1	24.5	27.8	24.9	9.3	9.1	15.8	21.4	27.0	17.9
1970	17.1	21.9	17.3	16.8	11.9	18.0	27.1	22.5	7.5	9.7	14.5	18.5	23.5	16.0
1971	16.0	20.7	16.4	14.5	12.5	19.9	26.7	21.5	7.4	7.8	13.3	16.4	21.1	12.2
1972	16.1	21.3	16.7	14.7	13.1	21.6	26.6	22.4	7.7	9.1	12.8	14.8	22.3	13.0
1973	15.4	21.9	16.0	15.4	13.2	22.0	27.0	23.3	8.0	8.9	12.2	15.2	19.6	15.2
1974	12.6	16.4	13.7	13.8	10.4	15.1	24.5	22.1	4.5	4.3	10.4	13.7	17.3	15.9
1975	11.7	13.1	11.4	8.8	11.0	16.2	20.7	13.0	3.3	2.4	9.2	11.0	13.5	7.8
1976	12.3	15.3	11.9	11.2	11.7	18.2	18.9	15.1	4.1	3.0	10.9	13.3	14.5	12.2
1977	13.0	16.0	12.5	11.8	12.5	19.7	19.9	16.2	6.4	6.2	11.1	12.9	13.3	11.2
1978	13.2	16.2	12.9	12.4	12.1	18.5	19.9	17.5	6.6	6.5	11.6	13.0	14.3	12.3
1979	12.6	14.9	13.4	13.8	10.7	14.9	19.8	18.7	6.0	4.6	11.8	13.4	17.1	17.9
1980	12.1	12.3	13.5	12.1	9.2	10.6	21.7	14.0	5.0	2.5	10.0	9.5	18.6	21.2
1981	11.5	11.5	11.8	10.4	9.6	11.3	16.9	11.8	5.1	1.5	8.9	7.8	17.0	18.9
1982	10.6	10.2	11.7	10.5	7.9	8.5	16.3	12.0	6.7	3.3	9.0	8.8	15.6	16.6
1983	11.5	11.5	12.5	11.6	9.4	10.8	17.1	12.9	8.1	4.4	10.4	11.6	15.1	15.7
1984	13.1	14.2	13.6	12.7	11.7	14.8	18.4	14.5	8.9	5.0	10.9	12.2	17.0	17.5
1985	13.2	14.3	14.3	14.3	11.3	13.5	19.1	16.2	10.0	6.9	11.3	14.1	17.8	18.6
1986	13.5	15.1	15.7	16.7	11.2	14.2	21.6	19.1	9.0	8.5	12.2	16.2	21.2	21.6
1987	13.6	15.9	16.3	17.7	11.2	15.4	22.2	21.5	10.4	10.2	12.4	14.9	21.4	23.9

註: 왼쪽 수치는 법인기업 전체의 순이윤율을, 오른쪽 수치는 제조업 부문의 순이윤율을 나타냄.

出處: Amstrong, et al. (1991)의 부표 1, 2 참조; 최배근 (2008)에서 재인용됨.

특히 미국의 제조업 수익률 하락과 국내적 대응은 국제적 차원의 자본자유화 물결을 이끌었으며, 이는 곧 다른 선진 자본주의 국가들로 하여금 국내 금융개혁을 추진하게 하는 직·간접적인 계기로 작용하였다. 제조업에서 경쟁력을 상실한 미국은 1969년 최초로 일본에 대해 무역 적자를 경험하고 이듬해 서독과의 무역에서도 적자를 기록하였다. 이어 1971년 최초로 경상수지 적자의 길로 접어들었다. 특히나 1970년대 들어 동아시아 신흥 공업국의 급속한 공업화와 80년대 중반 이후 급부상한 중국의 공업화는 미국 제조업의 임금 및 가격경쟁력을 더욱 떨어뜨리는 요인으로 작용했다. 이러한 국제 생산 체제의 환경 변화로 미국의 경상수지 적자는 지속될 수밖에 없었고, 이는 곧 서비스업, IT 산업, 금융 부문의 자본 집중을 가속화 시켰다.

자본의 탈제조업화와 그로 인한 자본자유화 과정과 관련하여 미국 당국은 국내적으로는 이자평형세 (Interest Equalization Tax) 폐지와 같은 자본통제 반대에 대한 정책들을 단행하였으며, 칸막이식 금융 규제를 완화하면서 금융 기관의 영업 범위를 특정 기능과 지역으로 묶어놓은 장벽을 점차적으로 제거해 나갔다. 대외적으로는 경상수지 적자가 증가되는 가운데 국제금융시스템을 시장 중심으로 변화시켜 유럽과 일본의 통화를 재평가하여 국제 수지 적자의 압력을 전가하였다.²⁸⁾

28) 최배근, 2008, pp. 133-135.

2. 국제통화질서의 변화

미국을 시작으로 선진 자본주의 국가들이 국내적으로 직면했던 자본의 탈공업화 현상과 함께 1970년대 이후 전개된 국제통화질서의 변화는 국제적 차원에서 자본자유화를 더욱 가속화시켰다. 전후 30년 동안 지속되었던 고정환율제의 붕괴와 변동환율제의 도입으로 외환시장 거래가 증가하면서 자본의 자유로운 이동을 막는 규제들이 철폐되었으며, 이는 곧 간접금융시스템 경제들에게 시장 중심적인 시스템으로의 전환을 요구하는 것이었다.

변동환율제도로의 이행은 세계 경제에 대한 미국의 헤게모니 쇠퇴와도 연결되었다. 70년대 초 무렵부터 약화되어 가는 달러의 위상이 더 이상 국제 경제와 세계 동맹 체제를 유지하기 위한 핵심적인 기제로 작동하지 못하게 된 것이었다. 국제통화질서의 변화가 독일과 이탈리아와 같은 개별 국가들에게 주었던 영향을 논의하기 위해서 전후 국제통화체제의 변화 과정을 살펴볼 필요가 있다.

전후 국제 금융은 브레튼우즈체제 (Bretton Woods System) 아래 각국 중앙은행 간의 긴밀한 협조 아래 고정환율통화제도가 붕괴되기 전인 1970년대 초반까지 유지되었다. 브레튼우즈체제의 핵심은 미국 달러 가치를 금에 고정시키고 회원국들의 통화를 달러에 연계시켜 국내 정책의 자율성과 국제통화의 안정성 모두를 확보하는 데 있었다. 이 체제는 19세기 후반의 엄격한 근본위제와 1930년대의 통화 무정부 상태 간 일종의 타협책으로 기능했다. 국제통화기금 (International Monetary Fund: IMF)은 일국이 국제수지 불균형에 처하면 환율 조정 승인을 통해 전반적인 국제 통화 체제를 관리 및 책임지는 역할을 담당했으며, 국제수지 적자국이 통화예비금을 이용할 수 있도록 하였다.²⁹⁾

하지만 성공적인 것으로 평가받던 브레튼우즈체제는 실제로 통화정책의 자율성과 안정성 모두를 달성하기 위한 원래의 의도대로 작동하지

29) Robert Gilpin, *The Global Political Economy: understanding the international economic order*, (Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2001), pp. 235-237.

못했다. 무엇보다 1960년대 베트남전 이래 미국 국내 경제의 급속한 물가 상승과 뒤이은 가격 안정 추구 중단으로 1971년 8월 고정환율제가 종식되었다. 고정환율제의 포기 이후에도 한동안 미국 달러는 국제통화체제와 미국을 중심으로 하는 세계 동맹 체제를 유지하는 데 핵심적인 역할을 담당했다. 하지만 서유럽과 일본의 재건, 한국전쟁과 베트남전쟁 동안 지속적으로 확대된 달러의 대거 유출은 미국의 인플레이션 팽창을 유발한 동시에 궁극적으로 국제통화체제의 기축통화로써 달러에 대한 신뢰도를 크게 하락시켰다.³⁰⁾

이후 서방 국가들은 브레튼우즈체제와 같은 안정적인 국제통화시스템을 재건하기 위해 노력했으나 고정환율제 종식 이후 국제통화체제는 근본적으로 변동환율제도를 중심으로 하는 체제로 변해왔다. 1971년 8월 닉슨선언 이후, 앞서 언급한 미국 제조업의 수익성 조건 변화와 그로인한 무역수지 적자 확대로 미국 정부는 1971년과 73년 두 차례에 걸쳐 달러의 평가절하를 단행했다. 이어 일본의 엔화가 절상되고 미국과 비슷한 산업 구조 변화에 직면한 다른 서방 국가들의 평가절하가 이어지면서 국제통화체제의 불안정성이 더욱 확대되었다.³¹⁾

같은 해 12월 미국과 서유럽 국가들을 중심으로 고정환율제를 복귀하고 안정적인 통화체제를 재건하려는 국제적인 노력의 일환으로 스미소니언 협정 (The Smithsonian Agreement)이 체결되었다. 스미소니언 협정의 핵심은 달러에 각국의 통화 가치를 고정함으로써 브레튼우즈체제의 골자를 유지하는 것과 함께 환율의 변동폭을 상하 1%에서 2.25%로 확대하는 것을 통해 보다 넓은 변동폭을 갖는 고정환율제를 채택하는 데 있었다. 하지만 환율 변동폭의 확대에 의한 환율 불안정성을 우려한 유럽 국가들은 미국 달러에 대해 상하 2.25%의 변동폭을 유지하되 역내 국가들 사이에서는 변동폭을 상하 1% 범위 내에서 변동할 수 있도록 하는 스네이크 체제 (snake in the tunnel)를 채택하였다.³²⁾

30) Gilpin, 2001, pp. 236-239.

31) 최배근, 2008, pp. 127-128.

32) 스네이크 체제 (snake in the tunnel)는 달러화에 대한 환율 변동폭을 터널로, 그리고 유럽 역내 국가들 사이에서의 환율 변동폭을 그 안에 들어 있는 뱀으로 묘사한 것이다. 최배근, 2008, pp. 128-129.

위와 같은 고정환율제로 복귀하려는 미국 및 서유럽 국가들의 노력에도 불구하고 변동 가능한 고정환율제도는 1973년에 그 기능이 정지되었고 본격적으로 변동환율제의 통화 질서가 전개되었다. 스미스소니언 합의와 스네이크 체제가 오래 지속되지 못하고 변동환율 제도로 이행하게 된 근본적인 이유는 고정환율, 통화정책의 자율성, 국제자본의 이동성이라는 세 가지 요소가 동시에 작동할 수 없기 때문이다.³³⁾ 이른바 불가능한 트리오 (impossible trilogly) 혹은 양립할 수 없는 삼위일체 (trilemma or irreconcilable trinity)의 상충관계 하에서 셋 중에 반드시 하나를 포기해야 한다면 1970년대 미국을 비롯한 주요국의 선택은 고정환율일 수밖에 없었다. 먼저 1970년대 초 국제 자본의 흐름은 이미 불가역적인 환경으로 자리 잡았고 이를 통제할 수 있는 국가나 수단이 더 이상 존재하지 않았다. 나머지 고정 환율과 통화정책의 자율성 사이에서 주요 선진국의 선택은 국내 정치적 수단과 밀접하게 관련되어 있는 재량적 정책을 지키고 고정 환율을 포기하는 것이었다. 특히, 70년대 초 재선을 앞두고 있었던 닉슨 행정부는 높은 국내 실업률의 문제를 안고 있었던 국내 상황 하에서 총수요 확장 정책을 통한 경기부양을 우선에 두었다. 달러의 가치 유지보다 국내 경제 정책에 우선순위를 두었던 미국의 정책은 재조정된 환율 체제가 그리 오래 지속되지 못하리라는 예상을 낳았고, 이러한 예측과 함께 대규모의 달러 투매가 계속되었고 결국 고정환율제도는 공식적으로 사라지게 되었다.³⁴⁾

1980년대에 접어들면서 주요국의 환율은 종전과는 다르게 매우 큰 변동폭을 보이며 변화하였다. 유럽 국가들은 오랫동안 72년 스네이크 체

33) 고정 환율이 유지되는 상황에서 정부가 통화 정책을 사용해서 고용과 산출을 조정하고 싶다면 고정 환율을 포기하든지 아니면 자본 이동을 통제할 수 있어야 한다. 여기서 먼저, 고정 환율을 포기하고 환율 변동을 수용한다면 통화량 증가는 산출과 고용을 증가시키므로써 경상수지를 악화시키고 이자율을 하락시켜 자본수지를 악화시킨다. 국제 수지의 악화는 환율을 상승시키고 이는 곧 수출 증대로 이어지므로 산출과 고용 확대 효과를 가져 온다. 다음으로 만약 자본 이동을 통제시키면 통화량 증가로 인한 금리 하락으로 총수요가 증가하여 산출과 고용이 증가한다. 이로 인한 경기 확대는 수입 증가와 국제 수지 악화를 가져오고 외화 유출이 증가하고 통화량이 감소하는 효과를 가져 올 것이다. Robert Gilpin, *The Challenge of Global Capitalism: the world economy in the 21st century* (Princeton, New Jersey, and Oxford: Princeton University Press, 2000), pp. 121-124; 차명수, 『금융공황과 외환위기, 1870-2000』, 대우학술총서 472 논저, (서울: 아카넷, 2000), p. 172.

34) 차명수, 2000, pp. 172-174.

제, 79년 유럽통화제도 (European Monetary System: EMS), 95년 유럽 통화동맹 (European Monetary Union: EMU)의 출범 등으로 안정적인 통화 질서를 구축하려는 노력을 지속해왔지만 브레튼우즈체제 종식 이후 유럽 지역의 통화시스템은 기본적으로 변동환율제도를 기반으로 전개되었다.

변동환율제도의 확산으로 금융 차익 거래의 가능성이 커짐에 따라 전 세계적으로 외환시장 거래가 증가하였고, 이러한 상황에서 직접금융시스템이 발달한 미국이 주도적으로 자본시장 개방에 대한 필요성을 제기하였다. 세계 환율시스템의 변화 과정은 앞서 언급한 미국의 무역수지 악화 와 달러의 신용도 하락 등 미국의 국내 경제적 어려움과 직접적인 관련이 있는 것이었는데, 이는 동시에 세계 경제와 서유럽 경제에 있어서 미국 헤게모니의 쇠퇴를 의미하는 것이기도 했다. 즉, 국내 제조업의 쇠퇴와 경상수지 적자의 지속적인 확대는 실물경제에서 미국 영향력의 상대적 약화를 드러냈고, 변동환율제도의 이행과 달러 헤게모니의 종식은 국제자본 시장에서 미국 패권의 쇠퇴를 의미하는 것이었다.

국제통화질서가 근본적으로 변동환율제도를 중심으로 재편되자 자본의 금융 집중 현상은 더욱 가속화되었으며, 이는 곧 각국의 금융부문에 대한 대대적인 규제 완화로 이어졌다. 이와 관련하여 일명 빅뱅이라 일컬어지는 금융폭발이 1980년대 중반 영국을 시작으로 유럽 전역으로 확대되었다. 빅뱅은 당시 영국이 단행했던 금융부문의 탈규제와 자본자유화 정책이 마치 우주 폭발과 같이 파격적이었기 때문에 붙여진 것이었는데, 프랑스와 독일 등 유럽의 주요국에서도 개혁의 정도와 속도에 차이가 있을 뿐 영국의 빅뱅과 비슷한 시기에 자본시장과 금융부문에 대대적인 수정이 가해졌다.

유럽 자본자유화 물결의 출발점인 영국의 금융개혁은 런던증권시장의 격상과 증권회사의 경쟁력 제고를 목적으로 80년대 중반을 기점으로 종전과는 다른 방식으로 진행되었다. 개혁의 내용은 은행, 증권, 보험 등의 금융 산업 간 장벽을 제거하고, 증권거래소 가입 자격과 매매 수수료를 자유화하고, 국내에 진출한 해외 금융기관에 대한 진입 장벽을 제거하

는 등 매매시장에 대한 규제를 철폐하는 성격을 띠는 것들이었다.³⁵⁾ 빅뱅의 결과 영국은 외환, 채권, 파생상품 거래의 중심국이 되었으며, 해외 금융기관들 역시 미국을 제치고 영국에 집중되는 등 영국 금융시장의 위상은 크게 변하였다.³⁶⁾

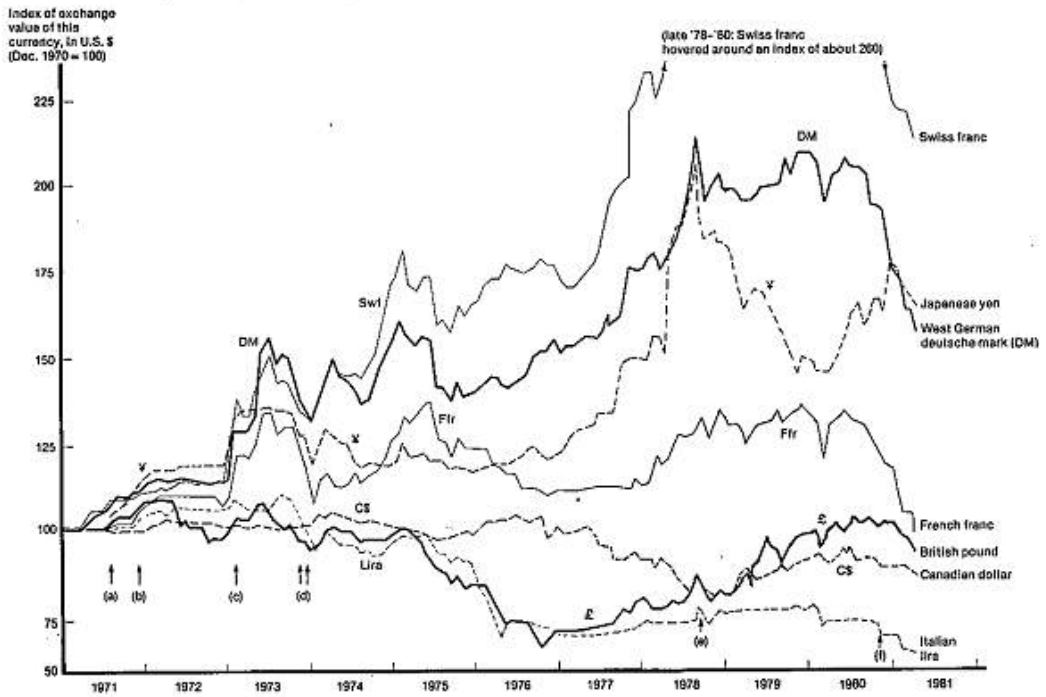
영국에 이어 다른 유럽 주요국들도 프랑스판 빅뱅, 독일판 빅뱅 등 자본시장 및 금융부문의 대개혁을 추진하였다. 프랑스의 경우 50년 동안 유지해온 외환규제를 점차적으로 완화하면서 국내 자본시장의 발전을 가져왔다. 파리 금융선물거래소 (Marche a Terme des Instruments Financiers: MATIF)와 파생상품거래소 (Marche de Options Negociables de France: MONEP) 등을 개설하였고, 법률 개정을 통해 경쟁체제를 갖춘 은행시스템이 구축되었다. 한편, 다른 국가들보다 신중하게 금융의 탈규제를 진행했다고 평가받는 독일의 경우에도 유사한 시기에 많은 변화를 시도하였다. 독일 당국은 1984년 최신 금융상품을 도입하였고, 1980년대 후반에는 증권거래 시스템의 재정비를 통해 자본시장의 금융시장 활성화를 도모하였다.³⁷⁾ 독일의 금융개혁에 대해서는 3장에서 자세히 논의될 것이다.

35) 최배근, 2008, pp. 144-145.

36) 1986년 빅뱅 이후 10년 동안 영국과 유럽의 불황으로 런던 금융가는 위기를 맞기도 했지만 일련의 금융시장 및 자본자유화 정책으로 2000년대 영국 금융시장의 위상은 세계 최고 수준으로 변모하였다. 런던증권거래소는 세계의 다른 거래소보다 4배에서 5배 가량 많은 거래량을 기록하고 있으며, 해외 금융기관들이 런던으로 집중하면서 2005년도에는 미국을 제치고 외국인직접투자의 비중이 가장 높은 것으로 나타났다. 파생상품과 헤지펀드 자산 운용 등에 있어서도 영국이 주도권을 장악하게 되었다 (최배근, 2008, p. 146).

37) 최배근, 2008, pp. 152-156.

<그림 3> 주요 통화의 환율 변동, 1971-1981



註: Lindert and Kindleberger (1982)는 1971년 이후 변동환율 추세를 보여주면서 다음과 같은 주요 사건들을 주지하였다. (a) 1971년 8월, 닉슨의 달러 금본위제 중단 선언; (b) 1971년 12월, 스미소니언 협정; (c) 1973년 2월, 미국 달러의 평가절하와 공식적으로 금에 대해 평가절하됨; (d) 1973년 11월-12월, 1차 석유파동; (e) 1978년 11월 3일, 카터 정부는 다른 통화들에 대해 달러의 평가절상을 기대하는 투기 세력들을 저지하기 위해 베어트랩 (bear-trap)을 발동; (f) 1980-1981, 미국 이자율 인상에 따라 투기자들은 유럽보다 미국에 더 많은 안정성을 기대하게 됨.

出處: Lindert and Kindleberger (1982: 395).

3. 유럽 경제통합의 심화와 위기

앞서 살펴보았듯이 서구 경제의 수익성 조건 변화와 그로인한 자본의 탈제조업화 현상, 그리고 국제통화질서의 변화는 비단 유럽 국가들뿐 아니라 북미, 일본, 개발도상국 등이 연계되어 있는 국제적 수준의 정치경제적 환경 변화였다. 그렇다면 이 시기 유럽 지역 내에서 어떤 지각변동이 개별 국가의 금융시스템에 도전을 가져다주었을까.

본 소단원에서는 유럽지역 수준에서의 정치경제적 주요 흐름들을 유럽통합과 경제위기를 중심으로 살펴볼 것이다. 여기서 유럽 블록의 변화는 앞서 살펴본 국제정치경제 정세와 동떨어진 것은 아니었으며 오히려 국제 환경과 긴밀하게 연결되어 있었다. 유럽의 변화는 세계 경제의 지각변동과 동시에 일어나기도 했고, 혹은 국제정치경제 환경 변화에 대한 반작용으로 전개되기도 했다.

1) 유럽 경제통합의 심화

유럽 국가들에게 1990년대는 종전의 유럽공동시장 (European Common Market) 창설을 뛰어넘어 경제통합과 통화통합을 완성시켰다는 점에서 보다 진일보한 지역 통합이 일어난 변환의 시기였다. 또한 전후 유럽 지역의 지속적인 통합에 대한 노력이 결실을 맺은 시기이기도 했다. 사실 유럽의 경제통합과 통화동맹의 구축은 오래 전부터 논의되어 왔다. 하지만 1980년대 중반까지 유럽통합의 움직임이 침체되어 통합주의자들조차 유럽 지역의 통합이 성공하지 못한 것으로 판단했다.³⁸⁾ 이런 점에서

38) 1970년대 말부터 1980년대 초까지 유럽 비관주의 (Europessimism)와 유럽 경화증 (Eurosclerosis)이 만연했을 당시 학계와 정계 모두 유럽의 제도와 이 지역의 통합에 대한 신뢰를 잃어버렸다. 이후 1986년 유럽단일의정서 (Single European Act: SEA) 가 서명되어 이듬해 채택되는 과정을 통해 공동시장 완성과 단일시장화를 목표로 하는 통합에 대한 활발한 움직임이 재개되었다. Andrew Moravcsik, "Relaunching Integration: The Single European Act, 1984-1988," in Andrew Moravcsik (eds.), *The Choice for Europe*, (New York: Cornell University Press, 1998), p. 314.

93년 유럽 연합의 출범과 이후 전개된 경제 영역을 넘어선 통합에 대한 논의는 유럽 지역에서 전개된 거대한 지각변동이었다. 그렇다면 유럽의 경제통합과 통화동맹의 완성이 갖는 의미는 무엇일까. 이 시기 진행된 통합의 배경과 과정이 유럽 각국에 어떤 도전을 안겨다 주었을까.

1986년 서명된 유럽단일의정서 (Single European Act: SEA)와 경쟁정책 (Competition Policy)의 강화는 EU와 EMU 창설에 결정적인 역할을 한 것과 동시에 개별 국가들의 경제 정책에 직·간접적인 영향을 주었다. 직접적인 영향과 관련하여 유럽연합은 독일과 이탈리아를 포함하는 회원국들의 상품과 서비스, 그리고 자본의 자유로운 이동을 방해하는 정책들을 규제하는 동시에 회원국 간, 역외 시장들 간 거래 장벽을 철폐시켰다. 간접적으로 EU는 경쟁정책과 규제, 그리고 단일시장의 작동을 뒷받침하는 준칙들을 통해 회원국 정부들에게 국내 경제 간섭을 줄이도록 강제하였다. 유럽이 제시한 탈규제 정책들은 많은 산업 영역 중에서도 항공 운송업, 통신업, 전력 산업, 그리고 금융 서비스업에서 그 영향이 크게 나타났다. 특히, 금융 서비스의 자유화와 관련하여 국내 은행업, 증권, 보험 시장은 다른 회원국들에 대해 자유 경쟁을 하도록 강제되었다. 즉, 해외 금융 기관의 국내 진출에 대한 진입 장벽을 낮춤으로써 금융서비스의 자유 경쟁과 현대화를 유도한 것이다. 금융 기관들은 EU 국가 어디에서라도 운용될 수 있었고, EU 이외의 지역의 금융 서비스에 접근하는 싱글 패스포트 (single passport)를 포함하고 있었다.³⁹⁾

유럽의 경쟁정책은 유럽공동체 (European Community: EC) 조약으로까지 거슬러 올라가는데, EC조약의 3조에 따르면 유럽연합은 역내 시장 내 경쟁이 왜곡되지 않도록 보장하는 시스템을 포함하여야 한다고 명시하고 있었다. 이러한 목표를 달성하기 위해서 상기한 조항은 자유무역과 단일시장에서의 경쟁을 약화시키는 반경쟁적 행위를 방지할 수 있도록 집행위원회에 벌금 부과와 같은 강한 정책 수단들을 사용할 수 있는 권한을 부여했다. 초기에 경쟁정책의 집행위원회 총국은 특정 회원국에 대한 정치적 영향력이 약했기 때문에 항상 완전경쟁 정책을 추구할 수 있었던

39) Hix, 2005, pp. 239-251.

것은 아니었지만 위원회의 정치적 리더십이 강해짐에 따라 경쟁정책은 유럽통합 정책 중에서도 가장 강력하고 영향력 있는 정책들 중 하나로 자리 잡게 되었다. 특히 Peter Sutherland (1985-1989), Leon Brittan (1989-1993), Karel Van Miert (1993-1999) 등 1985년 이후 취임한 경쟁정책 담당 집행위원장들은 정치적 리더십을 발휘하여 엄격한 반독점 정책을 적용하는 등 공세적인 집행을 주도하였다. 결과적으로 1990년대 들어 유럽의 경쟁정책은 유럽통합의 중심축으로 기능하는 동시에 유럽 전체의 경제 발전을 위한 모델로까지 인식되기도 했다.⁴⁰⁾ 유럽 단일시장 프로그램과 경쟁정책의 강화로 유럽 국가들은 국내 산업 부문의 반독점과 정부 보조에 대한 규제 정책을 시행하였고, 자유 경쟁과 경합 시장 구축에 방해되는 장벽들을 제거해나갔다.

한편, 1991년 12월 체결되었던 마스트리히트 조약 (Maastricht Treaty)을 통해 유럽연합의 탄생과 EMU 결성이 구체화되었다. 이 조약은 90년대 초반 유럽 전반에 신자유주의 구조조정이 몰아치는 과정 속에서 등장했다. 마스트리히트 조약의 핵심 내용은 유럽중앙은행 (European Central Bank: ECB)을 두어 유럽에 단일통화를 도입하기로 결정한 것이었다. 유럽통화동맹에 가입하기 위해서 각국 정부의 재정적자는 국내총생산의 3%, 국가채무는 정부예산의 60% 미만이 되어야하는 조건을 포함하고 있었다.⁴¹⁾

구체적으로 당시의 유럽경제공동체 (European Economic Community: EEC)는 세 단계의 과정을 거쳐 1999년부터 유럽통화동맹을 작동시키기로 합의하였다. 우선 첫 번째 단계로 1992년부터 역내 국가들 사이에서 상품, 노동력, 자본의 자유로운 이동을 전면화해서 단일시장권을 형성하는 것이었다. 이때부터 기존의 유럽경제공동체 (EEC)와 유럽공동체 (EC) 대신에 유럽연합 (EU)이라는 공식 명칭이 사용되기 시작했다. 두 번째 단계에서는 회원국의 인플레이션율, 이자율, 재정 적자 규모와 같은 거시경제 지표 수준을 일정한 수렴 기준 (Convergence Criteria)⁴²⁾

40) Hix, 2005, pp. 242-244.

41) Hix, 2005, pp. 314-315.

범위로 좁히는 것이었다. 이어서 마지막 세 번째 단계는 1999년부터 ECB를 가동시키고 유럽 단일통화를 발행하는 것이었다.⁴³⁾

마스트리히트 조약이 제시한 EMU 참여 조건에 따라 유럽 각국 정부는 재정적자를 줄이기 위한 시도를 했으며, 사회복지 지출 삭감과 공공 부문 예산 축소 등의 신자유주의 구조조정을 단행하였다. 마스트리히트 조약으로 경제 전반적인 신자유주의적 개혁이 진행 되었을 뿐 아니라 조약이 규정하는 거시경제지표의 수렴 조건과 자본 이동의 전면 자유화는 참여국의 국내 자본시장 및 금융시스템에 커다란 도전을 가져다주었다.

42) 거시경제 지표에 대한 수렴 기준에 대한 구체적인 내용과 기준 설정의 목적과 필요성에 대한 논의는 Charles Wyplosz, "The EMU: Why and How It Might happen," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 4 (1997 Autumn), pp. 3-22와 Hix, 2005, pp. 313-320을 참조. 이 조약은 5가지 수렴 기준을 제시하였는데, 첫째, 3개의 모범국가들의 인플레이션의 1.5%를 상회하면 안 되는 조항을 포함하고 있었다. 둘째, 이자율은 3개 모범국 이자율의 2%를 넘을 수 없었고, 셋째, 재정 적자는 GDP의 3%, 넷째, 국가 부채는 60%를 벗어나면 안 되었다. 마지막으로 환율은 평가절하 없이 최소 2년 간 중앙 비율의 2.5%를 벗어나지 못했으며, 상기한 다섯 가지 기준들이 충족되어야 EMU에 가입할 수 있었다.

43) Hix, 2005, pp. 314-315; 차명근, 2000, pp. 205-206.

<표 2-2> 2000년대 초반까지 유럽연합의 통합과정

1951년 파리조약	<ul style="list-style-type: none"> - 프랑스, 독일, 이탈리아, 벨기에, 네덜란드, 룩셈부르크 - 유럽석탄철강공동체 (ECSC) 창립
1957년 로마조약	<ul style="list-style-type: none"> - 유럽경제공동체 (EEC), 유럽원자력공동체 (EURATOM) - 1960년대: 관세동맹, 공동무역 및 농업정책 체결 - 1973: 1차 확대 (영국, 덴마크, 아일랜드) - 1975: 유럽지역개발자금 (ERDP) 설립 - 1979: 유럽통화제도 (EMS) 발족 - 1981: 2차 확대 (그리스)
1986년 유럽단일의정서	<ul style="list-style-type: none"> - 1985: 유럽공동체내역내시장백서 (White Paper on Completing the Internal Market) 채택 - 1986: 3차 확대 (스페인, 포르투갈)
1993 마스트리히트 조약	<ul style="list-style-type: none"> - 1993: 유럽연합 (European Union) 출범 - 1995: 유럽통화동맹 (EMU) 출범, 4차 확대 (오스트리아, 핀란드, 스웨덴)
1997 암스테르담 조약	<ul style="list-style-type: none"> - 통화동맹, 유럽시민권, 사법-경찰 공조, 공동대외안보정책 (CFSP) 제안
2001 니스 조약	<ul style="list-style-type: none"> - 유럽연합 인권헌장 (Bill of Rights) 공포 - 2002: 유로 (Euro) 통용 (영국, 덴마크, 스웨덴, 그리스 제외)

出處: Hix (2005).

2) 유럽의 경제위기

1992년 가을 유럽을 강타한 금융위기는 당시 유럽통화제도의 한계를 보여주는 것과 동시에 더욱 발전된 형태의 경제 및 통화 통합의 움직임을 가속화시켰다. 92년 9월, 영국의 파운드화와 이탈리아의 리라 등의 화폐가 독일의 마르크화로 대거 이체되는 현상이 벌어졌는데, 이를 계기로 유럽 주요국 통화가 평가절하 되면서 유럽 전역에 걸쳐 대규모의 금융위기가 발생하였다. 일명 유럽통화제도 위기 (EMS Crisis)라고 불리는 92년 유럽 경제위기의 시작은 독일의 정치경제 상황과 연결되어 있으며 그 전개과정과 여파는 이탈리아의 정치경제적 어려움과 직결된다는 점에서 상세히 논의될 필요가 있다.

1990년 독일 통일 이후 관계당국은 동독 재건을 위해 정부 지출을 확대하면서 발생한 인플레이션을 진정시키기 위해서 금리를 대폭 인상하는 등 강력한 긴축정책을 시행했는데, 결과적으로 이는 마르크화의 강세를 야기했다. 이어 즉각적으로 마르크화에 고정되어있던 유럽의 다른 통화들 역시 강세를 띠게 되었다. 각국 정부들은 마스트리히트 조약이 제시한 유럽통화동맹의 수렴 조건을 달성하기 위해서 지속적인 통화 강제로 불리해진 국내 경제 상황 속에서도 적극적인 재정 정책을 펴지 못하고 긴축 정책을 시행했다.⁴⁴⁾

당시 유럽통화제도의 고정환율제도는 각국의 경제력 차이에도 불구하고 경직적인 환율 폭을 적용하여 각국 경제의 실체를 제대로 반영하지 못하고 있었다. 특히 90년대 초반 일부 약세 통화국에 대한 평가 재조정이 적기에 이루어지지 못함에 따라 EMS의 동요 가능성과 취약성이 증가하였다.

이런 상황 속에서 1992년 6월 덴마크에서 처음으로 국민 투표를 실시하여 마스트리히트 조약에 대한 비준이 부결되었다.⁴⁵⁾ 이에 따라 유럽

44) Barry Eichengreen, "The EMS Crisis in Retrospect," NBER Working Paper No. 8035 (2000), NBER, p. 6.

45) Eichengreen, 2000, p. 9; Gilpin, 2001, p. 31.

통합에 대한 전망이 어두워지게 되었고, 투기 세력들은 당시 고평가되었던 유럽 통화들의 평가 절하를 예상하여 투기적인 공격에 나서기 시작했다. 92년 말부터 본격적으로 영국의 파운드화와 이탈리아 리라화에 대한 투기적인 공격이 시작되었다. 조지 소로스 (George Soros)의 Quantum Fund를 비롯한 헤지펀드들은 영국 파운드화에 대한 대규모의 투기적 공격을 지속하였고 영국 당국은 약 500억 달러에 해당하는 파운드화 매입을 통해 환율 방어에 나섰지만 실패하였다. 결국 영국은 93년에 유럽환율제도 (Exchange Rate Mechanism: ERM)의 탈퇴를 선언함으로써 고정환율제도를 포기하였다.⁴⁶⁾

한편, 이탈리아와 스페인의 경우 인플레이션이 독일이나 다른 유럽 국가들보다 월등히 높은 상태에서 자국 환율이 80년대 후반 이후 재조정 없이 92년까지 고정됨에 따라 리라와 페세타의 가치가 절상된 상태를 유지하였다. 이탈리아의 리라화는 투기 세력에 의해 급속도로 빠져나가기 시작했으며, 결국 이탈리아도 리라화의 7% 평가절하와 ERM을 포기할 수밖에 없었다. 93년 초 스페인의 페세타와 덴마크의 크로네, 벨기에의 프랑화, 포르투갈의 에스쿠도, 아일랜드의 펀트화에 이어 프랑스의 프랑화까지 투기 세력들의 공격을 받아 유럽 주요 통화들은 큰 폭의 평가절하를 경험해야만 했다.

주요국 통화들의 화폐절하로 유럽연합은 93년 8월 기준 환율을 상하 2.25%에서 상하 15%로 대폭 확대하였다. 결과적으로 79년 이래 유럽 지역 통화 질서의 큰 틀이었던 유럽통화제도가 해체되었고, EMS의 주요 메커니즘이었던 유럽환율제도가 포기된 것이었다.⁴⁷⁾ 즉, 변동 가능한 고정환율제도를 통해 안정적인 통화 가치를 유지하려는 유럽의 지속적인 노력에도 불구하고 통제 불가능한 자본 이동의 확산은 EMS와 ERM을 무력화시켰고, 유럽 전체에 금융위기를 가져다주었다. 이는 양립 불가능한 삼위일체를 다시 한 번 증명해 주는 것이기도 했다.

국제 자본의 자유로운 이동이 확대되는 상황에서 환율 변동을 일정한 수준으로 통제하기 어렵다면 자본 이동을 통제하거나 통화동맹을 통해

46) Eichengreen, 2000, pp. 7-12.

47) Gilpin, 2001, p. 35.

환율을 아예 제거하는 대안을 고려해 볼 수 있을 것이다. 유럽의 선택은 후자였다. 불안정한 통화 체제와 유럽 전역으로 확산된 금융위기에 대한 대응으로 1995년 유럽통화동맹이 발족되었으며, 주요 목표는 환율과 이자율 등의 가격 안정을 통해 유럽의 안정적인 경제 성장을 도모하는 것이었다.

EMU 창설에 대한 계획은 마스트리히트 조약에서 구체적으로 논의되었지만 사실 안정적인 통화 체제를 수립하려는 유럽 차원의 노력은 1956년 로마 조약 (Treaty of Rome)에서부터 시작되었다.⁴⁸⁾ 1971년 베르너 보고서 (Werner Report)는 1980년도까지 유럽통화동맹을 창설할 것을 구체적으로 제안하였으며, 1979년에는 유럽통화제도가 발족되었다. 이처럼 안정적인 통화 체제 구축과 경제 통합을 위한 유럽의 노력은 오랜 시간동안 지속되어 온 것이었다. 1999년 1월부터는 유로를 사용하는 단일 통화 지역이 본격적으로 가동되기 시작했다. 영국과 덴마크의 경우처럼 유럽연합의 모든 회원국들이 참여한 것은 아니었지만 유럽통화동맹은 지역 차원의 화폐 통합이 실현 가능하다는 것을 보여주었다.

요컨대, 고정환율제도의 종식, 유럽의 경제 및 통화통합의 심화, 그리고 1992년의 금융위기와 같은 일련의 사건들은 서로 별개의 사건들이 아니었다. 이러한 국제 정세와 유럽 지역의 환경 변화는 개별 국가들에게 신자유주의적 도전을 가져다주었는데, 특히 국제 자본의 자유로운 이동 확대로 간접금융시스템을 채택해왔던 국가들의 금융시스템은 더 이상 효율적으로 작동할 수 없었다. 어떤 방향으로든 국내 금융시스템에 수정이 가해질 수밖에 없었던 것이다.

48) Simon Hix, *The Political System of the European Union* (New York: Palgrave Macmillan, 2005), p. 313.

4. 독일과 이탈리아의 국내적 상황

독일과 이탈리아는 국제적 수준의 자본자유화 물결과 지역적 차원에서 유럽 공동체가 제시하는 수렴 조건을 충족시켜야 하는 동일한 조건에 놓여있었을 뿐만 아니라 유사한 국내적 어려움에 처해있었다. 두 국가 모두 장기간 누려왔던 호황의 종언과 함께 성장의 둔화를 경험하였고, 유럽 지역과 국제자본시장으로부터 국내 자본시장 개방과 탈규제의 압력에 놓여있었다. 조금 더 국내적 상황에 초점을 맞추면 독일과 이탈리아는 80년대 이후 만성적인 높은 실업율과 인플레이션의 문제에 직면했으며, 90년대 들어 독일 통일과 유럽의 금융위기를 계기로 양국은 각각 정부지출의 증가와 재정 적자의 어려움을 겪었다. 앞서 살펴본 세 측면의 대내외적 환경 변화와 함께 두 국가의 국내적 상황은 위기를 극복하고 새로운 발전 전략을 세워야 하는 근본적인 도전을 안겨다 주었다.

1) 독일의 국내적 상황

독일은 미국, 일본 등의 선진국과 다른 유럽 국가들과 마찬가지로 장기간 누려왔던 호황의 종언과 함께 1980년대를 맞이하였다 (<표 2-3>). 선진 자본주의 국가들의 불황에 대해서는 앞서 선진 경제들의 수익성 조건 변화와 자본의 탈제조업화 현상을 연결 지어 살펴보았다. 조금 더 독일의 상황에 초점을 맞추면 당시 독일의 국내 정치경제적 상황은 격렬한 노사분규와 통일 이후 불안정한 거시경제 상황들로 요약할 수 있다.

전후 독일의 정치경제체제는 경제운용과 발전에 있어서 사용자와 노동자, 그리고 국가의 삼자간 협력과 공동결정을 특징으로 하는 조합주의로 발전해왔다. 하지만 독일의 협력적 자본주의 체제는 국내 산업 구조의 변화와 경제적 세계화가 심화되면서 점차 시장지향 자본주의에 가까운 성격을 띠게 되었다. 먼저 국내 경제 구조 변화와 관련하여 독일은 1970년

대 말부터 1990년대에 이르기까지 지속적인 파업과 노사분규를 경험하였다. German Tribune에 따르면 1984년은 ‘독일 연방공화국 사상 가장 장기적이고 격렬한 노사분규’를 경험한 해였다.⁴⁹⁾

<표 2-3> 독일 GDP 성장률 추이, 1975-1989¹

(단위: %)

1975	-0.9	1981	0.5	1987	1.4
1976	4.9	1982	-0.4	1988	3.7
1977	3.3	1983	1.6	1989	3.9
1978	3.0	1984	2.8	1990	5.3
1979	4.1	1985	2.3	1991	5.1
1980	1.4	1986	2.3	1992	1.9

註: 1) 1991년 이전의 데이터는 서독의 성장률에 해당하며, 분데스뱅크가 계산한 1991년 성장률에 연동되어 추산된 결과임.

出處: Deutsche Bundesbank database.

이전까지 노동자를 자본주의 체제로 섭렵시켜 사용자와 순조로운 관계를 유지해왔던 것과 달리 70년대 말과 80년대 중반을 기점으로 노사분규가 불거질 수밖에 없었던 것은 일련의 파업과 노동운동들이 비단 임금 인상과 노동 시간 단축이라는 노동의 기본 조건 쟁취에서 비롯된 것만은 아니었기 때문이다. 여기에는 자본의 과잉축적으로 인한 노동자의 직무 변화라는 경제 구조의 변화에서 오는 문제들이 작용하고 있었다. 이 시기 발생한 독일의 노사 대결은 주로 인쇄업, 엔지니어링, 철강, 금속, 자동차와 제반 산업에서 발생한 것이었으며, 이와 같은 산업들에서 신기술 도입으로 인한 노동자의 직무 격하와 임금 및 노동 시간 변동의 문제와 직접적으로 연결되어 있었다.⁵⁰⁾

1982년 등장한 기독교민주당 (Christlich-Demokratische Union: CDU)의 콜 (Kohl) 정부는 생산성의 위기, 산업 구조의 변화, 국제시장 개방 압력의 유사한 도전에 직면한 미국과 영국처럼 감세, 탈규제, 복지

49) German Tribune, July-1-1984; Armstrong, et al., 1991, p. 383.

50) Armstrong, et al., 1991, pp. 382-383.

지출 삭감 등의 신자유주의적 구호를 내세웠다. 하지만 국내 경제의 모든 영역이 시장지향적으로 변한 것은 아니었으며, 통일 이전까지 서독의 경제 정책은 스칸디나비아 복지자본주의와 영미의 시장자본주의의 중간에서 운용되고 있었다.⁵¹⁾ 자본자유화, 산업정책, 거시경제정책의 영역에서는 신자유주의적 수정을 가했지만 노동 및 사회정책에 있어서는 조합주의의 역사적 산물이 강하게 작동해왔던 것이다. 노동시간, 실업보험, 의료보험의 혜택을 제공하는 독일의 포괄적인 노동과 복지정책은 효율성과 복지를 동시에 추구하는 사회적 시장을 이끌어온 반면에 이후 통일로 인한 비용 증가와 함께 독일 기업과 정부에 막대한 부담을 지워왔다.⁵²⁾

1990년대는 비단 경제의 영역에서만 아니라 정치, 사회적으로 독일에게 거대한 전환의 시기였다. 1990년 독일 통일 이후 구동독을 재건하기 위해서 재정 지출을 증가할 수밖에 없었는데, 이는 국내 금리 상승과 인플레이션을 유발했을 뿐만 아니라 당시 유럽 내 자본시장의 통합 진행으로 주변국의 금리 상승으로 이어져 유럽 전역에 불황을 가져오는 결과를 초래했다.⁵³⁾ 통일로 인한 즉각적인 변화 중 하나는 구동독으로의 자본의 대거 이동과 이 지역 기업들의 사유화였으며, 이는 곧 정부 재정 지원 확대와 국내 금융개혁에 대한 필요의 증대를 의미하는 것이기도 했다.⁵⁴⁾

통일에서 오는 정치적, 경제적 부담과 함께 독일 정부는 유럽 단일 통화를 만드는 데 주도적인 역할을 하면서 또 다른 비용을 치러야만 했다. 독일 통일과 유럽통화통합 출범을 위한 값비싼 노력을 치르는 동시에

51) Manfred G. Schmidt, "Still on the Middle Way? Germany's Political Economy at the Beginning of the Twenty-First Century," *German Politics*, Vol. 10, No. 3 (December 2001), p. 1-12.

52) Gilpin, 2001, pp. 168-169.

53) 당시 독일의 통화 공급은 1조 8000천억 독일 마르크 (Deutsche Mark) 가량 증가했으며, 이는 통일 이전 대비 15% 증가에 달하는 액수이다. 독일의 통일 비용은 처음에 1조 마르크를 예상한 것에서 훨씬 상회한 것이었다. 하지만 인플레이션은 90년도 2.7%에서 92년도 4.0%로 증가한 후 95년도에 1.7%로 떨어지는 등 통일 이전에 예상했던 것보다 완만하게 증가하였다. Beate Reszat, 2003, "Financial reform in Germany," in Maximilian J. B. Hall (eds.), *The International Handbook on Financial Reform* (Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2003), p. 91.

54) Reszat, 2003, pp. 91-92.

국내 산업 노동자들의 높은 임금수준과 복지혜택의 유지는 독일 경제에 근본적인 전환을 시도해야 하는 도전을 안겨다 주었다.

<표 2-4> 독일 공공 부채의 장기적 추세

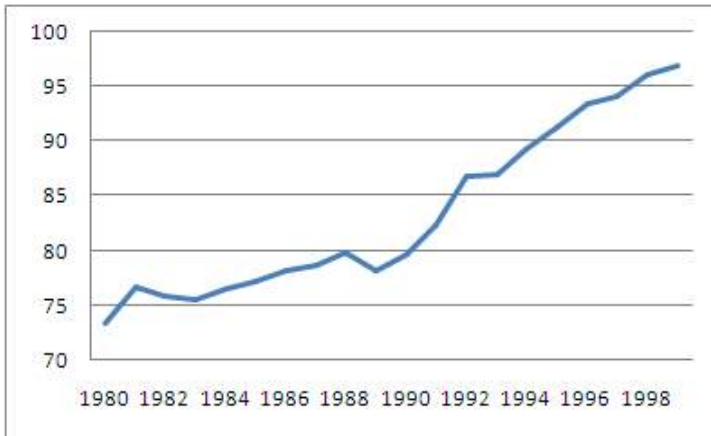
기간/연도	마지막 연도 기준 공공 부채		연평균 증가율 (%)
	DM billion	% of GDP	
1970-1974	192	19.6	10.3
1975-1979	414	29.8	16.6
1980-1984	718	41.0	11.6
1985-1989	929	41.8	5.3
1990-1994	1,662	50.1	12.3
1991 ¹	1,174	41.1	11.4
1992	1,345	43.7	14.6
1993	1,509	47.8	12.2
1994	1,662	50.1	10.1
1995	1,996	57.7	20.1
1996	2,135	60.3	7.0

註: 1) 1991년부터는 동독과 서독의 부채를 포함한 수치임

出處: Deutsche Bundesbank (1997: 18).

<그림 4> 독일 정부 지출 증가 추세, 1980-1998

(단위: 2005=100)



出處: Deutsche Bundesbank database.

2) 이탈리아의 정치경제적 상황

1980년대 초반 이탈리아의 인플레이션은 최고조에 달하였으며, 동일시기 다른 선진 경제들과 마찬가지로 성장의 둔화를 경험하였다. 하지만 80년대 중반을 거치는 동안 이탈리아 경제는 점차 회복되었으며, 이 시기 이탈리아의 변형은 제 2의 경제 기적으로 일컬어지기도 했다.⁵⁵⁾ 사실 이탈리아의 경기 회복은 소수 대규모 재단 중심의 이탈리아식 자본주의로 가능한 것이었는데, 이탈리아 특유의 기업지배구조 및 기업과 자본 사이의 관계는 본 논문의 분석 대상인 금융개혁과 밀접하게 관련되어 있다.

<표 2-5> 이탈리아의 인플레이션, 1974-1990

(단위: %)

1973	11.6	1979	15.7	1985	8.6
1974	18.5	1980	20.8	1986	6.1
1975	17.5	1981	19.3	1987	4.6
1976	18.0	1982	16.3	1988	5.0
1977	19.1	1983	15.0	1989	6.6
1978	13.9	1984	10.6	1990	6.1

出處: Amatori and Colli (2000).

이탈리아는 영국과 함께 1992년 유럽 경제위기의 중심에 있는 국가였다. 앞서 논의된 바와 같이 92년도의 외환위기는 개인 투자자들이 영국의 파운드와 이탈리아의 리라를 급작스럽게 독일의 마르크로 이체시켜 파운드와 리라와 같은 유럽 통화들의 평가절하를 일으키고 궁극적으로 유럽 통화제도와 유럽환율기구를 해체시킨 사건이었다. 이탈리아 정부 당국은

55) 1980년 인플레이션은 21.1% 에 달하였고, 83년에 15% 수준으로 떨어졌지만 80년대 초반에 거쳐 높은 물가상승을 기록하였다. 성장에 있어서 1980년도의 미니 붐 (mini-boom)을 제외하고 마이너스 성장률을 기록하였다. Paul Ginsborg, *A History of Contemporary Italy: Society and Politics, 1943-1988* (Penguin Books, 1990), p. 406.

<표 2-6> 이탈리아 GDP 성장률 추이, 1975-1989

(단위: %)

1975	-2.09	1981	0.84	1987	3.19
1976	7.12	1982	0.41	1988	4.19
1977	2.56	1983	1.16	1989	3.38
1978	3.24	1984	3.22	1990	2.05
1979	5.95	1985	2.79	1991	1.53
1980	3.43	1986	2.85	1992	0.77

出處: OECD database.

막대한 액수의 리라가 단기간에 대거 인출되자 일단 금리를 인상해서 리라의 유출을 막으려고 했다. 하지만 이자율 상승은 국내 경기를 위축시켰고 국채에 대한 이자 부담을 증대시켜 공공 재정 상황을 악화시키는 결과를 초래했다 (<표 2-7>).⁵⁶⁾ 국내 경기와 재정 상황이 악화되자 이탈리아 당국은 위기에 대한 대응으로 지속해왔던 통화 긴축을 중단하고 실질적으로 유럽통화체제로부터 이탈하였다.

금융위기와 함께 당시 이탈리아는 유럽통화동맹 가입을 위한 수렴 조건들을 달성하지 못하는 어려움에 직면해 있었다. 마스트리히트 조약이 제시한 EMU 수렴 조건의 다섯 가지 중에서 환율, 재정적자, 그리고 국가 부채와 관련된 사안에 있어서 고전을 면치 못했다 (<표 2-7>). 환율 조건과 관련하여 최소 2년 동안 자국의 환율이 유럽통화체제 범위인 2.25% 안에 머물러야 했다. 가입 조건을 만족시키기 위해서 이탈리아 정부는 긴축정책을 시행했고, 그 결과 이자율 상승과 경기 악화, 그리고 실업률 증가와 같은 엄청난 경제적·사회적 비용을 치러야 했다. 이탈리아의 긴축정책에도 불구하고 EMS 금융위기 시 리라화의 대대적인 평가절하와 함께 환율 변동폭은 15%로 확대되었으며, 이는 이탈리아가 유럽통화체제에서 벗어나 실질적으로 변동환율을 채택한 것과 다르지 않게 된 것이었다.

56) 차명수, 2000, pp. 209-210.

<표 2-7> 유럽 환율제도 (ERM) 국가들의 재정적자 및 정부부채 비중

국가	재정적자/GDP (%)					정부부채/GDP (%)				
	1991	1992	1993	1994	1995	1991	1992	1993	1994	1995
오스트리아	2.4	2.0	4.1	4.4	5.5	56.6	56.1	63.0	65.2	68.0
벨기에	6.5	6.6	6.6	5.3	4.3	132.6	134.4	141.3	140.1	138.3
덴마크	2.1	2.9	4.5	3.9	2.1	60.9	63.1	66.8	68.7	68.8
독일	3.3	2.9	3.3	2.5	2.3	42.7	47.3	51.8	54.6	62.5
핀란드	1.5	5.8	7.9	5.5	5.0	23.2	42.7	56.2	62.7	69.1
프랑스	2.2	4.0	6.1	6.0	5.0	41.1	45.6	52.9	56.8	59.5
그리스	11.5	12.3	13.2	12.5	11.4	81.7	88.6	117.1	119.8	120.2
아일랜드	2.1	2.2	2.3	2.2	2.5	95.3	90.7	92.7	87.9	83.3
이탈리아	10.2	9.5	9.6	9.0	7.8	103.9	111.4	120.2	122.6	122.1
룩셈부르크	1.0	2.5	2.1	2.3	1.4	6.0	7.0	7.0	7.0	8.0
네덜란드	2.8	3.8	3.2	3.0	3.3	76.4	77.1	78.5	79.0	79.4
포르투갈	6.5	3.3	7.1	5.7	5.4	62.2	63.2	67.8	70.4	70.8
스페인	4.9	4.2	7.5	6.6	6.2	49.9	53.0	59.4	63.5	66.5
스웨덴	1.1	7.5	13.4	10.4	9.2	53.7	69.8	74.6	79.4	84.5
영국	2.6	6.1	7.9	6.5	4.2	35.5	41.4	47.4	51.6	53.4

出處: Eichengreene (2000: 51).

III. 독일과 이탈리아의 금융개혁 결과

1980년대 이후 독일과 이탈리아의 금융개혁을 분석하기에 앞서 2장에서 당시 선진 자본주의 경제들이 직면한 외생적 조건들을 검토한 뒤 독일과 이탈리아의 국내적 상황에 대해 살펴보았다. 전자와 관련하여 선진 자본주의 경제들의 국내 제조업 부문에서의 수익성 조건 변화와 자본의 탈공업화 현상, 국제통화질서의 변화, 그리고 경제통합의 심화와 위기에 초점을 두어 살펴보았다.

유사한 국내외적 변화에 직면한 독일과 이탈리아는 80년대 이후 본격적인 국내 금융개혁을 추진했다. 하지만 시장지향적인 같은 방향의 금융개혁을 추진했지만 두 국가가 보여준 개혁의 결과는 상이했다. 본 3장에서는 독일과 이탈리아에서 금융개혁이 어떤 상이한 양상으로 전개되었는지 자본시장의 활성화에 초점을 두어 종속변수에 대한 확인이 이루어질 것이다.

앞서 밝히듯이 한 나라의 금융개혁은 자본시장, 은행제도, 규제개혁, 세금, 입법 등 국내 경제와 사회의 다양한 영역을 포괄하기 때문에 어떤 영역에 집중하는지 밝히는 것이 필요하다. 본 논문에서는 간접금융시스템 국가들에서 시장지향적인 금융개혁의 결과 기존의 관계금융 대신에 자본시장을 통한 금융 거래가 얼마나 활성화되었는지, 즉 국내 자본시장이 얼마나 성장했는지에 집중한다. 여기서 자본시장의 성장은 규모의 증대, 즉 자본시장의 양적인 확대만을 의미하는 것이 아니라 두 국가에서 오랫동안 지속되어 온 은행과 기업 사이의 관계적 금융에서 탈피하여 자본시장을 통한 자금 조달 방식이 활성화 되었는지를 의미한다.

1. 독일과 이탈리아의 자본시장 발달

1) 독일

독일의 금융개혁은 기존에 존재해왔던 제도들과 영미식의 새로운 제도들 간에 성공적인 조합을 구축한 것으로 평가된다.⁵⁷⁾ 미국, 영국처럼 급작스러운 금융혁신이 발생한 것은 아니었으며, 또 뒤에서 살펴볼 이탈리아의 경우처럼 전통적인 제도들이 새로운 제도들로 대체되지 못한 채 제한적인 개혁이 이루어진 것도 아니었다.

본 논문이 집중하는 금융개혁 내용 중 자본시장의 활성화와 관련하여 독일 금융시스템 전반에 걸쳐 가장 두드러진 변화로 1980년대부터 본격화된 금융의 증권화 (Securitization or Market Capitalization) 현상을 들 수 있다. 이는 다시 말해 기업의 자금 조달 노선이 다양해졌다는 것을 의미하는데, 기존에 은행대출을 통해 자금을 조달하는 방식에 국한된 것이 아니라 유로시장에서의 채권발행, 국내 자본시장, 해외로부터의 자금 조달이 확대되었다. <표 3-1>은 1990년대 말 주요국의 채권시장과 증권시장의 시가총액과 GDP에서 차지하는 비중 및 성장률을 보여주고 있다. 금융개혁의 후반기에 해당하는 97년 독일의 채권시장 규모는 3조 마르크에 달했으며, 이 규모는 이탈리아 시장의 1.5배, 프랑스 채권시장의 2배에 해당하는 것이었다. 독일 증권시장 역시 1.5조 마르크로 미국, 일본, 영국에 이어 네 번째로 가장 큰 시장을 기록하였다.

57) Lutz, 2000, p. 167; Lutz, 2006, p. 39; Deeg, 2005 (a), p. 170.

<표 3-1> 채권시장과 증권시장 규모와 성장률의 국제 비교, 1997년

국가/ 국가 그룹	채권시장 (Bond Market) ¹			증권시장 (Share Market)		
	시가 총액 (단위: DM billion)	GDP 대비 규모 (% of GDP, 단위:%) ²	90년대 연간 성장률 (단위:%) ³	시가 총액 (단위: DM billion) ⁴	GDP 대비 규모 (% of GDP, 단위:%) ²	90년대 연간 성장률 (단위:%) ⁵
오스트리아	242	53	9	66	15	6
벨기에	524	121	6	245	57	8
덴마크	292	88	5	168	51	12
핀란드	92	37	13	132	54	16
프랑스	1,191	42	7	1,209	42	9
독일	3,025	81	12	1,479	39	11
아일랜드	44	32	4	88	65	45
이탈리아	2,035	87	13	618	27	14
네덜란드	368	48	7	840	111	16
포르투갈	82	39	13	70	33	61
스페인	390	41	19	520	54	16
스웨덴	393	95	8	474	115	14
영국	827	35	10	3,707	155	12
EU 11개국 ⁶	7,993	66	-	5,327	44	-
일본	6,998	90	6	3,737	48	-10
미국 ⁷	17,264	117	8	19,028	129	18

註: 1) 1997년 9월 말 기준 국내 기발행 채권의 명목 가치 (nominal value)

2) 1997년 명목 GDP

3) 1989년 말부터 97년 3사분기 기간 동안 연간 평균 성장률

4) 1997년 말 국내 상장 기업 주식의 시장 가치

5) 1989년 말부터 97년 말까지의 연간 평균 성장률, 아일랜드와 포르투갈은 95년 -97년 동안의 평균 성장률

6) 덴마크, 그리스, 스웨덴, 영국을 제외한 유럽연합 국가들임

7) 뉴욕증권거래소와 나스닥의 시가총액

出處: Deutsche Bundesbank (1998: 58).

독일의 자본시장 성장과 관련하여 두 가지 사항에 대한 지적이 있어 왔는데, 비판의 내용들에 대해 확인해야 할 필요가 있다. 첫째로 자본시장 시가총액의 절대치가 독일의 금융개혁 성과를 전부 보여주지는 못한다는 지적이다. 이는 비단 독일의 경우뿐 아니라 이 시기 자본시장의 양적 성장이나 하락세를 경험한 모든 국가들에게 해당하는 사항일 것이다. 즉, 증권 및 채권 시장의 시가총액 증감이 금융개혁의 성공여부를 판단하는데 충분한 함의를 주지 못한다는 것이다. 하지만 시가총액으로 드러나는 증권화는 단순히 금융시장의 규모만을 보여주는 것이 아니라 국내의 자금 조달 방식을 반영한다는 점에서 국제 자본시장 성장과 금융화 비교를 위해 유용한 지표로 사용된다. 더불어 기업의 은행 대출 추세를 함께 고려함으로써 전후 오랫동안 유지되었던 관계금융 대신에 자본시장을 통한 금융 거래가 활성화 되었는지 확인할 수 있다.

두 번째로 독일 자본시장의 발달이 크게 주목할 만하지 않다는 주장이다.⁵⁸⁾ 이에 대한 근거로 독일 자본시장의 상대적인 규모가 다른 국가들에 비해 높지 않았으며, 아직도 기업의 자금 조달 중에서 은행 차입이 차지하는 비중이 크다는 점이 지적된다. 우선, 상대적 규모에 대한 논란과 관련하여 <표 3-1>에서 확인할 수 있듯이 GDP에서 채권시장과 증권시장이 차지하는 비중이 크다고 해서 반드시 자본시장의 발달 수준이 높은 것은 아니다. 극단적인 예로 증권시장의 GDP 대비 규모가 115%에 달하는 스웨덴이 39%인 독일의 상대적 규모를 상회했다고 해서 스웨덴의 증권시장이 독일의 자본시장보다 더 발달했다고 평가할 수 없는 것이다. 게다가 97년 독일의 채권시장과 증권시장은 GDP 대비 각각 81%와 39%로 상대적인 척도를 적용하더라도 높은 규모를 보이고 있다. 다음으로 기업의 은행자금 차입이 여전히 높다는 주장은 전후 독일 국내 금융과 경제를 특징지어왔던 관계금융과 직결되는 것으로써 이어지는 소단원인 독일과

58) Sigurt Vitols, "Changes in Germany's Bank-Based Financial System: A Varieties of Capitalism Perspective," Discussion Paper SP II 2004-03, Wissenschaftszentrum, Berlin, (2004); Bundesbank, "Shares as financing and investment instrument," *Deutsche Bundesbank Monthly Report* (January 1997), Frankfurt am Main; Bundesbank, "Structural changes in the German capital market in the run-up to European monetary union," *Deutsche Bundesbank Monthly Report* (April 1998), Frankfurt am Main.

이탈리아의 관계금융 변화 양상에서 자세하게 다루어질 것이다. 이는 자본시장의 시가총액이 금융개혁 결과를 제대로 반영하지 못한다는 첫 번째 지적과도 관련된 사항으로 은행자금 차입 의존도를 살펴봄으로써 독일에 서 양적인 성장을 넘어서 실질적인 자본시장 활성화가 이루어졌는지에 대한 논의를 진행할 수 있다.

독일의 금융화 현상과 함께 국내 금융개혁에 대한 내용을 살펴보면 다음과 같다. 이 역시 국내 자본시장의 양적 성장이 보여주지 못하는 금융개혁의 내용과 결과를 파악하는 데 도움을 준다는 점에서 충분히 검토되어야 할 필요가 있다. 독일은 이미 1981년도에 국제 자본 이동에 대한 규제를 제거했지만 금융의 탈규제에 대해서는 신중하고 점진적인 입장을 보여 왔다. 그럼에도 불구하고 1980년대 중반부터 독일 금융제도는 이미 많은 변화를 겪었다. 1984년에는 주식 거래를 활성화하기 위해 거래비용이 인하되었고, 변동금리부증권과 금리 및 통화스왑 등의 최신 금융상품을 도입하였다.⁵⁹⁾

1980년대 후반에는 당시까지 발달 수준이 저조했던 증권시장을 활성화 시키려는 움직임이 연속적인 입법 노력과 함께 전개되었다. 1989년에 증권거래법 (German Stock Exchange Law)이 제정되었고, 1990년에는 네 개의 금융시장개선법 (Financial Market Promotion Law) 중에서 첫 번째 법안이 통과되었다. 80년대 말부터 이어진 일련의 증권거래 및 자본시장 관련 법안들은 세부적인 내용에는 차이가 있지만 기본적으로 증권거래에 대한 규제를 철폐하여 수요와 공급을 촉진시키는 것을 주요 목표로 하고 있었다. 예컨대, 1990년에 통과된 금융시장개선법안은 증권 거래에 장애가 되는 세금들을 제거하였고 독일 투자펀드의 파생상품 투자를 허용하는 조항들을 포함하고 있었다.⁶⁰⁾

1992년 독일 재무부는 ‘금융 중심지 독일 (Finanzplatz Deutschland Campaign)’이라는 구호를 내걸고 국내 자본시장에 대한 규제를 철폐하면서 독일을 국제금융시장으로 합류시키려는 노력을 지속하였

59) 최배근, 2008, p. 156.

60) Deeg, 2005 (a), p. 180.

다. 이 정책의 일환으로 93년에는 주식공개회사인 독일거래소주식회사(Deutsche Borse AG)를 중심으로 국내 증권거래 시스템을 재조직하였고, 이듬해에는 두 번째 금융시장개선법이 통과되었다.⁶¹⁾ 94년도 금융시장개선법을 통해 금융시장에 대한 국내 규제의 내용과 형식을 국제 규범 및 EU 지침과 조화시켰으며, 미국증권거래위원회 (Securities and Exchange Commission: SEC)를 모델로 하는 독일연방증권감독청(Bundesaufsichtsamt FurDen Wertpapierhandel, The German Federal Securities Supervisory Office: BAWe)을 설치하였다. SEC에 착안하여 새롭게 설립된 독일연방증권감독청은 내부자 거래에 대한 새로운 법적 규제를 강화하였고, 증권 발행자와 거래자들에게 엄격한 정보 공개 의무를 지우는 역할을 수행하였다.⁶²⁾ 이는 전통적으로 자기 규제적 방식으로 작동해온 증권 및 외환시장 거래에서 정보 공개 강화와 투명성이 제고된 새로운 방식으로의 전환이었다. 또한 내부자 거래에 대한 규제 강화는 기업의 내부자로서 존재해온 은행 세력과의 긴밀한 협력을 바탕으로 하는 관계금융을 차단시킨다는 점에서 주요한 개혁의 내용 중 하나로 이해될 수 있다.

1998년에는 독일 금융개혁에 있어서 증권시장의 거래 촉진과 발전을 도모하는 주요 법안들이 대거 제정되었다. 이 시기에 세 번째 증권시장개선법안과 기업지배와투명성법안 (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich, Law on Control and Transparency in Enterprises: KonTraG)이 통과되었다. 특히 KonTraG 법안은 기업의 투명성 제고, 회계 제도의 개편, 소수주주권 보호, 은행의 산업자본 소유 제한, 기업 내 불평등한 의결권 폐지 등을 핵심 사안으로 다루고 있었는데, 이런 사안들은 미국에서 흔한 관행이었던 반면 당시 독일로써는 이전에 존재하지 않았던 전혀 새로운 것들이었다.⁶³⁾ 따라서 법안이 제안된 초기에는 많은 대형 은행들과 대기업들의 지지를 받지 못하

61) Lutz, 1998, p. 162.

62) Deeg, 2005 (a), pp. 180-181.

63) John W. Cioffi, "Restructuring 'Germany Inc.': The Politics of Company and Takover Law Reform in Germany and the European Union," Institute of European Studies, Working Paper PEIF-1, University of California, Berkeley, 2002, pp. 356-358.

였고, 90년대 독일 금융개혁 과정을 통틀어서 혁신적인 동시에 논란이 많았던 법안으로 남아있다.

<표 3-2> 독일의 주요 금융개혁 사안

연도	금융개혁 사안
1989	<ul style="list-style-type: none"> 독일주식거래 법 시행
1990	<ul style="list-style-type: none"> 독일선물거래소 (Deutsche Terminbourse: DTB) 설치 첫 번째 금융시장촉진 법안 (Financial Market Promotion Act)
1992	<ul style="list-style-type: none"> 재무부의 '금융중심지 독일 (Finanzplatz Deutschland)' 캠페인 착수
1994	<ul style="list-style-type: none"> 독일 규제 양식을 국제 규범과 EU 지침과 조화시키는 두 번째 금융시장촉진 법안 통과 독일연방증권감독청 (Bundesaufsichtsamt FurDen Wertpapierhandel: BAWe) 설치
1998	<ul style="list-style-type: none"> 세 번째 금융시장촉진 법안 기업지배와투명성 법안 (Gesetz zur Kontrolle und Transparenz im Unternehmensbereich: KonTraG) 독일회계표준위원회 (Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee, DRSC) 설립 자본조달촉진법 (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz: KapAEG) 네 번째 금융시장촉진 법안 (Financial Market Promotion Act)

出處: Deeg (2005a); Lutz (2000); Lutz (2006).

2) 이탈리아

이탈리아에서는 1980년대 이후 시장지향적인 새로운 금융제도들이 대거 도입되었고, 이를 뒷받침하기 위한 입법 노력이 활발하게 진행되었다. 일련의 금융개혁을 통해 자본시장의 양적 성장을 보였지만 그럼에도 불구하고 이탈리아의 개혁은 기존의 제한적이었던 관계금융이 오히려 확대되는 양상을 보였다. 독일을 비롯한 다른 선진 자본주의 국가들과 마찬가지로 이탈리아의 금융개혁은 1980년대 자본자유화 물결이 확산되는 과정 속에서 시작되었다.

앞서 독일의 경우에서처럼 이탈리아에서도 금융개혁을 통해 자본시장의 양적인 성장을 경험했다. 당시 이탈리아의 국내 상장기업은 1980년대 초반 141개에서 90년대 후반 223개로 늘어났으며, 시가총액은 같은 기간 동안 GDP의 약 10%에서 44.5%로 확장되었다.⁶⁴⁾ 상장회사의 숫자와 시가총액의 증가에서 드러나듯이 1980년대 이후 이탈리아의 주식시장은 양적으로 눈에 띄는 성장을 보여주었다. 하지만 이 시기 새롭게 등장한 대부분의 상장회사들은 실상 이탈리아 대규모 산업 그룹들의 분사들이었다. 대기업 그룹들은 이탈리아 특유의 피라미드식 지분 소유 구조를 통해 자회사를 철저히 통제했으며, 주식시장에 새롭게 상장된 분사들을 통해 자본 차입의 새로운 경로를 확장할 수 있었다.⁶⁵⁾ 즉, 주식시장의 양적인 성장에도 불구하고 진정한 의미의 주식시장 발전이나 국내 금융시스템의 변화가 일어나지 않았던 것이다.

예컨대, 1987년 이탈리아 주식시장의 거의 모든 증권은 당시 9개의 대규모 산업 그룹들이 차지하고 있었다.⁶⁶⁾ 주식시장의 상대적인 규모 관련하여 98년 GDP에서 시가총액이 차지하는 비율이 44%를 상회하면서

64) Borsa Italiana database.
http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/principaliindicatori/2011/principaliindicatori2011.en_pdf.htm, (검색일: 2012년 5월 21일)

65) Deeg, 2005 (a), p. 186.

66) Amatori and Andrea, 2000, p. 14; Deeg, 2005 (a), p. 186. 1987년, IFI-Fiat이 30%, Generali가 19%, Ferruzzi-Montedison이 16%, 그리고 Olivetti-De Benedetti가 10%를 차지하는 등 이탈리아 대규모 산업그룹 9개가 거의 모든 증권을 차지하고 있었다.

주목할 만한 성장을 보이는데 했지만 사실 2000년대 이후 그 비율이 20% 대로 하락하면서 이탈리아에서 진정한 의미의 증권화와 자본시장 성장이 일어났다고 결론짓기에는 불안정한 추세를 보인다.⁶⁷⁾

<표 3-3> 이탈리아 주식시장 규모, 1981-1998¹⁾

연도	상장 기업 수	시가 총액 규모	
		단위: mil Euro	단위: % of GDP
1981	141	23,562	9.7
1982	148	18,619	6.5
1983	150	22,592	6.7
1984	155	28,965	7.6
1985	161	54,786	12.7
1986	202	103,408	21.7
1987	225	77,950	15.0
1988	228	96,659	16.7
1989	235	118,064	18.6
1990	229	94,333	13.4
1991	231	99,081	12.9
1992	229	95,861	11.9
1993	222	128,470	15.5
1994	223	155,811	17.8
1995	221	171,668	18.1
1996	217	202,732	20.2
1997	213	314,720	30.0
1998	223	485,187	44.5

註: 1) 1993년까지는 밀라노 증권 거래소 (Milan Stock Exchange)에 상장된 기업들에 대한 데이터임.

出處: Borsa Italiana database.

67) 예컨대, GDP에서 시가 총액이 차지하는 비율은 2000년도 68.7%로 최대 성장을 보인 이후 2002년 35.4%, 2004년 41.8%, 2008년 23.9%, 2010년 27.2%, 2011년 20.7%를 기록하는 등 시가 총액의 큰 변동과 더불어 매우 불안정한 추세를 보이고 있다. Borsa Italiana database.

이탈리아의 금융개혁을 분석하기에 앞서 이탈리아의 독특한 은행과 금융시스템에 대해 살펴볼 필요가 있다. 이탈리아의 은행은 크게 상업은행 (commercial bank), 저축은행 (savings), 조합은행 (cooperative bank)의 세 종류로 나눌 수 있으며, 이는 독일의 은행 체계와 크게 다르지 않다. 이탈리아의 은행시스템의 두드러진 특징 중 하나는 소유권, 이사회 지명권, 신용 결정 (credit decision)등에 있어서 국가 권한이 광범위하게 존재한다는 것이었다. 따라서 이탈리아에서 은행은 시장 원리에 의해 작동된 다기 보다 공익을 도모하는 일종의 공적 권위체로 인식되기도 한다.⁶⁸⁾

1980년대 말까지 이탈리아 금융시스템의 약 80%가 재무부의 직접 소유에 있었거나 (BNL, IMI, Banca Commerciale Italiana, Credito Italiano, Banca di Roma) 소유권이 존재하지 않는 공공 기관의 형태 (Banca di Napoli, Banca di Sicilia, Banca di Sardegna과 모든 저축은행들)로 남아있었다.⁶⁹⁾ 이처럼 은행제도와 금융시스템 전반에 있어 국가 소유와 통제가 지배적이었던 만큼 1990년대 본격화된 이탈리아의 금융개혁은 국유 은행과 국가 소유 기업의 사유화 과정이었다고 해도 과언은 아니다. 90년대 들어 제정된 일련의 금융개혁 관련 법안들이 은행제도 변화와 금융 거래의 투명성 제고를 주 내용으로 하고 있었다는 것에서도 이를 알 수 있다.

먼저, 은행제도 개혁과 관련하여 1990년 제정된 아마토 법 (Amato-Carli Act, no. 218/90)은 준공공적 성격을 갖는 은행들이 합자회사 (joint-stock corporation)로 전환함으로써 민간은행과 동등한 자격으로 경쟁할 수 있는 재정 기관으로 재탄생하는 것을 핵심 사안으로 담고 있었다. 아마토 법안을 통해 준공공적 성격을 갖는 대부분의 이탈리아 은행들은 유럽연합의 은행 지침을 충족시키고 근본적으로 국제 금융의 경쟁적 환경 변화 속에서 효율성을 제고하기 위해 법인 자격을 취득함으로써 새로운 합자회사로 전환하였다.⁷⁰⁾ 이 법안의 영향으로 이탈리아 은행들이

68) Deeg, 2005 (a), p. 184; Deeg, 2005 (b), p. 530.

69) Marco Onado, "Financial reform in Italy," in Maximilian J. B. Hall (eds.), *The International Handbook on Financial Reform* (Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2003), p. 149.

민영화되기 시작했으며, 재무부 또는 재단이 소유하는 은행의 점유율이 92년도 68%에서 99년도에는 17%로 하락하였다.⁷¹⁾

93년에 통과된 은행법 (Teesto Unico Bancario, Banking Law: TUB) 역시 이탈리아 금융개혁을 위한 주요 법안 중 하나이다. 이탈리아 당국은 은행법을 통해 기존에 엄격히 구별해왔던 은행업과 금융업에 대한 상호 업무 규제를 철폐하여 독일식의 유니버설 은행제도 (Universal Banking System)를 구축하려고 하였으며, 이와 더불어 외국 금융 기관들의 국내 진출을 용이하게 하려고 하였다. 하지만 법안 통과 초창기에는 이탈리아 대부분의 은행이 은행법이 제시하는 새로운 변화를 수용하지 않으려고 하였다.⁷²⁾

이어 1997년에는 증권시장 개혁과 발전을 목표로 이탈리아 증권거래소인 Borsa Italiana가 사유화 되었고, 이듬해에는 증권투자법안 (Testo Unico della Finanza, Securities and Investment Act)과 금융시장통합법 (Financial Markets Consolidated Act, Draghi Law)이 통과되었다. 금융시장통합법에 해당하는 드라기 법안은 증권시장의 현대화와 발전을 목표로 소수주주권 보호를 강화하고 기업과 시장 거래의 투명성 제고를 주요 내용으로 하고 있었다. 하지만 98년도의 증권투자법안과 금융시장통합법안의 시행에도 불구하고 이탈리아 증권시장의 성장은 두드러진 것은 아니었으며, 이 법안들을 통해 내부자 거래 규제를 위한 효과적인 시스템을 마련하지 못한 것으로 평가받고 있다.⁷³⁾

이탈리아는 비록 1980년대에는 눈에 띄는 개혁의 움직임을 보이지 않았지만 1990년대에 접어들면서 국제 자본시장의 변화와 EU 규제 기준에 맞추어 시장지향적인 금융제도를 대폭 도입하였다. 증권거래소 설치를 비롯하여 이탈리아 금융 방식을 주도해온 기존의 낡은 은행제도를 개혁하기 위해 국가 권한을 배제하였고, 주주 권리를 보호하는 일련의 법안

70) Gian Paolo Barbetta, "Foundation in Italy," in Helmut K. Anheier and Stefan Toepler (eds.), *Private Funds, Public Purpose: Philanthropic Foundations in International Perspective* (New York: Kluwer Academic/Plenum Publishers, 1998), pp. 210-211.

71) Onado, 2003, p. 149.

72) Deeg, 2005 (a), pp. 187-188.

73) Onado, 2003, p. 152; Ferrarini, 2005, pp. 23-24.

들을 제정하였다.

<표 3-4> 이탈리아의 주요 금융개혁 사안

연도	주요 금융개혁 사안
1974	<ul style="list-style-type: none"> • 주식시장관리감독위원회 (Commissione Nazionale per le Societa e la Borsa: Consob) 설치 • 회사법 (Company Law)의 첫 번째 개정
1979-87	<ul style="list-style-type: none"> • 정부증권시장 개혁
1982-87	<ul style="list-style-type: none"> • 구조지배 (structural controls)의 점진적인 폐지와 참가장벽 제거 (free entry)를 중심으로 하는 첫 번째 은행법 제정 (CEE 77/780)
1983	<ul style="list-style-type: none"> • 뮤추얼 펀드의 도입과 규제 시작
1982-92	<ul style="list-style-type: none"> • 국영 은행의 합자회사 전환으로 은행부문의 민영화 발판 마련
1989-92	<ul style="list-style-type: none"> • 상호 인정, 건전성 규제와 자국 통제에 대한 최소 조화 (minimum harmonization)를 내용으로 하는 두 번째 은행법 (CEE 89/646) 시행
1990	<ul style="list-style-type: none"> • 반독점법, 이탈리아는 은행부문에서 주요 책임을 부여받음
1991	<ul style="list-style-type: none"> • 종합적인 증권 법안 (Securities Act) 제정
1991-92	<ul style="list-style-type: none"> • 증권, 공공입찰, 내부자 거래에 대한 유럽연합 강령 시행
1993	<ul style="list-style-type: none"> • 은행법 (Testo Unico Bancario)
1993-	<ul style="list-style-type: none"> • 은행의 민영화 추진
1996-98	<ul style="list-style-type: none"> • 투자서비스강령 (Investment Services Directive)과 새로운 회사법
1998	<ul style="list-style-type: none"> • 증권과투자법안 (Testo Unico della Finanza)

出處: Onado (2003).

2. 독일과 이탈리아 관계금융의 변화 양상

1) 독일

앞서 살펴본 바와 같이 독일은 절대적인 규모와 상대적인 규모 모두에서 자본시장의 비약적인 성장을 경험하였다. 하지만 이와 같은 자본시장의 양적 확대가 실질적인 자본시장의 활성화를 의미했는지 파악하기 위해서 전통적으로 독일 금융을 지배해왔던 은행과 기업 사이의 관계금융이 어떻게 변해왔는지 확인할 필요가 있다.

전후 독일은 금융 권력과 산업 세력 간 협력 관계를 통해 경제 발전을 이뤄왔으며, 은행과 기업 간 긴밀하고 장기적인 관계를 바탕으로 하는 양자 사이의 관계금융은 대형 상업은행들의 핵심적인 역할을 통해 이루어졌다. 하지만 1970년대 말부터 이미 대기업들을 중심으로 자기금융(self-finance)의 비중이 높아지면서 독일 기업들의 은행대출에 대한 수요는 과거보다 크게 줄어들었다.⁷⁴⁾

한편, 1980년대 중반부터 본격화된 유럽 지역의 금융시장통합의 움직임으로 유럽의 은행들, 증권거래소, 증권 중개업자들이 유럽 전역을 대상으로 서비스를 제공할 수 있게 되었다. 이와 더불어 유럽연합집행위원회(European Commission)의 특권으로 추진된 유럽반독점정책(European Anti-trust Policy)의 시행을 통해 회원국들의 국내 금융시장이 더욱 경쟁적인 구도를 갖게 되었다.⁷⁵⁾ 80년대부터 본격화된 유럽의 금융시장통합의 가속화는 근본적으로 독일 기업의 자본 조달 방식에 큰 영향을 미쳤다. 대기업들은 주식이나 채권을 발행하여 국제 자본시장으로부터 자본을 차입하는 것이 기존의 은행대출을 통한 자금 조달보다 더 유리한 경우가 많았기 때문이다.⁷⁶⁾

<표 3-5>는 금융개혁의 독일 기업의 은행대출을 통한 자금 차입이

74) Deeg, 2005 (a), p. 179.

75) Lutz, 2000, pp. 155-156.

76) Lutz, 1998, p. 157.

어떻게 변해왔는지 보여주고 있다. 국내 금융개혁 이전인 70년대에는 국내 기업, 특히 제조업 부문에서 상업은행을 통한 대출 비중이 높았지만 80년대 이후 상업은행과 대형은행으로부터의 자금 차입 비율이 현저히 줄어들었다. 전후 독일의 주요 기업들의 자금 차입은 주로 국내 대형 상업은행들을 통해 이루어졌는데, 상업은행과 대형은행으로부터의 대출 비중 감소는 기존의 자금 조달 방식의 변화를 의미했다. 즉, 80년대 이후 독일은 신자유주의적 금융개혁을 통해 오랫동안 독일 금융을 특징지어왔던 관계금융의 감소를 동반하면서 실질적인 자본시장 활성화를 가져온 것이었다.

<표 3-5> 기업과 제조업의 은행그룹 별 대출 점유율 추이, 1972-1986

(단위: %)

연도	상업은행	대형은행*	저축은행	조합은행
기업				
1972	36.7	15.4	33.2	12.9
1974	35.0	14.9	24.1	13.6
1977	31.8	13.2	34.6	15.1
1982	30.1	11.9	36.7	17.4
1986	27.0	10.7	35.9	16.1
제조업				
1972	54.2	28.2	26.1	11.3
1974	53.2	28.4	25.8	12.2
1977	48.5	25.1	27.9	14.9
1982	38.8	18.2	33.2	17.5
1986	39.3	18.8	31.8	18.4

註: * 대형은행은 상업은행의 하위 카테고리에 속하는 것으로 상업은행 중에서 규모가 큰 은행을 따로 분류한 것임.

出處: Deeg (2005a).

요컨대, 독일은 시장지향적인 새로운 금융개혁—최신 금융상품들의 도입, 자본시장 및 증권거래 활성화를 위한 법안 제정, 증권거래소 설치, 증권거래 시스템 재조직, 감독청 설치—을 통해 자본시장의 양적인 성장 뿐 아니라 그 내용에 있어서도 시장지향적인 성과를 거두었다. 금융개혁 이후 자본시장의 규모와 함께 은행을 통한 자본 차입의 감소 추세를 동시에 고려함으로써 독일에서 양적인 측면뿐만 아니라 그 내용에 있어서도 시장중심의 자본시장 활성화가 이루어졌다는 것을 확인하였다.

2) 이탈리아

독일의 경우와 마찬가지로 이탈리아의 금융은 주식 시장을 통해서라기보다 기업 내부, 기업 간, 그리고 기업과 은행 간 협력과 상호 이익을 전제로 하는 내부자 중심의 관계금융으로 발전해왔다. 전후 이탈리아의 금융 방식은 데트 파이낸스 (debt finance)⁷⁷⁾로 발달해왔으며, 자금 차입은 증권시장을 통해서가 아니라 주로 은행과 다른 기업들을 통해서 이루어졌다.⁷⁸⁾

1970년대 말, 이탈리아 산업계의 전체 부채 중에서 은행대출이 75.2%를 차지했으며, 채권은 8.3%, 리스크 캐피탈 (risk capital)이 16.5%, 그리고 주식은 0.8%를 차지했다.⁷⁹⁾ 여기서 독일과 구별되어야 하는 특징은 이탈리아에서는 대기업과 소수의 대형은행 간 제한적인 관계금융이 발달했다는 것이다. 이는 은행의 산업 자본 소유를 엄격히 금지하는 1936년에 제정된 은행법의 영향과 국가의 강한 통제 때문이었는데, 그럼에도 불구하고 자기금융을 제외한 대부분의 외부 자금 조달은 소수의 대형 은행을 통해서였다.

앞선 소단원에서 확인했듯이 이탈리아에서도 자본시장의 양적 확장이 이루어졌다. 하지만 독일의 경우와 마찬가지로 양적 확대 이면에 있는 성장의 내용을 확인할 필요가 있다. 80년대 이후 시장지향적인 금융제도들의 도입에도 불구하고 이탈리아의 금융은 여전히 기업 간, 기업과 은행 간 관계금융을 통해 이루어졌다. 즉, 주주들과 대규모 기업 간의 긴밀한 네트워크가 강하게 존재했으며, 감독청의 설치와 기업과 자본 거래의 투명성을 높이기 위한 법안 제정에도 불구하고 실질적으로 내부자 규제가

77) 기업의 자금 조달 방법에는 은행 차입, 채권 발행, 증자 (increase of capital), 이익 유보 등이 있다. 이 중 은행대출이나 리스 등 차입에 의해 자금을 조달하는 방법을 데트 파이낸스 (debt finance)라고 한다. 이는 주식의 시가 발행, 전환사채, 신주인수권부사채 발행 등 주식과 관련된 자금을 조달하는 에쿼티 파이낸스 (equity finance)와 구별된다.

78) Deeg, 2005 (a), p. 185; Richard Deeg, "Remaking Italian Capitalism? The Politics Corporate Governance Reform," *West European Politics*, Vol. 28, No. 3 (May 2005), p. 530.

79) Amatori and Colli, 2000, p. 13.

효과적으로 이루어지지 않았다.

한편, 새로운 금융제도들을 도입하고 은행부문의 개혁을 진행하면서 이탈리아의 주요 은행들은 투자은행의 기능과 제도들을 받아들이고 증권 시장의 참여자로 기능하는 등 많은 변화를 보이기 시작했다. 하지만 국내 주요 은행들은 국내 기업의 주식 지분 소유에 대한 비중을 늘려가면서 이들에게 대규모의 대출을 제공하는 방식으로 기업의 내부자를 자처하였다.⁸⁰⁾

시장지향적인 금융제도들의 도입과 입법 노력과는 다르게 주요 기업의 자금 조달 방식은 증권시장을 통해서가 아니라 대형 은행과 기업 네트워크를 통한 데트 파이낸스를 통해 이루어졌다. <표 3-6>은 80년대 이후 90년대 중반까지 이탈리아 기업들의 자금 차입 경로와 추세를 보여주고 있다. 앞서 소단원에서 이탈리아 주식 시장의 양적 확장을 확인한 것과 같이 실제로 이탈리아 기업들의 주식을 통한 자금 차입이 증가했다. 하지만 동일 기간 동안 은행 대출을 통한 자금 조달 규모 역시 비슷한 폭으로 증가했을 뿐 아니라 기업 사이의 대차 관계나 이를 바탕으로 하는 금융 거래인 기업 간 신용 거래 (trade credit)의 비중도 큰 폭으로 증가하는 모습을 보이고 있다. 다시 말해 80년대 이후 주식 거래를 통한 자금 조달의 증가에도 불구하고 기업들의 은행 대출에 대한 의존도는 전혀 낮아지지 않았으며, 은행-기업 간 그리고 기업들 간 긴밀한 관계와 내부자 거래를 바탕으로 하는 관계금융이 오히려 확대된 것이었다.

80) Deeg, 2005 (a), p. 191.

<표 3-6> 이탈리아 기업들의 금융부채 (financial liabilities) 구성 및 변화 추이¹⁾, 1980-1994

(단위: billion Lire)

연도	주식 (shares)	채권 (bonds)	은행대출 (bank loans)	기업 간 신용 (trade credits)
1980	114,236	15,148	161,663	11,772
1981	153,683	16,499	195,823	16,297
1982	206,145	20,564	219,569	77,301
1983	247,949	22,058	248,927	89,390
1984	272,839	23,459	311,020	110,644
1985	360,007	25,008	344,666	125,452
1986	491,344	30,353	371,619	132,377
1987	467,942	34,737	410,114	147,730
1988	504,130	34,832	476,104	173,021
1989	600,477	34,050	467,013	201,758
1990	648,941	31,997	551,347	226,998
1991	731,750	36,598	622,203	244,813
1992	706,295	33,718	707,712	269,661
1993	794,374	34,522	737,615	338,315
1994	858,867	32,673	740,420	368,138

註: 1) 이탈리아 비금융 기업들 (non-financial corporation)의 부채 구성을 나타내며, 주식, 채권, 은행 대출, 기업 간 신용 이외에도 보증계약준비금 (technical reserves), 외상매입금 (accounts payable)도 존재하지만 표에는 포함시키지 않음.

出處: Banca d'Italia Database.

IV. 독일과 이탈리아의 국가-은행-기업 간 역관계와 금융개혁

1. 독일과 이탈리아의 국가-은행-기업 간 역관계의 다양성

3장에서 확인했듯이 독일과 이탈리아는 공통적으로 자본거래 활성화와 국내 금융시장에 대한 탈규제를 특징으로 하는 신자유주의적 금융개혁을 추진했지만 개혁의 결과는 상이했다.

먼저, 독일에서는 금융개혁을 통해 은행과 기업 간 긴밀한 협조를 바탕으로 하는 관계금융의 감소와 함께 국내 자본시장의 비약적인 성장이 있었다. 금융개혁 이후 나타난 증권화 현상과 국내 자본시장의 양적 증대가 독일 금융시스템에 실질적인 변화를 가져왔는지 파악하기 위해서 시가총액으로 나타나는 자본시장의 규모와 함께 기업의 은행 대출 추이를 함께 살펴보았다. 결과적으로 독일은 80년대 이후 기업과 특히 제조업 부문에서 대형 상업은행을 통한 대출 비중의 감소 현상을 보였다. 이런 점에서 독일은 자본시장의 양적인 성장을 넘어서 주식 및 증권 거래를 통한 금융 거래의 활성화를 구축한 것으로 평가될 수 있었다.

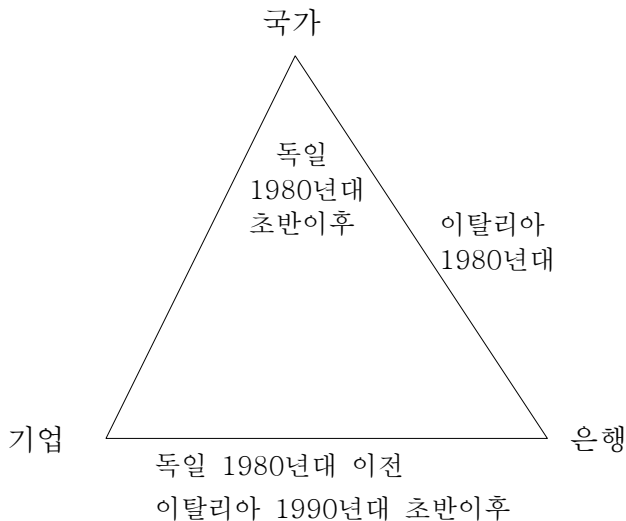
한편 이탈리아에서도 금융개혁 이후 자본시장의 양적인 확대가 있었다. 하지만 80년대 이후 나타난 상장 기업 및 시가총액의 증가는 국내 소수 대기업들이 분사 상장을 통해 자본 조달의 수단을 확보하려는 일환으로 이루어졌다. 또한 80년대 이후 기업의 은행 대출 규모는 주식 발행을 통한 자금 차입과 비슷한 폭으로 증가했으며 (<표 3-6>), 2000년대 초반에는 90년대 말까지 상승세였던 시가총액 규모가 급락하는 등 국내 자본시장은 불안정한 성장 추세를 보여 왔다. 이처럼 소수 대기업들이 실질적으로 국내 자본시장을 잠식하고 과거에 제한적이었던 은행과 기업 간 관계금융의 비중이 확대되는 모습을 보이는 등 성장의 내용은 시장지향적인 개혁이 의도한 것과는 다른 방향으로 전개되었다.

주지하듯이 본 논문은 국가와 국내 주요 금융 세력인 은행과 기업들의 힘의 관계에 따라 국내 금융개혁이 어떤 양상으로 전개되었는지 설명하는 데 분석의 핵심이 있다. 서론에서 살펴보았듯이 금융개혁을 특징짓는 여러 요인들 중에서 국내적 요인에 집중하는 것은 독일과 이탈리아를 포함한 금융시스템 발달 수준이 유사한 간접금융시스템 국가들은 당시 자본의 탈제조업화, 국제통화질서의 변화, 그리고 지역 경제 통합과 위기 등 유사한 외생적 조건에 놓여 있었기 때문이다. 그리고 특별히 내생적 요인들 중에서 국가-은행-기업 사이의 상대적 영향력에 초점을 두는 것은 금융개혁을 설명하는 기존의 분석들이 국가 혹은 금융 세력 중 하나에만 집중하는 한계를 가져왔기 때문이다. 하지만 한 나라의 금융개혁은 정부나 국내 금융 세력들 중에서 어느 한 가지 요인만으로 설명될 수 없다. 본 논문의 설명 대상인 금융개혁의 성과를 논의하는 데 있어서 더욱 그러하다.

국가와 주요 금융 세력들의 역관계가 어떻게 국내 금융개혁을 특징지었는지 이해하기 위해서 독일과 이탈리아에서 국가와 은행, 기업 세력 간 역관계가 어떤 모습이었는지 파악하는 작업이 선행되어야 할 것이다.

<그림 5>는 1980년대 이후 독일과 이탈리아의 국가와 은행, 기업 사이의 역관계의 다양성을 보여주고 있다. 독일과 이탈리아는 각각 삼각형의 선분이나 꼭짓점에 위치하고 있으며, 이는 국가-금융 합의의 분석틀 안에서 정부, 은행, 기업 세력의 영향력과 그들 사이의 연계를 반영한다. 예컨대, 기업과 은행을 잇는 선분에 위치한 1980년대 이전의 독일과 1990년대 초반 이후의 이탈리아는 강한 기업과 은행 간 연합, 그리고 상대적으로 약한 국가를 나타낸다. 국가와 은행 사이에 위치한 80년대 이탈리아는 강한 국가를 중심으로 은행 세력과의 연계를 가졌다. 마찬가지로 국가 꼭짓점에 위치한 80년대 이후의 독일은 상대적으로 강한 국가와 기업과 은행의 연계 약화를 보여주고 있다.

<그림 5> 국가-은행-기업 간 역관계의 다양성



<그림 5>가 제시하듯이 독일과 이탈리아의 국가와 금융 세력 간 역관계는 국가 간 상이한 패턴을 보여주기도 하지만 각국 내에서도 시기별로 달라지는 모습을 보여준다. 먼저 독일의 경우, 금융개혁의 초기 시점인 1980년대 초반 이전까지는 은행과 기업 세력의 강한 협력 관계와 상대적으로 약한 국가를 특징으로 하고 있었다. 하지만 80년대 초반 이후 금융 세력들의 연계는 점점 약화되었고 금융개혁의 적극적인 추진자이자 규제자로서 강한 국가가 부상하기 시작했다. 독일 통일과 유럽 지역의 진일보한 통합이 이루어진 90년대에도 독일에서는 상대적으로 강한 국가를 특징으로 하는 금융 구조가 지속되었다. 한편 1980년대를 거쳐 90년대 초반 이전까지 이탈리아의 금융 구조는 강한 국가와 이를 바탕으로 하는 국가와 은행 간 연합과 상대적으로 취약한 기업 세력으로 특징지을 수 있다. 국영 기관들의 대대적인 민영화가 진행된 90년대 초반 이후 과거 제한적이었던 은행과 기업 세력의 협력 관계가 강화되었고, 국가는 국내 금융 세력들을 효과적으로 통제하지 못하는 등 상대적인 영향력 약화를 보

여주었다.

여기서 초점을 두고자 하는 것은 바로 국가와 금융 세력들의 역관계의 변화에 따라 두 국가 간 금융개혁 결과가 어떻게 달라지는지에 대한 것이다. 국가와 금융 세력들 사이의 역관계는 단순히 각 행위자의 상대적인 영향력의 크기만을 의미하는 것이 아니라 힘의 변화에 따라 발생하는 행위자들 간 연계를 포함한다. 즉, 국가와 은행, 국가와 기업, 혹은 기업과 은행 간 연계의 형성과 강화, 약화까지도 반영하는 것이다. 독일과 이탈리아의 국가와 금융 세력 간 역관계와 이들 사이의 연계를 조금 더 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

독일은 1980년대 초반까지 은행과 기업 간 강력한 협력 관계와 상대적으로 약한 국가를 특징으로 하는 금융 구조에서 80년대 이후와 90년대를 거치는 기간 동안 국내 금융 세력 간 연계의 약화와 국가의 상대적 힘이 강해지는 변화를 보였다. 독일은 전후 전통적으로 기업과 은행 간 장기적이고 긴밀한 협력 관계를 형성해왔다. 전후 은행 자본과 산업 간 연계는 독일 경제 성장의 전략이자 국가 발전 체제의 중요한 요소였기 때문에 정부 당국 역시 은행과 기업의 연계를 지지하는 입장이었다. 따라서 금융개혁 초반 시기까지 국가는 국내 금융 환경을 조성하는 간접적인 역할을 수행했다.

하지만 전후 오랫동안 독일 금융과 국내 경제 전반을 특징지어왔던 삼자 간 역관계는 1980년대 초반 이래 변화하기 시작했다. 즉, 국내 금융 구조에서 국가의 영향력이 커졌으며, 상대적으로 은행과 기업 세력의 힘이 약해지는 것과 함께 이들 사이의 연합이 무너진 것이었다. 이러한 역관계의 변화는 유럽과 국제금융시장으로부터 국내 금융시장에 대한 탈규제와 개방 압력에 노출되면서 국가와 기업, 은행 세력들의 이해관계가 변했기 때문이며, 이에 대해서는 이어지는 소단원에서 자세히 다루어질 것이다.

한편, 이탈리아에서는 전후 1980년대 후반까지 강한 국가를 중심으로 정부와 은행 간 연합과 상대적으로 약한 기업 세력의 역관계가 유지되

었다. 1990년대 초반 이후에는 국가의 힘이 상대적으로 약해지고 과거 제한적이었던 기업과 은행 사이의 연합이 강력해지는 구도가 형성되었다.

먼저, 80년대부터 90년대 초반까지 이탈리아 금융개혁은 착수와 추진 과정에 이르기까지 은행 혹은 기업 등의 국내 금융 세력의 수요나 합의에서 비롯되었다기보다는 상대적으로 영향력이 강했던 국가 의지에 의해 전개되었다. 이 때, 국내 금융 구조에서 당시 국가와 은행 세력 간 연합이 형성될 수 있었던 것은 90년대 초반까지 대부분의 은행이 국가 소유에 있었고, 중앙은행을 비롯한 국내 은행 내부에서 국가의 존재가 크게 남아있었기 때문이다. 실제로 개혁의 추진자들은 대부분 재무부와 중앙은행의 관료들, 그리고 이해관계를 공유한 정부와 은행 사이의 연합에 있었다. 당시 사기업 그룹들 간 긴밀한 네트워크가 유지되고 있었고 은행과도 제한적인 연계를 가져왔지만 그 상대적인 영향력이 강력한 정부와 이를 기반으로 한 정부와 은행 간 연계에 미치지 못했다.

하지만 90년대 초반, 은행과 국영 기업의 대대적인 사유화가 진행되면서 그동안 지배적이었던 국가와 은행 간 연계가 약화되었고, 대신 제한적으로 유지되고 있었던 은행과 기업 간 협력 관계가 강화되었다. 물론 민영화 이후에도 이탈리아의 은행 부문과 기업 내부에 국가 영역이 남아 있었다. 하지만 국내 금융구조에서 은행과 기업 사이에 형성된 연합이 상대적으로 강해졌고, 민영화 물결과 함께 두 금융세력들에 대한 국가의 존재가 약화되었다. 90년대 이후 강화된 이탈리아의 은행과 기업 간 연합 구도는 마치 과거 80년대 초반 이전까지 독일의 대형 상업 은행과 기업들의 긴밀하고 장기적인 협력 관계와 유사하게 형성되었다.

한 국가의 금융개혁은 정당 정치, 정부 정책, 리더십, 사회적 압력 등과 같은 국내적 조건뿐 아니라 국제 통화 질서와 국제금융시장의 환경 변화와 같은 국제 환경과도 긴밀하게 연결되어 있는 복합적인 정책 영역이다. 하지만 외생적 환경 변화들은 금융시스템의 발전 정도가 유사했던 국가들이 공통적으로 경험했다는 점에서 국가 간 상이한 개혁 양상을 분석하기 위해서 국내적 요인에 집중할 필요가 있다. 본 논문에서 집중하는 국내적 요인은 국가와 국내 주요 금융 세력인 은행과 기업 사이의 역관계

이다.

지금까지 독일과 이탈리아가 보여주는 국가와 금융 세력들 간 역관계의 다양성을 논의해보았다. 그리고 국가-은행-기업 세력의 상대적 힘의 관계는 한 국가 내에서도 시기에 따라 다른 구도로 재편되는 모습을 볼 수 있었다. 그렇다면 국가와 은행, 기업 사이의 역관계가 국내 금융개혁의 양상을 결정짓는 데 구체적으로 어떤 영향을 주었을까. 국가별, 시기별로 형성된 금융 세력 및 국가의 상대적 영향력과 거기에서 비롯한 연합 구도의 변화가 독일과 이탈리아로 하여금 어떻게 다른 개혁의 결과를 갖게 하였는가. 이에 대한 상세한 논의는 이어지는 소단원에서 계속될 것이다.

2. 국가-은행-기업 간 역관계와 금융개혁

1) 독일, 금산연합 전통에서 강한 국가로

전후 1980년대 초반까지 독일의 금융 구조는 대형은행들과 기업 세력 간 형성된 긴밀하고 장기적인 협력관계와 이들의 관계를 후원하면서 국내 금융 환경을 조성하는 간접적인 역할을 수행했던 약한 국가로 특징 지을 수 있다.

전후 독일은 전통적으로 겸업은행 체제를 유지해왔으며, 금융개혁이 본격화되기 전인 80년대 초반까지 장기 산업금융까지 참여하는 겸업은행들은 국내 금융 전반과 기업 활동의 많은 부분에 관여하면서 강력한 영향력을 보유해왔다.⁸¹⁾ 예컨대 은행들은 상당수의 독일 기업의 지분을 소유했으며, 은행가들이 종종 국내 산업감독위원회를 지배하기도 하면서 기업 경영에 영향을 미치고 감시하는 기제를 가져왔다. 기업들의 입장에서도 은행과의 협력적인 관계는 기업 이익을 위해 매우 긍정적인 것이었다. 기업들은 은행과의 연계를 통해 자본을 저렴한 비용으로 안정적으로 보장받는 것과 동시에 적대적인 인수와 주주들로부터 기업을 보호할 수 있었다.⁸²⁾

독일의 은행과 산업 사이의 협력 관계를 구성하는 첫 번째 요소는 인내 자본 (patient capital)에 대한 이해관계 일치에 있었다. 은행은 기업과 장기적인 거래 관계를 유지하기 위해서 자금차입 기업의 단기적인 손실도 감수하는 인내 자본에 의존하였고, 기업 역시 이를 통해 주주 이익의 극대화가 아닌 기업의 장기적 성장과 확대에 초점을 두었다. 1980년

81) 독일의 도이치은행 (Deutsche Bank), 드레스드너 은행 (Dresdner Bank), 프랑스의 아그리콜 은행 (Agricole Bank)와 같이 유럽 주요국에서는 상업은행이 종합은행의 역할을 담당하면서 국내 금융과 경제 전반에 깊게 개입되어 있었다. 반면, 미국의 경우 1933년 글래스-스티걸 법 (Glass-Steagall Act)의 통과 이후 1999년 금융서비스 현대화 법안이 실시되기 전까지 금융업과 은행업이 분리된 칸막이식 구조가 지속되었다.

82) Gilpin, 2001, p. 172.

대 이전까지 도이치은행 (Deutsche Bank)과 드레스드너 은행 (Dresdner Bank)은 인내 자본의 대표적인 공급자였다. 이와 같은 독일 은행의 거래 방식은 역사적으로 1895년부터 1914년 기간 동안 중화학 산업이 급성장할 때 독일 은행들 사이에서 여신 경쟁이 벌어진 것에서 기인했다. 그리고 본격적인 금융개혁이 착수되기 이전까지 독일식의 장기적이고 긴밀한 은행-기업 간 협력 관계를 형성해왔다.⁸³⁾

두 번째로 은행과 기업 간 강력한 연계는 내부자 통제 (insider control)의 요소로 인해 강화 및 유지되었다. 이와 관련하여 Wixforth와 D. Ziegler는 독일 기업에 대한 은행 자본의 영향력은 비단 인내심 있는 대출에서 기인했을 뿐만 아니라 은행의 기업 주식 보유에서 나온다고 보았다.⁸⁴⁾ 독일 기업의 지배구조는 주요 주주인 대형은행, 보험회사, 기업, 가족 등으로 구성되었으며, 이들에 의해 기업의 전략 설정과 의사결정이 이루어졌다. 기업의 주식을 보유하고 있는 은행은 기업 활동에 광범위하게 개입할 수 있었고, 내부자 통제의 기업지배구조 하에서 기업들은 상대적으로 소주주와 주식시장의 영향으로부터 자유로울 수 있었다. 또한 기업 세력은 기업의 주주단인 은행을 통해 경쟁력을 확보하는 주요한 전략적 수단으로 활용하기도 하였다.

이처럼 은행과 산업 간의 제휴는 독일의 경제 발전을 이끌어온 역사적인 산물에서 기인한 것과 동시에 다른 한편으로는 협력을 통해 얻을 수 있는 양자 간 이해관계가 지속되었기 때문에 가능한 것이었다. 이와 함께 정부 당국은 기본적으로 은행과 기업 간 협력 관계를 지지하는 입장이었고, 이는 금융 세력들의 연계를 더욱 강화시키는 기제로 작동하였다. 전후 은행 자본을 바탕으로 하는 산업 발전이 국가의 발전 전략과 일치하였기 때문에 정부는 은행과 기업, 그리고 이들의 제휴를 위해 우호적인 환경을 조성해주는 간접적인 역할을 수행해왔다. 예컨대, 독일 정부는 기업

83) Jeremy Edwards and Sheilagh Ogilvie, "Universal banks and German industrialization: a reappraisal," *Economic History Review*, Vol. 49, No. 3 (August 1996), pp. 427-446; Lutz, 2000, p. 154.

84) Harald Wixforth and D. Ziegler, "Bankenmacht: Universal. Banking and German Industry in Historical Perspective," in Youssef Cassis, Gerald D. Feldman and Ulf Olsson (eds.), *The Evolution of Financial Institutions and Markets in Twentieth Century Europe* (Aldershot: Scolar Press, 1995), pp. 249-272.

법 (Corporate Law)을 통해 소액 주주들에게 권한을 부여해 기업 결정과 지배구조에서 은행의 영향력을 보장했다. 예를 들어, 기업법에 따르면 공기업에서 자본전입 (capitalization)에 대한 어떠한 변화를 위해서 75%의 주주들의 승인이 필요했다. 다시 말해 이것은 26%의 지분을 가진 하나의 은행이 기업지배구조에서 이러한 변화를 막을 수 있다는 것이었으며, 기업 업무에 대한 은행의 광범위한 영향력을 보장하는 것을 의미하는 것이었다.⁸⁵⁾

1980년대 초반까지 국내 금융구조에서 국가의 역할이 간접적이고 은행과 기업 세력과 이들의 연합에 비해 상대적 영향력이 약했던 것은 경제 전반에서 간섭이 심하지 않은 독일의 국가적 특성과도 관련한다. 비단 금융부문에서만 아니라 거시경제 영역에서 독일 국가의 역할은 다른 발전 국가들이나 선진 산업 국가들처럼 정부가 전략 산업을 설정하고 막대한 투자를 하는 산업정책을 시행하지 않았다. 철강 및 조선과 같은 사양 산업, 루프트한자 항공사 (Lufthansa), 연방우체국 (Bundespost) 등의 국영 기업에 대한 보조금 제공을 통한 보호를 제외하면 독일 정부는 국내 산업 구조를 형성하기 위해 경제에 심각하게 간섭하지 않았다.⁸⁶⁾ 또한 독일의 연방주의 시스템은 독일 기본법 제 74조의 사안들에 대해서 주 정부의 거부권을 넓게 보장하고 있었기 때문에 독일의 경제 정책은 연방 정부의 독단적인 선택보다는 지역 정부, 사용자 단체, 노동조합 단체를 포괄하는 공동결정을 통해 이루어졌다.⁸⁷⁾

국내 금융과 관련해서도 독일 정부는 기업과 은행의 연합 형성에 우호적인 환경을 조성해주는 간접적인 역할을 수행했다. 은행과 기업의 연계로 양자가 이익을 취할 수 있었던 1980년대 초반까지 정부는 기업 활동에서 은행의 권한을 강화시키고 기업이 은행으로부터 안정적인 자금 확보를 할 수 있는 법적 기반과 금융 풍토를 조성했다.

요약하자면 1980년대 초반까지 독일의 주요 금융 세력들과 국가 사이의 역관계는 강력한 은행과 기업 간 연계와 상대적으로 약한 국가의 구

85) Gilpin, 2001, p. 172.

86) Gilpin, 2001, p. 170.

87) Lutz, 1998, pp. 163-164.

조로 이루어져왔다. 이는 조합주의의 전통과 함께 안정적인 은행 자본을 통해 산업 성장을 꾀했던 독일 경제의 운용 방식과 밀접하게 맞닿아 있었다. 이와 같은 국내적 환경에서 은행과 기업은 긴밀한 협력을 통해 얻을 수 있는 이익이 충분했으며, 은행 세력과 산업의 연계는 국가 경제 발전 전략과도 직결되었기 때문에 독일 당국은 금융 세력들의 연합을 더욱 강화해주는 역할을 하였다.

하지만 독일의 은행과 기업, 그리고 국가 사이의 역관계는 1980년대 초반 이후 본격적인 변화를 겪기 시작했으며, 이는 80년대 이후 독일의 금융개혁 성과를 결정짓는 데 중요한 요인으로 작용하였다. 결론적으로 독일 금융구조를 지배해왔던 은행과 기업 사이의 강력한 연계와 영향력이 약화되었고, 국내 금융시장의 적극적인 규제자와 개입자로서 강한 정부가 부상하였다.

먼저, 오랫동안 독일 금융을 지배해왔던 은행과 기업 간 연계의 약화를 이해하기 위해서 은행과 기업이 각각 어떤 이해관계의 변화를 가졌는지 살펴봐야 한다. 우선 독일의 대형은행들은 이미 1970년대부터 경쟁력 약화의 문제에 직면했는데, 이는 70년대 중반 호황기 종결 이후 유럽 국가들의 경기 둔화와 직접적으로 관련 있는 것이었다. 전후 독일의 상업은행들, 특히 도이치은행과 드레스드너 은행은 전통적으로 이자율 스프레드 (Interest Rate Spread)⁸⁸⁾를 통해 수익을 창출해왔다. 하지만 호황기 이후 독일의 경제 성장이 정체되면서 기업들로부터의 대출 수요가 줄어들고 은행들 사이에서 대출 경쟁이 치열해졌다. 따라서 대형 상업은행들은 더 이상 이자율 스프레드를 통해 충분한 수익을 얻을 수 없게 되었다. 이에 대한 대안으로 대형은행들은 이자율 기반 수입 (Interest-based Income)에서 수수료 기반 수입 (Fee-based Income)으로 운용 방향을 전환했는데, 수수료를 통한 수익 창출은 주로 시장지향적인 금융시스템에

88) 이자율 스프레드 (interest rate spread)는 은행이 지급하는 이자율과 지불받는 이자율 간의 격차이다. 보통 가계 예금에 대해 이자율을 지급하고, 자금을 차입한 기업들로부터 이자율을 지급 받는다.

서 가능한 것이었다. 자연스럽게 은행들은 더 큰 금융시장과 영미식의 금융개혁을 찬성하는 지지자가 되었다.⁸⁹⁾

독일 국내 기업들의 이해관계 역시 이미 1970년대 국제통화체제가 변동환율제도로 전환되면서 변화하기 시작했다. 앞서 살펴보았듯이 변동환율제도는 유럽 지역 및 국제금융시장의 통합을 가속화시켰고 이는 국내 기업들에게 자금 조달을 위한 더 많은 경로와 기회를 의미하는 것이었다. 1970년대 중반 이후 이미 기업들의 은행 대출 의존도는 낮아지기 시작했는데, <표 3-5>에서 대출의 주요 공급자였던 상업은행과 대형은행들로부터의 기업 대출 비중이 현저히 줄어든 것을 확인할 수 있었다. 1970년대 초반까지 은행의 대출 점유율은 안정적이었지만 1974년 경기침체 이후 독일 기업들, 특히 제조업 부문에서 상업은행과 대형은행으로부터의 대출 비중이 줄어들었다. 이는 곧 은행의 입장에서도 상업은행과 특히 독일의 3대 대형은행이 더 이상 기존의 금융시스템을 통해 수익을 얻을 수 없다는 것을 의미했다. 즉, 국내 기업들은 다양한 자금 조달 경로를 확보하기를 원했으며, 대형은행들 역시 대출 제공이 아닌 새로운 수익원 창출을 도모했기 때문에 전후 오랫동안 지속되었던 두 세력 간 협력 관계와 연합은 서서히 약화되었다.

이처럼 독일에서는 1970년대 말과 1980년대 초반부터 이미 은행과 기업 모두에게 있어 상호 협력에 대한 필요가 이전보다 줄어들었다. 산업 부문은 유럽과 국제 금융시장에서 자본을 차입하게 되면서 국내 은행에 대한 의존도가 낮아졌고, 은행 역시 기업과의 네트워크를 끊고 새로운 수익 창출의 기회를 모색했다.

1990년대 독일 경제가 세계화되면서 은행과 기업 간 연계는 더욱 약화되었다. 90년대 초반 점점 더 치열해지는 대출 경쟁과 함께 영국과 미국 투자은행의 국내 시장 침투로 독일의 대형 상업은행들은 독일식 기업지배구조와 금융시스템에 더욱 신뢰를 잃게 되었다. 이들의 정책 선호

89) Sigurt Vitols, "Changes in Germany's Bank-Based Financial System: A Varieties of Capitalism Perspective," Discussion Paper SP II 2004-03, Wissenschaftszentrum, Berlin (2004), p. 5.

는 기존의 기업과의 긴밀한 연합을 끊고 새로운 금융서비스 도입과 은행 및 금융제도들을 현대화하는 방향으로 확고해졌다. 이와 더불어 새로운 기업적 요소들—시장 기반의 금융서비스는 은행의 수익을 장려하고, 높은 수익은 주식 수익률을 올리고, 이는 다시 주가 상승과 궁극적으로 독일 은행을 상위 국제금융기관으로 도약시킨다는 순환—은 은행의 전략 제고와 선호 변화를 이끌었다. 또한 은행들의 최상위 기관인 독일은행협회(Bundesverband der Deutschen Bank: BdB)와 국내 정치적 연합이 은행 세력들로 하여금 증권시장 활성화와 규제개혁을 지지하는 입장을 취하는 데 영향을 미쳤다. 구체적으로 1990년대 초, 유럽통합 지지 정당인 기독교민주연합과 신자유주의적 정향을 갖는 자유민주당(Freie Demokratische Partei: FDP), 대형 금융 기관들과 대형은행들은 이전까지 주정부 기반의 증권거래소와 소규모 기업과 은행들에 기반한 지역적인 금융 거래 방식을 고수해왔던 기존의 금융시스템을 종식시키고자 하였다.⁹⁰⁾ 은행부문의 현대화와 시장지향적인 금융개혁에 대한 움직임에는 프랑크푸르트 연합(Frankfurt Coalition)이라 불리는 3대 상업은행과 최대 저축은행인 데게체 데카뱅크(DGZ-Deka Bank)의 연합이 선두에 있었다.⁹¹⁾

구체적으로 1990년대 중반 대형 상업은행들을 중심으로 이후 지분 소유와 임원 겸직에 있어서 은행과 산업 간 네트워크를 끊기 위한 노력들이 전개되었다. 도이치 은행과 드레스드너 은행은 임원의 겸임 관행으로 연결되어 온 은행과 기업의 네트워크를 끊기 시작했으며, 이런 노력은 도이치 은행에서 가장 두드러졌다. 도이치 은행은 비금융 기업에 대한 모니터링을 포기했는데, 1996년 독일의 상위 100개 기업 중 29개 기업에 대하여 감독위원장직을 보유했지만 2년 후인 98년에는 17개로 줄어들었다.⁹²⁾ 1997년 도이치 은행은 장기전환사채(long-term convertible

90) John W. Cioffi, "Corporate Governance Reform, Regulatory Politics, and the Foundations of Finance Capitalism in the United States and Germany," *German Law Journal*, Vol. 7, No. 6 (2006), pp. 549-550.

91) Deeg, 2005 (a), p. 180.

92) Jurgen Beyer and Martin Hopner, "The Disintegration of Organised Capitalism: German Corporate Governance in the 1990s," *West European Politics*, Vol. 24, No. 4 (2003), p. 184.

bond) 발행과 같은 새로운 장치들을 이용하여 기업의 지분을 줄여나갔다.⁹³⁾

한편, 기업들의 선호 변화와 관련하여 금융개혁 초창기에는 은행과의 단절과 금융 자본주의 발달에 대한 기업들의 이해관계가 일치한 것은 아니었다. 특히 다임러벤츠 (Daimler Benz), 지멘스 (Siemens)와 같은 독일 대기업 경영진들은 금융개혁이 기존의 기업지배구조와 은행을 통한 자금 조달 방식에 많은 변화를 가져다주기 때문에 개혁 아젠다에 대해 적극적이지 않았다. 하지만 독일의 주요 대기업들이 점차 글로벌 경영을 추구하면서 국내뿐 아니라 대외 채권과 증권에 대한 수요가 높아지게 되었다. 기업의 입장에서 은행 대출보다 현대화된 자본시장에서의 자금조달을 통해 금융의 융통성을 높이고자 했기 때문에 은행과의 연합에 대한 필요가 감소하였고, 궁극적으로 증권시장 발달과 시장지향적인 금융시스템 개편의 적극적인 지지자가 되었다.

은행과 기업 세력의 연계 약화와 함께 1980년대 초반 이후 국내 금융 구조에서 국가의 상대적인 영향력이 강화되었다. 즉, 정부 당국은 단순히 금융 환경의 조성자가 아니라 금융개혁의 적극적인 후원자이자 금융거래의 규제자, 금융시장의 로비스트로 변모했다.⁹⁴⁾ 과거 국가의 역할이 단순히 기업과 은행 등 금융 세력들의 협상에 의한 타결들을 성문화하는데 한정되었다면 80년대 본격적인 금융개혁의 착수와 함께 정부는 개혁의 촉진자이자 적극적인 규제자가 되었다. 1980년대 이후 90년대 말까지 새로운 금융상품 거래를 촉진시키고 국내 자본시장에 부과되었던 장벽들을 제거하는 7개의 법안들이 통과되었는데, 이와 같은 일련의 입법 결과들은 독일을 세계 금융 거래의 중심지로 만들기 위한 국가의 지속적인 추진력에 있었다. 이 법안들 중 일부는 유럽의 가이드라인을 충족시키기 위한 것도 있었지만 새로운 금융상품 거래와 국내 자본시장 사용을 막는 장애물들을 제거하는 것을 목적으로 하는 것들이었다.⁹⁵⁾

93) Lutz, 2006, p. 33. 장기전환사채 (long-term convertible bond)는 사채로써 발행되었지만 일정 기간 경과 뒤 소유자의 청구에 의해 보통 주식으로 전환할 수 있는 사채이다.

94) Lutz, 2000, p. 163.

95) Lutz, 2000, p. 163; Lutz, 2006, p. 36. 시기를 조금 더 확장하여, 1990년부터 2002년까지

전후 금융 세력들의 연합을 지원하고 이들의 이해관계를 구조화하는 간접적인 역할을 수행해왔던 정부 당국이 국내 금융구조에서 적극적인 개입자와 규제자로 부상하게 된 것은 단순히 은행과 기업 세력의 상대적 영향력 약화에서 비롯된 것은 아니었다. 강한 국가의 부상은 자본자유화 물결과 금융세계화, 유럽 통합의 심화, 국내 경제적 어려움 등의 외생적 조건 변화로부터 국가의 발전 전략을 재고해야했던 연방 정부의 선택에 있었다. 예컨대, 1982년 등장한 기독교민주당의 콜 정부는 생산성의 위기, 국내 산업 구조의 변화, 국제자본시장 개방 압력의 유사한 도전에 직면했던 미국과 영국처럼 감세, 탈규제, 복지지출 삭감 등의 신자유주의적 구호를 내세웠다.

물론 정부가 내세운 신자유주의적 정책들을 통해 국내 경제의 모든 영역이 영미식의 시장자본주의 형태로 변한 것은 아니었고, 통일 이전까지 서독의 경제 정책 중 상당수는 복지 자본주의의 모습을 유지하고 있었다. 하지만 국내 경제에 대한 정부 당국의 이해관계와 선택이 80년대 이전과는 달라졌다는 사실에 주목할 필요가 있다. 즉, 전후 독일 정부가 산업, 금융 등 경제 전반에 심하게 간섭하지 않고 사회 세력들의 합의를 구조화시키는 역할을 수행하는 데 그쳤다면 80년대 이후 정부 당국은 국내외 환경 변화와 국내 금융시스템이 직면한 한계에 적극적으로 대응하는 경로를 선택한 것이었다.

독일 정부의 이해와 선호 변화를 이해하기 위해서 단순히 국제자본 시장으로부터의 탈규제와 자유화 압력이 아닌 국내적 차원과 유럽 지역적 요인까지 살펴볼 필요가 있다. 먼저, 국내적 차원에서 독일 당국은 오랫동안 유지해온 복지정책의 비용 부담으로 어려움에 직면하였다. 노동시간, 실업보험, 의료보험의 혜택을 제공하는 독일의 포괄적인 노동과 복지 정책은 효율성과 복지를 동시에 추구하는 사회적 시장을 이끌어왔지만 이후 독일 통일로 인한 비용 증가와 함께 독일 정부에 막대한 부담을 지워왔다.⁹⁶⁾

금융 시장 활성화를 위한 법안 네 개가 통과되었다. 그 중 세 번째 법안 단독으로만 100 여개의 다양한 조치를 다루는 등 금융 거래를 촉진하기 위한 독일의 입법 노력은 구체적인 것으로 평가되고 있다.

96) Gilpin, 2001, pp. 168-169.

1990년 독일 통일 이후 구동독을 재건하기 위해서 정부는 재정 지출을 증가할 수밖에 없었는데, 이는 국내 금리 상승과 인플레이션을 유발했을 뿐만 아니라 당시 유럽의 자본시장통합 진행으로 주변국의 금리 상승으로 이어져 유럽 전역에 불황을 가져오는 결과를 초래했다.⁹⁷⁾ 통일로 인한 또 다른 즉각적인 변화는 구동독으로의 자본의 대거 이동과 이 지역 기업들의 사유화였으며, 이는 곧 정부 재정지원 확대와 국내 금융개혁에 대한 필요의 증대를 의미하는 것이기도 했다.⁹⁸⁾ 이와 같은 국내적 상황에서 정부는 국내 금융시장에 대한 탈규제와 영미식의 새로운 금융서비스들을 도입하는 것을 통해 일자리 창출을 기대했으며, 금융개혁의 파급효과로써 비금융 부문과 하이테크 산업의 경쟁력 제고를 도모했다.⁹⁹⁾

유럽 지역적 차원에서 독일은 유럽통합과 유럽 단일통화를 만드는 데 주도적인 역할을 하면서 신자유주의적 경제 개혁에 적극적인 수밖에 없었다. 86년 합의된 유럽단일의정서와 유럽 경쟁정책의 강화로 국내 은행업, 증권, 보험 시장이 다른 회원국들에 대해 자유경쟁을 하도록 강제되었으며, 이와 같은 유럽 공동정책의 선두에는 독일이 있었다.¹⁰⁰⁾ 또한 91년 마스트리히트 조약에서 구체화된 유럽통화동맹의 가입 조건을 달성하기 위해 각국 정부는 이자율, 인플레이션율, 재정적자와 국가채무 등의 거시경제 지표를 충족시켜야 했다. 독일 당국은 단순히 EMU 가입을 위해 수렴 조건을 만족시켜야 하는 필요뿐 아니라 통화동맹 결성을 주도하는 국가였기 때문에 다른 어떤 회원국들보다 국내 금융제도를 현대화하고 자본시장을 활성화해야 하는 입장에 놓여있었던 것이다.

정부 당국은 통일과 유럽의 경제통합, 그리고 통화동맹 결성을 위한 값비싼 노력을 치르는 동시에 국내 산업 노동자들의 높은 임금수준과 복

97) 당시 독일의 통화 공급은 1조 8000천억 독일 마르크 (Deutsche Mark) 가량 증가했으며, 이는 통일 이전 대비 15% 증가에 달하는 액수이다. 독일의 통일 비용은 처음에 1조 마르크를 예상한 것에서 훨씬 상회한 것이었다. 하지만 인플레이션은 90년도 2.7%에서 92년도 4.0%로 증가한 후 95년도에 1.7%로 떨어지는 등 통일 이전에 예상했던 것보다 완만하게 증가하였다. Beate Reszat, 2003, "Financial reform in Germany," in Maximilian J. B. Hall (eds.), *The International Handbook on Financial Reform* (Cheltenham and Northampton: Edward Elgar, 2003), p. 91.

98) Reszat, 2003, pp. 91-92.

99) Vitols, 2004, p. 5.

100) Hix, 2005, pp. 239-251.

지혜택의 유지로 독일 정부는 국내 경제에 근본적인 전환을 시도해야 하는 필요에 직면하였다. 이와 같은 국내외적 도전에 대해 독일 연방 정부는 과거와는 다르게 국내 금융시스템의 적극적인 개입자로 변모했으며, 상대적으로 강해진 국가의 영향력을 바탕으로 금융시스템의 현대화와 자본 거래의 활성화, 그리고 독일 자본시장을 세계적인 수준으로 끌어올릴 수 있었다.

국내 금융구조에서 강한 영향력을 바탕으로 독일 연방 정부는 증권 거래와 시장을 활성화하는 촉진자와 개혁의 후원자였을 뿐만 아니라 적극적인 규제자의 얼굴을 띠기도 했다. 연방정부 산하의 연방증권감독청이 설치되어 주식 거래량 및 증권 거래의 감독과 규칙 제정이 이루어졌다. 지방 정부의 감독권도 확대되어 증권협의회 (Wertpapiererrat)가 추가로 설립되었고, 프랑크푸르트 주식시장거래 감독기관 (Handelsüberwachungsstelle der Frankfurter Wertpapier)을 추가로 설치하여 시장 거래 데이터를 전자 방식으로 수집하고, 연방 정부 산하 감독 기관과의 공동 협력을 강화하였다.¹⁰¹⁾ 즉, 독일은 분권화된 연방주의 시스템을 가졌음에도 불구하고 금융제도들과 자본 거래와 관련하여 연방 정부가 직접적으로 개입되어 감독과 규제를 관할했다.

지금까지 살펴본 바와 같이 독일에서는 80년대 이후 오랫동안 지속되었던 은행과 기업 사이의 연합이 약화되었고, 상대적으로 국가의 영향력과 역할이 증대했다. 국가의 상대적인 힘의 부상을 바탕으로 연방 정부가 의도하고 추진한 시장지향적인 금융개혁을 통해 국내 금융시스템의 현대화와 함께 자본시장 거래가 실질적으로 활성화될 수 있었다. 물론 동일 시기 은행과 기업 입장에서조차 자본시장 확장에 대한 수요가 있었다. 하지만 이들의 선호 변화와는 별개로 독일 국가의 개혁에 대한 동기가 구체화되기 시작했다. 정부 당국은 국내 금융시스템의 적극적인 개입자이자 규제자의 역할을 선택하였고, 80년대 초반 이후 국내 금융구조에서 국가의 상대적 영향력이 점차적으로 확대되었다.

이런 점에서 독일에서 자본시장 활성화가 나타난 것은 단순히 새로

101) Lutz, 1998, p. 164.

운 제도 도입과 변화에 대해 은행과 기업 세력의 선호가 있었기 때문만은 아니다. 마찬가지로 국가 특성 하나만으로 금융개혁 성과가 결정된 것도 아니었다. 국내 금융 세력들과 국가 간 재편된 상대적 영향력의 변화를 고려해야 한다. 요약하자면 은행과 산업 부문의 연계는 기업들의 이해와 은행 부문의 이해 사이에 일치하는 부분이 거의 없어지면서 점차적으로 약해질 수밖에 없었다. 한편 국내외 도전에 직면한 독일 정부는 국내 금융시스템의 강력한 개입자와 규제자의 역할을 수행하였고, 강한 국가의 부상은 80년대 이후 본격화되었던 금융개혁을 통해 독일 금융이 시장에 기반한 거래중심적인 형태로 전환하는 데 주요한 요인으로 작용했다.

2) 이탈리아, 국가-은행 연계에서 금융 세력 연합의 부상

이탈리아에서도 독일과 마찬가지로 전후 오랫동안 이해관계자 중심의 기업지배구조의 작동과 함께 은행을 매개로 하는 간접금융시스템이 발달하였다. 하지만 독일과 분명히 구별되어야 하는 몇 가지 특징들이 있으며, 이러한 특징들은 이탈리아 금융 세력들과 국가 사이에 형성되었던 역관계와 직결된다.

먼저, 이탈리아의 기업과 은행 부문에서 소유 방식이나 경영, 규제, 통제에 있어서 국가 비중이 크게 존재했다. 금융 세력에 대한 국가 부문의 존재는 기업과 은행 세력에 비해 상대적으로 국가의 영향력이 강했다는 것을 의미했으며, 90년대 초반 국영 은행과 기업에 대한 대대적인 민영화가 단행되기 전까지 이탈리아의 금융구조는 강한 국가를 중심으로 하는 국가-은행 간 연합, 그리고 상대적으로 약한 기업 세력으로 구성되었다.

두 번째, 이탈리아의 민간 기업 내, 기업 간 네트워크는 독일보다 훨씬 더 긴밀하게 연결되어 있었다. 이는 국영 기업을 제외한 이탈리아 대기업 그룹들이 대부분 가족 통제 (family-controlled) 방식으로 경영되는 것과 관련되어 있었으며, 기업 자산과 지분 소유가 집중되어 있는 특징과도 연결된다.¹⁰²⁾ 기업의 주요 경영 및 재무 사안들은 국가 개입을 최소화하기 위해 기업 내부의 개인 간 네트워크를 통해 이루어졌으며, 이는 국가와 연계하는 독일의 조합주의 방식과 구별된다.

102) 1990년대 초반, 이탈리아 대기업에서 상위 다섯의 대형 주주들이 평균 87%의 지분을 소유하는 것으로 드러났으며, 상장된 기업 절반 이상에서는 단독 주주가 대다수의 지분을 통제하는 것으로 나타났다. 민영 기업 자산 소유와 관련하여 90년대 초 가족에 의한 소유 규모는 이탈리아 50.8%, 프랑스 27%, 독일 16.9%, 영국 13.3%로 이탈리아에서 기업 자산의 가족 소유가 높은 것으로 드러났다. Luigi Cannari and Marcello Pagnini, "Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria delle imprese italiane: prime evidenze comparate," in Banca d'Italia (eds.), *Il mercato della proprietà e del controllo delle imprese: aspetti teorici ed istituzionali*, (Rome: Banca d'Italia, 1994); OECD, *OECD Economic Survey: Italy 1994-95*, (Washington D.C.: OECD, 1995), pp. 60-61; David Cobham, Stefania Cosci and Fabrizio Mattesini, "The Italian Financial System: Neither Bank Based nor Market Based," *The Manchester School*, Vol. 67, No. 3 (June 1999), p. 327.

이탈리아의 주요 산업과 기업들은 개인적인 비공식적 협의와 상호성에 기반하여 긴밀한 협력 관계를 형성하고 있었는데, 그 대표적인 것이 '노스 갤럭시 (Galassia del Nord)'라 불리는 이탈리아 대규모 산업 그룹들 간 네트워크이다. 이 기업 간 네트워크의 선두에는 이탈리아 최고 투자은행인 메디오방카 (Mediobanca)와 메디오방카의 은행장이었던 Enrico Cuccia가 있었다. 하지만 80년대 후반까지 기업 세력과 은행 간 연합은 매우 제한적이었다. 이탈리아에서 1990년대 초반까지 금융 세력 간 연계가 약했던 것은 1936년 은행법의 영향이 컸다. 이 때 개정된 은행법은 금융 부문과 산업 부문의 상호 자본소유를 엄격히 금지하고 있었고, 90년대 초 은행법이 재개정되기 전까지 국내 금융 세력들의 연계를 제한시키는 요인으로 작용했다. 또한 상대적으로 기업 내부와 기업 간 관계가 긴밀했던 특성도 은행과의 관계가 제한적이었던 원인이 되었다.

셋째, 은행과 기업 간의 관계는 독일만큼 긴밀하거나 장기적이지 않았다. 세 번째 특징과 관련하여 우선, 이탈리아는 다른 선진자본주의 국가들과 비교해서 중소 규모의 기업들이 생산 활동 중 높은 비율을 차지했는데 이들은 국내 대형은행들과 어떠한 이해관계를 갖지 않았다.¹⁰³⁾ 대기업의 경우에도 단독 주주 혹은 가족에 의한 지배구조를 가지고 있었기 때문에 독일의 경우처럼 은행과 매우 긴밀하거나 장기적인 관계를 형성하지는 않았다.

이해관계자 기업지배구조와 금융 세력 간 연계 등 독일과 유사하지만 구별되는 이와 같은 특징들은 이탈리아가 독일과는 상이한 국가-은행-기업 사이의 역관계와 궁극적으로 다른 방향의 금융개혁 결과를 갖게 하였다.

앞서 밝혔듯이 1980년대 이탈리아의 금융구조는 강한 국가를 중심으로 하는 국가-은행 간 연합과 상대적으로 약한 기업 세력으로 특징지을 수 있으며, 은행과 기업 사이에는 제한적인 연계가 유지되고 있었다. 이러한 국내 금융 구조의 특징으로 이탈리아에서는 90년대 초반까지 국가 주도의 금융개혁이 추진되었다. 1990년대 초반까지 이탈리아 금융개

103) Deeg, 2005 (a), p. 184.

혁에서 국가의 역할이 중심적이었는데, 이는 금융시스템에서 역사적으로 오랜 시간 동안 국가의 광범위한 소유와 통제가 존재해왔기 때문이다. 금융개혁에서 국가의 역할이 결정적일 수밖에 없었던 것은 금융시스템의 변화를 주도했던 행위자들이 국가 영역에 속해 있었기 때문이다. 개혁의 추진자들은 대부분 재무부와 이탈리아 중앙은행의 관료들이었으며, 이들은 증권시장 활성화와 함께 민영화, 기업 소유 구조 개혁 등 금융시스템에 연결되는 기업과 지배구조에 대한 총체적인 개혁을 시도하였다.

사실 국내 금융 구조에서 이탈리아 국가의 상대적 영향력이 처음부터 컸던 것은 아니었다. 1933년 이전까지 국내 주식시장에 대한 정부의 개입은 매우 제한적이었다. 정부 당국은 구제 금융 위기에 처한 은행들에 대해서만 제한적으로 개입하였으며 정부의 개입은 주로 중앙은행을 통해서 최소 범위 내에서 이루어졌다. 하지만 1930년대 초반 대공황을 겪으면서 이탈리아의 3대 대형 투자은행이었던 이탈리아상업은행 (Banca Commerciale), 이탈리아신용은행 (Credito Italiano), 로마은행 (Banco di Roma)이 붕괴되었고, 궁극적으로 자본시장과 국내 금융부문에 대한 강력한 정부 개입이 요구되었다.¹⁰⁴⁾ 1933년에는 산업부흥공사 (Istituto per la Ricostruzione Industriale: IRI)가 설립되어 과거 3대 투자은행들에 의해 관리되었던 국내 기업들의 막대한 포트폴리오를 정부가 적극적으로 관리하기 시작했으며, 이때부터 90년대 초반 대대적인 민영화가 추진되고 은행법이 개정되기 전까지 이탈리아에서는 강한 국가의 영향력을 특징으로 하는 금융 구조가 발달하였다.

한편, 강한 국가를 중심으로 은행과 연합이 형성될 수 있었던 것은 지분 소유와 인사와 관련하여 은행 영역에 국가 부문이 강하게 존재했기 때문이다. 예컨대, 이탈리아의 최대 투자은행인 메디오방카는 전후 소수에 불과했던 대표적인 민간 소유의 은행으로 알려져 있다. 하지만 소유나 경영에 있어서 다른 은행들에 비해 상대적으로 독립적이었던 메디오방카마저도 국가의 강한 통제 아래 있었다. 1946년에 설립된 메디오방카는 당시 이탈리아의 3대 대형 은행들에게 소유권이 분배되어 있었는데—이탈리아상업은행 (35%), 이탈리아신용은행 (35%), 로마은행 (30%)—, 이

104) Aganin and Volpin, 2003, p. 8.

들 대형 은행들은 국영 기관인 IRI의 소유였다. 즉, 메디오방카 역시 소유와 지배 구조에 있어서 완전한 민간 투자은행은 아니었으며, 90년대 초반 민영화 정책이 추진되기 전까지 정부의 강한 통제 아래 놓여 있었던 것이다.¹⁰⁵⁾

정부와의 긴밀한 연계와 함께 당시 이탈리아의 3대 국유 은행은 제도적으로 긴밀하게 연결되어 있었는데, 이들은 신디케이트 (syndicate) 형성을 통해 적대적 매수로부터 자신들을 보호하고 대주주들의 권리와 은행의 기존 경영 방식을 고수하는 방향을 유지시켰다.¹⁰⁶⁾

한편, 전후 오랫동안 이탈리아 주요 산업 세력은 기업 내부와 동일 산업 부문 간 긴밀한 협력 관계를 유지하고 있었고, 노스 갤럭시에서 보듯이 은행 세력과의 제한적인 연계를 가져왔다. 하지만 기업 세력과 기업-은행 간 연합의 상대적인 영향력은 강한 국가와 국가-은행 사이의 연합보다 강하지 않았다. 우선 기업 세력의 상대적 영향력이 크지 않았던 것은 주요 대기업 그룹들이 가족 단위로 운영되는 이탈리아 특유의 기업 지배구조와 관련한다. 또한 앞서 언급하듯이 1936년에 개정된 은행법의 영향으로 은행의 업무 제한과 함께 은행의 산업 자본 소유가 엄격하게 금지되면서 은행과 기업 세력 간 연계는 93년도에 은행법이 재개정되기 전까지 제한된 형태로 지속되었다.¹⁰⁷⁾ 1990년대 초 은행법이 재개정되고 주요 대규모 은행들이 민영화되기 전까지 오랫동안 이탈리아 경제를 지배해온 국가와 금융 세력 간 역관계의 구조는 바뀌지 않았는데, 이런 점에서 1980년대 기간 동안 이탈리아의 금융시스템은 큰 변화를 경험하지 않았다.

105) Leonardo Giani, "Ownership and Control of Italian Banks: A Short Inquiry into the Roots of the Current Context," *Corporate Ownership and Control*, Vol. 6, Issue. 1 (Fall 2008), p. 94.

106) Dermot McCann, "The 'Anglo-American' Model, Privatization and the Transformation of Private Capitalism in Italy," *Modern Italy*, Vol. 5, No. 1 (2000), pp. 19-21; Deeg, 2005 (a), p. 186; McCann, 2007, pp. 73-74.

107) Alexander Aganin and Paolo Volpin, "History of Corporate Governance in Italy," Finance Working Paper No. 17/2003, European Corporate Governance Institute (March 2003), p. 8.

1980년대 이래 이탈리아의 금융개혁은 신자유주의 개혁 성향을 띠는 소수 정부 관료들에 의해 계획되고 추진되었으며, 이는 국가 역할이 중심적인 전형적인 국가 주도 경제 개혁에 해당되었다. 하지만 강력한 국가 주도로 국내 금융부문에 시장지향적인 새로운 제도들—국영 소유의 은행과 기업의 민영화, 증권거래소 설치, 증권투자 및 금융시장에 관한 법안 제정, 주주권리 보호 법안 제정 등—이 도입되었지만 이탈리아의 금융시스템에 획기적인 전환을 가져오지는 못했다. 종속변수를 다루는 앞선장에서 두 국가의 금융개혁 내용에 대해 살펴보았듯이 이탈리아에서도 독일과 마찬가지로 금융개혁 이후 자본시장의 양적 성장이 있었다. 하지만 2000년도 이후 자본시장의 규모가 급락하였고, 무엇보다 은행과 기업 간 제한적이었던 관계금융의 비중이 감소하지 않았다는 점에서 실질적으로 자본시장의 활성화가 충분히 이루어지지 못한 것으로 드러났다.

이처럼 이탈리아에서도 독일의 경우처럼 강한 국가를 중심으로 금융개혁이 추동되었지만 개혁의 결과가 다르게 나타난 것은 90년대 초반 이후, 국가의 영향력이 약화된 것과 동시에 제한적인 관계를 유지해오던 은행과 기업 세력 간 연계가 상대적으로 강해졌기 때문이다.

먼저, 금융 부문에서 국가의 상대적 영향력 약화는 이탈리아 국내 정치 위기와 관련되어 있다. 1992년 이탈리아의 정당정치 시스템은 혼란을 맞이했는데, 전후 지배 정당으로써 오랫동안 국내 정당정치를 장악해왔던 기독교민주당 (Christian Democrat)이 와해되었다.¹⁰⁸⁾ 이탈리아 기업들의 재무 포트폴리오를 직접 관리하기 위해 설립된 IRI와 국내 주요 공기업인 국립탄화수소공사 (Ente Nazionale Idrocarburi: ENI), 기계공업투자공사 (Ente Fiere Italiane Macchine: EFIM) 등의 수장들은 5년 단위 임기로 정부에 의해 지명되었는데, 주로 이들은 지배정당이었던 기독교민주당 당원들이었다.¹⁰⁹⁾ 즉, 전후 지배정당으로써 국내 정치뿐만 아니

108) 1992년도 기독교민주당 (Christian Democrat)의 붕괴는 이탈리아 정당 시스템과 선거 및 정치 제도들의 대대적인 전환을 이끈 동시에 전후 오랫동안 국영 기업과 은행 부문에 존재해왔던 국가 부문의 약화를 의미했다.

109) Aganin and Volpin, 2003, p. 8.

라 경제 전반을 장악해온 기독교민주당의 붕괴로 92년도 이래 국내의 정치적 혼란과 함께 그동안 기업과 국내 금융 부문에 미쳐왔던 국가의 상대적 힘이 약화되었다. 특히나 지배정당의 붕괴는 국영 기관의 운영 방식의 변화뿐 아니라 그동안 재무부를 통한 재정 지원의 중단을 의미하는 것이었다.

92년 기독교민주당의 붕괴로 중도 좌파의 정치적 연합이 이루어졌으며, 전통적 시스템과 현상유지를 선호하는 기존의 정치 엘리트들을 약화시키고 기술 관료들로 구성된 정부가 들어서는 계기를 마련해주었다.¹¹⁰⁾ 중도 좌파 진영의 새로운 정부의 등장과 이들의 민영화 및 금융개혁 추진으로 전후 제한적으로 유지되어왔던 국내 은행과 기업 세력의 연계가 강화되었고, 90년대 초반 이후 국가와 금융 세력 간 역관계의 재구성은 궁극적으로 이탈리아가 독일과는 다른 금융개혁 성과를 갖게 하였다.

1990년대 초, 유럽통합이 요구하는 거시경제 수렴 조건들을 만족시키기 위해서 당시 중도좌파 정부는 시장지향적인 금융개혁들을 적극적으로 추진하였다.¹¹¹⁾ 이 시기 이탈리아의 국내 정치적 혼란으로 정책에 있어서 기술 관료들의 정책 자율성이 높아졌으며, 이는 정부 주도의 시장지향적인 금융개혁을 가능하게 했다. 예컨대, 이 시기에 수상을 지냈던 카를로 아젤리오 캄피 (Carlo Azeglio Ciampi)와 람베르토 디니 (Lamberto Dini)는 이탈리아의 중앙은행인 이탈리아은행 (Banca d'Italia)을 개혁하는 데 대부분의 업적을 남겼다.¹¹²⁾ 또한 재무부 장관이었던 MIT 출신의 이탈리아 대표적인 기술 관료인 드라기에 의해 제정된 드라기법은 증권시장 현대화와 기업의 투명성 제고, 소액 주주 보호 등의 사안을 동시에 포괄하는 법안이었다. 이와 더불어 이미 오랫동안 지속되었던 국가 부채 문제가 90년대 들어 악화되면서 이탈리아 정부는 기업과 은행의 사유화를 적극적으로 추진하지 않을 수 없었다. 민영화 프로그램은 곧 금융부문의 규제와 기업지배구조에 근본적인 문제를 제기하는 것이

110) Gianfranco Pasquino, "Italy: the Never-ending Transition of a Democratic Regime," in Josep M. Colomer (eds.), *Comparative European Politics* (London, New York: Routledge, 2008), pp. 135-144.

111) Deeg, 2005 (a), p. 186.

112) McCann, 2007, p. 88.

었으므로 국내 금융시스템의 변화를 의미하는 것이었다.

새롭게 구성된 중도좌파 정부는 국영 은행과 공기업 등 국가 소유의 기관들을 민영화해서 이들의 경쟁력을 높이는 동시에 국가 정책에 순응하는 민간 부문의 행위자들을 새롭게 만들고자 하였다. 이와 같은 정부의 계획은 1993년에 본격적으로 진행되었는데, 결과적으로 80여 개의 국영 상업은행들이 민영화되었고 은행들의 합병이 본격화되었다.¹¹³⁾ 비슷한 시기에 국영 기업의 민영화도 적극적으로 추진되었는데, 이와 관련하여 1994년에 지분 소유 할당과 기업지배구조에 대한 구체적인 규칙을 다루는 법 (n. 474/94)이 제정되었다. 그런데 이 법안에서 드러나는 국가 전략은 단순히 지분 소유의 다양화나 기업의 민영화에 그치는 것은 아니었다. 황금주 (golden share)¹¹⁴⁾를 설치하거나 합병이나 인수 사안에 대해 재무부의 거부권을 보장하는 방식으로 민영화된 기업에 대해서도 국가 영향력을 유지시키는 장치들을 마련해 놓았다.¹¹⁵⁾ 하지만 은행과 기업에 국가의 영향력을 남겨둔 채 민영화를 추진하려는 정부의 의도와는 다르게 90년대 초반 이래 확대되었던 대대적인 민영화 정책은 궁극적으로 금융 세력들로 하여금 국가 간섭을 배제하게 하였고, 오랫동안 제한적으로 유지되었던 은행과 기업 세력 간 연계를 확대시키는 계기로 작용하였다. 그 예로 1990년대 초반 메디오방카가 민영화되면서 운영 방식의 변화가 있었을 뿐 메디오방카와 이탈리아 주요 대기업 간 연계는 오히려 확대, 재생산되었다.¹¹⁶⁾

1990년대 초반 이후 은행과 기업 세력 간 연합이 강화될 수 있었던

113) Deeg, 2005 (a), p. 187.

114) 황금주 (Golden Share)란 보유한 주식의 수량이나 비율에 상관없이 단 1주 만으로도 기업 경영과 주주총회 결의 사안에 대해서 거부권 (veto)을 행사할 수 있는 권리를 갖는 주식이다. 주로 공영의 기간산업이 민영화 된 이후에 외국 자본에 의한 매수를 막기 위해 정부가 보유하는 주식이다.

115) Amatori and Colli, 2000, pp. 25-26; Deeg, 2005 (a), p 187.

116) 1980년대 말 메디오방카가 일부 민영화됨에 따라 Galassia del Nord의 핵심 행위자들이 은행위원회의 직위를 차지하게 되었다. Cuccia의 전략은 네트워크를 구성하고 있는 기업들의 가족 통제와 상호 보호를 위한 합병 방식 등을 이용하여 Galassia del Nord의 시스템을 유지하는 것이었으며, 이러한 방식은 기업 간, 기업들과 메디오방카의 연계를 더욱 강화시켰다. Amatori and Colli, 2000, p. 20.

중요한 계기는 민영화 정책뿐만 아니라 중도좌파 정부에 의해 추진되었던 은행법의 개정에 있었다. 이미 1990년도에 제정된 아마토 법안으로 국가 소유에 있었던 대부분의 은행들이 합자회사로 전환되어 민영은행과 동등한 경쟁을 할 수 있는 법적 지위를 획득하였다. 이어 93년도에는 은행법 개정을 통해 1936년 이후 엄격하게 분리되었던 은행업과 금융업 간 업무 장벽이 폐지되었다. 두 법안은 은행부문에 존재했던 국가 소유와 국내 금융개혁의 일환으로 추진되었지만 아마토 법안과 1993년의 새로운 은행법이 통과되면서 은행이 산업 자본을 매입할 수 있게 되자 이탈리아 은행과 기업과 은행의 연계는 과거 제한적이었던 제휴에서 더욱 긴밀해졌다.¹¹⁷⁾ <표 4-1>은 1990년대 중반 이후 은행이 소유하는 이탈리아 민간 기업의 지분 비율이 높아지는 추세를 보여주고 있다. 독일에서 강한 국가의 부상과 함께 금융 자본과 산업 간 거리를 두는 방향으로 국가-은행-기업 간 역관계가 재편되었던 것과는 대조적인 양상이다.

1990년대 초반 이후 이탈리아에서 재편되었던 은행과 기업 간 연계 강화는 1980년대 초반까지 독일 금융 세력의 긴밀한 제휴 관계와 유사하게 변하였다. 메디오방카와 같은 국내 대형은행들은 기업의 지분을 소유하면서 과거 독일의 대형 상업은행들이 그러했듯이 기업의 긴밀한 내부자를 자처했다. 그 예로 유니크레디토 (Unicredito)와 방카인테사 (Banca Intesa)는 텔레콤 이탈리아 (Telecome Italia: TI)와 피렐리 (Pirelli)의 가장 큰 대출 공급자이자 두 기업의 대주주이기도 했다.¹¹⁸⁾ 이와 관련하여 <표 4-1>과 <표 4-2>에서 1990년대에 기업 지분과 기업이 운용하는 뮤추얼 펀드의 은행 소유 비중이 높아지는 것을 확인할 수 있다. 특히 은행이 소유하는 기업 지분의 금액이 은행법이 통과된 1993년 이후 급증하는 추세는 기업에서 은행 세력의 영향력이 더욱 확대되는 양상을 반영한다. 1990년대 이탈리아 주요 은행들이 통신, 에너지, 미디어 산업 기업들

117) 1990년대 은행제도 개혁을 개괄하면 다음과 같다. 1990년 주요 은행들을 합자회사로 전환시키는 것을 핵심으로 하는 아마토 은행 법안 (n. 218/90)이 통과되고, 1992년 유럽연합 법안 (Directive n. 2)에 따라 은행이 주식을 살 수 있도록 허가되었다. 1994년 통합법 (Consolidation Act)은 은행이 특별한 경우를 제외하고 은행자본의 15%를 넘지 않는 범위에서 주식을 매입할 수 있도록 제한하였다. Amatori and Colli, 2000, p. 35.

118) Deeg, 2005 (a), p. 191.

의 내부자를 자처하면서 과거 제한적이었던 은행과 기업 간 연계는 더욱 긴밀해지고 강화되었다.

한편, 1990년대 초반까지 강한 국가를 중심으로 형성되었던 국가와 은행 세력 간 연합은 국내 금융 구조에서 국가의 영향력이 줄어들고 반대로 은행과 기업 세력 간 이해관계가 일치하면서 점차 약화되었다. 정부에 의해 통제되는 이탈리아 은행과 은행 그룹들의 비중은 92년 68%에서 2000년도에는 12%로 급감했는데, 이는 국내 금융구조에서 국가의 상대적 영향력 약화와 90년대 초반까지 유지되었던 정부와 은행 세력 간 연대의 약화를 단적으로 드러내는 것이었다.¹¹⁹⁾

<표 4-1> 1990년대 은행 소유의 산업체 주식 규모

(단위: billion Lira)

연도	1993	1994	1995	1996
주식보유량	69	793	710	946

出處: Bianco and Chiri (1997); Amatori and Colli (2000)에서 재인용.

<표 4-2> 1990년대 말 이탈리아 뮤추얼 펀드의 소유 구조

(단위: %)

	1997	1998	1999
은행	83.8	93.9	94.0
보험회사	7.9	5.1	4.9
합자투자 (Joint Ventures)	6.0	0.1	0.2
다른 금융기관들	1.2	0.2	0.7
개인	1.0	0.8	-
총액	100.0	100.0	100.0

出處: Amatori and Colli (2000: 36).

119) Bank of Italy, "The Italian Financial System: trends and perspective," Paper for preparing for G-20 Project: *Globalization: The Role of Institutional Building in Financial Sector* (Rome, August 2003), p. 15.

그렇다면 국가의 영향력 약화와 은행-기업 세력 간 연합의 강화로 특징지을 수 있는 역관계의 재편이 이탈리아의 금융개혁 성과와 어떻게 연결되는가. 90년대부터 은행-기업 세력 연합의 상대적 영향력은 과거보다 강해졌지만 이들은 시장지향적인 시스템과 개혁으로부터 오는 변화에 대한 수요가 없었다. 두 금융 세력들은 내부자 거래 방식과 상호 주식 소유 등 기존의 제한적이었던 협력을 확대함으로써 국가의 개입을 저지하는 동시에 이익을 추구할 수 있었기 때문에 시장지향적인 개혁에 대한 동기가 거의 존재하지 않았다.

주로 사적인 네트워크로 연결되어 있었던 은행과 기업 세력들 간 연합은 자본시장에서 새로운 기회를 추구하는 것보다 기존의 내부자 거래와 관계금융에서 이익을 유지할 수 있었다. 우선 이탈리아 기업들은 90년대 독일 기업들처럼 글로벌 경영을 추구하거나 국제시장과 충분히 연계되지 않았고, 국내 기업 세력의 네트워크가 전통적으로 강하게 지속되고 있었다. 또한 상호 주식 소유, 내부자 거래 등을 통해 기업과 은행 간 연계가 강화되면서 국내 금융 세력들에게 증권시장이나 국제시장에서 새로운 기회를 추구하는 것보다 기존 금융시스템 안에 머무르는 것이 유리했다. 주로 개인 간 사적인 연계로 이루어진 은행과 기업 간 관계를 끊고 개방과 경쟁 구도의 금융시스템으로 이행하는 것은 이탈리아 금융 세력들에게 기회라기보다는 위협으로 인식되었다. 예를 들어 이탈리아 경제에서 영향력 있는 인물인 메디오방카의 Enrico Cuccia나 피아트 (Fiat)의 전 회장인 Cesare Romiti는 기업소유권의 경합성 강화나 소액 주주 보호에 대한 필요를 거의 느끼지 못했으며, 현상유지를 통해 전후 이탈리아의 성장을 이끌어왔던 시스템이 가져다주는 안정성을 추구하였다.¹²⁰⁾

이 시기 국내 금융세력들에 대해 국가가 갖는 영향은 매우 제한적이었다. 주식시장관리감독위원회 (Commissione Nazionale per le Società e la Borsa: Consob), 중앙은행, 재무부와 같은 국내 자본시장과 금융시스템을 규제하는 국가 통제 기관들이 존재했지만 시장 투명성 제고와 정보 공개, 내부자 거래 규제 위반 등의 사안에 대해서 국가 기관들은 도덕적인 권고만을 행사했을 뿐, 실제로 국내 금융 거래에서 국가가 미치는

120) McCann, 2007, p. 87.

영향력은 크게 약화되었다.¹²¹⁾ 따라서 3장에서 살펴본 것처럼 90년대 초반 이후 중도좌파 정부를 중심으로 적극적인 금융개혁 정책들이 추진되었지만 은행과 기업 간 관계금융의 비중은 줄어들지 않았다. 이는 자본시장을 통한 기업의 자금 차입이 제한적이었다는 것을 의미했으며, 2000년대 초반에는 국내 증권시장 규모가 크게 급락하는 등 자본시장의 성장과 건전성에 있어서 불안정한 추세를 보이기도 했다.

90년대 정부 주도의 시장지향적인 금융개혁에도 불구하고 국가와 은행, 기업 세력 간 역관계의 재편으로 그 성과는 국가 정책의 의도대로 나타나지 않았다. 이를 보여주는 대표적인 사례가 1999년 이탈리아 사무기기 제조 및 전기통신 업체인 올리베티 (Olivetti)의 텔레콤이탈리아의 인수합병 사건이다.

90년대 말 올리베티의 총수입 규모는 TI의 7분의 1 수준이었고 시가총액은 4분의 1에 불과했다.¹²²⁾ 올리베티는 당시 이탈리아 3대 상업은행이었던 체이스맨해튼 은행 (Chase Manhattan), 리먼브라더스 (Lehman Bros.), 메디오방카와 소규모 은행인 인터방카 (Interbanca), 그리고 Emilio Gnutti가 이끄는 북부 지방 기업 연합의 지원을 받고 있었다. 97년 말 이탈리아 정부가 TI의 민영화 계획을 공표하자 올리베티는 TI의 인수에 대한 의지를 발표했고, 올리베티를 지지했던 대형 상업은행들을 중심으로 즉각적으로 인수를 위한 자금이 형성되었다. 또한 올리베티의 CEO였던 콜라닌노 (Roberto Colaninno)는 지주회사인 테크노스트 (Tecnost)의 기업담보차입매수 (Leveraged buy-out: LBO)를 통해 TI의 지분 과반 이상을 매입할 수 있었다.¹²³⁾ 이처럼 초기에 TI 지분의 3.2%만 보유¹²⁴⁾하고 있었던 올리베티가 텔레콤이탈리아를 성공적으로 인수할 수 있었던 것은 기업 연합을 비롯해 주요 대형은행들의 강력한 지원이 있었기 때문이며, 이탈리아의 피라미드식 지분 소유 구조와 관행이 크게 작

121) Borsa Italiana, "Fatti e cifre della borsa italiana," Borsa Italiana Spa (1999), p. 13.

122) Thomas A. Kochan, Richard Schmalensee, and Sloan School of Management, *Management: Inventing and Delivering Its Future* (MIT Press, 2003), p. 276.

123) Amatori and Colli, 2000, pp. 47-49.

124) Enrico Cisnetto, *Il gioco dell'OPA* (Milano: Sperling & Kupfer, 2000), p. 180.

용한 덕분이었다.

TI 인수 과정에서 이탈리아 독점규제 기관 (Anti-trust Agency)은 올리베티사가 이미 과점하고 있었던 올리만 (Oliman)사의 지분을 타사에 매도할 것을 강제했으며, 주식시장관리감독위원회가 절차상의 이유로 TI 인수를 일시적으로 저지하기도 하였다. 하지만 수상의 압력에 의해 이와 같은 규제들은 곧 해제되었고, 99년 5월 올리베티의 텔레콤이탈리아를 성공적으로 인수하였다.¹²⁵⁾ 다시 말해, 주식 거래의 투명성 제고 및 내부자 거래 규제를 관장하는 정부 기관의 자율성은 충분히 보장되지 않았을 뿐만 아니라 국내 금융 세력들을 효과적으로 규제하지 못하는 등 상대적인 힘이 약했던 것이다.

올리베티의 텔레콤이탈리아 인수 사건은 대형 국영 회사의 민영화였다는 것과 그 과정에서 이탈리아에 진출한 외국 투자은행들이 개입하여 즉각적인 자본 조달이 이루어졌다는 점에서 이탈리아가 과거의 금융 방식을 청산하고 시장지향적이고 경쟁적인 틀을 갖춘 것으로 보이기도 했다. 하지만 TI의 민영화와 인수 과정은 경쟁적인 금융 방식을 통해서라기보다 기업 내부자 거래와 교차소유 방식의 외부 기업과 은행과의 연계, 그리고 대형 은행들과의 긴밀한 협조 관계를 통해 완성되었다. 1990년대 말과 2000년대 초반에도 이탈리아에서는 내부자 중심의 금융 방식이 지속되었던 것이다. 즉, 이탈리아에서는 독일과 마찬가지로 이미 80년대부터 정부 주도의 강력한 금융개혁이 시작되었지만 기업 간 협력, 은행과 기업 간 연계가 강화되면서 자본시장의 양적인 확대에도 불구하고 기존의 제한적이었던 관계금융이 오히려 확대, 재생산 되었다. 이탈리아 경제를 오랫동안 지배해왔던 기업지배구조, 내부자 모델, 관계금융에 기초한 시스템이 크게 바뀌지 않았던 것이다.

요약하면 국내 정당정치 시스템의 붕괴는 신자유주의적 개혁을 찬성하는 좌파정부와 소수 기술 관료 집단이 들어서게 하는 계기가 되었고, 국제 자본시장 통합과 유럽경제 통합으로부터의 압력과 함께 정부 정책결정자들에게 시장지향적인 금융개혁을 추진하도록 이끌었다. 따라서 국내

125) Amatori and Colli, 2000, pp. 47-48.

금융 세력들의 금융개혁에 대한 선호가 없었음에도 불구하고 1990년대 초반 이후 이탈리아에서는 새로운 금융제도들이 활발하게 도입되었다. 하지만 정부 주도의 강력한 금융개혁이 추진될 수 있었던 요인은 시장지향적인 금융개혁을 통해 기존의 관계금융 방식이 줄어들고 자본시장의 활성화가 성공적으로 이루어졌는지, 즉 본 논문이 분석 대상이자 종속변수인 금융개혁의 양상과는 구별되어야 한다.

이탈리아의 금융개혁 결과는 단순히 은행, 기업 등의 금융 세력이나 국가의 개별 행위자 요인이 아니라 이들 사이의 상대적 힘의 관계에 의해 결정되었다. 즉, 90년대 초반 국내 정당정치의 위기로 인해 행정 관료 집단을 중심으로 국가 주도의 신자유주의적 금융개혁이 일어났지만 동일시기 개혁에 대한 이해관계가 없었던 은행과 기업 세력 간 연합의 상대적 영향력이 커짐에 따라 관계금융이 대체되지 못하고, 결과적으로 자본시장을 통한 금융 거래가 활성화되지 못한 것이었다.

V. 결론

한 국가의 경제개혁은 국내의 경제의 환경 변화에 대해 자동적인 응답으로 일어나는 것이 아니며, 개혁의 결과 역시 한 방향으로 수렴하는 것은 아니다. 개혁을 통해 시장지향적인 시스템이 형성되든 혹은 기존의 시스템이 지속되든 경제개혁은 경제 시스템을 구성하는 핵심 행위자들의 이해관계가 반영된 정책결정 과정이며 정치적인 과정이다. 본 논문이 다루는 독일과 이탈리아의 금융개혁도 위의 관점과 맥락을 같이 한다. 여기서는 유사한 외생적 조건에 놓여 있었던 독일과 이탈리아의 상이한 금융개혁의 성과가 주된 분석의 대상이었다. 즉, 신자유주의적 금융개혁을 통해 독일과 이탈리아에서 자본시장의 활성화가 이루어졌는지에 대한 것이었다. 두 국가의 금융개혁 성과를 비교하기 위해 단순히 시가총액으로 나타나는 자본시장의 양적 성장뿐 아니라 기업의 은행 대출 추이를 함께 살펴봄으로써 실제로 자본시장을 통한 금융이 활성화되었는지 확인하였다. 특히 후자를 살펴본 것은 내부자 거래를 특징으로 하는 기업 지배구조와 함께 은행과 기업 간 관계금융의 전통을 가져온 독일과 이탈리아의 공통적 속성에 착안한 것이었다.

독일과 이탈리아의 금융개혁 성과를 비교하는 본 논문이 줄 수 있는 함의는 다음과 같을 것이다. 먼저, 두 국가의 비교 사례 연구를 통해 외생적 환경 변화와 국내 경제개혁을 고찰할 수 있다. 특히 무역자유화나 자본자유화, 그리고 노동의 자유로운 이동과 같은 경제적 글로벌화와 국내정치에 대한 연구는 국제정치경제 분야에서 오랫동안 연구되어 온 주제이다. 본 논문에서는 자본자유화와 국제금융시장 통합 등의 국제 정세뿐 아니라 선진국 경제들이 직면한 국내 제조업의 수익성 구조 변화와 유럽 지역적 요인을 독일과 이탈리아가 직면한 외생적 조건으로 파악하였다. 즉, 앞선 논의들에서 확인했듯이 독일과 이탈리아 모두 자본의 탈제조업화와 산업 구조를 재편성해야 하는 국내적 도전과 더불어 유럽과 국제자본시장으로부터 탈규제 압력이 거세지는 유사한 대내외적 환경 변화를 경

힘하였다. 이와 같은 동일한 조건 아래 두 국가 모두 기존의 금융시스템에 변화를 가할 수밖에 없었는데, 유사한 방향의 시장지향적인 금융개혁을 통해 두 국가가 보여준 성과는 상이했다. 독일은 관계금융 비중의 하락과 함께 자본시장의 활성화를 경험하였고, 이탈리아는 자본시장의 양적 확장이 있었지만 은행과 기업 간 관계금융이 오히려 확대되는 양상을 보여주었다.

본 논문은 유사한 외생적 조건을 가진 독일과 이탈리아의 상이한 금융개혁 성과를 국내 금융 세력들과 국가 간 역관계라는 국내적 요인에 집중하여 분석을 시도하였다. 먼저, 내생적 요인에 집중한 이유는 외생적 환경 변화가 국내 금융시스템에 개혁의 필요성을 증대시킬 수는 있지만 그것 자체가 모든 국가들에게 특정한 방향의 개혁 결과를 갖도록 하는 직접적인 계기로 작용하는 것은 아니기 때문이다. 국가마다 유사한 시장지향적인 금융개혁을 추진하지만 그것이 상이한 양상으로 전개되는 것은 그들이 공통적으로 직면한 경제 구조 변화, 유럽통합, 자본자유화 물결에서가 아니라 국내적 요인이 다르게 작용했기 때문이다.

내생적 요인들 중에서 독일과 이탈리아 등 간접금융시스템을 갖는 국가들의 특수성에 착안하여 은행과 기업 등의 금융 세력들과 국가 간 상대적 영향력에 초점을 두었다. 대부분의 간접금융시스템 국가들이 그러하듯이 두 국가 모두 역사적으로 형성된 독특한 관계적 금융으로 경제를 운용해왔다. 이와 더불어 이해관계자 자본주의의 기업지배구조는 독일과 이탈리아에서 주요 금융 세력인 은행과 기업 간 연계가 형성될 수 있었던 공통적인 사회·경제적 기반이기도 했다. 여기서 단순히 금융 세력들의 이해관계와 그들 사이의 연계만을 고려한 것이 아니라 국가를 중요한 행위자로 파악하고 이를 분석 틀 안으로 가져와 은행, 기업, 국가 간 상대적 힘의 변화에 초점을 두어 두 국가의 금융개혁 성과를 비교하였다.

두 번째, 독일과 이탈리아의 금융개혁의 성과를 비교 분석하는 본 논문의 중심 가설과 분석틀이 주는 일반 이론적 함의를 생각해 볼 수 있다. 독일과 이탈리아의 금융개혁의 성과를 국가와 은행, 기업 사이의 상대적 힘의 변화와 그들 사이의 연합의 변화로 설명하는 본 논문은 비단 두 국가의 금융개혁 성과의 차이를 확인하는 데서 끝나는 것이 아니다.

주지하듯이 본고는 두 국가의 상이한 개혁 양상을 설명하기 위해 Hart의 국가-사회 합의의 모델에 착안하여 국가-금융 합의의 분석틀을 고안하였다. 즉, 독일과 이탈리아의 금융개혁을 설명하는 기존의 분석틀이 국가 혹은 은행 및 기업과 같은 금융 세력 한쪽에만 치중하는 것에 대한 한계를 인식하고, 국가와 금융 세력을 분석틀로 가져와 이들 사이의 역관계에 집중하였다.

따라서 본 논문을 통해 정치경제 현상을 설명하는 데 국가의 역할을 충분히 고려하지 않는 기존의 연합이론 및 제도주의 이론과 사회 세력을 상대적으로 강조하지 않는 국가주의 이론에 대하여 국가-사회 합의의 분석틀이 이들의 한계를 보완하는 동시에 사회 세력과 국가 요인을 모두 고려한 포괄적인 이론적 분석틀이 될 수 있다는 것을 확인할 수 있었다. 또한 본고에서는 금융 부문에 집중하여 국가-금융 합의의 분석틀을 제시하였는데, 이는 국가-사회 합의의 모델이 Hart의 분석에서처럼 국제 산업 경쟁력을 분석하는 데 유용할 뿐만 아니라 금융개혁, 경제정책, 국내 정치 및 사회 현상을 설명하는 데에도 포괄적으로 적용될 수 있음을 보여주는 것이다. 즉, 독일과 이탈리아 금융개혁의 비교 분석을 통해 국가-사회 합의의 모델에 대한 일반 이론적 함의를 발견할 수 있다.

자유주의적 경제 개혁이 선택이 아닌 필요선이 되어버린 오늘날 많은 국가들은 시차와 방식의 차이를 보이며 유사한 방향의 신자유주의적 경제 개혁을 추진하고 있다.¹²⁶⁾ 하지만 본 논문의 사례처럼 개혁의 결과는 국가마다 상이하다. 어떤 국가에서는 새로운 개혁의 내용들이 기존의 경제 시스템을 대체하거나 공존하는 방식으로 국내에 내재화되기도 하고, 또 다른 국가에서는 기존의 경제 시스템이 큰 변화 없이 유지되기도 한

126) 물론 모든 국가가 대내적으로 긴축, 감세, 민영화, 탈규제 등의 국내 정책과 대외적으로 상품 및 자본, 생산요소의 자유로운 이동과 장벽 제거를 특징으로 하는 신자유주의 정책을 시행하는 것은 아니다. 상이한 경제 체제에서뿐만 아니라 자본주의 국가들마다 경제 정책 영역마다 개혁의 다양성이 존재한다. 후자와 관련하여 정책 영역에 따른 국가 간 다양성에 주목할 필요가 있는데, 금융제도, 산업정책, 거시경제정책 영역은 신자유주의 압력에 따라 가장 변하기 쉬운 영역이다. 따라서 시차와 방식에 다양함이 존재하더라도 많은 자본주의 국가들은 금융제도 개혁의 압력을 피할 수 없는 것이다. Anton Hemerijck and Martin Schludi, "Sequence of Policy Failures and Effective Policy Responses," in Scharpf W. Fritz and Schmidt A. Vivien (eds.), *Welfare and Work in the Open Economy* (Oxford University Press, 2000).

다. 독일과 이탈리아는 시장지향적인 금융개혁으로 자본시장의 실질적인 활성화와 제한된 성장을 보여주는 사례로써 두 국가의 비교 분석은 한 사회에서 정책 결과를 결정짓는 요인들을 생각해 볼 수 있게 한다. 본 논문에서는 국내적 요인 중에서도 경제 제도와 직접적으로 연관된 행위자들—국가와 은행, 기업 등의 금융 세력—의 이해관계와 그들의 연합을 설명변수로 파악하고 사례들을 분석하였다.

그럼에도 불구하고 본 논문은 다음과 같은 한계를 갖는다. 본 논문이 다루고 있는 연구 시기가 1990년대 후반까지라는 점을 감안할 때, IT 혁명과 닷컴 기업들의 등장, 그로 인한 주식 시장의 급성장이 전개되었던 90년대 후반과 2000년대 초반 이후의 기간에 대한 금융개혁 성과들에 대해 확인할 필요가 있다. 즉, 1990년대 후반 또 한 번의 산업 구조 변화로 금융제도 개혁의 새로운 도전에 직면한 독일과 이탈리아의 금융시스템이 1990년대 후반과 비슷한 양상으로 전개되어왔는지 아니면 새로운 변화들이 생겨났는지 확인하는 추가 연구가 필요하다. 여기서 2000년대 이후 두 국가가 경험한 자본시장의 성장 혹은 후퇴가 상술한 IT 혁명과 닷컴 기업의 쇠퇴, 혹은 2000년대 이후 빈번하게 발생한 금융 위기에서 비롯된 것은 아닌지 외부 변수에 대한 위협이 제거된 후에 검증이 이루어져야 할 것이다.

다시 한 번, 금융개혁을 비롯한 경제 개혁은 결국 국내의 문제로 귀결된다. 외생적 변수들 역시 경제 개혁의 조건과 환경을 마련한다는 점에서 중요한 요인으로 작용하지만 그 자체가 개혁의 트리거(trigger)가 되지는 못한다. 결국 개혁의 착수와 성과를 결정짓는 것은 국내 경제시스템을 구성하는 행위자들, 그리고 그들 사이의 역관계에 있는 것이다. 특히 금융, 산업, 무역, 복지, 노동과 같은 정책 영역은 개혁을 통해 이익을 보는 집단과 반대급부가 분명하기 때문에 각 영역을 둘러싼 행위자들의 사회적 관계와 국가의 역할을 동시에 분석하는 것은 정책 혹은 개혁의 시작과 발달 과정, 더 나아가 성과와 국가 다양성을 이해하는 데 유용한 접근을 제공할 것이다.

참고 문헌

<영문 참고문헌>

Aganin, Alexander and Paolo Volpin, 2003, "History of Corporate Governance in Italy," Finance Working Paper No. 17/2003, European Corporate Governance Institute.

Aguilera, Ruth V., 2001, "Institutional Pressures Shaping Shareholder Value Capitalism and Corporate Governance in Italy and Spain," Conference on Shareholder Value Capitalism and Globalization, Bad Homburg, Germany.

Amatori, Franco and Colli Andrea, 2000, "Corporate Governance: The Italian Story," ISE (Economic History Institute), Bocconi University.

Barbetta, Gian P., 1998, "Foundation in Italy," in Helmut K. Anheier and Stefan Toepler (eds.), *Private Funds, Public Purpose: Philanthropic Foundations in International Perspective*, New York: Kluwer Academic/Plenum Publishers.

Beyer, Jurgen and Martin Hopner, 2003, "The Disintegration of Organised Capitalism: German Corporate Governance in the 1990s," *West European Politics*, Vol. 24, No. 4.

Bowles, Samuel and Herbert Gintis, 1986, *Democracy and Capitalism: Property, Community, and the Contradiction*, New York: Basic Books.

Bundesbank, 1997 (a), "Shares as financing and investment instrument," *Deutsche Bundesbank Monthly Report* (January 1997), Frankfurt am Main.

_____, 1997 (b), "Trends in public sector debt since German unification," *Deutsche Bundesbank Monthly Report* (March 1997), Frankfurt am Main.

- _____, 1998, "Structural changes in the German capital market in the run-up to European monetary union," *Deutsche Bundesbank Monthly Report* (April 1998), Frankfurt am Main.
- Cioffi, John W., 2002, "Restructuring 'Germany Inc.': The Politics of Company and Takeover Law Reform in Germany and the European Union," Institute of European Studies, Working Paper PEIF-1, University of California, Berkeley.
- _____, 2006, "Corporate Governance Reform, Regulatory Politics, and the Foundations of Finance Capitalism in the United States and Germany," *German Law Journal*, Vol. 7, No. 6.
- Cobham, David, Stefania Cosci and Fabrizio Mattesini, 1999, "The Italian Financial System: Neither Bank Based nor Market Based," *The Manchester School*, Vol. 67, No. 3.
- Deeg, Richard, 2005 (a), "Change from Within: German and Italian Finance in the 1990s," in Wolfgang Streeck, Kathleen Ann Thelen (eds.), *Beyond Continuity: International Change in Advanced Economy*, Oxford: Oxford University Press.
- _____, 2005 (b), "Remaking Italian Capitalism? The Politics of Corporate Governance Reform," *West European Politics*, Vol. 28, No. 3.
- Demirguc-Kunt, Asli and Ross Levine, 2001, *Financial Structure and Economic Growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development*, The MIT Press.
- Edwards, Jeremy and Sheilagh Ogilvie, 1996, "Universal banks and German industrialization: a reappraisal," *Economic History Review*, Vol. 49, No. 3.
- Eichengreen, Barry, 2000, "The EMS Crisis in Retrospect," NBER Working Paper No. 8035, NBER.
- _____, 2001, "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?" *World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 3.

- Evans, Peter, 1997, "The Eclipse of the State? Reflections on Stateness in an Era of Globalization," *World Politics*, Vol. 50, No. 1.
- Ferguson, Thomas, 1984, "From Normalcy to New Deal: Industrial Structure, Party Competition, and American Public Policy in the Great Depression," *International Organization*, Vol. 38.
- Ferrarini, Guido, 2005, "Corporate Governance in the 20th Century: A View from Italy," ECGI Working Paper Series in Law, No. 29/2005, European Corporate Governance Institute.
- Frieden, Jeffrey, 1988, "Sectoral Conflict and US Foreign Economic Policy," in Ikenberry, Lake and mastanduno (eds.), *The State and American Foreign Economic Policy*, Ithaca, New York: Cornell University Press,
- Giani, Leonardo, 2008, "Ownership and Control of Italian Banks: A Short Inquiry into the Roots of the Current Context," *Corporate Ownership and Control*, Vol. 6, Issue. 1.
- Gilpin, Robert, 2000, *The Challenge of Global Capitalism: the world economy in the 21st century*, Princeton, New Jersey, and Oxford: Princeton University Press.
- _____, 2001, *Global Political Economy: understanding the international economic order*, Princeton University Press.
- Ginsborg, Paul, 1990, *A History of Contemporary Italy: Society and Politics, 1943-1988*, Penguin Books.
- Hall, Peter, 1986, *Governing the Economy: The Politics of State Intervention in Britain and France*, New York: Oxford University Press.
- _____ and Rosemary C. R. Taylor, 1996, "Political Science and the Three New Institutionalism," in *Political Studies*, Vol. 44.
- _____ and David Soskice, 2001, *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*, New York: Oxford University Press.

- Hart, Jeffrey A., 1992, "The Effects of State-Societal Arrangements on International Competitiveness: Steel, Motor Vehicles and Semiconductors in the United States, Japan and Western Europe," *British Journal of Political Science*, Vol. 22, No. 3.
- Hardiman, Niamh, 2004, "Which Path? Domestic Adaptation to Economic Internationalization in Ireland," Working Paper 12/2004, Institute for the Study of Social Change, Trinity College Dublin,
- Hemerijck, Anton and Martin Schludi, 2000, "Sequence of Policy Failures and Effective Policy Responses," in Scharpf W. Fritz and Schmidt A. Vivien (eds.), *Welfare and Work in the Open Economy*, Oxford University Press.
- Hix, Simon, 2005, *The Political System of the European Union*, New York: Palgrave Macmillan.
- Ikenberry, John G., 1988, "Conclusion: An Institutional Approach to American Foreign Economic Policy," in John G. Ikenberry, David A. Lake, and Michael Mastanduno (eds.), *The State and American Foreign Economic Policy*, Ithaca, New York: Cornell University Press,
- Jackson, Gregory, 2003, "Corporate Governance in Germany and Japan: Liberalization Pressures and Responses During the 1990s" in Wolfgang Streeck and Kozo Yamamura (eds.), *The End of Diversity? Prospects for German and Japanese Capitalism*, Ithaca, New York: Cornell University Press.
- Katznelson, Ira and Barry R. Weingast, 2005, "Intersection Between Historical and Rational Choice Institutionalism," in Ira Katznelson and Barry R. Weingast (eds.), *Preferences and Situations Points of Intersection Between Historical and Rational Choice Institutionalism*, New York: Russell Sage Foundation.
- Kochan, Thomas A., Richard Schmalensee, and Sloan School of Management, 2003, *Management: Inventing and Delivering Its Future*, MIT Press.
- Lindert, Peter H. and Charles P. Kindleberger, 1982, *International*

Economics, Homewood: Richard D. Irwin.

Lutz, Sussane, 1998, "The revival of the nation-state? Stock exchange regulation in an era of globalized financial markets," *Journal of European Public Policy*, Vol. 5, No. 1.

_____, 2000, "From Managed to Market Capitalism? German Finance in Transition," *German Politics*, Vol. 9, No. 2.

_____, 2006, "The Finance Sector in Transition: A Motor for Economic Reform?" in Kenneth Dyson and Stephen Padgett (eds.), *The Politics of Economic Reform in Germany*, Routledge.

Mahoney, James, 2001, *The Legacies of Liberalism: Path Dependence and Political Regimes in Central America*, Baltimore: Johns Hopkins University Press.

McCann, Dermot, 2000, "The 'Anglo-American' Model, Privatization and the Transformation of Private Capitalism in Italy," *Modern Italy*, Vol. 5, No. 1.

_____, 2007, "Global Markets and National Regulation: The Protection of Shareholder Interests in Germany and Italy," *Government and Opposition*, Vol. 42, No. 1.

McKinnon, Ronald I., 1973, *Money and capital in economic development*, Washington DC: Brookings Institution.

Mitchell, Timothy, 1991, "The Limits of the State: Beyond Statist Approaches and Their Critics," *The American Political Science Review*, Vol. 85, No. 1.

Moravcsik, Andrew, 1998, "Relaunching Integration: The Single European Act, 1984-1988," in Andrew Moravcsik (eds.), *The Choice for Europe*, New York: Cornell University Press.

North, Douglass C., 1990, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press.

- _____, Karen Cook, and Margaret Levi, 1990, *The Limits of Rationality*, Chicago: University of Chicago Press.
- _____, 1991, "Institutions," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 1.
- OECD, 1995, *OECD Economic Survey: Italy 1994-95*, Washington D. C.
- Onado, Marco, 2003, "Financial reform in Italy," in Maximilian J. B. Hall (eds.), *The International Handbook on Financial Reform*, Cheltenham and Northampton: Edward Elgar.
- Pasquino, Gianfranco, 2008, "Italy: the Never-ending Transition of a Democratic Regime," in Josep M. Colomer (eds.), *Comparative European Politics*, London, New York: Routledge.
- Polanyi, Karl, 1944, *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*, Boston: Beacon Press.
- Reszat, Beate, 2003, "Financial reform in Germany," in Maximilian J. B. Hall (eds.), *The International Handbook on Financial Reform*, Cheltenham and Northampton: Edward Elgar,
- Rogowski, Ronald, 1989, *Commerce and Coalition: How Trade Affects Domestic Political Alignments*, Princeton University Press,
- Schmidt, Manfred G., 2001, "Still on the Middle Way? Germany's Political Economy at the Beginning of the Twenty-First Century," *German Politics*, Vol. 10, No. 3.
- Schmidt, Vivien A., 2002, *The Futures of European Capitalism*, New York: Oxford University Press.
- _____, 2009, "Putting the political back into political economy by bringing the state back in yet again," *World Politics*, Vol. 63, No. 3.
- Shepsle, Kenneth A., 1989, "Studying Institutions: Some Lessons from the Rational Choice Approach," *Journal of Theoretical Politics*, Vol. 1, No. 1.

Skocpol, Theda, 1979, *State and Social Revolutions: A Comparative Analysis of France, Russia, and China*, New York: Cambridge University Press.

Summers, Lawrence H., 2000, "International Financial Crisis: Causes, Prevention, and Cures," *American Economic Preview*, Vol. 90, No. 2.

Thelen, Kathleen, 1999, "Historical Institutionalism in Comparative Politics", *Annual Review of Political Science*, Vol. 2.

Vitols, Sigurt, 2004, "Changes in Germany's Bank-Based Financial System: A Varieties of Capitalism Perspective," Discussion Paper SP II 2004-03, Wissenschaftszentrum, Berlin.

Wixforth, Herald and D. Ziegler, 1995, "Bankenmacht: Universal. Banking and German Industry in Historical Perspective," in Youssef Cassis, Gerald D. Feldman and Ulf Olsson (eds.), *The Evolution of Financial Institutions and Markets in Twentieth Century Europe*, Alderhot: Scolar Press.

Wyplosz, Charles, 1997, "The EMU: Why and How It Might happen," *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, No. 4.

<이탈리아 및 독일 참고문헌>

Bianco, Magda and Salvatore Chiri, 1997, "Le partecipazioni bancarie nelle imprese in Italia: Investimenti e ristrutturazioni finanziarie," *Banca, Impresa, Societa*, Vol. 151, No. 3.

Borsa Italiana, 1999, *Fatti e cifre della borsa italiana*, Borsa Italiana Spa.

Cannari, Luigi and Marcello Pagnini, 1994, "Forma giuridica, quotazione e struttura proprietaria delle imprese italiane: prime evidenze comparate," in Banca d' Italia (eds.), *Il mercato della proprieta e del controllo delle imprese: aspetti teorici ed istituzionali*, Rome: Banca d' Italia.

Cisnetto, Enrico, 2000, *Il gioco dell'OPA*, Milano: Sperling & Kupfer.

<국문 및 국역본 참고문헌>

Armstrong, P, Andrew Glyn, and John Harrison, 1991, *Capitalism Since 1945*, 김수행 역, 『1945년 이후의 자본주의』, 서울: 동아출판사.

차명수, 2000, 『금융공황과 외환위기, 1870-2000』, 대우학술총서 472 논저, 서울: 아카넷.

최배근, 2008, 『시장경제 진화와 위기』, 서울: 집문당.

<1차 자료 및 검색 자료>

Banca d'Italia Database,
<http://bip.bancaditalia.it/4972unix/homebipentry.htm?dadove=stor&lang=eng> (검색일: 2012년 7월 17일)

Borsa Italiana Database,
http://www.borsaitaliana.it/borsaitaliana/statistiche/statistiche-storiche/principaliindicatori/2011/principaliindicatori2011.en_pdf.htm (검색일: 2012년 5월 21일)

Deutsche Bundesbank Database,
http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.en.php?lang=en&open=konjunktur&func=row&tr=JJ5000 (검색일: 2012년 5월 21일)

Deutsche Bundesbank Database,
http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.en.php?open=konjunktur&func=row&tr=JJ5003&year=2000 (검색일: 2012년 5월 21일)

OECD Database, <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=26646> (검색일: 2012년 5월 21일)

<부록> 약어 표

BAWe (Bundesaufsichtsamt FurDen Wertpapierhandel, The German Federal Securities Supervisory Office):	독일연방증권감독청
BdB (Bundesverband der Deutschen Bank):	독일은행협회
CDU (Christlich-Demokratische Union):	기독교민주당
CFSP (Common Foreign and Security Policy):	유럽공동대외안보정책
CME (Coordinated Market Economy):	조정시장경제
Consob (Commissione Nazionale per le Societa e la Borsa):	주식시장관리감독위원회
DRSC (Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee):	독일회계표준위원회
DTB (Deutsche Terminbourse):	독일선물거래소
EC (European Community):	유럽공동체
ECB (European Central Bank):	유럽중앙은행
ECSC (European Coal and Steel Community):	유럽석탄철강공동체
EFIM (Ente Fiere Italiane Macchine):	기계공업투자공사
EEC (European Economic Community):	유럽경제공동체
EMS (European Monetary System):	유럽통화제도
EMU (European Monetary Union):	유럽통화동맹
ENI (Ente Nazionale Idrocarburi):	국립탄화수소공사
ERDP (European Regional Development Fund):	유럽지역개발자금
ERM (Exchange Rate Mechanism):	유럽환율제도
EU (European Union):	유럽연합
EURATOM (European Atomic Energy Community):	유럽원자력공동체
FDP (Freie Demokratische Partei):	자유민주당
IMF (International Monetary Fund):	국제통화기금
IRI (Istituto per la Ricostruzione Industriale):	산업부흥공사
KapAEG (Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz):	자본조달촉진법
KonTraG (Gesetz zur Kontrolle und Transparenzim	

Unternehmensbereich, Law on Control and Transparency in Enterprises): 기업지배와투명성법안
LBO (Leveraged buy-out): 기업담보차입매수
LME (Liberal Market Economy): 자유시장경제
MATIF (Marche a Terme des Instruments Financers): 파리 금융선물 거래소
MONEP (Marche de Options Negociables de France) 프랑스 파생상품 거래소
SEC (Securities and Exchange Commission): 미국증권거래위원회
SEA (Single European Act): 유럽단일의정서
SME (State-Influenced Market Economy): 국가주도시장경제
TI (Telecome Italia): 텔레콤이탈리아
TUB (Teesto Unico Bancario, Banking Law): 이탈리아 은행법
VOC (Varieties of Capitalism): 자본주의 다양성 학파

Abstract

The Power Relationship among State-Bank-Corporation and Financial Reforms: Cases of German and Italian Financial Reforms in the 1980s-1990s

Heejung Kim

Department of International Relations

The Graduate School

Seoul National University

The purpose of this thesis is to explain financial reforms in indirect-financial system countries by focusing on the power relationship among state and domestic financial forces. Especially, this study concentrates on the capital markets' activation among various aspects of the reforms. In other words, it investigates whether the relationship banking has declined in importance with growth in financial market trades during the period of the 1980s to the 1990s. To analyze this, a comparative case study of Germany and Italy is conducted among the class of events—the developed and bank-based financial system. The two cases enable the most-similar design comparison, since Germany and Italy had experienced common exogenous changes in domestic economic structure, international monetary system, European integration and crisis. Also, they have had similar stakeholder-based corporate governance system, highly related to the domestic financing.

Most previous studies related to this subject mainly focused on the domestic financial groups, such as interests and preferences of banks and industrial groups. The state has been regarded as an agency which codifies agreements between the financial forces rather than a key actor bringing the outcome of reforms. Given this critical problem in the existing studies, the state is assumed as the main actor with the bank and corporation groups in this paper. Based on this assumption, the thesis investigates how the relative power among the state and the financial forces decided the consequences of the financial reforms. In order to conduct this, this research suggests the 'State-Financial Arrangement' strategy based on the 'State-Societal Arrangement' model from the analysis on international industrial competitiveness by Jeffrey A. Hart.

The German financial system has been transformed into the market-centered transaction while the Italian system has not been shifted enough accompanied by the increase in relationship banking and insider trades. The different outcomes of the German and Italian financial reforms are presented with the index of the market capitalization, trends in loans by banks, as well as the specific reform policies. The following part of the paper examines how the relative power changes among the government, banks and corporations actually influenced the domestic financial system in Germany and Italy from the 1980s to the 1990s.

Keywords: Financial Reform, Activation of Capital Market, Indirect-Financial System, Relationship Banking, Germany, Italy, State, Financial Groups, State-Financial Arrangement, Power Relationship

Student Number: 2009-22816