

# 미국의 반금융자본 정서와 금융규제의 장기적 변모<sup>(1)</sup>

## 이 철 희

대기업이나 대규모 금융회사와 같은 거대기관에 대한 미국 대중의 반감은 매우 오랜 역사적 기원을 가지고 있으며, 이것이 미국에서 특히 강하게 나타난 것은 미국 고유의 정치적·사회적·문화적인 특성에 기인한 바 크다. 특히 거대금융회사에 대한 적대감은 일반적인 대기업에 대한 반감보다 더 강하게 나타났는데 이는 금융기관이 타인의 돈을 이용하여 대기업들을 포함한 미국 경제전반과 더 나아가 정치까지도 좌지우지하고 있다는 인식에서 비롯된 것이었다. 이와 같은 정서적인 적대감은 거대금융회사에 대한 정치적인 공세와 강력한 규제로 표출되었다. 특히 1930년대의 대공황은 미국의 반금융자본 정서를 강화시키는 계기가 되었다. 거대금융회사와 금융업자들은 1930년대 초의 금융위기를 초래한 범죄집단으로 취급되었고, 이들에 대한 정치적인 공격은 1930년대의 뉴딜 은행개혁의 중요한 동력이 되었다. 뉴딜 금융개혁은 금융시장의 안정성과 투명성을 높여서 투자자와 예금자를 보호하는 것을 목적으로 한 것이었으나 다른 한편으로 거대금융회사의 영향력을 크게 축소시키는 내용을 포함하고 있었다. 근래의 실증적인 연구들에 따르면 이 시기에 이루어진 금융관련 규제는 미국 금융부문의 효율성과 산업의 경쟁력에 부정적인 영향을 미쳤던 것으로 평가된다. 1930년대에 형성된 미국 금융규제의 기초는 1970년 이후 대내외적인 거시경제적 여건의 악화와 국제금융시장의 경쟁의 심화로 인해 미국 금융산업이 위기에 봉착하면서 변화를 겪게 된다. 이후 금융기관의 인수합병과 업무영역 등에 대한 규제가 완화되기 시작했으며, 1990년대 말에 이르러서는 1930년대에 형성된 금융규제의 대부분이 철폐되거나 무력화되었다.

### 1. 머리말

오늘날 미국에서의 기업에 대한 대중적인 이미지는 다른 어떤 나라에 비해서도 좋은 것으로 평가된다. 최근 일부 대기업들의 부정회계사건이 불거져 나오고 글로벌 기업들의 지나친 아웃소싱에 대한 비난이 확대되는 등 여러 가지 악재가 있었음에도 불구하고, 미국의 기업들은 변함없이 국민경제의 가장 핵심적인 주체로 존중받고 있으며, 성공한 기업

---

(1) 이 연구는 양윤홍 선생이 서울대학교 기업경쟁력연구센터에 출연한 재단법인 서울대학교 발전기금의 연구비 지원을 받아 수행되었다. 세미나에서 발표된 초고에 대해 유익한 논평을 베풀어 주신 서울대학교 이승훈, 양동휴, 박지향 교수와 성균관 대학교 송병건 교수께 감사드린다.

가들은 사회적으로 존경과 전망의 대상이 되고 있다. 기업의 기본적인 목적은 이윤의 추구에 있으며, 이 목적을 성공적으로 달성하는 기업들은 고용의 창출과 세금의 납부를 통해 사회에 보다 큰 공헌을 할 수 있다는 기업관은 대다수 국민의 정서에 깊게 뿌리를 내리고 있다.

그러나 불과 한 세기 전까지도 미국의 대중은 기업, 특히 대기업에 대해 매우 적대적인 정서를 지니고 있었으며, 이는 강력한 반기업적인 정치적인 요구로 분출되기도 했다. 예컨대 19세기 말 대규모 철도회사들의 차별적인 요율책정에 대한 중서부 농민들의 적대감은 인민주의운동(Populist Movement)의 주요 동력 가운데 하나였으며, 19세기 말, 20세기 초의 혁신주의운동(Progressive Movement)의 중요한 개혁 목표 가운데 하나는 대기업 및 대규모 금융회사들의 횡포를 막고 정경유착의 고리를 끊는 것이었다. 20세기 초 미국 대기업의 이미지는 “도둑남작(Robber Baron)”이라는 표현에서 읽을 수 있듯이 매우 부정적인 것이었다. 미국에서 대기업에 대한 정서가 특히 부정적이었던 것은 정부를 포함하여 개인의 삶을 좌지우지 할 수 있는 거대하고 강력한 기관에 대해 혐오감이 컸던 정치적, 문화적 전통과 다른 어느 나라보다도 대기업의 성장이 급격하게 이루어졌던 미국의 역사적 특수성에 기인하는 것으로 판단된다.

이러한 기업에 대한 대중의 부정적인 이미지는 유권자들의 정서를 반영한 여러 가지 산업 및 기업 규제입법으로 이어졌다. 산업규제는 근대적 대기업이 가장 먼저 출현했던 철도산업에서 시작되었다. 1887년에는 주간통상법(Interstate Commerce Act)이 통과되어 요율차별을 조사하고 그 위반사항에 대해 처벌할 수 있는 권한을 부여받은 주간통상위원회(Interstate Commerce Committee)가 창설되었다. 산업부문에 대한 연방규제는 1890년 셔먼 반독점법(Sherman Antitrust Act)의 제정과 함께 시작되었다. 초기의 셔먼법은 그 조항이 모호한데다 행정적 조치가 아닌 사법부에 대한 전적인 의존 때문에 한계를 지닌 것이었다. 그러나 19세기 말까지 차츰 규제가 강화되어 이윤배분(profit pools), 트러스트(trust), 카르텔(cartel) 등이 불법으로 규제되었으며, 20세기 초에는 법무부에 셔먼법의 집행을 담당하는 전담부서가 만들어졌다. 이후 반독점 소송은 크게 증가하였고, 스탠더드 오일(Standard Oil), 아메리칸 토바코(American Tobacco)에 대한 반독점판결은 미국 반독점규제의 새로운 장을 열었다. 마침내 1914년에는 클레이튼법(Clayton Act)과 연방통상위원회법(Federal Trade Commission Act)이 제정되어 주간통상법과 셔먼법에 의해 시작된 초기 규제 시스템이 완성되었다.

산업부문의 대기업들과 함께 19세기 및 20세기 초의 미국 거대금융기관들도 대중적인 적대감과 이를 반영한 정부의 강력한 규제의 대상이 되었다. 일부 연구자에 따르면 금융

회사에 경제력이 집중되는 문제에 대해서는 더 심각한 사회적 우려와 반감이 제기되었던 것으로 보인다. 특히 미국의 대중들은 대규모 금융기관에 의해 산업부문이 통제되는 것을 극도로 혐오하였으며, 이는 대규모 금융회사에 강력한 규제로 표출되었다. 19세기 초 제2차 미국은행(The Second Bank of the United States) 재인가에 대한 거부권의 발동과 남북전쟁 중에 발의된 국법은행법(National Banking Act)을 통해 나타났던 대규모 금융기관에 대한 불신과 견제는 실제로 규모와 영향력이 큰 금융기관들이 출현하기 시작한 19세기 말부터 더욱 강하게 나타났다. 즉 20세기 초의 투자은행 및 생명보험회사 규제를 통해 보다 강하게 발현된 금융기관에 대한 반 대기업 정서는 1930년대 은행법을 통해 그 절정에 도달하였다. 대규모 금융기관에 대한 대중적인 반감과 이를 반영한 적대적인 공공정책은 미국 기업지배구조의 형성에도 중요한 영향을 미친 것으로 평가된다. 애초에 지점설립의 규제 등으로 인해 파편화된 단점체제를 형성했던 은행은 대기업의 대주주가 되기에는 지나치게 규모가 작았으며, 1930년대의 은행법은 은행의 증권업 겸업과 주식소유를 제한하였다. 20세기 초의 가장 거대한 금융회사였던 보험회사는 1906년 이래로 주식의 보유가 금지 내지 제한되었으며, 뮤추얼펀드(mutual funds)와 연기금(pension funds)도 대규모 지분을 소유하는 데 있어서 여러 가지 법적, 구조적 제약을 받았다. 소규모 지방은행들의 연합과 같은 이해집단은 어떤 경우에는 법안의 통과를 위해, 대부분의 경우 법안통과 이후 규제의 유지를 위해 정치적인 압력을 행사하였다. 요컨대 대규모 금융기관에 대한 대중의 반감과 이해집단의 로비에 기초한 일련의 규제 법안으로 인해 기관투자자에 의한 대지분의 보유는 원천적으로 봉쇄되었고 미국 기업은 개인투자자를 중심으로 하는 파편화된 소유구조를 갖게 되었던 것이다.

이 연구는 이처럼 19세기 후반과 20세기 초반을 통해 특히 강하게 나타났던 미국 금융기관에 대한 반감과 이에 기초한 정부규제가 구체적으로 어떤 형태로 나타났는지를 살펴볼 것이다. 특히 사회경제적인 변화에 따라 대규모 금융회사에 대한 대중의 정서와 정부의 공공정책이 어떻게 바뀌었는지를 자세하게 분석하려고 한다. 그리고 사회적, 정치적 분위기를 반영한 정부의 금융규제가 미국의 금융산업의 발전과 경제성장에 어떠한 영향을 미쳤는지를 분석할 것이다. 그리고 마지막으로 미국 거대 금융기관에 대한 정부규제가 20세기 후반부터 완화되기 시작한 이유를 탐색할 것이다.

## 2. 미국 반금융자본 정서의 역사적 뿌리

영국의 식민지 지배에 반기를 든 독립전쟁을 통해 국가를 건설한 미국의 국민들은 전통

적으로 보통 사람들이 정치적·경제적 결정과정에 참여하기를 기대해왔고, 따라서 권력이 한 기관으로 집중되는 것에 대해 보다 강한 혐오감을 가져온 것으로 알려져 있다.<sup>(2)</sup> 이러한 힘의 집중과 거대권력의 간섭에 대한 반감은 일찍이 큰 정부에 대한 불신으로 나타났으며, 산업화를 거치면서 대기업 및 거대금융기관에 대한 혐오감으로 이어져온 것으로 보인다. 이는 19세기 말부터 20세기 초까지 나타난 인민주의 운동의 태동, 반독점법의 제정, 혁신주의(progressivism)의 발흥 등의 중요한 정치적·문화적 기초였다.

거대금융에 대한 적대감은 미국의 여러 이해집단들이 비교적 쉽게 공유할 수 있는 정서였다. 월스트리트(The Wall Street)와 관련되지 않은 정치적·사회적 지도자들에게 있어서 거대 금융회사의 발흥은 자신들의 지위와 기득권에 대한 잠재적인 위협으로 비추어졌다. 진보주의 운동의 지도자들은 대규모 기관으로부터 개인을 보호하는 것을 중요하게 생각했다. 농민이나 소규모 지방은행과 같이 대기업이나 대규모 금융기관과 이해관계가 상충되는 집단은 실제로는 조직화되어 작지 않은 힘을 지니고 있었음에도 불구하고, 개인 혹은 개별은행이 가진 약한 이미지 때문에 덜 위협적으로 받아들여졌다. 반면 대규모 은행이나 보험회사는 거대하고, 비인간적이고, 접근하기 어려우며, 설득하기 어려운 존재로 부각되어 정치적인 제약이 필요하다고 생각하게 하였다. 뒤에 보다 자세하게 언급되었지만 19세기 말과 20세기 초에 나타났던 금융기관에 대한 의회의 조사나 금융기관에 대한 정치적 지도자들의 적대적인 발언은 바로 이와 같은 이데올로기의 발현을 보여주는 것으로 볼 수 있다.<sup>(3)</sup>

거대금융회사에 대한 적대감은 흔히 다음과 같이 공공의 이익을 보호한다는 명분으로 포장되었다. 첫째, 금권정치로부터 민주주의를 지킨다.<sup>(4)</sup> 둘째, 거대금융기관으로부터 예금주, 보험가입자, 소규모 투자자를 보호한다. 셋째, 금융시장에 있어서의 독과점을 방지함으로써 소비자들을 보호한다. 넷째, 소유를 분산함으로써 공공소유의 요구 및 계급분화의 문제를 완화시킬 수 있다[Roe(1994, Chapter 4)]. 역시 뒤에 자세하게 언급되었지만 정

(2) 유명한 사학자인 홉스타더(Richard Hofstadter)는 이러한 미국 국민 이데올로기를 다음과 같이 요약하고 있다: “평범한 미국인들이 생각하는 이상적인 경제적인 삶의 모습은 오래 전부터 재산과 권력이 넓게 분산된 농촌사회의 조건하에서 형성되었다. 이러한 농촌사회에서 대규모 기관은 부수적인 역할만을 수행하였다”(Hofstadter(1955, p. 215)).

(3) 윌슨(Woodrow Wilson) 대통령의 연설의 한 대목은 이러한 정서를 상징적으로 보여준다: “이 나라에 있어서 가장 심각한 독점은 자본의 통제를 통해 우리의 오랜 다양성과 자유 그리고 발전을 향한 개인의 에너지를 파괴한 돈의 독점(the money monopoly)이다”[Roe(1994, p. 31)]에서 재인용.

(4) 윌슨 대통령은 다음과 같이 언급하였다: “만약 이 나라에서 미국 정부를 소유할 만큼 강력한 사람들이 있다면 그들은 그것을 소유하려 할 것이다”[Roe(1994, p. 35)]에서 재인용.

치인들은 자주 이러한 논리에 기초하여 경제적인 논리가 취약한 금융규제를 법제화했던 것을 볼 수 있다.

미국의 정치적 구조의 특수성은 반금융자본 정서가 보다 쉽게 금융기관에 대한 규제정책으로 실현되도록 하였다. 특히 연방주의(federalism)는 뒤에서 살펴보겠지만 주법은행(state banks)과 연방은행(federal banks)이 공존하며 경쟁하는 은행시스템이 출현하는 데 큰 역할을 하였다. 이렇게 파편화된 은행제도는 소규모 단점은행을 중심으로 한 이해집단을 창출함으로써 대규모 금융기관들의 성장을 반대하는 여론을 형성하는 데 도움을 주었다. 연방주의의 특성을 지닌 정치구조는 또한 농민이나 소도시 은행가 등 대규모 금융기관에 적대적인 집단의 정치력이 의회에서 과도한 영향력을 발휘하도록 만든 요인이었다. 소규모 은행이나 농민의 연합은 전국적인 대표성을 지녔기 때문에 정치적인 영향력을 확대시킬 수 있었던 반면, 월가는 지역적으로 집중되어 있었기 때문에 그와 같은 영향력을 발휘할 수 없었다. 정치적인 영향력이 컸던 의회의 위원회들은 중앙정부에 대한 권한의 집중이나 특정 기관에 대한 경제력 집중에 반대하는 남부의 보수 정치인들에 의해 좌지우지되었다. 투자은행과 상업은행의 분리를 주장했던 글래스(Carter Glass) 의원이 버지니아주 출신이라는 것은 우연이 아니었다.

다양한 집단들의 이해관계도 대규모 금융기관에 대한 적대감과 이것이 반영된 금융규제강화에 중요한 역할을 하였다. 예컨대 소규모 상인들과 중소기업들은 지방의 소규모 은행으로부터 더 나은 서비스를 받을 수 있으리라 믿었다. 그리고 대공황기의 농민들은 금융기관으로부터 충분한 신용을 제공받지 못한 것이 자신들이 처한 어려움의 근원이라고 생각했다. 워싱턴의 관료들은 경제에 대한 자신들의 장악력을 높이기 위해서는 월스트리트가 산업을 통제하지 못하게 막아야 한다고 믿었다. 일단 금융부문에 대한 규제가 시작되고 나면 금융기관의 경영자들까지도 규제완화로 인해 경쟁이 심화되고 자신들의 입지가 약화될 것을 우려하는 경향이 있었다.

### 3. 국법은행제도(National Banking System)하의 미국 은행제도와 금융규제

1863년의 국가통화법(National Currency Act)과 1864년의 국법은행법(National Banking Act)에 의해 확립된 국법은행제도는 20세기 초까지 미국 연방정부의 은행에 대한 규제의 근간을 형성하였다.<sup>(5)</sup> 국법은행법의 실질적인 단기적 목표는 연방정부의 인가(national

(5) 이하 연방은행제도의 성격에 관한 서술은 Studensky and Krooss(1952), Sylla(1975), White

charter)를 얻으려는 은행으로 하여금 자본의 일부를 공채로 보유하게 함으로써 남북전쟁을 수행하는 데 필요한 전비를 조달하는 것이었다. 보다 장기적으로는 연방정부에 의해 통제되는 통일적인 은행제도를 확립하고, 정부공채를 기초로 발행되는 국법은행권(national banknote)을 전국적으로 유통시킴으로써 통화시스템을 정비하는 것이었다.

이 법은 연방정부의 인가를 부여하는 데 대한 반대급부로 다음과 같은 규제를 부과하였다. 첫째, 은행지점의 설립을 제한하였다. 국법은행법의 제8조는 은행의 통상적인 업무가 조직인증서에 명시된 장소에 입지한 사무소 혹은 점포에서 이루어져야한다고 명시하였으며, 이후의 은행감독관들은 이를 지점설립의 금지조항으로 해석하였다. 이로 인해 남북전쟁 이전 남부 및 서부를 중심으로 제한적이거나 존재하던 지점의 운영은 1920년대에 이르기까지 사라지게 되었다. 주정부도 대체로 지점설립에 반대하는 입장을 고수했으므로 주법은행(state banks)들의 지점설립도 강하게 제한되었다.

이러한 지점설립에 대한 규제는 각 마을의 은행이 그곳 거주자에 의해 운영되는 것을 선호하는 대다수 주민의 정서를 반영한 것이었다. 미국인들은 다른 주 혹은 다른 지방 은행이 자신의 주 내지 지방에 설립한 지점의 영업이 그 지역의 부를 타지 사람들에게 이전시키는 결과를 가져올 것이라고 생각하였다. 그리고 여러 지점을 거느린 대규모 은행이 궁극적으로 지방의 소규모 은행들을 도산시키고 독점적인 지위를 장악할 것을 우려하였다. 이와 같은 규제는 19세기 후반과 20세기 초를 지나며 약간 완화되기는 했지만 장기적으로 미국 은행제도가 소규모의 단점은행 위주로 고착되는 결과를 가져왔다.<sup>(6)</sup>

둘째, 국법은행법은 은행이 위치한 지역의 인구에 따라 최소한의 필요자본(minimum required capital)을 요구하였다. 이에 따라 인구가 6,000명 이하인 지역은 5만 달러, 인구 6,000~50,000명이 거주하는 지역은 10만 달러, 인구 5만 명 이상이 거주하는 지역은 20만 달러 이상의 자본이 있어야 연방정부의 인가를 획득할 수 있었다. 또한 잉여기금(surplus fund)을 만들어, 신설은행들로 하여금 최소필요자본액의 20%를 채울 때까지 반년에 한 번씩 이윤의 십 분의 일을 입금하게 하였다. 1900년에 제정된 금본위법(Gold Standard Act)은 인구 3,000명 이하 소도시의 최소필요자본금을 25,000달러로 낮추었다. 주법은행들의 최소필요자본금 규모는 관련 자료가 미비하여 확실하지는 않지만 대체로 연방은행의

(1983), 이철희(1990)에 주로 기초하고 있다.

(6) 19세기 말 일부 주들이 지점설립에 대한 규제를 완화하면서, 정해진 수의 지점 혹은 정해진 도시 내에서의 지점 설립이 가능해졌다. 1909년 캘리포니아는 최초로 주 전체에 대한 지점설립을 허용하였다. 이와 같은 주정부의 규제완화에도 불구하고 1910년까지도 전체 은행의 3.4%에 불과한 292개 은행이 지점을 운영했을 뿐이다.

요구액보다는 작았던 것으로 보인다. 특히 남부와 서부의 경우 1만 달러의 자본금만으로도 은행설립을 허가하는 주들이 많았다. 1900년의 금본위법에 의해 소도시 국법은행의 최소필요자본액이 낮아지자 여러 주정부도 따라서 주법은행의 필요자본액을 축소하였다.

셋째, 국법은행법은 은행의 자산과 부채의 구성을 규제하였다. 먼저 동법은 토지나 건물 등 부동산을 담보로 한 대출을 제한하였다. 뉴욕, 시카고, 세인트루이스 등 대도시 연방은행들에 대해서는 부동산 저당대부가 전적으로 금지되었으며, 지방은행의 경우에도 부동산 평가액의 50%를 상한으로 하여 5년 미만의 대부만 허용되었다. 또한 전체 부동산 담보대출이 은행자본의 25%를 넘지 못하도록 제한하였다. 다음으로 동법은 은행이 발행할 수 있는 은행권이 은행이 보유한 공채의 액면가치의 90% 혹은 300만 달러를 넘지 못하게 제한하였다. 그리고 주정부나 시정부의 채권과 같이 다양한 증권에 기초에서 은행권을 발행할 수 있었던 과거의 법규를 고쳐서 연방정부의 채권만을 은행권 발행의 기초로 인정하였다.

이와 같은 국법은행법의 각종 규제는 남북전쟁 이후 미국 은행제도에 여러 가지 문제를 야기하였다. 일련의 연구들은 자본이 부족하고 농업자산의 비중이 높았던 서부와 남부의 농촌지역에서 최소필요자본의 요구와 부동산 담보대출의 제한이 신규은행에 대한 진입장벽으로 작용했다고 지적하였다. 이러한 진입장벽으로 인해 지방의 은행들이 독과점적인 지위를 누릴 수 있었고 이러한 은행제도의 구조로 인해 이자율의 지역적 격차가 나타났다는 주장도 있다[Sylla(1975), Sushka and Barrett(1986)].

연방정부의 채권에 기초하여 은행권을 발행하는 데서 발생하는 문제도 제기되었다. 즉 호황기에는 민간의 통화수요가 늘어나게 되는데 은행은 공채보다 수익성이 높은 투자기회를 발견하게 되기 때문에 공채보유가 줄어들고 통화공급은 감소하게 된다. 따라서 통화시장에는 수급불균형이 발생하게 된다. 그리고 은행권의 유통액이 공채 발행액에 의존하게 되기 때문에 연방정부는 재정정책을 시행하는 데 제약을 받을 수 있다. 또한 이 제도하에서 은행권의 유통액은 경직적으로 결정되고, 지역적으로는 도시에 집중되는 경향이 있었다. 따라서 봄 파종기와 가을 추수기에 자금수요가 집중되는 미국농업부문에 있어서는 적절하지 못한 은행제도였다[Studensky and Krooss(1952)]. 이러한 은행제도의 문제점은 통화부족에 대한 농민들의 불만과 이것이 표출된 불환지폐통용운동(Greenback Movement)과 은화통용운동(Free Silver Movement)을 유발한 원인의 하나로 지적된다[White(1983), Eichengreen(1984), Snowden(1987)].

주법은행을 대체하여 연방정부에 의해 통제되는 통일적인 은행제도를 창출하려는 국법은행법의 의도는 위에 지적한 여러 가지 규제조항으로 인해 쉽게 실현되지 못했다. 법이

시행된 첫 해에 연방정부의 인가를 받은 은행은 불과 66개에 불과했다. 연방정부는 이에 대응하여 1864년 6월부터 주법은행이 발행한 은행권에 대해 2%의 세금을 부과하였으나 여전히 국법은행의 확산은 지지부진했다. 연방정부는 1866년 1월 주법은행권에 대한 세율을 10%로 높였고, 1870년에는 300만 달러로 제한한 국법은행권 발행한도를 354만 달러로 상향조정했으며, 5년 후에는 아예 은행권발행한도를 철폐하였다. 이와 같은 주법은행에 대한 규제강화와 국법은행에 대한 규제완화에 힘입어 이후 국법은행의 수는 빠르게 증가하였다. 1864년 467개였던 국법은행의 수는 1870년 1,612개, 1900년에는 3,731개, 1914년에는 7,518개로 증가하였다. 그러나 전반적으로 보아 1914년까지 국법은행과 주법은행간의 경쟁은 주법은행의 승리로 기울었다고 평가할 수 있다. 1863년 1,466개였던 주법은행의 수는 국법은행법 제정 직후 크게 감소하여 1866년에는 297개에 불과하였다. 그러나 1880년 이후 주법은행은 크게 증가하여 1914년에는 국법은행 수의 거의 두 배에 달하는 14,512개로 증가하였다. 연방정부의 강한 견제에도 불구하고 주법은행이 살아남아 발전할 수 있었던 가장 큰 이유는 애초에 국법은행에 비해 규제가 약했고, 국법은행에 대한 규제가 완화될 때마다 이에 대응하여 더욱 제약조건을 완화했다는 것이다[White(1983, pp. 14-42)]. 그 이외에 예금형태로 통화를 보유하는 경향이 강해지면서 주법은행권 발행에 대해 세금을 부과함으로써 발생하는 불리함이 약화되었다는 점[James(1976)], 공채가격이 상승하여 국법은행의 은행권발행 수익성이 낮아졌다는 점[Sylla(1969)] 등을 주법은행의 성공요인으로 꼽을 수 있다.

국법은행법은 제정 이후 반세기 동안 미국 은행의 제도적인 성격을 규정하였다. 20세기 초까지 미국의 상업은행은 기본적으로 소규모의 단점은행이었고, 영업은 여신과 단기 상업신용의 제공에 국한되었으며, 자산의 구성도 크게 제약되었다. 이와 같은 규제는 미국 은행의 효율성과 안정성을 저해했던 것으로 평가된다. 은행은 규모 및 범위의 경제를 실현할 수 없었으며, 중서부와 남부의 농촌지역의 은행들은 국지적으로 독과점적 지위를 누리기도 했다. 좁은 지역 내의 유사한 부문에 대해 대출이 집중되어 있는 소규모의 단점은행구조로 인해 특별한 경제적 위기가 아닌 시기에도 은행의 파산이 빈번하였다. 이 시기에는 다른 지역의 금융기관과의 청산을 위해 시골의 소규모 은행들이 도시의 대규모 은행에 잔고를 보유한 소위 코레스 은행제도(Correspondent Banking System)가 발달하였다. 그런데 이 제도는 자금의 도시편중을 가져오고, 특히 농번기 동안 농촌의 신용경색을 가져왔다는 비판을 받았다. 빈번한 금융위기에 대한 대응으로 1914년에 출범한 연방준비제도(Federal Reserve System, 이하 연준)도 기본적으로는 구제도를 계승한 것으로, 위에서 지적한 문제점들을 충분히 해결할 수 없었다. 이 시기 미국 상업은행들의 이와 같은 제도



적인 취약성으로 인해 19세기 후반을 통해 빠르게 성장하는 산업이 필요로 하는 장기투자자본을 제공할 수 없었다.

## 4. 19세기 말부터 대공황 이전까지의 미국 금융산업과 금융규제

### 4.1. 투자은행의 성장

19세기 초부터 시작된 운하와 철도의 건설은 미국 금융시장으로 하여금 과거에 경험하지 못했던 대규모 자본동원의 요구에 직면하게 했다. 특히 19세기 중엽 이후 중서부 및 서부로의 철도망 확장은 필요자금의 규모를 확대했을 뿐만 아니라 철도가 건설되는 지역과 자본이 동원되는 지역의 괴리를 가져와 자본시장의 정보비대칭성(information asymmetry)문제를 악화시켰다. 즉 철도산업이 필요로 하는 자본은 이제 특정 철도회사의 경영진과 그 운영상황을 잘 모르는 타 지역 혹은 해외의 투자자로부터 동원될 수밖에 없었다[Baskin and Miranti(1997)]. 위에서 언급한 바와 같이 파편화되어 있었던 미국의 상업은행들로서는 운하 및 철도시대의 금융을 감당할 능력이 없었다.

19세기 후반을 통해 장기투자자본을 동원하는 기능을 주도적으로 담당했던 미국의 금융기관은 모건(J. P. Morgan), 쿤 롭(Kuhn, Loeb & Co.), 쿡(Jay Cooke) 등 사설투자은행(private investment bank)이었다. 특히 1854년 주니어스 모건(Junious S. Morgan)이 영국출신의 금융업자인 조지 피바디(George Peabody)와 파트너십을 이루면서 시작되었으며 그 아들인 존 피어폰트 모건(J. P. Morgan)과 손자인 존 피어폰트 모건 2세(J. P. Morgan, Jr.)로 이어지면서 국제금융가문으로 형성된 J. P. Morgan은 19세기 말부터 20세기 초반까지 미국 금융을 지배한 대표적인 투자은행이었다. 이 시기 투자은행들은 국가 및 지방정부의 채권과 철도를 비롯한 공익산업의 채권을 인수, 유통시키면서 성장하였다. J. P. 모건의 경우 미국, 영국, 프랑스 등 선진국 정부의 채권발행을 성공적으로 주관하고, 19세기 말부터는 철도산업과 전화, 가스, 전력 등 각종 공익산업(public utilities)의 채권을 인수하며 명성을 쌓았다.<sup>(7)</sup>

19세기 후반을 통해 미국은 산업화가 심화되고 확산되는 가운데 산업조직의 근본적인 변화를 경험하였다. 소위 제2차 산업혁명으로 알려진 신산업의 성장과 새로운 생산기술의 도입과 함께 많은 기업들이 규모 및 범위의 경제를 실현하며 근대적인 대기업으로 성장하였다[Chandler(1977, 1990)]. 1898년~1902년 사이에 발생한 소위 기업합병운동(merger

(7) 이 시기 미국 투자은행의 성격에 관해서는 Carosso(1970), Chernow(1990), 이철희(1990) 등을 참고하라.

movement)을 통해서 많은 수의 거대 독과점 기업이 출현하였다. 이와 같은 산업의 변화는 설비투자, 신기술의 개발, 인수합병 등을 위한 대규모 장기자본에 대한 수요를 급속하게 증가시켰다. 기존의 상업은행은 국법은행법에 의해 부과된 지점설립의 금지, 자산구성선택의 제약, 업무영역의 제약 등으로 인해 이러한 경제적 변화가 가져온 기회에 적절하게 대응하기 어려웠으며, 이에 따라 산업자본의 동원과 배분은 증권시장의 손에 맡겨졌다.

19세기 말 이후 성공적인 대기업이 성장하면서 산업부문에 대한 신뢰도가 높아지고 제한적이거나 기업정보공개 개선에 힘입어 자본시장에서의 정보상의 비대칭성이 다소 완화되었다. 이에 따라 산업부문의 채권과 주식이 증권시장에서 거래되기 시작하였다.<sup>(8)</sup> 이러한 과정이 시작될 무렵 J.P. 모건과 같은 대형투자은행들은 계속해서 공채, 철도, 공익산업(utilities)의 증권 등 당시의 블루칩에 치중하였고, Goldman & Sachs나 Lehman Brothers와 같이 중소규모의 사설투자은행들이 새로운 기회에 적극적으로 대응하였다. 그러나 20세기 초에 이르게 되자 우량주를 고집하던 거대투자은행들도 빠르게 성장하는 산업부문의 매력을 간과할 수 없게 된다.

이 시기 거대투자은행들이 지녔던 힘의 원천은 강력한 자금동원능력이었다. 이러한 자본동원력은 해외 투자가들과의 사적인 연계관계와 국내 여신금융기관에 대한 지배력에 기초하고 있었다. 예컨대 J.P. 모건은 처음부터 런던에 근거지를 둔 금융회사로 출발하였고, 줄곧 런던 지사의 파트너를 통해 영국의 정관계 및 투자가들과의 긴밀한 사적관계를 유지하고 있었다. 이는 모건은행이 유럽자본을 동원할 수 있는 중요한 기반이었다. 또한 모건은행은 지분의 보유와 이사의 겸임 등을 통해 대규모 생명보험회사와 상업은행에 대한 지배권을 행사하고 있었다. 20세기 초 모건은행은 New York First National Bank의 두 번째 대주주로 이사진을 파견하고 있었고, Bank Trust, Guarantee Trust, National Bank of Commerce와 같은 은행들과 Equitable Life, Mutual Life 등의 생명보험회사를 의결권 신탁(Voting Trust)을 통해 지배하였다. 이 외에도 모건은행의 파트너들은 34개 은행 및 신탁회사의 188개 이사진과 10개 생명보험회사의 30개 이사진을 점유하고 있었다.

이 시기의 투자은행들은 단순한 금융 중개기관의 역할을 수행하는 데 그치지 않고 투자자들의 이익을 지키기 위해 투자대상기업의 경영에 적극적으로 개입하였고, 더 나아가 그 기업의 수익률을 높이기 위해 기업 간의 담합이나 결합을 추진하기도 했다. 거대투자은행들은 다른 금융회사에게 했던 것처럼 이사직의 겸임, 지분의 보유, 의결권 신탁과 같은 방식으로 일반기업에 대한 지배권을 행사하며 경영에 관여하였다. J.P. 모건은

(8) 이 과정은 이철희(2003)에 정리되어 있다.

19세기 말 철도회사들이 과도한 부채와 과잉중복투자로 어려움을 겪게 되었을 때 카르텔 조직을 주도하였으며 이것이 실패로 돌아가자 파산한 철도회사들의 구조조정 혹은 재설립을 통해 지배권을 확립하였다.<sup>(9)</sup> 그리고 19세기 말-20세기 초, 기업합병운동 시에는 기업 간의 인수합병의 금융상담자 내지 조직자로서 적극적인 역할을 수행하였다. J.P. 모건은 이와 같은 과정을 거치며 20세기 초까지 최소 10개의 철도회사와 3개의 전차(street railway)회사, 그리고 U. S. Steel, General Electric, AT&T, International Harvester 등 거대합병 기업들에 대해 지배권을 행사하였다.

#### 4.2. 거대금융자본에 대한 사회적 반감과 정부의 금융규제

19세기 말에서 1930년대에 이르는 반세기 동안 J.P. 모건과 같은 투자은행은 어떤 기업이나 금융기관보다도 더 막강한 경제적 권력을 보유했던 것으로 평가된다. 모건 가의 금융회사는 구겐하임(Guggenheim), 듀퐁(Dupont), 밴더빌트(Vanderbilt) 등 한 시대를 풍미한 명문가들을 고객으로 두었고, U. S. Steel, General Electric, General Motors, Dupont, AT&T 등 미국의 대표적인 거대기업의 설립을 주도했거나 그들의 주거래 은행이었다. 미국에 중앙은행이 없던 1913년까지 모건은행은 실질적인 중앙은행으로 기능하여 1895년의 금 유출 위기에 몰린 미국의 금본위제(Gold Standard)를 지켰고, 1907년의 금융시장 패닉을 종식시켰으며, 뉴욕 시정부를 세 차례의 채무불이행 위기에서 구제했다. 모건은행은 여러 국가들의 금융회사와 중앙은행, 그리고 정치인들과 긴밀한 네트워크를 구축하여 사업에 활용했으며, 모건의 파트너들은 미국의 사실상의 금융대사로 미국의 대외정책에 깊숙하게 개입하였다.<sup>(10)</sup>

미국의 거대투자은행들이 누렸던 부와 권력은 이들에 대한 대중과 정치권의 반감과 비판을 불러들였다. 모건은행의 파트너들은 당시로써는 천문학적 수입을 올리며 귀족적인 호화생활을 누렸고, 그 단면이 언론에 공개될 때마다 일반인들의 위화감을 야기하였다. J.P. 모건의 경우 특이한 외모와 괴팍한 성격, 그리고 이성관계가 줄곧 시중의 가십거리가 되었다. 국제교역의 증진과 금본위제 유지를 옹호했던 모건은행은, 디플레이션의

(9) 당대 사람들은 이를 ‘모거니제이션(Morgанизation)’이라고 불렀다. 이러한 과정을 통해 모건은행의 영향권에 속하게 된 회사들이 소유한 철도의 연장은 총 35,100킬로미터로 당시 미국 전체 철로의 6분의 1에 달하는 것이었으며, 이 회사들의 연간 매출액은 미국 정부 연간 세입의 절반 수준이었다[Chernow(1990, p. 137)].

(10) 모건은행은 20세기 초반 미국이 채권국으로 전환하면서 미국자본의 중남미 및 아시아 진출의 배후역할을 하였다. 제1차 세계대전 중 연합국에 대한 상업금융의 제공, 유럽 국가들의 금본위제 복구를 위한 금융지원, 패전국들에 전쟁배상을 위한 채권의 발행, 1920년대 관동대지진 직후 일본에 대한 구제금융의 제공 등 경제사의 주요 사건의 배후에 늘 모건은행이 있었다[Chernow(1990)].

극복을 위해 불환화폐 및 은을 통용해야한다고 주장했던 1890년대 인민주의 세력으로부터 외국자본의 하수인이라는 비난을 받았다. J.P. 모건과 로스차일드(Rothschild) 등이 참여한 신디케이트는 1895년 금 유출 위기를 막기 위해 발행된 미국정부의 채권을 헐값에 인수했다는 시비에 휘말리기도 했다. 미국 언론에 의해 ‘트러스트의 왕’, ‘세계의 모거나 이저’, ‘금융타이탄’, ‘금융계의 나폴레옹’ 등의 별명으로 불리었던 J.P. 모건은 미국 국민에게 전원적인 미국을 파괴한 거대한 산업자본의 거물로 인식되었다.<sup>(11)</sup> 뉴욕 브로드웨이에서 인기를 끈 한 쇼에서는 악마들이 나타나 지옥의 한 의자 주변에 불을 내뿜으며 이렇게 노래했다. “이 의자는 금융계의 거물인 모건을 위한 자리다.”<sup>(12)</sup>

거대금융기관에 대한 사회적인 반감은 20세기 초에 대기업과 금융자본에 대해 비판적인 정권이 집권하면서 정치적인 공격으로 발전한다. 1901년 암살된 매킨리(William McKinley) 대통령의 뒤를 이어 대통령의 자리에 오른 시어도어 루스벨트(Theodore Roosevelt)는 반 일련의 대기업적인 정책을 펴면서 거대 금융기관들에게 타격을 가하였다. 루스벨트 정부의 법무장관은 J.P. 모건이 경쟁관계에 있는 철도회사들의 제휴를 이끌어내어 설립한 Northern Securities를 반독점법 혐의로 기소하였고, 1904년 대법원 승소판결을 이끌어냈다. 이 소송은 서면법이 지주회사에도 적용된다는 것을 확인함으로써 기업합병 붐이 가라앉게 만드는 계기가 되었다.

20세기 초 현재 가장 규모가 크고 빠르게 성장하는 금융회사였던 생명보험회사에 대한 정치적인 공세도 강화되었다. 생명보험회사는 은행에 대한 규제가 적용되지 않았기 때문에 비교적 자유롭게 지점을 건설하거나 다른 금융업으로 진출할 수 있었다. 이러한 특성으로 인해 대기업에 대한 불신이 만연했던 진보시대에 있어서 여론과 정치권이 제기한 비판의 주된 표적이 되었다. 실제로 일부 보험회사들은 자사에 호의적인 법을 제정하기 위해 거액의 정치헌금을 함으로써 정경유착의 주범으로 비쳐졌다. 그리고 보험회사의 경영진이 자사가 투자한 기업의 이사로 취임하여 보수를 챙기고, 자신들이 보유한 주식을 높은 가격으로 매각하는 사례도 있었다. 생명보험회사들은 또한 투자은행들과 결탁하여 고객들의 자금을 위험한 투자에 이용함으로써 결과적으로 순진한 보험증서 소지자들을 속였다는 비판을 받았다. 한편 거대투자은행들은 이사진의 파견이나 지분의 보유를 통해 생명

(11) 이러한 J.P. 모건의 대중적 이미지는 다음과 같은 『라이프』지의 풍자를 통해 잘 나타난다. “질문: 찰리, 누가 세상을 창조했지? 대답: 하느님이 기원전 4004년에 창조하셨습니다. 그리고 1901년 제임스 J. 힐과 존 피어폰트 모건, 존 D. 록펠러가 세상을 재창조했습니다” [Chernow(1990, p. 155)]에서 재인용.

(12) Chernow(1990, p. 201)에서 재인용.

보험회사를 실질적으로 지배하면서 생명보험회사들의 자금을 독식했다는 혐의를 받았다.

1904년에 한 생명보험회사의 비리가 전직임원에 의해 누설되면서 시작된 스캔들은 소위 “금융자본”에 대한 대중의 반감을 고조시키고 대규모 금융기관에 대한 정치적인 공세를 강화시키는 계기가 되었다.<sup>(13)</sup> 이 사건을 계기로 1905년에는 위원장의 이름을 따서 통상 암스트롱(Armstrong)위원회로 불리는 상하원 합동조사위원회가 열려 생명보험회사 및 투자은행의 부정과 비리에 관한 실태조사에 착수했다. 동 위원회는 생명보험회사 임원들이 자신이 주식을 보유한 기업에 막대한 회사자금을 투자하고, 고객의 돈으로 주 의회 의원들에게 로비를 벌였다는 사실을 밝혀냈다. 이 위원회는 조사결과를 기초로 생명보험회사에 대한 개혁 법안을 제시하였고 이 법안은 1906년 6월 뉴욕 주에서 통과되었다. 그리고 1907년까지 다른 19개 주에서 유사한 법안이 통과되었다. 이후 전개된 일련의 규제에 의해 보험회사는 출자 및 이사진 파견을 통해 투자은행과 맺었던 연관관계(interlocking relationship)를 단절해야했고, 단독으로 혹은 신디케이트 참여를 통해 증권을 인수하거나 매매하지 못하게 되었다.<sup>(14)</sup> 증권시장의 불법적인 거래와 금융업자들의 비도덕적인 행위를 바로잡기 위한 노력은 1910년대에도 계속되었다. 1911년 캔자스 주에서 처음 제정된 소위 블루스카이법(Blue Sky Law)은 주 은행감독관(state bank commissioner)으로 하여금 새로 발행되거나 시장에서 거래되고 있는 주식을 사전에 심사하도록 했다. 이와 유사한 법안은 이후 20년 동안 여러 주로 확산되었다. 일부 주에서는 기업정보의 공시 및 증권거래인(dealer)의 등록을 의무화하기도 하였다. 이는 부분적으로 다른 주의 증권회사로부터 오는 경쟁압력을 완화하려는 소규모 은행들의 이해가 반영된 것이었다.

1911년 태프트(William H. Taft) 행정부는 모건은행에 의해 합병이 조직되었으며 그 영향권 내에 있었던 U. S. Steel과 International Harvester를 반독점법 위반혐의로 기소했다. 이 가운데 International Harvester는 법원에서 범죄혐의가 인정되어 세 개의 기업으로 분할되었다. 대통령 선거가 있었던 1912년에는 거대금융자본이 산업트러스트를 구축하였고 이후 그 경영까지 장악했다는 비판이 핵심적인 정치적 이슈로 떠올랐다. 특히 ‘머니 트러스트’라는 용어를 널리 퍼트리며 J. P. 모건과 같은 투자은행들을 거세게 공격했던 찰스 린드버그(Charles A. Lindberg) 의원은 월스트리트의 금융집중을 조사하자는 결의안을 하원에

(13) 일련의 스캔들은 Equitable Life Assurance Society를 지배하는 트러스트의 젊은 상속자가 별인 호화파티가 언론을 통해 공개되면서 시작되었다[Roe(1994)].

(14) Roe(1994)에 따르면 생명보험회사에 대한 공격은 경제력의 집중, 특히 금융자본에 의한 산업자본의 지배에 대한 정서적인 거부감이 정치적으로 표출된 것이었다. 이 연구는 이와 같은 금융기관의 기업지배에 대한 정치적인 견제가 결과적으로 미국기업의 소유권이 분산되게 만든 요인이라고 주장하였다.

제출했고, 그 결과 하원 금융통화위원회 산하에 소위원회가 설치되어 금융산업 집중화 실태를 조사하였다. 위원장인 민주당 아르센 푸조(Arsene P. Pujo) 의원의 이름을 따서 ‘푸조 위원회’로 불린 이 위원회는 1912년 11월 윌슨이 대통령으로 당선된 후 본격적인 조사 활동에 들어갔다. 결국 J.P. 모건과 그 파트너들은 이 위원회의 청문회에 증인으로 세워지는 수모를 겪게 된다.

푸조 위원회의 조사 이후 나타난 개혁조치의 하나는 1913년 12월에 윌슨 대통령에 공포된 연방준비제도이사회법(Federal Reserve Board Act)이었다. 연방준비제도의 설립으로 미국은 금융위기가 발생할 경우 이에 대처할 수 있는 중앙은행을 보유하게 되었다. 이에 따라 1907년의 금융패닉의 경우와 같이 거대투자은행의 영향력에 의존하여 위기를 타개할 수밖에 없는 상황은 피할 수 있으리라 기대되었다. 1913년 가을, 대기업과 거대금융기관의 가장 강력한 적수 가운데 하나였던 브랜다이스(Louis D. Brandeis)는 “Other People’s Money-and How the Bankers Use It”이라는 글을 통해 기업의 이사회를 장악한 은행가들의 부도덕성과 탈법행위를 신랄하게 비판하였다. 1914년의 클레이튼법은 마침내 부정적인 거래의 온상이자 담합과 산업집중의 요인으로 비판받아온 금융회사와 일반기업 간의 연관관계를 금지하였다.<sup>(15)</sup>

이상에서 본 바와 같은 금융자본에 대해 가해진 꾸준한 정치적인 공세에도 불구하고 20세기 초를 통해 전개된 정부의 금융규제는 1930년대에 뉴딜행정부가 들어설 때까지는 그다지 큰 실효를 거두지 못했다. 금융회사와 일반기업 간의 연관관계를 금지한 클레이튼법의 조항은 제1차 세계대전이 발발하고 미국이 참전하게 된 후 전비조달을 위한 정부-금융회사 협력관계에 매몰되어 유명무실해졌다. 1914년에 정식으로 발족한 연방준비제도는 그 구조적인 성격 때문에 뉴욕의 거대은행들의 영향력을 감소시키지 못했다. 즉 워싱턴의 연방준비이사회의 권한은 미약했던 반면 뉴욕의 연방준비은행은 유럽 중앙은행과 외환시장을 감독하면서 막강한 힘을 지니고 있었다. 더욱이 뉴욕 연방은행의 초대 총재로 임명된 벤저민 스트롱(Benjamin Strong)은 J.P. 모건과 긴밀한 인적인 유대관계를 맺고 있었던 인물이었다. 결국 개혁세력의 기대와는 달리 J.P. 모건과 같은 거대금융회사의 영향력은 1913년 이후에도 감소하지 않았다.

#### 4.3. 상업은행의 변모

19세기 말 이후 대형 상업은행들은 산업화의 심화와 근대적 대기업의 형성과 같은 경

(15) 클레이튼법은 다음의 네 가지 행위를 금지하였다. a) 경쟁을 저해하는 가격차별, b) 경쟁을 저해하는 기업합병, c) 경쟁을 저해하는 끼워 팔기(tie-ins) 및 배타적 거래(exclusive dealing), d) 경쟁 기업 간의 이사진 교차과건(interlocking directorates).

제적인 변화가 제공한 기회에 적극적으로 대응하였다. 이들은 기존의 법을 위반하지 않는 범위 내에서 규제를 회피하면서 다양한 방법으로 규모의 확대와 업무영역의 다각화를 추구하였다. 특히 유력한 상업은행들이 투자은행의 업무영역으로 진출하기 시작하면서 상업은행과 투자은행의 구분은 점점 더 모호해지게 되었다. 1900년 이전까지의 상업은행들은 채권부서(bond department)를 두어 내부적으로 은행의 투자업무를 총괄하였다. 이 부서는 점차 확장되어, 신주의 인수, 신디케이트의 결성, 은행의 고객이나 증권회사(brokerage firm)에 대한 증권의 배분과 같은 업무를 수행하였다. 20세기 초가 되면 상업은행의 채권부서는 사설투자은행(private investment banking house)이 일반적으로 제공하는 모든 종류의 서비스를 기업들과 투자자들에게 제공하게 된다. 이들은 또한 은행고객들에게 일반적인 증권 중개서비스를 제공하기도 했다.

1902년부터 통화감사관(comptroller of currency)은 국법은행의 투자업무의 일부를 제약하기 시작했으며, 이러한 규제를 회피하기 위해 채권부서를 운영하던 국법은행들은 증권자회사(security affiliates)를 설립하였다. 이와 같은 증권자회사의 효시는 1903년 시카고의 First National Bank가 설립한 The First Trust and Savings Bank of Chicago이다. 증권자회사는 형식적으로는 국법은행의 주주들이 소유하고 있으며 주정부의 인가를 받은 주식회사(state-chartered corporations)였다. 은행과 증권자회사의 소유가 동일하게 되는 것을 보장하기 위해 주주들은 두 회사의 주식을 따로 사거나 팔 수 없도록 규정하였다. 주법은행은 연방정부의 규제를 받지 않았으므로 계속해서 채권부서를 통해 투자은행업무를 수행하였다. 1906년 뉴욕 주에서 시작된 생명보험회사에 대한 규제는 상업은행들에게는 투자은행영업을 확대할 수 있는 기회를 제공하였다. 즉 생명보험회사가 신주의 인수에 참여할 수 없게 됨에 따라 더 많은 수의 은행이나 신탁회사가 신주인수를 위한 신디케이트에 참여할 수 있게 되었던 것이다.

신탁회사(trust company)는 매우 느슨한 규제에 힘입어 1890년대부터 다양한 상업은행 및 투자은행 업무를 수행할 수 있었다. 이 회사들은 여수신 업무를 수행하였으며 철도산업의 구조조정 및 산업부문의 기업합병에 깊숙하게 관여했다. 또한 신주의 인수 및 배분 업무와 개인과 기업들에 대한 자문역을 수행하기도 했다. 1914년에 이르게 되면 유수한 대형신탁회사들은 상업은행과 생명보험회사에 대해 주식의 상장과 신주의 판매와 같은 부수적인 서비스를 제공해주는 역할을 하게 된다. 이처럼 사설투자은행, 상업은행, 생명보험회사는 업무영역에 제약이 적었던 신탁회사의 연관관계를 통해 법에 의해 금지된 영업을 수행할 수 있었다.

상업은행의 변화는 1920년대를 통해 그 정점에 달했다. 제1차 세계대전은 상업은행들

의 증권업무를 더욱 확대시키는 계기가 되었다. 전쟁 중 전비조달을 위해 대량의 자유공채(Liberty bonds)를 판매해야 했던 정부는 앞에서 언급했듯이 클레이튼법에 의해 부과된 금융-산업 연관관계의 금지를 크게 완화할 수밖에 없었다. 전쟁 이후 거의 10년 동안 계속된 호황은 금융자본에 대한 비판을 잠재우는 역할을 했다. 상업은행의 고객들은 전쟁 이후 정부가 부채를 점진적으로 줄이자 새로운 투자기회를 모색하기 위해 은행에 조언을 구하기 시작하였다. 대규모 상업은행들은 기업에 대한 투자업무를 독립된 증권부문 자회사에 이전하여 완전한 투자은행 내지 증권회사로서 영업을 수행하였다. 시티은행(Citibank)의 전신인 National City Bank of New York과 체이스 맨하탄 은행(Chase Manhattan)의 전신인 Chase National Bank 등 뉴욕의 양대 은행은 이 분야의 선두주자였다. 상업은행 및 증권부문 자회사들은 다수 고객들의 예금으로부터 조달된 자금을 이용하여 신주인수 신디케이트에 참여할 수 있었고, 은행고객들을 대상으로 쉽게 증권을 판매할 수 있었다.

지점을 설립하는 것과 관련된 규제에도 변화가 있었다. 연방정부는 주법은행과의 경쟁에서 밀리지 않기 위해 국법은행의 지점을 설립하는 데 대한 규제를 점차 완화했다. 1909년 캘리포니아 주를 시작으로 1924년까지 11개 주가 지점을 설립할 수 있는 범위를 주 전체로 확대하였고, 9개 주가 제한적인 지점설립을 허용했다. 1927년의 맥파든법(McFadden Act)은 지점설립을 허용한 주의 국법은행들로 하여금 본점이 있는 도시에 한해 지정된 수의 지점을 설립하도록 허용하였다. 이와 함께 1920년대를 통해서 한 개인이나 은행지주회사(bank holding company)가 여러 은행의 주식을 소유하여 통일적인 영업을 수행하는 체인은행(chain banks) 혹은 그룹은행(group banks)이 성장하였다. 이처럼 20세기 초를 통해 일부 은행들은 지리적인 다각화와 서비스의 집중화를 통해 소규모 단점은행의 한계를 어느 정도까지 극복할 수 있었다.

요컨대 19세기 말과 20세기 초를 통해 가장 강력한 금융기관으로 성장한 투자은행과 보험회사는 일반국민과 정부로부터 강력한 비판과 공격을 받았다. 부정한 거래행위가 발각되거나 임직원의 비리가 폭로되는 경우 이는 거대금융회사 전체에 대한 강한 비판을 야기하였고, 이는 때로 대중의 적대감을 등에 업은 정치권의 공식적인 조사로 이어졌다. 그리고 조사를 담당한 위원회는 금융기관의 영업행위에 대한 규제를 권고하였고 이는 각종 규제법안의 출현을 가져왔다. 그러나 적어도 1930년대 초까지 이러한 규제는 거대금융기관의 영향력을 효과적으로 감소시키지는 못했던 것으로 평가된다. 한편 상업은행들은 19세기 말 이후 여러 가지 규제들을 회피하면서 규모를 확장하고 업무영역을 넓혀 나갔다. 이러한 변모는 산업의 발흥과 대기업의 성장과 같은 새로운 경제적 기회에 대한



대응이었다. 그리고 1920년대의 호황은 대중 및 정치권으로 하여금 금융회사들이 처한 정치적인 환경을 호의적으로 바꾸었다. 이에 따라 1920년대를 통해 미국 상업은행들은 그 이전에 비해 규모를 확대하고 업무영역을 다각화하며 성장하였다.

## 5. 1930년대 은행위기와 글래스-스티걸법(Glass-Steagall Act)의 제정

1929년 대공황의 발생과 이어진 금융부문의 위기는 시장의 기회에 대응한 은행업무의 다각화나 은행과 기업의 제휴관계에 대한 뿌리 깊은 정치적 반감에 다시 불을 지피는 계기가 되었다. 1929년 10월의 주식시장붕괴와 이어진 자산가치의 하락은 증권부문 자회사를 거느린 상업은행들과 부동산에 투자한 금융기관들의 파산을 가져왔다. 여러 은행들과 보험회사를 체인관계를 통해 통제했던 남부 최대의 금융그룹인 Caldwell and Company는 주가의 하락으로 인해 파산하였고, 이 사건은 이 은행과 연계된 120개 금융기관의 연쇄파산으로 이어졌다. 첫 번째 은행공황은 1930년 12월에 정점에 달하여 뉴욕의 거대은행이었던 Bank of the United States가 파산했다.

1931년 초에는 오스트리아 최대 은행인 Credit Anstalt의 파산과 연방준비이사회의 긴축 정책 등으로 말미암은 제2차 금융공황이 발생하였다. 1932년 말에서 1933년 봄 사이에는 미국이 금본위제를 이탈하여 평가절하를 단행할 것이라는 루머가 퍼지면서 제3차 금융공황이 발생하였다. 공황상태에 빠진 예금주들의 연쇄인출사태(bank run)를 막기 위해 1932년 10월에는 주정부로는 처음으로 네바다 주가 은행휴업(bank holiday)을 선포하였다. 1933년 3월 루스벨트 대통령은 전국적인 은행휴업을 선포하여 달러화의 금 태환을 일시적으로 중지시켰다. 1930년대 초의 은행공황으로 인해 미국의 금융산업은 엄청난 타격을 입었다. 1929년 6월에 24,504개였던 상업은행의 수는 1933년 3월까지 11,878개로 감소했고, 예금의 잔고는 같은 기간 동안 490억 달러에서 230억 달러로 축소되었다. 이 3년 동안 전체 금융자산의 명목가치는 약 20% 감소하였다.

정치권은 1929년의 주식시장붕괴와 1930년 이후 연달아 발생한 금융공황의 책임을 여러 가지 혁신을 통해 새로운 산업과 투자자들에게 접근하려고 했던 금융업자들에게 전가하였다. 상원의 금융통화위원회에서 개최된 청문회는 여러 증인들의 진술을 통해 연일 금융업자들의 불건전한 영업행위, 권한의 오용과 남용, 그리고 각종 비리를 폭로하였다. 동 위원회의 위원장으로 청문회를 주재했던 페코라(Ferdinand Pecora)는 의회청문회 회고록에서 상업은행과 투자은행들이 이해의 상충문제를 야기했고, 은행의 자산을 잘못 관리했으며, 순진한 투자가들로 하여금 위험이 높은 증권을 구매하도록 권유했다고 비판하였

다.<sup>(16)</sup> 특히 증권부문 자회사를 통한 상업은행의 증권업 참여는 은행의 연쇄파산을 비롯한 금융위기의 주된 원인으로 지적되었다.

은행개혁을 둘러싼 논쟁의 이면에는 이념적인 편향성과 이해집단의 로비가 개입되어 있었던 것으로 보인다. 근래의 연구들은 상원청문회가 상업은행과 투자은행의 분리론자였던 글래스(Carter Glass) 상원의원의 주장을 지지하는 방향으로 편파적으로 운영되었다는 것을 보여준다. 상원청문회는 글래스 의원의 견해를 공유하는 의원들과 그 지지자들에 의해 준비되고 구성되었고, 증인의 선정과 면담은 전략적으로 이루어졌으며, 심문은 반론의 기회가 없는 일방적인 것이었다. 청문회 기록을 면밀하게 검토해보면 금융회사와 그 임원들에 대한 비난과 이에 기초한 청문회의 결과가 대부분 근거가 없거나 매우 취약한 증거에 기초하고 있다는 사실이 드러난다[Benston(1990)]. 또한 당시의 법에는 저촉되지 않았던 금융업자들의 영업상의 관행이나 사생활이 비도덕적인 것으로 강하게 매도되었다. 몇 가지 사례를 소개하면 아래와 같다.

페코라 청문회의 기록에 기초하여 Carosso(1970, p. 334)는 금융회사 임원의 비도덕성에 대해 다음과 같이 진술하고 있다. “National City Company의 임원들이 높은 연봉을 받고 회사 주식의 상장에 개인적으로 참여했다는 것보다 더 충격적인 사실은 금융계의 유력한 지주인 이들이 소득에 대한 세금을 회피하기 위해 모든 가능한 합법적인 수단을 동원했다는 것이다.” 이 비난의 근거는 이 회사 최고경영자인 찰스 미첼(Charles E. Michell)이 자신이 보유한 회사주식을 부인에게 매도하여 거액을 합법적으로 절세했다는 것이다. 그러나 실제로 미첼은 이 주식을 1929년 증시폭락 직후 회사의 주가하락을 저지하기 위해 구매하였고, 주가의 추가적인 하락을 막기 위해 시장에서 판매하지 않았다고 진술하였다. 그의 행위는 법적으로 문제가 없는 것이었음은 물론, 그 의도에 있어서도 주주들에 대한 책임을 다한 것이었으나 동 위원회에 의해 다분히 악의적으로 왜곡되었던 것이다.

National City Company의 고위 임원들은 또한 자신들에게 과도한 보너스를 지급함으로써 주주들에게 배임행위를 하였다는 혐의를 받았다. 그러나 실제로 이들의 급여시스템은 주주의 이익을 극대화하기 위해 고안된 성과급 제도였다. 이 제도 하에서 주주들은 우선적

(16) 예컨대 Pecora는 National City Bank 금융그룹이 후에 휴지조각이 되어버린 남미의 채권을 구매하도록 강권했으며, 도덕적으로 의심스러운 거래행위를 했다는 사실을 발견했다. 또한 은행 및 그 자회사의 최고책임자였던 미첼(Charles E. Michell)은 주주 및 투자자들의 권익을 보호하지 못했으면서도 임원들에게는 고액의 상여금과 특별한 투자기회를 제공했음을 지적하였다. Chase National Bank 금융회사와 그 회장인 위긴(Albert H. Wiggin) 역시 유사한 비판의 대상이 되었다. 결국 미첼과 위긴은 강제로 사직했고, 두 금융회사의 자회사들은 해체되었다 [White(2000, p. 764)].

으로 보유주식가치의 8%와 잔여이익의 80%를 배당받았으며, 임원들은 모두 똑같이 25,000달러의 연봉을 받았다. 그리고 잔여이익의 20%의 절반은 임원들의 지분으로 지급되고 나머지 절반은 임원 상호 간의 투표에 의해 성과급으로 배분되었다.

청문회의 이목이 집중되었던 J. P. 모건의 경우 소득세를 탈루하고 단골고객에 대해 특혜를 제공했다는 의혹이 제기되었다. 모건과 그의 파트너들은 1931년과 1932년에 주식가격의 하락을 손실로 처리하여 소득세를 전혀 납부하지 않았다. 이는 불법은 아니었으나 불황의 늪에 빠져있던 대중의 정서와는 거리감이 있는 행위로 비쳐졌다. 또한 모건의 은행은 신주를 인수할 때 높은 프리미엄이 붙을 것으로 예상되는 주식을 단골고객들에게 낮은 가격에 배분함으로써 이들에게 막대한 부를 안겨주었다는 혐의를 받았다. 이 역시 법의 테두리를 벗어난 것은 아니었지만 일반 시민들에게 금융시장이 일확천금과 온갖 험잡이 난무하는 곳이라는 인상을 심어주었다. 이 청문회에 대한 언론보도와 금융가들을 대공황의 주범으로 매도하는 뉴딜 지지자들의 비판은 주가폭락과 은행파산으로 인해 큰 손해를 본 투자자들은 물론 이와 무관했던 대다수의 일반인들에게 금융업자들에 대한 강한 반감을 심어주었으며, 모종의 금융개혁이 꼭 필요하다는 국민적인 공감대를 확산시켰다.

뉴딜 은행개혁은 1933년과 1935년의 은행법(The Banking Acts)을 통해 구체화되었다. 1930년대 초반 은행 및 증권관련 입법의 목적은 예금자와 투자자들에게 보다 안전한 금융기관과 금융시장을 형성하여 장래의 손실을 최소화하자는 것이었다. 그 수단 중 하나로 1933년 은행법은 연방예금보험공사(Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC)를 설립하여, 연방준비제도의 모든 회원은행들과 연방예금보험공사의 승인을 받은 비회원 은행들이 가입하도록 하였다.<sup>(17)</sup> 또한 1933년의 은행법은 상업은행과 투자은행의 분리를 강제하였다. 이에 따라 증권의 발행, 인수, 판매 업무를 수행하는 개인이나 회사에 대해서는 수신업무가 금지되었다. 그리고 은행과 증권회사 간의 이사, 임원, 직원의 겸임을 포함한 모든 연관관계가 금지되었다. 상업은행의 증권부문 자회사는 폐쇄되었고, 채권부서는 축소되었다. 그 결과로 National City Bank는 그 자회사들을 청산하였고, Chase and First Bank of Boston의 자회사이던 First Boston Corporation은 모은행으로부터 독립하였다. J. P. Morgan은 여수신업무를 선택했으며, 일부 파트너들이 분리해 나가 새로운 투자은행 Morgan Stanley & Co.를 설립하였다.

(17) 동법에 의해 한시적으로 가입은행들은 예금액에 비례한 기여금을 납부했으며, 가입은행의 예금자들은 최대 2,500달러까지 은행파산으로 인한 손실을 보상받을 수 있게 되었다. 1935년의 은행법으로 영구적인 제도가 정착되었고, 보험의 대상이 되는 예금액은 5,000달러로 늘어났다.

1933년과 1935년 은행법은 또한 일련의 규제를 통해 상업은행 간의 경쟁을 제한하였다. 이는 은행 간의 과당경쟁으로 인해 지불이자가 과도하게 높아진 것이 1930년대 초의 은행공황의 원인 가운데 하나라는 주장을 반영한 것이었다. 이에 따라 요구불예금에 대한 이자의 지급이 금지되었고 저축성예금에 대한 이자의 상한이 설정되었다. 1935년의 은행법은 연방정부에게 은행설립을 인가할 수 있는 재량적인 권한을 줌으로써 한 세기에 걸쳐 유지되어오던 자유로운 은행의 설립(free banking)을 중지하고, 신규은행의 진입을 제한하기 시작했다. 또한 개별 연방준비은행의 권한을 축소하고 워싱턴의 연방준비이사회의 권한을 강화함으로써 뉴욕 연방준비은행을 통해 간접적으로 행사될 수 있었던 월스트리트의 영향력을 축소시켰다.

뉴딜 은행입법은 은행의 지리적인 팽창에 대한 기존의 규제를 소폭으로 변경하여 19세기로부터 이어져오던 단점은행제도를 유지하였다. 먼저 McFadden Act를 수정하여, 국법은 행에게 경쟁관계에 있는 주법은행들이 누리는 것과 동일한 지점설립의 권한을 부여하였다. 둘째로, 거대 금융그룹과의 경쟁에서 어려움을 겪었던 소규모 단점은행들의 불만을 받아들여, 은행지주회사(bank holding company)를 연방준비제도의 감독 하에 두고 추가적인 연방규제를 시행하였다. 은행지주회사는 여러 개 소속은행들의 지분을 보유한 주식회사 혹은 조직으로 정의되었다. 새로운 연방정부의 감독과 규제 하에서 은행지주회사들은 신규은행들을 인수하고, 새로운 분야의 사업에 참여하는 것이 허용되었다.

J.P. 모건과 같은 대형투자은행들은 여러 가지 합리적인 이유를 들어 글래스-스티걸 법안에 강하게 반대하였으나 이 시기의 정치적인 분위기는 이들에게 반론의 여지를 주지 않았다. 1930년대를 통해 거대금융자본에 대한 대중적인 적대감은 절정에 달하여, 금융업자들과 관련된 온갖 루머와 음모론이 제기되고 있는 상황이었다. 다음과 같은 한 라디오 방송의 강연내용은 당시 국민의 반금융자본 정서를 잘 보여준다.

기득권 세력의 수호자로서 J.P. 모건은 유명한 미식축구 선수인 누트 로크니처럼 옆줄에 앉았다. 그는 영국 돈을 받은 첩자이고 탈세의 주범이며 금융범죄의 주도자이다. …… 모건 가문에는 아버지와 아들이 존재한다. 아버지는 남북전쟁 시기 발사되지 않은 총을 팔아먹었고, 아들은 제1차 세계대전 동안 자금을 지원해 수많은 젊은이들이 전장에서 피 흘리며 쓰러져 가도록 했다. …… 이제 그대들은 어디에서 있는가? 루스벨트와 모건 가문 사람들 중에서 선택해야 한다! 월스트리트의 기름기가 번들거리는 협잡꾼과 …… 뉴딜 가운데 하나를 선택해야 한다.<sup>(18)</sup>

(18) 찰스 쿠글린 신부가 1933년 11월 19일 행한 라디오 강연. Chernow(1990, p. 637)에서 재인용.

동시대의 금융엘리트들이 보기에 정치가들과 일련의 이해집단은 거대금융기관에 대한 적대감을 동원하여 1920년대의 금융스캔들이나 1930년대의 금융공황의 원인을 제거하는 것과 직접적으로 관련이 없는 방향의 비합리적인 개혁을 추진하고 있었다. 이들에게 1930년대의 은행법은 경제난으로 인한 대중의 분노를 잠재우면서 월스트리트의 군소투자 은행과 지방의 소규모 은행들을 대형은행과의 경쟁으로부터 보호하는 성격의 개혁안으로 비쳐졌다. (19) 론 처노(Ron Chernow)는 이를 다음과 같이 서술하고 있다. “분노한 대중은 불운이나 부실 경영 때문에 무너진 군소 금융회사가 아니라 대형 금융회사를 제물로 갈 구했다. 미국의 역사를 돌이켜 보면, 지역적으로 분할된 영역을 장악한 군소 금융회사들 때문에 금융위기가 발생했다. 하지만 이런 사태에 대한 정치적 대응은 늘 금융회사 영역을 더욱 세분화하는 것이었다. 대중은 대폭락 이후 클래스-스티걸법이 제정되자, 카타르시스를 느낄 수 있었다” [Chernow(1990, p. 628)].

## 6. 20세기 초반 금융규제의 경제적 평가

은행산업의 구조와 관련된 1930년대 은행법의 규제는 다음과 같은 세 가지의 이슈와 관련되어 있다. 첫째, 한 금융기관이 상업은행과 투자은행 업무 등 다양한 금융업무를 수행하는 겸업은행(universal banking)의 금지, 둘째, 주식의 보유, 의결권의 보유, 이사진의 파견 등을 통해 금융기관과 산업부문의 기업이 연계되는 연관은행(relationship banking)의 금지, 셋째, 지점은행(branch banking)의 계속적인 제약 등이다. 여기에서는 대형금융회사에게 가장 큰 타격을 주었다고 할 수 있는 겸업과 금융-산업 연관관계의 금지가 미국 금융산업에 미친 효과에 논의의 초점을 맞추도록 하겠다. 연방예금보험, 이자율 규제, 통화정책의 변경, 연방준비제도 조직의 변화 등 1930년대 은행법의 다른 내용들도 모두 이 시기 은행개혁의 중요한 내용이지만 여기서는 다루지 않기로 한다. (20)

(19) Ramirez and De Long(2001)은 은행법에 대한 상원의 투표행태를 분석하여, 금융업자들에 대한 일반인들의 반감과 함께 제조업부문의 기업이나 국법은행과 같은 이해집단의 압력이 투표결과에 영향을 미쳤음을 보였다. 이들의 연구에 따르면 소속 주의 은행파산의 피해가 크고, 제조업부문의 비중이 높을수록 상원위원이 법안에 찬성할 가능성이 높았다. 반면 국법은행의 영향력이 클수록 반대 가능성이 높았다.

(20) 지점설립의 규제는 1930년대 은행법 제정 이전 은행파산의 위험성을 증가시킨 중요한 요인 가운데 하나였다[Calomiris(1993), Ramirez(2003), Mitchener(2006)]. 연방예금보험의 설립은 지점설립규제 유지가 은행제도의 안정성에 미쳤을 부정적인 효과를 완화했을 것으로 추정된다. 연방예금보험이 금융제도의 효율성에 미친 효과 및 그 비용의 배분문제에 관해서는 Calomiris(2000, Chapter 3)를 참고하라.

### 6.1. 검업금지에 대한 평가

1930년대에 제정된 은행법의 정당성을 평가하는 방법의 하나는 금융개혁의 추진자들이 새 은행법의 제정을 통해서 제거하려고 했던 미국 은행제도의 문제점들이 실제로 심각하게 존재했는가를 판단하는 것이다. 전술한 바와 같이 검업주의와 금융-산업 간 연계에 대한 가장 주된 비판은 이들이 은행제도의 건전성을 훼손하고 이해의 상충(conflict of interest) 문제를 야기한다는 것이었다.<sup>(21)</sup> 만약 1933년 이전의 미국의 은행제도가 실제로는 이러한 문제에 심각하게 직면하지 않았었다면 1930년대 초의 은행법은 근래의 비판자들이 주장하듯이 일부 정치인들의 그릇된 현실인식과 인민주의적인 정치적 선동이 결합하여 만들어진 실패한 금융개혁이었을 가능성이 크다.

1930년대 은행법의 입안자들이 제기한 검업은행과 연관은행의 문제점 가운데 하나는 상업은행의 건전성이 증권부문 자회사들이 수행한 고위험 영업행위에 의해 저해될 수 있다는 것이었다. 즉 은행그룹에 속한 한 자회사가 어려움에 처하는 경우, 모은행은 그 회사를 위기에서 구하기 위해 자회사로부터 질이 낮은 증권을 사들이거나 그 회사가 판매하는 증권의 구매자에게 대출을 제공함으로써 모은행의 건전성을 훼손시킨다는 것이다. 또 이와 같이 공개적인 지원을 제공하지 않더라도 자회사가 추천한 증권의 가격이 크게 떨어지는 경우, 은행의 평판도 함께 손상될 수 있었다[Perkins(1971)]. 또한 금융-산업 연관의 한 형태로 상업은행이 기업의 지분을 소유할 경우, 산업부문의 충격이 쉽게 금융부문의 건전성을 저해할 수 있다는 점도 지적되었다. 실제로 증시의 붕괴에 따른 증권부문 자회사들의 추락과 대공황이 산업부문에 가져온 충격은 모은행 혹은 연관은행들의 파산을 촉발한 원인의 하나로 거론되었다[Wicker(1996)].

그러나 이와 같은 동시대인들의 비판은 실증적인 증거에 의해 지지되지 않는 것으로 나타난다. White(1986)의 연구는 1933년 이전의 시기에 대해 증권회사와 연관된 상업은행과 연관되지 않은 은행의 성과를 비교함으로써 검업주의가 은행제도의 위험성을 높였다는 주장을 기각하는 증거를 제시하였다. 이 증거들은 다음과 같다. 첫째, 증권관련 업무

(21) 검업 및 연관은행의 문제점은 그 이외에도 여러 가지가 지적되었다. 그 가운데 대표적인 것만 거론하면 다음과 같다. 첫째, 기업경영에 대한 금융기관의 간여는 금융기관 주도의 카르텔 결성 혹은 기업 인수합병을 가져옴으로써 산업집중을 촉진할 수 있다. 둘째, 특정 산업의 금융서비스가 한 금융기관에 집중되어 독점의 비효율성이 발생할 수 있다. 셋째, 내부자의 이점을 악용하여 과도하게 높은 금융비용을 부과하고 정보를 독점하여 다른 금융기관으로 거래처를 옮기는 것을 막을 수 있다. 그러나 검업 및 연관은행의 문제점에 대한 이론적·실증적 논의는 은행제도의 건전성과 이해의 상충 두 문제에 집중되어 있다. 검업 및 연관은행의 이론적인 장점과 단점은 Fohlin(1999) 및 Calomiris(2000)에 보다 자세하게 정리되어 있다.

를 수행하던 상업은행의 자산구성이 순수한 상업은행의 자산구성에 비해 더 위험하지 않았다. 둘째, 1933년 이전 겸업은행의 파산비율은 순수 상업은행에 비해 낮았다. 1920년대를 통해 약 5,000개의 은행이 파산했는데 그 대다수는 농촌의 소규모 은행들이었다. 증권 부문에 주로 관여했던 대도시의 대형은행들은 거의 파산을 경험하지 않았다. 1930년대 초의 은행위기 동안 전체 국법은행의 약 사분의 일이 문을 닫았는데, 증권업무를 대규모로 수행하던 국법은행의 파산율은 10%에 불과했다. 셋째, 상업은행의 수익률과 그 증권 부문 자회사의 수익률 간에 상관관계가 낮았다. 이는 겸업행위를 위험기피적인 은행의 다각화 전략으로 이해할 수 있다는 것을 시사한다.

뉴딜 은행개혁론자들이 겸업주의로 인해 발생한다고 인식한 두 번째 문제는 이해의 상충 문제이다. 예컨대 어떤 겸업은행이 대부를 제공한 기업이 외부자들은 인식하지 못하는 곤란에 빠지게 되었을 때, 그 은행은 어려움에 빠진 기업의 주식을 인수하고, 그 주식발행을 통해 조달한 자금으로 은행대부를 상환하게 할 유인을 갖게 된다. 상업은행들은 투자은행들과는 달리 다수의 예금주들에게 쉽게 접근할 수 있기 때문에, 은행들이 인수하는 증권의 가치를 그릇되게 알림으로써 다수의 투자자들을 속일 유인과 능력을 갖게 된다. 비판자들은 이와 같은 이해의 상충으로 인해 겸업은행들이 투자자들의 자금을 등급이 낮은 증권에 투자하게 함으로써, 이들에게 많은 손실을 입혔다고 주장하였다.<sup>(22)</sup>

그러나 근래에 이루어진 일련의 실증적인 연구들은 은행제도의 결합으로 인해 이해의 상충 문제가 심각했다는 데 대해 의문을 제기한다. 이들 연구들은 1920년대 상업은행의 증권부문 자회사와 투자은행이 인수한 채권의 성과와 가격을 비교함으로써 겸업으로 인한 이해의 상충 문제가 얼마나 심각했었는지를 검증하였다. 뉴딜 은행개혁론자들이 주장했듯이 상업은행이 순진한 투자가들로 하여금 낮은 질의 증권에 투자하도록 속이는 데 성공했다면 이들의 증권자회사들이 인수한 채권은 투자은행이 인수한 채권보다 더 나쁜 성과를 보였을 것이다. 또 투자가들이 이해의 상충을 합리적으로 예상했다면 상업은행이 판매한 채권의 가격이 독립된 투자은행이 판매한 채권의 가격보다 낮았을 것이다. 그런

(22) 그 대표적인 경우로 꼽히는 것이 폭스 영화사의 사례이다(Wigmore(1985)). 1929년 Chase National Bank는 General Theaters and Equipment(GTE)가 재정적인 어려움을 겪고 있던 폭스 영화를 인수하는 데 1,500만 달러의 자금을 대출하였다. 그리고 이듬해 초, 동 은행의 증권 부문 자회사인 Chase Security Company는 5,300만 달러에 달하는 GTE의 증권을 인수하였고, 그 자금의 일부는 은행대부를 상환하는 데 이용되었다. GTE가 재정적인 곤경에 직면하자 그 회사의 주식과 부채를 보유하고 있던 Chase Security Company는 또다시 3,000만 달러에 상당하는 GTE 주식을 인수했으며, GTE는 2년 후 파산하였다.

데 Kroszner and Rajan(1994)의 연구는 상업은행의 증권부문 자회사가 판매한 채권의 부도율이 투자은행이 판매한 채권의 부도율보다 낮았으며, 그 차이는 등급이 낮은 채권에 대해 더 컸다는 증거를 제시함으로써 이해의 상충 문제가 심각하지 않았다는 것을 보였다.<sup>(23)</sup> Puri(1994)의 연구 역시 상업은행 인수채권을 보다 엄격한 기준에 따라 정의하고 대공황 직전 시기를 대상으로 수행한 연구를 통해 유사한 결과를 얻었다.<sup>(24)</sup> 또한 Puri(1996)의 연구에 따르면 1933년 은행법이 제정되기 이전에 투자자들은 투자은행 인수증권보다 상업은행 인수증권에 더 높은 가격을 지불하고 있었다.<sup>(25)</sup>

겸업은행이 거래한 증권의 안전성이 더 높았다는 결과는 소위 ‘합리적 적응 가설(rational-adaptation thesis)’에 의해 설명될 수 있다. 이 가설에 따르면 합리적인 투자자들은 겸업은행들이 이해의 상충 문제에 노출되어 있을 것으로 의심할 것이고 따라서 겸업은행들은 이러한 의심을 불식시키기 위해 노력할 것이다. 이해의 상충에 대한 의심은 겸업은행이 판매하는 증권의 평가절하(discount)로 나타날 것이고, 이는 특히 지명도가 높은 대규모 은행보다는 평판이 높지 않은 중소은행에게 심각할 문제일 것이다. 따라서 중소겸업은행들은 이와 같은 시장의 평가절하를 피하기 위해 독립적인 투자은행들에 비해 더 전통이 깊고, 규모가 큰 회사의 안전한 증권을 집중적으로 취급할 것이다. Kroszner와 Rajan의 실증적인 연구결과는 이 가설을 지지해준다. 즉 소규모 인수자들의 경우 겸업은행의 인수증권이 독립투자은행의 인수증권에 비해 훨씬 안전했던 데 비해, 대규모 인수자들의 경우에는 이와 같은 차이가 발견되지 않았다.

## 6.2. 금융기관 — 기업 연관관계 단절에 대한 평가

겸업은행과 금융기관-기업 연관관계는 부정적인 면들뿐만 아니라 경제적으로 긍정적인 면이 있다는 주장이 널리 받아들여지고 있다. 그 가운데 가장 중요한 것은 범위의 경제

(23) Kroszner와 Rajan은 겸업은행과 독립투자은행이 취급한 증권의 성격이 상이할 수 있다는 사실을 고려하기 위해 유사한 채권에 대해 두 기관을 비교하는 “matched-security method”를 사용하였다. 같은 그룹에 속하는 유사한 채권은 다음의 조건을 충족해야 한다. (1) Moody’s 혹은 Poor’s의 최초 등급이 동일, (2) 발행시기가 동일(6개월 이내), (3) 상환기관과 조건이 동일, (4) 비슷한 발행규모, (5) 산업채권, (6) 동일한 전환조건(Kroszner and Rajan 1994, p. 816).

(24) Kroszner와 Rajan은 상업은행이 신디케이트의 구성원으로 채권을 인수한 경우도 상업은행에 의해 인수된 채권으로 정의한 반면 Puri는 상업은행이 단독 혹은 주인수자인 경우만을 여기에 포함하였다.

(25) Gompers and Lerner(1999)의 연구는 1970~80년대의 벤처캐피탈 기업의 신규공모(initial public offerings) 자료를 이용하여 이 문제를 분석하였다. 투자은행이 이미 벤처투자자로 참여하고 있는 기업의 주식을 인수하는 경우, 잠재적인 이해의 상충문제가 발생할 수 있다. 그런데 이들의 연구는 다른 조건이 동일할 경우 벤처투자자로 참여한 투자은행이 인수한 공모주가 그렇지 않은 공모주에 비해 더 가격이 높았음을 보여준다.



를 실현하고 정보비용을 감소시킴으로써 달성할 수 있는 금융의 효율성 증대이다. 이는 기업의 투자를 촉진하고 산업발전 및 경제성장에 긍정적인 효과를 미치는 것으로 평가되었다. 앞에서 지적한 바와 같이 겸업 및 연관은행제도의 부정적인 효과가 실제로 크지 않았다면 20세기 초의 규제를 통한 이 제도의 인위적인 파괴는 그 긍정적인 효과를 제거함으로써 경제적인 비용을 야기했을 것이다.

불완전한 자본시장에 관한 연구문헌들에 따르면 정보의 비대칭성과 도덕적 해이 문제는 장기적 투자를 위한 외부자금을 동원하는 비용을 높이는 요인으로 작용한다. 이러한 상황에서 이사의 겸직이나 지분의 소유 등을 통한 은행과 기업의 연계(affiliation)는 금융기관의 감독비용을 낮추고 기업의 주주와 경영인 사이에 발생하는 유인 문제를 부분적으로나마 해결함으로써 자본시장의 효율성을 제고할 수 있다. 그동안 축적된 이론적 연구들에 따르면 금융기관과의 연관관계를 가진 기업은 장기투자자본을 조달하는 데 있어서 그 비용을 낮출 수 있다[Stiglitz and Weiss(1981), Diamond(1984), Fazzari, Hubbard, and Petersen(1988), Webb(1991), Rajan(1992)]. 기업의 유동성이 투자에 미친 효과를 분석한 실증연구들은 외부자금조달에 애로가 있는 기업들의 경우 유동성부족에 직면하는 경우 이에 더욱 민감하게 반응하여 투자를 줄인다는 것을 발견했다[Fazzari, Hubbard, and Petersen(1988), Hoshi, Kashyap, and Scharfstein(1991)].

겸업의 허용은 금융기관이 기업과 장기적인 거래관계를 유지하는 것을 가능하게 하여 정보 및 거래비용을 감소시킬 수 있는 것으로 지적되었다. 기업은 성숙해지면서 시장에서의 지명도가 높아지게 되며, 이러한 변화에 발맞추어 자본동원의 수단을 변경한다. 즉 초기에는 유보이윤이나 내부자의 자금과 같이 사적인 수단을 이용하다가 점차 은행을 통한 대부, 채권의 발행, 주식발행 순으로 보다 공적인 자본동원수단을 이용하게 된다. 겸업은행의 장점 가운데 하나는 동일한 금융기관이 성장단계에 따라 달라지는 기업의 필요를 충족시켜줄 수 있다는 것이다. 이러한 장점으로 인해 겸업은행은 기업과의 거래관계를 장기적으로 지속할 수 있고, 이를 기초로 해서 정보비용을 줄일 수 있다. 특히 장기적인 관계로부터 기대되는 이익은 은행으로 하여금 초기단계에 있는 기업의 높은 금융비용을 낮출 수 있게 한다. 이러한 점은 특히 전망이 좋은 동시에 위험이 높은 신산업의 성장을 촉진하는 데 유리한 것으로 평가된다. 그런데 이와 같은 금융비용의 시간적인 재배분이 이루어지기 위해서는 이해의 시간적인 불일치(time-inconsistency) 문제가 해결되어야 한다. 은행이 이사의 파견을 통해 기업의 의사결정에 참여하거나 기업의 지분을 보유함으로써 형성되는 연관관계는 이 문제를 해결함으로써 겸업주의의 장점을 증폭시킨다 [Calomiris(2000, Chapter 4)].<sup>(26)</sup>

다른 한편 겸업의 허용은 금융기관으로 하여금 다각화를 통하여 위험을 낮추도록 하고 또한 범위의 경제(economies of scope)를 실현함으로써 금융비용을 낮추도록 할 수 있다. 업무다각화를 통한 위험의 감소는 지리적인 다각화가 불가능한 미국 은행제도의 현실에서 은행파산의 위험을 낮추는 데 큰 역할을 할 수 있다. 글래스-스티걸 법 이전 증권부문 자회사를 거느린 상업은행의 파산가능성이 독립적인 상업은행의 파산가능성보다 낮았다는 White(1986)의 연구결과는 부분적으로 다각화의 효과에 기인하는 것으로 보인다. 금융의 한 부문에서 축적된 은행의 평판은 다른 분야에도 파급되어 추가적으로 정보비용을 낮출 수 있다. 또한 겸업의 허용은 투자가로 하여금 한 금융기관 내에서 자산구성을 다각화할 수 있게 함으로써 거래비용을 줄일 수 있다.<sup>(27)</sup>

앞에서 언급했듯이 1933년의 은행법은 은행과 증권회사 간의 이사, 임원, 직원의 겸업을 포함한 연관관계를 단절시키고 상업은행의 투자은행업무 겸업을 금지하였다. 위에서 소개한 문헌의 결과를 고려하건대 인위적인 금융-산업 관계의 단절과 다각화의 파괴는 정보의 비대칭성을 심화시키고 금융비용을 높임으로써 기업들의 유동성 제약을 악화시켰을 가능성이 크다. Carlos Ramirez의 일련의 연구는 이러한 비용이 실제로 존재했음을 실증적으로 확인해 준다. Ramirez(1995)는 J. P. Morgan과 연계된 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업의 투자가 기업내부의 유동성지표에 덜 민감하게 반응했음을 발견했다. Ramirez(1999)는 더 나아가 금융기관과의 연관관계가 기업의 투자행태에 미친 효과가 1933년 은행법 이후 어떻게 변화했는가를 분석하였다. 이 연구결과에 따르면 1933년 이전에는 금융기관과 연관된 기업의 투자가 기업 내부의 유동성 지표에 의해 영향을 받지 않았던 반면 연관되지 않은 기업들의 투자는 내부유동성의 지표와 강한 정의 관계를 나타냈다.<sup>(28)</sup> 그런데 1933년 은행법 이후에는 금융기관과 제휴된 기업과 그렇지 않은 기업 모두 내부유동성이 투자에 강한 정의 효과를 미치는 것으로 나타났다. 이 결과는 1930년 이전에는 금융기관과의 연관관계가 기업의 유동성 제약을 완화시켰는데, 글래스-스티걸

(26) De Long(1991)의 연구는 20세기 초 겸업이사 등을 통해 J. P. Morgan과 연관되어 있던 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비해 보통주의 가치가 30%나 높았다. 이는 대규모 투자은행이 자신의 평판을 통해 연관기업과 투자가 사이의 정보상의 비대칭성 문제를 해결해준 결과로 해석된다.

(27) 이 외에 지적되는 겸업 및 연관은행의 장점은 다음과 같다. 1) 기업에 대한 효과적인 감시를 통해 정보상의 비대칭성을 극복함으로써 저당을 불필요하게 하는 등 금융비용을 낮춘다. 2) 경영진의 실패와 외부적인 충격의 효과를 구분하여 불필요한 기업인수를 줄인다. 3) 기업주식에 대한 시장을 확대하여 주식발행의 비용을 낮춘다[Fohlin(1999), Calomiris(2000)].

(28) 상업은행, 투자회사(trust company), 보험회사, 투자은행 등 금융기관의 이사가 해당기업의 이사를 겸직하고 있는 경우 금융기관과 제휴관계가 있는 것으로 정의되었다.

법의 제정으로 인해 이 관계가 단절되었다는 것을 시사한다. Ramirez(2002)는 1920년대 말 증권부문 자회사를 보유한 상업은행의 시장가치가 그렇지 않은 상업은행의 시장가치보다 4~7% 높았으며, 그 중 상당부분은 범위의 경제(economies of scope)의 실현으로부터 얻어졌다고 보았다. 이는 1930년대 은행법에 의한 겸업의 금지가 다각화의 파괴를 통해 상업은행의 가치를 낮추었을 것임을 시사한다.

이상의 결과들은 뉴딜 금융개혁이 “잘 운영되고 있는 금융제도를 파괴하여, 은행산업에 대해 비효율적인 비용을 부과하고 금융제도에 악영향을 미쳤다” [Ramirez(1999, p. 393)]는 견해를 지지한다. 그러면 왜 경제적인 비효율성을 야기하는 금융개혁이 이루어졌을까? 앞에서 자세하게 살펴보았듯이 그 중요한 이유 가운데 하나는 금융개혁이 상당부분 정치적·이념적인 동기에 의해 금융개혁이 추진되었기 때문이었다. 그리고 대공황기에 특히 강하게 표출된 거대금융자본에 대한 뿌리 깊은 반감은 이러한 방향의 금융개혁이 추진될 수 있었던 중요한 배경이자 동력이었다.

## 7. 20세기 후반 반기업 정서의 퇴조와 은행규제의 완화

앞의 장을 통해 살펴보았듯이 크고 강한 금융기관에 대한 미국 대중의 반감은 19세기와 20세기 초를 통해 은행을 비롯한 금융기관에 대한 강력한 규제로 표출되었으며, 이는 1930년대 금융개혁에 이르러 그 절정에 달하였다. 그 결과 20세기 중엽까지 미국의 은행들은 파편화되었고, 이들의 업무영역과 경쟁수단은 크게 제약되었다. 쪼그라들고 손발이 묶인 은행은 더 이상 대중이 혐오하거나 두려워할만한 대상이 되지 못했다.

그러나 20세기 후반에 들어와 이러한 사정은 점차 변화하게 된다. 이 시기에 대해서는 대규모 금융기관에 대한 대중 혹은 정치권의 반감을 직접적으로 보여주는 문헌을 발견하기 어렵다. 그런데 20세기 초반까지의 역사는 금융기관의 구조 및 영업행위와 관련된 의회의 입법과 정부의 규제는 경제적인 필요성보다는 유권자들의 견해와 감정을 강하게 반영하여 정치적으로 결정되었다는 것을 보여준다. 따라서 20세기 후반의 금융기관에 대한 법과 공공정책의 변화를 살펴봄으로써 금융부문에 있어서의 반기업 정서의 변화과정을 간접적으로 살펴볼 수 있을 것이다. 이 장에서는 미국 상업은행의 업무영역과 합병에 관한 규제의 변화과정에 그 초점을 맞추기로 하겠다.<sup>(29)</sup>

1950년대와 1960년대를 통해 미국 은행들은 1930년대 은행법의 규제를 회피하여 대대적

(29) 이하에 제시된 은행의 합병에 대한 미국 공공정책의 변화는 많은 부분 Dymski(1999)의 연구를 참고하였다.

인 구조조정과 은행 간의 합병에 돌입하였다. 특히 지점의 건설과 비은행 업무 수행에 대한 규제를 피하는 수단으로 은행지주회사(Bank Holding Company)의 설립이 이루어졌다. 정치권은 이러한 금융기관의 행위에 대응하여 은행산업의 경쟁저해를 막기 위한 조치로 1956년의 은행지주회사법(Bank Holding Company Act)과 1960년의 은행합병법(Bank Merger Act)을 제정하였다. 은행지주회사법은 한 개 이상의 은행자회사를 소유한 은행지주회사의 설립을 규제하고 은행지주회사의 비은행업무를 제한하였다. 은행합병법은 연방 정부의 은행감독기관으로 하여금 은행 간 합병을 허가함에 있어서 이로 인한 경쟁저해 효과를 고려하도록 요구하였다. 1963년 대법원의 Philadelphia National Bank(PNB) 판결은 이와 같은 은행산업에 대한 반독점법의 적용을 확인하였다.

1966년의 은행합병 및 은행지주회사법(Bank Merger and Bank Holding Company Act)은 이러한 은행 간 합병에 대한 공공정책을 보다 구체화하였다. 이 법은 은행 규제당국으로 하여금 고객들의 편의를 증가시키는 효과가 경쟁을 저해하는 효과를 확실하게 압도하지 않는 한 경쟁을 저해할 수 있는 은행 간 합병을 허용하지 말아야 한다고 요구하였다. 이 법안은 또한 은행합병에 대해 두 단계의 절차를 마련하였다. 우선 연방준비제도가 은행 합병 신청을 허용할 것인지 혹은 기각할 것인지를 결정하도록 하고, 다음 단계로 법무부로 하여금 연방준비제도의 결정이 미국 반독점법에 합치되는 지를 심사하도록 하였다.

1968년 채택된 법무부의 합병심사기준은 시장의 집중이 초과이익을 증가시키고 가격을 상승시키며 생산의 감소를 가져온다는 당시의 일반적인 상식에 기초하고 있었다. 이에 따라서 특정 지역의 시장집중도의 지표들이 심사의 중요한 근거로 이용되었다. 예컨대 특정 은행이 서비스를 제공하는 시장의 영역에서 시장점유율을 8% 이상으로 높이는 합병은 거부될 수 있었다. 법원은 이후 일련의 판결을 통해 은행의 시장영역 정의와 은행지주회사(Bank Holding Company)의 업무에 대한 법무부의 가이드라인을 지지하였다.

1970년에 통과된 1956년 은행지주회사법의 개정안(Bank Holding Company Amendments)은 은행의 독점력을 제한하고자 하는 정부의 강력한 의지를 반영하였다. 1956년의 법은 단일한 은행을 보유한 은행지주회사의 자회사에 대해서는 업무영역 상의 규제를 가하지 않았다. 이러한 규제상의 허점은 1960년대를 통해 많은 대규모 은행들이 단일은행 지주회사를 설립하는 결과를 가져왔다. 이에 대응한 1970년의 법 개정은 비은행 업무에 대한 규제를 다수의 은행을 거느린 지주회사뿐만 아니라 모든 은행지주회사에 확대하여 적용하였다. 그리고 이 법 개정은 금융지주회사의 보험 업무를 제한하였다.

이와 같이 1970년경까지 금융규제당국은 1930년대 은행법의 기본적인 정신을 고수하여 금융부문의 건전성을 유지하고 은행 간의 경쟁저해를 방지하고자 노력하였다. 은행들은

기존의 규제를 회피하면서 은행의 경쟁력을 높일 수 있는 혁신을 도모하였고, 규제당국은 다시 이를 규제하기 위해 법을 개정하는 과정이 되풀이 되었다. 이러한 규제 및 사법적인 분위기로 인해 1980년에 이르기까지 은행 간의 합병은 매우 드물게 허가되었다.

1960년대에 이르게 되자 대내외적인 시장상황의 변화로 인해 1930년대의 은행법에 의한 규제에의 문제점들이 드러나기 시작했으며, 이는 정부로 하여금 은행규제를 완화해야 한다는 필요성을 인식하게 하였다. 먼저 은행의 자금조달에 매우 심각한 애로가 발생하게 되었다. 1950년대를 통해서 상업은행들은 예금 혹은 차입금을 대출하여 얻은 예대마진을 중심으로 은행구조와 업무영역에 대한 강한 규제에도 불구하고 비교적 좋은 영업실적을 올릴 수 있었다. 그러나 1960년대에 이르러 통화시장의 이자율이 최대수신이자율 이상으로 올라가는 일이 발생하게 되었고, 상업은행들은 예금이나 차입금을 통해 자금을 조달하기 어렵게 되었다. 이러한 상황에서 은행들은 이자율 상한에 대한 규제를 회피하기 위해 1961년부터 양도성 예금증서(CD)를 발행하기 시작했다. 이후 10년 동안 연방준비제도는 은행이 기존의 규제를 회피하여 자금을 동원하는 행위를 제한하려고 노력하는 한편, 은행은 이러한 규제를 회피하여 자금을 동원하는 금융혁신을 도모하는 과정이 진행되었다. 1970년 5월 Penn Central의 파산이 도화선이 된 금융위기가 발생하자 연방준비제도는 한 발 후퇴할 수밖에 없었고, 대형은행들은 여신과 새롭게 부상한 유로시장(Euromarkets)으로부터 자유롭게 자금을 동원할 수 있게 되었다.

1970년대의 미국을 비롯한 세계 여러 나라의 거시경제적 여건 악화는 은행의 어려움을 가중시켰다. 1971년 브레튼 우즈(Bretton Woods) 체제의 붕괴로 인한 고정환율제도의 포기 및 이후 일어난 두 차례의 석유파동은 잦은 평가절하와 인플레이션을 가져왔다. 이러한 상황 하에서 명목 이자율은 유래 없이 높은 수준으로 상승하였다. 이와 같은 고금리 하에서 상업은행들은 대내외의 경쟁에 직면하여 예금을 통한 자금동원의 기반을 상실하게 되었다. 대외적으로는 석유수출국들의 잉여자금을 기반으로 유로시장이 크게 성장하여 국제적인 경쟁을 주도하였다. 대내적으로는 통화시장 뮤추얼 펀드가 형성되어 고소득자 및 중산층에 대해 은행예금을 대체할 수 있는 투자기회를 제공하였다. 또한 회사채 및 상업어음 시장의 설립은 은행대출의 주된 고객이던 우량기업들로 하여금 직접적인 신용시장에서 자금을 동원할 수 있게 하였다.

이와 같은 시장의 변화로 인해 상업은행들은 저축 및 투자 과정에 있어서의 독점적인 지위를 상실하였다. 그리고 주택담보대출이나 기타 장기대출과 같이 은행에 남아 있는 대출은 은행에 손실을 안겨주었다. 은행들은 기존의 주된 여신고객을 상실하였고, 이들을 대체할 수 있는 새로운 시장의 개척을 위해 노력하였다. 특히 대규모 은행들은 1970년대

후반과 1980년대 초반을 통해 라틴 아메리카의 저개발 국가들과 미국 남부의 석유개발지역 시장 확보에 주력하였다. Citibank와 Bank of America는 멕시코와 남미 국가에 대한 대출액에 있어서 수위를 다투었고, 많은 다른 은행들도 이 전략을 따랐다. 이 시기를 통해 전국 각지의 은행들이 금융 중심지에 조직된 대출 신디케이트를 통해 해외대출에 참여하였다.<sup>(30)</sup>

1970년대를 통한 거시경제적 여건과 대내외 금융환경의 변화는 싸게 꾸어서 비싸게 대출하는 은행의 전통적인 영업방식을 심각한 위기에 빠뜨렸고, 은행제도를 살리기 위해서는 그 동안 은행의 손발을 묶어왔던 여러 가지 규제를 완화하는 것이 불가피해졌다. 그 신호탄으로 1980년 수신기관 규제완화 및 통화관리에 관한 법(The Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act)이 통과되었다. 이 법안은 상업은행 및 저축은행들로 하여금 비은행 금융기관과 경쟁할 수 있도록 더 많은 자유를 부여했고 한시적으로 수신금리 상한을 철폐하였다. 1982년의 간-세인트 저메인 법(Garn-St Germain Act)은 특히 저축은행의 규제완화에 초점을 맞추었다. 이러한 연방정부의 규제완화는 주정부의 규제완화를 촉발하였다. 그 결과로 상업은행과 저축은행은 대출의 제공, 펀드의 매입, 예금의 유치, 금융시장에서의 구매와 판매 등에 있어서 운신의 폭을 넓힐 수 있었다. 그리고 일부 주에서는 상업은행이 투자은행업무에 참여하는 것이 허용되기도 했다.

다른 한편 연방준비제도는 1982년과 1984년 은행합병의 가이드라인을 수정하였다. 이는 다음과 같은 금융환경의 변화를 반영한 것이었다. 첫째, 1980년과 1982년의 법안에 의해 은행의 업무영역 및 시장경쟁 범위가 확대됨에 따라 은행감독당국으로 하여금 은행 간의 적절한 경쟁의 기준이 무엇인지를 재고할 수밖에 없었다. 둘째, 은행 간 인수합병은 은행 위기로 인해 재정적으로 취약해진 예금보험기금(deposit insurance funds)이 파산에 직면한 은행들을 처리할 수 있는 방안의 하나였다. 1982년의 은행합병 가이드라인은 합병을 용인할 수 있는 기준으로 매우 높은 수준의 허핀달-허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman Index: HHI)를 제시하였다.<sup>(31)</sup> 1984년의 합병지침은 합병으로 인한 효율성의 증가를 고려하도록 했으며, 은행시장(banking market)의 개념도 과거보다는 훨씬 느슨하게 정의하였다. 예컨

(30) 남미에 진출한 미국 은행들의 1982년의 멕시코 채무불이행과 원유를 비롯한 각종 원자재 가격의 하락에 의해 큰 위기에 봉착했다. 이로 말미암아 막대한 부실채권이 발생하였고, Continental Illinois를 비롯한 여러 개의 대형은행들이 파산하였으며, 라틴 아메리카 진출의 선두주자였던 Citibank와 BankAmerica가 거의 파산 직전까지 가게 되었다.

(31) 이 지침하에서 합병 이후의 HHI가 1,000 이하면 그 은행시장은 집중되지 않은 것으로 간주되었고, HHI가 1,800을 넘어야 심하게 집중된 것으로 판정되었다.

대 저축은행의 예금을 상업은행 예금의 50%로 간주함으로써 기존의 지침을 적용하는 경우에 비해 집중도를 낮추는 효과를 가져왔다.

경제이론의 변화도 은행합병에 대한 정부규제의 완화에 영향을 미쳤던 것으로 평가된다. 소위 “new learning”이라고 불리는 시카고학파 중심의 수정적인 견해는 독점이 초과이윤과 소비자후생의 감소를 가져온다는 기존의 통념을 비판하였다. 이 견해에 따르면 독점은 매우 효율적인 기업이 경쟁자들을 완전하게 몰아낸 결과로 출현할 수 있기 때문에 한 시점에 있어서의 경쟁기업의 수는 시장경쟁의 정도를 정확하게 보여주는 척도가 아니었다. 또한 이 이론은 새로운 경쟁자의 시장진입이 보장되는 한 기업의 수와 관계 없이 실질적인 경쟁이 유지될 수 있다고 주장하였다[Demsetz(1974), Baumol, Panzar, and Willig(1982), Landes and Posner(1981)]. 이와 같은 산업집중에 대한 새로운 경제학적인 이론은 1980년대 레이건 대통령 집권기를 통해 그 영향력을 확대하였다. 그리고 이 이론은 1992년 법무부가 공표한 수평적 합병에 관한 지침(Horizontal Merger Guidelines)에 반영되었다. 그 결과, 반독점 시장을 정의하는 데 있어서 현재의 시장 참여자들뿐만 아니라 잠재적인 진입자도 포함하였다.

합병에 관한 규제 완화와 함께 지점건설에 대한 오랜 규제도 완화되었다. 1980년대를 통해서 각 주는 은행의 타주 영업(interstate banking)을 완화하였다. 그리고 1994년의 리글-닐 주간은행법(Riegle-Neal Interstate Banking Act)은 은행들로 하여금 지점의 건설을 통해 다른 주로 영업을 확대하는 것을 매우 용이하게 만들었다. 이에 따라 지점의 건설은 합병과 함께 은행규모 확대의 주요 수단이 되었다. 각 주의 타주 영업에 대한 규정은 서로 달랐다. 어떤 주는 다른 주에 본사를 둔 은행지주회사가 지점을 건설하는 것을 허용하였고, 다른 주들은 인접한 주에 본사를 둔 은행지주회사로 하여금 호혜성의 원칙하에 지점건설을 허용하였으며, 일부 주들은 아예 타주 은행의 직접적인 지점건설을 허용하기도 했다. 따라서 대형은행들의 규모 확대 수단은 그 은행이 위치한 주와 그 은행이 영업을 확대하고자 하는 주의 규정에 따라 달라졌다.

1930년대 글래스-스티걸법의 핵심적인 내용이라고 할 수 있는 상업은행과 투자은행의 분리도 연이은 규제 완화의 과정에서 서서히 약화되었다. 1970년 이후 연방준비제도는 기존 법의 개정(Regulation Y Amendments)과 새로운 자체규정을 통해 은행지주회사의 투자자문업무 및 증권자회사 설립을 허용하고, 증권자회사의 허용된 업무영역을 확대하였다. 이에 따라 1990년대 후반에 이르러서는 글래스-스티걸법이 이미 유명무실하게 되었고, 투자은행, 상업은행, 보험업을 아우르는 금융기관의 대형합병이 발생하게 되었다. 그 대표적인 사례는 1998년 상업은행인 Citibank와 투자은행 Saloman Smith Barney를 거느린

보험회사인 Travelers가 합병하여 Citigroup을 탄생시킨 것이다.<sup>(32)</sup> 결국은 1999년 11월에 상업은행, 투자은행, 보험회사 업무의 완전한 겸업이 허용됨으로써 글래스-스티걸법은 66년 만에 공식적으로 철폐되었다.

## 8. 요약과 시사점

이 논문은 미국의 거대금융회사에 대한 적대적인 정서와 부분적으로 이를 반영하여 형성된 금융규제가 장기적으로 어떻게 변화해 왔는지를 살펴보았다. 대기업이나 대규모 금융회사와 같은 거대기관에 대한 미국 대중의 반감은 매우 오랜 역사적 기원을 가지고 있으며, 이것이 미국에서 특히 강하게 나타난 것은 미국 고유의 정치적·사회적·문화적인 특성에 기인한 바 크다. 특히 거대금융회사에 대한 적대감은 일반적인 대기업에 대한 반감보다 더 강하게 나타났다. 이는 금융기관이 타인의 돈을 이용하여 대기업들을 포함한 미국 경제전반과 더 나아가 정치까지도 좌지우지하고 있다는 인식에서 비롯된 것이다.

19세기 말과 20세기 초를 통하여 J.P. 모건과 같은 거대금융회사들은 다른 금융기관들과 일반기업들에 대한 지배력과 국내외의 정관계에 구축한 인맥을 기반으로 미국경제에 막강한 영향력을 행사하였다. 이들의 경제적 권력이 비대해지면서 일반 국민과 정치권이 대형금융회사와 금융업자들에 대해 지닌 반감이 강화되었다. 이와 같은 정서적인 적대감을 지닌 이해집단은 정치적으로 잘 대변되어 거대금융회사에 대한 정치적인 공세와 강력한 규제로 표출되었다. 이 시기에 나타난 금융산업에 대한 규제는 외면상 경제적 논리와 공익의 향상이라는 대의를 표방하였으나 많은 경우 정치적인 동기와 목표를 가지고 추진되었다.

거대금융회사에 대한 대중적인 반감과 정부규제의 강도는 19세기를 통해 점차 강화되어오다가 제1차 세계대전 시기와 1920년대의 호황기를 통해 잠시 완화되었다. 이 기간 동안 상업은행들은 기존의 규제를 회피하면서 규모를 확대하고 업무영역을 다각화하였다. 1930년대의 대공황은 미국의 반금융자본 정서를 다시 강화시키는 계기가 되었다. 거대금융회사와 금융업자들은 1930년대 초의 금융위기를 초래한 범죄집단으로 취급되었고, 이들에 대한 정치적인 공격은 1930년대의 뉴딜 은행개혁으로 이어졌다.

흔히 글래스-스티걸법으로 불리는 1930년대의 은행법에 의해 연방예금보험공사가 설립되었고, 투자은행과 상업은행의 분리가 강제되었으며, 금융회사와 일반기업 간의 연관관

(32) Citigroup 합병은 Travellers의 보험수익이 이 회사 전체수익의 사분의 일 이하라는 점 때문에 기존의 규제를 피할 수 있었다[Economist(1999)].



계가 금지되었다. 또한 이 법에 의해 연방준비제도 조직이 개편되었고 은행의 금리가 규제되었다. 뉴딜 금융개혁은 금융시장의 안정성과 투명성을 높여서 투자가와 예금자를 보호하는 것을 목적으로 한 것이었으나 다른 한편으로 거대금융회사의 영향력을 크게 축소시키는 내용을 포함하고 있었다. 근래의 실증적인 연구들에 따르면 이 시기에 이루어진 금융관련 규제는 미국 금융부문의 효율성과 산업의 경쟁력에 부정적인 영향을 미쳤던 것으로 평가된다. 이러한 결과가 초래된 중요한 이유 가운데 하나는 반금융자본 정서를 등에 업은 정치적·이념적인 동기에 의해 금융규제의 방향과 내용이 결정되었다는 것이다.

금융산업의 집중을 막아 시장경쟁을 제고하려는 금융규제의 기초는 1970년경까지 큰 변화 없이 유지되었다. 그러나 그 가운데도 금융기관들이 규제를 회피하며 시장에 제공하는 기회에 대응하기 위해 다양한 금융혁신을 시도하였다. 1970년 이후 발생한 대내외적인 거시경제적 여건의 악화와 국제금융시장에서 나타난 경쟁의 심화는 미국의 은행들에게 심각한 타격을 주었다. 당국은 이에 대처하기 위해 인수합병과 업무영역 등에 대한 규제를 완화하기 시작했다. 1990년대 말에 이르러서는 1930년대에 형성된 금융규제의 대부분이 철폐되거나 무력화되기에 이른다.

이상에서 살펴본 미국 금융규제의 역사는 반기업 정서의 결정요인이나 그것의 경제적인 영향에 대해 어떤 시사점을 제공하는가? 우선은 이러한 시사점을 이끌어 내는 데 매우 큰 무리가 따른다는 것을 지적해야 하겠다. 우선 반기업 혹은 반금융자본 정서의 강도를 정확하게 측정할 수 있는 지표가 존재하지 않는다. 거대금융회사에 대한 언론의 반응이나 이들을 둘러싼 정치적인 공세와 같은 정황증거를 가지고는 반기업 정서가 장기적으로 어떻게 변해왔는지를 정확하게 알기 어렵다. 그리고 반금융자본 정서가 금융규제의 방향과 구체적인 내용에 적지 않은 영향을 미쳤다는 이 논문의 주장이 사실이라 하더라도, 금융규제의 장기적인 변화에 기초하여 반기업 정서의 변화를 파악하는 데는 무리가 있다. 금융규제가 매우 복잡한 요인들의 상호작용에 의해 결정되기 때문이다. 그리고 설사 금융규제의 변화패턴을 통해 반기업 정서의 강도를 정확하게 알 수 있다 하더라도 일회적인 역사적 사건을 얼마나 일반화할 수 있을지도 의문이다. 따라서 이하에 제시하는 설명은 매우 강한 추론에 기초한다는 것을 밝혀둔다.

이상에서 설명한 여러 가지 한계에도 불구하고 이 논문의 내용을 일반화하여 몇 가지 시사점을 제시하면 다음과 같다. 첫째, 반기업 정서의 보다 근본적인 결정요인은 역사적으로 형성된 한 사회의 이데올로기적 성향이라고 생각된다. 그리고 이러한 이념적인 성향은 이 사회의 문화적·종교적인 성격을 반영한다. 미국에서 거대기업에 대한 반감이

유독 심했던 이유로 독점대기업이 짧은 기간 동안 매우 빠르게 성장했다는 특징이 지적되기도 한다. 그러나 미국에 있어서 거대한 기관에 힘이 집중되는 데 대한 거부감의 기원은 산업화 이전의 시기로 거슬러 올라간다. 이는 사회정의나 공공정책에 대한 태도가 종교적 성향의 변화에 의해 큰 영향을 받았다는 연구결과와 부합된다. Fogel(2000)의 연구에 따르면 19세기 말~20세기 초의 반기업 정서 고조와 반독점 규제의 강화는 공공선과 사회악에 대한 집단적인 대응을 강조하는 ‘제3차 대각성 운동(The Third Great Awakening Movement)’이라는 종교적인 변혁운동의 결과였다. 그리고 20세기 후반의 정치적 보수화와 탈규제의 움직임은 개인의 책임과 성화를 중요하게 생각하는 ‘제4차 대각성 운동(The Fourth Great Awakening Movement)’의 영향을 받은 것이다.

둘째, 반기업 정서는 정치적인 과정을 거치며 기업 혹은 금융기관에 대한 각종 규제로 표출되지만 반대로 기업을 공격하기 위한 정치인들의 의도에 의해 이용되는 측면이 있다. 1930년대 미국 은행법의 제정과정은 그 좋은 예를 보여준다. 1930년대 은행위기의 주된 원인은 연방준비제도의 구조적 문제점이었지만 이 기관을 처음 설립하는 데 주도적인 역할을 했던 글래스 의원은 자신이 창설한 “완벽한” 기관을 비난하기 싫어했다는 주장이 있다(Economist(1999)). 이는 그로 하여금 여론을 부추겨 거대금융기관들을 1930년대 초 금융위기의 주범으로 몰고자 했던 유인의 하나였던 것으로 보인다. 그리고 1920년대 월 스트리트의 금융 스캔들은 대부분 소매금융을 담당하던 중소은행에서 불거져 나온 것이었으나 뉴딜 금융개혁가들은 이를 대형금융기관을 공격하는 데 이용했던 것을 볼 수 있다.

셋째, 반기업 정서를 등에 업고 추진된 공공정책은 경제적인 효율성을 저해하는 결과를 가져올 가능성이 크다. 이러한 정책들은 경제적인 타당성과 공익의 증진이라는 명분에 의해 포장되어 있지만 대체로 정치적인 의도에 의해 추진되기 때문이다. 예컨대 20세기 초를 통해 이루어진 금융기관에 대한 각종 규제는 미국 금융업의 경쟁력을 크게 떨어뜨리는 결과를 가져왔다. 특히 투자은행과 상업은행의 분리는 실물경제의 성장을 저해한 요인으로 지적된다.

넷째, 반기업 정서는 기업 혹은 금융기관이 커지고 강력한 영향력을 발휘하는 시점에서 고조되고, 이들이 정부규제나 경제적 여건의 악화로 인해 왜소해지고 영향력을 상실할 때 약화되는 경향이 있다. 19세기 말-20세기 초를 통해 가장 강력했던 금융기관은 여론의 비난과 정부규제의 주된 타깃이 되었다. 20세기 초에는 투자은행과 생명보험회사가 그 대상이었고, 1930년대에는 이들과 더불어 그 이전 10년 동안 크게 성장한 대형 겸업은행들이 그 대상이 되었다. 반면 1970년 이후 은행권이 위기에 봉착하게 되자 이들을 구하기 위한 규제완화가 이루어졌다.

다섯째, 경제적인 위기가 반기업 정서에 미치는 효과는 위기의 피해자가 누군가에 따라 달라질 수 있다. 즉 기업과 금융기관의 고객이 피해자인 경우에는 금융기관의 피해여부에 관계없이 반기업 정서가 악화될 수 있다. 기업에 대한 적대감은 위기에 대한 책임을 질 희생양이 필요한 정치권과의 상호작용을 통해 증폭될 수 있다. 1930년대 미국의 상황이 이를 잘 보여준다. 반면 기업이나 금융기관이 경제적 위기의 피해자로 부각되는 경우 반기업 정서는 악화된다. 1970년 이후 미국 은행의 상황이 그 예로 제시될 수 있다.

끝으로, 바로 앞에 제시된 시사점과 관련되는 점은 자국의 금융기관 혹은 기업이 피해자로 부각되는 대표적인 사례가 세계화의 영향이라는 것이다. 세계화는 자국 기업 혹은 금융기관이 아닌 다른 국가의 기업 혹은 노동자의 위협을 부각시킴으로써 전통적인 의미에 있어서의 반기업 정서를 약화시킬 가능성이 크다. 1970년 이후 미국 은행의 영업여건을 악화시키고 규제완화의 필요성을 가져온 것은 거시경제적인 여건 변화와 함께 금융시장의 국제화와 유로시장의 경쟁압력이었다. 이러한 사례는 오늘날의 우리나라에서도 발견된다. 국내 시장점유율의 증가를 가져오는 금융기관의 합병을 정당화하는 중요한 논리의 하나는 국제시장에서의 경쟁력 확보이다. 외국자본에 맞서기 위해 재벌에 대한 규제를 줄이고 경영권 방어를 용이하게 해야 한다는 주장도 그 연장선에 있다고 하겠다.

서울대학교 經濟學部 教授

151-746 서울특별시 관악구 관악로 599

전화: (02)880-6396

팩스: (02)886-4231

E-mail: chullee@snu.ac.kr

## 參 考 文 獻

이철희(1990): “19세기 말~20세기 초 미국 자본시장의 성격이 산업집중에 미친 영향에 관한 연구,” 『경제사학』, 14.

이철희(2003): “미국 기업구조의 장기적 변모: 기업 및 산업경쟁력에 대한 함의,” 『경제논집』, 42. 119-164.

Baskin, J. B., and P. J. Miranti, Jr.(1997): *A History of Corporate Finance*, Cambridge.

Baumol, William, John C. Panzar, and Robert D. Willig(1982): *Contestable Markets and the Theory of Industrial Structure*, New York, Harcourt Brace Jovanovich.

- Benston, George J.(1990): *The Separation of Commercial and Investment Banking: The Glass-Steagall Act Revisited and Reconsidered*, New York, Oxford University Press.
- Calomiris, Charles W.(1993): “Corporate Finance Benefits from Universal Banking: Germany and the United States, 1870~1914,” NBER Working Paper, No. **4408**.
- Calomiris, Charles W.(2000): *U. S. Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge, University of Cambridge Press.
- Carosso, Vincent P.(1970): *Investment Banking in America: A History*, Cambridge, MA, Harvard University Press.
- Chandler, Alfred D.(1977): *The Visible Hand*, Cambridge, MA, Belknap.
- \_\_\_\_\_ (1990): *Scale and Scope*, Cambridge, MA, Belknap.
- Chernow, Ron(1990): *The House of Morgan*, 국역판, 『금융제국 J. P. 모건』, 플래닛.
- De Long, J. Bradford(1991): “Did J. P. Morgan’s Men Add Value? An Economist’s Perspective on Financial Capitalism,” In *Inside the Business Enterprise*, edited by Peter Temin, 205-236, Chicago, University of Chicago Press.
- Demsetz, Harold(1974): “Two Systems of Belief About Monopoly,” In Harvey Goldschmid, H. Michael Mann, and J. Fred Weston(eds.), *Industrial Concentration: The New Learning*, Boston, Little Brown.
- Diamond, Douglas(1984): “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies*, **51**, 393-414.
- Dymski, Gary A.(1999): *The Bank Merger Wave*, M. E. Sharpe.
- Economist(1999): “The Wall Falls,” *Economist*(Oct. 28th.).
- Eichengreen, Barry(1984): “Mortgage Interest Rates in the Populist Era,” *American Economic Review*, **74**, 995-1015.
- Fazzari, Steven, R., Glenn Hubbard, and B. Petersen(1988): “Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, **1**, 141-195.
- Fogel, Robert W.(2000): *The Fourth Great Awakening*, Chicago, University of Chicago Press.
- Fohlin, Caroline M.(1999): “Universal Banking in Pre-World War I Germany: Model or Myth?,” *Explorations in Economic History*, **36**, 305-343.
- Gompers, Paul, and Josh Lerner(1999): “Conflict of Interest in the Issuance of Public Securities: Evidence from Venture Capital,” *Journal of Law and Economics*, **42**, 1-28.
- Hofstadter, Richard(1955): *The Age of Reform*.

- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap, and David Scharfstein(1991): “Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, **106**, 33-60.
- James, John(1976): “Banking Market Structure, Risk, and the Pattern of Local Interest Rates in the United States, 1893~1911,” *Review of Economics and Statistics*, **58**, 453-462.
- Kroszner, Randall S., and Raghuram G. Rajan(1994): “Is Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U. S. Experience with Universal Banking Before 1933,” *American Economic Review*, **84**, 810-832.
- Landes, W. M., and Richard A. Posner(1981): “Market Power in Antitrust Cases,” *Harvard Law Review*, **94**, 937-996.
- Perkins, E. J.(1971): “The Divorce of Commercial and Investment Banking: A History,” *Banking Law Journal*, **88**, 483-528.
- Puri, Manju(1994): “The Long-Term Default Performance of Bank Underwritten Security Issues,” *Journal of Banking and Finance*, **18**, 397-418.
- \_\_\_\_\_ (1996): “Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification Role?,” *Journal of Financial Economics*, **40**, 373-401.
- Ramirez, Carlos D.(1995): “Did J. P. Morgan’s Men Add Liquidity? Corporate Investment, Cash Flow, and Financial Structure at the Turn of the Twentieth Century,” *Journal of Finance*, **50**, 661-678.
- \_\_\_\_\_ (1999): “Did Glass-Steagall Increase the Cost of External Finance for Corporate Investment?: Evidence from Bank and Insurance Company Affiliations,” *Journal of Economic History*, **59**, 372-396.
- \_\_\_\_\_ (2002): “Did Bank’s Security Affiliates Add Value? Evidence from the Commercial Banking Industry during the 1920s,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, **34**, 393-411.
- \_\_\_\_\_ (2003): “Did Branch Banking Restrictions Increase Bank Failure? Evidence from Virginia and West Virginia in the Late 1920s,” *Journal of Economics and Business*, **55**, 331-352.
- Ramirez, Carlos D., and Bradford De Long(2001): “Understanding America’s Hesitant Step Toward Financial Capitalism: Politics, the Depression, and the Separation of Commercial and Investment Banking,” *Public Choice*, **106**, 93-116.
- Rajan, Raghuram(1992): “Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm’s Length Debt,” *Journal of Finance*, **47**, 1367-1400.
- Roe, Mark(1994): *Strong Managers, Weak Owners*, Princeton.

- Snowden, Kenneth A.(1987): “Mortgage Rates and American Capital Market Development in the Late-Nineteenth Century,” *Journal of Economic History*, **47**, 671-691.
- Stiglitz, Joseph, and Andrew Weiss(1981): “Credit Rationing in Markets with Imperfect Capitalism,” *American Economic Review*, **71**, 393-410.
- Studensky, Paul, and Herman E. Krooss(1952): *Financial History of the United States*, McGraw-Hill.
- Sushka, Marie E., and W. Brian Barrett(1986): “Banking Structure and the National Capital Market, 1869~1914,” *Journal of Economic History*, **44**, 463-478.
- Sylla, Richard(1969): “Federal Policy, Banking Market Structure and Capital Mobilization in the United States, 1863~1913,” *Journal of Economic History*, **29**, 657-686.
- \_\_\_\_\_ (1975): *The American Capital Market, 1846~1914: A Study of the Effect of Public Policy on Economic Development*, Arno Press.
- Webb, David(1991): “Long-Term Financial Contracts Can Mitigate the Adverse Selection Problem in Project Financing,” *International Economic Review*, **32**, 305-320.
- White, Eugene(1983): *The Regulation and Reform of the American Banking System, 1900~1929*, Princeton, NJ, Princeton University Press.
- \_\_\_\_\_ (1986): “Before the Glass-Steagall Act: An Analysis of the Investment Banking Activities of National Banks,” *Explorations in Economic History*, **23**, 33-55.
- \_\_\_\_\_ (2000): “Banking and Finance in the Twentieth Century,” in Engerman, Stanley, and Robert Gallman(eds.), *The Cambridge Economic History of the United States*, **3**, Cambridge University Press.
- Wicker, Elmus(1996): *The Banking Panics of the Great Depression*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Wigmore, Barrie(1985): *The Crash and Its Aftermath: A History of Securities Markets in the United States, 1929~1933*, Westport, CT: Greenwood Press.