

# 21세기 자본주의와 아시아 탐색하기: 금융화의 영향

글렌 모건 카디프 대학

최근 지구화, 신자유주의, 그리고 2008년 세계금융위기의 충격을 계기로 자본주의의 유형이 어떻게, 그리고 왜 변화하고 있는지에 대한 관심이 증가하고 있으며, 특히 동아시아 자본주의에 대해서 더욱 그러하다. 이 글은 국가 자본주의 사이의 상호의존성과 금융화에 초점을 맞추고 있다. 서구 자본주의 유형과 아시아 자본주의 유형 간 상호의존성에 대해 분석하고자 한다. 그리고 금융화가 아시아 자본주의에 어떠한 방식으로 등장하며, 그러한 것이 서구 자본주의들의 금융화 과정과 어떻게 연결되는지, 그리고 이 둘 간의 상호작용의 결과는 무엇인지에 대하여 논한다.

서구 자본주의는 지난 20년 동안 더욱 금융화되었다. 이러한 금융화 과정은 서구 자본주의의 제도적 틀을 상당히 변화시켰고, 불평등, 안전, 복지 정책, 조세, 혁신과 공공 서비스 제공 등에도 충격을 가했다. 금융화가 동아시아 자본주의의 형태를 관통하고 있는가? 결론적으로 말하자면, 관통하지 못한 것으로 보인다. 일본과 한국의 금융기관은 주요 행위자가 아니며 최근 몇 년간 상대적으로 약한 위치에 놓여 있다. 중국의 경우 정부는 거대한 금융 자원을 자신의 이익을 위해 대내·외적으로 운용하고 있다. 그 결과 중국은 자산 호황을 겪고 은행의 손실이 커지면서 중국 금융체제의 불안정성 증가에 대한 우려가 있지만, 금융기관이 독립적으로 위기를 불러온 것은 아니다. 아시아의 금융화에서 가장 흥미로운 측면은 인구 전반에 대한 신용과 채무의 확장이다. 이러한 경향을 좀더 깊이 이해하고 규제의 변화와 임금의 변화, 국가와 기업복지의 변화, 그리고 미래에 대한 예측의 변화가 이러한 경향과 어떻게 연결되는지 연구할 만한 가치가 있다.

주제어 전 지구화, 신자유주의, 금융화, 아시아 자본주의

## I. 서론

제도에 대한 연구는 제도 변화에 대한 논의로 주도되고 있다. 특히 지구화, 신자유주의, 그리고 2008년 세계금융위기의 충격에 비추어 보았을 때(Morgan and Whitley, 2012; Schmidt and Thatcher, 2013; Streeck, 2014; Thelen, 2014) 자본주의의 유형이 어떻게, 그리고 왜 변화하고 있는지에 대한 관심이 증가하고 있는데, 특히 동

아시아에 대해서 더욱 그렇다(Walter and Zhang, 2012; 2016). 이 논의들은 주로 특정한 국가적 맥락에 초점을 맞추고 내·외부적 변화가 이러한 맥락에 미치는 영향에 중점을 두고 있다. 그러나 국가 자본주의 사이의 상호의존성에 초점을 맞춘 연구가 드물고, 지역적 맥락 사이의 상호의존성(예컨대, 서구 자본주의 유형과 아시아 자본주의 유형 간 상호의존성)에 초점을 맞춘 연구는 더욱 드물다.

이 글은 이러한 변화를 이해하기 위해서는 지역적 맥락을 관통하는 상호의존성을 분석할 필요가 있다는 것을 전제하고, 서구 자본주의 유형들과 아시아 자본주의 유형들이 현재 어떻게 상호작용하고 있는지 살펴볼 것이다. 비교 자본주의 맥락 속에서 이 상호작용을 검토할 때, 주로 글로벌 생산 네트워크의 관점에서 분석한다. 또 어떻게, 왜, 어떠한 방법으로 이러한 네트워크가 국가 그리고 지역 수준의 제도와 연결되어 있는지, 그 내부에서 어떻게 변화를 이끌어 내는지에 대한 분석을 한다. 하지만, 이 글은 금융화의 개념에 초점을 맞추어 기존의 연구와는 다른 관점에서 이러한 상호작용을 분석한다.

많은 학자들이 지적했듯이(van der Zwan, 2013), 금융화는 제도, 기업, 국가, 금융기관, 개인 등 다양한 수준에서 20세기 말, 그리고 21세기 초에 발생한 자본주의의 본질적인 변화를 설명하기 위해 사용되었다(Carruthers, 2015; Engelen et al., 2011; Froud et al., 2006; Krippner, 2005; Martin, 2002). 하지만 특이한 것은 아시아 자본주의 유형 특성을 중심으로 아시아 자본주의의 성장과 발전, 그리고 구조조정을 설명하는 글로벌 생산 네트워크 관점과는 다르게, 금융화에 대한 논의에서 아시아는 매우 제한적으로 언급되어 왔다는 점이다. 이는 금융화 개념 자체가 미국과 영국 같은 자유시장 경제에서의 변화와 관련된 것이라는 현재의 인식을 반영한다.

최근 2008년 금융위기가 유로 위기에 미친 영향에 대한 연구들은 금융화가 서구 경제들을 예상치 못한 방식으로 하나로 묶어내는 과정이라는 점을 보여준다(Alvarez, 2015; Engelen and Konings, 2010): 덴마크의 건축 호황과 불황의 사례에서 덴마크 은행들은 미국과 영국으로부터 모기지 담보 증권을 구매했기 때문에 미국의 시장 실패에 취약했고, 따라서 국가에 의해 구제되어야 했다. 독일과 프랑스 은행들 역시 이러한 자산 매입에 깊이 관여했고, 미국 시장이 붕괴했을 때 큰 손실에 시달려야 했다. 따라서, 다양한 유형의 금융화는 자유시장경제뿐만 아니

라 조정적 자본주의 유형까지도 깊게 영향을 미치고 있다. 이러한 현상이 어디서, 그리고 어떻게 발생하는지 파헤치는 것은 제도적 유산, 정치적 우연성, 그리고 세계 경제의 움직임에 대한 상세한 분석을 필요로 한다. 그러나 요점은 금융화가 단순히 미국이나 영국의 문제가 아니라는 것이다. 마찬가지로, 이는 미국과 유럽의 문제만도 아니다. 금융화는 아시아 자본주의 유형에서도 다양한 방식으로 중요한 영향을 미칠 것이다.

따라서, 이 글은 금융화가 아시아 자본주의에 어떠한 방식으로 등장하며, 그것이 서구 자본주의의 금융화 과정과 어떻게 연결되는지, 그리고 이 둘 간의 상호작용 결과에 대해 논한다. 우선 금융화가 서구 경제에서 등장하고 서구 자본주의의 구조를 변경한 과정을 서술한다. 이를 통해 금융화가 오래된 제도를 변화시키고, 국가, 기업, 시장, 그리고 개인이 지켜야 할 새로운 규칙을 만드는 강력한 행위자의 연합을 용이하게 함으로써 자본주의 발전에 특정한 역동성을 형성하는 정치적 과정이라는 점을 강조한다. 즉, 금융화는 힘있는 행위자들 간의 연합체를 형성해 긴 세월 동안 유지된 제도를 변화시키고 준수해야 할 새로운 규범양식을 만들어낸다. 금융화에 적응하는 것과 저항하는 것에는 다양한 방법이 있지만, 변화(transform)의 압도적인 논리는 2008년 세계금융위기와 같은 실패에도 불구하고 지속되고 있다.

이 글 후반부는 유럽과 미국의 자본주의를 연결하는 이익 연합과 제도의 성장(만약 있다면), 아시아 자본주의 유형에 시사하는 바가 무엇인지 묻고자 한다. 이러한 경향이 아시아 자본주의 유형과 독립적으로 진행되는가, 혹은 연결되어 있는가? 연결되어 있다면, 그 연결의 방식과 결과는 무엇인가? 또한 금융화를 향한 추세가 아시아 자본주의 유형에서도 나타나는가? 만약 그렇다면 그 방식은 무엇이며, 제도, 기업, 국가, 그리고 개별 행위자에게 미치는 영향은 무엇인가? 이 글에서는 이러한 질문에 대해 답하려고 한다.

## II. 금융화와 자본주의

금융화는 아직까지도 분산적이고 규정하기 힘든 개념으로 남아 있다. 학계에

서는 경제 변화의 본질에 대한 거시 이론에서부터(Krippner, 2005; 2011), 기업 수준에서 단기 주주 이익에 초점이 옮겨 가는 사례(Froud et al., 2006), 그리고 소비자 사회에서 신용과 부채의 연결망에 의한 개인의 정체성과 일상 생활의 금융화(Martin, 2002)에 이르는 다양한 방식으로 금융화를 정의하고 있다. 이 글이 택하고 있는 접근 방식은 금융화가 다양한 층위를 가로질러 존재할 수 있다는 점이다. 각각의 층위에서 금융화는 기존의 규칙과 실천을 해체하려 하는데, 기존 규칙에 우위를 선점하는 것에 성공하는 정도는 다양하게 나타난다. 이러한 맥락에서 금융화의 성공은 유사한 변화가 다른 층위에서 일어나는 정도에 의존하고 있다고 할 수 있다. 이러한 과정은 자본주의 다양성 논의에서 이야기하는 제도적 보완성과 유사하다(Hall and Soskice, 2001). 즉, 금융화가 다른 층위에서 존재할 때, 하나의 층위에서 존재하는 금융화가 우위를 가짐으로써 얻어지는 이익이 더 커질 것이라는 의미다.

금융화의 층위와 이러한 과정이 마주하는 저항에는 무엇이 있는가? 첫 번째 층위는 전체로서의 경제와 그 안에 존재하는 수익성의 원천이다. 일본, 한국, 그리고 최근에 중국과 베트남의 부상으로 나타나는 값싼 인력의 등장은 서구 선진국 제조업의 수익성을 약화시켰다. 다소 복합적인 제조업은 아직 남아 있지만, 대다수는 다른 지역으로 아웃소싱을 하는 것이 작금의 상황이다. 현재 남아 있는 제조업 분야에서조차도 선진국과 개도국의 기업 간 경쟁은 장기적이고 지속 가능한 우위와 안정적인 수익성 보장을 어렵게 한다. 그 결과 많은 선진국은 서비스 분야로 전환 과정을 겪었으며, 특히 미국과 영국의 경우 금융 서비스 분야로 전환했다. 이는 성장하고 있는 은행 부문뿐만 아니라 제조업에 기반한 기업들이 금융 서비스로 확장을 피하고 있다는 점에서도 보여지는 경향이다. 이들은 처음에는 자신의 상품을 판매하기 위해 소비자에게 용자를 제공하지만, 점차 복잡한 금융 형태로 발전해나간다. 금융상품을 가계, 기업, 그리고 다른 금융 기관에 판매하는 것은 서구 기업들에게 있어서 공산품을 판매하는 것보다 더 높은 이윤을 가져온다. 따라서 한 층위에서의 금융화란 2000년대부터 2008년 금융위기까지의 미국과 영국처럼, 경제 부문 간의 변화 그리고 경제 전반의 전환에 의해 금융이 경제 성장에 가장 핵심적인 동력으로 작용하는 것을 의미한다.

이러한 변화의 원동력은 주주 가치를 추구하는 기업 모델에 기반한 금융시장

확장인데, 이 모델에서는 고위 임원이 성과와 연결된 보상을 받기 위해 주주를 위한 단기이익을 내는 것에 집중한다. 1980년대부터 주주에 의한 적극적 정책들은 기업 임원들의 행동을 보다 엄격하게 규율하는 체제를 만들었다. 수익 창출 실패는 주주의 만족도를 떨어뜨려 주가 하락을 야기하고, 이는 곧 경영권 인수 위협을 불러온다. 기업 경영 통제를 위한 시장의 성장은 주로 금융체제 안에서 추진되었는데, 모든 위협을 감수할 만한 거대 규모의 차입금을 낮은 금리로 모을 수 있는 금융기관이 필요했다. 우호적인 조세제도와 법체계도 이 같은 절차의 등장을 강화했다.

글로벌 경쟁이 공산품의 수익성을 더욱 하락시키고 있었지만, 금융시장은 경영권 인수 경매를 통해 주가를 급격히 조정하여 현존하는 주주와 간부에게 단기보상을 제공하는 대안적인 혹은 추가적인 수익모델을 제공했다. 이는 기업 임원들이 주주에게 돌아가는 이윤에 더욱 집중하는 경영 전략을 낳았다. 특히, 주주에게 이익을 돌려주는 데 초점을 맞추기 시작했고, 경영 이익을 유지하고 성장에 투자하는 방식이 아니라 자사주 매입을 사용했다. 자사주 매입은 주가를 올림으로써 현재 주주들과 스톡옵션 계획을 가진 고위 임원들에게 유리하게 작용했다. 따라서 고위 임원들은 낮은 금리와 쉽게 마련할 수 있는 자본을 가지고 성장에 투자하기 위해 점점 더 채권시장을 활용하기 시작했다(Lazonick and O'sullivan, 2000; Lazonick, 2009).

주주 중심 기업의 증가는 금융화의 세 번째 단계인 금융시장 성장에 영향을 미쳤다. 성장하는 금융시장은 금융시장 규제 완화를 압박하고 법인세와 개인세를 낮추는 정책을 형성하는 데 있어 큰 영향력을 가지게 되었다(Froud et al., 2006; 2007; Morgan and Sturdy, 2000). 브레튼우즈 체제는 국제 및 국내에서의 자본 이동을 규제함으로써 금융을 제한된 위치에 놓으려 했다. 그 결과 은행 부문이 변창할 수 있는 구조적 환경과 비즈니스를 형성하는 것을 제한했다. 규제가 완화되고 새로운 금융시장이 구성되면서 거대한 확장이 일어났다. 미국과 영국이 이러한 발전 과정 핵심에 있었으며, 1990년대에는 프랑스와 독일 및 다른 유럽 은행들은 새롭게 등장한 시장의 잠재적 수익을 얻기 위해 국제화를 도모하고 있었다.

미국과 영국 같은 핵심 시장에서 금융시장과 기관에 대한 규칙이 바뀔 때

라, 기업들은 세계로 확산하여 상호 연결된 연쇄적 ‘세계도시’를 만들었다(Taylor and Walker, 2001). 이 연쇄고리 안에서 유통된 자본은 거대한 규모의 로펌, 회계사, 컨설턴트, 자문 및 규제전문가 등의 서비스로 도움을 받았다. 이러한 시장은 중국, 중동, 러시아, 브라질 등 성장하는 경제의 금융 흑자가 커지고, 기업과 부유한 개인이 새로운 투자 수단을 찾기 시작하며 더욱 확장되었다. 높은 수익을 요구하는 투자자들로 넘쳐나는 금융기관들은 레버리지 비율과 대출을 늘려 새로운 재산과 상품을 만들도록 장려되었다.

새로운 상품이 구상에서부터 시장에 판매되기까지 몇 해나 걸릴 수 있는 공산품 산업과 달리, 금융기관은 몇 달 안 되는 기간에 시장에 참여하는 새로운 방법을 개발해낼 수 있다. 또한 그들은 기본적인 계약이 설립되면 하룻밤 만에 자신의 상품을 조정할 수 있기 때문에 상품이 팔리지 않아 재고관리를 할 필요가 없다. 1990년대부터 2010년까지 금융기관은 새로운 상품을 개발하는데 능숙해졌다. 특히, 다양한 형태의 리스크로부터 보호를 제공하는 파생상품은 기하학적으로 성장했다. 파생상품은 리스크로부터 투자자를 보호하는 것뿐만 아니라 투기를 목적으로 판매된다. 리스크는 시스템 전반으로 분산되기보다, 2008년 금융위기 때처럼 한 곳에 집중되기도 한다(Carruthers, 2015; Lounsbury and Hirsch, 2010; Morgan, 2010; 2012). 결국 금융의 등장으로 발생한 새로운 제도들은 고질적으로 호황과 폭락이 반복되는 고위험 경제의 실험을 야기하게 된다(Minsky, 2008).

그러나 금융화의 개념은 단순히 부유층의 성장, 경제체제에서 금융의 성장, 변화하는 기업의 특성과 그에 따르는 불안정성을 묘사하는 것에 그치지 않는다. 금융화는 노동과 작업 여건, 그리고 국가와 국가금융에 영향을 미치는 사회 전반의 변화를 분석하기 위해 사용된다. 노동의 경우 주주가치 극대화를 위한 압력은, 노동 조건을 시장 상태에 더 가깝게 맞추고, 집단적 조직을 통해 보상과 노동 환경을 정하는 규제와 표준화의 과정을 피하려는 기업 전략으로 귀결된다. 이는 대부분의 국가에서 노동에 돌아가는 GDP의 양이 자본에게 돌아가는 양보다 줄어들고 있다는 경제학자 토마 피케티(Thomas Piketty)의 연구에서도 볼 수 있다(Piketty, 2014).

주주가치 중심의 기업은 노동자를 관리하기 위해 다양한 방법들을 개발해왔

다. 개발도상국에 아웃소싱을 보내거나, 임시직 혹은 파트타임 계약을 사용하고, 임금과 복지 혜택을 줄이기 위해 ‘자영업’ 지위를 만들어내는 등의 방법이 그것이다. 구조조정을 통해 핵심 노동자 수를 줄이고 임시직과 저임금 노동자, 아웃소싱을 늘리는 기업에 의해 노동과 경력이 더욱 불안정해지고, 개인화되고, 불균등한 보상이 증가하고 있다. 이러한 경향이 소매 및 개인 서비스 종사자의 증가로 인해 악화하고 있는 와중에(Wren, 2013), 금융 상품은 사채업에 의지하는 빈곤층부터 연금, 교육, 건강 등을 위해 저축하고 모기지과 신용카드에 의존하는 주택 소유자까지, 모두에게 임금과 복지 혜택의 부족함을 메울 수 있는 필수적인 보충제가 되었다. 그 결과 지난 20년간 독일이나 미국과 같은 성공적인 경제체제에서도 노동인구의 소득은 국제적 경쟁의 증가와 노동시장 보호정책 해체의 영향으로 침체되어 있다. 그에 더하여 국가나 기업 수준에서 제공하는 집단적 복지 혜택 역시 계속해서 침식되고 있으며, 개인적인 저축 계획 등을 통해 대체되고 있다. 빈곤에서 벗어난 적절한 삶의 수준 유지에 대한 부담은 어느 때보다 증가했으며, 맞벌이하는 가족이 점점 더 늘고 있다.

이러한 경향은 두 가지 측면에서 금융시장을 신장시켰다. 우선, 미국의 보건 비용, 고등교육, 주택, 자동차 같은 고비용 상품을 소비하기 위해서 개인은 점점 더 금융기관으로부터 모기지나 신용카드, 그리고 은행 자신이 대출받는 금리보다 더 높은 금리의 대출을 받아야만 했다. 채무자 프로필의 위험도가 높을수록 금리는 더욱 높아졌는데, 현재 증가하는 ‘월급날 대출(pay day lending)’은 많게는 연간 1,000%가 넘는 금리를 지불해야 하는 사례도 있다. 동시에, 개인과 가정은 한편으로는 낮은 금리 대출을 받을 수 있는 자격을 얻기 위해서, 다른 한편으로는 자신의 건강과 노후비용을 감당하기 위해서 저축하도록 압박을 받는다. 금융기관은 다양한 금리나 계좌 인출 조건을 가진 금융 상품들을 개발해 저축을 유치한다. 개인과 가정의 삶의 기회는 그들이 어떻게 금융기관과 거래하느냐에 따라서 결정된다. 금융기관은 끝없이 증가하는 연금과 예금 상품을 개발해, 국가로부터 스스로 노후를 책임지라고 압박 받는 개인 저축예금자의 돈을 빨아들이려 하고 있다(Fligstein and Goldstein, 2015).

이는 서구 자본주의 체제 국가들에서도 마찬가지로 일어나는 현상이다. 국가들은 신자유주의의 정책 제안에 따라 과세 기준을 완화했지만, 끈질긴 사회의

반대와 글로벌 경쟁의 도전에 부응하기 위한 정부 지출 감소에 어려움을 겪었다. 따라서 국가 부채가 증가하기 시작했다. 세율이 하락하고 법인세가 줄어들어 세금 징수량이 줄어들자 국가가 공공지출에 필요한 돈을 마련하기 위해 채권시장에서 대출을 받는 추세가 증가했다. 예산은 더욱 신중히 관리되어야 했으며, 정부는 비용을 축소하기 위해 민영화 전략을 이용하기 시작했다. 국가는 민간 부문에 하청을 주어 공공서비스 제공의 직접적인 책임을 벗기 시작했는데, 이는 통신시장이나 에너지 시장처럼 무수히 많은 전문가와 기술을 통해 시장구조와 시장가격을 형성하는 것을 포함한다. 2008년 세계금융붕괴는 세수를 몰락시키고, 복지에 대한 수요를 늘렸으며, 동시에 국가가 은행을 구제하도록 만들면서 이러한 전개 과정을 더욱 악화시켰다. 독일의 노사관계학자 볼프강 스트리크(Wolfgang Streeck)가 말한 것처럼, 국가는 ‘채무자 국가’로 변화해 지속 가능할 이율로 채권을 연장하거나 확대하고 혹은 새로 발행하기 위해 시장의 호의에 의존하게 되었다(Streeck, 2014).

1980년대까지 미국과 영국의 금융은 충분히 성장해 있었고, 이러한 금융의 확장을 돕는 이데올로기와 기술적 지원은 당시 정당성이 하락하던 케인지언(Keynesian) 규제와 뚜렷하게 대비되었다. 그리고 도매와 소매 금융 서비스 시장의 개혁을 통해 급격한 확장이 가능하게 되었다(Augar, 2008; Mirowski, 2002; Morgan and Sturdy, 2000; Peck, 2011). 금융에 대한 새로운 제도적 복합체는 국경 내·외로 확장되었으며, 저항은 제한적이었다. 이는 앞에서 예를 들은 신용대출과 모기지 확장의 확장, 민영화 과정에서 개인 지분 소유권을 위한 노력, 집단적 수준의 연금보장제 축소(예를 들면, 국가와 기업을 기본으로 한)와 개인연금 소유 증가 등을 통해 금융이 일상생활의 영역으로 들어왔기 때문이다(Lounsbury and Hirsch, 2010). 이러한 제도적 실험은 변화하는 대기업의 관리 방식과 일치했다. 앞서 언급한 것처럼 기업은 자신의 자산을 쥐어 짜고, 투자를 위해 대출하고, 주가를 올리기 위해 주식을 재판매하고, 국세를 최소한으로 납부하기 위해 조세법을 활용하는 방식으로 자신의 금융가치 극대화를 목표로 삼게 되었다. 국가 역시 금융시장에서 대출을 받고(Krippner, 2011), 국가 서비스를 민영화하는 등 두 방향에서 기업과 유사한 논리를 펼치게 되었다.

높은 수익을 요구하는 투자자들 자본이 넘쳐나는 금융 기관들은 레버리지 비



율을 높여 대출을 늘려 '새로운 돈을 만들도록 장려되었고' 새로운 상품을 만들도록 장려되었다. 이론적으로 금융규제는 이 진행 과정을 늦출 수 있으나, 2008년 전후로 규제기관들은 매우 기술적이고 리스크가 불명확한 분야에 개입하는 것에 어려움을 겪고 있다(Morgan, 2010; 2012). 2008년부터 시작된 논의는 미국, 영국, EU의 규제를 고조시켰지만, 논의의 최종 결과는 매우 불명확하다. 이는 2008년 이후 새로운 금융시장과 상품이 생산되었기 때문이다. 규제당국은 가장 최근의 위기를 해결하기 위해 규칙을 만들지만, 시장 행위자들은 이미 다른 곳으로 움직여버렸다. 결국 금융의 등장으로 발생한 새로운 제도들은 고위험 경제의 실험을 야기하게 된다.

2008년 금융시장 붕괴까지 이르는 금융위기의 역사는 은행 규제 완화 과정들이 행위자와 금융기관의 결합을 심화시키고, 동시에 금융 제도적 체제 몰락의 위험성을 증가시킨다는 것을 보여준다. 2008년 이후 정부는 새로운 방식의 규제를 제공하거나, 대출을 통해 은행을 지원하고 금융기관들을 공공 소유로 해 이러한 시스템을 고쳐보고자 했다. 그러나 특히 후자의 방법은 국가 금융에 큰 압력을 가했고, 복지국가의 유산으로 여겨지는 제도들과 국내 정치에도 압력이 가해졌다. 이러한 긴축 정치는 아직까지 금융화 과정을 결정적으로 되돌리지 못했으며, 금융화의 존재 조건을 재정립하려는 노력 정도다(Blyth, 2013). 금융화는, 비록 현재 보수적인 형태라고 하더라도 그 안에 더 많은 실험, 위기, 그리고 호황과 침체를 가지고 올 잠재력을 가지고 있으며 동시에 불평등 증가가 일어나는 운명공동체를 만들어내고 있고, 그 안에서 사람들은 작동하는 금융시스템에 간헐 의존하고 있다.

당연하게도 유럽과 미국에서 금융화의 정도는 국가적 맥락에 따라 다양하게 나타난다. 제도적 유산, 경로 의존성, 정치적 연합과 외부 조건들에 따라 금융화는 서로 다른 형태로 나타난다. 예를 들어, 다양한 주택 정책이 가족과 세대 간 상속을 재생산하는 방식에 미치는 영향은 금융화가 모기지를 통해 시스템에 배태되는 정도의 차이로 이어진다(Schwartz and Seabrooke, 2008). 창립자가 소유주로서 가지는 의미가 큰 북유럽 지역의 기업 거버넌스 시스템이나(Thompson and Kaspersen, 2012) 소수 주주권의 국유화가 주주가치 창출 활동을 감소시킬 수 있다는 연구도 있다(Musacchio and Lazzarini, 2013).

그럼에도 불구하고 이러한 경제에서도 국가 제도, 복지, 그리고 금융은 금융화의 성장을 돕는 쪽으로 재조정되어서, 금융화는 행위자가 자신과 경제에서 자신의 행위를 정의하는 데 더욱 큰 영향을 주고 있다. 기업은 주주의 요구를 만족시키기 위해 노동과 같은 비용을 조정하고 단기 이익 창출에 집중하고 있다. 국가는 (모순적이게도 금융시장을 지원함과 동시에) 금융시장에서 대출을 받으며 더욱 금융시장의 영향력 아래 놓이게 되었다. 이 과정에서 국가는 복지 혜택의 비용을 줄이는 한편 민영화·외주화를 시행하고 있다. 가족과 개인의 생활 수준과 안정성은 그들이 금융을 관리하는 방식에 의해 결정되고 있다. 특히 주택, 보건, 연금 이 점점 더 금융화되며 생활 주기에 따른 저축과 부채의 균형이 더욱 중요해졌다.

### III. 동아시아 자본주의와 금융화

금융화 성장은 동아시아 자본주의에 어떤 의미를 갖는가? 이 글은 앞서 논의한 금융화에 대한 다양한 정의를 통해 이 질문에 답하고 서양과 동아시아 자본주의 간 유사성과 연결 지점을 찾는 것을 목표로 한다. 우선, 이러한 경향은 아시아 자본주의 유형에 의존적인가? 만약 그렇다면 어떤 방식으로 의존적인가? 또, 아시아 역시 서구 자본주의가 받았던 충격과 유사한 영향을 받고 있는가에 대해 논의하고자 한다.

#### 1. 아시아 자본주의 유형에 의존적인가

가장 명백한 의존성의 형태는 중국이 서구 경제, 특히 미국에서 흑자를 유지했다는 점에서 나타난다(Helleiner and Kirshner, 2012; 2014). 중국은 이 흑자를 대부분 달러 형태로 가지고 있으며 미국 국채와 같은 안전한 투자처에 이를 투자했다(Schwartz, 2009). 이는 1990년대부터 서구 금융의 중심에 등장해 서구 경제의 낮은 금리 유지를 도운 ‘돈의 벽(wall of money)’의 주요 부분이다. 낮은 금리는 금융기관과 투자자가 채권의 안전한 수익을 넘는 이익을 찾게 했다. 그 결과 두

가지 힘에 압력이 가해지게 되었는데, 우선 기업이 자사주 매입 등을 통해 투자자에게 높은 수익을 보장하도록 하는 압력을 강화했다. 또한 금융기관이 높은 수익을 제공할 수 있는 자산을 찾도록 요구했다. 이것이 모기지에서 금융 파생상품이 개발된 근원이다. 개별 모기지를 묶어 파생상품에 기반한 담보대출을 만들고 이 묶음을 분할 발행하는 것은 금융기관이 평균 수익보다 높은 수익을 내면서도, 신용등급평가 기관으로부터 AAA를 받는, 상대적으로 위험도가 낮아 보이는 상품을 판매하는 것이었다.

중국의 흑자는 미국과 중국의 서로 다른 비용 구조에 의존하고 있다. 지난 20년 동안 매우 싸게 대량생산이 가능한 중국기업의 능력 덕분에 대량생산 산업은 서구에서 중국으로 옮겨가 집중화되었다. 이 과정은 아직도 지속되고 있는데, 중국 내부에서도 연안에서 내륙으로의 움직임을 보이고 있으며, 베트남 같은 국가의 성장으로 아시아 내부에서도 변화하고 있다(Steinfeld, 2004). 미국과 서구 국가에서 공산품 생산직의 축소는 집단적 규제를 위한 노력을 약화시키는 중요한 역할을 했다. 이는 임금 침체와 상근직, 장기 고용 계약을 감소시키고 임시직과 파트타임 일자리를 증가시켰다. 이러한 임금 침체의 결과 미국 노동자는 삶의 수준을 유지하기 위한 방법 중 하나로 신용에 의지하게 되었다. 아시아와의 경쟁을 위해 노동자를 위한 건강보험과 연금 비용을 축소하는 것은 노동자 개인이 저축을 통해 연금과 건강보험을 해결하게 했다. 따라서 미국 자본주의와 아시아 자본주의의 경쟁적 위치의 변화는 금융화 성장 촉진 결과를 낳은 셈이다.

이는 미국과 중국 사이에 흥미로운 상호의존성을 낳았다. 배리 아이첸그린(Barry Eichengreen)과 다른 학자들이 지적했듯이(Eichengreen, 2010), 해외 투자자의 상당수가 자신의 자산을 달러로 보관하기 때문에 달러는 세계 기축통화로서 기능한다. 달러의 평가절하는 자신의 자산 가치를 하락시키므로 누구도 달러 가치가 심각하게 떨어지는 것을 원치 않는다. 따라서 투자자들은 달러에 지속적으로 투자하고, 달러는 이를 통해 화폐주조에 따른 이익의 차이(시노리지, seigniorage)에서 수익을 얻는다.

다른 한편으로, 미국 정부는 달러 평가절하를 통해 경쟁력을 회복하려 할 수도 있다. 양적 완화 과정에서 화폐를 인쇄하는 것은 인플레이션과 미래의 달러

가치 하락이라는 우려를 낳기도 하지만, 그렇다고 해서 달러에 투자한 자산을 철회하는 것은 가치 하락을 심화시킨다. 달러가 변동이 심한 국제 무역의 장에서 일종의 안전한 도피처이자 중심축으로 남아 있는 한, 중국은 이러한 일방적인 관계에서 빠져 나오기 어려울 것이다(Prasad, 2014).

중국은 이러한 현 상황에 불만을 드러내고 새로운 기축통화를 개발하는 것에 대한 논의를 시작했다. 이 과정에서 IMF가 달러를 대신할 세계 통화로 개발한 특별인출권(SDR)을 기축통화로 사용하자는 논의가 나오고 있다. 그럼에도 미국과 중국이 세계 노동분화의 변화에 적응한 방식은 이 둘을 상호의존적으로 만들고 잠재적 갈등 분야를 관리해 자신의 이익을 지키게 하고 있다(Guillen, 2015).

이러한 거시경제적 의존성은 통화 간 무역 조건과 통상무역의 흐름에 영향을 미친다. 대부분의 아시아 경제체제는 미국 통화의 급격한 평가절하로 무역에 차질이 생기지 않도록 달러 고정환율제를 사용하고 있다. 그러나 아베 정권의 일본은 급격한 평가절하를 통해 약간의 랠민비 가치를 조정해 경쟁력을 잃지 않으려고 노력하는 중국과의 통화 전쟁에 대한 우려를 낳고 있다.

만약 중국의 경쟁력이 하락하고 대미무역 흑자가 하락하면 ‘돈의 벽’이 쇠퇴해 금리 상승을 일으키고, 과도한 채무를 가진 개인과 기업의 신용제한을 야기하게 된다. 또 다른 위협은 만약 중국이 2008년 금융위기와 세계 시장 침체 이후, 생산성 낮은 자산에 대한 은행의 과도한 대출 때문에 발생한 은행 위기 같은 내부 문제 해결 비용을 마련하기 위해 미국 채권을 처분하기 시작하는 것이다. 중국에 대한 또 다른 잠재적 압박으로는 저축에 대한 압력을 낮추거나, 금융 지원제도 제공을 늘려 중산층 소비를 확장하는 것이다. 이는 주택, 교육, 보건, 연금 등 국가의 복지 제공 분야를 늘리는 방식으로 이루어질 수 있다. 그러나 이와 같은 부문에 공공 지출이 늘어나는 것은 행정부뿐만 아니라 조세제도에도 영향을 미친다. 행정부와 조세제도는 모두 현 중국의 복잡한 관계에 휘말려 있기 때문에 개혁이 어렵다. 마지막으로, 중국 내부의 정치적 상황이 현 시스템에 대한 위협으로 작용할 수 있다. 만약 현재 중국 공산당의 탄압과 통제 아래 있는 각기 다른 사회적 불안 요인으로 현 정권이 불안정해진다면, 이는 시스템에 대한 위협이 될 수 있다.

이처럼 서구의 금융화는 증가하는 통화전쟁과 중국 경쟁력 하락의 가능성,

그리고 공산당이 물질적 보상을 확장해 시민의 충성심을 유지함과 동시에 이러한 과정을 관리해야 하는 필요성에 의해 위협받고 있다. 따라서 거시경제적 수준에서 금융화와 아시아 자본주의, 그 중에서도 특히 중국 자본주의는 서로 밀접한 상호의존성을 가지고 있다.

## 2. 아시아 경제들은 서구 자본주의와 같은 방식의 금융화를 겪는가

앞선 논의에서 금융화는 기업이 조직되는 방식, 금융시장이 경제에서 핵심 위치를 차지하는지 여부, 금융시장에 대한 국가의 의존, 그리고 개인의 삶이 금융화되는 정도에 의해 설명되었다.

### 1) 기업

넓은 의미로 볼 때, 아시아 자본주의에서 기업 거버넌스와 소유구조가 조직되는 방식은 서구 기업의 주주가치 모델과 분명히 구분된다. 가족 중심의 소유구조, 비즈니스 그룹 구조의 존재, 국가로부터의 지원과 같은 핵심 관행은 많은 아시아 경제에서 나타나고 있다(Aguilera and Jackson, 2010; Aguilera et al., 2012). 많은 기업이 자신의 주식을 아시아와 서구의 주식시장에 판매하지만, 기업지배권 시장이 등장할 정도로 판매하는 경우는 드물다. 대다수의 아시아 기업에서 경영자는 외부 주주들에 의해 쫓겨날 확률이 낮다. 임원 간 갈등은 주로 숨겨지고, 가족 구성원 사이나 아니면 다양한 내부자 내에서만 일어난다.

외부 주주의 약한 영향력은 서구의 경우처럼 단기이익을 강요하는 압박의 존재로부터 기업을 보호할 수 있지만, 동시에 이는 내부자들이 기업 자산을 개인적 목적으로 사용할 가능성을 만든다. 한국 재벌기업 총수들의 경우 기업 자산을 개인 소비나 뇌물, 혹은 정치적 영향력을 위해 사용한 것을 찾아볼 수 있다. 또 고위 임원이 받는 보상이 미국이나 영국만큼 높은 수준으로 확장된 것은 아니다. 서구에서 불평등의 주요 원인으로 꼽히는 스톡옵션 사용은 일본에서 아직까지 제한되고 있다. 그러나 아시아 기업이 미국이나 다른 서구 국가들의 금융화를 따라가지 않았다고 해서, 아시아 기업들이 투자 중심이거나 불평등 수준이 낮다고 볼 수는 없다. 다만, 아시아 기업이 받는 제약과 그들의 선택이 금융화의

틀에 맞게 재구성되지 않은 것이다.

## 2) 금융시장

서구 금융기관들은 아시아 일부 지역으로 진출해 기업지배권 시장을 설립하려고 시도했다. 일본의 경우, 미국의 은행 기관들이 물밑듯이 들어오는 것을 경험한 이후 합병 수가 조금 증가하기는 했지만, 대다수는 경영권 인수 전쟁이 아닌 상호합의에 의해 이루어졌다. 사모 투자 펀드와 헤지 펀드 역시 일본에 진입했지만 이들은 서구에서처럼 혁신적인 대안이 아닌, 현존하는 투자 관리 커뮤니티의 일부로 받아들여졌다. 파생상품 시장은 통화 리스크, 금리 리스크, 신용 리스크 등과 관련해서 아시아에서 성장하고 있지만, 이는 2008년 위기를 촉발시킨 상품들이 아니다. 또, 그들은 미국과 서구 금융 기관에 비한다면 주요 구매자라고 보기도 어렵다.

## 3) 금융기관과 금융시장

금융화의 상황에서 금융기관과 금융시장은 경제체제의 강력한 동력원, 높은 수익성을 가진 산업의 원천이 되었다. 일본과 한국의 금융기관은 주요 제조업체에 종속적이고 지원적이었다. 한국은 1990년대 초기 짧은 규제완화 기간 동안 국가의 통제에서 풀려난 은행이 밀려들어오는 해외 자본을 재사용했다. 그 결과 자산 가격은 새로운 투자에 상응하는 지속적인 수익을 개발하지 못한 채 급등했다. 이것이 확인되자 해외 자본은 떠났고 한국 금융체제는 무너졌다. 2000년까지의 개혁 기간 동안 은행에 대한 엄격한 규제를 도입했다(Haggard et al., 2003).

일본의 경우 1980년대 일본의 경쟁력에 따라 엔화 가치 조정으로 인한 금융확장은 버블이 터지기 전까지 주식시장과 부동산시장에서 한국과 유사한 자산 가격 호황을 불러왔다. 이후 일본 은행들은 과대평가된 자산들이 수익을 내지 못하면서 거대한 부채와 구멍 난 대차대조표를 가지게 되었고, 1990년대에 도이 빚을 해결하지 못해 성장 침체기를 맞았다. 이러한 위기의 후유증으로 일본과 한국의 은행은 1990년대 초 미국과 영국의 은행이 겪었던 금융상품이 확장되는 흐름에 참여하지 못했으며, 이러한 금융화의 흐름에 노출되지 못했다.

다른 한편, 중국은 2010년까지도 금융화의 압박으로부터 상대적으로 자유로

워 보였지만, 지금은 2008년 위기와 유사한 금융 공황으로 나아가고 있는 것으로 보인다. 중국 정부는 사회기반시설에 대한 투자 증가가 중국 상품에 대한 세계 시장의 수요 하락을 대신할 수 있게 은행이 대출을 쉽게 할 수 있도록 규제를 완화했다. 그 결과, 한국과 일본에서처럼 투기가 만연해 자산 가격이 급등했고, 기업과 개인은 이 가격이 계속 올라갈 것이라는 예상 아래 대출을 받았다. 그러나 상당수 자산이 수익을 내는 데 실패하고, 그 결과 많은 은행이 정부의 구제를 받아야 하는 상황에 놓여 있다.

결론적으로, 아시아 자본주의는 금융 부문을 거대하게 성장시키지 못했다. 오히려 그들의 금융 부문은 호황과 불황의 순환에 의해 약해지고 정부에 의존하게 되었다. 마찬가지로, 경제 성장이 늦어짐과 동시에 중국 주식시장의 가격이 떨어지고 있다. 시장이 호황을 맞이할 때 투자를 목적으로 대출을 받았던 개인과 기업의 상황은 더욱 악화되고 있다. 만약 그들이 자신의 주식을 너무 빨리 매각하면 주가 하락의 속도는 더욱 증가해 재앙과 같은 손실과 파산을 불러올 것이다. 중국 정부는 이런 상황을 막기 위해 현재 주식 거래를 폐쇄했으며, 거대한 외화거래 시장 등을 아직 유효한 무기로 사용할 수 있다. 그러나 현재 상황은 중국이 세계 시장에서 차지하는 비중을 생각할 때 매우 중요한 의미를 가질 것이라고 예측해 볼 수 있다. 결론적으로 볼 때, 아시아 자본주의는 국가 통제에서 자유로운 큰 규모의 독립적인 금융 부문을 의도적으로 성장시키지 않았고, 주로 국가가 금융이 작동하는 방식의 틀을 만들었다. 이러한 국가 통제가 느슨해졌을 때의 결과는 대체로 금융위기로 귀결되었으며 결국 국가의 역할을 다시 부각시켰다. 그러나 현재 중국의 상황은 강력한 국가라 할지라도 금융화의 확장으로부터 오는 위기를 피하기 어렵다는 점을 보여주고 있다.

#### 4) 국가와 금융화

스트리크의 채무자 국가 개념이 동아시아에도 적용 가능할까? 일본은 GDP 대비 높은 수준의 대출을 가지고 있지만(2011년 226%), 이 대출의 상당 부분은 국제 금융기관이 아닌 일본 시민이 가지고 있다. 따라서 금융기관이 리스크를 재평가하면서 금리가 상승함에 따라 발생할 위험에 시달릴 확률이 낮다. 물론 일본이 자신의 채무 규모에 영향을 받지 않는 것은 아니다. 이를 해결하는 방법은

정치적으로 인기가 없고 일본 경제를 악화시키는 조세 증가 정책이나, 복지 지출과 교육 비용을 줄이거나, 민영화하거나, 혹은 전후 일본 정치의 핵심이면서 자민당의 오랜 지배 기반이었던 선심정치(pork barrel politics)를 줄여야 하기 때문에 매우 어려운 선택이다. 아베 정부가 택한 또 다른 선택지는 부채상환을 더 용이하게 하기 위해 화폐 발행을 증가하고 의도적으로 인플레이션을 만드는 것이다. 이 선택은 일본 엔을 평가절하해서 중국, 대만, 한국의 화폐에 대해 경쟁력을 회복하는 이점을 가지고 있기도 하다. 현 상황에서 동아시아에 화폐전쟁이 벌어질 가능성은 높다. 채무국으로서 일본의 위치는 국가가 제공하는 서비스에 영향을 미치고, 집단 및 개인 복지 제공의 균형에 대한 논의를 촉구하고 있다. 하지만 일본은 대부분의 채무가 국내적이고 장기적인 성질을 가진다는 점에서 서구의 채무국과는 질적인 차이를 보인다고 할 수 있다.

반면, 한국은 이러한 문제를 피하기 위해 신중하게 정책을 펼쳐 왔다. 2012년 한국은 GDP 대비 채무가 33%였는데, 이는 미국의 90%, 영국의 75%에 비해 상당히 낮다. 국가 채무 위기를 가장 심하게 겪은 그리스의 경우 2012년 채무 비중은 100%에서 165%까지 상승했다.

마지막으로 중국 정부는 매우 복잡한 사례다. 국가 성장에 의한 외부 펀드를 통제할 수 있는 정부의 능력과 국가 은행의 내부적 운용은 중국 자본주의를 유지하는 핵심 부분이 금융 관리라는 것을 보여준다. 그러나 서구의 경우와 다르게 중국은 정부가 아직까지 결정권을 가지고 있으며, 해외 자본이나 서구에서 발생하는 금융화의 힘에 굴복하지 않고 있다.

##### 5) 아시아 자본주의에서 개인, 가족, 금융화

서구 경제에서 금융화의 압박으로 인한 국가 복지 시스템의 몰락은 개인과 가족이 금융의 신용과 저축에 상호의존도를 높였다. 신용거래의 확장은 동아시아에서도 빠른 속도로 이뤄지고 있다. 독일 금융 서비스 제공기업 알리안츠(Allianz)가 2014년 진행한 설문조사에 따르면, 중국의 가계부채는 2013년 332%까지 늘어나는 등 세계에서 가장 빠른 속도로 증가하고 있었다. 한국의 GDP 대비 가계부채는 92.9%로, 세계에서 10번째로 높은 수준이다. 인구를 고려하지 않고 가계부채의 규모만 보자면 일본과 중국은 각각 세계에서 두 번째, 그리고 세



번째로 높은 수준이며, 미국을 뒤따르고 있다.

반면 중국(2013년에 50.1%)과 한국(34.1%)은 미국(16.3%)과 영국(15.1%)에 비해 높은 저축률을 가지고 있다. 전통적으로 저축률이 높은 일본은 아직도 서구 경제보다 높은 저축률을 유지하고 있지만, 2010년 20%에서 2013년 18.3%로 하락하며 점진적인 하락세를 보이고 있다. 이러한 수치들은 동아시아 자본주의에서 삶의 질이 향상됨에 따라 금융 부문이 사람의 삶과 더욱 밀접하게 연결되고 있음을 보여준다. 따라서 이러한 경제에서 일상적 삶이 금융화되는 정도를 가늠하기 위한 추가적인 연구가 필요하다.

서구 자본주의들과 비교해 특히 주목해야 할 점은 동아시아에서는 가족이 재정지원과 안정성의 토대로 기능한다는 것이다. 중국의 높은 저축률은 국가와 은행 기관에 대한 보편적인 불신과, 자금을 가족 안에서 보관하는 것을 선호한다는 것을 보여준다. 그러나 흥미롭게도 최근 연구는 강력한 처벌을 받을 수 있는 불법행위임에도 불구하고 최상위층 중국인의 경우 홍콩을 통한 조세 피난처를 찾고 있는데, 이는 그들이 조세 피난처를 국가로부터 개인의 자본을 보호하는 중요한 방법으로 여기고 있다는 것을 보여준다.

#### IV. 결론

다양한 유형의 서구 자본주의는 지난 20년 동안 더욱 금융화되었다. 이 과정은 기업과 기업 지배 및 전략과, 노동 관리 방식에 영향을 주었으며, 금융시장과 금융시장의 확장은 새로운 금융 상품의 성장과 관계가 있다. 또한, 국가와 국가의 금융시장 의존도 상승, 개인과 가계가 금융시장을 의존하게 된 데에도 영향을 미쳤다.

이러한 과정들은 서구 자본주의의 제도적 틀을 상당 정도 변화시켰고, 불평등, 안전, 복지 정책, 조세, 혁신과 공공 서비스 제공 등에도 충격을 가했다.

이 글은 우선 이러한 과정이 아시아 자본주의들의 발전과 어떻게 연결되어 있는지 살펴보고, 아시아 자본주의들의 금융화 진행 여부에 대해 검토했다. 우선 서구의 금융화는 두 가지 방법으로 중국의 개발에 상당히 상호의존적이다.

노동 통제와 규제로 인한 중국과 미국의 상대적·경쟁적인 위치는 중국이 거대한 대미무역 흑자를 얻고 미국 내 많은 산업을 파괴하는 결과를 가져왔다. 이에 미국의 노동인구는 금융화의 핵심 부분인 주주가치 이데올로기의 발전에 저항하지 못했다. 또한, 이는 중국이 조심스럽게 다뤄야 하는 대규모 달러 잉여를 갖고 있다는 것을 의미한다.

중국이 자신의 흑자를 미국 채권에 투자하기로 결정해 대미무역 흑자가 다시 미국 금융시스템으로 재유입됨에 따라 낮은 금리의 금융 환경이 가능해졌다. 그 결과 대출이 증가하고, 때론 수익을 늘리기 위해 위험을 감수하는 투자를 위한 대출 역시 증가했다. 따라서 서구의 금융화는 중국의 안정성에 크게 의존하고 있다.

금융화가 동아시아 자본주의의 형태를 관통하고 있는가? 결론적으로 말하자면, 관통하고 있지 못한 것으로 보인다. 일본과 한국의 금융기관은 주요 행위자가 아니며 최근 몇 년간 상대적으로 약한 위치에 놓여 있다. 한국은 국가가 시장으로부터 받은 대출이 제한되어 있고, 일본은 높은 국가 대출을 가지고 있지만 상당 부분 금융시장이 아닌 자국민에게서 빌린 채무다. 중국은 정부가 거대한 금융 자원을 자신의 이익을 위해 대내·외적으로 운용하고 있다. 그 결과 중국은 자산 호황을 겪고 은행의 손실이 커졌다. 따라서 중국 금융 체제의 불안정성 증가의 잠재적 도미노 효과에 대한 우려 역시 증가했다. 그러나 이는 정부가 무리하게 자산을 운용한 것이었지, 2008년 위기처럼 금융기관이 독립적으로 위기를 불러온 것은 아니다.

아시아의 금융화에서 가장 흥미로운 측면은 인구 전반에 대한 신용과 채무의 확장이라고 본다. 이러한 경향을 좀 더 깊숙이 이해하고 규제의 변화와 임금의 변화, 국가와 기업 복지의 변화, 미래에 대한 예측의 변화가 어떻게 연결되는지 연구할 만한 가치가 있다. 물론 가족이 서구보다 더 중요한 재정단위로 남아 있다는 맥락 속에서 위와 같은 요소들을 고려해야 할 것이다. 즉, 아래로부터의 금융화가 금융화의 제도화에 어느 정도까지 변화를 일으킬 수 있을 것인가에 관한 문제다.

## 참고문헌

- Aguilera, R. V. and G. Jackson. 2010. "Comparative and International Corporate Governance." *The Academy of Management Annals* 4, 485-556.
- Aguilera, R. V., L. R. K. de Castro, J. H. Lee, and J. You. 2012. "Corporate Governance in Emerging Markets." In Glenn Morgan and Richard Whitley, eds. *Capitalisms and Capitalism in the Twenty-First Century*, 319-344. Oxford: Oxford University Press.
- Alvarez, I. 2015. "Financialization, Non-Financial Corporations and Income Inequality: The Case of France." *Socio-Economic Review* 13, 449-475.
- Augar, P. 2008. *The Death of Gentlemanly Capitalism: The Rise and Fall of London's Investment Banks*. London: Penguin.
- Blyth, Mark. 2013. *Austerity: The History of a Dangerous Idea*. Oxford: Oxford University Press.
- Carruthers, B. 2015. "Financialization and the Institutional Foundations of the New Capitalism." *Socio-Economic Review* 13, 379-398.
- Davis, G. F. 2009. *Managed by the Markets: How Finance Re-Shaped America*. Oxford: Oxford University Press.
- Eichengreen, B. 2010. *Exorbitant Privilege: the Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford: Oxford University Press.
- Engelen, E. and M. Konings. 2010. "Financial Capitalism Resurgent: Comparative Institutionalism and the Challenges of Financialization." In Morgan et al., eds. *The Oxford Handbook of Comparative Institutional Analysis*, 601-624. Oxford: Oxford University Press.
- Engelen, E., I. Erturk, J. Froud, S. Johal, A. Leaver, M. Moran, and A. Nilsson. 2011. *After the Great Complacency: Financial Crisis and the Politics of Reform*. Oxford: Oxford University Press.
- Fligstein, N. and A. Goldstein. 2015. "The Emergence of a Finance Culture in American Households, 1989-2007." *Socio-Economic Review* 13(3), 575-601.
- Froud, J., C. Haslam, S. Johal, and K. Williams. 2000. "Restructuring for Shareholder

- Value and Its Implications for Labour.” *Cambridge Journal of Economics* 24(6), 771-797.
- Froud, J., S. Johal, A. Leaver, and K. Williams. 2006. *Financialization and Strategy*. London: Routledge.
- Froud, J., A. Leaver, and K. Williams. 2007. “New Actors in a Financialised Economy and the Remaking of Capitalism.” *New Political Economy* 12(3), 339-347.
- Guillen, M.F. 2015. *The Architecture of Collapse*. Oxford: Oxford University Press.
- Haggard, S., W. Lim, and E. Kim. 2003. *Economic Crisis and Corporate Restructuring in Korea*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Hall, P. A. and D. Soskice. 2001. *Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Helleiner, E. and J. Kirshner. 2012. *The Future of the Dollar*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- \_\_\_\_\_. 2014. *The Great Wall of Money*. Ithaca, NY: Cornell University Press.
- Krippner, G. R. 2005. “The Financialization of the American Economy.” *Socio-Economic Review* 3, 173-208.
- \_\_\_\_\_. 2011. *Capitalizing on Crisis*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Lazonick, W. 2009. “The New Economy Business Model and the Crisis of US Capitalism.” *Capitalism and Society* 4, Issue 2, Article 4, 1-67.
- Lazonick, W. and M. O’Sullivan. 2000. “Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance.” *Economy and Society* 29(1), 13-35.
- Lounsbury, M. and P. M. Hirsch. 2010. *The Economic Sociology of the U.S. Financial Crisis*. Research in the Sociology of Organizations Vol, 30: Elsevier Press.
- Martin, R. 2002. *Financialization of Daily Life*. Philadelphia: Temple University Press.
- Minsky, H. 2008. *Stabilizing an Unstable Economy*. London: McGraw Hill Professional.
- Mirowski, P. 2002. *Machine Dreams: Economics Becomes a Cyborg Science*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Morgan, G. 2010. “Legitimacy in Financial Markets: Credit Default Swaps in the Current Crisis.” *Socio-Economic Review* 8(1), 17-45
- Morgan, G. 2012. “Reforming OTC Markets.” *European Business Organization Law*

- Review* 13, 391–342.
- Morgan, G. and A. Sturdy. 2000. *Beyond Organizational Change*. London: Palgrave MacMillan.
- Morgan, G. and R. Whitley. 2012. *Capitalisms and Capitalism in the Twenty-First Century*. Oxford: Oxford University Press.
- Musacchio, A. and S. Lazzarini. 2013. *Leviathan Evolving: New Varieties of State Capitalism in Brazil and Beyond*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Peck, J. 2011. *Constructions of Neoliberal Reason*. Oxford: Oxford University Press.
- Piketty, T. 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. Harvard: Belknap Press.
- Prasad, E. S. 2014. *The Dollar Trap*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Schmidt, V. A. and M. Thatcher. 2013. *Resilient Liberalism in Europe's Political Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Schwartz, H. and L. Seabrooke. 2008. "Varieties of Residential Capitalism in the International Political Economy: Old Welfare States and the New Politics of Housing." *Comparative European Politics* 6, 237–261.
- Schwartz, H. M. 2009. *Subprime Nation*. Ithaca NY: Cornell Univ Press.
- Steinfeld, E. S. 2004. "China's Shallow Integration: Networked Production and the New Challenges for Late Industrialization." *World development* 32, 1971–1987.
- Streeck, W. 2014. *Buying Time*. London: Verso.
- Taylor, P. J. and D. R. F. Walker. 2001. "World Cities: a First Multivariate Analysis of Their Service Complexes." *Urban Studies* 38, 23–47.
- Thelen, K. 2014. *Varieties of Liberalization and the New Politics of Social Solidarity*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Thompson, G. F. and L. B. Kaspersen. 2012. "The Globalization of the Business Sector in a Small Open Economy: The Case of Denmark and Its Wider Implications." *Socio-Economic Review* 10, 627–653.
- van der Zwan, N. 2013. "Making Sense of Financialization." *Socio-Economic Review* 12, 99–129.
- Walter, A. and X. Zhang. 2012. *East Asian Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.

Whitley, R. and X. Zhang, eds. 2016. *Changing East Asian Business Systems*. Oxford: Oxford University Press.

Wren, A. 2013. *The Political Economy of the Service Transition*. Oxford, Oxford University Press.

---

**Abstract**

## Exploring 21st Century Capitalisms and Asia: The Impact of Financialization

Glenn Morgan Cardiff University

---

The study of institutions is increasingly dominated by discussions of change; how and why forms of capitalism are changing, particularly in light of the impact of globalization, neo-liberalism and the 2008 global financial crisis, and specifically related to East Asia. This study focuses on the interdependencies between national capitalisms and examines interdependencies across regional contexts, for example between the forms of Western and Asian capitalism. This paper is an effort to consider in what ways financialization is emerging in Asian capitalism, how this connects it to the processes of financialization in the Western forms of capitalism and what the consequences of these interactions might be.

Western forms of capitalism have over the last two decades become increasingly financialized. The processes of financialization has changed the institutional framework of Western forms of capitalism to varying degrees with impact on inequality, security, welfare policy, taxation, innovation and the provision of state services. Is financialization penetrating into these East Asian forms of capitalism? Overall, the answer seems to be that this is not the case. Financial institutions are not the dominant players, and in Japan and Korea in particular have been relatively weak over the recent years. In the Chinese case, the government has massive financial resources which it directs internally and externally for its own interests. Perhaps the most

interesting aspect of financialization in the Asian case is the expansion of credit and debt to the population as a whole. It would be interesting to understand this further and more specifically how financialization is related to changes in regulation, changes in wages and salaries, changes in state and corporate welfare and changes in expectations.

**Keywords |** Globalization, neo-liberalism, financialization, Asian capitalism