

# 自由銀行制度의 基本原理\*

李 之 舜\*\*

<目 次>

- I. 머 리 말
- II. 自由銀行制度의 基本原理
- III. 自由銀行制度의 動態的 變化
- IV. 自由銀行制度와 貨幣理論
- V. 맺 음 말

## I. 머 리 말

경제의 기본골격이 되는 通貨制度로서 어떠한 제도를 채택하는 것이 바람직한가 하는 最適通貨制度에 관한 논의는 貨幣理論의 중요한 관심사로서 이에 관하여 많은 연구가 이루어지고 있다. 이는 본질적으로 規範的 問題이지만 어떠한 제도가 바람직한가를 판단하기 위해서는 대안이 되는 通貨制度들에 대한 이론적·실증적 연구가 선행되어야 할 것이다. 最適通貨制度에 관한 지금까지의 연구들은 中央銀行制度의 존재를 전제로 하고 外部通貨의 독립적 공급자인 중앙은행의 통화공급행태를 어떠한 방식으로 규제하는 것이 가장 바람직한가 하는 논의에 치중하고 있다는 공통점을 지니고 있다.

중앙은행제도하에서 通貨供給을 規制하는 대안으로서 제시된 방안들을 크게 나누어 보면, 通貨의 供給이란 시장상황에 맞추어 은행제도 내에서 내생적으로 결정되는 것이므로 규제할 수도 없고 규제할 필요도 없다는 주장(銀行學派), 통화의 공급은 그에 대한 수요와는 독립적으로 결정되며 통화량의 변화는 경제활동에 대하여 지대한 영향을 미치므로 通貨量調節의 최종적 책임자인 中央銀行이 경제상황에 맞추어 신중히 결정하도록 해야 된다는 주장(裁量的 政策), 통화의 공급이 외생적으로 결정되는 것은 사실이나 통화공급량의 변화가

\* 本論文은 1990년 6월 金融學會 第1回 定期學術大會에서 발표한 논문을 수정한 것이다. 同學會에 참석하여 좋은 비평을 제기해 주신 성균관대학교의 이재웅, 김인철, 김경수 教授, 시립대학교의 이동호 教授, 연세대학교의 하성근 教授, 한림대학교의 노석재 教授, 중앙대학교의 이영빈 教授, 서울대학교의 이천표 教授, 그리고 韓國開發研究員의 좌승희 博士께 감사드린다.

\*\* 本研究所 研究員, 서울대학교 國際經濟學科 副教授.

경제활동에 영향을 미치는 것은 그러한 변화가 不規則的인 것이어서 정확히 예측되지 않기 때문이며 또한 그러한 변화에 기인한 경제활동의 변화는 바람직한 것이 아니므로 通貨供給에 관한 準則을 정하고 그것에 따라야 된다는 주장(準則主義 또는 通貨學派), 중앙은행이 직접적으로 통제할 수 없는 제3의 계도에 연결시켜 통화공급이 조절되어지도록 함으로써 중앙은행이 지닌 獨占의 發券力을 무력화시키자는 주장(商品貨幣制度 혹은 固定換率制度) 등으로 나눌 수 있다.

中央銀行制度를 전제로 하는 위와 같은 일련의 논의에 대해 다음과 같은 의문을 제기해 보기로 하자. 銀行券의 발행을 중앙은행이 독점화하고 있는 현재의 통화제도를 당연한 것으로 여기는 이론적인 근거는 무엇인가? 銀行券의 發行 및 流通이라는 경제행위에 대해서는 競爭의 原理가 적용되지 않는다는 것인가? 다수의 경제주체가 은행권이라는 상품을 공급하고 그 가격과 거래량이 銀行間의 경쟁을 통하여 內生的으로 결정되도록 두어서는 안 될 이유가 있는가? 中央銀行制度가 확립되어 있는 듯이 보이는 현재의 상황에서 이러한 문제를 제기하는 것은 자칫 空理空論을 즐기는 학자의 공허한 호기심의 발로라는 오해를 낳을 수도 있겠으나 그러한 의문들은 最適通貨制度에 관한 연구에 있어서 당연히 제기되어야 할 성질의 것이라 하겠다. 근래에 이르러 일단의 학자들이 이에 관한 연구를 활발히 진행시키고 있다. 이들에 따르면 은행권발행을 중앙은행이 獨占化하여야 할 선행적 근거는 全無하며 오히려 銀行券 發行 및 流通市場에 대한 진입장벽을 철폐하여 은행권에 대한 수요·공급이 시장에서 자율적으로 조절되도록 하는 것이 이론적으로 보나 실증적으로 보나 더 합당하다고 한다.

自由銀行制度란 「銀行券의 發行 및 流通」이라는 상품에 대해 自由競爭이 보장되어 있는 통화제도를 의미한다. 어떠한 經濟主體이든지 수요가 있는 한 그리고 商行爲의 기본규칙을 준수하는 한 아무런 제약없이 銀行券을 발행하여 유통시킬 수 있는 자유가 있으며 그러한 상황에서 여러 종류의 銀行券이 경쟁적으로 유통되고 그 가격이나 유통량은 각 은행권에 대한 수요·공급에 따라 市場에서 自律的으로 결정되는 제도이다. 결국 自由銀行制度란 은행권의 발행 및 유통이라는 경제행위에 대해 進入의 障壁이라는 경제외적인 제약이 존재하지 않는 통화제도를 말한다.

自由銀行制度에 관한 논의는 18세기 및 19세기에 걸쳐 英國, 프랑스, 獨逸 등에서, 그리고 19세기 및 20세기 초반부에 걸쳐 美國에서 활발하게 이루어졌다. 당시의 논의는 아직 中央銀行制度가 확립되어 있지 않은 상황에서 은행권의 發行權限을 단일한 기관에 맡기는 것이 바람직한가에 대한 찬반논쟁의 형식을 지녔었다. 이와 같은 논쟁은 中央銀行制度를

주장하는 학자들의 승리로 끝났으며 그 결과 20세기 초반에 이르러서는 거의 모든 독립국가에서 中央銀行制度가 자리를 잡게 되었다. 그러나 1970년대에 이르러 自由銀行制度에 대한 연구 및 논쟁이 일단의 학자들에 의해서 再燃되어 中央銀行制度의 當爲性에 대해 강한 의문을 제기하기에 이르렀다.

근래에 들어와 自由銀行制度에 대한 논의가 다시금 활발해지게 된 데에는 다음과 같은 몇 가지 이유가 있다. 첫째, 1960년대 초부터 지속된 높은 「인플레이션」과 그 후 나타난 「스태그플레이션」 현상 등 世界經濟가 여러 가지 어려운 문제에 직면하게 되자 通貨價値의 安定을 기본적인 존립목표로 하고 있는 中央銀行의 通貨管理能力에 대한 의문이 제기되었다. 둘째, 「브레튼우즈」 체제의 붕괴와 더불어 換率의 변화가 심화되자 國際通貨制度의 安定性에 대한 의구심이 증대되어 통화가치를 안정화시킬 수 있는 대안을 모색하게 되었다. 셋째, 市場失敗와 그에 따르는 정부에 의한 시장간섭을 당연시하는 학자들의 영향력이 약화된 반면 政府의 자의적인 간섭을 排除하고 개별 경제주체들의 자유로운 選擇에 따라 資源이 배분되도록 하라는 自由主義의 思想이 재등장한 것과 맥을 같이 하고 있다. 넷째, 金融産業에서의 技術革新 및 金融의 國際化가 진전됨에 따라 국제적으로는 이미 通貨間의 競爭이 진행되고 있으며 국내적으로도 中央銀行의 銀行券을 대체하는 경쟁상품이 등장함에 따라 암묵적으로 통화간의 경쟁이 이루어지고 있는 현실이 自由銀行制度에 관한 관심을 증대시켰다. 다섯째, 서유럽의 정치·경제적 통합이 진행됨에 따라 유럽中央銀行을 창설하자는 주장이 대두되었으며 이에 관한 반론으로서 각국 통화간의 경쟁을 보장하자는 주장이 제기되었는데 이러한 논쟁의 과정에서 自由銀行制度에 대한 관심이 높아졌다.

自由銀行制度를 주장하는 학자들에 따르면 현행의 중앙은행제도가 정립되게 된 것은 經濟論理가 구현되는 사회제도의 필연적 진화과정의 결과로서가 아니라 특정 은행에게 發券力의 獨占이라는 혜택을 주는 대신 해당 은행은 발권력을 이용하여 君主 또는 政府의 재원 조달을 지원해 주기로 하는 政治的인 談合(명시적 혹은 묵시적)에서 비롯된 것이라고 한다. 이들에 의하면 人爲的인 간섭이 없었더라면 銀行券 역시 여타의 상품이나 마찬가지로 銀行들간의 自律競爭에 의해 공급되어졌을 것이며 은행권이라는 상품의 가치는 그것이 얼마나 널리 쓰여지느냐 하는 것에 따라 결정되므로 안정적인 가치를 지닌 銀行券일수록 보다 더 광범위하게 쓰여지게 된다고 한다. 그러므로 경쟁관계에 있는 발권은행들은 自行券의 流通範圍를 확대하려는 동기에서 그 價値를 안정적으로 유지시키려는 노력을 경주하게 되며 그러한 競爭을 통한 은행권시장의 균형은 보이지 않는 손의 작용을 통하여 通貨價値의 自動的 安定化라는 결과를 낳는다고 한다.

만일 어떤 銀行이 수요되는 양보다 더 많은 은행권을 발행하여 유통시킨다면 그 가치가 하락할 것이고 그렇게 되면 그 銀行券에 대한 需要가 더욱 감퇴되는 결과를 가져온다. 이 경우 發券銀行이 超過供給된 은행권을 환수하지 않는다면 고객들은 그러한 은행권을 사용하러 하지 않을 것이므로 은행의 營業基盤이 취약해지고 정도가 심하면 破産의 경지에까지 이르게 된다. 그러한 결과가 초래된다는 것을 인식하고 있는 發券銀行들도 따라서 通貨價値의 下落이 발생하지 않도록 하는 조치를 취하게 된다. 그러므로 자유은행제도하에서는 通貨의 超過供給이 일어나지 않게 된다. 한편 銀行券의 需要者 역시 公信力이 높은 통화를 선호하므로 평소애 良貨와 惡貨를 구별하려는 노력을 기울이게 된다. 공신력이 낮은 은행권의 市場占有率은 크지 않을 것이고 그러한 發券銀行이 파산하는 경우에라도 그 피해는 크지 않을 것이며 특히 그러한 은행의 파산이 金融恐慌으로 이어질 염려는 아주 작다. 결국 自由銀行制度하에서는 통화의 가치가 市場의 내재적인 원리에 따라 自動的으로 안정화되며 또한 은행간의 치열한 競爭이 제도 자체의 안정성을 가져오게 된다는 것이다.

自由銀行制度에 관한 논의는, 위에서 본 바와 같이, 中央銀行制度에 대한 비판적 대안의 제시라는 관점에서 이루어져 왔다. 어떻게 하면 화폐의 가치를 안정적인 것으로 유지시키며 金融通貨制度 자체의 安定性을 확보하느냐 하는 데 최저통화제도에 관한 논의의 초점이 모아져 왔음을 생각하면 이는 당연한 결과이다. 中央銀行制度를 지지하는 사람들은 은행권은 外部效果 및 公共性이 큰 상품이므로 민간부문의 자율적 관리에 그 공급을 맡겨 놓을 수는 없으며 국가권력에 의해 뒷받침되는 중앙은행이 이를 독점적으로 관리할 때에 비로소 通貨價値의 安定과 金融制度의 安定性을 도모할 수 있다고 한다. 이에 대해서 자유은행제도를 주장하는 사람들은 獨占이란 어느 것이든 폐해를 지니게 마련인데 은행권에 대해서는 특히 더 그러하며 경제의 역사를 볼 때 中央銀行의 잘못된 통화관리로 인하여 通貨價値가 不安定해지고 금융제도 자체가 위기를 맞이한 것이 한두 번이 아니라고 한다. 그러므로 은행권의 발행과 유통이라는 경제활동을 중앙은행의 獨占體制에서 해방시켜 市場競爭에 맡기는 것이 바람직하다고 한다. 결국 通貨制度에 관한 논의는 어떠한 제도가 i) 통화의 가치를 가장 잘 안정적인 것으로 유지시키며 ii) 通貨制度 자체의 安定性을 가장 잘 보장하느냐 하는 두 가지 側面에 대한 논의라 하겠다.

中央銀行制度를 전제로 하는 最適通貨制度에 관한 논의는 이미 충분히 이루어졌으나 자유은행제도에 대한 논의는 아직 초보적인 단계에 있다. 앞으로 이에 관한 심도있는 研究가 활발히 이루어져야 할 것이다. 본 논문에서는 그러한 논의의 첫 단계 작업으로서 自由銀行制度의 經濟的 原理를 개관하는 한편 이제까지의 논의에서 해결되지 못한 문제로서는 어떠

한 것이 있는지 지적함으로써 자유은행제도에 관한 연구의 시발점으로 삼고자 한다.

이 論文의 構成은 다음과 같다. 먼저 머리말에 이은 II節에서는 통화제도의 하나로서 自由銀行制度의 경제적 특성이 무엇인지 알아보기 위하여 自由行銀制度에 관한 엄밀한 정의를 내리고 同制度 하에서의 財源配分이 어떻게 결정되는지 알아본다. 특히 자유은행제도 하에서 通貨市場의 均衡이 어떻게 달성되며 通貨의 價値 및 通貨制度의 安定性이 어떻게 정해지는가 하는 문제를 중점적으로 다룬다. III節에서는 自由銀行制度가 어떻게 시작되어 어떤 經路를 밟아 발전해 나아가며 그러한 진화의 결과가 무엇인가 하는 動態的인 문제에 대해서 알아보고, IV節에서는 自由銀行制度에 관한 논의가 貨幣理論의 發展에 대하여 어떠한 함의를 지니는지 생각해 본다. 이러한 논의는 自由銀行制度가 中央銀行制度에 대한 현실적인 대안이 될 수 있는가를 판단하기 위한 前提作業에 해당된다. 끝으로 V節은 본 논문의 결론으로서 自由銀行制度에 관한 이상의 논의가 中央銀行制度에 대해서 어떠한 의미를 지니는지 알아보고 있다.

## II. 自由銀行制度의 基本原理

### 1. 自由銀行制度란 ?

自由銀行制度(free banking system)란 은행의 제반 영업활동에 대해 일반적인 商行爲에 대해 적용되는 基本的 規則을 준수하도록 하는 것 이외에는 추가적인 제약이 가해지지 않는 通貨金融制度를 말한다. 대상이 되는 은행의 영업활동에는 與・受信 업무 및 기타의 부대 업무 뿐 아니라 銀行券을 發行하는 업무도 포함된다. 따라서 흔히 논의되는 金融産業의 自律化에 더하여 은행권의 발행까지도 자유롭게 허용되는 금융제도가 자유은행제도이다. 同制度 하에서는 銀行의 業務에 대해 그것이 계약이행의 의무와 공정한 競爭의 原則을 위반하지 않는 한 일체의 간섭이나 규제가 행해지지 않는다. 특히 銀行券의 發行이 중앙은행에 의해서 독점적으로 이루어지지 않고 多數의 銀行에 의해서 競爭的으로 이루어지는 제도를 말한다. 發券業務 이외의 金融活動에 대한 規制의 필요성 (혹은 규제 의 불필요성) 그리고 그에 따르는 금융업무의 自律化에 관해서는 이미 많은 논의가 이루어졌으므로 본 논문에서는 은행권 발행의 自律化라는 측면에 대해서 집중적으로 알아 보기로 한다.

自用銀行制度 하에서는 은행권의 발행 및 유통에 대한 진입장벽이 없으므로 다수의 은행들이 은행권을 발행해서 유통시킨다. 이때 각 銀行이 발행하는 은행권은 그 규격이나 단위가 같을 필요가 없으며 또한 貨幣單位의 명칭이 같아야 할 이유도 없다. 각 發券銀行은 事

前的으로 자기가 발행하는 銀行券의 實質價値를 公示하고 화폐발행량을 조절함으로써 공표된 실질가치를 유지시킬 것을 약속한다. 가령 「꽃」이라는 기업이 銀行券을 발행하는 영업에 종사하려 한다면 그 명칭을 「송이」라고 할 수 있으며 이때 고객들에게 한 「송이」는, 예를 들어, 쌀 한 말과 같다는 식으로 그 실질가치를 공표한다. 그리고 그러한 約束을 지킨다는 것을 보이기 위해 실제로 고객이 와서 자기 은행권 한 「송이」를 제시하면 쌀 한 말을 내어줄 준비를 갖춘다. 만일 시장에서 한 「송이」의 實質價値가 쌀 한 말에서 괴리되면 그것을 원래의 수준으로 되돌려 놓기 위해 「송이」의 공급량을 적절히 조절한다.

銀行券의 사용자들은 交換의 媒介體로서 혹은 일시적인 가치의 貯藏手段으로서 화폐를 수요하게 되며 그러한 需要를 가장 잘 충족시키도록 하나 또는 그 이상의 은행에서 발행한 은행권을 보유하게 된다. 따라서 中央銀行制度에서와는 달리 銀行券의 수요자는 그가 보유하고자 하는 통화의 총량은 물론 어떠한 종류의 은행권을 보유할 것인가 하는 最適通貨組合의 문제에도 적면하게 된다.

銀行券의 發行 및 流通(note issue and its circulation)을 자율화한다는 것은, 은행권을 발행시켜 流通시키는 用役을 競爭의으로 공급이 이루어지는 여타의 財貨나 用役과 동일시하여, 銀行券에 대해 특별한 의미를 부여하지 않는 것을 뜻한다. 즉, 은행권의 생산 및 판매에 대해서 市場外的인 規制를 가함으로써 通貨市場의 均衡을 결정하는 데에 영향을 주는 것을 반대하며 은행권의 供給을 개별 發券은행의 이윤동기에 맡겨 놓고 發券銀行間的 경쟁을 허용함으로써 市場內的인 要因들에 의해서 通貨市場의 均衡이 자율적으로 달성되도록 함을 의미한다. 이 때 通貨市場의 均衡이란 개별은행권에 대한 수요와 공급이 일치할 뿐 아니라 그러한 수급균형상태가 모든 發券은행의 은행권에 대해서 적용되어 通貨市場의 總需要와 總供給이 일치되어 시장이 清算되는 상태를 의미한다.

자유은행제도하에서 通貨市場의 均衡이란 수량측면으로 볼 때 통화량 및 각 發券은행의 市場占有率이 수급이 일치되는 상태에서 결정됨을 뜻한다. 가령  $J$ 개의 상이한 통화가 유통되고 있다면 각 通貨의 流通量이 균형수준에서 결정되고 그 합으로서 통화의 총량이 정해진다. 물론 均衡狀態에서는 유통되는 통화의 수  $J$ 역시 內生的으로 결정된다. 균형상태의 價格側面은 각 發券은행이 그 고객들에게 약속한 수준에서 개별은행권의 가치 즉 購買力이 유지됨을 의미한다. 이때 개별 發券銀行이 약속한 해당 통화의 실질가치가 은행권별로 서로 다른 수준에서 책정되었다면 상이한 通貨間的 交換比率로서 均衡換率이 정해진다. 만일 각 은행이 그 가치를 유지하기로 약속한 기준으로서 通貨의 實質價値를 동일한 수준에서 책정했다면 통화간의 균형교환비율은 당연히 1이 될 것이다. 예를 들어 「꽃」이라는 은행

이 발행한 한 「송이」의 實質價値가 쌀 한 말과 같고 「나무」라는 은행이 발행한 한 「그루」의 실질가치가 밀 한 말과 같을 때 시장에서 쌀 한 말과 밀 두 달이 等價를 이루고 있다면 「송이」 한 단위는 「그루」 두 단위로 교환된다. 만일 쌀 한 말이 밀 한 말과 등가를 이룬다면 「송이」와 「그루」의 交換比率은 1 對 1이 된다.

## 2. 自由銀行制度下에서의 通貨市場의 均衡

### 1) 通貨에 대한 需要

通貨(銀行券)에 대한 需要는 자유은행제도하라고 해서 중앙은행제도하의 그것과 다르지 않다. 즉, 通貨에 대한 需要는 실제 및 예상되는 去來額의 크기와 통화보유에 따르는 機會費用인 利率의 크기에 맞추어 결정된다. 다만 自由銀行制度下에서는 이에 더하여 보유하고자 하는 通貨의 總額을 어떤 종류의 통화로 나누어서 보유할 것인가 하는 의사결정도 행해진다. 여러 종류의 선택가능한 통화가 경쟁적으로 공급되는 상황에서 經濟主體는 각자에게 가장 적합하다고 생각하는 單一通貨 또는 두 개 이상의 통화를 선정하여 보유하게 된다. 경제주체가 貨幣를 保有하는 것은 그것을 同時的인 그리고 期間間 去來의 매개 수단으로 쓰고자 함이므로 保有通貨의 종류를 선택함에 있어서도 어떠한 通貨가 그러한 기능을 가장 잘 수행하는가를 판별하여 선정하게 된다. 同時的인 거래에 있어서는 어떠한 통화가 가장 널리 교환의 매개체로서 쓰이느냐 하는 것이 중요하며 기간간 거래에 있어서는 어떠한 通貨가 實質價値를 가장 잘 유지하느냐 하는 것이 중요하게 된다. 短期에 있어서는 通貨의 實質價値가 불규칙하게 변화할 위험이 있을 터이므로 危險分散을 피하는 경제주체는 둘 이상의 통화를 보유함으로써 위험에 대비하려 할 것이다.

經濟主體들은 보유하고자 하는 통화의 종류를 선택함에 있어서 여러 가지 선택가능한 통화를 놓고 그 장단점을 비교하게 된다. 그러므로 自由銀行制度下에서는 通貨의 量(quantity) 뿐 아니라 質(quality)도 고려해서 保有通貨量의 규모 및 종류를 결정한다. 이때 상이한 銀行券의 品質을 평가하기 위해서 경제주체들은 각 은행권이 얼마나 쉽게 그리고 얼마나 광범위하게 유통되는가를 조사하고 또한 은행권이 지금까지 그 실질가치를 얼마나 잘 유지해왔는가 하는 情報를 수집하여 의사결정 과정에 반영시키게 된다. 따라서 경제주체의 입장에서 보면 通貨의 品質에 대한 정보를 구해야 하는 추가적인 부담을 안게 된다. 그러나 실제에 있어서는 그러한 費用負擔은 그 크기가 그리 크지 않을 것으로 짐작된다. 왜냐하면 경쟁관계에 있는 각 은행들은 서로 자기 은행의 명성을 높히려고 노력할 것이며 만일 경쟁상대은행의 銀行券에 문제가 있다면 즉각적으로 이를 공표할 것이기 때문이다. 그 결과 각 銀行券의 品質에 관한 정보는 아주 저렴한 비용에 공급될 것이다. 아래에서의 논의를 돕기

위하여  $i$ 번째 은행이 발행한 銀行券에 대한 시장수요를  $N^d$ 라 하자. 여기서 어떤 시점에서 시장에 공급되는 은행권의 가치수를  $J$ 라 하면 통화에 대한 총수요  $N^d$ 는  $N^d = N_1^d + N_2^d + \dots + N_n^d$ 로 주어진다.  $N_i^d$ 는 각각 거래의 규모(혹은 실질소득), 이자율 그리고 당해 은행의 특성(예를 들어 信認度 또는 명성)의 함수이다.

## 2) 通貨의 供給

自由銀行制度下에서는 은행이 발권업무를 비롯한 모든 金融業務에 종사할 수 있다. 發券銀行은 자기 자본, 차입금, 고객의 예탁금 그리고 은행권 발행을 통해 조달된 재원을 銀行券償還에 대비한 準備資産, 投資資産 및 貸出로 운용하는 것을 영업으로 한다. 營業收入은 보유자산의 투자수익과 대출금의 수입이자로 구성되며 營業費用은 고객예탁금 및 차입금에 대한 기금이자와 은행권을 발행하여 유통시키는 데 드는 營業費用, 投資資産 및 대출금을 관리하기 위한 비용 그리고 顧客이 은행권의 상환을 요구해 왔을 때 準備資産의 부족으로 그 요구에 부응하지 못하는 경우에 지불하는 罰課金 등으로 이루어진다. 이와 같은 상황에서 發券銀行은 이윤이 극대화되도록 그 貸借對照表上的 借邊 및 貸邊項目들을 결정한다.

發券銀行은 자기가 발행하는 은행권의 規格이나 金額單位를 자유롭게 정할 수 있으며 은행권의 名稱 역시 독창적으로 정할 수 있다. 각 은행은 자기가 발행하는 은행권의 실질가치가 무어인지를 공표하며 은행권의 發行量을 적절하게 조절함으로써 그 실질가치를 유지시킬 것을 약속한다. 이 때 銀行券의 實質價値는 상대가치가 안정적인 財貨 또는 재화들의 組合을 경하여 은행권과 그러한 재화의 조합과의 交換比率을 결정하는 것으로써 정해진다. 이렇게 은행권의 실질가치를 공표하고 그러한 實質價値를 유지시키기로 약속하는 것은 銀行間의 競争이 이루어지고 있는 상태에서 보다 많은 고객이 자기 은행이 발행한 은행권을 사용하도록 유도하기 위함이다. 한편 발권은행은 자기가 발행한 은행권의 총규모에 맞추어 準備資産의 적정규모 및 종류를 결정한다. 適正規模는 유통중인 은행권의 總額과 고객의 兌換要求比率을 고려하여 결정하며, 適正種類 역시 이윤극대화에 도움이 되도록 결정한다.

銀行券을 발행해서 유통시킨다는 것은 그만큼 대출 및 투자자산의 규모가 증대되어 수입이 증가함을 의미한다. 왜냐하면 銀行券을 발행한다는 것은 그것을 이용해서 投資資産을 구매하거나 貸出을 증가시킴으로써 은행권의 流通量을 늘리는 것을 뜻하기 때문이다. 따라서 발권은행은 은행권을 가능하면 많이 발행해서 유통시키려는 유인을 지니게 된다. 그런데 投資資産을 구매하거나 貸出을 늘림으로써 은행권의 流通量을 증대시키려면 자기가 발행한 은행권이 보다 널리 유통되도록 하는 노력이 필요하게 된다. 發券銀行이 그러한 노력



을 기울이지 않는다면 그 은행권의 유통범위가 제약될 것이고 그렇게 되면 은행권을 발행해서 투자자산을 사거나 내출을 해 주는 것이 어려워질 것이다. 銀行券의 需要者들은 유통범위가 제한된 통화를 보유하려 하지 않을 것이고 그렇게 되면 거래에서 그러한 通貨가 交換의 賣買機能을 수행하기 어려워진다. 그러므로 利潤을 極大化하고자 하는 發券銀行은 자연히 그 은행권의 유통범위를 넓히려는 노력을 기울이게 된다. 결국 은행권의 발행·유통이라는 영업활동에 대해서 보면 은행권의 發行規模가 收入 및 費用에 모두 영향을 주게 됨을 알 수 있다.

발권은행의 收入函數를  $R(N)$ , 費用函數를  $C(N)$ ,  $N$ 을 은행권 발행액이라 하면, 利潤은  $R(N) - C(N)$ 으로 주어지므로 利潤을 극대화시키기 위해서는 限界收入이 限界費用과 같아지도록  $N$ 을 결정한다. 이 때 利潤을 극대화시키는 은행권의 發行規模  $N$ 이 유일하게 정해지는가? 이 문제에 대한 답은 收入函數 및 費用函數의 형태가 무엇이나에 의해서 주어진다. 수입함수가 발권액  $N$ 의 單調增加函數로서 강하게 볼록하며 비용함수가  $N$ 의 單調增加函數로서 강하게 오목한 경우에는 이윤을 극대화시키는 수준  $N^*$ 가 유일하게 존재한다. 즉, 銀行券 發行에서 오는 한계수입이 0보다 크지만 限界收入遞減의 法則이 적용되고 한계비용이 0보다 크지만 限界費用遞增의 法則이 적용되는 경우에는 適正發券額  $N^*$ 가 유일하게 정해지는 것이다.

銀行券 發行에서 오는 수입은 위에서 본 바와 같이 투자자산의 운용수익 및 대출수익에 의해서 정해지는데, 투자자산이나 貸出의 規模가 증대될수록 높은 수익률을 보장해 주는 投資對象을 찾기가 점점 힘들어진다. 따라서 한계수입은 체감하게 된다. 은행권 발행에 따르는 비용은 資金調達費用, 準備資產保有의 機會費用 그리고 自行券의 유통을 확산시키기 위해 행하는 각종 投資費用 등으로 이루어진다. 이들 비용 역시 체증하는 경향을 띠는 것이 일반적이다. 특히 自行券의 유통범위를 늘리기 위해서는 支店網을 건설한다든지, 타 은행 혹은 타 기업과 내리점계약을 맺는다든지, 자기 은행의 名聲과 信認度를 높이기 위해 광고를 하거나 공익사업에 투자하는 것과 같은 노력이 필요해진다. 이에 더하여 營業規模를 확장하려면 기계설비를 증가시키거나 더 많은 종업원을 채용하여야 한다. 결국 은행권 발행에 따르는 한계비용은 체증할 것이다. 그러므로 適正發券額  $N^*$ 는 유일하게 정해진다.

銀行券 發行業務에 대해 進入障壁이 존재하지 않는 상황에서는 발권은행이 하나만 존재하여야 할 이유가 없다. 실제로 自由銀行制度 하에서는 다수의 은행이 은행권 발행업무에 참여하여 競爭的으로 은행권을 발행해서 유통시키게 된다. 이제 각 은행의 適正發券額을  $N_i^*$ ,  $i=1, 2, \dots, J$ , 그리고 은행권의 總供給量을  $N^*$ 로 나타내기로 하자. 다수의 은행이 發券業務

에 종사하는 경우 개별 은행의 適正發券額  $N_i^*$ 는 각 은행이 지닌 利潤函數의 특성에 따라 정해지며 收入函數나 費用函數가 은행별로 달라서 이윤함수의 형태가 다른 경우에는 適正發券額의 크기도 은행별로 상이하게 정해진다. 개별 은행의 수입함수 및 비용함수를 각각  $R(N_i, i)$  및  $C(N_i, i)$ 라 하면 (여기서 두번째 변수  $i$ 는 발권은행에 따라 收入 및 費用函數의 형태가 다를 수 있음을 표시한다) 適正發券額  $N_i^*$ 는  $R'(N_i^*, i) = C'(N_i^*, i)$ 를 만족시키는 수준에서 결정된다. 銀行間에  $R$  및  $C$  함수의 형태가 같아야 할 이유는 없으므로 일반적으로  $N_i^* \neq N_j^*, i \neq j$ 가 될 것이다.

### 3) 銀行券市場의 均衡

銀行券市場의 均衡은 각 은행권에 대한 수요와 공급이 일치되어 개별 은행권에 대한 시장이 청산되며 동시에 경제 전체의 貨幣에 대한 需要가 화폐공급의 총량과 일치됨으로써 貨幣市場이 清算되는 수준에서 결정된다. 즉,  $i=1, 2, \dots, J$ 에 대하여  $N_i^d = N_i^*$ , 그리고  $N^d = N^*$ 가 되는 수준에서  $J$ 가 결정되는 것으로 균형이 이루어진다. 위에서 본 바대로 銀行券에 대한 需要는 수요자의 소득, 이자율, 각 銀行券의 經濟的 特性 등을 고려하여 결정되며 개별 은행권에 대한 수요  $N_i^d$ 는 개별 경제주체의 은행권  $i$ 에 대한 수요를 합한 것이다. 供給量  $N_i^*$ 는 위에서 본 바대로 개별 발권은행의 利潤을 極大化하는 수준에서 결정된다. 따라서 均衡狀態에서는 개별 경제주체의 통화에 대한 수요가 충족되며, 發券銀行의 이윤이 극대화되고, 시장이 清算되는 수준에서 은행권의 가치수 (또는 발권은행의 수)가 결정된다. 한편 은행별 발권액이 균형수준에서 결정된다 함은 동시에 각 은행의 市場占有率이 결정됨을 의미한다.

銀行券市場이 均衡을 이루는 또 다른 측면은 은행의 實質價値에 관한 것이다. 자유은행 제도 하에서 은행권을 발행하고자 하는 銀行은 미리 자기가 발행하는 은행권의 實質價値를 공표하고 그러한 實質價値가 유지되도록 하겠다는 약속을 이행할 유인이 있음은 前項에서 본 바와 같다. 均衡狀態에서는 바로 그러한 수준에서 각 은행권의 實質價値가 정해진다. 만일 어떤 通貨의 市場價値가 공표된 가치에서 이탈된다면 해당 銀行券에 대한 초과수요 또는 초과공급이 발생하여 이를 해소시키려는 조정과정을 거치게 되며 그 결과 通貨의 實質價値는 공표된 수준으로 되돌아가게 된다. 다만 해당 통화에 대한 수요가 소진될 정도로 축소되는 데에도 불구하고 超過供給이 해소되지 않아 通貨의 實質價値가 공표된 수준에 비하여 지속적으로 낮게 유지되는 경우에는 해당 은행의 破産을 통한 조정이 일어날 수도 있다.

自由銀行制度下에서는 다수의 은행권이 유통되므로 한 경제 내에서도 상이한 은행권간의 교환비율 즉 換率이 존재한다. 銀行券市場이 均衡을 이루고 있는 경우의 換率을 均衡換率

이라고 부른다면 자유은행제도하에서의 균형환율은 각 발권은행이 사전적으로 공표한 銀行券의 實質價値를 나타내는 재화 혹은 재화의 집합간의 교환비율의 逆數로써 결정된다. 모든 銀行이 동일한 재화를 기준으로 하여 自行券의 실질가치를 나타낼 선형적인 근거는 없으므로 일반적으로 換率은 1 對 1이 아닌 수준에서 결정된다. 물론 모든 은행이 동일한 財貨를 선정하여 自行券의 實質價値를 나타내는 기준으로 삼는다면 환율은 당연히 1 對 1이 될 것이다. 서로 다른 재화를 선정하여 銀行券의 實質價値를 나타내는 기준을 삼은 경우에도 해당 재화의 相對價格이 변화하여 상호간의 交換比率이 1 對 1이 된다면 환율 역시 1 對 1이 될 것이다. 銀行券이 초과발행된 경우 발권액을 감소시키거나 자행권을 보다 많이 쓰도록 하는 투자행위를 함으로써 銀行券의 實質價値를 약속한 수준으로 끌어 올리지 못한다면 해당 은행권의 환율은 절하(depreciation)된다.

通貨에 대한 需要函數나 발권은행의 利潤函數에 변동을 초래하는 일이 발생하면 이에 맞추어 은행권의 발행규모나 市場占有率도 변화된다. 그러한 변화요인을 잘 활용하는 은행은 占有率을 높일 수 있으며 변화를 잘 예측하지 못하거나 변화에 제대로 대응하지 못하는 은행은 市場占有率의 저하를 경험하게 된다. 通貨의 總需要를 지속적으로 확대시키는 변화가 있는 경우에 기존의 은행들이 그러한 需要增大를 다 충당시킬 수 없다면 새로운 은행이 발권은행으로 등장하게 된다. 역으로 통화에 대한 總需要를 持續적으로 縮小시키는 일이 발생하면 個別 銀行의 銀行券 발행액이 감소하거나 한계적인 은행이 도산하는 것을 통하여 銀行券의 供給規模가 수요에 맞추어 축소된다. 發券銀行의 수는 그대로 둔 채 은행별 발권액의 변화가 일어나는 경우를 內包的인 변화, 은행별 발권액은 변화하지 않은 채 발권은행의 수가 변화하는 경우를 外延的인 변화라고 한다면 貨幣市場의 일시적이거나 단기적인 변화에는 內包的인 변화를 통하여 대처하고 장기적이며 持續的인 변화에는 外延的인 變化를 통하여 대처하는 것이 일반적인 현상일 것이다.

### 3. 通貨價値의 安定性

#### 1) 個別發券銀行

自由銀行制度下에서는 다수의 은행이 은행권을 발행하여 경쟁적으로 유통시키는 과정을 통하여 貨幣市場의 均衡이 달성된다. 競爭關係에 있는 각 은행들은 이윤을 극대화시키기 위해서 미리 공표한 自行券의 實質價値를 유지시키려는 유인을 지닌다. 위에서 이미 본 바대로 發券業務에 참여하려는 은행은 事前的으로 자기가 발행하는 은행권 한 단위가 구체적으로 특정한 財貨 몇 단위의 가치와 같다는 것은 공표하며 또한 그 가치를 유지시킬 것을 약속한다. 발권은행이 그러한 약속을 하는 것은 그렇게 하여야 自行券에 대한 고객을 확보

할 수 있기 때문이다. 은행권의 사용자들 역시 다수의 銀行券이 경쟁적으로 판매되는 경우 실질가치를 가장 잘 유지하는 등 需要者의 欲求를 가장 잘 충족시켜 주는 銀行券을 보유하게 된다. 한편 銀行券間의 代替는 저렴한 비용으로 신속하게 이루어질 것이므로 특정 은행권을 보유하고 있다해도 그 은행권의 품질이 저하되면 다른 은행권으로 대체하게 된다.

## 2) 銀行間의 競爭

경쟁관계에 있는 發券銀行들은 서로 區別이 되는 銀行券을 발행하며(product differentiation) 가능하면 자기은행이 발행한 은행권이 보다 널리 유통되도록 노력을 기울인다. 통화간의 경쟁이 이루어지는 경우, 良貨란 그 實質價値가 安定的으로 유지되어 누구나 기꺼이 保有하고자 하는 通貨를 말하며 惡貨란 통화의 실질가치가 發券銀行이 공표한 수준에서 유지되지 못하고 그 가치가 하락하거나 불규칙하게 변화하는 통화를 뜻한다. 良貨와 惡貨가 공존하는 경우에 전자가 후자를 구축할 터이므로 자유은행제도하에서는 각 은행이 자기가 발행한 은행권이 良貨로서 인식되어지도록 노력하게 된다. 물론 그러한 노력의 최선의 방안은 通貨의 價値를 자기가 공표한 水準과 같아지도록 유지시키는 것이다. 따라서 自由銀行制度 하에서는 각자가 발행한 은행권을 良貨로 만들려는 銀行間의 競爭이 보이지 않는 손의 작용을 통하여 通貨의 價値를 안정적인 수준으로 유지시키게 되는 것이다.

## 3) 超過發行과 市場의 徵罰

만일 어떤 은행이 수요량을 넘어서는 정도의 銀行券을 발행해서 유통시킨다면 시장 내에 해당 통화에 대한 超過供給이 존재하므로 사람들은 해당 통화를 처분하려 노력할 것이며 그 결과 보다 많은 양의 은행권이 발행은행으로 되돌려져 支拂請求에 쓰이거나 아니면 시장에서 해당 통화의 實質價値가 하락하게 될 것이다. 전자의 경우에는 支拂要求에 응하여야 하므로 準備資產의 減少를 가져와 해당 은행이 통화를 환수시키지 않는 한 경영기반이 취약해지게 된다. 후자의 경우에도 發券銀行이 하락한 통화의 가치를 원상태로 되돌려 놓을 조치를 취하지 않는다면 그 통화에 대한 수요는 더욱 감퇴되어 通貨價値는 더 下落하게 된다. 그러므로 두 가지 경우 모두 해당 은행이 通貨의 超過供給量을 축소시킬 조치를 취하지 않는다면 머지않아 그 영업기반을 잃을 것이며 더 나아가 파산의 경지에 이르게 될 것이다. 따라서 이윤을 목적으로 영업을 행하는 發券銀行들은 通貨價値의 安定(실질가치의 유지)을 위해 노력하지 않을 수 없을 것이다.

## 4) 銀行券交換所

自由銀行制度下에서 發券銀行間의 경쟁을 촉진하여 通貨價値의 安定에 크게 기여하는 기관이 銀行券交換所(note exchange)이다. 이는 종류가 다른 은행권의 교환이 일어나는

장소이며 마치 어음交換所나 清算去來所(clearing house)와 같은 역할을 한다. 다수의 銀行이 상이한 은행권을 발행해서 유통시키는 경우 경제활동이 진행됨에 따라 끊임없이 銀行券간의 交換의 필요성이 발생한다. 銀行券交換所는 바로 그러한 필요성을 效率的으로 充足시키기 위하여 자연발생적으로 등장하는 기구이다. 여기서 이 교환소에 참여하는 발권은행들 간의 銀行券貸借가 純決濟方式으로 일어난다. 가령 은행 A와 B가 銀行券交換協定을 맺고 있는 경우 하루의 純去來를 볼때 은행 A가 B에게 되돌려 보내고자 하는 B은행권의 액수가 B가 A에게 되돌려 보내고자 하는 A은행권의 액수보다 많다면 그 차이 만큼만 B에게 되돌려 보내고 그 대가로 B가 보유하고 있던 準備資産을 A에게로 移轉시키는 것이다.

銀行券交換所에 가입하고 있는 은행은 그렇지 않은 은행에 비하여 發券業務에 있어서 유리한 위치에 서게 된다. 銀行券을 사용하는 고객들은 거래의 과정에서 다른 재화나 용역으로의 교환이 용이한 통화를 선호하며 그렇지 못한 통화는 잘 받지 않거나 받더라도 할인해서 받게 될 것이다. 銀行券交換所에 가입한 은행의 통화는 교환소에서 다른 통화나 準備資産으로 쉽게 교환되므로 그만큼 더 널리 유통된다. 따라서 고객을 보다 많이 확보함으로써 利潤을 極大化하고자 하는 은행들은 저마다 은행권교환소에 가입하게 된다. 이러한 원리가 모든 銀行에 대하여 적용될 것이므로 결국 自由銀行制度 하에서는 모든 발권은행이 銀行券交換所에 가입하게 된다. 그 결과 은행권간의 교환이 아주 신속히 그리고 效率的으로 일어나며 바로 그 때문에 약속한 실질가치를 유지시키지 못하는 發券銀行에 대한 市場의 罰(market discipline)은 신속하고도 확실하게 부과된다. 그러므로 모든 發券銀行들은 자기가 발행한 銀行券의 實質價値를 약속한 수준으로 유지시키기 위해 최선을 다 하지 않을 수 없게 된다.

##### 5) 發券銀行의 名聲

自由銀行制度下에서 발권은행으로 하여금 通貨의 實質價値를 安定的으로 유지하지 않으면 안되게 만드는 또 하나의 장치로서 名聲(reputation)이라는 자산의 역할이 중요하다. 지속적으로 영업을 행하는 기업에 있어서 명성이 중요한 자산이 되며, 좋은 名聲이라는 資産의 蓄積은 장기간에 걸친 노력이 없이는 불가능하고, 그럼에도 불구하고 고의로 잘못된 행동을 했을 때 名聲의 소멸이 아주 빨리 일어난다는 것은 잘 알려진 사실이다. 이같은 사실은 銀行券 發行業務에 대해서도 그대로 적용된다.

위에서 본 바대로 發券銀行은 자기가 발행하는 銀行券의 實質價値를 공표하고 이를 維持시킬 것을 약속한다. 銀行이 오랜 동안 그러한 약속을 충실히 잘 지키게 되면 저절로 명성이 쌓이게 되어 그러한 은행이 발행한 銀行券은 더욱 광범위하게 유통된다. 따라서 名聲

이라는 資産의 蓄積은 발권은행의 영업기반을 강화시켜 다른 은행과의 競争에서 有利한 위치를 차지하게 만드는 역할을 한다. 發券銀行이 은행권의 實質價値를 약속한 수준으로 維持시키지 못하는 경우에는 명성이 급속히 소멸되므로 他 銀行과의 競争에서 불리한 입장에 서게 된다. 銀行券의 實質價値를 維持시키지 못하는 일이 한 번의 실수라면 손상된 名聲의 크기도 그리 크지 않고 또 회복이 가능할 것이다. 그러나 그러한 실수를 반복하거나 그것이 실수가 아니라 고의였다고 판단되는 경우에는 名聲의 消盡은 거의 완전한 정도로 일어나며 경우에 따라서는 名聲이라는 자산이 0보다 작은 상태 즉 惡名이 쌓이게 된다. 그렇게 되면 그러한 銀行券에 대한 需要는 급속히 감소될 것이며 그 결과 명성을 유지시키지 못하는 은행은 營業基盤을 상실하게 되어 결국 破産하게 될 것이다. 그러므로 발권은행들은 제각기 명성을 유지하려는 노력을 경주하게 되며 그 결과 通貨의 實質價値가 안정적으로 유지되는 것이다.

實質價値를 안정적으로 유지시키지 못하는 은행의 은행권은 銀行券交換所를 통하여 신속히 發券銀行으로 되돌려지거나 아니면 그 市場價値가 하락하게 됨에 따라 수요가 감퇴되어 營業基盤이 취약해지는 결과를 낳는다. 반면 실질가치가 安定的으로 유지되는 은행권을 발행하는 은행은 健全한 營業基盤下에서 착실히 그 시장점유율을 유지 또는 확대해 나아갈 수 있는 것이다. 이 과정에서 名聲이라는 자산의 축적과 소멸이 은행권의 實質價値를 유지시키는 데 중요한 역할을 한다. 결국 自由銀行制度下에서는 市場外的인 간섭이나 규제에 의해서가 아니라 利潤動機를 충실히 따르는 발권은행간의 경쟁이라는 보이지 않는 손이 작동함에 따라 通貨의 實質價値가 自律的으로 안정적인 수준에서 유지되는 것이다.

#### 4. 通貨制度의 安定性

위에서 알아 본 바와 같이 自由銀行制度下에서 銀行券의 實質價値는 안정적으로 유지된다. 그렇다고 해서 제도 자체가 안정적이라고 할 수 있겠는가? 여기서는 이 문제에 대한 해답을 찾아 보자. 논의를 확실히 하기 위해서 제도가 불안정적일 수 있는 경우를 다음과 같이 세 가지로 나누어 생각해 보기로 한다. 첫째, 비록 개별 은행은 銀行券의 實質價値를 유지시키려고 노력한다 하더라도 銀行制度 전체적으로는 銀行券의 超過發行이 이루어져 通貨의 價値가 하락할 가능성은 없는가? 둘째, 만일 어떤 은행이 도산하는 경우 그것이 通貨制度에 대한 불신을 불러와서 지불요구가 쇄도하고 (bank run) 더 나아가 銀行恐慌(banking panic)이 발생할 가능성은 없는가? 만약 그렇다면 누가 最終的인 貸付者(lender of last resort)의 役割을 담당하게 되는가? 셋째, 銀行券間의 대체가 너무 과도하게 발생하여 어떤 은행도 안정적인 市場基盤을 確保하지 못할 가능성은 없는가? 다시 말하면 은행

권시장이 너무 「얇지」(thin) 않은가?

### 1) 談合의 可能性

自由銀行制度下에서 은행제도 자체가 通貨의 過剩供給을 가져올 수 있는 경우는 은행간의 경쟁이 암묵적이거나 명시적인 談合에 의하여 共助的인 行爲(collusive behavior)로 바뀔 때에 가능하다. 명시적인 談合은 은행제도에 참여하고 있는 發券銀行들이 市場占有率에 대한 계약을 맺고 그러한 占有率을 유지시키는 범위 내에서 銀行券供給의 총량을 자의적으로 결정하는 것을 말한다. 만일 그러한 계약이 지켜진다면 銀行券의 供給이라는 측면에서 볼 때 談合에 참여하는 다수의 銀行은 실제적으로 獨占銀行과 다를 바 없으며 따라서 銀行券의 超過發行을 통한 「인플레이션」 수입을 창출할 수 있다. 문제는 그러한 談合이 가능하겠느냐 하는 것이다. 人爲的인 進入의 障壁이 존재하지 않으며 談合行爲가 금지되어 있고 담합을 깨뜨렸을 경우에 대한 처벌이 가혹하지 않은 경우에 明示的인 談合이 성립될 수 없음은 자명하다. 자유은행제도란 바로 그러한 人爲的인 進入障壁이나 談合을 통한 不正去來를 부정하는 제도이므로 은행간의 談合이 성립하거나 유지되지 않을 것이다.

은행간의 默示的인 談合이 이루어지는 경우에도 그러한 담합이 잘 유지된다면 자유은행제도라 해도 마치 獨占銀行과 같은 행태를 보이게 될 것이다. 默示的인 談合에 참여하는 은행들의 이익은 은행제도 전체가 창출하는 獨占의 利益 및 「인플레이션」을 통한 수입은 자기의 市場占有率에 따라 나눈 것이 된다. 이 경우에도 인위적인 진입의 장벽이 없다면 그리고 談合을 파기했을 때 가해지는 처벌이 강하지 않다면 담합은 유지될 수 없을 것이다. 이미 본 바대로 自由銀行制度下에서는 어느 한 은행 혹은 다수의 은행이 담합하여 銀行券을 초과발행하는 경우, 그렇지 않은 發券銀行의 시장점유율이 확대되는 경향이 있다. 그러한 市場擴大에서 오는 이익은, 全銀行이 담합을 이루고 있는 경우, 하나의 은행만이 이탈하는 경우가 가장 클 터이므로 談合에 참여하는 은행은 누구나 談合에서 이탈하려는 유인을 강하게 지니며 결국 그러한 談合은 성립하지 않을 것이다.

### 2) 規模의 經濟가 存在한다면?

銀行券을 발행해서 유통시키는 경제활동이 規模의 經濟를 지닌다면 銀行券市場에 소수의 대규모 은행이 공존하는 과정이 일어나거나 하나의 은행만이 존재하는 自然獨占이 발생하게 될 것이다. 銀行券市場이 자연독점화되는 경우에는 中央銀行에 의한 독점과 같은 상황으로 돌아갈 가능성이 있으며 復占이나 寡占이 되는 경우에도 위에서 본 바와는 달리 담합이 잘 유지될 가능성이 있다. 이와 같이 規模의 經濟가 있는 경우에는 銀行券市場이 獨占 혹은 寡占體制가 되어 自由銀行制度가 지녔던 장점이 사라지게 될 위험이 있다. 과연 規模

의 經濟가 존재하는가? 이것은 實證的인 문제이므로 그에 대한 해답도 實證的인 研究結果를 통하여 찾아야 할 것이다. 이에 관한 몇 가지 자료를 보기로 하자.

첫째, 18세기 및 19세기에 걸친 「스코틀랜드」에서의 自由銀行業에 관한 연구결과를 보면 [Smith(1936) ; White(1984)] 이 시기에 「스코틀랜드」에서는 發券銀行間的 自由競爭이 이루어졌으나 약 150년이 흐르는 동안 自然獨占이나 寡占現象이 일어나지 않았음을 알 수 있다. 예를 들어 1695년에 하나이던 발권은행이 1826년에는 29개가 되었으며 英蘭銀行의 독점적 지위가 「스코틀랜드」에까지 확대되어 同地域에서의 자유은행시대가 막을 내리게 되는 1846년 현재에도 19개의 은행이 활발하게 銀行券 發行業務에 종사하고 있었다. 둘째, 오늘날의 預金銀行이나, 신용카드회사, 여행자수표회사, 貨幣市場基金 등 銀行券과 비슷한 用役을 제공하는 산업에 대해서 보면 規模의 經濟로 인한 自然獨占이나 寡占이 발생하는 경향을 찾아볼 수 없다. 셋째, 國際金融市場에서는 이미 통화간의 경쟁이 이루어지고 있는데 여기서도 어떤 한 은행권이 국제거래를 독점적으로 배개하는 현상은 관찰되지 않는다. 이와 같은 직·간접적인 자료들을 볼 때 銀行券 發行業務에 있어서 자연독점이나 과점이 이루어질 만큼의 規模의 經濟는 존재하지 않는다 할 수 있을 것이다.

### 3) 名聲이라는 資産의 蓄積을 통한 進入制限

進入의 制限이라는 문제와 관련하여 제기되는 또 하나의 가능성은 名聲의 蓄積을 통한 進入障壁의 구축이다. 銀行券 發行市場에서는 은행권에 대한 信認度의 제고가 영업기반 확충에 있어 중요함은 이미 본 바와 같다. 信認度를 제고시키기 위해서 발권은행은 여러 가지 형태의 投資를 행하게 되는데 그 중에서도 名聲의 축적이 중요한 역할을 하게 된다. 명성의 축적에는 장기간에 걸친 막대한 투자가 소요되므로 그것이 은행권 발행업무에 대한 新規參與者에게 유효한 進入障壁이 될 可能性이 있다. 競爭關係에 있는 발권은행들은 서로 보다 많은 고객을 확보하기 위해서 명성이라는 자산을 축적해 나아갈 터인데 이에 오랜 期間에 걸친 막대한 투자가 소요되므로 자본력이 약한 은행은 競爭에서 도태되고 資本力이 강하여 명성을 축적할 수 있는 은행의 市場占有率은 높아지게 될 가능성이 있다. 이러한 경향이 심화되면 더 나아가 명성의 축적을 통한 寡占 혹은 自然獨占이 발생할 가능성도 있다고 하겠다.

이 문제 역시 실증적인 것으로서 위에서 열거한 것과 같은 자료를 이용해서 현실적으로 그러한 進入의 障壁이 존재하지 않는다는 것을 보일 수 있을 것이다. 뿐만 아니라 銀行券 發行市場에 진입하려는 기업이 반드시 아무런 名聲도 없는 新參與者여야 할 이유는 없다. 오히려 이미 만 시장에서 충분히 名聲을 쌓아 놓은 기업들이 發券市場에 참여하는 것이 일반



적일 것이다. 發券業務 이외의 영역에서 명성을 쌓은 기업은 다수이므로 名聲의 蓄積이라는 사실이 그리 중요한 進入障壁이 될 수 없을 것이다. 가령 미국의 경우 AT&T라든지 IBM과 같은 회사나 Citibank와 같은 은행이 發券業務에 진입한다면 쉽게 고객을 확보할 수 있을 것이며 우리나라의 경우에도, 예를 들어, 新韓銀行이나 三星그룹과 같은 기업이 發券業務에 신규진출하리 하는 경우 아무런 문제도 겪지 않을 것이다.

이에 관한 間接的인 證據로서 신용카드시장이나 貨幣市場相互基金市場의 경우를 들 수 있다. 우리나라의 경우 근래에 이르러 신용카드 發行業務에 대한 進入障壁이 낮아짐에 따라 이 시장에 대한 新規進入者가 급증하고 있음은 주지하는 바와 같다. 여기서 한 가지 주목할 것은 전통적으로 金融機關이라고 인식되어지지 않던 유통업체의 신용카드시장에 대한 進出이 활발한 점과 또한 「Winners Card」나 「LG Card」의 경우처럼 非金融會社의 新規參與가 이루어지고 있다는 점이다. 이들은 모두 유통백화점이나 기업「그룹」이 지닌 명성을 활용하여 시장진입에 성공한 경우라 하겠다. 이와 같은 시장은 미국에 있어서 貨幣市場相互基金이라는 새로운 시장을 창출하여 非銀行金融機關들이 은행기관들이 독점해 드던 預金貨幣에 대한 강력한 競爭手段을 效率的으로 공급하고 있는 데에서도 잘 나타난다. 우리나라에서도 이에 관한 진입장벽이 철폐된다면 새로운 시장의 창출이 가능할 것이다.

#### 4) 發券銀行의 破産과 銀行恐慌의 可能性

自由銀行制度의 安定性에 대하여 제기되는 또 하나의 의구심은 만일 어떤 발권은행이 「支拂不能」에 빠지거나 도산하는 경우 그것이 通貨制度 자체에 대한 不信을 가져와서 여타 은행까지 지불불능에 빠뜨리고 더 나아가 銀行의 連鎖倒産이 일어나 생산활동이 마비되는 銀行恐慌이 일어나지 않겠느냐 하는 점이다.

이미 위에서 설명한 바와 같이 자유은행제도하에서는 발권은행간에 市場占有率을 확대하려는 競爭이 치열하게 일어나며 점유율의 확대는 自行券의 價値를 안정적으로 유지시키는 가운데 그것이 보다 널리 쓰이도록 촉진하는 投資를 행할 때만 가능하다. 두 가지 이상의 銀行券이 공존하는 상황에서 은행권의 사용자는 은행권의 보유목적에 가장 잘 달성하게 해 주는 銀行券을 선호하게 된다. 이 경우 은행권의 가치가 안정적이어야 할 것이 중요한 選別基準이 되므로 고객은 實質價値의 安定性이 높은 은행권을 선호하고 그렇지 않은 은행권은 보유하려 하지 않을 것이다. 결국 이와 같은 과정을 통하여 發券銀行과 銀行券의 使用者가 합심하여 實質價値를 安定的으로 유지하는 銀行券만 유통되어지도록 만드는 것이다. 따라서 이러한 상황하에서는 發券銀行이 支拂不能에 빠지거나 파산하는 경우는 거의 없을 것이다.

發券銀行이 지불불능에 빠지거나 도산할 지경이 되었다면 어떠한 일이 발생하겠는가?

自由銀行制度下에서는 그러한 사태가 해당 은행에 국한된 현상으로 끝나며 일개 銀行의 倒産이 여타 은행으로 파급되어 銀行制度 자체를 위태롭게 만드는 일은 일어나지 않을 것이다. 發券銀行이 일시적으로 지불불능에 빠지게 되면 공신력이 있는 다른 은행들이 자기가 발행한 銀行券을 공급하거나 또는 준비자산을 대여함으로써 어려움에 처한 은행을 구제하게 된다. 이 경우 도움을 주는 銀行은 支拂不能에 빠진 은행의 은행권을 自行券과 교환해 주고 추후에 그에 대한 수수료를 받거나 準備資産에 대한 貸與料를 받는다. 튼튼한 銀行은 위험에 처한 은행을 도움으로써 수수료 등의 대가를 받을 뿐 아니라 그 과정에서 자기가 발행한 銀行券으로 支拂不能에 처한 은행권을 대체하게 되므로 市場占有率을 제고시킬 수 있는 것이다.

發券銀行이 도산하는 경우에는 그러한 은행의 은행권은 殘餘資産에 대한 청구권과 같아져 그에 해당하는 가격에서 거래가 이루어진다. 여타 은행은 그러한 殘存價格으로 파산된 은행의 銀行券을 인수할 誘因을 지닌다. 그것은 하나의 投資資産이 될 뿐 아니라 그렇게 함으로써 동시에 自行券의 유통을 늘릴 수 있기 때문이다. 은행이 도산하는 경우에도 그러한 은행권을 보유하고 있는 고객들은 자기가 아무리 서둘러 은행에 간다 하더라도 殘存價值 이상은 받을 수 없고 또 언젠가 타 은행으로부터 殘存價值에 해당되는 銀行券을 교환 받을 수 있음을 알기 때문에 서둘러서 은행을 찾아야 할 필요도 없다. 만일 殘存價值가 0보다 크다면 그리고 모든 사람들이 새로운 實質價值로 評價하여 그 은행권을 받아들인다면 倒産의 위기에 처했던 은행이 파산을 면하고 훨씬 줄어든 市場占有率을 지닌 채 영업을 지속할 수도 있을 것이다.

문제가 되는 것은 銀行의 倒産과 더불어 은행권의 殘存價值가 0이 되는 경우다. 이 경우에는 그러한 銀行券은 무가치한 것이 되며 그러한 은행권을 보유하고 있던 사람들은 그만큼 손실을 보게 된다. 이 점은 株式을 보유하고 있는 경우에 그 회사가 파산해서 負債를 청산하고 나면 아무런 자산도 남지 않는 경우와 같다. 문제는 그러한 파산이 다른 銀行에 대해 어떤 영향을 주겠느냐 하는 점인데 원래부터 銀行券間의 競爭이 이루어지고 있어서 고객들이 각 銀行券의 市場價值를 정확히 파악하여 安定的인 가치를 유지시키는 銀行券만을 선호하는 상황에서는 한 은행이 도산한다고 해서 그것이 이제까지 알려지지 않은 새로운 情報를 전달함으로써 다른 은행의 信認度를 떨어뜨릴 아무런 까닭도 없을 것이다. 따라서 自由銀行制度下에서는 은행간의 連鎖倒産이나 銀行恐慌이 발생할 가능성이 희박하다. 실제로 「스코틀랜드」의 경우를 보면 150여년에 걸친 自由銀行業의 시기에 다수의 은행이 破産했음에도 그 어떤 경우에도 그것이 銀行의 連鎖倒産을 초래하지는 않았었다.

## 5) 最終的인 貸付者

中央銀行이 담당해야 할 중요한 기능의 하나로서 흔히 「最終的인 貸付者」라는 것을 드는데 自由銀行制度下에서도 그러한 기능이 필요한가, 그렇다면 누가 그런 기능을 담당할 것인가 하는 문제에 대하여 생각해 보자. 中央銀行이 최종적인 대부자가 된다는 것은 預金銀行들이 자기가 발행한 預金貨幣에 대한 支拂不能에 처했을 때 中央銀行이 지닌 발권력을 활용하여 일반은행들이 직면하고 있는 지불요구에 차질없이 응할 수 있게 해 주는 것을 의미한다. 商品貨幣制度下에서 중앙은행권의 兌換性이 보장되고 있는 경우에 中央銀行이 最後의 貸付者로서 은행권을 공급해 주는 것은 預金貨幣의 兌換性을 보장하는 것이므로 그렇게 함으로써 일반은행에 대해 支拂要求가 채도하는 것을 방지할 수 있을 것이다. 중앙은행이 최후의 대부자가 되면, 일면 通貨制度에 대한 公信力이 제고되어 통화제도가 보다 안정적이 될 가능성이 있다. 반면 中央銀行이 최후의 대부자로서 역할을 수행하리라는 것을 아는 화폐보유자들은 預金貨幣를 차별적으로 선호할 유인을 상실하게 되며 또한 은행들은 중앙은행이 最後의 貸付者로서 일단 유사시에 도움을 주리라는 것을 알기에 보다 더 위험성이 큰 투자자산을 보유하는 경향이 있다. 이 경우에는 中央銀行이 最後의 貸付者가 됨으로써 오히려 通貨制度의 安定性을 저해시키게 되는 것이다.

中央銀行券의 兌換性이 보장되지 않는 상황에서 中央銀行이 최후의 대부자가 된다는 것은 통화증발을 통한 수입을 이용하여 지불불능에 빠진 은행을 도와줌을 뜻하는데 이것은 결국 통화보유자 전체에게서 稅金을 거두어서 지불불능에 빠진 은행의 예금화폐를 지닌 고객들을 지원해 주는 것을 의미한다. 그러므로 이러한 지원은 중앙은행이 通貨增發을 통하여 수입을 얻을 수 있는 한에서 가능하며 만일 支拂不能에 빠진 은행의 수나 지불해야 할 금액이 아주 크다면 中央銀行이 최후의 貸付者가 된다는 것이 무의미한 것이 된다. 그러한 상황에서 중앙은행이 最後의 貸付者 역할을 지속한다면 通貨價値의 지속적인 하락이 일어나서 통화제도의 安定性을 저해하는 결과를 낳을 것이다. 결국 중앙은행이 最後의 貸付者가 되는 것이 通貨制度의 안정성을 제고하기보다는 오히려 安定性을 沮害하는 결과를 가져올 가능성이 높다고 하겠다.

自由銀行制度下에서는 支拂不能에 빠진 발권은행의 잔존가치가 0 또는 그 이하가 되는 경우를 제외하면 경쟁관계에 있는 여타의 은행들이 자발적으로 최후의 대부자 역할을 수행한다. 일시적인 支拂不能인 경우에는 그에 대한 시장의 벌과금만큼 할인된 가격에서 그리고 發券銀行의 保有資産價値가 하락하여 발생한 지불불능에 대해서는 그 殘存價値만큼 할인된 가격에서 문제가 되는 은행권이 실질가치가 안정적인 은행권과 교환될 터인데 이는

실질적으로 안정적인 가치를 지닌 銀行券의 발행자가 最後의 貸付者가 되리라는 것을 의미한다. 여타 銀行들이 그러한 역할을 기꺼히 수행하는 것이 어려움에 빠진 은행에 대한 동정심에서가 아니라 市場占有率을 확대하여 이윤을 늘리고자 하는 利潤動機에서 나온 것임은 이미 언급한 바와 같다. 잔존가치가 0 이하가 된 채 破産한 銀行의 경우에는 그러한 은행의 은행권을 보유하고 있던 사람들이 손실을 부담하게 되며 아무도 最後의 대부자로서 그들을 도와주지 않는다. 이것은 市場競爭의 냉정한 결과이며 잘못된 판단에 대한 市場의 罰(penalty)이다. 그러므로 自由銀行制度下에서는 發券銀行의 倒産이 언제든지 가능하지만 그러한 도산이 全通貨制度를 위협에 빠뜨리지는 않는다. 취약한 발권은행의 파산은 오히려, 시장경쟁에서 살아남지 못할 은행을 도산이라는 과정을 통하여 제거시킴으로써 은행제도가 건전해지도록 유도하는 動態的 均衡의 한 측면이라 하겠다.

#### 6) 通貨間의 代替가 過度하게 일어난다면?

상이한 은행권이 경쟁적으로 유통되고 있는 경우 銀行券의 需要者들은 각자의 필요성을 가장 잘 충족시켜 주는 은행권을 선호하게 되며 이 과정에서 惡貨에서 良貨에로의 대체가 신속하게 이루어지고 바로 그러한 通貨間의 代替로 말미암아 경쟁의 결과가 貨幣價値의 安定化로 나타남은 前項에서 알아 본 바와 같다. 통화간의 대체로 인하여 銀行券市場이 보다 신속하게 均衡에 도달하는 긍정적인 효과도 있지만 그러한 대체가 과도하게 일어난다면 오히려 銀行券市場을 불안정하게 하리라는 주장이 있다. 實質價値의 安定이라는 한 측면만을 통하여 경쟁이 일어난다면 銀行券間의 代替가 완전해질 可能性(완전대체제가 될 가능성)을 배제할 수 없다. 그렇게 되면 지극히 사소한 攪亂要因이라도 은행권시장의 균형 상태를 깨뜨릴 수 있을 것이며 그러한 攪亂要因은 끊임없이 등장할 터이므로 결과적으로 銀行券市場은 끊임없는 不均衡狀態에서 벗어날 수가 없게 되리라는 주장이 그것이다.

生産物市場이나 生産要素市場에서 거래되는 재화들이 상호간에 完全代替의이서 線形의 변환관계를 보이는 경우(즉, 등량곡선이나 변환곡선이 직선인 경우)에는 相對價格의 極微한 변화일지라도 生産物이나 生産要素의 구성을 급격히 변화시킨다는 것은 잘 알려진 이론적인 결과이다. 수요나 공급 측에서의 교란요인이 발생하면 상대가격의 변화가 발생할 것이므로 그러한 需要나 供給 측의 變化는 아무리 사소한 것이라 할지라도 生産物이나 生産要素의 구성을 급격히 변화시키게 된다. 그렇게 되면 市場의 均衡狀態가 매우 취약하게 되며 (precarious, thin) 더 나아가서는 시장자체가 성립되지 않는 市場失敗가 발생할 可能性이 있다. 銀行券市場에서 過度한 代替가 일어난다는 위의 주장은 바로 이러한 점을 지적하는 것이라 하겠다.

은행권간의 代替彈力性의 크기가 과연 무한대가 되어서 銀行券間의 代替가 완전하게 일어나고 그 결과 銀行券市場이 실패할 것인지 하는 것은 실증적으로 판단할 문제라 하겠다. 과거 銀行券間의 경쟁이 허용되었던 시기의 경험을 보거나 현대에 있어서 국가간의 通貨競爭과 국내에서 法定通貨와 準通貨間의 경쟁 그리고 신용카드나 여행자수표 그리고 예금화폐간의 경쟁에 대해서 살펴 보면 이들 시장에서 거래되는 제품간의 代替彈力性이 완전하지는 않음을 알 수 있다. 그 결과 이들 시장에서 지나친 代替에 기인하는 市場失敗는 일어나지 않는다. 또한 위에서는 銀行券의 品質을 그 實質價値의 安定이라는 한 측면으로만 평가하였으나 이는 논의의 단순화를 도모하기 위한 것일 뿐 실제에 있어서는 은행권이라는 상품이 제공하는 용역은 여러 가지 측면을 지닌다고 하겠다(multi-dimensional 혹은 multiple aspects). 예를 들어 은행권의 實質價値뿐 아니라 그것이 얼마나 넓은 지역에서 쓰이는가, 그 銀行券을 발행한 은행의 資産規模나 지점수가 얼마나 되는가, 그 은행권을 準備資産으로 하고 있는 豫金銀行의 수가 얼마인가 등, 은행권의 우열을 평가하는 기준은 多次元的이다. 이와 같이 銀行券이 하나가 아닌 여러 次元을 통하여 경쟁하게 되면 銀行券間의 代替가 완전해질 가능성은 극히 작다고 하겠다. 결국 理論的으로 보든 實證的으로 보든 간에 은행권간의 지나친 대체로 인하여 通貨市場이 실패할 가능성은 작다고 하겠다.

### III. 自由銀行制度의 動態的 變化

#### 1. 制度의 變化

經濟制度란 사회관습이나 정치기구와 마찬가지로 短期에 있어서는 경제주체들의 의사결정을 제약하는 與件으로 작용하지만 원하는 바를 달성하기 위하여 노력하는 경제주체들의 動態的인 選擇의 과정은 그러한 制度조차도 변형시켜 나간다. 制度의 變化는 일반적으로 經濟主體들의 경제적 의사결정을 보다 효율적이고 합리적인 것이 되게 하는 방향으로 改善되는 경향이 있다. 이것은 通貨制度에 대해서도 마찬가지이다. 本節에서는 우리가 위에서 개관한 自由銀行制度가 시간이 흐름에 따라 어떠한 변화의 과정을 거치겠는지 알아 보기로 한다. 여기서 필자가 특히 관심을 가지는 것은 發券銀行의 數가 어떻게 바뀌겠는가, 通貨간의 交換比率이 어떤 변화를 보이겠는가, 상이한 은행권의 貨幣單位가 통일되는 경향이 나오겠는가, 발권은행의 準備資産이 어떠한 형태로 바뀔 것인가, 특히 有形의 준비자산이 없는 不兌換紙幣의 登場 가능성은 없는가, 發券銀行과 非發券銀行이 공존하는 경우 預金貨幣의 創出은 어떻게 발생하며 이 경우 통화량은 어떻게 정해지는가 등의 문제이다.

## 2. 均衡換率 및 貨幣單位的 變化

상이한 은행권이 경쟁적으로 공급되는 경우 銀行券間의 交換比率은 각 은행권이 지닌 실질가치의 역수로 결정된다. 自由銀行制度下에서는 발권은행이 은행권을 발행함에 있어 自行券의 實質價値를 단일한 재화 혹은 재화의 組合의 기본단위로 표시하고 그러한 실질가치를 유지하기로 약속하며 銀行券 間의 競爭의 결과 각 은행권의 실질가치가 事前的으로 공표된 수준에서 결정되는 이미 살펴 본 바와 같다. 따라서 均衡換率體系는 각 발권은행들이 어떠한 財貨(혹은 재화의 조합)를 선정해서 은행권의 實質價値를 정하는 基準으로 삼느냐에 의해 정해진다. 事前的으로 볼 때 初期均衡狀態에서 발권업무에 참여하는  $J$  개의 은행들이 각 은행권의 실질가치를 나타내는 기준으로 동일한 財貨를 선정해야 할 까닭이 없다. 오히려 製品差別化를 기하기 위해서는 각 은행이 自行券의 品質을 가장 잘 나타낼 수 있는 재화를 獨自的으로 선정할 것이다. 따라서 초기 상태에는  $J-1$  개의 換率의 존재하는 것이 일반적일 것이다.

多數의 換率이 존재하는 위와 같은 초기균형상태는 다음의 몇 가지 이유로 인하여 변화될 것이다. 첫째, 銀行券의 需要者側에서 보면 서로 다른 實質價値를 지니는 다수의 은행권이 공존하게 되면 每去來마다 換率을 계산하여야 하는 불편을 겪게되기 때문에 가능하면 換率構造가 단순해지기를 바랄 것이다. 따라서 發券銀行들은 이러한 고객의 욕구를 충족시킴으로써 이윤을 증대시키려는 동기에서 은행권간의 實質價値가 서로 같아지도록 하는 조치를 취할 유인을 지닌다. 둘째, 발권은행측으로 볼 때 銀行券의 實質價値를 정하는 기준이 되는 재화를 선정함에 있어서 상대가치의 변화가 안정적인 것을 고르려는 유인을 지니는데 그러한 誘因이 은행들로 하여금 비슷한 財貨를 選定하도록 유도할 가능성이 있다. 셋째, 비록 초기에는 서로 다른 재화를 기준으로 하였다 하더라도 실제 運用의 과정에서 그러한 재화를 잘 정하고 잘못 정한 것이 드러나기 마련이므로 적절하지 못한 財貨를 선정한 發券銀行은 경험적으로 우월한 것으로 판단되는 財貨로 實質價値의 基準을 전환시키게 된다. 이와 같은 이유에서 시간이 흐름에 따라 상이한 은행권들의 實質價値를 정하는 기준이 하나 혹은 少數의 財貨(재화의 집합)로 수렴해 나아갈 것이다. 그 결과 均衡換率體系는 처음보다 훨씬 더 단순해진다.

均衡換率體系가 단일해지거나 소수의 환율로 단순화되면 동일한 재화로 실질가치를 나타내는 기준을 삼는 銀行券間의 交換比率은 1 對 1이 된다. 은행권간의 交換比率이 1이 되면 그러한 銀行券間의 實質的 差異가 없으므로 화폐단위 역시 같아지는 양상을 보이게 될 것이다. 그러므로 自由銀行制度가 진화되면 하나 혹은 소수의 상이한 貨幣單位를 지닌 銀行

券들이 통용되는 상황이 도래하게 된다. 그 결과 화폐간의 교환에 따르는 費用이나 서로 상이한 화폐단위가 존재함에 따라 경제적 계산이 어려워지는 일은 자연적으로 소멸될 것이다. 이러한 「通貨統合」의 과정이 얼마나 신속히 이루어지겠는지 그리고 그러한 統合의 結果가 단일한 종류의 銀行券이 통용되는 均衡으로 수렴하겠는지 하는 것은 모두 실증적인 문제이므로 事前的으로 예견하기는 곤란하다. 다만 「스코틀랜드」의 경우나 현재 거래되고 있는 다른 金融商品에 대해서 보면 적어도 일정 地域 더 나아가 한 나라 안에서는 그러한 通貨統合이 신속하게 이루어질 것을 알 수 있다. 정보·통신·교통수단의 발달과 實物市場의 統合程度 등이 通貨統合의 정도를 결정함에 있어서 중요한 役割을 수행하리라는 것은 이미 본 바와 같다.

通貨統合이 이루어지더라도 다수의 은행이 發券業務에 종사하고 있는 한 自由銀行制度의 基本原理는 그대로 유지된다. 은행권의 貨幣單位와 實質價值가 같아진 상황 하에서 시장점 유율을 유지하기 위해서는 독창적인 규격, 색상 및 도안을 통한 製品差別化가 더욱 활발하게 이루어진다. 그러므로 통화통합이 이루어지더라도 은행권간의 경쟁이 일어나게 되어 自由銀行制度의 基本原理는 그대로 적용된다. 이에 대한 간접적인 예가 신용카드의 경우이다. 현재 국내에서 통용되고 있는 신용카드 중, 예를 들어, 「비자 카드」의 경우 그 동안 한 개의 銀行만이 이 카드를 발행하고 있었는데 최근에 이르러 進入障壁이 무너지자 다수의 은행이 「비자 카드」 발행시장에 참여하게 되었다. 이들은 모두 「비자 카드」라는 명칭과 똑같은 카드 특유의 「로고」를 사용하고 있다. 그럼에도 불구하고 현 시점에서는 發行主體가 다른 「비자 카드」들은 서로 다르게 통용된다. 예를 들어 각 「카드」마다 상점에서 받아들여지는 정도가 다르며 또 「카드」회사마다 제공하는 부대 「서비스」의 내용도 상이하다. 「카드」별로 決濟條件이나 利用手數料가 다르게 매겨져 있기도 하다. 海外에서 使用할 경우 그 나라의 어떠한 「카드」회사와 연결되어 있느냐에 따라 使用의 容易性이나 決濟의 方法도 조금씩 다르다. 이와 같이 동일한 명칭을 사용하며 본질적으로는 동일한 「서비스」를 제공하면서도 使用條件에서 差異가 나는 것은 우리나라에서 아직 이 「카드」시장의 역사가 짧기 때문인 듯 싶다. 외국의 예를 보거나 競爭의 基本屬性을 고려해 보면 머지않아 이 「카드」들이 모두 同質의인 「서비스」를 제공하게 될 것으로 전망할 수 있다. 즉 「비자 카드」시장의 경쟁이 심화되면 발행회사가 다르더라도 본질적으로 동일한 「서비스」를 同一한 價格에 공급하게 될 것이다. 그러한 상황이 되더라도 그 간의 과정에서 쌓인 信用의 결과 「카드」를 무책임하게 남발하는 일은 없게 될 것이다. 왜냐하면 「카드」를 발행한 회사들은 얼마나 많은 顧客이 자기 회사가 발행한 카드를 사용하느냐에 따라 수입이 정해지고 「카드」의 사용범위

는 해당 「카드」가 얼마나 양질의 「서비스」를 얼마나 저렴한 비용에 제공하느냐에 따라 정해지기 때문이다.

이와 같이 自由銀行制度의 진전된 상태에서는 다수의 은행이 서로 구별되는 그러나 동일한 화폐단위와 實質價値를 지녀 상호간에 1對1로 교환이 이루어지는 은행권은 발행하여 경쟁하게 될 것이다. 그러므로 初期狀態의 均衡에서 있을 수 있는 換率決定의 문제나 상이한 화폐단위가 공존하는 데에서 오는 계산의 복잡성 등과 같은 문제가 저절로 해소되어질 것이다. 이러한 상황에서도 은행간의 경쟁은 通貨價値의 安定과 通貨制度의 安定性을 가져오게 되는 것이다.

### 3. 準備資産의 變化와 不兌換銀行券의 登場

경쟁상태에 있는 발권은행들이 각기 상이한 재화를 선정하여 자기가 발행하는 銀行券의 實質價値를 나타내는 기준으로 삼는 것에 대해서는 이미 언급한 바와 같다. 이 경우 어떠한 財貨가 선정되며 또한 은행권의 實質價値를 유지시키는 데 필수적인 요소인 準備資産을 어떠한 형태로 보유할 것인가 하는 문제에 대해서 알아 보자.

發券銀行들이 그 은행권의 實質價値를 정하는 기준이 되는 재화를 選定함에 있어서 需要와 供給이 安定的이어서 상대가격 즉 다른 재화와의 交換比率이 안정적으로 유지되는 것을 고르게 될 것이다. 歴史的으로 보면 금이나 은 등의 貴金屬이 가치의 기준으로 채택된 경우가 많았다. 최근에는 單一한 財貨를 선정할 것이 아니라 여러 가지 재화를 적절히 혼합한 「財貨 바구니」(commodity basket)를 정해서 이를 기준으로 삼자는 제안도 나오고 있다. 어떤 경우이던 發券銀行들은 각자의 판단에 따라 가장 낫다고 생각되는 재화의 조합을 선정할 것이며 만일 그러한 選擇이 잘못된 것이라고 판정이 되면 신속히 더 나은 財貨로 기준을 변경시키려는 동기를 지니고 있음은 前項에서 본 바와 같다.

銀行券의 實質價値를 정하는 기준이 되는 재화나 재화의 組合이 발권은행이 지불요구에 대비하여 보유하는 準備資産과 동일한 것이 되어야 할 필요는 없다. 발권은행은 資産의 保有費用, 收益性, 타 재화로의 交換의 용이성 등을 고려해서 適正한 準備資産을 선정할 것이다. 예를 들어 은행권 한 단위의 실질가치는 쌀 한 가마와 같다고 결정하더라도 반드시 쌀을 준비자산으로 보유할 필요는 없으며 金을 준비자산으로 보유하고 고객이 은행권의 兌換을 요구할 때 일정량의 金을 내어줄 수도 있는 것이다. 역사적으로 보면 準備資産은 金이나 銀과 같은 귀금속, 외국은행이 발행한 은행권, 국내 타 지역 銀行이 발행한 銀行券, 정부가 발행한 채권 등의 형태를 띠었음을 알 수 있다. 準備資産의 保有形態가 자유은행제도의 初期均衡狀態에서는 은행별로 상이하겠지만 競爭과 進化의 과정을 통해서 동일한 準



備資產을 보유하는 경우로 이행해 갈 가능성이 높다.

銀行間의 경쟁이 장기간 지속되어 경쟁에서 살아 남은 銀行의 公信力이 제고되면 각 은행이 지닌 名聲(reputation)이 중요한 자산이 된다. 명성의 축적에는 장기간에 걸친 투자가 필요하므로 名聲을 깨뜨렸을 때 오는 손실이 막대하다. 따라서 각 은행은 名聲을 유지하기 위해서라도 더욱 더 건전한 경영을 도모할 유인을 지니게 된다. 그렇게 되면 특별한 準備資產을 보유하지 않고서도 은행권을 발행하는 일이 가능해질 것이다. 즉 명성이라는 無形資產을 담보로 하는 不兌換銀行券의 발행이 가능해진다. 自由銀行制度가 진화되어 不兌換紙幣의 통용이 일반적인 상태가 되면 準備資產을 보유하는 데에서 오는 비용부담이 경감되므로 그만큼 經濟的 厚生이 증진된다. 명성이라는 無形資產이 지불요구에 대비한 준비자산이 되는 상황에서는 자기가 발행한 銀行券을 다른 것과 구별하여 그 實質價値를 安定的으로 유지시키려는 동기가 더욱 강해진다.

#### 4. 發券銀行과 預金銀行

自由銀行制度下에서는 銀行의 營業活動에 대한 규제나 제한이 없으므로 銀行業務의 分化가 경제논리에 따라 自生的으로 이루어진다. 이 과정에서 發券業務에서는 참여하지 않으면서 預金業務를 비롯한 여타의 은행업무에 종사하는 은행이 출현할 가능성이 있다. 후자를 발권은행과 구별하기 위해 預金銀行이라고 부르기로 하자. 발권은행과 예금은행이 공존하는 경우 양자간의 業務分化가 일어나 專業銀行體制로 이행될지 아니면 兼業體制를 유지하게 될지는 선형적으로 판단하기 어렵다. 다만 여기서 한 가지 중요한 것은 그러한 業務領域의 區分이 인위적인 進入障壁이나 정책적인 간섭에 의해서 일어나는 것이 아니라 銀行制度가 자생적으로 진화되어 나아가는 과정에서 자연발생적으로 일어나리라는 점이다.

預金銀行은 與・受信業務에 종사하면서 동시에 대리점관계를 맺음으로써 발권은행과 보완적인 관계를 유지하게 된다. 前者는 예치금, 차입금 및 자기자본을 財源으로 하여 투·융자업무에 종사함으로써 수입을 얻으며 이 과정에서 發券銀行이 발행한 은행권을 준비금으로 하여 預金貨幣를 발행하게 된다. 銀行券을 부분준비금으로 하는 예금화폐의 발행은 신용의 창출을 가능하게 하는데 이것은 현행의 中央銀行制度 하에서의 예금은행의 행태와 같은 것이다. 이 경우 通貨量은 은행권 및 예금화폐의 합으로 정해지며 銀行券發行額과 通貨量과의 관계에서 通貨乘數를 계산할 수 있다.

自由銀行制度下에서 은행권과 預金貨幣가 共存하게 되는 이유는 무엇인가. 은행권과 예금화폐가 서로 상대방이 제공해 주지 못하는 「서비스」를 제공해 준다면 즉 兩者가 完全代替財가 아니라면 각각에 대한 수요가 있는 것은 당연하며 양자가 원전내체적인 경우에는 어

는 것을 사용하든 무관할 터이므로 두 가지가 공존하지 못할 이유가 없다. 供給者의 입장에서 보더라도 발권은행의 경우 예금은행이 自行券을 준비금으로 하여 예금화폐를 발행한다는 것은 그만큼 自行券의 流通範圍를 넓히는 것이므로 預金貨幣의 登場을 억제할 이유가 없으며 오히려 預金銀行의 登場을 더 촉진시킬 가능성이 크다. 預金銀行의 경우에도 단순한 金融中介業務에만 종사하는 것보다는 預金貨幣를 창출해서 대출을 증가시키는 것이 수입을 증대시키는 것이 되므로 예금화폐를 창출하려는 강한 동기를 지닌다. 이 경우 銀行券을 준비자산으로 보유하여야 하므로 그에 따르는 기회비용이 발생하며 결국 한계수입 및 한계비용이 같아지는 수준에서 預金貨幣發行額의 適正規模와 適正支給準備率이 정해진다.

銀行券과 預金貨幣가 공존하는 경우 預金貨幣의 適正規模가 유한하게 정해지겠느냐 하는 문제가 발생한다. 만일 預金貨幣의 발행규모를 유한하게 유지시킬 수 있는 경제적 장치가 없다면 通貨量의 크기가 정해지지 않아서 금융제도가 마비되는 사태가 올 것이다. 自由銀行制度를 반대하는 이유 중의 하나로서 同制度下에서는 예금화폐의 발행규모를 적정수준에 유지시킬 經濟的 裝置가 없으므로 中央銀行에 의한 規制와 監督이 필요하다는 주장이 있는데 이는 바로 위와 같은 가능성을 말하고 있는 것이다. 이윤동기에 맡겨 놓았을 때 預金貨幣의 發行規模가 유한하게 정해지지 않는 경우는 예금화폐의 발행에 따르는 限界費用이 전 영역에 걸쳐 체감하는 경우 밖에 없는데 문제는 과연 限界費用이 체감하겠느냐 하는 것이다. 예금화폐를 발행하기 위해서 은행권을 준비금으로 하여야 하고 適正支拂準備率을 유지시키도록 해야 하며 이에 費用이 수반된다 함은 이미 위에서 본 바와 같다. 따라서 예금화폐의 발행에 따르는 費用函數가 한계비용체감의 법칙을 보이리라는 이론적인 근거는 없다고 하겠다. 실증적으로 보더라도 예금화폐를 무제한적으로 많이 발행하는 銀行이 존재하지는 않는다. 물론 이 경우 그렇게 되는 것이 法定支給準備制度 때문이라고 주장하기도 하나 超過支給準備金을 보유하는 것이 일반적인 관행이 되고 있음을 보면 法定支拂準備制度가 없었다 하더라도 은행들이 준비금을 自發적으로 보유하리라는 것을 알 수 있다.

이와 같이 자유은행제도하에서는 은행권의 공급이 발권은행간의 경쟁에 의해서 시장내 부적으로 결정되며 預金銀行은 그러한 은행권을 準備資產으로 하여 예금화폐를 발행한다. 預金貨幣의 實質價値는 그 준비금의 실질가치에 따라 과생적으로 결정된다. 예금화폐의 발행과 더불어 신용의 창출이 이루어지며 預金貨幣와 支拂準備金과의 비율에서 通貨乘數를 도출할 수 있다. 그러므로 自由銀行制度下에서도 예금화폐의 등장이나 그 기능은 중앙은행제도 하에서의 그것과 같다. 한 가지 중요하게 다른 점은 銀行券間의 競爭이 진행되고 있는 상황에서는 얼마나 많은 預金銀行들이 자행권을 그 준비금으로 하느냐 하는 것이 중

요한 의미를 지니므로 發券銀行들은 서로 自行券의 이용도를 높이기 위해 경쟁하게 되는데 그러한 競爭이 있기 때문에 은행권의 실질가치는 더 잘 유지된다는 점이다. 또한 예금은행 간의 경쟁은 預金貨幣의 과도한 발행을 억제하며 예금은행으로 하여금 적절한 準備金を 보유하도록 유도할 것이다. 한편 前項에서 본 바와 같이 發券銀行間的 競爭과 모방의 결과 은행권의 實質價値나 貨幣單位가 동일해져서 실질적으로 單一貨幣나 마찬가지로인 상태에 이르게 되면 예금은행의 입장에서는 어떤 銀行券을 準備金으로 하든지 무차별해지게 될 것이다. 한편 자유은행제도하에서는 준비금에 대한 利子支給도 시장경쟁을 통하여 自律的으로 決定될 것이다.

##### 5. 發券銀行의 數(相異한 銀行券의 가지數)

은행권에 대한 競爭的 均衡의 한 측면으로서 發券銀行의 均衡數(=equilibrium number)가 어떻게 정해지는데에 관해서는 前節에서 본 바와 같다. 이에 따르면 개별 은행의 收入 및 費用函數의 특성에 따라 적정발권액 규모가 정해지며 그러한 적정발권액을 합친 것이 銀行券에 대한 總需要와 같아지도록 하는 수준에서 銀行의 수요가 결정된다. 그것이 구체적으로 몇인가 하는 것은 그 나라의 經濟構造, 經濟規模, 經濟統合의 정도, 정보·통신·교통 산업의 발달 정도 등에 따라 달리 경해질 것이다. 그러한 환경적 요인들에 변화가 발생하게 되면 銀行券의 均衡數도 변화하게 되는데 여건의 變化가 長期的이고 持續的인 성격의 것이면 銀行券의 가지수가 변화하는 外延的 변화가 발생하며 여건의 변화가 일시적인 것이면 銀行券의 가지수는 변화하지 않은 채 각 銀行의 發券額이 변화하는 內包的인 변화가 일어난다는 것은 이미 본 바와 같다.

여기서 의문으로 등장할 수 있는 것은 自由銀行制度가 진화함에 따라 은행권의 適正 가지수 즉 발권은행의 수요가 어떻게 변화되겠느냐 하는 점이다. 發券業務에 규모의 경제가 존재하며 長期的 平均費用을 최소화하는 發券額의 규모가 經濟 내의 은행권에 대한 총수요를 능가할 정도로 크다면 은행권의 가지수는 점차 줄어들어 마침내는 한 개의 은행권이 시장을 석권하는 自然獨占의 상태로 진화될 것이다. 문제는 銀行券을 발행해서 유통시키는 업무에 規模의 經濟가 존재하느냐 하는 것인데 그러한 規模의 經濟가 존재하지 않는다는 것은 이미 前節에서 알아 본 바와 같다. 따라서 자유은행제도가 發券業務의 자연독점상태로 진화되지 않으리라는 것은 쉽게 짐작할 수 있는 일이다. 한 나라의 經濟規模와 거기에 따르는 銀行券에 대한 總需要의 크기에 비하여 平均費用을 최소화시키는 발권액의 크기가 얼마인가 하는 것이 중요한데 「스코틀랜드」나 美國에서의 경험을 보면 은행권에 대한 總需要의 크기가 單一銀行이 효율적으로 공급할 수 있는 은행권의 規模에 비해서는 훨씬 더 커

서 다수의 발권은행이 공존하였음을 알 수 있다. 오늘날에 있어서도 預金貨幣의 發行業務에 대해서 보면 規模의 經濟가 존재하지 않는다는 것은 실증적인 연구의 결과로 알려져 있다. 또한 國際金融市場에 대해서 보더라도 아직까지는 하나의 通貨가 獨占의인 위치에 도달한 경우가 없음을 알 수 있다. 다만 작은 지역 내에서의 域內獨占은 일어날 수 있을 것이다.

만일 單一銀行券이 市場을 석권하는 상태가 된다면 그 경제적 의미는 무엇이겠는가? 그것은 현행의 中央銀行에 의한 은행권발행의 獨占體制가 자연독점자인 民間企業의 독점체제로 代替된 상태로 넘을 의미한다. 그렇게 된 경우 獨占의 폐해를 어떻게 방지할 것인가 하는 것이 중요한 문제로 대두될 것이다. 發券業務의 自然獨占化에 대한 대안으로서 政府獨占이 낫다는 주장이 있다. 이러한 의견에 대한 정확한 판단을 내리기 위해서는 정부독점과 민간독점간에는 본질적인 차이가 있음을 이해하여야 한다. 民間獨占은 순수한 經濟論理에 따라서 獨占이 형성되는 데 비하여 정부독점의 경우에는 人爲的인 進入障壁을 통하여 독점이 성립된다는 점이 다르다. 전자의 경우에는 경제상황이 바뀌면 언제든지 새로운 競爭者의 市場進入이 가능함에 비하여 후자의 경우에는 經濟狀況이 바뀐다 하더라도 경쟁자의 시장진입은 불가능하다. 따라서 동태적인 조정과정을 고려한다면 民間獨占이 더 效率的이라고 할 수 있을 것이다. 또한 潛在的인 競爭者가 있는 경우와 그러한 경쟁자를 원천적으로 배제한 경우와는 독점자의 행태가 다를 수밖에 없는데 특히 潛在的인 競爭者가 있는 경우에는 獨占利潤의 極大化가 불가능해질 것이며 은행권의 實質價值를 안정적으로 유지하지 못하는 경우에는 언제라도 競爭者가 시장에 진입할 터이므로 進入障壁이 있는 경우에 비하여 銀行券의 價值를 안정적으로 유지시킬 유인이 더 강하게 작용할 것이다. 發券業務에 대하여 潛在的인 競爭者가 다수 존재한다는 것은 이미 본 바와 같다.

## 6. 市場管理機構

자유은행제도라고 해서 自由放任을 의미하는 것은 아니다. 따라서 自由銀行制度下에서도 여러 가지 市場管理機構가 등장하게 될 것이다. 이에 는 크게 은행권의 경쟁이 보다 원활하고 효율적으로 일어나게 도와주는 機構와 市場을 감독하고 관리하는 기구가 있을 것이다. 前者로서는 어음결제거래소, 예금화폐교환결제소, 예금보험회사 등 현행의 제도 하에서 존재하는 기구에 더하여 銀行券交換所가 존재하게 된다. 銀行券交換所는 은행권 간의 交換決済가 일어나는 시장으로서 證券去來所와 동일한 기능을 지닐 것이다. 자유은행업의 초기 단계에서는 同交換所에서 은행권간의 교환비율인 換率이 결정될 것이며 또한 은행간의 貸借清算이 이루어지는 장소가 된다. 自由銀行業의 진보된 상태에서는 은행권간의 실질가치

가 갈아져서 균형환율은 1對1로 정해질 터이므로 은행권교환소가 銀行間의 貸借決濟를 수행하는 역할만 하게 될 것이다. 銀行交換소가 그 기능을 효율적으로 수행하는 것이 발권 은행간의 경쟁을 유효하게 규제하는 수단이 됨은 이미 위에서 본 바와 같다.

自由銀行制度下에서도 은행의 업무를 총괄적으로 감독하는 기구가 필요할 터인데 그러한 기능을 누가 맡을 것인가 하는 것은 先驗적으로 볼 때 확실하지 않다. 銀行券交換소가 그러한 기능을 맡을 수도 있으며 발권은행간의 協議體를 만들어 거기에서 은행업무에 대한 전반적인 監督機能을 맡을 수도 있을 것이다. 물론 은행업무의 전반에 대한 기본적인 규칙을 정하고 그러한 規則의 遵守되도록 감독하는 기능을 전담하는 별도의 機構를 설립할 수도 있을 것이다. 그러한 기구를, 예를 들어, 「金融通貨運營委員會」라고 부를 수도 있으며 아니면 그러한 기능을 담당하는 기관을 「中央銀行」이라고 부를 수도 있을 것이다. 이 경우 中央銀行은 독점적인 발권력을 지닌 현행의 중앙은행과는 성격이 다를 터인데 發券業務에는 종사하지 않으면서 은행업무의 전반에 대한 基本的인 「물」을 정하고 그러한 규칙이 충실히 지켜지는지 감독하는 公正한 심판자로서의 기능이 主業務가 될 것이다.

독립된 기구로서 中央銀行이 은행업무 전반에 대한 監督機能을 맡는다 하더라도 중앙은행이 은행권교환소, 어음결제거래소, 예금화폐교환결제소, 은행보험회사 등의 기관은 물론 全發券銀行 및 預金銀行에 대한 감독기능을 지녀야 할런지는 불명확하다. 보다 일사분란한 監督機能을 중시한다면 金融業務 전반에 대한 감독기능을 맡는 것이 타당할 것이며 한 機關에 권한이 집중되게 하지 않고 監督權을 분산시켜 상호간에 경쟁과 견제가 이루어지도록 하는 것이 바람직하다면 銀行監督機能도 여러 기관에 분산시키는 것이 타당할 것이다. 그 어느 경우이든 분명한 것은 그러한 기구가 發券業務를 수행하지 않으면서 순수한 감독기능만 맡게 되므로 銀行業에 대한 公正한 審判者의 역할을 수행하기가 훨씬 더 용이하리라는 점이다. 이러한 점은 발권업무를 비롯한 銀行業務에 대해서 뿐만 아니라 여타의 金融業務에 대해서도 마찬가지로 적용된다. 한편 그러한 監督機能을 현행의 「財務部」와 같은 정부 부서가 맡아야 할 이유 역시 없다고 하겠다. 자유은행제도하에서는 財務部의 역할이 租稅 및 國庫業務에 국한되어지고 金融業務는 시장의 자율기능과 재무부와는 별개의 독립된 감독기구들이 상호 보완적으로 전담하게 될 것이다.

#### IV. 自由銀行制度와 貨幣理論

본 논문에서는 自由銀行制度의 基本原理가 무엇이며 자유은행제도하에서의 通貨市場의

균형이 어떻게 달성되며 또한 그러한 均衡의 靜態적·동태적 특성이 무엇인지에 대해서 개략적으로 알아 보았다. 自由銀行制度에 대하여 보다 더 잘 이해하여 바람직한 通貨制度에 관한 시사를 얻기 위해서는 앞으로 이에 대한 보다 더 體系의이며 깊이있는 研究가 이루어져야 할 것이다. 본 절에서는 自由銀行制度에 대하여 우리가 더 잘 이해하여야 할 과제에는 어떠한 것이 있는지 이를 貨幣理論의 研究課題와 연결시켜서 알아 보기로 한다.

### 1. 發券業務의 自律化와 政府獨占의 長·短點

銀行券 發行業務를 자율화하여 은행권간의 경쟁을 도모하는 것이 과연 바람직한가 하는 문제에 대해서 보다 깊이있는 연구가 이루어져야 할 것이다. 發券業務에 대해서도 自由貿易의 原理가 적용되는가 하는 것은 自由銀行制度에 대한 논의에서 가장 기본적인 문제이다. 우리는 이 논문에서 發券業務가 자율화되어도 문제가 없으며 오히려 경쟁적 均衡의 결과가 通貨價值와 通貨制度의 安定性을 더욱 효율적으로 달성할 수 있는 가능성에 대해서 알아 보았다. 반면 發券業務에 관해서는 (관해서도) 정부의 간섭과 규제 내지는 政府에 의한 獨占化가 필요하다는 주장도 있는데 발권업무는 公益性 및 外部效果가 큰 經濟行爲이므로 민간에 맡겨 놓을 수 없다는 논리에 근거를 두고 있다.

현재 中央銀行制度가 정립되어 있다는 사실에 비추어 이미 中央銀行制度의 우월성이 입증되었다는 주장도 있다. 그러한 주장에 대한 정확한 評價를 내리기 위해서는<sup>3</sup>현행의 중앙은행제도가 과연 自然獨占의 폐해를 없애기 위해 정립된 것인지의 여부를 밝혀야 할 것이다. 이를 위해서는 中央銀行制度의 성립배경에 대한 역사적 고찰이 이루어져야 할 것이다. 中央銀行制度가 정립되게 된 것이 경제제도의 自然的 진화과정의 결과로서가 아니고 한 은행이 國王이나 政府에게 재원조달상의 편의를 제공해 주는 대가로 정부는 여타의 銀行들이 發券業務에 종사하는 것을 금지한 때문(즉 인위적으로 진입장벽을 구축해 준 때문)이라고 하는 최근의 몇 가지 연구들이 이 문제에 관하여 시사하는 바가 크다고 하겠다.

### 2. 貨幣數量說 혹은 貨幣的 景氣變動理論에 대한 含意

通貨量의 변화가 實物的 경제활동의 크기에는 아무런 영향도 주지 않은 채 물가나 임금 등 명목변수에만 영향을 준다는 貨幣中立性의 假說 그리고 통화량 증가율의 변화가 경제성장률이나 실질이자율과 같은 實物變數에는 영향을 주지 않으며 다만 「인플레이션」이나 名目利率에 대하여 1對1의 변화를 초래한다는 貨幣超中立性을 근간으로 하는 貨幣數量說은 오랜 동안 貨幣理論의 중요한 기둥이 되어 오고 있다. 또한 景氣變動現象의 原因을 통화량의 불규칙한 변화에서 찾는 貨幣的 景氣變動理論 역시 오랜 이론적 역사를 지니고 있으며 근래에 이르러 더욱 더 깊이 있는 연구가 행해지고 있는 이론분야이다. 이들 두 이론은

모두 貨幣量의 變化를 實물경제활동에 대해 外部的(exogenous)인 것으로 보며 그러한 외부 통화의 변화가 경제에 미치는 영향이 무엇이겠는지에 대해 관심을 가지고 있다는 특징을 지니고 있다. 은행권의 競爭의 供給이 이루어지는 自由銀行制度 하에서는 이들 이론이 어떠한 含意를 갖겠는가?

貨幣數量說이나 貨幣的 景氣變動理論은 위에서 본 바대로 통화량의 外部性을 상정하고 그러한 상황하에서 通貨量 혹은 通貨量 增減率의 변화가 경제활동에 미치는 영향이 무엇인지에 관한 이론인데 自由銀行制度 하에서는 通貨量이 시장내부에서 자율적으로 결정되어지므로 通貨의 外部性이라는 기본전제가 성립되지 않는다. 또한 은행권의 공급량이 통화의 實質價値를 안정적으로 유지시킬 수 있는 수준에서 자율적으로 결정되어지기 때문에 지속적인 物價의 變化가 있을 수 있는 상황에서는 「인플레이션」이 발생할 여지가 없을 것이다. 자유은행제도하에서도 通貨量의 變化가 實물경제활동에 대해 영향을 주는 것이 아니라 實물경제활동의 변화가 은행권의 需要函數에 영향을 줌으로써 銀行券의 供給量에 영향을 주게 된다. 따라서 통화의 中立性이나 超中立性 자체가 무의미한 가설이 되는 것이다.

景氣變動이 貨幣的 要因에 의해서 발생하는지의 여부에 대해서는 이미 오랜 논쟁의 역사가 있다. 通貨主義者 및 銀行主義者間의 논쟁이나 「케인지언」과 통화주의자의 논쟁 그리고 이에 가세한 新古典派經濟學의 貨幣理論 등이 모두 화폐적 경기변화에 관한 논쟁이다. 자유은행제도하에서는 은행권의 공급량이 은행권의 實質價値를 安定的으로 유지시키는 수준에서 수요에 맞추어 조정되므로 通貨供給量의 불규칙한 변화에 기인한 景氣變動은 있을 수 없다. 또한 制度 자체의 安定性도 銀行間의 競爭을 통하여 자동적으로 확보되므로 金融恐慌에 의해 생산활동이 마비될 가능성도 없다. 다만 우리가 이론적으로 그리고 실증적으로 알아야 할 것은 銀行券에 대한 需要函數가 얼마나 安定的이겠느냐 하는 점이다. 만일 수요함수가 예측불가능하게 변화한다면 通貨價値의 安定을 기하기가 어려워지며 그런 경우에는 화폐적 요인에 의한 경기변화가 일어날 가능성이 있다고 하겠다. 「케인지언」들은 貨幣에 대한 需要函數가 불안정적이라고 보고 있음에 반하여 通貨主義者나 新古典派經濟學者들은 화폐에 대한 수요함수가 安定的이라고 보고 있음은 이러한 면에서 시사하는 바가 크다.

### 3. 貨幣와 信用間의 關係

自由銀行制度下에서 貨幣(money)와 信用(credit)간의 관계 또는 外部通貨(outside money)와 內部通貨(inside money)와의 관계가 무엇인가 하는 데 대해 생각해 보자. 이상적인 市場形態를 상정하면 交換의 媒介物이 별도로 존재하지 않더라도 자원의 효율적인 배분이 가능하다. 그러한 이론적인 예가 「애로우-드브루」의 一般均衡模型이다. 이러한 경제에서도

자원의 대차거래가 발생하며 그러한 자원의 대차거래를 信用去來라고 부를 수 있을 것이다. 신용거래의 특징은 財貨나 用役이 다른 재화나 용역으로 동시적으로 交換되는 것이 아니라 미래의 일정 시점에 자원 혹은 자원에 대한 權利를 받기로 약속하고 현재 시점에서 자원이나 혹은 자원에 대한 권리를 양도한다는 데 있다.

신용거래는 信用證書를 매개로 하여 이루어지는 것이 일반적이며 그러한 신용증서가 거래되는 시장이 출현하게 되고 신용을 증개하거나 자기명의의 신용증서를 발행하여 유통시킴으로써 信用을 創出하는 金融機關이 등장하게 될 것이다. 초기의 금융기관은 信用仲介機能에 치중할 것이나 점차 公信力이 쌓이게 되면 자기명의의 신용증서를 발행하여 유통시키게 될 것이다. 그러한 信用證書는 일정량의 재화와 교환을 보장하는 형태로 발행될 터인데 그 중에서 보다 널리 받아들여지는 信用證書가 등장하면 그러한 신용증서가 교환의 일반적인 媒介手段이 될 것이다. 이것이 곧 內部通貨이다. 自由銀行制度는 바로 그러한 內部通貨가 경쟁적으로 공급되어지는 제도라고 할 수 있다. 따라서 同制度下에서는 貨幣와 信用의 구분이 무의미한 것이 될 것이다. 이 경우 銀行券의 공급은 전적으로 시장내부에서 결정되므로 外部通貨란 존재하지 않게 된다.

#### 4. 金融產業에서의 技術革新과 自由銀行制度

근래에 이르러 신상품의 개발 및 신기술의 도입 등 金融產業에서 여러 가지 技術革新이 일어나고 있다. 이러한 技術革新은 특히 정보통신산업의 발달에 힘입은 바가 큰데 그 중에서도 金融業務의 電算化에 따라 은행권을 매개로 하지 않는 決濟方法의 개발 및 보급이 급속히 이루어지고 있다. 이는 決濟에 따르는 費用을 절감하려는 노력의 일환으로 나타난 것인데 電子移替制度(electronic transfer system) 및 販賣地點決濟制度(point of sales settlement system)가 그 대표적인 예이며 신용카드에 의한 거래의 급속한 확산도 그러한 예라고 할 수 있다.

銀行券의 사용을 貸借하는 위와 같은 技術革新이 보다 고도화된다면 그것이 貨幣의 均衡에 대하여 시사하는 바는 무엇이었는가? 이 문제에 대한 답을 구하기 위하여 좀 더 극단적인 경우, 즉 은행권의 사용이 전혀 필요없게 되는 경우에 대해서 보기로 하자. 이것은 위의 電子移替制度가 전면적으로 보급되어 모든 거래가 화폐의 매개없이 순전히 은행간의 貸借 決濟에 의해서 결제되어지는 경우에 해당된다. 이 경우 은행조직은 하나의 거대한 交換決濟 會計制度(accounting system of exchange)의 역할을 수행하게 된다. 모든 財貨나 用役 및 자산의 去來가 銀行間의 구좌이체에 의해서 자동결제되어지므로 은행권의 사용이 필요하지 않게 되는 것이다. 그러한 상황에서는 傳統的인 意味의 貨幣는 무의미한 것이 된다. 즉



外部貨幣는 물론 내부화폐조차도 필요없게 되어 교환의 매개체로서의 貨幣란 名目的으로만 存在하게 될 것이며 다만 會計의 單位(unit of account and/or numeraire)로서의 화폐의 역할만 남게 될 것이다. 그런데 그러한 기능은 가시적인 貨幣의 存在를 필요로 하는 것이 아니므로 화폐란 그저 회계의 단위로서 하나의 추상적인 존재로 변화하게 될 것이다. 따라서 名目價格의 決定은 무의미한 것이 되며 단지 상내가격체계가 균형상태에서 결정되어질 것이다. 또한 貨幣的 要因에 의한 경기변동이나 貨幣의 中立性에 관한 논의 등 전통적인 貨幣理論의 주 관심사가 모두 무의미한 것이 될 것이다. 최근에 제시된 新貨幣經濟學(new monetary economics)은 바로 이와 같은 상황을 전제로 한 貨幣經濟學이다.

그러나 위와 같이 銀行券의 사용이 전혀 필요없게 되는 상황은 현실적으로는 쉽게 도래되지 않을 것이다. 貨幣가 존재하게 되는 가장 根本的인 이유의 하나는 去來費用 및 情報費用의 존재로 말미암아 유용한 거래가 성립되지 않거나 거래가 성립되더라도 불완전하게 밖에 이루어지지 못하는 상황을 개선해 주기 때문이다. 위에서 고려한 극단적인 경우는 去來費用 및 情報費用을 질감시각에 있어서 電子移替制度가 은행권을 사용하는 경우보다 더 효율적이어서 진자가 후자를 완전히 대체시키는 경우를 상정하는 것이다. 실제에 있어서는 다음과 같은 몇 가지 이유로 인하여 그러한 완전내체가 불가능할 것이다. 첫째, 電子移替制度를 구축해서 유지시키는 데 드는 한계비용은 0보다 클 터이므로 거래의 종류나 특성에 따라서는 電子移替制度를 이용하는 것보다 銀行券을 매개로 하는 것이 더 효율적인 경우가 있다. 대부분의 소매거래가 그러한 예에 해당된다. 둘째, 화폐를 사용하는 중요한 이유중의 하나가 화폐가 지닌 匿名性이라는 특성 때문이기도 하므로 去來主體의 추적이 가능한 電子移替制度의 활용을 기피하고 銀行券의 사용을 선호하는 경우도 있을 것이다. 셋째, 電算網이 고장났을 경우의 혼란과 「컴퓨터」 번지로 인한 金融秩序의 麻痺과 같은 위험이 상존하므로 電子移替制度에 대한 완전한 신뢰가 불가능할 것이다. 그러므로 電子移替制度가 은행권을 전면적으로 대체하는 일은 일어나지 않을 것이며 결국 銀行券과 電子移替制度가 공존하게 될 것이다. 따라서 은행권의 공급과 그에 따르는 貨幣的 均衡의 결정 등 貨幣經濟의 제반문제 역시 간존하게 될 것이며 자유은행제도에 관한 논의 역시 의미있는 것이 될 것이다.

##### 5. 國際金融秩序의 變化와 自由銀行制度

근래에 이르러 國內金融市場의 변화는 물론 國際金融市場의 변화도 가속화되고 있다. 새로운 금융상품의 개발, 금융기관의 혁신, 金融機關의 國際化, 金融의 國際化, 경제통합의 진전, 國家間 金融資産의 경쟁 및 國際的 金融의 중심시장 출현 등이 가속화되고 있으며

특히 國家間 資金移動의 자유화 및 금융자산의 국가간 거래가 보다 더 활발해지고 있는 데에서 그러한 현상을 관찰할 수 있다. 또한 域內經濟統合 움직임이 활발해지고 있으며 특히 EC 국가들의 경제적 統合이 1992년으로 예정되어 있으며 동·서독간에는 통일의 전제가 되는 通貨統合이 벌써 이루어지고 있다. 이와 같은 국제금융시장의 변화가 自由銀行制度에 대해서 시사하는 바는 무엇인가?

국제금융시장의 변화 특히 金融市場과 金融機關의 國際化는 그만큼 국가간 통화의 경쟁이 활발해지는 것을 의미한다. 國際金融市場에서는 이미 國家通貨間의 경쟁이 일어나고 있으며 基軸通貨를 선점함에 있어서 실질가치가 보다 안정적인 은행권을 선호하는 양상을 보이고 있다. 즉, 각국의 중앙은행이 自由銀行制度下에서의 개별 발권은행과 마찬가지로 시장참여자의 하나로서 他國의 중앙은행과 競爭關係에 있는 것으로 볼 수 있다. 이렇게 보면 銀行券間의 競爭이 일어나는 자유은행제도의 한 형태가 이미 국제금융시장에 존재한다고 할 수 있다.

國際金融市場에서 일어나는 각국 통화간의 경쟁의 결과 銀行券 발행에 대한 시장의 自律規制가 일어나고 있으며 그것이 각국 中央銀行의 通貨供給政策 수립에 영향을 미치고 있다. 換率의 변화 혹은 그 배경이 되는 국내물가와 이자율의 변화와 그에 따르는 국가간 자본이동을 고려하지 않는 獨立的인 通貨政策이란 생각하기 힘든 것이 되고 있다. 그러므로 형식적으로는 국내에서의 通貨供給이 중앙은행에 의해 독점적으로 결정되어진다 하더라도 실제에 있어서는 國際金融市場의 여건 특히 타국통화와와의 競爭을 고려하지 않을 수 없으므로 통화의 공급이 어느 정도까지는 內生化되고 있는 것이다. 최근에 들어와 先進國間의 政策協助(policy coordination)에 관한 논의가 활발해진 것은 國家通貨間의 경쟁이 심화됨에 따라 각국의 中央銀行이 대외경제여건을 도외시하는 通貨政策을 수행할 수 없게 된 데 주원인이 있다고 하겠다.

이와 같이 國際金融市場에서는 自由銀行制度가 불완전한 형태로나마 존재한다고 볼 수 있다. 물론 通貨間의 競爭의 정도는 그 나라 경제가 얼마나 開放化되어 있는가, 그리고 그 나라 경제에서 국기간 거래의 비중이 얼마나 큰가에 따라 정해진다. 근래에 이르러 國際去來의 比重이 급속히 증대되고 있으며 經濟의 開放化 역시 빠른 속도로 진전되고 있다. 따라서 國家通貨間의 경쟁은 더욱 더 활발해질 전망이다. 경쟁이 치열해지게 되면 각국의 中央銀行이 국제시장상황을 무시한 金融政策을 수행할 수는 없을 터이므로 銀行券 發行에 대해 중앙은행이 지니고 있는 市場支配力이 그만큼 악화될 전망이다. 물론 그렇다고 해서 중앙은행이 단순한 完全競爭者의 하나로 변화되어 시장지배력을 전적으로 상실하게 되는 상

황은 오지 않을 것이며 일정한 정도까지는 國內通貨供給에 대한 영향력을 행사할 것이다. 다만 發券市場에 대한 인위적인 進入障壁이 철폐되어 있는 경우에 그러한 영향력이 얼마나 크겠는지 하는 것은 선현적으로 결정하기 힘들다고 하겠다.

國際金融市場에서의 通貨間의 경쟁을 보면 規模의 經濟가 존재하여 어떤 한 통화가 전지장을 석권하고 있는 것으로는 보이지 않는다. 현재의 상황으로는 美國의 「달러」貨, 일본의 「엔」貨, 프랑스의 「프랑」貨, 독일의 「마르크」貨, 그리고 英國의 「파운드」貨 등이 경쟁을 벌이고 있는 것으로 보인다. 이것도 아마도 銀行券市場이 獨占보다는 寡占市場에 더 가까우리라는 것을 시사하는 것이라고 하겠다. 또한 國際金融市場에서 國際通貨基金이 발행하는 「特別引出券」이 차지하는 비중이 거의 없음을 보면 세계시장을 대상으로 하는 中央銀行의 출현은 현실적으로 불가능한 것으로 보인다. 이것은 經濟統合의 정도가 아직 그러한 수준에 이르르지 못하였음을 의미하기도 하지만 또 한편에서는 發券力을 다국 은행에 줄 수는 없다는 民族主義的인 思考의 변화가 그리 쉽사리 이루어지지 않으리라는 것을 의미하기도 한다. 그런 견지에서 현재 진행 중인 歐洲經濟統合이 通貨制度에 대해 어떠한 변화를 초래하게 될런지 흥미롭다 하겠다.

#### 6. 自由銀行制度下에서의 通貨金融政策의 問題

發券力의 중앙은행독점을 배제하고 은행권간의 경쟁을 허용하는 자유은행제도하에서의 바람직한 通貨金融政策은 무엇인가? 自由銀行制度 하에서는 通貨量의 규제 및 조절이라는 전통적인 정책기능은 무의미한 것이 된다. 銀行券의 供給은 시장기능에 의해 자율규제되며 또한 物價의 변화라는 현상이 발생하지 않으므로 通貨의 供給量을 조절함으로써 물가의 결정에 영향을 주리 할 이유가 없어질 것이다. 또한 貨幣量의 불규칙한 변화에 기인하는 경기변화도 일어나지 않고 또 貨物의 要因에 의한 경기변화현상을 화폐적 수단으로 중화시킬 수도 없을 것이므로 통화측면에서의 景氣安定化政策 역시 무의미한 것이 될 것이다. 결국 貨幣價値의 安定이라는 中央銀行의 전통적인 기능이 불필요해지는 것이다.

그러나 自由銀行制度下에서도 진정한 금융질서를 유지시킴으로써 실물경제의 원활한 흐름을 뒷받침하도록 하는 제반 通貨金融政策의 遂行은 여전히 필요하게 될 것이다. 自由銀行制度를 채택한다고 해서 그것이 곧 금융활동에 대한 자유방임을 의미하는 것은 아니다. 貨幣市場의 원활하고 효율적인 운영을 위해서는 은행권교환소, 어음교환결제소, 예금화폐교환결제소, 예금보험회사 등의 시장관련기구가 제대로 작동되어야 하며 또한 預金貨幣의 發行 등 금융업무 전반에 대한 적절한 監督이 이루어져야 할 것이다. 自由銀行制度 하에서의 通貨金融政策은 바로 그러한 점에 초점이 맞추어지게 될 터인데 문제는 이 문제와

관련하여 정부가 어떠한 역할을 수행하는 것이 바람직하겠느냐 하는 점이다.

이에는 두 가지 見解가 대립되어 있다. 그 하나는 通貨金融에 관한 市場制度를 구축하고, 同市場 내에서 이루어지는 금융기관간의 경쟁에 관한 基本秩序를 확립하며, 그러한 경쟁이 공정하게 이루어지며 競争에 관한 基本秩序가 엄정하게 준수되도록 하는 데 정부의 역할을 국한시켜야 한다는 주장이다. 이러한 주장은 貨幣金融市場을 비롯한 제민시장이 政府의 介入이 없어도 원활하게 작동되어질 것이며 정부의 개입은 오히려 그러한 市場制度의 작동을 방해할 것이라는 주장에 근거를 두고 있다. 이에 대하여 또 하나의 주장은 自律의인 金融市場의 問題點 특히 시장실패의 가능성이나 金融制度의 불안정성을 강조하는 학자들에 의하여 제기되고 있다. 이들에 의하면 적극적인 市場介入 및 管理를 통하여 정부가 금융시장에 대하여 직접적인 영향을 줌으로써 資源配分の 과정이나 결과를 보다 바람직한 방향으로 끌어갈 수 있다고 한다.

市場機能과 政府의 역할에 관한 이와 같은 논의는 金融市場에만 국한되는 것이 아니며 모든 경제활동에 대해서 적용될 수 있는 것이다. 다양한 經濟問題와 관련지어 그러한 논쟁이 그간 지속적으로 진행되어 왔으나 이에 관하여 아직도 뚜렷한 결론이 정립되어 있지 않다. 이 문제는 본질적으로 實證的인 研究를 통하여 해결되어야 하며 앞으로 이 분야에 관한 貨幣金融論上의 보다 깊은 연구가 이루어져야 할 것이다.

## V. 맺 음 말

이 논문은 自由銀行制度의 내용과 그 작동 「메카니즘」에 관한 연구결과들을 국내학계에 소개함으로써 同制度에 관한 학술적 논의가 보다 활발하게 이루어지기를 바라는 의도에서 쓰여졌다. 개관적인 성격을 지닌 글이므로 여기서는 自由銀行制度의 구체적 측면들에 대해 깊이있는 논의를 전개하지 않고 있다. 앞으로 이 문제에 관한 보다 깊이있는 연구가 이루어져야 할 것이다.

貨幣金融經濟의 실상을 들여다 보면 이 논문에서 논의한 자유은행제도의 여러 가지 측면들이 실제로 진행되고 있음을 알 수 있다. 國際金融市場에서 이루어지는 각국 통화 간의 경쟁은 물론 국내경제에 있어서도 이미 다수의 民間金融機關들이 準貨幣를 발행하여 政府貨幣와 경쟁하고 있다. 최근에는 전통적인 화폐를 대체하는 여러 가지 금융수단도 널리 쓰이고 있다. 經濟의 統合, 市場의 擴大, 金融市場의 開放 그리고 金融產業의 技術變化에 힘입어 앞으로도 이러한 변화는 더욱 가속화될 전망이다

그러한 현실임에도 금융관련인들의 通貨金融 또는 通貨金融政策에 대한 인식은 중앙은행이 通貨供給을 전적으로 규제할 수 있었던 순수한 中央銀行制度下에서의 금융관행에 대한 인식의 틀을 벗어나지 못하고 있다. 中央銀行이 독점적으로 통화량을 조절할 수 있었던 시대는 지나간 것으로 보인다. 변화된 金融經濟의 현실을 바로 인식하기 위해서는 새로운 상황 하에서의 金融現象을 올바르게 이해할 수 있는 이론의 틀을 새로이 정립해 나아가야 할 것이다. 더 나아가 通貨金融政策에 대한 인식도 상황변화에 맞추어 변화시켜 나아가야 할 것이다.

명실상부한 自由銀行制度가 도입하거나 혹은 中央銀行制度의 골격을 유지하면서 실제에서는 자유은행제도의 원리를 따르는 金融制度를 도입한다고 해서 中央銀行이 필요하지 않게 되는 것은 아니다. 오히려 그러한 상황하에서는 中央銀行이 더 필요하게 될 것이다. 왜냐하면 自由銀行制度下에서는 中央銀行이 통화량을 조절할 책임을 맡지 않게 되는 대신 金融產業에 대한 보다 포괄적인 管理者의 기능을 수행하여야 하기 때문이다. 새로운 환경에서 中央銀行이 어떠한 위상을 지니는가 하는 것은 금융산업은 물론 경제전반의 效率性과 安全性에 직결되는 문제라 하겠다. 앞으로 中央銀行은 金融產業에 대한 합리적인 「룰 메이커」 및 (또는) 공정한 심판자로서의 기능을 보다 잘 수행할 수 있도록 변모되어야 할 것이다.

### 參 考 文 獻

- 좌승희, 「金融構造의 變化와 通貨制度의 安定性: 新貨幣經濟學 및 그 示唆點에 대한 考察」, 『韓國開發研究』, 1989년 봄호.
- Black, F., "Banking and Interest Rates in a World without Money," *Journal of Bank Research*, Vol. 1, 1970.
- Campel, C.D., and Dougan, W.R. (eds.), *Alternative Monetary Regimes*, Johns Hopkins, 1986.
- Friedman, M., and Schwartz, A.J., "Has Government Any Role in Money?" *Journal of Monetary Economics*, Vol. 17, 1986.
- Goodhart, C., *The Evolution of Central Banks*, MIT Press, 1988.
- Gorton, G., "Banking Theory and Free Banking History: A Review Essay," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 16, 1985.

- Hayek, F.A., *Denationalization of Money* (2nd ed.), The Institute of Economic Affairs, 1978.
- Klein, B., "The Competitive Supply of Money," *Journal of Money, Credit and Banking*, 1974.
- MaCallum, B., "Bank Deregulation, Accounting Systems of Exchange, and the Unit of Account: A Critical Review," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 23, 1985.
- \_\_\_\_\_, "Some Issues Concerning Interest Rates Pegging, Price Level Determinancy, and the Real Bills Doctrine," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 17, 1986.
- Rolnick, A.J., and Weber, W.E., "New Evidence on the Free Banking Era," *American Economic Review*, Vol. 73, 1983.
- \_\_\_\_\_, "The Causes of Free Banking Failures: A Detailed Examination," *Journal of Monetary Economics*, Vol., 17, 1984.
- Smith, V., *The Rationale of Central Banking*, P.S. King, 1936.
- Vaubel R., "Free Currency Competition," *Weltwirtschaftliches Archive*, Vol. 113, 1977.
- \_\_\_\_\_, "The Government's Money Monopoly: Externalities or Natural Monopoly?" *Kyklos*, Vol. 37, 1984.
- White, L., *Free Banking in Britain*, Cambridge University Press, 1984.
- \_\_\_\_\_, "Competitive Payments Systems and the Unit of Account," *American Economic Review*, Vol. 74, 1984.