

## 화폐금융사의 연구동향<sup>(1)</sup>

양 동 휴

화폐사는 주로 ‘돈’의 지불수단 기능을 중심으로 서술되었으며 상품화폐, 귀금속 본위제, 관리통화제로 진화되는 과정을 추적한다. 금융사는 ‘빌리고 빌려주는’ 형태의 변화를 설명하는데 여기에 기업의 발달과 기업의 자금조달 등이 등장한다. 이들을 아우르는 제도의 변천, 이들의 운행에서 위기의 도래, 이와 관련된 규제, 개혁 등을 포함하여 화폐금융의 역사라는 분야를 설정할 수 있다. 연구동향은 이제는 세부주제로 정리되어 나오고 있으나 얼마 전에만 해도 포괄적인 서베이들이 있었다 [Bordo(1986); Eichengreen(1987)]. 이 글은 필자 나름의 순서로 화폐금융사의 연구동향을 정리하여 차후 연구에 좌표를 제공하려는 목적으로 썼으며, 동시에 곧 출간될 책의 총설로서 기능을 가질 것이다[양동휴(2015)].

### 1. 근대초기의 주제들

전근대 금융시스템의 발달정도를 평가하고 서로 다른 경제의 금융을 비교하는 데 여러 가지 지표가 쓰였다. GDP에서 차지하는 금융자산의 비중, 금융자산의 유동성별 구성, 금융수단의 다양성, 금융기관의 발전 정도를 수량화해서 비교하는 방법이다 [Goldsmith(1969, 1987)]. 이러한 방법과 기타 자료를 이용하여 ‘금융자본주의’가 17세기 네덜란드와 영국에서 발흥했다고 주장하는 학자가 있다[Neal(1990, 2000)]. 14세기말의 외국환어음(bill of exchange)이 주요 금융혁신으로 꼽히고, 네덜란드와 영국의 동인도회사·영구자본금에 대한 장기투자가 이루어진 것도 의미가 컸다. 이들

(1) 본고는 2015년 5월 28일, 서울대에서 열린 ‘제 8차 경제학의 최근동향 세미나’에서 필자가 발표한 것을 정리한 것이다.

동인도회사의 주식은 영란은행의 주식과 함께 런던거래소의 주요 거래품목이었다. 초기 금융혁신은 국제적으로 전파되었으며 전쟁과 여러 차례의 버블을 통해 금융수단의 다양화, 국가재정의 안정이 이루어졌다[Garber(2000)].

남해회사(South Sea Company 1711)는 남아메리카무역과 노예무역 독점권을 얻는 대가로 영국 정부공채를 주식으로 전환했다. 이 과정에서 남해회사 주식 값이 1720년에 7월까지 치솟았다가 폭락하여 많은 부작용을 낳았고 ‘버블’의 대명사가 되었다. 남해버블이 버블인지에 대해 의문이며 정상적인 국가채무의 차환과정으로 평가할 수도 있다[Temin and Voth(2004, 2013); 송병건(2013); 반론으로 Dale, Johnson, and Tang(2005)]. 여하튼 의회는 버블을 예상했는지 모르지만 버블법(Bubble Act 1720.6)을 통과시켰고 1825년 폐지될 때까지 주식회사(joint stock company)의 설립을 제한했다. 버블법이 공공이익을 목표로 하지 않았고 남해회사의 국채차환을 돕는 전략이었다는 새로운 해석이 있다[Harris(1994, 1997)].

프랑스에서는 미시시피회사(1717년에 서부회사, 1719년부터 인도회사)가 루이지애나와 아시아, 아프리카 무역독점을 얻고 정부부채를 인수했다. 존 로(John Law)는 자신의 은행(1716, Banque Générale Privée, 1718, Banque Royale)에서 불환지폐를 발행하여 인도회사 주식을 사려는 사람들에게 주식담보대출을 제공했다. 은행권 남발과 주가폭등이 가져온 미시시피버블(1721. 2 정점)은 존 로의 시스템을 붕괴시켰고 이의 파장이 너무 커서 프랑스의 회사조직, 주식시장, 나아가서는 금융전반의 발달이 늦어졌다[Neal(1990, 2012)].<sup>(2)</sup>

16세기에 신대륙에서 귀금속이 대거 유입된 후 유럽의 물가가 장기간 대폭 상승한 사실을 ‘가격혁명’이라 부른다. 장기파동의 호황국면에서 상공업이 번성하는 가운데 인구증가, 도시화, 경기상승이 함께 나타나는데 13세기, 16세기, 18세기가 그러한 상승국면이다[Fischer(1996)]. 19세기와 20세기 후반도 상승국면이지만 19세기에는 기술진보와 생산성향상 때문에 생산비가 하락하고 물가도 내렸다. 16세기 물가상승을 특히 아메리카에서 스페인으로, 스페인에서 유럽 전반으로, 아시아로 귀금속이 이동한 사실과 관련시켜 설명하려는 노력이 있었고[Hamilton(1934)] 그 이후 이를 둘러싼 논란이 축적되었다. 최근까지의 관련 문헌을 비판적으로 검토했다[양동휴(2014)].

(2) 프랑스의 은행들은 Banque Royale의 악명 때문에 중앙은행을 제외하고는 banque 명칭을 쓰지 못하고 caisse, credit 등으로 불렀다. 존 로의 전기 비슷한 소설로 Cueni(2006)가 재미있다.

## 2. 금융과 경제성장

공업화를 위한 자본형성에서 후발국일수록 금융기관(은행)이나 정부의 역할이 커진다는 기본가설[Gerschenkron(1962)]을 수량적으로 검증하는 작업이 전통적이었다[Cameron(1967, 1972); Cameron ed.(1992); Pollard and Ziegler(1992)]. 국가의 역할은 다시 다각도로 검토되었다[Sylla, Tilly, and Tortella eds.(1999)]. 영국 공업화가 진행되면서 유동자본보다 고정자본의 중요성이 높아진다는 가설은 여러 반론을 효과적으로 극복한 것으로 보인다[Richardson(1989)]. 영국 산업혁명 기간에 외국자본의 역할도 점차 심도 있게 논의되고 있다[Brezis(1995); Ward(1994); Wright(1997, 1999); Cuenca Esteban(2001)]. 미국의 은행자금이 공업화로 흘러가는 과정에서 내부여신(insider lending)의 예가 많았음이 강조되었다[Lamoreaux(1994)].

공업화 자금조달에 특정 짓지 않고 더 포괄적인 금융의 역할로 관심범위를 넓히면 ‘금융혁명’이 1914년까지, 또 1980년대부터 경제성장의 견인차였다고 주장하는 심포지엄이 눈에 띈다[Rousseau and Sylla(2006)]. 그 중간 기간에는 특히 대공황시 폐쇄경제 때 부상한 기득권자들의 방해 등으로 오히려 금융이 후퇴했다. 외부금융비용의 감소, 경쟁촉진 등을 중시하여 금융의 중요성이 은행에서 주식시장으로 이동했음에 주목하고 개방과 이익집단억제를 강조할 수 있다[Rajan and Zingales(2003)]. 금융발달이 경제성장을 추진하는 전통적인 전달경로는 금융시장과 중개기관이 정보비용과 거래비용을 줄여서 저축을 동원하고 자원을 배분하고 기업을 통제하고 위험관리를 촉진하고 현물거래나 계약거래를 용이하게 함으로써 자본축적과 기술혁신을 가져온다는 것이다[Levine(1997)]. 실증적으로는 암스테르담(1640-1794), 영국(1720-1850), 미국(1750-1850), 일본(1880-1913)에 대한 VAR분석이 있다[Rousseau(2002)].

금융발달보다 금융구조와 경제성장의 관계에 초점을 맞추어 시장중심과 은행중심 구조간 성과비교를 시도한 연구들은 금융구조는 그다지 체계적 우열을 보이지 않으며 법, 제도, 정치에 따른 금융발달 수준이 경쟁, 투자배분과 성장을 좌우한다는 결론을 내고 있다[Demirgüç-Kunt and Levine eds.(2001)]. 금융발달이 불평등을 낳는다는 가설도 부인되고 있다[Demirgüç-Kunt and Levine(2009)]. 2008년 세계금융위기 이후 과잉금융이 경제안정을 저해한다는 우려가 축적되고 있으나 금융환경을 개선함으로써 충분히 금융이 건전한 사회의 필수요인이 될 수 있음이 강조되고 있다[Shiller(2012)]. 이와 같은 문제는 금융위기를 다룰 때 다시 언급한다.

### 3. 국제통화제도

국제통화제도 변천의 역사는 훌륭한 교과서적 정리가 있다[Eichengreen(1996, 2008)]. 1870년대부터 1914년까지는 고전적 금본위제 시기로서 이 시기를 특징짓는 대표적 논문이 많고[Bordo and Schwartz eds.(1984); Eichengreen and Flandreau eds.(1997); Bordo and Rockoff(1996); Bordo(2003)] 복본위가 못할 것이 없다는 견해도 있다[Friedman(1990)]. 이 논의를 검토했으며[양동휴(2012a)] 동아시아의 복본위제 시기를 분석하는 연구는 따로 정리했다[양동휴(2013)]. 전간기에 재건된 금본위제는 매우 불안정했다. 경직적 금본위에 집착한 것은 세계대공황의 심화를 부추겼고 금 족쇄에서 풀려나야 경제회복을 위한 팽창정책을 쓸 수 있었다[Eichengreen(1995); Eichengreen and Sachs(1985)].

2차 대전 후 브레튼우즈 체제는 일종의 타협책으로서, 달러의 금태환, 다른 나라 화폐의 달러태환을 기본으로 하고 있었다. 초기의 달러부족 때문에 연쇄적인 태환체계는 1958년에야 작동하기 시작했고, 미국의 경상수지 악화를 수반한 달러공급은 결국 ‘트리핀 딜레마’를 불러 일으켜 ‘골드폴’의 노력에도 불구하고 브레튼우즈 체제는 1971년 붕괴할 수밖에 없었다. 그 이후에도 계속 누적되는 미국의 경상수지 적자는 ‘글로벌 불균형’을 심화시켜 21세기에 와서 견잡을 수 없게 되었다[Eichengreen(2007), 양동휴(2011)]. 글로벌불균형에도 불구하고 달러가 소위 ‘안전 자산’으로 인식되어 달러가치가 하락하지 않는 기현상이 계속되고 있다. 혹자는 이를 ‘부활한’(revived) 브레튼우즈 체제라고 부른다. “장님 세계에서는 애꾸눈이 왕이다.”[Dooley, Folkert-Landau, and Garber(2014); Blanchard and Milesi-Ferretti(2009, 2011); Prasad(2014, p.11)]

브레튼우즈체제 이후의 국제통화제도는 변동환율제로 알려져 있지만 사실상 달러에 환율을 고정시킨 나라가 많으며 유럽연합은 통화통합을 추진하여 1999년에 유로를 도입했다. 초기에는 안정적 국제금융시장 발달에 기여한 듯 보였으나[Buti *et al.* eds.(2010); James(2012)] 유럽통화통합에 부정적인 시각도 많았다[Feldstein(1997, 2005a)]. 최근 진행 중인 유로존 부채위기에 대해서는 뒤에서 언급한다.

#### 4. 금융제도 비교사

기업의 투자자금을 어디에서 조달하느냐에 따라, 즉 금융구조에 따라 시장형과 은행형을 양극에 놓고 비중 순서로 미국, 영국, 일본, 프랑스, 독일을 나열할 수 있다. 그러나 내부자금의 비중이 압도적이므로 시장형과 은행형으로 구분하는 의미가 반감한다. 자본시장은 저축을 수익률이 높은 투자에 배분하고 기간별 자금공급의 변동을 완화하며 위험을 분산하는 효율성이 있지만 대리인문제, 무임승차자, 도덕적 해이, 적대적 인수합병 등에 취약하다. GDP 대비 주식시장 총자본가치와 은행자산의 통계를 보면 미국과 독일이 대조적인 반면 영국은 은행과 시장이 동시에 발달하고 있다[Zamagni ed.(1992); Allen and Gale(2000)]. 앞서 말한 남해버블과 미시시피버블에 대응한 방식이 영미식과 대륙식으로 갈리는 계기가 되었다. 이러한 대조적 특색은 1970년대 이후 더욱 강화되었다. 미국은 다수의 소규모은행이 경쟁하는 듯 보이지만 지리적 파편화 때문에 은행의 지역시장점유율이 높고 다각화 미비로 도산위험이 크다[Frankel and Montgomery(1991)]. 즉, 미국은 지점설치를 오래 금지한 단점은행제(unit banking)를 고수하고 1930년대 이후 상업은행과 투자은행을 분리하여 종합은행(universal banking)을 규제한 비용이 컸다.<sup>(3)</sup> 금융중개기관의 비금융법인 소유지분을 제한하는 정도(금산분리)는 1930년대 이후 미국에서 두드러진다. 우리나라는 기업의 은행소유를 금지하는 독특한 형태의 규제를 가지고 있다.

나라별 금융구조의 특징도 연구가 많다. 미국 단점은행의 폐해를 지적하는 문헌이 계속 나오고 있고[Calomiris(2000); Giedeman(2005); Calomiris and Haber(2014)] 이와 대조적으로 지점을 허용하고 은행감독의 통일성, 일관성을 유지한 캐나다 은행부문의 안정성을 부각시키는 글들이 돋보인다[Bordo, Redish and Rockoff(2011); 김현정(2013)]. 독일은 혼합은행(Grossbanken)과 기업내 이사파견제도(Hausbank), 일본은 주거래은행제도(main bank system)의 역사가 기록되었다[Guinnane(2002); Fohlin(2001); Packer(1997); Aoki and Patrick eds.(1994)]. 현대 중국의 대안적 금융으로 교배부문(hybrid sector)이 성장한 특색과 금융의 안정적 발달을 위해 공적 은행/시장의 개혁 필요성이 연구되고 있다[Brandt and Rawski eds.(2008), ch.14]. 한편 자본시장의 발달도 교과서적 수준으로 정리되고 있다[Baskin and Miranti(1999);

(3) 1999년에 상업은행 투자은행 분리법안(글래스-스티걸 법 1933)이 폐기되었으나 2008년 금융위기에 대응하여 거의 부활했다(Dodd Frank 법).

Gordon(1999); Homer and Sylla(1996)].

## 5. 중앙은행의 진화와 자유은행 시기의 경험

중앙은행의 목표는 인플레이션 통제, 산출의 안정성과 대외균형이며 부가적으로 지급결제제도의 관리와 은행감독의 역할도 맡는다. 이를 위한 정책수단으로 지불준비율과 재할인율의 조정, 공개시장 조작 등이 있다. 미국의 경우 연방기금이자율(federal fund rate, 준비금에 대한 은행간 시장의 초단기 금리)이 주로 쓰인다.<sup>(4)</sup> 중앙은행의 독립성이란 목표추구의 방식을 자유롭게 결정한다는 뜻으로 금융시장으로부터 독립적으로 의사결정을 함으로써 신뢰성을 얻는다[Blinder(1998)]. 여기서 목표, 수단, 독립성이 역사적으로 발전하는 과정이 중앙은행의 진화라고 할 수 있다[Toniolo ed.(1988)].

중앙은행의 설립은 스웨덴의 릭스뱅크(Riksbank, 1668)와 영국의 영란은행(BOE, 1694)이 효시라고 알려졌으나 실제 중앙은행의 기능을 행사하기 시작한 것은 발권독점(각각 1897, 1844), 최종대부자의 역할(1890년대, 1870년대) 등을 맡으면서 부터라고 할 수 있다. 1900년에는 중앙은행을 가진 나라가 18개에서 1990년에는 161개국으로 늘었다[Capie *et al.*(1994, p.6)]. 영국, 프랑스, 독일 등 대부분의 중앙은행은 국가기관이고 벨기에, 일본 등은 반관반민기구인데 미국의 연방준비제도 이사회는 연방준비시스템 회원은행들이 소유한 민간기구이다. 반관반민, 또는 민간소유의 중앙은행은 주주에게 이익배당을 하되 상한이 설정되어 있으며(미국은 6%) 나머지 수익은 정부에 귀속된다[*ibid.*, pp.56-57].

중앙은행의 진화과정에서 청산소(clearing house)가 징검다리 역할을 했다. 또한 은행에 대한 정보를 집중시켜 민간에게 제공하는 일이 중요했다. 은행간 예치금을 보수적 명성이 높은 중앙집권된 기관이 독점해야 은행정보와 시장평가, 품질관리 등을 유지할 수 있다. 위험분산의 보험 기능도, 도덕적 해이를 막는 규제도 비경쟁적, 비이윤극대화적 중앙은행이 맡는 것이 효율적이다. ‘회원’들에게 결제와 자산구성 조정서비스도 제공하게 된다[Goodhart(1985); Gorton(1985)].

미국의 경우 중앙은행 설립이 1914년까지 늦어졌다. 1873, 1884, 1890, 1893,

(4) 그런 의미에서 최근에 시행된 양적완화(QE), 즉 중앙은행의 채권매입은 비전통적 방법이라고 할 수 있다.

1907년에 대규모 은행위기를 겪었고 이자율의 변동이 심했다. 연방준비제도가 도입된 이후에야 금융안정과 달러의 국제통화로서 지위획득을 이룰 수 있었다 [Broz(1999)]. 중앙은행이 처음부터 최종대부자 역할을 염두에 두고 설계되었던 것이다 [Timberlake(1978, 1993), Bernstein, Hughson and Weidenmier(2008)].

자유은행(free banking)이란 중앙은행이 없고 은행에 대한 규제도 없고 일반 상법만 존재하여 은행설립, 은행권 발행, 요구불예금과 저축예금 수신, 대부, 선불, 기타 신용제공에 제한이 없는 상태 또는 이런 상태가 유지된 기간을 뜻한다. 역사적으로 55개국에서 자유은행의 경험을 찾을 수 있으며 1727~1844년 기간 중 스코틀랜드의 은행제도가 가장 자유로웠다고 한다. 인가를 받지 않은 무한책임은행들이 100개 이상 존재했고 청산소를 통해 결제했다. 스웨덴, 벨기에, 혁명 직후 프랑스의 자유은행도 상당한 '자유'를 누렸다. 규제를 동반한 자유은행의 역사는 독일, 이탈리아, 스위스, 스페인, 포르투갈, 그리스에서 찾아볼 수 있다. 19세기의 어느 한 때에 북아메리카, 남아메리카의 모든 나라에서 자유은행 시기가 있었고 미국, 캐나다 등은 정부화폐의 실패 이후 자유은행으로 회귀했다 [Schuler(1991); Rockoff(1989), Shambaugh(2006); Bodenhorn(2004)].

다른 산업의 경쟁과 마찬가지로 자유은행은 혼돈상태가 아니고 어느 정도 질서를 유지했다. 중앙은행의 규제, 감독이 있을 때보다 못할 것이 없었다는 것이다. 위기 시에는 은행간 대부시장이 작동했고 신디케이트를 조성하여 파산은행을 구조하기도 했다. 정치적 산물인 중앙은행의 등장으로 자유은행은 막을 내리는데 경제적 취약점 때문에 쇠퇴한 것이 아니라는 주장이 많다. 경쟁이 효율을 낳고 기술혁신을 촉진했으며 금리스프레드도 낮았다 [Dowd ed.(1992)]. 자유은행 때 과다발권, 정보비대칭성 때문에 은행도산이 더 많았다는 전통설과는 반대로 이자율 상한, 대부투자제한, 법정지불준비율 등 규제가 있을 때보다 오히려 안정적이었다고 한다 [Vaubel(1984); Chu(1996); Dowd(2001)]. 화폐발행 측면에서 보면 '금본위 자유은행'의 우위가 주장되기도 하지만 [White(1984)] 불환지폐의 자유발행도 과잉을 우려할 필요가 없는데 은행권이 청산소를 통해 발행은행으로 환류하기 때문이다 [Smith(1988)].

결제수단으로서 법화(legal tender)를 대체하는 '자유'로운 도구들이 많이 등장했다. 전자화폐(e-money)를 보아도 자유은행의 은행권과 비슷한 점이 많다. 보장 없는 민간부분의 부채이며 태환성 자체가 발행자의 명성에 의존한다. 전자거래(e-commerce)와 전자결제는 정보통신기술(ICT)의 발달에 따라 엄청난 속도로 확산되고 있는데 이

미 이를 예견한 문헌들이 있다[Dwyer(1996); Schmidt, Döbler, and Schenk(2002)]. 민간화폐의 통용 역사를 분석한 글들이 많다. 영국산업혁명 당시 회사에서 노동자들에게 발행한 스크립(scrip)은 회사가 운영하는 가게에서 상품구입에 쓰였고 제3자에 양도가능했다. 19세기 후반까지 탄광발행 스크립은 은행권의 5분의 1에 달했고 정부가 금지노력을 기울였다[Tan(2011)]. 휴대전화 결제(mobile money)의 대표적 사례는 케냐의 엠페사(M-PESA)이다. 유선통신과 교통인프라가 늦게 발달하고 대조적으로 휴대전화 보급이 빨랐던 아프리카, 라틴아메리카, 중동, 동남아시아에 널리 퍼진 휴대전화 결제는 은행구좌를 대신하거나 또는 연결하여 저축, 이체, 상품구매 등 소규모 금융거래서비스 틈새시장을 차지했다. 엠페사는 케냐의 중요한 금융제도로 정착했고 효율과 신뢰성이 계속 높아지고 있다[Jack and Suri(2011)]. 최근에는 비트코인이 화제가 되었고 그 추이가 관심사이다[Prasad(2014, pp.276-278); Economist(2014a); 노구치(2014)].

## 6. 금융위기와 금융개혁

효율적 시장이론과는 달리 금융시스템은 불안정하며 중앙은행이 경기침체 예상 시 금융완화를 주도하므로 경기변동폭을 오히려 키운다. 즉, 부분준비제도(fractional reserve banking) 하에서 중앙은행이 최종대부자 역할을 하면서 상업은행이 위험자산을 과다보유하는 도덕적 해이가 발생하는 것이다[Minsky(1986); Cooper(2009); Shiller(2005)]. 은행위기, 외환위기, 주식시장위기, 재정위기 등이 시기와 장소에 따라 발생, 전파, 진화되었고 회복 이후에는 대개 재발방지를 위한 금융개혁이 시도된다[Barro and Ursua(2009); Reinhart and Rogoff(2009); 양동휴(2012c)].

은행위기는 인출쇄도(bank-run)에 의해 많은 은행이 도산하거나 구제를 받는 사태를 뜻하는데, 펀더멘털은 건전하지만 단기적 유동성이 부족한 때와(illiquidity) 실제로 부실한(insolvency) 경우를 구분하려는 노력이 있고 이를 정보비대칭성으로 설명하기도 한다[Calomiris(2000, ch.2); Calomiris(2009a); Schwartz(1986); Richardson(2007)].

외환위기(또는 통화위기)는 통화가치를 유지하기 힘든 상태를 말한다. 은행위기와 외환위기가 동시에 발행하면 쌍둥이 위기라고 부른다[Kaminsky and Reinhart(1999)]. 외환위기는 심한 경상수지 적자, 과다 차입, 심한 재정적자, 외채누적과 외환보유고

고갈로 인한 국가부도 사태, 외자공급의 급한 단절(sudden stop), 자산가격 급락, 높은 이자율, 전염, 투기적 공격 등의 원인에 의해 도래한다[Flood and Marion(1998); Kaminsky(2003)]. 선진국보다 신흥국에서 과다차입과 외채누적에 따른 외환위기가 잦은데 신흥국만 따로 다룬 문헌이 있다[Velasco(1999); Glick *et al.* eds.(2001), Eichengreen and Hausman eds.(2005); Feldstein(1999); Geithner(2007)]. 선진국의 외환위기를 개별적으로 분석한 글도 많다[Mitchener and Weidenmier(2008); Bordo and Meissner(2005); Brunner and Carr(2007)].

1930년대 세계대공황시의 금융위기는 오래 전부터 최근까지 관심의 대상이다. 1929년 미국 주식시장이 버블인지 아닌지의 논란부터[White(1990); McGrattan and Prescott(2001)] 1930년대 미국의 은행위기가 실물부문 공황을 촉발하고 심화했는지 아니면 공황의 증상일 뿐이었는지, 중앙은행의 긴축정책이 문제였는지에 관한 논의는 고전적이다[Friedman and Schwartz(1963), ch.7; Temin(1976, 1991); Hsieh and Romer(2006); Chin and Warusawitharana(2010); Wicker(1996); Carlson and Mitchener(2007); Calomiris and Mason(1997, 2003)]. 미국을 떠나 세계적 시각으로 옮겨 가면 금융위기가 실물공황을 선행했음이 분명해진다[Bernanke and James(1991); Kasuya(2003); Richardson and Horn(2007); Schnabel(2004)]. 금융위기의 관점에서 1930년대 세계대공황을 재검토하고 2008년 위기와 비교했다[양동휴(2010)].

1930년대 대공황을 경험한 후 각국에서 금융개혁이 있었다. 특히 미국의 뉴딜 금융개혁은 상업은행과 투자은행을 분리했으며 연방 예금보험을 도입했다. 이것에 대한 비판적 평가가 진행 중이다[Kroszher and Rajan(1994); Ramirez(1999); Sylla(1996); Mitchener(2005); 이철희(2008); Calomiris and Mason(2003); Calomiris(2010); Fishback(2010)]. 그런데 위기 이후에는 이러한 복고적 수정주의에 대한 재비판도 제기되고 있다[Focarelli, Marqyes-Ibanez, and Pozzolo(2011); Zingales(2012); 박경로 · 김정욱(2015)].

2008년 미국발 세계금융위기에서는 어느 나라도 아직 완전히 회복하지 못한 가운데 유로존 부채위기로 이어지고 있다. 대공황(Great Depression) 이래 가장 심한 경기침체인 대불황(Great Recession)에 대해서 학계 권위자들의 저작이 홍수를 이루었고 대불황의 원인설명은 강조하는 측면이 다르지만 상호배타적이지 않은 듯 보인다[Shiller(2008); Krugman(2009); Bordo(2008); Calomiris(2009a); Taylor(2009); Stiglitz(2010); Roubini and Mihm(2010)]. 부동산 시장 버블부터 파생상품 과잉금융까지 온

갖 요인의 결합이 만들어낸 대불황의 대책으로 단기적인 ‘양적완화’, 장기적으로 금융개혁이 뒤따랐는데 이에 대한 설명과 조급한 평가가 이어졌다[Bernanke(2013); Blinder(2013); Temin and Vines(2013); Kroszner and Shiller(2011); Acharya *et al.* (2011)]. 금융개혁에는 건전성 규제(prudential regulation)의 개혁도 포함되는데 자본 구성의 위험도를 평가하는 미시적 건전성규제와 함께 경기변동에 따라 자본보유요구수준을 달리하는 거시적 건전성규제 도입이 논의된다[Calomiris(2010), Galati and Moessner(2011)]. 특히 대불황의 확산에 책임이 있는 것으로 여겨지는 ‘그림자 은행’(shadow banking)에 관한 연구가 눈에 띈다[Bakk-Simon *et al.*(2012), Economist (2014b), Gorton(2010)]. 2008년 위기를 정보비대칭성에 중점을 두어 설명하려고 시도했다[양동휴(2009)].

대불황과 대공황을 비교하여 상호 이해를 심화시키려는 노력이 많았다. 주로 대공황의 경험에 비추어 대불황을 이해하고 대처방안을 마련하려는 의도지만 대공황을 재해석할 기회를 제공하기도 했다[Bordo and James(2010); Eichengreen(2012); Temin (2010); Grossman and Meissner(2010); 양동휴(2010)]. 대공황 시에 긴축정책으로 잘못 대응한 것을 반면교사로 삼아 대불황시에는 재정팽창, 금융팽창, 양적완화 등으로 대응할 수 있었는데, 이 결과에 지나치게 만족하여 팽창기조를 일찍 포기하고 회복이 불완전한 상태로 머무는 것이 아닌가 걱정스럽기도 하다[Eichengreen(2015)].

미국발 세계금융위기는 유럽으로 전파된 뒤 유로존 부채위기를 낳았다. 재정적자의 누적으로 정부부채가 지나치게 커진 남유럽 국가들(PIGS: 포르투갈, 이탈리아, 그리스, 스페인)이 부채를 상환 또는 유지하기 곤란해진 것이다. 물론 GDP 대비 국가채무의 비중은 미국이나 일본도 매우 높다. 그러나 미국은 달러가 안전자산으로서 특혜를 누리고 있고(글로벌 불균형의 지속), 일본은 채권자가 전부 국내 민간부문이므로 위기라고 할 수 없다. 유로존의 남유럽 나라들은 대외채무의 상환부담이 문제인데 이것은 경상수지 적자 때문에 악화된 것이며 적자는 고정환율(유로) 때문에 해소되지 않는다. 글로벌 임밸런스처럼 유로존 내의 임밸런스가 생긴 것이다[Lane and Pels(2012); Shambaugh(2012); Bordo and James(2013)]. 유럽통화통합, 즉 유로의 도입 자체를, 나아가서는 유럽연합을 회의적으로 보는 시각이 존재한다. 유로존 위기를 양적완화로 해결하려는 최근 시도는 실패할 것이며 중립적인 재정적 유인제공으로 접근해야 한다는 주장이 있다[Feldstein(2015)]. 역사적으로 남유럽이 건전한 ‘재정국가’로 발달하지 못했다는 점을 지적하고 유로존이 고정환율 때문에 적자국과 흑자국

간의 불균형을 가져왔다고 주장했다[양동휴(2012b)].

국가부채와 관련하여 일본의 ‘잃어버린 20년’에 관해 언급할 필요가 있다. 주택가격 버블이 꺼진 이후 재정적자 누적이 견잡을 수 없게 되어버린 일본을 설명하기 위해 본원통화가 늘어도 통화량이 증가하지 않는 상태, 제로이자율 하에서도 민간이 차입보다 오히려 부채상환을 서두르는 상태를 의미하는 ‘대차대조표 불황’(balance sheet recession) 개념이 도입되었다[Koo(2008, 2014)]. 이후 장기침체에 대한 이론화 작업이 계속되고 있으며[Eggertsson and Krugman(2012); Eggertsson and Mehrotra (2014)], 이들을 정리하고 실증을 시도했다[양동휴(2015)].

## 7. 금융규제와 금융혁신

금융시장의 실패를 보완하기 위해, 금융기관 경영자의 부적절한 행위를 방지하기 위해 건전성규제(prudential regulation)가 필요하며, 금융공급의 효율 달성을 위한 창조적 노력으로서, 또는 규제를 회피하는 방편으로 금융혁신(innovation)이 일어난다. 시장에 기반을 둔 자율규제는 탈규제나 다름없고 1970년대 말에 시작된 규제완화 물결이 2008년 위기를 맞아 규제강화로 돌아서는 두 번째 ‘대역전’(Great Reversal)이 일어났다.<sup>(5)</sup> 이번에는 세계금융시장이 통합된 상태이므로 세계적 차원의 규제협조가 필요할 것이다[Battilossi and Reis eds.(2010); Grossman(2010, ch.10); Aizenman (2009); Mikdashi(2003)]. 특히 2005년 이후 부채의 증권화가 SIV, CDO, ABS 등으로 복잡해지고 증권이 CDS, RP 같이 보험대상이 되는 동시에 국제대부가 폭발적으로 증가했는데 금융규제는 국내에 머무는 한계가 있었고 이것이 2008년 위기의 세계적 확산을 심화시킨 요인으로 작용했다[James(2009)].

금융혁신은 구체적으로 새로운 은행, 증권, 보험상품의 모습으로 나타난다. 정보처리와 통신기술 발달, 경쟁 가속, 더 위험해진 경제환경에 대응할 필요 등을 배경으로 1960년대 말부터 가속되기 시작했다. 규제와 혁신은 복잡한 상호작용을 한다. 즉 규제가 심하면 이를 회피, 우회하기 위한 혁신이, 규제가 완화되면 혁신비용이 낮아지므로 새로운 파생상품 등이 등장한다. 새로운 상품이 생겨나면 금융구조가 바뀌므로 새로운 규제가 필요하다. 기술진보에 따라 바람직한 혁신을 해치지 않으면서

(5) 첫 번째는 대공황 시 금융개혁에 뒤따른 1930년대의 규제 강화

과잉경쟁이나 위험증가 등 혁신의 부작용을 최소화하는 규제방안을 모색해야 한다 [Calomiris(2009b)].

증권시장규제는 위기 대응의 형태로 발달해왔다. 미국의 예를 들면 1929년 주식 폭락 이후 제정된 1933년 증권법과 1934년 증권거래법은 거래소와 상품의 투명성을 제고하고 비용을 절감하였으며, 이후 여러 번 개정되었다. 1990년대 후반 주식 붐을 둘러싼 파문과 2001년 엔론(Enron) 회계부정 사건 이후 증권거래위원회(SEC) 규칙을 개정하고 기존규제 시행을 더욱 엄격히 했다(Sarbanes-Oxley 법, 2002). 소비자보호차원의 일련의 법 개정은 뇌물금지, 내부자거래 금지 등의 내용을 실었다 [Zitzewitz(2005)].

금융규제도 위기 이후의 개혁 시기에 늘어난다. 대공황 이후 벨기에와 미국은 상업은행이 투자은행 업무를 못하게 했다. 예금을 수신한다는 점 때문에 상업은행에 대한 규제가 상대적으로 많다. 진입규제는 국왕이나 의회의 개별 설립허가에서 시작하여 포괄적 은행법이나 회사법으로 이행하였다. 최초의 은행법은 영국 1844년, 스웨덴 1846년이고, 미국 등은 자유은행법이 미시간 주 1837년, 뉴욕 주 1838년에 제정되었다. 최소자본 준비의무는 19세기 각국의 은행법부터 요즈음 바젤, 바젤Ⅲ협약까지 은행규제의 주요 측면이다. 은행은 예금을 수신하므로 자본이 거의 필요가 없어 레버리지가 매우 높다. 자본을 보유하는 이유는 현금흐름 부족에 대비하자는 것이며 자본이 많으면 은행이 건전하다는 신호이고 좋은 평판을 얻는다. 정부의 최소자본규제는 은행시스템의 건전성을 보장하자는 의도로서 예금보험, 최종대부, 청산소 등 다른 안전망 발달과 함께 자본/자산, 자본/부채 비율이 낮아졌다. 다른 은행규제는 대출 담보자산 제한, 각종 대차대조표 비율 규제, 대부액상한제, 지배구조규제 등이 있다. 규제와 탈규제의 순환적 변동의 역사 속에 규제자와 피규제자의 상호작용 게임이 계속된다[Mitchener(2006); Tarullo(2009); Grossman(2010, ch.6)].

## 8. 금융세계화와 자본시장통합

세계화(globalization)란 경제학적으로 시장통합을 말한다. 따라서 금융세계화는 자본시장통합을 지칭한다. 자본시장통합은 GDP 대비 국제투자의 비율, 또는 이자율의 국제적 수렴으로 측정하며 이 수치가 19세기 말에 매우 높았고 1990년대 이후 더 커지고 있다. 자본이동의 구성을 보면 1930년대 이전에는 채권, 1970년대에는 은행대

부, 1990년대 이후에는 주식투자 방식이 크고 해외직접투자(FDI) 비중도 꾸준히 증가한다. 19세기 말에는 자본이 영국, 프랑스, 독일에서 미국, 캐나다, 호주, 아르헨티나로 이동했고 주로 사회간접자본(SOC)이나 정부부문에 투자했다. 20세기 말부터는 직접투자와 서비스부문 투자가 증가했다. 통신기술, 보험, 금융기관이 발달하고 정보비대칭성이나 계약상의 위험감소, 회계기준의 표준화 등이 자본시장을 통합시킨 요인이며 자본은 주로 선진국 간에 이동했고 저개발국으로는 많이 가지 않았다 [Obstfeld and Taylor(2004); 양동휴(2012, ch.2)].

금융세계화는 자본비용을 절감하고 기술이전을 촉진하며 금융다각화, 위험분산 등의 효과를 낸다. 시장 규율과 경쟁논리를 작동시켜 거시정책과 제도개선을 통해 국내 금융발전에 기여한다. 무엇보다도 국제자본시장에서 자본을 가장 효율적으로 배분하여 세계 각국의 성장과 안정에 기여한다. 그러나 일정수준 이상의 금융환경이 조성되어야 금융세계화의 이점을 누릴 수 있으므로 금융저개발국은 시기와 순서를 적절히 조절해가며 세계자본시장에 통합되는 편이 자본통제를 유지하는 것보다 득이 된다[양동휴(2005); Mishkin(2005); Kose *et al.*(2009a, 2009b)].

대규모 자본이동과 예상치 않은 중단(sudden stop)은 채무국에 금융위기를 가져올 수 있다[Bordo and Meissner(2007)]. 경화부채의 비중('original sin')이 높고 경상수지적자와 해외자본의존도가 큰 나라에 sudden stop 경향이 있다[Bordo, Cavallo and Meissner(2007)]. 금융위기는 금융세계화의 일시적 후퇴(backlash)를 가져오는데 1997년 아시아 외환위기, 2008년 세계금융위기 등 최근의 예가 있다[Rajan and Zingales(1998); Milesi-Ferretti and Tille(2011)].

금융세계화에도 불구하고 통화정책의 역할은 거의 불변이라는 견해와[Mishkin(2008)] 자본시장통합 때문에 이자율이 수렴하므로 국내통화정책은 효력을 잃는다는 설명[Feldstein(2005b)]이 경합하고 있다. 자본이 자유롭게 이동하면 금융위기 전파속도를 높인다. 정보비대칭성, 유한책임, 도덕적 해이, 대리인 비용, 체계적 위험 등의 문제가 국제적으로 전염되는데 이를 해결할 국제적 규제와 표준이 없다. 국제적 예금보험도 국제적 최종대부자도 없다. 브레튼우즈체제 붕괴 이후 자본이동은 급속도로 늘어나서 금융세계화가 과잉되었으며 1970년대부터 2008년까지 은행위기가 124건, 통화위기가 208건, 국가채무위기가 63건 발생했다. 세계화된 금융을 규제해야 하며 최소자본규제 공조, 레버리지 제한, 임원보수한도, 은행파산유도, 정보 공개, 은행 규모제한 등이 필요하며 기본적으로 규제완화경쟁을 피하기 위해 자본이동을 제한

하자는 주장이 있다[Rodrik(2011); Fratzscher(2012)].

## 9. 기업지배구조와 기업금융

기업의 소유, 경영 관계에 따라 자본조달의 원천이 달라지고 다른 편으로는 자금의 연원이 기업지배구조를 결정하는 상호작용이 있다. 이것은 1.4절에서 금융제도비교 쪽으로 접근했으나 이제 가버넌스(corporate governance)를 직접 살펴보자.

기업사의 흐름을 보면 대기업의 등장은 대량생산과 대량분배의 결합으로 제조업 기업이 유통 쪽으로 수직팽창, 그리고는 다각화로 다품종 대기업 형성 순서로 나아간다[Chandler(1977, 1990)]. 더욱 최근의 구조조정, 벤처자본, 중형기업의 등장도 주목거리이다[Lamoreaux, Raff, and Temin(2003)]. 이들 대기업 그룹과 중소기업은 서로 다른 산업에 포진해 있고 나라마다 다르게 자금을 조달한다[Cull *et al.*(2005)]. 대표적 재무관리역사 교과서를 보면 2차 대전 후 ‘중심기업’의 자금조달에서 주식보다 채권을 선호했음을 이야기하고 있다. 새롭게 등장한 다품종대기업(conglomerate)과 LBO(Leveraged Buyout) 파트너십들은 경영이나 기술혁신에 전력한 기존 중심기업과는 달리 금융혁신에서 효율성을 추구하여 주식시장에 민감하게 되었다[Baskin and Miranti(1999, chs.6-7)].

나라별로는 금융제도비교에서 보았듯이 1970년대 80년대 자료에 의하면 영국, 미국이 주식, 채권시장에 일본, 독일이 대부에 상대적으로 더 의존하기는 하나 내부자금(사내유보)의 비중이 특히 영국, 미국에 압도적으로 높다[Allen and Gale(2001, p.52); Corbett and Jenkinson(1996, p.77)]. 상장기업의 1995년 소유구조는 미국은 개인과 보험회사, 연기금이, 독일은 타기업이, 일본은 은행과 기업, 개인이 높은 비중을 보였다[Streek and Yamamura(2001)]. 더 많은 나라의 10대 기업의 소유지분 자료를 종합한 한 연구는 지배주주가 없는 나라로 호주, 캐나다, 프랑스, 아일랜드, 스위스, 영국, 미국과 함께 한국을 꼽고 있다. 아마도 통계처리 기준설정에 잘못이 있었을 것으로 보인다[Morck ed.(2005); Morck and Steiner(2005); Morck and Yeung(2009)]. 대기업 등장과 소유와 경영의 분리를 연결시킨 연구[Berle and Means(1932)]와는 달리 1995년 27개 부유국가 20대 상장기업을 대상으로 한 연구는 주주가 널리 분산되어 있지 않았고 전형적으로 가족이나 국가가 통제했음을 보인다. 대주주는 피라 및 형태의 간접영향력, 또는 경영참가 등으로 지분 이상의 권한을 행사한다. 예외적

으로 미국은 소액주주보호정책 때문에 소유분산이 많이 보인다[Hilt(2008, 2014); La Porta, Lopez-de-Silanes, and Shleifer(1999); Shleifer and Vishniv(1997)].

기업금융별로 보면 대기업 조직으로는 공개법인(corporations)이 파트너쉽보다 우월하지만 중소기업은 법인격을 향유하면서도 유연한 내부조직구조와 주식분산의 이점을 누리는 사적유한책임회사(PLLC)를 선호한다. 19세기 말부터 독일(GmbH)에서 확산되기 시작하여 영국(PLLC), 프랑스(SARL)가 뒤따랐으며 미국은 1980년대 유한회사(LLC) 붐이 불었다[Guinnane *et al.*(2007); Guinnane, Harris, and Lamoreaux (2014)].

정치적 설명도 있다. 유럽은 사회민주주의가 강하여 생산물시장에서 경쟁이 덜하고 경영에서 대리인비용이 커서 소유분산이 주주에게 부담스러우므로 소유집중이 나타난다. 반면 미국은 사회민주주의가 결여되어 소유와 경영이 분리되고 소유분산의 결과를 가져온다는 것이다. 저개발국과 체제전환국은 미국식 지배구조를 따라가려고 하면서 사회민주주의 정치체제를 추구하고 있어서 친주주적 제도를 수용하기 힘들다[Roe(2003); Gourevitch and Shinn(2005)].

## 10. 에필로그

선진국들의 화폐금융사를 공부하는 것은 신흥국 입장에서 반면교사로 삼거나 선택지로 삼거나 유용할 수밖에 없다. 우리나라는 현재 상황을 보든 고도성장기의 기록을 보든 금융이 매우 낙후되었음을 알 수 있다. 차후 금융발전에 노력하면서 이 글들이 도움이 된다면 더 이상 바랄 것이 없다[오두환(1991); 배영목(2002); 이영훈 외(2004); 이영훈 외(2005); Cole and Park(1983); Park and Eichengreen eds.(2011); Kim(2007); 매일경제(2014a, 2014b); 김인준(2013)].

서울대학교 경제학부 교수

151-746 서울특별시 관악구 관악로 1

전화: (02) 880-6375

E-mail: dyang@snu.ac.kr

## 참 고 문 헌

- 김인준(2013): 『위기 극복의 경제학』, 파주, 울곡출판사.
- 김현정(2013): “캐나다 은행의 안정성 원인 분석: 2008년 글로벌 금융위기를 중심으로”, 『경제논집』 **52. 2**, 73-117.
- 노구치 유키오(2014): 『가상통화혁명: 비트코인은 시작에 불과하다』, 김정환 옮김, 서울, 한스미디어, 2015.
- 매일경제(2014a): 「역주행하는 한국금융」, 2014년 3월 10일자.
- 매일경제(2014b): 「역주행하는 한국금융」, 2014년 3월 11일자.
- 박경로 · 김정욱(2015): 「미국과 영국에서 기업의 소유와 지배, 경영의 분리과정」, 경제학공동학술대회, 경제발전학회분과 발표문.
- 배영목(2002): 『한국금융사』, 서울, 개신.
- 송병건(2013): “남해회사 거품(South Sea Bubble)을 위한 변명”, 『영국 연구』 **29**, 343-378.
- 양동휴(2005): “금융세계화와 국제자본이동: 역사적 · 실증적 개관”, 『경제논집』 **44. 3-4**, 365-386.
- \_\_\_\_\_(2010): “1930년대 세계대공황과 2008년 위기”, 『경제논집』 **49. 1**, 1-29. 『세계화의 역사적 조망』 개정판, 서울대출판문화원, 2012, 6장.
- \_\_\_\_\_(2011): “트리핀 딜레마와 글로벌 불균형의 역사적 조망”, 『경제논집』 **50. 1**, 1-29, 『세계화의 역사적 조망』 개정판, 서울대출판문화원, 2012, 7장
- \_\_\_\_\_(2012a): “금본위제 성립은 역사적 진화인가? 복본위제 단상”, 『경제논집』 **51. 1**, 39-65.
- \_\_\_\_\_(2012b), “재정국가의 역사와 유로존 부채위기”, 『경제논집』 **51. 2**, 379-410.
- \_\_\_\_\_(2012c): “서평: This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly”, 『경제사학』 **53**, 204-208.
- \_\_\_\_\_(2013): “16-19세기 귀금속의 이동과 동아시아 화폐제도의 변화”, 『경제사학』 **54**, 131-166.
- \_\_\_\_\_(2014): “16세기 영국 가격혁명의 재조명”, 『경제논집』 **53. 2**, 125-152.
- \_\_\_\_\_(2015): 『화폐와 금융의 역사 연구』, 해남, 근간.
- 오두환(1991): 『한국 근대 화폐사』, 한국연구원.

- 이영훈 외(2004): 『한국 일반은행 100년사』, 금융학회.
- 이영훈 외(2005): 『한국의 유가증권 100년사』, 증권예탁결제원.
- 이철희(2008): “미국의 반금융자본 정서와 금융규제의 장기적 변화”, 『경제논집』, **47. 2-3**, 253-290.
- Acharya, Viral *et al.* (2011): *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, John Wiley & Sons.
- Aizenman, Joshua(2009): “On the Paradox of Prudential Regulations in the Globalized Economy: International Reserves and the Crisis: A Reassessment,” NBER Working Paper 14779.
- Allen, Franklin and Douglas Gale(2000): *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Aoki, M., and H. Patrick (eds.)(1994): *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press.
- Bakk-Simon, Klara *et al.*(2012): “Shadow Banking in the Euro Area: An Overview,” ECB Occasional Paper No.133.
- Barro, Robert J., and Jose F. Ursua (2009): “Stock-market Crashes and Depressions,” NBER Working Paper 14760
- Baskin, Jonathan Barron, and Paul J. Miranti, Jr(1999): *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press.
- Battilossi, Stefano, and Jaime Reis (eds.)(2010): *State and Financial Systems in Europe and the USA*, Ashgate.
- Berle, Adolf A., and Gardiner C. Means(1932): *The Modern Corporation and Private Property*, Harcourt, Brace & World.
- Bernanke, Ben(2013): *The Federal Reserve and the Financial Crisis*, Princeton University Press. 김홍범, 나원준 옮김, 『연방준비제도와 금융위기를 말하다』, 미지북스, 2014.
- Bernanke, Ben and Harold James(1991): “The Gold Standard, Deflation, and Financial Crisis in the Great Depression: An International Comparison,” in R.G. Hubbard (ed.), *Financial Markets and Financial Crises*, pp.33-68.
- Bernstein, A., E. Hughson and M. D. Weidenmier(2008): “Can a Lender of Last Resort Stabilize Financial Market? Lessons from the Founding of the Fed,” NBER

- Working Paper 14422.
- Blanchard, Olivier and Gian Maria Milesi-Ferretti(2009): “Global Imbalances: In Midstream?” IMF Staff Position Note SPN/09/29, December 22.
- \_\_\_\_\_(2011): “(Why) Should Current Account Balance Be Reduced?” IMF Staff Discussion Note SDN/11/03, March 1.
- Blinder, Alan S.(1998): *Central Banking in Theory and Practice*, MIT Press.
- \_\_\_\_\_(2013): *After the Music Stopped*, Penguin.
- Bodenhorn, Howard(2004): “Free Banking and Bank Entry in Nineteenth century New York,” NBER Working Paper 10654.
- Bordo, Michael D.(1986): “Explorations in monetary history: A survey of the literature,” *Explorations in Economic History*, **23**, 4, 339-415.
- \_\_\_\_\_(2003): “Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective,” NBER Working Paper 9654.
- \_\_\_\_\_(2008): “An Historical Perspective on the Crisis of 2007-2008,” NBER Working Paper 14569.
- Bordo, Michael D., and Harold James(2009): “The Great Depression Analogy,” NBER Working Paper 15584.
- \_\_\_\_\_(2013): “The European Crisis in the Context of the History of Previous Financial Crises,” NBER Working Paper 19112.
- Bordo, Michael D., and Christopher M. Meissner(2005): “The Role of Foreign Currency Debt in Financial Crises: 1880-1913 vs. 1972-1997,” NBER Working Paper 11897.
- \_\_\_\_\_(2007): “Foreign Capital and Economic Growth in the First Era of Globalization,” NBER Working Paper 13577.
- Bordo, Michael D., and Hugh Rockoff(1996): “The Gold Standard as a Good Housekeeping Seal of Approval,” *Journal of Economic History*, **56**, 389-428.
- Bordo, Michael D. and Schwartz (eds.)(1984): *A Retrospective on the Classical Gold Standard*, University of Chicago Press.
- Bordo, Michael D., Alberto F. Cavallo and Christopher M. Meissner(2007), “Sudden Stops: Determinants and Output Effects in the First Era of Globalization, 1880-

- 1913,” NBER Working Paper 13489.
- Bordo, Michael D., Angela Redish, and Hugh Rockoff(2011): “Why Didn’t Canada Have a Banking Crisis in 2008 (or in 1930, or 1907, or ...),” NBER Working Paper 17312.
- Brandt, Loren, and Thomas G. Rawski (eds.)(2008): *China’s Great Economic Transformation*, Cambridge University Press.
- Brezis, E. S.(1995): “Foreign Capital Flows in the Century of British Industrial Revolution: New Estimates, Controlled Conjectures,” *Economic History Review*, **48**, 46-67.
- Broz, J. L.(1999): “Origins of the Federal Reserve System: International Incentives and the Domestic Free-rider Problem,” *International Organization*, **53**, 39-70.
- Brunner, Robert F., and Sean D. Carr(2007): *The Panic of 1907: Lessons Learned from the Market’s Perfect Storm*, John Wiley and Son. 하운숙 옮김, 『패닉: 1907년 금융공황의 통찰』, 황금부엉이, 2008.
- Buti, Marco *et al.* (eds.)(2010): *The Euro: The First Decade*, Cambridge University Press.
- Calomiris, Charles W.(2000): *U.S Bank Deregulation in Historical Perspective*, Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_(2009a): “Banking Crises and the Rules of the Game,” NBER Working Paper 15403.
- \_\_\_\_\_(2009b): “Financial Innovation, Regulation, and Reform,” *Cato Journal*, **29**, 65.
- \_\_\_\_\_(2010): “The political lessons of Depression-era banking reform,” *Oxford Review of Economic Policy*, **26**, **3**, 540-560.
- Calomiris, Charles W. and Stephen H. Haber(2014): *Fragile by Design: The Political Origins of Banking Crises and Scarce Credit*, Princeton University Press.
- Caloromis, Charles W. and J. Mason(1997): “Contagion and Bank Failures during the Great Depression: The June 1932 Chicago Banking Panic,” *American Economic Review*, **87**, 863-883.
- \_\_\_\_\_(2003): “How to Restructure Failed Banking Systems: Lessons from the U.S. in the 1930s and Japan in the 1990s,” NBER working paper 9624.

- Cameron, Rondo(1967): *Banking in the Early Stages of Industrialization: A Comparative Economic History*, Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_(1972): *Banking and Economy: Some Lessons of History*, Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_(ed.)(1992): *Financing Industrialization*, Edward Elgar
- Cameron, R., and V. I. Bovykin (eds.)(1992): *International Banking 1870-1914*, Oxford University Press.
- Capie, Forrest *et al.*(1994): *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_(2007): “Branch Banking As a Device for Discipline: Competition and Bank Survivorship during the Great Depression,” NBER Working Paper 12938.
- Chandler, Alfred D. Jr.(1977): *The Visible Hand*, Harvard University Press.
- \_\_\_\_\_(1990): *Scale and Scope*, Belknap Press.
- Chin, Alycia, and Missaka Warusawitharana(2010): “Financial Market Shocks during the Great Depression,” *B. E. Journal of Macroeconomics*, **10**, **1**.
- Chu, Kam Hon(1996): “Is Free Banking More Prone to Bank Failures than Regulated Banking?” *Cato Journal*, **16**, **1**, 47.
- Cole, David C., and Yung Chul Park(1983): *Financial Development in Korea, 1945-1978*, Harvard University Asia Center.
- Cooper, George(2008): *The Origin of Financial Crisis*, Harriman House. 김영배 옮김, 『민스키의 눈으로 본 금융위기의 기원』, 서울, 리더스하우스, 2009.
- Corbett, J., and T. Jenkinson(1996): “The Financing of Industry, 1970-1989: An International Comparison,” *Journal of Japanese and International Economies*, **10**, 71-96.
- Cuenca Esteban, J.(2001): “The British Balance of Payments, 1772-1820: India Transfer and War Finance,” *Economic History Review*, **54**, 58-86.
- Cull, Robert, Lance E. Davis, Naomi R. Lamoreaux, and Jean-Laurent Rosenthal (2005), “Historical Financing of Small and Medium Sized Enterprises,” NBER Working Paper 11695.
- Dale, Richard S., Johnnie E. V. Johnson, and Leilei Tang(2005): “Financial markets

- can go mad: evidence of irrational behaviour during the South Sea Bubble,” *Economic History Review*, **58**, 233-271.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and R. Levine (eds.)(2001): *Financial Structure and Economic Growth*, MIT Press.
- Demirgüç-Kunt, Asli, and R. Levine(2009): “Finance and Inequality: Theory and Evidence,” NBER Working Paper 15275.
- Dooley, Michael P., David Folkert-Landau and Peter Garber(2014), “The Revived Bretton Woods System’s First Decade,” NBER Working Paper 20454.
- Dowd, Kevin (ed.)(1992): *The Experience of Free Banking*, Routledge.
- \_\_\_\_\_(2001): *Money and the Market: Essays on Free Banking*, Routledge.
- Dwyer, Gerald P, Jr.(1996): Available at: <http://www.dwyerecon.com/ecommerce/index.html>.
- Economist* (2014a): “Money from nothing”, March 15.
- Economist* (2014b): “Shadow and substance”, May 10.
- Eggertsson, Gauti B. and Paul Krugman(2012): “Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach,” *Quarterly Journal of Economics*, **127**, 1469-1513.
- Eggertsson, Gauti B. and Neil R. Mehrotra(2014): “A Model of Secular Stagnation,” NBER Working Paper 20574.
- Eichengreen, Barry(1987): “Macroeconomics and History,” in Alexander J. Field(ed.), *The Future of Economic History*, Boston: Kluwer-Nijhoff Publishing, pp.43-90.
- \_\_\_\_\_(1995): *Golden Fetters: the Gold Standard and the Great Depression, 1919-1939*, Oxford University Press
- \_\_\_\_\_(1996): *Globalizing Capital: A History of the International Monetary System*, Princeton University Press, 2nd ed. 2008. 김명세 옮김, 『글로벌라이징 캐피탈』, 서울, 미지북스.
- \_\_\_\_\_(2007): *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, MIT Press. 박복영 옮김, 『글로벌 불균형』, 서울, 미지북스, 2008.
- \_\_\_\_\_(2012): “Economic History and Economic Policy,” *Journal of Economic History*, **72**, **2**, 289-307.
- \_\_\_\_\_(2015): *Hall of Mirrors: The Great Depression, The Great Recession, and the*

- Uses-and Misuses-of History*, Oxford University Press.
- Eichengreen, Barry and M. Flandreau (eds.)(1997): *The Gold Standard in Theory and History*, 2nd ed.
- Eichengreen, Barry and Richard Hausmann (eds.)(2005): *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, University of Chicago Press.
- Eichengreen, Barry and Jeffrey Sachs(1985): "Exchange Rates and Economic Recovery in the 1930s," *Journal of Economic History*, **45**.
- Feldstein, Martin(1997): "The Political Economy of the European Economic and Monetary Union," *Journal of Economic Perspectives*, **11**, **4**, 23-42.
- \_\_\_\_\_(1999): "A Self-Help Guide for Emerging Markets," *Foreign Affairs*, **78**, **2**, 93-109.
- \_\_\_\_\_(2005a): "The Euro and the Stability pact," NBER Working Paper 11249.
- \_\_\_\_\_(2005b): "Monetary Policy in a Changing International Environment: The Role of Global Capital Flows," NBER Working Paper 11856.
- Fischer, David H.(1996): *The Great Wave: Price Revolution and the Rhythm of History*, Oxford University Press.
- Fishback, Price(2010): "U.S. Monetary and Fiscal Policy in the 1930s," NBER Working Paper 16477.
- Flood, R. and N. Marion(1998): "Perspective on the Recent Currency Crisis Literature," NBER Working Paper 6380.
- Focarelli, Dario, David Marques-Ibanez and Alberto Franco Pozzolo(2011): "Are Universal Banks Better Underwriters? Evidence from the Last Days of the Glass-Steagall 3Act," ECB Working Paper 1287.
- Fohlin, C.(2001): "Regulation, Taxation and the Development of the German Universal Banking System, 1884-1913," *European Review of Economic History*.
- Frankel, Allen B., and John D. Montgomery(1991): "Financial Structure: An International Perspective," *Brookings Papers on Economic Activity*, 257-310.
- Fratzscher, Marcel(2012): "Capital controls and foreign exchange policy," ECB Working Papers No.1415.

- Friedman, M., and A. J. Schwartz(1963): *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press. 양동휴 · 나원준 옮김, 『대공황 1929-1933』, 서울, 미지북스, 2010.
- Friedman(1990): *Money Mischief: Episodes in Monetary History*, Houghton Mifflin, 김병주 옮김, 『화폐경제학』, 한국경제신문, 2009
- Galati, G., and R. Moessner(2011): “Macroprudential policy-a literature review,” BIS Working Paper 337.
- Garber, Peter(2000): *Famous First Bubbles: The Fundamentals of Early Manias*, MIT Press. 이용우 옮김, 『버블의 탄생: 유명한 최초의 버블들』, 아르케, 2011.
- Geithner, Timothy F.(2007): “Reflections on the Asian Financial Crises,” Speech at the Trends in Asian Financial Sectors Conference, FRB Sanfrancisco, 20 June 2007.
- Gerschenkron, Alexander(1962): *Economic Backwardness in Historical Perspective*, Belknap Press.
- Giedeman, Daniel C.(2005): “Branch Banking Restrictions and Finance Constraints,” *Journal of Economic History*, **65**.
- Glick, Reuben *et al.* (eds.)(2001): *Financial Crisis in Emerging Markets*, Cambridge University Press.
- Goldsmith, Raymond(1969): *Financial Structure and Development*, Yale University Press.
- \_\_\_\_\_(1987): *Premodern Financial Systems: A Historical Comparative Study*, Cambridge University Press.
- Goodhart, C.(1985): *The Evolution of Central Banks: A Natural Development?*, ICERO, LSE. 김홍범 옮김, 『중앙은행의 진화』, 서울, 비봉출판사, 1997.
- Gordon, John Steele(1999): *The Great Game: The Emergence of Wall Street As a World Power 1653-2000*, Touchstone Books. 강남규 옮김, 『월스트리트 제국』, 서울, 참술, 2002.
- Gorton, G.(1985): “Clearing Houses and the Origins of Central Banking in the United States,” *Journal of Economic History*, **45**, 277-283.
- Gourevitch, Peter A. and James Shinn(2005): *Political Power and Corporate Control*,

- Princeton University Press.
- Grossman, Richard S. and C. M. Meissner(2010): “International Aspects of the Great Depression and the Crisis of 2007: Similarities, Differences, and Lessons,” NBER Working Paper 16269.
- Grossman, Richard S.(2010): *Unsettled Account: The Evolution of Banking in the Industrialized World since 1800*, Princeton University Press.
- Guinnane, Timothy W.(2002): “Delegated Monitors, Large and Small: Germany's Banking System, 1800-1914,” *Journal of Economic Literature*, **40**, **1**, 73-124.
- Guinnane, Timothy W. *et al.*(2007): “Putting the Corporation in its Place,” NBER Working Paper 13109.
- Guinnane, Timothy W., Ron Harris and Naomi R. Lamoreaux(2014): “Contractual Freedom and the Evolution of Corporate Control in Britain, 1862 to 1929,” NBER Working Paper 20481.
- Hamilton, Earl J.(1934): *American Treasure and the Price Revolution in Spain, 1501-1650*, Harvard University Press.
- Harris, Ron(1994): “The Bubble Act: Its Passage and Its Effects on Business Organization,” *Journal of Economic History*, **54**, **3**, 610-627.
- \_\_\_\_\_(1997): “Political Economy, Interest groups, Legal Institutions, and the Repeal of the Bubble Act in 1825,” *Economic History Review*, **50**, **4**, 675-696.
- Hilt, Eric(2008): “When did Ownership Separate from Control? Corporate Governance in the Early Nineteenth Century,” *Journal of Economic History*, **68**, **3**.
- \_\_\_\_\_(2014): “History of American Corporate Governance: Law, Institutions, and Politics,” NBER Working Paper 20356.
- Homer, S., and R. Sylla(1996): *A History of Interest Rates*, 3rd ed. revised, Rutgers.
- 이은주 옮김, 『금리의 역사』, 리딩리더, 2011.
- Hsieh, Chang-Tai, and Christina D. Romer(2006): “Was the Federal Reserve Constrained by the Gold Standard during the Great Depression? Evidence from the 1932 Open Market Purchase Program,” *Journal of Economic History*, **66**, 140-176.
- Jack, William, and Tavneet Suri(2011): “Mobile Money: The Economics of M-PESA,” NBER Working Paper 16721.

- James, Harold(2009): *The Creation and Destruction of Value: The Globalization Cycle*, Harvard University Press.
- \_\_\_\_\_(2012): *Making the European Monetary Union*, Harvard University Press.
- Kaminsky, G.(2003): “Varieties of Currency Crises,” NBER Working Paper 10193.
- Kaminsky, G., and C. Reinhart(1999): “The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems,” *American Economic Review*, **89**, 473-500.
- Kasuya, Makoto ed.(2003): *Coping with Crises: International Financial Institutions in the Interwar Period*, Oxford University Press.
- Kim, Shin-haing(2007): “Finance and Growth of the Korean Economy from 1960 to 2004,” *Seoul Journal of Economics*, **20**, **4**, 377-418.
- Koo, Richard C.(2008): *The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan’s Great Recession*, Wiley, 김석중 옮김, 『대침체의 교훈』, 서울, 더난출판, 2010.
- \_\_\_\_\_(2014): *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy*, Wiley.
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, and Ashley Taylor(2009), “Thresholds in the Process of International Financial Integration,” NBER Working Paper 14916.
- Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei(2009), “Financial Globalization: A Reappraisal,” IMF Staff Paper 56-1, pp.8-62.
- Kroszner, R., and R. Rajan(1994): “Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking Before 1933,” *American Economic Review*, **84**.
- Kroszner, Randall S., and Robert J. Shiller(2011), *Reforming U.S. Financial Markets: Reflections Before and Beyond Dodd-Frank*, MIT Press.
- Krugman, Paul(2009): *The Return of the Depression Economics and the Crisis of 2008*, Novion. 안진환 옮김, 『불황의 경제학』, 서울, 세종서적, 2009.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer(1999): “Corporate Ownership around the World,” *Journal of Finance*, **54**, **2**, 471-517.
- Lamoreaux, Naomi(1994): *Insider Lending: Banks, Personal Connections, and Economic Development in Industrial New England*, Cambridge University Press.
- Lamoreaux, Naomi R., Daniel M. G. Raff, and Peter Temin(2003): “Beyond Markets

- and Hierarchies: Toward a New Synthesis of American Business History,” NBER Working Paper 9029.
- Lane, Philip R., and Barbara Pels(2012): “Current Account Imbalances in Europe,” The Institute for International Integration Studies Discussion Paper No.397, Trinity College.
- Levine, Ross(1997): “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda,” *Journal of Economic Literature*, **35**, pp.688-726.
- McGrattan, E. R., and E. C. Prescott(2001): “The Stock Market Crash of 1929: Irving Fisher was Right!” NBER Working Paper 8622.
- Mikdashi, Zuhayr(2003): *Regulating the Financial Sector in the Era of Globalization*, Palgrave Macmillan.
- Milesi-Ferretti, Gian-Maria and Cédric Tille: “The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis,” *Economic Policy*, **26**, **4**, 289-346.
- Minsky, Hyman(1986): *Stabilizing An Unstable Economy*, Yale University Press.
- Mishkin, Frederick(2005): “Is Financial Globalization Beneficial?” NBER Working Paper 11891.
- \_\_\_\_\_(2008): *The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations can Harness their Financial Systems to Get Rich*, Princeton University Press.
- Mitchener, Kris James(2005): “Bank Supervision, Regulation, and Instability During the Great Depression,” *Journal of Economic History*, **65**.
- \_\_\_\_\_(2006): “Are Prudential Supervision and Regulation Pillars of Financial Stability? Evidence from the Great Depression,” NBER Working Paper 12074.
- Mitchener, Kris James, and M. D. Weidenmier(2008): “The Baring Crisis and the Great Latin American Meltdown of the 1890s,” *Journal of Economic History*, **68**, **2**, 462-500.
- Morck, Randall (ed.)(2005): *The History of Corporate Governance around the World: Family Business to Professional Managers*, University of Chicago Press.
- Morck, Randall and Lloyd Steiner(2005): “The Global History of Corporate Governance: An Introduction,” NBER Working Paper 11062.
- Morck, Randall and Bernard Yeung(2009): “Never Waste a Good Crisis: An Historical

- Perspective on Comparative Corporate Governance,” NBER Working Paper 15042.
- Neal, Larry(1990): *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_(2000): “How it All Began: The Monetary and Financial Architecture of Europe During the First Global Capital Markets, 1648-1815,” *Financial History Review* 7, 117-140.
- \_\_\_\_\_(2012): *“I Am Not Master of Events”: The Speculations of John Law and Lord Londonderry in the Mississippi and South Sea Bubbles*, Yale University Press.
- Obstfeld, Maurice, and Alan M. Taylor(2004): *Global Capital Markets: Integration, Crisis and Growth*, Cambridge University Press.
- Packer, Frank(1997): “Before Main Banks,” ch.8 of Gerard Caprio, Jr. and Dimitri Vittas (eds.), *Reforming Financial Systems: Historical Implications for Policy*, Cambridge University Press.
- Park and Eichengreen (eds.)(2011): *Changes in the International Economic Order after the Global Financial Crisis*, KIEP Policy Analysis 11-01
- Pollard, Sidney, and Dieter Ziegler(1992): “Banking and Industrialization: Rondo Cameron twenty years on,” ch.2 of Youseff Cassis (ed.), *Finance and Financiers in European History, 1880-1960*, Cambridge University Press, 1992. pp.17-36 and Harold James’ comment pp.113-118.
- Prasad, Eswar S.(2014): *The Dollar Trap: How the U.S. Dollar Tightened Its Grip on Global Finance*, Princeton University Press.
- Rajan, Raghuram G., and Luigi Zingales(1998): “Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 11, 3, pp.40-48.
- \_\_\_\_\_(2003): *Saving Capitalism from the Capitalists*, Crown Business. 고승의 옮김, 『시장경제의 미래』, 서울, 앤트, 2008.
- Ramirez, Carlos(1999): “Did Glass-Steagall Increase the Cost of External Finance for Corporate Investment?” *Journal of Economic History*, 59, 372-396.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff(2009): *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press. 최재형 · 박영란 옮김, 『이번엔 다르다』, 서울, 다른세상, 2010.

- Richardson, Gary(2007): “Categories and Causes of Bank Distress during the Great Depression, 1929-1933: The Illiquidity Versus Insolvency Debate Revisited,” *Explorations in Economic History*, **44**, **4**, 588-607.
- Richardson, Gary and Patrick van Horn(2007): “Fetters of Debt, Deposit, or Gold during the Great Depression? The International Propagation of the Banking Crisis of 1931,” NBER Working Paper 12983.
- Richardson, P.(1989): “The structure of Capital during the Industrial Revolution Revisited,” *Economic History Review*, **42**, 484-503.
- Rockoff, H.(1989): “Lessons from the American Experience with Free Banking.” NBER Historical Paper 9.
- Rodrik, Dani(2011): *The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy*, W. W. Norton. 고빛샘 · 구세희 공역, 『자본주의 새판짜기』, 서울, 21세기북스, 2011.
- Roe, Mark J.(2003): *Political Determinants of Corporate Governance*, Oxford University Press.
- Roubini, Nouriel, and Stephen Mihm(2010): *Crisis Economics: A Crash Course in the Future of Finance*, Penguin Press. 허익준 옮김, 『위기경제학』, 서울, 청림출판, 2010.
- Rousseau, Peter(2003): “Historical Perspective on Financial Development and Economic Growth,” *Review*, **85**, St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, pp.81-106. NBER Working Paper 9333(2002).
- Rousseau, Peter, and Richard Sylla(2006): “Financial revolutions and economic growth: Introducing this EEH symposium,” *Exploration in Economic History*, **43**, 1-12.
- Schleifer, A., and R. W. Vishniv(1997): “A Survey of Corporate Governance,” *Journal of Finance* **52**, 737-783.
- Schmidt, Inga D., Thomas Döbler, and Michael Schenk (eds.)(2002): *E-commerce: A Platform for Integrated Marketing Case Study on U.S. Retailing*, LIT Verlag.
- Schnabel, Isabel(2004): “The German Twin Crisis of 1931,” *Journal of Economic History*, **64** (Sep. 2004), 822-872, comments and reply, 873-878

- Schuler, Kurt(1991), “The World History of Free Banking” HKCER Letters 10, Available at: <http://www.hku.hk/hkcer/articles/v10/rschuler.htm>, longer article in Kevin Dowd(ed.), *The Experience of Free Banking*, Routledge, 1992, pp.7-47.
- Schwartz, A. J.(1986): “Real and Pseudo Financial Crises,” in F. Capie and G. Wood (eds.)(1986), *Financial Crises and the World Banking System*, St. Martin’s Press.
- Shambaugh, Jay C.(2006): “An Experiment with Multiple Currencies: the American Monetary System from 1838-60,” *Explorations in Economic History*, **43**, pp.609-645.
- Shambaugh, Jay C.(2012): The Euro’s Three Crises: Trifecta of Crises in Europe Threatens Future of Common Currency/Euro, Brookings Papers on Economic Activity, Spring 2012.
- Shiller, Robert J.(2005): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, 2nd ed. 초판(2000) 이강국 옮김, 『이상 과열』, 서울, 매일경제신문사, 2003.
- \_\_\_\_\_(2008): *The Subprime Solution*, Princeton University Press. 정준희 옮김, 『버블 경제학』, 서울, 랜덤하우스, 2009.
- \_\_\_\_\_(2012): *Finance and the Good Society*, Princeton University Press. 노지양 · 조윤정 공역, 『새로운 금융시대』, 서울, 알에이치코리아, 2013.
- Smith, R.(1988): “Free Banking: A Critical Survey,” FRB of St. Louis Discussion Paper G88-2.
- Stiglitz, Joseph E.(2010): “Lessons from the Global Financial Crisis of 2008,” *Seoul Journal of Economics*, **23**, **3**, 321-339.
- Streek, Wolfgang, and Kozo Yamamura (eds.)(2001): *The Origins of Nonliberal Capitalism: Germany and Japan in Comparison*, Cornell University Press.
- Sylla, Richard(1996): “The 1930s Financial Reform in Historical Perspective,” in Dimitri Papadimitriou (ed.)(1996), *Stability in the Financial System*, St.Martins.
- Sylla, Richard, Richard Tilly, and Gabriel Tortella (eds.)(1999): *The State, the Financial System, and Economic Modernization*, Cambridge University Press.
- Tan, Elaine(2011): “Scrip as private money, monetary monopoly, and the rent-seeking state in Britain,” *Economic History Review*, **64**, **1**, pp.237-255.
- Tarullo, Daniel K.(2009): “Financial Regulation in the Wake of the Crisis,” Available

- at: <http://www.iie.com/publications/papers/paper.cfm?ResearchID=1227>.
- Taylor, John B.(2009): “The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong,” NBER Working Paper 14631.
- Temin, Peter(1976): *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?*, Norton.
- \_\_\_\_\_(1991): *Lessons from the Great Depression*, MIT Press.
- \_\_\_\_\_(2010): “The Great Recession and the Great Depression,” NBER Working Paper 15645.
- Temin, Peter, and David Vines(2013): *The Leaderless Economy: Why the World Economic System Fell Apart and How to Fix It*, Princeton University Press.
- Temin, Peter and Hans-Joachim Voth(2004): “Riding the South Sea Bubble,” *American Economic Review*, **94**, **5**, 1-51.
- \_\_\_\_\_(2013): *Prometheus Shackled: Goldsmith Banks and England’s Financial Revolution after 1700*, Oxford University Press.
- Timberlake, Richard(1978): *The Origin of Central Banking in the United States*, Harvard University Press.
- \_\_\_\_\_(1993): *Monetary Policy in the United States: An Intellectual and Institutional History*, Chicago University Press.
- Toniolo, Gianni (ed.)(1988): *Central Banks’ Independence in Historical Perspective*, Walter de Gruyter.
- Vaubel, Roland(1984): “The Government’s Money Monopoly: Externalities or Natural Monopoly?” *Kyklos*, **37**, 27-58.
- Velasco, Andrés(1999): “Financial Crisis in Emerging Markets” Research summary. Available at: <http://www.nber.org/reporter/fall99/velasco.html>.
- Ward, J.R.(1994): “The Industrial Revolution and British Imperialism, 1750-1850,” *Economic History Review*, **47**, 44-65.
- White, L.(1984): *Free Banking in Britain: Theory, Experience and Debate, 1800-1845*, Cambridge University Press.
- White, Eugene N.(1990): “The Stock Market Boom and Crash of 1929 Revisited,” *Journal of Economic Perspective*, **4**, 796-83.
- Wicker, Elmus(1996): *The banking panics of the Great Depression*, Cambridge

University Press.

Wright, J.F.(1997): “The Contribution of Overseas Savings to the Funded National Debt of Great Britain, 1750-1815,” *Economic History Review*, **50**, 657-674.

\_\_\_\_\_(1999): “British Government Borrowing to Wartime, 1750-1815,” *Economic History Review*, **52**, 355-361.

Zamagni, Vera (ed.)(1992): *Finance and Enterprise*, Academic Press.

Zingales, Luigi(2012): “Why I was won over by Glass-Steagall,” *Financial Times*, June 10.

Zitzewitz, Eric(2005): “Financial Regulation in the aftermath of the bubble,” Available at: <http://nber.org/~confer/2005/reg/zitzewitz.pdf>.

