

金融構造變化와 通貨制度의 安全性

- 新貨幣經濟學 및 그 示唆點에 대한 考察 -

左 承 喜

本稿에서는, 최근 金融自律化·金融革新의 進進과 때를 같이하여, 不換紙幣制度의 만성적 인플레이問題를 해결하기 위한 방안으로 새로운 支拂制度를 주창하는 "新貨幣經濟學派"의 이론 및 그 시사점을 검토하였다.

同 學派는 貨幣의 計算單位와 支拂手段機能이 분리되고 計算單位는 實物財貨에 의해 측정되며, 支拂手段機能은 交換會計制度를 통해 投資基金銀行計定의 자동이체에 의해 수행되는 支拂制度를 제안하고 있는데, 投資計定의, 計算單位인 實物財貨로의 交換性은 인정되지 않는다. 物價安定은 計算單位의 價值安定을 통해 도모되고, 支拂手段의 需要 供給과 物價와의 相關關係는 부재한다.

貨幣의 두 기능의 分離可能性이나 同 支拂制度의 自生力 측면에서의 많은 비판에도 불구하고, 특히 同 學派의 投資基金銀行制度는 사실상 市場價格에 의한 交換制度를 채택하고 있기 때문에 支拂制度의 安全性提高 측면에서 현재의 銀行制度보다도 유리하다 는 점 등 同 學派의 긍정적 공헌에 대해서도 평가되어야 할 것이다.

I. 序 論

최근 우리나라의 金融產業은 金融의 自律化라는 전례없이 새로운 金融環境의 變化를 경험하고 있다. 金融產業의 競爭促進과 이를

통한 金融의 效率性을 제고하기 위하여 貸出 金利를 중심으로 한 金利의 自由化가 단행되 었고 金融市場의 國際化가 進進되고 있으며, 나아가 金融機關間의 業務領域調整을 포함하 는 金融產業의 構造改編方向이 다각도로 논 의, 구상되고 있다. 이러한 金融自律化의 進 전은, 다시 말해 기존의 과다했던 金融產業 에 대한 규제를 완화하고 金融產業의 業務自 律性을 높이는 제반 제도적 개선은 궁극적으 로 金融機關間의 경쟁을 심화시킴으로써 새 로운 金融技法, 새로운 金融商品의 導入 등

筆者：本院 研究委員

* 草稿를 읽고 유익한 논평을 해준 本院의 柳潤河, 崔範樹 박사과 원고정리에 노고가 컸던 趙庸斗, 劉 珍 연구원과 林明姬 연구조원에게 감사를 드린다.

金融革新을 가속화시킬 것으로 보인다. 그러나 현재 진행되고 있는 金融自律化方向은 逆으로 金融自律化와 金融革新이 궁극적으로 金融産業을 어떻게 변모시킬 것이냐에 대한 이해에 바탕을 두고 논의되지 않으면 안될 것이다.

장기적으로 볼 때 自律化된 金融環境下에서의 金融産業 및 通貨制度의 모습은 어떤 것일까? 金融自律化와 金融革新이 金融의 效率性提高에 기여할 수 있다 하더라도 金融産業의 構造에 근본적인 변화를 초래함으로써 오히려 金融의 安全性·健全性を 해치거나 通貨制度의 불안을 초래할 위험성은 없는가? 이러한 질문은 금후의 金融自律化의 방향을 설정하는 데 있어 필수적으로 논의되어야 할 문제일 뿐만 아니라 나아가서는 貨幣經濟의 기본틀에 관한 근본적인 문제와도 직결된다고 할 수 있다. 우리보다 앞서 金融自律化措置를 추진해 온 美國을 중심으로 한 先進國의 金融自律化·金融革新의 양상을 배경으로 위와 같은 질문에 대한 해답을 구하고자 하는 노력이 최근 활발히 전개되고 있음은 근대적 金融經驗이 일천한 우리로서는 다행한 일이라 하겠다.

우리나라 經濟의 開放化와 世界金融의 통합이 급속도로 진전되고 있는 현실을 감안할 때 先進國의 金融革新·自律化의 전개양상이 우리에게서도 요원한 장래의 일이라고 치부할 수만은 없다 하겠다. 先進國의 經驗과 이를 바탕으로 한 새로운 이론의 전개에 대한 이해를 통해 우리나라 金融産業의 미래상을 그려보고 동시에 문제점이 예상된다면 이를 보완할 수 있는 안전장치를 강구하고자 하는 노력을 경주하지 않으면 안될 것으로 사료된

다.

本稿의 목적은, 최근 급속히 진전되어 온 先進國의 金融自律化·金融革新經驗을 바탕으로 하여, 선진화된 自由金融制度의 미래상을 정립해 보고자 하는 일단의 새로운 이론적 전개의 내용을 고찰함으로써, 우리나라의 금후 金融自律化方向에 대한 시사점을 도출해 보고자 하는 데 있다.

최근 美國을 중심으로 한 先進國에서는 金融自律化의 진전과 그에 따른 새로운 金融革新이, 市場性이 높은 高收益證券을 기초로 市場利率을 附利하는 支拂手段의 등장을 가능케 하고 있으며, 이에 따라 기존 支拂制度의 變化可能性이 예견됨과 동시에 通貨量의 의미 자체가 모호해지고 通貨量規制의 效率性이 저하되는 등 金融規制緩和의 여파가 광범위하게 감지되고 있다. 이러한 輿件變化에 따라 學界에서도 現 貨幣經濟의 기본틀에 대한 재검토가 새로운 활기를 띠기 시작하였다.

우선 Milton Friedman을 중심으로 하는 通貨論者들의 접근방법의 탈제도적, 일반적 타당성에 대해 강한 회의가 제기되었다. 通貨의 需要供給理論을 근간으로 하는 通貨論者들의 이론은, 근본적으로 政府의 諸般金融規制措置에 의해 支拂手段(means of payment)으로서의 不換紙幣(fiat money)에 대한 需要가 창출되는 現支拂制度下에서만 타당성을 가지며, 따라서 金融自律化가 크게 진전되고 支拂制度에 새로운 변화가 생기면 同 理論은 타당성을 잃게 된다고 본다. 이러한 시각에서 새로운 이론을 전개하고 있는 일단의 經濟學者들로서는 政府規制의 需要創出機能을 가장 명시적으로 논의한 Wallace

(1983)를 비롯하여, 새로운 金融革新을 수용하면서 동시에 不換紙幣制度下에서의 인플레이션을 완전히 해소하기 위한 새로운 自由放任의 支拂制度를 주장하는 Black(1970), Fama(1980, 1983), Hall(1982a, 1982b), Greenfield and Yeager(1983, 1986) 및 Yeager(1985) 등을 들 수 있는데 이들 그룹의 이론은 최근 "新貨幣經濟學(New Monetary Economics)"으로 통칭되고 있다.

本稿에서는 이러한 新貨幣經濟學派의 이론과 이와 관련하여 전개되고 있는 이론적 논쟁을 整理, 考察하고¹⁾ 특히 同學派의 支拂制度改革案을 중점적으로 고찰함으로써, 金融自律化, 金融革新에 따른 支拂制度의 不安可能性을 최소화하기 위한 방안을 모색해 보기로 하겠다.

第Ⅱ章에서는 新貨幣經濟學派가 등장하는 과정에 지대한 영향을 끼친 金融環境變化의 특징을 정리하고 第Ⅲ章에서는 同學派의 理論과 支拂制度改革案의 內容을 考察하고, 同學派에 대한 평가를 시도한다. 第Ⅳ章에서는 Ⅲ章에서의 논의를 바탕으로 새로운 金融環境下에서 支拂制度安全性을 제고하기 위한 방안에 대해 논의하고, 第Ⅴ章에서는 韓國의 金融自律化方向에 대한 시사점을 정리함으로써 결론에 대신하고자 한다.

1) 朴英哲(1984)도 通貨政策의 有效性問題를 포함한 金融革新의 여파에 대한 논의와 함께 同學派의 이론에 대해 부분적인 고찰을 시도하고 있다. 그는 同學派에 속하는 個別學者들의 1982년까지의 주장들을 소개하는 데 중점을 두고 있는 반면, 本稿는 전체그룹의 이론을 묶어서 정리하면서 그 이후 同學派와 관련하여 전개되어 온 논쟁을 소개하고, 특히 支拂制度의 安全性과 관련된 示唆點을 도출하는 데 중점을 두고 있기 때문에 다소 중복이 없지 않지만 서로 補完的인 성격을 갖는다고 할 수 있을 것이다.

Ⅱ. 豫備的 論議

1. 既存 支拂制度의 特徵 및 問題點

전통적으로 銀行이 餘他 金融機關과 다르다는 인식은 銀行이 支拂手段(means of payment)인 要求拂預金(Demand Deposit)을 창출함으로써 支拂制度(payment system)上的 중추적인 역할을 수행한다는 현실인식에서부터 연유한다(Corrigan, 1982).

要求拂預金이란 주지하는 바와 같이 預金主의 要求(혹은 支拂命書書)에 따라 언제든지 사전에 약정된 預金의 名目價値에 해당하는 금액을 通貨(high-powered 혹은 outside money)로 지급할 것을 약속한 銀行의 負債契約을 의미한다. 同 契約의 가장 중요한 특징은 預金의, 固定名目價値에 의한 通貨交換性(currency convertibility)이 보장된다는 점이다. 따라서 預金主나 預金主의 支拂命書書(수표)를 去來代金으로 인수한 사람은 해당 예금의 價値變動을 우려할 필요가 없이 항상 사전에 약정된 名目價値에 해당되는 通貨로의 교환을 보장받게 된다. 이러한 要求拂預金이 支拂手段의 역할을 수행할 수 있음은 궁극적으로 固定價格에 의한 通貨로의 교환성이 보장되기 때문이며, 銀行은 同 交換性を 보장하기 위하여 政府가 발행하는 지폐를 支拂準備金으로 보유하거나 아니면 환금성이 높은 資產을 보유할 필요가 발생하게 된다. 政府發行紙幣는 과거 金本位제도하에서의 金과 같은 역할을 수행한다고 할 수 있다.

銀行業의 가장 중요한 특징 중의 하나는 銀行의 負債支拂義務가 銀行의 實際資産價値와 무관하다는 점이다. 銀行의 負債가 要求拂預金 등의 단기성부채가 주종을 이루고 있는 반면에, 資産은 일반적으로 시장성이 극히 제한되어 있는 中長期貸出이 주종을 이루고 있다. 銀行의 貸出은 사전에 약정된 名目價値로 그 가격이 고정되고 있기는 하나 貸出債務者의 投資計劃의 성패에 따라 그 실제 회수가능액이 결정될 뿐만 아니라, 시장성이 없기 때문에 貸出期間滿了前에, 필요시, 市場에서 대출채권을 매각하여 쉽게 환금할 수 있는 길이 없다 하겠다. 따라서 만일 中央銀行의 再割引貸出이나 預金保險制度가 없는 상황하에서는 銀行은 預金支給要求가 일시에 몰릴 경우, 100%의 支拂準備金を 보유하지 않는 한 불가피하게 預金支給不能事態에 직면하게 될 수밖에 없다 하겠다.

이와 같이 銀行의 要求拂預金を 주축으로 한 現支拂制度의 불안전성은 실제 실현가능한 資産價値와는 무관하게 固定名目價格에 의한 要求拂預金の 紙幣交換性を 보장하는 銀行業務의 기본적인 특성에서 연유한다 할 수 있다.

2. 새로운 金融環境의 展開와 그 特徵

金融制度, 通貨制度 측면에서 볼 때, 美國을 중심으로 한 先進國의 金融自律化·金融革新의 진전에 따른 가장 중요한 金融構造上의 변화는, 前節에서 논의한 기존의 支拂制度에 일어나고 있는 새로운 변화라 하겠다.

1971년에 최초로 美國의 金融市場에 도입

된 短期金融市場相互基金(Money Market Mutual Funds: MMMFs)을 필두로 하여 1977년에 Merrill Lynch社에 의해 개발된 現金管理口座(Cash Management Account: CMA) 등은 證券會社가 少額投資家들의 자금을 모아 財政證券 등 각종 受益證券에 투자하여 얻는 수익을 매달 배당금의 형태로 배분하는 開放型(open ended) 高受益投資計定이면서도 동시에 淸州은행에 설정된 淸州 要求拂預金計定을 통해 수표발행이 허용됨으로써 支拂手段의 創出機能도 겸하고 있다. 이러한 형태의 投資計定은 會社에 따라 여러가지 상이한 명칭으로 판매되고 있기는 하지만 대체로 高受益을 보장하기 때문에 고객에게는 銀行의 無利子 要求拂預金이나 低受益 貯蓄商品에 비해 유리한 資産運用手段이 될 뿐만 아니라 동시에 淸州계정을 겸하고 있기 때문에 淸州수단으로서도 要求拂預金보다 유리하다 하겠다. 물론 현재로서는 이러한 投資計定을 이용해 수표를 발행할 수 있는 권리가 淸州은행을 통해서만 가능하고 제한적으로 허용되고 있어 그 競爭力에 한계가 있기는 하지만 기존 支拂制度의 중추를 이루는 銀行의 要求拂預金에 큰 위협이 되고 있다.

한편 이러한 非銀行 投資 및 證券會社들의 金融革新에 자극된 美國의 銀行들도 새로운 金融商品의 개발을 통해 대응하고 있으며 이러한 움직임은 美國의 金利自由化措置에 의해 크게 고무되고 있다. 銀行의 대응 신상품 개발을 통한 金融革新形態는 대체로 要求拂預金에 대한 利子支給制限措置 때문에 貯蓄性預金 形態에 높은 市場金利를 附利하면서 제한적이거나 수표발행권을 부여하는 형태를 취하고 있다. 이러한 신상품으로서 1972년

에 개시된 NOW Accounts, 1974년에 信用組合에 의해 도입된 Share Drafts Accounts, 1981년에 도입된 Sweep Accounts, 1982년에 도입된 MMDA(Money Market Deposit Accounts), 1983년에 개시된 Super-NOW Accounts 등을 들 수 있으며 Sweep Accounts의 경우는 MMMFs와 연계운용되고 있다²⁾.

여기서 특기할 점은 銀行에 의해 발매되는 商品은 기본적으로 預金契約의 형태를 취함으로써 사전에 一定水準의 금리를 보장하고 있으며 同 預金에 대한 對應資産은 여전히 市場성이 낮은 貸出債券이 대종을 이루고 있는 반면 MMMFs의 경우는 最低金利를 보장하는 경우가 있기는 하나, 預金の 경우처럼 사전에 利子水準이 규정되지 않고 있으며, 對應資産도 市場성이 높은 短期受益證券이 대종을 이룬다는 점이다.

어쨌든, 이와 같이 銀行과 證券 및 投資會社間의 業務領域區分이 모호해지고 支拂手段의 창출이라는 측면에서 要求拂預金과 餘他新種商品의 구분이 모호해지는 등의 새로운 金融環境의 전개는 貨幣金融論上에 몇가지 중요한 사고의 전환을 초래하였다.

우선은 주지하는 바와 같이 通貨의 개념정의 및 측정문제로서 새로운 金融商品(MMMFs 등 銀行의 새로운 預金이든)이 去來計定(Transaction Account)의 機能과 投資(Investment Account)나 貯蓄(Savings Account)機能을 동시에 수행하기 때문에 통상의 M_1 혹은 M_2 의 정의 및 측정에 혼란을 초래하게 되었다. 이와 같이 通貨에 대한 정의가 모호해짐에 따라 中央銀行의 通貨量規制政策의 수립 및 집행에 어려움이 따르게 되고 나아가 이러한 문제는 通貨主義者들이 주장하는 通貨量規制 중심의 通貨政策의 有效性에 대해 회의를 제기하게 되었다³⁾.

둘째로, MMMFs형태의 投資計定の, 支拂制度上的의 잠재적 역할에 대한 새로운 인식이 대두되게 되었다. 前述한 바와 같이 MMMFs의 投資計定の 價値는 사전에 名目價額으로 보장되어 있지 않고 投資對象證券의 市場價格變動에 따라 같이 변동하게 되며, 한편 投資對象證券은 높은 市場성을 가지기 때문에 投資者의 投資回收要求에 부응하여 언제라도 換金할 수 있다. 여기서 만일 MMMFs가 현재와 같은 淸州은행의 관련 要求拂預金を 통한 수표발행을 지양하고 직접 MMMFs의 投資計定에 수표발행을 허용할 경우, 同 投資計定을 기초로 한 支拂制度는 현재의 銀行要求拂預金 중심의 支拂制度보다 더 안전하고 효과적일 수도 있지 않겠느냐 하는 점이 새롭게 인식되고 있다⁴⁾.

新貨幣經濟學派는 이러한 金融環境變化를 적극적으로 이론내에 수용하고 있으며, 특히 新理論의 銀行模型을 현재의 MMMFs에서 찾고 있다. 이들은 後述하는 바와 같이 完全自律化된, 尖端技術에 기초한 金融技法이 지

2) 우리의 관심은 美國의 金融革新의 배경이나 그 구체적인 내용 혹은 個別商品의 내용에 있는 것이 아니고 일반적 특성 및 흐름의 이해에 있기 때문에 가능한 한 논의를 간략하게 하였음. 美國의 金融革新의 背景, 現況 및 個別商品에 대한 특성에 대한 상세한 논의는 全國銀行聯合會(1986), 朴英哲(1984)의 부록 및 Downes and Goodman(1985) 등을 참조.

3) 通貨量定義의 어려움과 관련하여 MMMFs의 성격의 구체적으로 논의한 것으로는 Stern et al. (1984) 및 Lown(1987) 등을 참조하기 바라며, 金融革新에 따른 通貨政策의 有效性에 대한 논의는 朴英哲(1984) 및 거기에서 인용된 文獻 등을 참조하기 바람.

4) 要求拂預金과 相互基金(Mutual Fund)의 성격의 차이와 前節에서 논의한 現 支拂制度의 不安定性的의 원인을 이해한다면 이러한 인식의 논리적 배경은 쉽게 이해될 수 있을 것이다. 이 점에 대해서는 다음 章에서 詳述하도록 하겠다.

배하는 金融制度에 있어서 銀行은 開放型 相互基金(Open Ended Mutual Funds)과 다를 바가 없을 것으로 전망하고 있다⁵⁾.

III. 新貨幣經濟學： 새로운 通貨制度의 摸索

1. 新貨幣經濟學派 理論의 特徵

新貨幣經濟學(New Monetary Economics)이란 용어는 Hall(1982b)에 의해 최초로, Black(1970), Fama(1980), Hall(1982a), Sargent and Wallace(1982), Greenfield and Yeager(1983)⁶⁾ 등의 貨幣理論을 총칭하는 개념으로 사용되었으며 그후 Brunner and Meltzer(1985)와 Cowen and Kroszner(1987)에 의해 고유명사의 자리를 굳히게 되었다⁷⁾. 新貨幣經濟學派의 이론은 金融을 보는 시각에 있어 Tobin(1963)의 이론을 따르고 있으며 貨幣理論의 전개에 있어 여러가지 혁명적 시사점을 주고 있는데, 기존의 貨幣理論, 특히 貨幣數量說이나 流動性選好說에

대한 심각한 도전으로 받아들여지고 있다(Hall, 1982b). 이하에서는 同 理論의 주요 특징을 간략하게 정리해보기로 하겠다⁸⁾.

우선 기존의 貨幣理論은 근본적으로 金融媒介活動(private intermediation)에 가해지는 金融規制의 산물이며(Wallace, 1983), 金融制度가 변화함에 따라 기존이론의 타당성도 영향을 받게 된다고 본다. 기존의 貨幣는 政府의 金融規制의 산물(Hall, 1982b)이기 때문에 完全自由화된 自由放任의 金融構造下에서는 현재와 같은 의미의 貨幣는 존재하지 않을 것이며 따라서 기존의 貨幣理論, 예를 들어 貨幣數量說이나 流動性選好理論 등은 적용되지 않는다고 본다(Black, 1970).

둘째로, 自由放任下의 선진화된 金融制度下에서는 銀行의 交換會計制度(accounting system of exchange)서비스가 증추적인 支拂手段의 역할을 수행할 것이며 同 서비스活動은 貨幣理論展開의 유용한 기초가 된다고 본다(Fama, 1980).

셋째로, 전통적인 貨幣의 기능으로 이해되고 있는 計算單位와 支拂手段의 기능은 반드시 "貨幣(money)"라고 불리는 단일실체에 의해 수행될 필요는 없다고 본다(Black, 1970; Fama, 1980; Hall, 1982a; Greenfield and Yeager, 1983). 計算單位란 순수한 사회관습에 속한다고 보기 때문에(Hall, 1982a; Greenfield and Yeager, 1983), 추상적으로 정의될 수도 있으며 실물재화에 의해 정의될 수도 있다. 支拂手段은 計算單位와 분리될 수 있으며, 단순히 銀行의 金融資産에 대한 所有權形態를 취할 수 있다고 본다.

넷째로, 貨幣의 計算單位와 支拂手段機能의 분리는 計算單位의 價値變化에 따른 인플

5) 相互基金銀行(Mutual Fund Banking)의 의미에 대한 상세한 논의는 Goodhart(1988, Chapter 7)를 참조하기 바람. 本稿에서 고찰하고자 하는 文獻들은 일반적으로 同 概念을 銀行의 미래상으로 이해하고 있음.

6) Greenfield and Yeager(1983)는 1982년에 이미 Working Paper 형태로 출판이 되었기 때문에 Hall(1982b)에 의해 고찰될 수 있었음.

7) 특히 Cowen and Kroszner(1987)는 학술사적 고찰을 통해, 19세기 초반에서부터 新貨幣經濟學派의 인사를 하는 선구적 學者들이 있었음을 보여주고 있으며, 이들도 新學派들과 마찬가지로 특히(後述하는 바와 같이) 支拂手段과 計算單位機能을 겸하는 貨幣를 오히려 經濟均衡에 대한 교환요인으로 파악하였다고 주장한다.

8) 이하에서의 論議의 일부는 Cowen and Kroszner(1987)를 참조하였다.

레·디플레이션을 완전히 해소할 수 있다고 본다. 즉 計算單位만을 정확하게 정의함으로써, 價格의 決定(price determinacy)을 도모할 수 있고 物價를 안정시킬 수 있다고 본다(Fama, 1980; Hall, 1982a; Greenfield and Yeager, 1983).

다섯째로, 完全自由화된 金融制度下에서 銀行 및 金融部門은 단순히 支拂手段機能만을 하는 去來서비스를 제공하게 되기 때문에 物價 및 實物活動에 영향을 미치지 않는다. 貨幣的 要因에 의한 巨視經濟問題는 사라지게 된다(Fama, 1980).

여섯째로, 政府의 金融規制가 없는 自由放任金融活動(Laissez-Faire Banking)을 선호하며(Fama, 1980), 福祉(welfare) 측면에서 自由放任金融制度가 現 金融規制制度보다 유리하다고 본다(Sargent and Wallace, 1982).

마지막으로, 同 學派는 최근 새로이 활기를 띠고 있는 自由金融學派(Free Banking School)와 같이 銀行活動의 완전한 자유를 선호하면서도 몇가지 중요한 점에서 이들과는 크게 다르다.

우선 自由金融學派는 計算單位와 支拂手段을 겸하는 전통적인 貨幣의 기능을 수용한다. 個別銀行은 자기상표가 표시된 貨幣를 발행하며 貨幣超過發行(인플레이)가능성은, 각 銀行間의 貨幣利用者로부터의 좋은 평판(reputation)을 유지하고자 하는 自由競争에 의해 억제된다고 본다(Klein, 1975; Hayek, 1984; White, 1984a). 나아가 實物貨幣나 政府發行 不換紙幣 혹은 가장 평판이 좋은 銀行貨幣와

같은 중심화폐(a dominant money)가 經濟의 計算單位役割과 최종적 支拂手段으로 가능하며, 銀行(預金)貨幣의 同 中心貨幣로의 궁극적 交換성이 보장되고 각 銀行貨幣間에는 固定換率이 아닌 變動換率이 지배한다(Klein, 1975; Selgin and White, 1987)⁹⁾.

반면에 新貨幣經濟學派는 이미 지적한 바와 같이 기존 화폐의 計算單位와 支拂手段機能을 분리하며, 銀行의 支拂手段發行과 物價와의 관계를 단절하고자 한다. 나아가, 後述하는 바와 같이 銀行貨幣의 어떤 형태로든지의 궁극적 交換성은 인정하지 않는다. 즉 支拂手段과 經濟의 計算單位間의 交換성은 인정하지 않는다¹⁰⁾.

이와 같이 自由金融學派는 金融規制의 완전한 철폐를 통해 政府가 독점하고 있는 화폐발행권을 일반은행에도 허용하여 각종 화폐간의 自由競争을 도모토록 하는 등 金融活動의 自由競争을 선호하며, 新貨幣經濟學派는 더 나아가 기존 支拂制度自體의 새로운 개혁을 주장하는데, 특히 支拂手段으로서의 實物貨幣는 銀行의 會計制度에 의해 대체된다고 본다. 여기서, 自由金融學派의 경우는 交換性(convertibility)의 유지가 필수적인 반면 新學派의 경우는 交換性 自體의 폐지를 주장하고 있다.

2. 新貨幣經濟學派 支拂制度의 內容

Tobin(1963)은 銀行과 非銀行金融機關의 차이는 정도의 차이일 뿐 種類의 차이가 아니며, 정도의 차이도 通貨性 銀行負債 때문이 아니고 단순히 銀行에 대한 支拂準備規制와 利子率規制에 기인한다고 주장하였는데,

9) 추후 自由金融學派에 대해 좀더 자세하게 논의할 수 있는 기회를 가지도록 하겠다.

10) 이 점에 대한 상세한 논의는 바로 다음 節을 참조.

新貨幣經濟學派는 바로 이러한 시각을 그대로 이어받고 있다.

Black(1970), Fama(1980, 1983), Hall(1982a, 1982b, 1983), Greenfield and Yeager(1983, 1986) 및 Yeager(1985) 등은 技術 및 金融革新이 고도화된 경제에 있어서는, 현재와 같은 實物形態의 교환의 媒介手段은 사라지고 모든 去來는 金融機關의 복식부기 방식에 의한 自動計定移替에 의해 결제된다고 상정한다. 이러한 去來서비스는 交換會計制度(Accounting System of Exchange)(Fama, 1980)라 칭할 수 있는데 同 서비스를 제공하는 金融機關은 오늘날의 銀行이라기보다는 오히려 投資基金(Investment Funds)과 유사할 것으로 상정한다. 즉 政府의 金融規制가 없다면 Tobin이 지적한 바와 같이 현재와 같은 銀行, 非銀行의 구별은 사라지고 兼業主義(Universal Banking)에 의한 金融이 일반화된다고 본다. 이들은 資源配分の 왜곡을 초래하는 金融規制의 철폐가 바람직하다고 보고, 나아가 오늘날의 만성적 인플레이션을 해결하기 위해서는 현재의 不換紙幣制度를 철폐하고 새로운 支拂制度를 도입

할 것을 주장한다.

새로운 支拂制度에 대한 가장 구체적인 구상은 Hall(1982a)과 Greenfield and Yeager(1983)에 의해 제시되었으며 後者は 새로운 支拂制度의 명칭을 Black, Fama 그리고 Hall의 두음을 따 BFH 制度(BFH System)라고 명명하였다. 이하에서는 個別著者들의 제안보다도 그룹에 공통적인 요소들을 중심으로 同學派의 支拂制度構想을 요약해 보기로 한다.

우선 貨幣經濟에 있어서 인플레이가 불가피한 것은 무엇보다도 貨幣가 計算單位(unit of account)와 支拂手段(means of payment)의 기능을 겸하기 때문이라고 보고, 이 두 기능이 분리되는 金融 및 支拂制度를 제안한다¹¹⁾. 따라서 이러한 制度下에서는 현존하는 의미의 貨幣는 존재하지 않는다. 物價를 安定시키기 위해 計算單位는 價格變動이 낮은 特定實物財貨나 實物財貨의 바꾸니의 一定單位로 정의함으로써, 오늘날과 같은 支拂手段으로서의 貨幣의 需要供給變動에 따른 物價變動可能性을 배제시킨다. 物價란 기본적으로 價值尺度가 되는 計算單位의 餘他財貨들에 대한 相對價格(相對的 交換比率)을 의미하기 때문에 대표성이 있는 實物財貨들의 바꾸니의 一定單位로 計算單位가 고정된다면 物價는 安定化될 수 있다고 본다¹²⁾.

한편 이 제도하에서는 銀行은 사실상 지금의 投資基金(Investment Funds)과 동일하게 되고 證券業과 銀行業의 분리는 사라진다. 모든 일상의 去來는 銀行이 보유하는 投資計定(例: MFs나 Share Drafts)의 자동이체를 통해 결제되고, 현재와 같은 紙幣나 要求拂預金은 존재하지 않는다. 현존하는 실제적

11) 현재의 貨幣制度는 計算單位가 支拂手段에 의해 정의되기 때문에 支拂手段인 紙幣 및 預金通貨의 需要供給에 의해 計算單位의 相對的 價值, 즉 物價水準이 영향을 받게 된다.

12) 財貨의 바꾸니가 全體經濟의 財貨를 다 포함한다고 한다면 物價는 정의에 의해 항상 1이 될 것이다. 財貨의 바꾸니가 어떤 財貨를 포괄할 것이냐는 論者에 따라 다르다. 예를 들면 Hall(1982a)은 Ammonium nitrate(AN), Copper(C), Aluminum(A)과 Plywood(P)의 일정량을 포함하는 복합상품바꾸니를 ANCAP 달러로 정의하였으며 Greenfield and Yeager(1983)는 여기에다 다른 財貨를 추가할 수 있다고 본다. 後述하는 바와 같이 이들은 計算單位의 선택은 순수한 관습의 문제라고 보기 때문에 일반적으로 計算單位를 측정하는 標準商品(standard commodities)의 선택을 중요하지 않게 보고 있다. Fama(1980)는 심지어 신선한 쇠고기나 원유 등으로 計算單位를 측정할 수도 있다고 본다. 이런 자세에 대한 비판에 대해서는 다음 節을 참조하기 바람.

支拂手段은 銀行이 제공하는 交換會計制度서비스에 의해 대체된다¹³⁾. 따라서 오늘날과 같은 M_1 혹은 M_2 등의 通貨의 개념은 존재하지 않는다. 投資計定の 計算單位로 측정된 가치는 同 計定을 지지(back-up)하는 投資證券의 市場價格에 의해 수시로 변동하게 된다. 同 計定은 현재의 要求拂預金과 같이 去來計定の 기능을 하지만, 同 計定은 要求拂預金과는 달리 外部貨幣(outside money)나 혹은 計算單位의 역할을 하는 實物財貨(바구니)로의 交換性은 인정되지 않는다.

이와 같이 計算單位가 支拂手段에 의해 정의되지 않고 다른 實物財貨로 정의되고, 同 實物財貨에는 支拂手段의 機能이 부여되지 않으며, 새로운 支拂手段에는 計算單位機能이 부여되지 않기 때문에 計算單位와 支拂手段의 분리가 이루어지게 되며, 현재와 같은 개념의 貨幣는 존재하지 않는다. 나아가 支拂手段을 창출하는 銀行에게는 支拂手段의 計算單位測定財貨(바구니)로의 交換義務가 부과되지 않는다.

計算單位를 정의하는 實物財貨의 一定量은 영구적으로 고정되거나(Greenfield and Yeager, 1983), 實物財貨의 需要供給變動에 따른 實物財貨의 市場價格變動이 物價變動을 초래할 가능성을 감안, 필요시 재조정한다(Hall, 1982a). 예를 들면 "원"이라는 計算

單位는 標準實物財貨의 一定量으로 정의되며, 후자의 경우(Hall)는 同 財貨의 供給이 증가하여 그 相對價格, 나아가 元貨의 다른 모든 재화에 대한 相對價格이 반으로 저하(인플레이션 상황)되었다고 한다면, "원"이라는 計算單位를 標準實物財貨의 최초 一定量의 2배로 새롭게 정의함으로써 "원"貨의 交換價值 나아가 物價를 안정시키도록 한다¹⁴⁾. 물론 이 경우에 있어서도 支拂手段의 標準實物財貨로의 交換性은 인정되지 않는다.

이 制度下에서 政府의 역할은 計算單位를 정의하고(Greenfield and Yeager, 1983), 同 計算單位를 國家의 法貨(legal tender)로 선포하는 일(Hall, 1982a) 이외에는 일체 金融이나 支拂制度에 간여하지 않으며 政府 및 中央銀行의 不換紙幣發行 및 金融規制機能은 없어야 한다고 본다.

3. 新貨幣經濟學派에 대한 評價와 批判

新貨幣經濟學派의 通貨制度에 대한 많은 批判(White, 1984b, 1986; McCallum, 1985; O'Driscoll, 1985)에도 불구하고 同 理論은 貨幣理論의 발전에 중요한 긍정적 기여를 했다고 평가할 수 있을 것이다. 이하에서는 먼저 긍정적 측면에 대해 筆者 나름대로의 評價를 시도하고 다시 기존 文獻上의 批判的 視角에 대해 논의하기로 하겠다.

가. 肯定的 評價

우선 同 學派는 貨幣를 보는 시각에 중요한 변혁을 초래하였다. 기존의 시각은 貨幣의 支拂手段機能을 강조함으로써 貨幣의 金

13) 실제적 支拂手段이 존재하지 않고 모든 去來가 銀行計定の 자동적 이체에 의해 이루어진다는 점에서 Greenfield and Yeager(1983)는 그들의 BHF 制度를 복잡화된 바리制度(sophisticated barter system)라고 부르고 있다.

14) Hall의 조정방법은 사실상 S. Jevons의 價值圖表本位制度(Tabular Standard of Value)나 Irving Fisher의 달러報償制度(Compensated Dollar) 등과 같이 紙幣와 金과의 交換比率를 物價指數에 연동시키려는 제안들과 일맥상통한다 하겠다.

정적 기능을 부각시킨 데 반해, 同學派는 오히려 支拂手段과 計算單位(價値尺度)의 기능을 겸하는 貨幣를 기본적으로 經濟에 대한 교란요인으로 파악한다. 經濟의 安定을 유지하면서 貨幣의 純機能(支拂手段機能)을 극대화하기 위해서는 計算單位機能을 支拂手段機能과 분리하는 것이 바람직하며, 이 경우 物價問題는 計算單位의 價値安定을 통해 해결될 수 있다고 봄으로써 貨幣의 機能으로서 支拂手段보다도 價値尺度機能을 강조한다. 결국 同學派는 支拂手段機能에 부수적인 기능으로 파악되던 價値尺度機能을 獨立的 貨幣機能으로 재인식하고 物價와 支拂手段의 공급량과의 도식적 관계에서 벗어나 物價問題는 計算單位의 價値安定問題라는 사실을 재인식하게 되는 계기를 제공하였다고 하겠다.

둘째로, 金融規制, 특히 현재와 같은 支拂準備規制, 要求拂預金에 대한 利子支給制限規制 등의 經濟的 役割, 나아가 貨幣理論의 전개에 있어서의 의의를 재인식하고¹⁵⁾, 脱制

度的 보편타당성을 갖는 貨幣理論의 追求라는 새로운 학문적 흐름을 형성하는 데 기여하였다 하겠다.

셋째로, 政府의 金融規制가 최소화되고, 金融革新이 고도화된 金融制度의 모습을 명시적으로 제시하고, 同制度의 特徵 및 意義를 분석함으로써, 현재 진행중인 各國의 金融自律化의 방향에 대한 가능한 지침을 제공하고 있다. 특히 金融自律化, 金融革新의 진전은 금후 金融制度 및 支拂制度의 安全性을 위협할 가능성이 높다는 기대가 일반적임에 반해, 同學派가 전망하는 投資基金形態의 銀行의 출현은 오히려 支拂制度의 安全性을 높여줄 것이라는 새로운 시사를 주고 있다. 後述하는 바와 같이 投資計定이 支拂計定(支拂手段)의 역할을 수행할 수 있을 것이냐에 대해서는 논란의 여지가 없지 않지만, 投資計定은 Ⅱ章에서 지적한 바와 같이 銀行의 支拂義務가 投資對象證券의 市場價格에 의해 결정되기 때문에 어떤 경우든 銀行의 支拂不能(流動性 不足; illiquidity)事態는 발생하지 않는다. 주지하는 바와 같이 銀行의 流動性 不足은 근원적으로 銀行負債(預金)의 名目價値固定化와, 市場性이 없고 名目價値가 고정되는 貸出業務에서 연유한다. 投資計定을 바탕으로 한 支拂制度는 이러한 銀行의 負債 및 資産側面에서의 문제점을 해소하게 되기 때문에 個別銀行의 支拂不能 및 그에 따른 支拂要求의 暴走(bank run), 나아가 全體制度의 파탄이라는 전통적인 銀行制度의 不安을 해소해 줄 수 있을 것이다. 이러한 측면에서 新貨幣經濟學의 支拂制度는 새로운 평가를 받아야 할 것으로 보인다¹⁶⁾.

15) 여기서 열거한 支拂準備規制와 要求拂預金 利子支給制限이 新學派에 의해 가장 많이 거론되는 金融規制이긴 하지만, 이외에도 Wallace(1983)는 美國에 있어서 美國貯蓄債券(U. S. Savings Bond)의 讓渡性規制(non-negotiability)와 美國財務省證券(U. S. Treasury Bills)의 소액권발행규제가, 無利子 聯邦銀行券(Federal Reserve Notes)의 유통을 도와주는 가장 중요한 요인으로 보고 있다. 이러한 Wallace의 주장에 대한 비판에 대해서는 White(1987)와 Makinen and Woodward(1986)를 참조하기 바람. 여기서 한 가지 주의할 점은, 新學派라고 해서 銀行의 詐欺可能性防止 등 銀行經營의 健全성을 확보하고 거래자를 보호하기 위한 일반적 규제까지를 완전히 철폐할 것을 주장하는 것은 아니라는 점이다.

16) 이러한 측면에서의 新貨幣經濟學의 공헌에 대해서는 아직 충분히 인식되지 못하고 있는 듯하다. 단지, 최근 Goodhart(1988, Chapter 7)에 의해 投資基金銀行制度의 중요성이 부각되기는 하였으나 그도 이러한 制度에 대한 아이디어를 新貨幣經濟學派와 명시적으로 연결시키지 않고 있다.

나. 新貨幣經濟學派에 대한 批判 및 關聯論争

이상과 같은 新理論의 긍정적 공헌에도 불구하고 비판이 없는 것은 아니다. 同 理論의 비판자들은 새로운 支拂制度의 논리적 타당성(logical consistency)을 인정하고 나아가 同 制度가 바람직한 改革案임을 인정하면서도 同 制度의 自生力(viability)이나 實際適用可能性에 대해서 회의적인 시각을 가지고 있다.

1) 支拂手段과 計算單位機能의 分離可能性

우선 가장 중요한 문제로서 貨幣의 支拂手段과 計算單位機能의 分離可能性에 대한 강한 회의가 제기되었다. 이에 관련된 문제를 이해하기 위해서는 우선 計算單位機能에 대한 개념을 명확히 할 필요가 있다고 생각된다. Niehans(1978, Chapter 7)는 貨幣의 기능에 대한 논의에서, 貨幣가 計算單位役割을 한다는 명제는 상당히 혼란을 초래할 수 있는 부정확한 개념이라고 주장한다. 즉 貨幣는 計算單位役割을 수행하는 것이 아니라 計算單位(unit of account)를 측정하는 計算의 媒介手段(medium of account)의 역할을 수행한다는 명제가 더 명확한 개념으로 본다¹⁷⁾.

이런 입장에서 볼 때 진정한 문제는 貨幣의 支拂手段機能과 計算의 媒介手段機能의 分離可能性 與否라고 보아야 할 것이다. McCallum(1985)은 計算單位를 정하는 문제

는 新貨幣經濟學派들이 주장하듯 길이의 단위, 무게의 단위와 같이 순수한 社會慣習에 관한 문제로서 政府의 선포에 의해 마음대로 바꿀 수 있을지 모르나¹⁸⁾, 무엇으로 計算의 媒介手段을 삼을 것이냐 하는 것은 慣習의 문제가 아니고 經濟的 選擇의 문제라고 본다. 따라서 計算의 媒介手段과 支拂手段을 혼용할 것이냐의 여부는 個別經濟主體들의 합리적, 경제적 의사결정에 맡겨야 하며 이를 강제로 분리시키는 제도는 자생력을 가질 수 없다고 본다. 따라서 新學派의 概念上的 오류는 計算의 媒介手段의 선택을 순수한 관습의 문제로 이해하는 데 있다고 본다. 전통적으로 支拂手段의 選擇問題는 여러 각도에서 분석되어 왔지만, 불행하게도 計算의 媒介手段의 선택에 대한 이론적 분석이 전혀不在하기 때문에(Fischer, 1983) 이 문제에 대한 확실한 해답을 구하기는 어렵다 하겠다. 그러나 Niehans는 적어도 支拂手段으로서의 貨幣가 計算의 媒介手段으로서의 기능까지를 수행하지 않는 한, 공통의 支拂手段의 사용에 따른 貨幣經濟의 물물교환경제에 대한 상대적 費用節減效果는 극대화될 수 없다고 본다. 이러한 시각에서 McCallum은 新學派 支拂制度의 自生力 및 實際適用可能性을 부정적으로 보고 있다.

한편 White(1984b)도 貨幣制度의 역사적 진화과정에 대한 고찰을 통해 일반적 支拂手段이 去來費用의 最少化를 위한 經濟的 考慮에 의해 자연스럽게 計算單位의 기능을 겸하게 되었음을 보여주고 있다(pp. 703~704, 711). 計算의 媒介手段과 支拂手段이 분리된 경우, 計算의 媒介手段으로 측정한 支拂手段의 가격은 支拂手段의 需要供給에 따라 가변

17) 예를 들어 '원'이라는 計算單位는 紙幣인 韓國銀行券으로 측정되는 것이지, 韓國銀行券이라는 實物自體가 計算單位라고 할 수는 없다고 보는 것이다.

18) 예를 들면 과거 우리나라에서 計算單位를 '圓'에서 '원'으로 바꾼 예와 같다.

적일 것이며, 동시에 計算의 媒介手段으로 측정된 財貨의 가격도 가변적일 것이기 때문에 財貨와 支拂手段의 교환에 있어서의 去來 및 計算費用은 두 기능이 同一手段에 의해 수행될 경우에 비해 높을 수밖에 없다 하겠다. 이러한 불편을 해소하기 위한 노력의 결과로 두가지 貨幣의 機能이 자연스럽게 결합되게 되었다고 본다.

그러나 이상과 같이 貨幣의 두가지 기능의 분리가 경제적으로 효율적인 것은 아니라 하더라도 논리적으로나 현실적으로 불가능한 것은 아니며(Niehans, 1978, Chapter 7), 역사적으로 분리가 이루어진 예도 없지 않다(Cowen and Kroszner, 1987)는 점이 지적되어야 할 것이다¹⁹⁾.

2) 新學派 支拂制度의 自生力

다음으로 중요한 비판은 新學派가 제시하는 支拂制度의 自生的 出現可能性에 대한 의문의 제기이다. 즉 投資基金計定이 현재와 같은 要求拂預金計定을 압도하고 일반적 支拂手段으로 등장할 수 있을 것인가, 그리고 政府發行 外部貨幣나 商品貨幣 등의 베이스 貨幣(base money)가 부채하는 순수한 交換會計制度에 의한 支拂制度가 가능할 것인가 하는 의문이 제기될 수 있다.

첫번째 문제는, 投資計定の 가치가 투자된

證券의 價格變動에 따라 변동하기 때문에 제기되는 문제이다. 이 경우 投資計定에 대해 去來代金으로 수표를 발행한 時點과 수표를 인수한 사람이 銀行에 支拂要求 혹은 자신의 投資計定에 예입하는 時點 사이에 수표의 實際價値가 변하게 된다. 따라서 去來費用 및 情報費用의 최소화라는 측면에서 볼 때 投資計定을 이용한 去來서비스는, 현재와 같이 그 액면(利子支拂이 허용된다면 이자를 포함) 가격이 사전에 명목으로 고정된 要求拂預金を 이용할 경우에 비해 불리하다 할 수 있다(White, 1984b). 이러한 비판은 去來 및 情報費用을 최소화할 수 있는 특성을 갖는 물건(object)이 일반적 支拂手段으로 등장하게 될 것이라는 명제에 비추어 볼 때 설득력이 있기는 하지만, 사실상 현재의 要求拂預金도 銀行의 파산확률이 零보다 크기 때문에 그 액면이 100% 확실하게 보장되고 있다고 볼 수는 없다는 점이 지적되어야 할 것이다.

두번째 문제는, 支拂制度內에 가장 근본적인 價値基準(anchor)이 존재하느냐 하는 문제와 관련된다. 新學派의 支拂制度는 經濟의 價値尺度로서의 計算單位가 實物財貨에 의해 정의되지만, 支拂手段인 銀行의 投資計定에 대한 권리와, 計算의 媒介手段인 同 實物財貨와의 交換性(convertibility)이 인정되지 않는다. 銀行은 交換義務를 지지도 않으며 따라서 이를 위해 實物財貨를 보유할 필요도 없다(Hall, 1982a; Greenfield and Yeager, 1983)²⁰⁾. 나아가 外部貨幣가 존재하지 않기 때문에 投資計定이 지금과 같이 外部貨幣로 교환되지도 않는다. 따라서 고객의 去來結果를 최종 마무리(決算)하기 위한 銀行間의 結算수단도 따로 존재하지 않게 된다. 예를 들

19) 현실적으로 만성적 高인플레이더에서는 두가지 기능이 분리되는 경향이 있음을 볼 수 있다. 최근 筆者는 아르헨티나의 택시요금산정방법에서 한 예를 볼 수 있었다. 택시의 요금미터는 '포인트'라는 計算單位를 사용하고, 따로 法貨인 Austral과 '포인트'와의 交換比率表가 있어, '포인트'가 Austral로 다시 환산된다. 이는 높은 인플레이더에서 빈번한 택시요금인상에 따른 택시미터의 교정비용 및 그에 따른 불편을 해소하기 위한 것으로 볼 수 있다. 이 制度에서는 택시요금을 인상하기 위해서는 단순히 '포인트'와 Austral의 交換比率만 바꾸면 된다.

20) 이 점이 實物本位制度와의 가장 중요한 차이점이다.

면 A은행은 B은행에 대한 결제계정(clearing account)상의 正의 밸런스(balance)에 대해, 어떤 財貨나 外部貨幣 혹은 그에 대한 권리를 양도받는 것이 아니라 단순히 B은행의 投資計定에 대한 所有權을 이전받게 될 뿐이다. 따라서, 은행간 결제계정상 계속 正의 밸런스를 갖는(經營을 견실하게 하는) 銀行은 항상 負의 밸런스를 갖는(經營을 방만하게 하는) 銀行의 負債證書(投資證書)만을 축적하게 된다. 더구나 이러한 負債證書들은 그 單位價値가 發行銀行에 따라 상이할 것이기 때문에 동질성이 없다. 결국, 모든 銀行은 서로간에 서로의 이질적인 負債證書를 교환하는 결과가 된다²¹⁾. White(1984b; 1986)와 O'Driscoll(1985)은 이와 같이 최종결제(final settlement)수단으로서 外部貨幣(紙幣든 商品貨幣든)가 부재하고, 이질적인 個別銀行들의 負債證書의 교환을 통해 銀行間 결

제가 이루어지는 支拂制度의 自生力에 대해 강한 회의를 제기하고 있다²²⁾.

이러한 新學派의 支拂制度에 대한 비판에 대해 Greenfield and Yeager(1986)는 경험의 축적, 支拂制度에 대한 아이디어의 開發 그리고 通信, 計算 및 記錄保存技術의 進歩에 따라 投資計定을 기초로 한 支拂制度의 諸般 問題點들이 해소되고 궁극적으로는 要求拂預金보다도 投資持分(equity holdings)에 대해 수표를 발행하는 支拂制度가 우세하게 될 것으로 전망하고 있다. 동시에 최종결제수단의 문제에 대해서는, 현재의 不換紙幣도 實物財貨로의 교환성이 인정되지 않고 있다는 점에서 新學派支拂制度下에서의 投資證書와 실제로 다른 바가 없다는 점을 강조하고 있다.

3) 計算單位의 價値安定

마지막으로, 計算單位의 價値安定問題이다. 計算의 媒介手段인 特定實物財貨의 바꾸니에 의해 計算單位를 정의한다 하더라도 支拂手段과 同 財貨와의 교환성이 인정되지 않고, 政府나 銀行에 의해 同 財貨의 리저브가 보유되지 않는 상황에서, 同 바꾸니에 포함되는 財貨들의 個別價格을 항상 計算單位의 정의에 맞게 유지할 수 있을 것인가 하는 심각한 의문이 제기되었다(McCallum, 1985). 우선 財貨바꾸니에 포함된 個別財貨들의 計算單位로 표시된 市場價格이 個別財貨의 需要供給에 의해 변동할 경우 計算單位를 정의하는 이들 財貨들의 특정량의 바꾸니가, 政府에 의한 交換性維持나 리저브保有를 통한 價格安定化 노력이 없이도, 항상 安定的인 價格²³⁾을 유지할 수 있도록 한다는 것은 현실적으로 쉬운 문제가 아니다. Greenfield and

21) 나아가 이러한 문제는 國際間的 결제에 있어서 더 심각하게 발생할 수 있을 것으로 생각된다. 政府의 信認을 바탕으로 하는 표준화된 支拂手段이 아닌 個別銀行의 표준화되지도 않고 交換性도 없는 負債證書가 국제결제를 원활히 해줄 수 있을 것으로 기대하기는 어렵다.

22) 특히 White(1984b; 1986)는, 貨幣는 진화론적 생성 발전과정의 산물로서 市場에 의해 그 가치가 부여되는 貨幣特有的 특성(예: 流動性 혹은 극도의 商品性)을 가지며 規制나 역사적 우연의 산물은 아니라는 Carl Menger의 견해를 따라, 궁극적으로 동질성을 갖는 공통의 支拂手段이 貨幣로서 등장하게 된다고 본다. 이런 점에서 다양한 이질적인 投資計定이 일반적 支拂手段으로 기능할 수 있다는 데 대해 부정적인 입장을 취하고 있다. 만일 Greenfield and Yeager(1986)의 주장과 같이 技術革新에 의해 이러한 제도의 불편이 해소되어 投資計定이 일반대중 사이에 支拂手段으로 자리잡는다 하더라도 궁극적으로 銀行間 決済手段으로서 동질적인 공통의 支拂手段의 필요성은 상존한다고 본다(White, 1986, pp. 850~851). 나아가, White는, 新學派의 支拂制度는 서로 다양한 이질적인 支拂手段을 도입함으로써 바로 이러한 동질적 공통의 支拂手段의 등장을 의도적으로 억제하려는 노력의 결과로 본다.

23) 이때 財貨바꾸니의 價格은 바꾸니에 포함되는 각 財貨의 비중에 의한 個別財貨價格의 加重平均價格을 의미한다.

Yeager(1983)는 이 경우에 각 財貨들의 價格調整의 어려움과 그에 따른 個別財貨市場의 교란효과를 극소화하기 위해 가능한 한 많은 財貨가 바구니에 포함되어야 한다고 주장한다.

관련하여, 더 본질적인 문제는 支拂手段의 基本單位와 計算單位와의 일관성을 유지하는 문제이다. 실령 支拂手段과 計算單位的 기능이 분리된다 하더라도 모든 財貨의 價格은 去來費用의 최소화라는 경제적 유인 때문에 支拂手段의 基本單位로 표시될 것으로 기대된다. 이때, 支拂手段과 基本財貨바구니, 즉 計算單位間的 교환성이 보장되지 않기 때문에 支拂手段의 需要供給에 따라서 支拂手段의 基本單位로 표시되는 價格, 즉 支拂手段의 餘他財貨에 대한 相對價格은 변할 수 있을 것이며, 同 價格이 經濟의 計算單位에 의해 표시되는 價格과 항상 안정적인 관계를 유지할 것으로 기대하기는 어렵다 하겠다. 新學派의 制度內에는 사실상 두가지의 物價概念, 즉 支拂手段 基本單位的 餘他財貨에 대한 相對價格과 經濟의 計算單位的 餘他財貨에 대한 相對價格이 존재할 수 있는데, 교환성 보장이 없을 경우 이 둘간의 일관성 혹은 일치성(conformity)을 유지하기가 어렵다고 할 수 있다²⁴⁾.

이상의 논의에서 알 수 있는 바와 같이 新

24) 이 점에 대한 좀더 자세한 논의는 McCallum(1985)을 참조하기 바람. 이러한 비판은 사실상 支拂手段과 計算單位機能이 궁극적으로 單一貨幣에 의해 수행될 것이라는 인식을 바탕으로 하고 있다. 즉, 실령 다양한 이질적 支拂手段이 허용되더라도 궁극적으로는 하나의 중심적인 공통의 支拂手段이 등장하게 될 것이며, 이러한 支拂手段이 결국은 어떤 형태로든 計算單位機能을 부여받게 될 것으로 보기 때문에 支拂手段 基本單位와 따로 경제내에 존재하는 計算單位間的 일치문제를 제기하게 된다.

理論에 대한 비판이 주로 支拂制度의 自生力, 應用可能性 여부에 초점을 맞추고 있음에 대해, Greenfield and Yeager(1986)는 新理論의 支拂制度가 現通貨制度에 대한 대안으로서 그 所望性(desirability)에 대한 평가가 미흡하다고 지적한다.

IV. 支拂制度의 安全性 提高方案： 新貨幣經濟學의 示唆點

新貨幣經濟學에 대한 여러가지 비판에도 불구하고 한가지 중요한 긍정적 공헌은 앞서서도 지적한 바와 같이 새로운 支拂制度의 銀行模型에서 찾을 수 있을 것이다.

II章 1節에서 논의한 바와 같이 現 支拂制度의 불안전성, 즉 銀行預金引出要求의 폭주에 따른 銀行破產의 擴散可能性은 銀行預金の 外部貨幣로의 固定名目價額 交換性和 銀行資產의 市場性 缺如에 있다 하겠다(Goodhart, 1988, Chapter 7). 이러한 支拂制度上的 不安要因은 現 不換紙幣制度에만 적용되는 것은 아니다. 과거 金本位制度下에서도 銀行은 固定價格으로 銀行貨幣를 금으로 교환해 주어야 하는 交換性維持義務를 지고 있었기 때문에 部分支給準備下에서는 항상 金 交換要求 폭주에 따른 銀行破產可能性이 존재하였다(左承喜, 1988).

이러한 측면에서 볼 때 支拂制度의 安全性을 제고하기 위한 방안으로서 다음과 같은 몇가지 대안을 생각해 볼 수 있을 것이다.

첫째로는, 銀行의 資產運用을 엄격히 규제하는 방안을 생각할 수 있다. 예로서는,

Friedman(1957)과 같이 銀行으로 하여금 100%의 預金支給準備通貨를 보유하도록 하거나, Tobin(1985)과 같이 銀行預金으로 구성된 자금은 貸出資金으로는 사용하지 못하도록 하고 安全性과 流動성이 높은 特定證券에만 투자하도록 함으로써 預金과 特定資產을 명시적으로 연계시키는 방안을 들 수 있다. 또한 Litan(1987)은 Tobin의 경우와 같이 預金으로 구성된 資金을 安全性과 流動성이 높은 증권에만 투자하도록 하되 銀行의 貸出業務는 완전히 분리시켜 다른 종류의 金融機關에 의해 수행하도록 하게 하는 방안을 제안하고 있다. 그러나, 이러한 제안들은 아마도 다른 부수적 조치가 없다면 銀行業務를 가장 이윤이 낮은 業務로 전락시킬 것이다²⁵⁾.

둘째로는, 銀行株式所有者에게 무한책임을 부과함으로써 預金損失可能性을 최소화하는 방법이다. 과거 19세기초 英國 스코틀랜드지방의 自由銀行制度下에서는 일반적으로 株主의 무한책임제도가 채택되었으며, 이런 制度가 銀行에 대한 규제가 없었음에도 불구하고 銀行 및 支拂制度의 安全性維持에 크게 기여하였다(White, 1984a; Selgin and White, 1987).

이상과 같이 銀行預金契約의 기본성격을 유지하면서 안전성을 제고하기 위한 방안과는 달리 新貨幣經濟學派의 주장과 같이 銀行制度自體의 성격전환을 모색해 볼 수도 있

을 것이다. 현실적으로 新貨幣經濟學派의 支拂制度의 자생력에는 한계가 있다 하더라도 그들이 전망하는 銀行制度는 支拂制度의 安全性維持에 새로운 돌파구를 마련해 줄 수 있을 것으로 보인다. 相互基金銀行(Mutual Fund Banking)의 投資計定은 현재의 要求 支拂預金契約과는 달리 投資資產의 市場價格에 따라 그 원금 및 수익이 지불되기 때문에 여하한 投資回收要求의 폭주하에서도 銀行의 流動性不足, 나아가 銀行破産可能性은 사라지게 된다.

최근 Goodhart(1988, Chapter 7)도 이러한 입장에서 相互基金銀行의 의의를 강조하고 이의 도입을 주장하고 있다²⁶⁾. 나아가 최근 Selgin and White(1987, p.451)도, 相互基金銀行의 投資計定이 去來計定으로서 현재의 要求 支拂預金에 비해 열등하다는 주장과 함께 新貨幣經濟學派의 支拂制度를 신랄히 비판했던 White(1984b)의 최초의 입장을 바꿔, 現 支拂制度에 대한 심각한 대안으로 고려하고 있다. 한편 Wallace(1988)도, 預金引出要求의 暴走(bank run)에 대한 해결책으로서 國家에 의한 預金保險制度의 중요성을 강조한 Diamond and Dybvig(1983) 이론의 批判過程에서, 政府에 의한 預金保險制度의 타당성(feasibility)을 부정하고, 대안으로 預金引出要求의 순서에 따라 지급액을 줄여 나가는 제도가 最適解가 될 수 있음을 증명하였는데, 이 결과도 결국 新貨幣經濟學派 銀行模型의 타당성을 지지하는 것으로 볼 수 있을 것이다. 한편, 前述한 Tobin 및 Litan의, 銀行預金과 流動성이 높고 안전한 證券과의 연계방안도 銀行預金の 성격이 MMDA나 Super-NOW 計定 등과 같이 投資計定性格으로 변

25) 부수적 조치로서, 이러한 銀行業務를 수행할 경우, 다른 수익성이 높은 金融業務를 子會社 등을 통해 영위할 수 있는 권한을 부여할 수 있을 것임.

26) Goodhart는 投資基金計定이 發行機關에 따라 서로 상이하기 때문에 발생하는 불편을 해소하기 위해 各機關이 발행하는 投資計定을 공통의 基本投資單位로 측정하고, 同 單位가 기본적인 支拂手段의 단위로 기능하도록 할 수 있다고 본다. 현재, 美國에서도 個別 MMMFs들이 投資計定の 標準化를 시도하고 있다. 예를 들면, '몇 달러짜리 share draft' 등으로 投資計定에 대해 표준화된 권리증서를 발행한다.

모되는 추세가 강화됨에 따라서는 사실상 相互基金銀行과 본질적으로 다를 바가 없게 될 것이다²⁷⁾.

나아가 左承喜(1988)는 實物本位制度和 관련하여 市場價格에 의한 交換制度를 주장하였는데, 여기서 흥미있는 것은 相互基金銀行形態의 銀行業務는 넓게 볼 때 市場價格에 의한 交換制度의 범주에 포함된다는 점이다. 이런 점에서 支拂制度의 安全性 提高方案으로서 新學派의 相互基金銀行을 포함하는 第3의 提안을 "市場價格에 의한 交換制度"라고 칭할 수 있을 것으로 보인다.

市場價格에 의한 交換制度를 도입할 경우 新學派의 支拂制度와는 달리 현재의 不換紙幣制度를 實物本位制度로 전환하고 현재와 같은 貨幣의 기능을 유지하면서도 新學派와 같이 金融에 대한 규제를 대폭 완화하여 金融自律化 및 새로운 金融革新의 利點을 극대화하는 방안도 가능할 수 있을 것이다. 이 경우 市場價格에 의한 交換制度는 實物本位制度의 가장 큰 문제점인 通貨의 交換性維持에 따르는 支拂制度上的 불안요인을 원천적으로 제거하는 데 기여할 것이며, 따라서 支拂制度의 安全性維持를 위한 통상의 金融規制도 더 이상 필요치 않게 될 것이다. 同制度下에서 銀行은 新學派의 相互基金銀行과 유사한 형태를 취하게 될 것이다²⁸⁾.

27) 이 점은 Tobin의 최근 訪韓時 筆者가 私席에서 그와의 토론을 통해 확인하였으며, 더구나 그는 지금 현재도 MMDA, Super-NOW 등의 銀行預金과 MMMFs와는 사실상 다를 바가 없다고 보고 있다. 또한 그는 新學派의 貨幣機能分離案은 현실성이 없어 보이나 그들의 銀行制度는 본질적으로 그의 提案(Tobin, 1985)과 유사하다고 보고 있다.

28) 同 提案을 포함하여, 추후 "市場價格에 의한 交換制度"에 대해 좀더 자세하게 논의할 수 있는 기회를 가지도록 하겠음.

V. 結論：韓國의 金融制度 改善方向에 대한 示唆

최근 韓國의 金融自律化, 金融革新은 새로운 轉機를 맞이하고 있다. 貸出金利의 自由化, 間接規制에 의한 通貨管理方式의 導入, 競争誘導를 위한 金融產業에의 進入自由의 확대와 金融機關間的 業務領域의 재조정 노력 등 새로운 변화가 모색되고 있다. 金融革新側面에서는 최근에 先進國의 MMMFs와 유사한 投資金融會社의 現金管理口座(CMA), 證券會社와 投資信託會社의 BMF, 投資信託會社의 株式型受益證券 등이 도입되는 등 특히 非銀行金融機關들을 중심으로 새로운 高受益金融商品導入이 적극화되고 있다. 여기서 무엇보다도 중요한 문제 중의 하나는 業務領域調整과 관련하여 銀行과 證券業務의 분리문제라 하겠다. 예를 들어, 현재의 CMA, BMF, 株式型受益證券 등이 先進國의 MFs 처럼 支拂計定の 역할을 수행할 수 있도록 하고 銀行의 證券投資範圍를 확대하는 등의 兼業主義 원칙을 도입할 것이냐 아니면 종래의 專業主義를 고수할 것이냐 하는 결정은 대단히 어려운 政策課題가 아닐 수 없다.

銀行의 安全性問題는 銀行이 支拂制度上的 중추적 기관이라는 사실 때문에 항상 중요한 政策問題가 되어 왔다. 美國에 있어서 銀行의 證券投資 및 證券貸出에 대한 엄격한 제한조치 및 투자은행의 預金受取禁止 등은 1930년대초의 金融恐慌 경험에서 연유한다. Friedman and Schwartz(1963, Chapter 7)

는, 同 金融恐慌은 1929년의 證券市場暴落에 따라 債券을 포함한 證券投資 및 證券貸出에 적극적이던 銀行의 資産價値가 暴落하게 됨으로써 결국 광범위한 銀行破産이 일어나게 되었다고 본다²⁹⁾. 이러한 가설은, 아직도 美國에 있어서 金融을 보는 기본시각이 되고 있으며 金融自律化 論議에 있어 강한 영향력을 미치고 있다. 그러나 이 가설은 銀行의 負債가 固定名目價値를 가지는 경우에만 성립하게 된다는 점을 인식할 필요가 있다. 따라서 自由화된 兼業主義下的 銀行의 형태가

新貨幣經濟學派의 銀行, 즉 相互基金銀行形態를 취하게 된다면 이미 지적한 바와 같이 銀行의 安全性은 오히려 더 제고될 수 있을 것이며 銀行의 資産運用에 대한 규제는 불필요하게 될 것이다. 이런 맥락에서 볼 때 만일 投資基金計定이 측정단위의 표준화가 이루어지는 등 支拂手段으로서 對要求拂預金 競爭力을 갖추어 간다면 장기적으로 兼業主義의 수용 등 自律化 이후의 支拂制度의 安全性問題에 대해 지나치게 우려할 필요는 없을 것으로 사료된다. 금후 우리나라의 金融制度改編에 있어서도 특히 장기적으로 兼業主義의 수용여부문제를 논함에 있어 이러한 시사점을 충분히 감안하는 것이 바람직할 것으로 사료된다.

29) Rockoff(1974)와 Rolnick and Weber(1982)도 美國의 19세기 중반 自由金融時代에 있어서 銀行破産의 주요원인이 詐欺銀行(Wildcat Banking)보다는 銀行의 主要投資 및 保有資産이었던 州政府債券價格下落에 있었다고 보고 있다.

▷ 參 考 文 獻 ◁

- 朴英哲, 「金融의 革新과 金融發展의 推移」, 金秉柱·朴英哲, 『韓國經濟와 金融』, 第6章, 1984.
- 全國銀行聯合會, 『美·日의 金融自由화와 銀行經營』, 1986.
- 左承喜, 「암스텔담銀行의 스미스金融理論上の 意義와 世界通貨制度 改善方向에 대한 示唆」, 『韓國開發研究』, 1988 겨울호.
- Black, Fischer, "Banking and Interest Rates in a World without Money", *Journal of Bank Research*, 1, Autumn 1970.
- Brunner, Karl and Alan Meltzer, *The 'New Monetary Economics', Fiscal Issues and Unemployment*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Series, Vol. 23, 1985.
- Corrigan, Gerald E., "Are Banks Special?", Annual Report, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1982.
- Cowen, Tyler and Randall Kroszner, "The Development of the New Monetary Economics", *Journal of Political Economy*, Vol. 95, No. 3, 1987.
- Diamond, Douglas W. and Philip H. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity", *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, 1983.
- Downes, John and Jordan E. Goodman, *Dictionary of Finance and In-*

- vestment Terms, Barron's Educational Series, Inc., New York, 1985.
- Fama, Eugene F., "Banking in the Theory of Finance", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 6, 1980.
- _____, "Financial Intermediation and Price Level Control", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, 1983.
- Fischer, Stanley, "A Framework for Monetary and Banking Analysis", *The Economic Journal*(Conference Papers), 1983, pp. 1~16.
- Friedman, Milton, *A Program for Monetary Stability*, Fordham University Press, New York, 1957.
- _____, and Anna J. Schwartz, *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton University Press, Princeton, 1963.
- Goodhart, Charles, *The Evolution of Central Banks*, The MIT Press, 1988.
- Greenfield, Robert L. and Leland B. Yeager, "A Laissez-Faire Approach to Monetary Stability", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 15, No. 3, August 1983.
- _____, "Competitive Payments Systems: Comment", *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 4, September 1986.
- Hall, Robert E., "Explorations in the Gold Standard and Related Policies for Stabilizing the Dollar", Robert Hall(ed.), *Inflation: Causes and Effects*, Chicago, The University of Chicago Press, 1982a.
- _____, "Monetary Trends in the United States and the United Kingdom: A Review from the Perspective of New Developments in Monetary Economics," *Journal of Economic Literature*, December 1982b.
- Hayek, Friedrich A., "The Future Unit of Value", Pascal Salin(ed.), *Currency Competition and Monetary Union*, Martinus Nijhoff Publishers, The Hague, 1984.
- King, Robert G., "On the Economics of Private Money", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, 1983.
- Klein, Benjamin, "The Competitive Supply of Money", *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. VI, November 1975.
- Litan, Robert E., *What Should Banks Do?*, The Brookings Institution, Washington, D.C., 1987.
- Lown, Cara S., "Money Market Deposit Accounts Versus Money Market Mutual Funds", *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, November 1987.
- Makinen, Gail E. and G. Thomas Woodward, "Some Anecdotal Evidence Relating to the Legal Restrictions Theory of the Demand for Money", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, April 1986.
- McCallum, Bennett T., "Bank Deregulation, Accounting Systems of Exchange, and the Unit of Account: A Critical Review", Karl Brunner and Allan Meltzer(eds.), *The 'New Monetary Economics', Fiscal Issues and Unemployment*, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 23, 1985.
- Niehans, Jurg, *The Theory of Money*, The Johns Hopkins University Press, 1978.
- O'Driscoll, Gerald P., "Money in a

- Deregulated Financial System", *Federal Reserve Bank of Dallas Economic Review*, May 1985.
- Rockoff, Hugh, "The Free Banking Era", *Journal of Money, Credit and Banking*, 6, May 1974.
- Rolnick, Arthur J. and Warren E. Weber, "Free Banking, Wildcat Banking, and Shinplasters", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Fall 1982.
- Sargent, Thomas J. and Neil Wallace, "The Real-Bills Doctrine Versus the Quantity Theory: A Reconsideration", *Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 6, 1982.
- Selgin, George A. and Lawrence H. White, "The Evolution of a Free Banking System", *Economic Inquiry*, July 1987.
- Stern, Gary H., Thomas M. Supel, and Danny Quah, "Money Market Mutual Funds Are Hardly Money", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Summer 1984.
- Tobin, James, "Commercial Banks as Creators of Money", Dean Carso (ed.), *Banking and Monetary Studies*, Irwin, Homewood, 1963.
- _____, "Financial Innovation and Deregulation in Perspective", *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, Vol. 3, No. 2, September 1985.
- Wallace, Neil, "A Legal Restrictions Theory of the Demand for 'Money' and the Role of Monetary Policy", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Winter 1983.
- _____, "Another Attempt to Explain an Illiquid Banking System: The Diamond and Dybvig Model with Sequential Service Taken Seriously", *Quarterly Review*, Federal Reserve Bank of Minneapolis, Fall 1988.
- White, Lawrence H., *Free Banking in Britain*, Cambridge University Press, 1984a.
- _____, "Competitive Payments Systems and the Unit of Account", *The American Economic Review*, Vol. 74, No. 4, September 1984b.
- _____, "Competitive Payments System: Reply", *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 4, September 1986.
- _____, "Accounting for Non-interest-bearing Currency: A Critique of the Legal Restrictions Theory of Money", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 19, No. 4, November 1987.
- Yeager, Leland B., "Deregulation and Monetary Reform", *The American Economic Review*, May 1985.