

개별 주가수익률에 있어서 유동성과 상관관계 小考

김 종 권*

이 논문은 주식시장에서 유동성이 감소될 경우 단기에 있어서 주가수익률의 하락현상에 대한 상관관계와 관련된 것이다. 그리고 주식시장에서의 유동성 감소가 기업들의 수익성 악화로 연결될 수 있는지와 관련된 연구를 하였다. 분석결과에 따르면, 한국에 있어서 Granger 인과성 검정결과와 충격반응분석, 분산분해 분석결과에 따르면 채산성 증감률의 경우 코스피수익률보다 코스닥수익률에 더 영향이 큼을 알 수 있었는데, 이는 소형주가 자금사정에 더 민감함을 반영하고 시차도 길게 반영되고 있음을 나타내고 있다. 이는 주식시장에서의 유동성 감소가 기업들의 수익성 악화로 연결되는데, 대형주에 비해서는 소형주에 보다 영향을 크게 미칠 수 있음을 시사하고 있다.

1. 서 론

이 논문은 주식시장에서 유동성이 감소될 경우 단기에 있어서 주가수익률의 하락현상에 대한 상관관계와 관련된 것이다. 그리고 주식시장에서의 유동성 감소가 기업들의 수익성 악화로 연결될 수 있는지와 관련된 연구를 하기로 한다.

한편 Campbell, Grossman, and Wang(1993)은 유동성이 풍부할 경우 주가에 대한 긍정적인 영향이 비교적 오랜 시간에 걸쳐 지속될 수 있음을 증명하고 있다. 이들은 소형주일수록 가격하락 시에 주가 수요에 대한 가격탄력성이 작음을 실증적으로 나타내고 있다. 그리고 주가 하락은 공적 정보(public information)의 부족과 주식시장에서 주식 매도에 의하여 이루어진다고 설명하고 있다. 이에 따라 투자자들이 포트폴리오를 구성할 때 해당 주식들이 거래가 활발하게 이루어지는 지와 수익률 상황 등을 잘 살펴봐야한다고 주장한다.

Avramov, Chordia, and Goyal(2006)은 주식시장에서 유동성이 감소될 경우 단기에 있어서 주가수익률이 하락할 수 있음을 주간 및 월간단위의 데이터를 통하여 실증분석하고 있다. 한편, 이 분석에서는 이러한 단기 주가하락은 경우에 따라서 장기간에 걸쳐 지속될 수도 있음을 시사하고 있다. 특히 소형주에 있어서 대형주보다는 이러한 현상들이 두드러지고 있음도 밝혀내고 있다. 주식시장의 유동성과 관련한 국내연구에서 김병기(2010)는 기업들의 자금조달 원활화를 위하여 금융시장의 제도개선과 금융기관의 경쟁력 강화 필요성을 제기하고 있다.

* 신홍대 세무회계학

Lehmann(1990)과 Jegadeesh(1990)은 주간 및 월간단위의 다양한 포트폴리오의 주가 수익률 들 간 시계열 상관을 살펴보면 별다른 영향이 없는 것으로 나타나고 있다. 이는 주가수익률에 대한 예측가능성 측면에서 높지 않다는 의미이고, 시장의 효율성이 떨어져서 발생하는 것으로 판단된다. 이를 식으로 표현하면 다음 식 (1)과 같다.

$$R_{jt} = \alpha_t + \beta_t R_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

여기서 R_{jt} 는 j라는 포트폴리오의 t시점 주가수익률을 의미하며, R_{jt-1} 는 j라는 포트폴리오의 t-1시점 주가수익률을 나타낸다. 이와 반대로 임병진(2010)은 2003년 5월 26일부터 2009년 2월 16일까지 KOSPI 200 선물과 NIKKEI 225 간에 정(+)의 상관관계 현상이 존재함을 밝히고 있는데, 서로 다른 국가의 주식들 간에도 이러한 현상이 발생할 수 있으므로 분석기간과 분석방법 등에 있어서 좀 더 많은 연구결과가 있어야 한다고 판단된다.

한편, Avramov, Chordia, and Goyal(2006)은 포트폴리오의 주가수익률에 관련하여 특정기간 동안의 주간 단위 실증분석에서 다음과 같은 사실을 발견하고 있다. 포트폴리오의 주가수익률 성과가 낮은 주식과 소형주는 성과가 높은 주식과 대형주에 비하여 변동성(volatility)이 커짐을 알 수 있었다. 이러한 특징은 데이터를 월간 단위로 확장시켰을 경우에도 동일한 결과가 도출되었다.