

通貨安定證券의 發行이 株式收益率에 미치는 影響에 관한 研究

A Study on the Effects of Issuing Monetary
Stablizing Bond on Stock Returns

金 承 卓*
(Kim, Seung Tak)

目 次

- I. 序 論
 - II. 文獻 研究
 - III. 通貨安定證券의 影響
 - IV. 實證分析 및 結果
 - V. 要約 및 結論
- 參考文獻

I. 序 論

近來 우리나라의 株式市場은 85년 이래 3여 년간 持續된 好況과 88년 이후의 계속된 浸滯를 거듭하는 不安定한 모습을 보이고 있다. 이러한 株式市場의 成長, 變化는 기본적으로 우리의 國民總生産, 輸出 등 實物經濟의 發展을 代辦해 주는 結果이다. 따라서 여러 가지 實物經濟變數 들이 株式價格에 미치는 影響에 대하여 관심이 高潮되었다. 여러 가지 巨視經濟變數 들 중에서 通貨量의 影響은 오래 동안 國內, 外 학자들의 研究의 關心이 되어 왔었다. 대체적으로 通貨量의 增加

* 尙志大學校 經商大學 經營學科 轉任講師

는 株價를 上昇시키고 통화량의 減少는 株式價格을 下落시키는 것으로 알려져 있다.

특히 지난 87년과 88년의 兩大 選舉와 또한 同期間의 국제수지 黑字 등에 起因하는 莫大한 通貨量의 증가에 對應하기 위해서 通貨當局은 많은 量의 通貨安定證券(Monetary Stabilizing Bond)를 發行하기 시작하였다. 그 후 通貨安定證券의 發行殘額은 계속 증가하여 국내 通貨量의 주요한 구성요소가 되었으며 市中의 資金事情에 큰 영향을 끼쳐 오고 있다. 通貨量의 變化가 株式市場에 미치는 영향에 관해서는 국내에도 이미 많은 研究가 있으나, 總通貨의 많은 부분을 차지하는 通貨安定證券의 영향에 관해서는 거의 研究가 없는 實情이다.

本 研究의 目的은 通貨安定證券의 發行이 우리나라의 株式市場에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하는데 있다.

먼저 通貨量과 株式價格 사이의 關係에 관한 많은 국내, 외 研究結果를 요약한 뒤, 우리나라의 통화안정증권의 發行現況과 問題點 등을 조사한다. 이를 통하여 통화안정증권의 發行이 투자가, 특히 機關投資家의 자금 사정을 경색시키게 되어 株式價格을 압박할 수 있다는 “機關資金壓迫假設”을 設定한다.

實證分析을 위해서는 1984년 1월부터 1989년 12월까지 5년 間의 月別 통화안정증권 發行잔액 변화율과 종합주가지수 수익율을 두 변수로 하는 單純回歸, 多重回歸分析模型을 세우고 이를 檢定하였다. 그 결과 통화안정증권의 發行은 株式價格을 하락시키게 된다는 資金壓迫假設의 結論을 확인하였다. 특히 통화안정증권의 發行은 發行되는 그 달에만 株式市場에 영향을 미치고, 그 외의 時差的인 영향은 발견할 수 없었다. 즉, 통화안정증권의 發行으로 因한 株式市場의 영향은 단기적인 현상이라는 것을 알 수 있다. 이것은 현재 오랜 浸滯를 거듭하고 있는 우리나라 株式市場의 浮揚策에 拷問하고 있는 政策當局에게 示唆點이 될 수 있을 것이다.¹⁾

本 研究는 5개 章으로 構成된다. 序論에 이어서 2장에서는 通貨量과 株式間의 關係에 관한 研究 들을 요약하였다. 3장에서는 통화안정증권의 影響에 관한

1) 예를 들면 1989년 말 증권 당국은 은행, 투신 등 금융기관을 통한 자금공급에 의하여 침체된 증권 시장을 부양시키려 했지만 단기적인 효과만을 거둘 수 있었다.

假說을 導出하고 4장에서는 實證分析과 그 結果를 적었으며 끝으로 5장에서 要約, 結論으로 마무리 된다.

II. 文獻 研究

1. 外國의 研究

通貨量과 株價 間의 關係는 크게 두가지 서로 다른 理論的 模型에 根據하여 수행되어 왔다. 그 하나는 貨幣的 資產選擇理論(Monetary Portfolio Theory)으로서 通貨量의 變化가 각 資產의 收益率 결정에 중요한 역할을 하고 또한 전체적으로 通貨量 變化가 時差(Lag)를 가지고 자산 수익율에 영향을 미친다는 것이다. 또 다른 이론은 効率的 市場假說(Efficient Market Hypothesis)로서 株式市場 참가자들이 株式價格의 決定에 관련된 情報들을 정확히 價格에 반영시키기 때문에 過去의 通貨量 資料는 이미 과거 株式價格에 반영되어서 現在株價에 영향을 미칠 수 없다는 理論이다.

1) 貨幣的 資產選擇理論 立場의 研究

첫째, Sprinkel의 研究(1964)

그는 1918년부터 1963년 사이의 月刊資料의 6개월 移動平均(Moving Average)을 산출하여 株價指數와 通貨量의 최고점과 최저점의 움직임을 圖表를 통하여 비교, 분석하였다. 결과를 보면 통화성장의 최고점에서 15개월 후에 株價의 최고점이 뒤따르고 通貨증가의 최저점에서 2개월 후에 株價의 低點이 형성되고 있음을 발견하여 이에 의한 투자법칙을 提示하였다. 그러나 Sprinkel의 투자법칙은 그의 標本期間에는 잘 적용이 되지만 그 이후의 기간에서는 通貨增加率의 변동 자체가 불규칙하고 또 그 주기가 15개월보다 짧아져서 적절한 투자방법이 될 수 없음이 지적되었다. 방법론에서도 道표이용기법이 그 推論에서 誤謬를 발생할 소지가 높다. 또 경기변동의 전환점이 事後的(expost)으로 밝혀지기 때문에 투자자들이 事前的(ex-ante)으로 이용하기 힘들다.

둘째, Homa and Jaffe의 研究(1971)

이들은 1960년부터 1969년까지의 分期別 資料를 이용하고 회귀분석 방법에 의

거하여 株式價格과 通貨量 間의 關係를 분석하였다. 먼저 株價水準을 從屬變數로 하고 名目通貨量과 通貨增加率을 獨立變數로 한 회귀분석 결과에서 株價는 名目通貨量과 그 增加率 그리고 1分期 이전의 增加率에 의해서 97%가 설명됨을 보였다. 또 이들은 通貨量 豫測模型을 追加로 설정하고, 위의 회귀분석 결과에 기초한 投資戰略을 수립하여 그 수익성을 조사한 결과 通貨量과 株價사이의 有意的인 關係를 實證해 보였다.

세제, Hamburger and Kochin의 研究(1972)

이들은 단기적 분석으로는 1956—1970년까지의 分期別 資料를 이용하고 장기적 분석으로는 1880—1970년까지의 年평균 資料를 이용하며, 주된 분석방법은 회귀분석을 이용하였다. 단기분석의 결과 株式이 債券보다 더 밀접한 화폐의 代替財가 되고 있음을 보였다. 즉 通貨量의 變化는 長期債券市場보다, 株式市場에 단기적인 영향을 크게 미치는 것으로 나타났다. 장기분석의 결과 通貨量 變化가 株價에 좀더 복잡한 영향을 미치는 것을 보였다. 즉, 通貨量의 變化가 長期債券의 收益率과 기업의 純利益의 變化를 통하여 株價에 영향을 미치는 間接的인 영향이 존재하고 있음을 보여주고 있다. 이들 研究의 特徵은 장기채권수익율, 기업순이익 등과 같은 변수와 함께 通貨量과 株價 사이의 關係를 분석하고 있다는 것이다.

네제, Darrat의 研究(1987)

Darrat는 1960년부터 1982년까지의 영국과 서독의 분기별 자료를 이용하였다. 분석 방법을 보면 뒤에서 언급할 Sorenseon (1982)의 방법을 그대로 採用하고 있다. 단 期待通貨量을 決定하는 요소로써 인플레이션, 산업생산, 이자율, 경상수지 등을 이용한다. 이들을 이용하여 推定된 期待通貨量 (Expected Money Supply)을 계산하고 實際通貨量과 비교하여 非期待通貨量 (Unexpected Money Supply)을 계산해 낸다. 그리고 이들 期待, 非期待通貨量 각, 각과 株價 間의 相關關係를 분석하였다. 그 결과 미국의 경우와는 다르게 영국과 서독의 경우 過去의 期待通貨量에 관한 情報가 現在의 株價를 설명하는데 有用하다는 것을 발견하고 이것은 効率的 資本市場의 이론과 配馳된다고 하고있다.

2) 効率的 資本市場理論 立場의 研究

첫째, Cooper의 研究(1974)

Cooper는 貨幣的資產選擇理論과 効率的市場理論을 결합하여, 通貨量이 株價를 決定하는 주요 要因이 되는가? 또 株式市場이 効率的이라면 株價의 變化가 通貨量 變化를 앞서가는지를 조사하였다. 그는 1964년에서 1970년까지의 월간자료를 이용하였다. 방법론상의 특징으로는 분광분석(Spectral Analysis)을 사용하였다. 期待通貨增加率로는 과거의 通貨量 增加率과 本源通貨의 增加率을 이용하였다. 그 결과 期待通貨增加率은 3차의 자동회귀모형 [Auto-Regressive: AR(3)]인 것으로 나타났고, 전체적으로 株式收益率이 通貨增加率을 1 내지 3개월 정도 앞서는 것으로 밝혀졌다. 즉, 通貨增加率이 株式收益率 決定에 영향을 미치되, 그 영향의 시차는 逆으로 株式수익율이 앞서는 것이다. 이것을 株式市場이 미래의 通貨量の 變化를 豫測하여 反映한다는 것으로 해석하였다.

둘째, Rozeff의 研究(1974)

株價와 通貨量 間의 관계에 관한 가장 완벽한 연구는 Rozeff에 의해서 수행되었다. Rozeff는 1916년부터 1970년까지의 월별자료를 이용하여 전체기간을 여러 小 期間으로 구분하여 각 기간별로 영향을 분석하였다. 주된 결과를 보면 前期($t-1$)의 通貨增加率을 今期(t)의 기대通貨增加率로 보고 비기대 通貨增加率과 株式收益率 間의 회귀분석 모형을 추정했다. 그는 독립변수에 포함되는 通貨增加率의 時差에 따라서 과거의 增加率만 포함하는 경우, 현재, 과거를 포함하는 경우 및 현재, 과거, 미래를 모두 포함하는 경우 등, 3가지 모형의 회귀방정식을 추정하였다. 그 결과 현재, 미래가 모두 포함되는 경우가 과거항만 포함된 경우보다 훨씬 더 有意的인 것을 발견하였다. 이것은 미래의 通貨增加率이 현재의 株價에 영향을 미치고 있다는 것을 의미함으로 결국 株式市場이 미래 通貨量の 變化를 예측하여 現在에 반영시킨다는 効率的 市場理論을 지지하는 결과인 것이다.

셋째, Rogalski and Vinso의 研究(1977)

이 研究는 株式收益率과 通貨增加率 사이의 구체적인 因果關係分析(Causality Analysis)을 수행한 것이다. 1963년부터 1974년까지의 월간자료를 이용하고 Haugh(1976)의 잔차교차상관 방법(Residual Cross Correlation Method)을 이용하여 株式收益率과 通貨增加率 間의 因果關係를 분석하였다. 그 결과 두 시계열이 상호

인과관계(Bi-directional causality)를 갖는 것을 확인하였다. 그러나 通貨量 자료의 모집, 발표에 시차를 고려하여, 전체적으로 株式收益率이 通貨量 變化를 앞서가는 것으로 결론지었다. 이것은 Cooper, Rozeff 등의 결과와 일치하는 것이어서 効率的 市場假說을 지지하였다.

네째, Sorenson의 研究 (1982)

그는 거시경제학의 合理的期待假說(Rational Expectation)에 입각한 Barro (1977)의 期待通貨增加率 방정식을 이용하여 期待通貨增加率을 추정하고, 실제 通貨增加率에서 期待通貨增加率을 차감한 부분을 非期待通貨增加率 변수로 사용한다. 최종적으로 株式收益率을 從屬變數로 하고 期待通貨增加率을 獨立變數로 하여 회귀분석을 실시하였다. 분석 결과 過去の 期待通貨增加率은 現在の 株式收益率을 설명하는데 有意的이지 못하고, 未來의 期待通貨增加率은 現在の 株式收益率을 설명하고 있음을 보였다.

2. 國內의 研究

이分野의 國內의 研究로는 대체로 다음과 같은 것이 있다. 문 재도(1986)는 Barro의 期待通貨增加函數를 이용하여 국내의 분기별 期待通貨增加函數를 추정하고 이에 따른 非期待通貨增加를 계산하였다. 그리고 株式收益率이 期待通貨增加率 및 非期待通貨增加率과 어떠한 時差關係를 갖고 있는지 조사하였다. 그 결과 1분기(3개월) 전의 기대통화增加率이 株式收益率에 체계적으로 陽(+)의 영향을 미치고 있는 것을 발견하였고 이것을 우리나라 株式市場이 通貨量情報에 대해서 非効率的인 증거로 제시하였다. 이 상빈(1987)은 월간 자료를 이용하여 주가수익율과 通貨增加率간의 관계를 Rozeff의 방법에 따라 조사하였다. 特徵은 市場 전체의 反應뿐 아니라 각 產業別 影響의 차이를 알아보기 위해 각 산업별 주가지수를 이용하여 產業別 分析을 하였다는 것이다. 결과를 보면 거의 모든 산업에 있어 과거 3개월 시차의 通貨增加率이 株式收益率에 영향을 미치고 있다. 이기영(1988)의 연구는 Rogalski and Vinso 경우와 같이 株式收益率과 通貨增加率간의 계량경제학적 인과관계(Econometric Causality)를 측정하는 것이다. 그는 Hsiao (1979)의 다변수자동회귀모형(Vector Autoregression: VAR)을 이용하여 두변수가 서로 서로 因果關係가 있는 쌍방인과관계(Bi-directional causality)를 발견했

다. 그 時差를 보면 株式收益率은 通貨增加率에 2개월의 時差를 두고, 通貨增加率은 株式收益率에 5개월의 時差를 두고 影響을 미치는 것으로 나타났다.

국내의 연구 들을 종합해 보면 通貨量의 증가는 2 내지 3 개월의 時差를 가지고 株式市場에 陽(+)의 影響을 미치는 것으로 요약된다. 다음 장에서는 通貨量 조절의 주요 수단인 通貨安定證券에 관해 언급한다.

III. 通貨安定證券의 影響

1. 通貨安定證券의 發行

오늘날 대부분의 國家에서는 그 나라의 通貨量을 적당히 조절함으로써 政策當局의 경제적 目標을 달성하려는 通貨信用政策은 아주 일반화 되어 있다. 또 이 통화신용정책은 대체로 다음과 같은 세가지 手段을 이용한다.

첫째, 公開市場操作

둘째, 再割引率政策

셋째, 支拂準備率政策

이 중에서 再割引率政策은 상업어음 등에 賦課되는 公定할인율의 變動을 통하여, 支拂準備率政策은 예금은행의 법정지불준비율의 變化를 통하여, 각각 間接적으로 市中의 流動性을 조절하는 方法이다. 두 政策은 共に 價格機能에 의한 市場機構를 통하지 않고 需要에 따라 當국의 自意的인 判斷으로 시행된다. 반면에 公開市場操作은 中央은행이 民間투자자를 대상으로 단기정부증권이나 기타 유가증권을 賣買함으로써 금융기관과 民間이 보유하고 있는 通貨信用의 量을 직접적으로 조절하는 政策이다. 일반적으로 경제구조가 고도화 되고 금융기능이 발달함에 따라, 보다 정확한 政策效果를 기대할 수 있는 公開市場操作 수단이 많이 이용되고 있다.

우리나라의 경우 최근에 와서 通貨安定證券의 發行을 통한 公開市場操作이 通貨調節의 주요 수단으로 되고 있다. 우리나라의 公開市場操作은 1961년 “通貨安定證券法”이 제정되어 예금은행을 대상으로 한 強制賣買를 통하여 制限적으로 실시되었고, 그 후 1970년도에는 증권회사, 보험회사 등으로 그 대상 기관이 확대

되고, 1980년도에는 개인투자자의 통안증권 매입이 가능하게 되었으나, 1980년도 중반까지는 주요 政策手段이 되지 못하였다. 그러나 1986년 국제수지가 赤字로 전환되면서 해외부문에서 막대한 量의 通貨增發이 야기되자, 보다 효과적인 通貨管理手段으로서 公開市場操作의 필요성이 부각되어, 1986년 4월 제 2 금융권과 일반투자자 등에 대한 통안증권의 일반매출을 확대하였고, 同年末에 韓國銀行 內에 公開市場操作室을 설치하여 10개의 증권회사와 7개의 단자회사를 通貨安定證券의 전문 딜러(Dealer)로 지정하였다. 또 통화안정증권 발행잔액이 總通貨에서 차지하는 비율은 1983년 불과 1.4%에서 표1과 같이 증가하였다.

표 1. 통화안정증권 발행잔액의 총통화에 대한 비율의 변화

년 도	85	86	87	88	89
비율 (%)	4.6	18.1	20.3	31.3	29.5

자료출처 : 한국은행 조사통계월보에서 재작성

그러나 현재의 통안증권은 다음과 같은 많은 문제점을 안고 있다. 첫째, 채권의 滿期는 현재 364日 物로만 되어 있고, 滿期가 도래한 채권의 상환을 위하여 더 많은 채권이 發行되어지는 악순환이 거듭되고 있다. 둘째, 現在 發行收益率이 년 12.5% 내외로 경직되어 운용되고 있다. 셋째, 引受方式에 있어서 은행, 증권회사, 투자신탁회사, 보험 단자회사, 기타 금융기관으로 분류하여 通貨當局의 필요에 따라 일정량을 배정하여 強制로 引受시키는 방식을 택하고 있다. 이 強制引受方式은 債券市場의 收益率構造를 歪曲시키고, 株式市場의 不安을 야기시키는 原因이 되고 있다고 한다.²⁾

2) 이것에 관해서는 김 유곤(1989)을 참조.

2. 通貨安定證券의 發行이 株式市場에 미치는 影響

앞에서 지적한 바와 같이 국내의 公開市場操作의 거의 유일한 수단으로써 通貨安定證券이 發行되고, 그 發行方法도 強制 配定에 의한 引受를 택하고 있다. 참고로 88년 6월과 90년 6월 현재 각 기관별 배정 비율은 다음과 같다.

88년 6월 현재	증권회사 : 35%
	투자신탁회사 : 15%
	보험 및 단자회사 : 20%
	농협 및 기타 : 10%
90년 6월 현재	은 행 : 40%
	보험 및 단자회사 : 25%
	투자신탁회사 : 15%
	증권회사 : 10%
	기 타 : 10%

이 같은 通貨安定證券의 인수기관들은 모두 株式市場의 주요 기관투자자들인데 이들이 많은 量의 통안증권을 인수하게 되면 株式市場 內에서 활발한 주식 거래를 위한 資金에 壓迫을 받게 된다. 심지어는 通貨安定證券의 引受資金을 마련하기 위하여 自己 保有 株式을 매각해야 하는 지경에 이르는 것이다. 국내 株式市場에서 기관투자자들이 차지하는 비중이 점차 증대되어 온 것을 고려한다면³⁾ 이러한 過多한 通貨安定證券의 발행이 기관투자자의 자금 사정을 악화시키고, 기관투자자의 위축된 자세는 다른 조건이 동일하다면, 주식에 대한 수요를 감소시켜서 곧 株式價格의 하락을 가져올 것이다.³⁾

특히 株式市場이 弱勢局面에 처해 있어서 기관투자자의 활발한 개입에 의한 증시안정화가 요구되는 시기에 기관투자자들이 악화된 자금 사정으로 적극적으로 개입할 수 없다면 증시불안이 쉽게 해소되지 못할 수 있는 것이다. 통안증권

3) 국내 증시에서 기관 투자자들의 역할에 관해서는 이 덕훈, 장 충식(1987) 참조.

의 강제인수로 인하여 각 기관투자가 들의 자금사정이 경색되어 주식수익율의 하락이 기대되는 현상을 機關資金壓迫假說(Institute Pressure Hypothesis)"⁴⁾로 이름하여 本 研究의 주된 분석 가설로 설정해 본다.

IV. 實證分析 및 그 結果

1. 模型의 設定 및 資料

通貨安定證券의 발행이 機關投資家 들의 자금사정을 壓迫함으로서 株式市場에 미치는 영향을 분석하기 위해 獨立變數로는 每月別 通貨安定證券 發行殘額을 선택하였다. 이것은 每月 總發行額에서 償還額을 차감한 純增加額을 累積的으로 합하여 나타낸 수치이다. 이 發行殘額의 變化率이 市中 機關投資家, 나아가서 개인투자자들의 자금사정을 잘 나타낸다고 보는 것이다. 從屬變數로는 每月別 平均 綜合株價指數의 收益率을 사용하였다. 여기에서 株式收益率을 매 월말 기준이 아닌 월 평균으로 한 것은 월간자료인 通安증권과의 일치성을 고려하였기 때문이다.

먼저 월평균 종합주가지수의 수익율(SR_t)과 통화안정증권 발행잔액변화율(BR_t)사이에 다음과 같은 단순회귀분석모형을 설정한다.

$$SR_t = a + b BR_t + e_t \text{ ----- (1)}$$

단 BR_t: 발행잔액변화율 = $(B_t - B_{t-1}) / B_{t-1}$

SR_t: 주식수익율 = $(S_t - S_{t-1}) / S_{t-1}$

B_t: t월의 통화안정증권 발행잔액

S_t: t월의 평균종합주가지수

한편 通貨安定證券의 발행이 時差(Lag)를 두고 株式市場에 영향을 미치는지 여부를 조사하기 위해 式(2)와 같은 다중회귀모형을 분석한다.

$$SR_t = a + \sum_{i=1}^n b_i BR_{t-i} + e_t \text{ ----- (2)}$$

實證分析을 위한 期間은 1984년 1월부터 1989년 12월까지의 5년간 60개월을 선택하였다. 이 기간은 통화안정증권의 月刊資料를 구할 수 있는 거의 최대의 기간이다. 平均 株價指數 資料는 한국증권거래소 발행 “株式” 紙에서 구하였고, 통화안정증권의 발행잔액은 韓國銀行의 통계조사월보에서 구하였다. 특히 통안증권의 발행잔액의 88년이전 자료는 신증증권발행 “신영투자” 88년 9월호에 요약되어있고 그 이후의 자료는 대우증권발행 “調查月報”에 잘 요약되어 있다.

2. 實證分析의 結果

먼저 식 (1)의 단순회귀분석의 推定 結果는 다음과 같다.

$$SR_t = 0.09 - 0.49 BR_t$$

(4.90) (-4.23) $R^2 = 0.31$

단, 괄호안의 수치는 t값임.

이 결과를 보면 동일한 時点의 株式收益率과 通貨安定證券 發行殘額의 變化率 間에는 강력한 陰(-)의 관계가 존재함을 알 수 있다. 따라서 통안증권의 발행잔액이 증가하면 市中 機關投資家의 자금을 압박하여 株式價格을 하락시킨다는 “資金壓迫假說”의 타당성을 어느 정도 뒷받침한다고 볼 수 있다. 대략 통안증권 발행잔액이 10% 정도 增加하면 주식수익율은 5% 정도 下落하는 것으로 나타났다. 또 이 결과는 최근 수년간의 과다한 通貨安定證券의 發行이 株式價格의 하락을 가져왔다는 일반투자자들의 믿음을 뒷받침하는 것이다.

두 변수간의 3개월의 시차적 영향을 분석한 多衆回歸分析의 結果는 다음과 같다.

$$SR_t = 0.06 + 0.13 BR_{t-1} - 0.14 BR_{t-2} - 0.04 BR_{t-3}$$

(1.8) (0.74) (-0.70) (-0.18)

단, 괄호안의 값은 t값 $R^2 = 0.02$

이 결과를 보면 통안증권 변화율의 1, 2, 3 개월의 시차변수가 모두 통계적으로

有意하지 못하다. 시차를 1개월, 2개월, 6개월로 변화시켜 보아도 역시 有意的인 시차변수를 발견할 수 없었다. 따라서 통화안정증권의 발행은 발행된 후 한달 이상의 시차를 두고 주식시장에 영향을 미치는 것 같지는 않았다. 오직 발행 당시 그 달의 주식가격에 陰(-)의 영향을 미치는 것 같다. 이것은 우리나라의 주식시장이 통화안정증권의 발행이라는 情報에 대해서 어느 정도 効率的이라는 것을 나타낸다고 볼 수 있을 것 같다.

그러나 이 것은 通貨(M₁)나 總通貨(M₂)는 2-3개월의 時差를 갖고 주식시장에 영향을 미치기 때문에, 通貨量이라는 情報에 관해서 국내 주식시장이 非効率的이라는 2장의 국내 연구들의 결과와는 약간의 차이를 보여준다. 그 것은 투자자들이 總通貨량 변수 보다는 통화안정증권이라는 微視的인 要因을 더 중요하게 생각하고 관심을 가지기 때문이 아닌가 추측된다.⁴⁾

V. 要約 및 結論

1986년 이후 通貨量 조절을 위해 많은 量의 通貨安定證券이 발행되고 있으며 전체 通貨量 중에서 通安證券이 차지하는 比率도 30% 정도로 커졌다. 本研究은 우리나라 주식시장에서 이 통화안정증권의 발행이 株式收益率에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석하고자 했다.

먼저 通貨量과 株價 사이의 관계를 연구한 문헌들을 그 주장의 차이에 따라 화폐적자산선택이론 입장과 효율적자본시장이론 입장으로 크게 나누어 정리하였다. 우리나라 연구의 대체적인 결론은 通貨量이 株式收益率을 약 2내지 3개월 앞서서 영향을 미친다는 것 이었다.

현재 通貨安定證券은 만기 1년의 단기할인채 형태로 경직된 이자율로 발행되고 있고 그 소화방법도 각 금융기관별 강제인수에 의한 배정 형식을 취하고 있다. 따라서 通安證券의 배정량이 늘어나면 주식시장의 주요 기관투자가 들인 이들 금융기관들의 자금이 압박을 받게되고 이 것은 곧 株式收益率을 하락시키게 될

4) 통안증권변화율을 기대부분과 비기대부분으로 구분하여 각각의 효과를 살펴보는 것이 이 의문의 해답에 도움이 될 수 있을 것이다. 그러나 그러한 연구는 결론부분에서 앞으로의 연구 방향으로 언급하였다.

것이다. 通安證券발행에서 예상되는 이러한 효과를 “資金壓迫假說”로 이름하였다.

1985년 1월 부터 1989년 12월 까지의 60개의 월별, 通安證券 발행잔액 변화율과 평균종합주가지수 수익율 두 변수를 사용한 회귀분석을 통하여 자금압박가설을 검정하였다. 그 결과는 通安證券발행의 1% 증가는 동 기간의 株式收益率을 0.5% 하락시키는 것으로 나타났다. 총 通貨量이 株式收益率에 2~3 개월의 시차를 가지고 영향을 미치는 데 반해서 通安證券은 발행 당시의 즉시적 영향만 끼치는 것으로 나타났다. 이 것은 通安證券의 株式市場에서의 영향은 상당히 단기적이라는 것을 의미한다.

이것이 갖는 정책적 시사점은 통화신용정책의 목표(Target)가 증권시장일 때는 통화당국은 중 장기적 효과를 기대하기 어려울 수 있다는 것이다. 또 이 결과를 通安證券 자체가 모두 만기 1년의 단기채권으로 구성되어 있다는 문제점과 결합해 보면, 통화관리를 위한 中期 정도의 通貨安定證券의 발행이 필요하다는 것을 시사해 준다.

보다 깊이 있는 분석을 위해서는 通安證券의 증가를 기대부분(Expected part)과 비기대부분(Unexpected part)으로 나누어 보는 것이 도움이 될 것이다.

앞으로 기대되는 또 다른 연구 방향으로는 총통화의 직접 구성부분인 본원통화나 현금 등과 종합적인 관계에서 株式市場에 미치는 영향을 분석해 보는 것도 생각해 볼 수 있다.

參 考 文 獻

1. 김 영백, 강 지광, “공사채 유통시장의 구조변화와 육성방안,” 한국은행 조사통계월보, 1990년 6월.
2. 김 유근, “국채관리정책과 통화관리,” 한국은행 조사통계월보, 1989년 6월.
3. 문 재도, “통화량 변동과 주식수익률 간의 관계에 관한 실증분석,” 한국과학기술원 경영과학과 석사학위논문, 1987.
4. 이 기영, “주가와 통화량 간의 인과모형,” 계간대신투자, 1986.
5. 이 덕훈, 장 충식, “증권시장의 발달과 기관투자자의 역할,” 한국개발연구원, 1987
6. 이 상빈, “주가와 통화량 간의 인과관계에 관한 실증적 연구,” 쌍용투자, 1986.
7. 허 창수, “공개시장조작의 현황과 과제,” 한국신용평가(주) 연구조사보고, 1988.
8. Barro, R. J., “Unanticipated Money Growth and Unemployment in the United States,” *American Economic Review*, 67 (March 1977), PP. 101—115.
9. Cooper, R. V. L., “Efficient Capital Markets and the Quantity Theory of Money,” *Journal of Finance*, 29 (June 1974), pp. 909—921.
10. Darrat, A. F., “Money and Stock Prices in West Germany and the United Kingdom: Is the Stock Market Efficient?,” *Quarterly Journal of Business and Economics*, (Winter, 1987), pp. 20—35.
11. Hamburger, M. J. and L. A. Kochin, “Money and Stock Prices: The Channels of Influence,” *Journal of Finance*, 27 (May 1972), pp. 231—249.
12. Haugh, L. D., “Checking the Independence of Two Covariance—stationary Time Series: A Univariate Residual Cross—correlation Approach,” *Journal of the American Statistical*

-
- Association, 71 (June 1976), pp. 378—385.
13. Homa, K. E. and D. M. Jaffee, "The Supply of Money and Common Stock Prices," *Journal of Finance*, 26 (December 1971), pp. 1045—1066.
 14. Kraft, J. and A. Kraft, "Common Stock Prices: Some Observations," *Southern Economic Journal*, (January 1977), pp. 1365—1367.
 15. Rogalski, R. J. and J. d. Vinso, "Stock Returns, Money Supply, and the Direction of Causality," *Journal of Finance*, 32 (September 1977), pp. 1017—1030.
 16. Rozeff, M. S., "Money and Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, 1 (September 1974), pp. 243—302.
 17. Sorensen, E. H., "Rational Expectation and the Impact of Money on Stock Prices," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 17 (December 1982), pp. 649—662.
 18. Sprinkel, B. W., *Money and Stock Prices*, (Homewood: Richard Irwin, 1964).