

# 집권정당별 주식거래량과 경기의 관련성에 대한 연구

김 종 권\*

Heath and Tversky(1991)에 따르면, 투자자들은 자신들이 잘 안다고 느끼는 확실한 투자자산에 투자를 하는 경향이 강하다고 주장한다. 그리고 이러한 경향은 해외분산투자(internationally diversified portfolio)와 거래빈도에서도 여실히 나타나고 있으며, 성향으로는 주로 남성과 소득수준이 높거나 교육수준이 높은 투자자들 사이에서 발생되고 있다. 반면에 여성과 소득수준이 낮거나 교육수준이 낮은 투자자들은 거래빈도도 상대적으로 적고 스스로의 확실성이 부족하기 때문에 해외분산투자의 경향도 적은 것을 알 수 있었다. 이에 대한 연구로는 French and Porteba(1991)이 대표적이다. 따라서 모호성의 회피(ambiguity aversion) 정도가 투자자 자신들이 잘 안다고 느끼는 확실한 자산에 대한 투자와 연결되는 것이다.

## 1. 실증분석

### 1.1 기초 통계량 분석

본 연구에서 사용되는 각종 자료들은 1980년 9월부터 2011년 7월까지의 월별자료를 기준으로 하였다. 집권정당은 전두환대통령정부(1980년 9월~1988년 2월), 노태우대통령정부(1988년 2월~1993년 2월), 김영삼대통령정부(1993년 2월~1998년 2월), 김대중대통령정부(1998년 2월~2003년 2월), 노무현대통령정부(2003년 2월~2008년 2월), 이명박대통령정부(2008년 2월~2011년 7월)로 구분하였으며, 또한 경제의 효율성과 형평성에 따라 보수정부(전두환대통령정부~김영삼대통령정부, 이명박대통령정부)와 진보정부(김대중대통령정부~노무현대통령정부)로 구분하였다.

본 연구에서 사용한 자료는 한국은행 경제통계검색시스템을 이용하여 통화증가율과 회사채수익률(장외3년 AA-등급), 주가수익률, 산업생산 및 경기동행지수 증가율을 사용하였다. 그러나 외환위기 이후에는 한국은행법 개정과 함께 물가안정 목표제(inflation targeting)를 채택하면서 통화량보다는 금리를 중시(credit view)하는 통화정책을 수행함에 따라 김대중대통령정부에서의 자료부터는 통화량 대신 금리지표를 중심지표로 채택하여 분석하였다. 그리고 본 논문에서 사용한 각각의 변수들은 물가상승률을 차감하여 실질화하였다.

\* 신홍대 세무회계학과

<표 1> 통계치 요약 (단위 : %)

구분	평균	표준편차	구분	평균	표준편차
회사채수익률(장외3년, AA- 등급)			경기동행지수 증가율		
전두환대통령정부			전두환대통령정부	0.02	0.9
노태우대통령정부			노태우대통령정부	-0.11	0.5
김영삼대통령정부			김영삼대통령정부	-0.15	1.0
김대중대통령정부	8.8	3.3	김대중대통령정부	0.30	1.0
노무현대통령정부	5.2	0.6	노무현대통령정부	0.24	1.0
이명박대통령정부	5.7	1.2	이명박대통령정부	0.06	0.8
보수정당	5.3	1.3	보수정당	-0.05	0.8
진보정당	7.0	2.0	진보정당	0.27	1.0
통화증가율			주가수익률		
전두환대통령정부	1.7	1.5	전두환대통령정부	1.6	6.6
노태우대통령정부	1.3	1.2	노태우대통령정부	-0.2	7.8
김영삼대통령정부	1.1	0.9	김영삼대통령정부	-0.3	9.2
김대중대통령정부	0.6	1.2	김대중대통령정부	1.2	13.2
노무현대통령정부	0.4	1.0	노무현대통령정부	1.7	6.0
이명박대통령정부	0.4	0.8	이명박대통령정부	0.6	6.7
보수정당	1.1	1.1	보수정당	0.4	7.6
진보정당	0.5	1.1	진보정당	1.5	9.6
산업생산증가율(전산업, 원지수)			인플레이션율		
전두환대통령정부	0.7	5.9	전두환대통령정부	0.4	0.7
노태우대통령정부	0.01	5.9	노태우대통령정부	0.5	0.5
김영삼대통령정부	0.3	6.2	김영삼대통령정부	0.4	0.5
김대중대통령정부	0.7	6.2	김대중대통령정부	0.2	0.4
노무현대통령정부	0.5	6.7	노무현대통령정부	0.2	0.4
이명박대통령정부	0.4	7.4	이명박대통령정부	0.3	0.4
보수정당	0.4	6.4	보수정당	0.4	0.5
진보정당	0.6	6.5	진보정당	0.2	0.4
상장주식거래증감률					
전두환대통령정부					
노태우대통령정부					
김영삼대통령정부	7.0	39.1			
김대중대통령정부	8.9	38.7			
노무현대통령정부	0.8	21.1			
이명박대통령정부	2.4	22.3			
보수정당	4.7	30.7			
진보정당	4.9	29.9			

- 주 1 : 통화증가율(M2기준, 말잔), 산업생산증가율, 경기동행지수증가율, 인플레이션율, 주가수익률, 상장주식거래 증감률은 월별 전기대비 증감율을 사용하였으며 물가상승률을 차감하여 모두 실질화하였다.
- 2 : 회사채수익률 보수정당은 시계열 관계상 이명박대통령정부만을 대상으로 하였으며, 통화증가율은 시계열상 말잔 기준을 사용하였다.
- 3 : 상장주식거래증감률은 시계열 관계상 김영삼대통령정부부터 시작하였다.

<표 1>은 각각의 자료에 대한 통계치를 요약시킨 결과를 보여 주고 있다. <표 1>에서 살펴 볼 수 있는 바와 같이 보수정당에서 보다 진보정당이 집권한 경우에 있어서 산업생산증가율과 경기동행지수 증가율, 주가수익률이 높았음을 알 수 있었다. 반면에 통화증가율은 보수정당에서 진보정당 보다 높았고 인플레이션율도 보수정당에서 높은 수준을 유지함을 알 수 있었다. 회사채수익률은 시계열 상 보수정당과 진보정당으로 나누어 구분하는 것은 의미가 없다. 단지 노무현대통령정부에서는 저금리로 인하여 높은 주가수익률로 이어졌으나, 이명박대통령정부에서는 인플레이션을 상승과 이에 따라 노무현대통령정부에 비하여 약간 회사채수익률이 높아진 특징을 나타내고 있다. 상장주식거래증감률은 보수정당과 진보정당에서 큰 차이점을 발견하지는 못했다.

### 1.2 집권정당에 대한 거시경제변수의 경제효과

한국의 경우에 있어서 거시경제적 요소들이 주가수익률과 상장주식거래증감률, 경기동행지수증가율에 대한 예측력이 있는가를 분석하기 위해서는 먼저 거시경제변수들과 주가수익률, 상장주식거래증감률, 경기동행지수증가율 사이에 어떤 관련성이 있는가를 조사하기로 한다. 즉, 거시경제변수들과 주가수익률, 상장주식거래증감률, 경기동행지수증가율 사이의 인과성(causality)의 방향을 결정할 수 있는지를 조사하여야 한다. 이러한 인과성검정은 주가수익률과 상장주식거래증감률, 경기동행지수증가율, 거시경제적 요소들의 변동성으로 구성되는 VAR모형으로서 추정이 가능하다. 이를 위해서는 다음 몇 가지 가설이 필요하다. 본 연구에 필요한 첫 번째 가설은 거시경제 요소들이 주가수익률, 상장주식거래증감률, 경기동행지수증가율을 설명할 수 있다는 것이다. 두 번째 가설은 주가수익률과 상장주식거래증감률, 경기동행지수증가율, 거시경제변수 사이에 인과성(causality)의 방향이 존재한다는 것이다.

이상의 가설을 토대로 하여 본 연구의 VAR모형을 구성하면 다음 식(1)과 같다.

$$\begin{aligned}
 S_t &= c_1 + \sum_{i=1}^k \alpha_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \beta_i I_{t-i} + \sum_{i=1}^k \gamma_i V_{t-i} + \sum_{i=1}^k \delta_i M_{t-i} + \sum_{i=1}^k \rho_i R_{t-i} + U_{S_t} \\
 I_t &= c_2 + \sum_{i=1}^k \varepsilon_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \zeta_i I_{t-i} + \sum_{i=1}^k \eta_i V_{t-i} + \sum_{i=1}^k \theta_i M_{t-i} + \sum_{i=1}^k \sigma_i R_{t-i} + U_{I_t} \\
 V_t &= c_3 + \sum_{i=1}^k \iota_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \kappa_i I_{t-i} + \sum_{i=1}^k \lambda_i V_{t-i} + \sum_{i=1}^k \mu_i M_{t-i} + \sum_{i=1}^k \tau_i R_{t-i} + U_{V_t} \\
 M_t &= c_4 + \sum_{i=1}^k \nu_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \xi_i I_{t-i} + \sum_{i=1}^k \omicron_i V_{t-i} + \sum_{i=1}^k \pi_i M_{t-i} + \sum_{i=1}^k \upsilon_i R_{t-i} + U_{M_t} \\
 R_t &= c_5 + \sum_{i=1}^k \phi_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \chi_i I_{t-i} + \sum_{i=1}^k \psi_i V_{t-i} + \sum_{i=1}^k \omega_i M_{t-i} + \sum_{i=1}^k \iota_i R_{t-i} + U_{R_t}
 \end{aligned} \tag{1}$$

식(1)에서  $S_t$ 는 주가수익률,  $I_t$ 는 인플레이션율,  $V_t$ 는 경기동행지수증가율,  $M_t$ 는 통화증가율 또는 회사채수익률(김대중대통령정부와 노무현대통령정부),  $R_t$ 는 상장주식거래증감률을 의미한다. 한편, 이들 국내 변수들은 주가수익률과 상장주식거래

증감률, 경기동행지수증가율의 상관계수를 토대로 0.4 이상의 유의성이 있는 변수들로 선정하였다. 따라서 식(1)에서는 이들 변수로 구성된 5개의 축약형회귀방정식을 나타내고 있다. 한편,  $c_i$ 는 상수항이며 설명변수  $S_t, I_t, V_t, M_t, R_t$  앞의 그리스문자는 모수이다. 표준 VAR모형에서 각 회귀방정식의 잔차항  $U_{S_t}$ 와  $U_{I_t}, U_{V_t}, U_{M_t}, U_{R_t}$ 는 평균이 0이며 분산-공분산( $\Omega$ )이 정의 부호를 갖는 대칭행렬을 가정하고 있다.

본 연구에서는 식(1)의 변수들을 측정함에 있어 단위근을 갖는 변수는 차분 방법을 이용하여 변수를 안정화(stationary)시킨 후 회귀방정식을 분석하였다. 즉, 이번 연구에서는 ADF(Augmented Dickey-Fuller) 검증의 결과 노무현대통령정부의 회사채수익률과 김영삼대통령정부의 경기동행지수증가율의 경우 1차차분한 이후 1%의 수준에서 안정성(Stationary)을 가짐을 알 수 있었다. 각각의 정부들에서 나머지 변수들은 각각 1%와 5%의 수준에서 안정성을 갖고 있었다.

<표 2> 단위근 검정결과(ADF)

구 분	전두환 대통령정 부	노태우 대통령정 부	김영삼 대통령정 부	김대중 대통령정부	노무현 대통령정부	이명박 대통령정부
회사채수익률				-4.6727	(-0.9141) -3.9468	-3.4272**
통화증가율	-4.3724	-4.0609	-5.1266	-2.9611**	-4.0208	-5.1050
인플레이션율	-3.1932**	-4.3424	-3.9395	-6.3843	-7.2957	-4.8060
경기동행지수증가율	-4.3426	-4.8968	(-1.1544) -6.3465	-4.8484	-6.5038	-3.2502**
주가수익률	-4.9982	-5.1674	-6.0042	-4.0351	-4.0082	-4.8637
상장주식거래증감률			-5.7909	-6.6930	-5.3960	-5.8508

주 1 : 맥키넨 임계치(MacKinnon critical values)를 기준으로 하였으며, 각각의 정부 기간동안은 1% -3.5398, 5% -2.9092, 10% -2.5919이었고, ( )는 수준변수이다.

2 : \*\*는 5% 유의수준에서 통계적 유의성이 있음을 의미한다.

3 : 굵은 숫자는 1차차분 후 1%에서 안정성을 보인 것을 의미한다.

또한 본 연구에서 사용한 표본수는 400개이고, 월별자료에 대한 기준을 참조하여 시차는 3으로 정하였다. 시차를 달리하였을 경우 오차항에 시계열상관에 대한 Box Pierce 통계량에서 시계열상관이 없는 것으로 나타났다.

또한 요한슨 공적분 검정결과를 보면 단위근이 존재한다는 가설을 모두 기각하고 있어서 본 연구의 시계열 자료는 I(0)과정으로 안정적 시계열임을 나타내고 있다. 본 논문에서는  $S_t, I_t, V_t, M_t, R_t$  다섯 변수 사이에 공적분관계가 없다고 가정하고 VAR모형을 추정하였다.

본 연구에서는 안정적 시계열  $\{S_t, I_t\}, \{I_t, V_t\}, \{S_t, V_t\}, \{I_t, M_t\}, \{S_t, M_t\}$ ,

$\{I_t, R_t\}$ ,  $\{V_t, M_t\}$ ,  $\{M_t, R_t\}$ ,  $\{S_t, R_t\}$ ,  $\{V_t, R_t\}$  등에 대하여 Granger 인과검정을 수행하였다. Granger 인과검정은, 예를 들어 안정적인 시계열  $\{S_t, V_t\}$ 가 있는 경우에 다음과 같은 식 (2)를 통하여 설명할 수 있다.

$$\begin{aligned} S_t &= \gamma + \sum_{i=1}^k \rho_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \phi_i V_{t-i} + \varepsilon_{St} \\ V_t &= \alpha + \sum_{i=1}^k \beta_i S_{t-i} + \sum_{i=1}^k \theta_i V_{t-i} + \varepsilon_{Vt} \end{aligned} \quad (2)$$

위 식(2)에 의한 Granger 인과검정은 각 회귀방정식에서 해당변수의 시차가 모두 종속변수의 미래치를 예측하는 데 아무런 영향을 미치지 않는다는 가설로 검정한다. 예를 들면, 위의 식(2)의 예에서  $S_t$ 가  $V_t$ 를 Granger 인과성을 갖고 있다는 가설은  $V_t$ 의 회귀식에서  $S_t$ 의 과거변수들의 계수가 모두 0이라는 가설을 검정함으로써 알 수 있다. Granger 인과성 검정 결과를 표로 나타내면 <표 3>과 같다.

<표 3>에서 얻어진 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 전두환대통령과 노태우대통령정부 기간 중에는 통화정책 변수의 외생성(exogenous)이 뚜렷하지 못했던 시기로 파악되었다. 여기서 외생성의 순서는 정책적으로 다른 변수들의 변화에 의해 영향을 상대적으로 적게 받는 순서를 채택하였다. 둘째, 김영삼대통령 정부 들어서부터 통화정책의 외생성이 나타나면서, 통화가 증가하면서 인플레이션율에 영향을 주고 이는 다시 경기동행지수증가율과 추가수익률에 긍정적인 작용을 하였다. 셋째, 김대중대통령 정부 기간 중에는 회사채수익률에 따른 금융정책을 실시하였지만 특별한 외생성은 나타나지 않은 시기로 판단된다. 넷째, 노무현대통령정부 기간 동안에는 금리하향 안정세가 뚜렷하였지만 인플레이션이나 경기동행지수증가율과 추가수익률로 이어지는 뚜렷한 금융정책의 통계적 유의성은 보이지 않고 있다. 한편 회사채수익률의 하락 안정세에 따른 유동성장세로 인하여 거래량이 증가한 특징을 보여 주고 있다. 다섯째, 이명박대통령정부에서는 회사채수익률의 외생성이 두드러지면서 경기동행지수증가율과 추가수익률을 통하여 일어나는 경기동행지수증가율로의 영향이 있는 시기로 판단된다.

<표 3> Granger 인과성 검정 결과

국가	구분	F-통계치(p값)	구분	F-통계치(p값)
전두환대 통령정부	주가수익률→인플레이션율	3.525(0.033)**	인플레이션율→경기동행지수증가율	0.523(0.594)
	인플레이션율→주가수익률	0.400(0.671)	경기동행지수증가율→인플레이션율	0.924(0.400)
	주가수익률→경기동행지수증가율	1.703(0.188)	인플레이션율→통화증가율	2.741(0.070)** *
	경기동행지수증가율→주가수익률	2.598(0.080)**	통화증가율→인플레이션율	1.334(0.268)
	주가수익률→통화증가율	1.753(0.179)	경기동행지수증가율→통화증가율	1.459(0.238)
	통화증가율→주가수익률	0.064(0.937)	통화증가율→경기동행지수증가율	1.839(0.165)
노태우대 통령정부	주가수익률→인플레이션율	0.805(0.452)	인플레이션율→경기동행지수증가율	0.044(0.956)
	인플레이션율→주가수익률	1.459(0.241)	경기동행지수증가율→인플레이션율	1.378(0.260)
	주가수익률→경기동행지수증가율	1.509(0.229)	인플레이션율→통화증가율	5.247(0.008)*
	경기동행지수증가율→주가수익률	0.739(0.482)	통화증가율→인플레이션율	1.711(0.189)
	주가수익률→통화증가율	0.462(0.631)	경기동행지수증가율→통화증가율	2.418(0.098)** *
	통화증가율→주가수익률	0.478(0.622)	통화증가율→경기동행지수증가율	1.132(0.329)
김영삼대 통령정부	주가수익률→인플레이션율	5.362(0.007)*	인플레이션율→경기동행지수증가율	6.298(0.003)*
	인플레이션율→주가수익률	6.213(0.003)*	경기동행지수증가율→인플레이션율	4.933(0.010)
	주가수익률→경기동행지수증가율	4.056(0.022)**	인플레이션율→통화증가율	1.679(0.195)
	경기동행지수증가율→주가수익률	4.444(0.016)**	통화증가율→인플레이션율	4.590(0.014)**
	주가수익률→통화증가율	3.269(0.045)**	경기동행지수증가율→통화증가율	0.811(0.449)
	통화증가율→주가수익률	4.482(0.015)**	통화증가율→경기동행지수증가율	3.912(0.025)**
	상장주식거래증감률→통화증가율	0.006(0.993)	상장주식거래증감률→인플레이션율	1.887(0.161)
	통화증가율→상장주식거래증감률	0.257(0.774)	인플레이션율→상장주식거래증감률	0.104(0.901)
	상장주식거래증감률→경기동행지수증가율	4.628(0.013)**	상장주식거래증감률→주가수익률	0.339(0.713)
	경기동행지수증가율→상장주식거래증감률	0.158(0.853)	주가수익률→상장주식거래증감률	1.518(0.228)
김대중대 통령정부	주가수익률→인플레이션율	0.533(0.589)	인플레이션율→경기동행지수증가율	2.077(0.134)
	인플레이션율→주가수익률	2.299(0.010)	경기동행지수증가율→인플레이션율	2.221(0.117)
	주가수익률→경기동행지수증가율	0.094(0.909)	인플레이션율→회사채수익률	0.401(0.671)
	경기동행지수증가율→주가수익률	4.876(0.011)**	회사채수익률→인플레이션율	0.883(0.418)
	주가수익률→회사채수익률	4.589(0.014)**	경기동행지수증가율→회사채수익률	0.090(0.913)
	회사채수익률→주가수익률	1.348(0.267)	회사채수익률→경기동행지수증가율	0.591(0.556)
	상장주식거래증감률→회사채수익률	1.454(0.242)	상장주식거래증감률→인플레이션율	0.087(0.916)
	회사채수익률→상장주식거래증감률	1.096(0.341)	인플레이션율→상장주식거래증감률	0.839(0.437)
	상장주식거래증감률→경기동행지수증가율	0.072(0.929)	상장주식거래증감률→주가수익률	0.693(0.504)
	경기동행지수증가율→상장주식거래증감률	1.384(0.258)	주가수익률→상장주식거래증감률	1.348(0.268)
노무현대 통령정부	주가수익률→인플레이션율	0.210(0.811)	인플레이션율→경기동행지수증가율	1.070(0.349)
	인플레이션율→주가수익률	0.076(0.926)	경기동행지수증가율→인플레이션율	2.136(0.127)
	주가수익률→경기동행지수증가율	1.746(0.183)	인플레이션율→회사채수익률	1.127(0.331)
	경기동행지수증가율→주가수익률	0.362(0.697)	회사채수익률→인플레이션율	1.042(0.359)
	주가수익률→회사채수익률	1.193(0.310)	경기동행지수증가율→회사채수익률	2.131(0.128)

	회사채수익률→주가수익률	1.662(0.198)	회사채수익률→경기동행지수증가율	0.016(0.983)
	상장주식거래증감률→ 회사채수익률	0.527(0.592)	상장주식거래증감률→인플레이션율	0.006(0.994)
	회사채수익률→ 상장주식거래증감률	2.517(0.089)***	인플레이션율→상장주식거래증감률	0.232(0.793)
	상장주식거래증감률→ 경기동행지수증가율	0.805(0.452)	상장주식거래증감률→주가수익률	0.346(0.708)
	경기동행지수증가율→ 상장주식거래증감률	0.385(0.682)	주가수익률→상장주식거래증감률	0.835(0.439)
이명 박대 통령 정부	주가수익률→인플레이션율	0.055(0.945)	인플레이션율→경기동행지수증가율	1.294(0.287)
	인플레이션율→주가수익률	0.096(0.908)	경기동행지수증가율→인플레이션율	0.195(0.823)
	주가수익률→경기동행지수증가율	3.626(0.037)**	인플레이션율→회사채수익률	0.727(0.490)
	경기동행지수증가율→주가수익률	0.750(0.479)	회사채수익률→인플레이션율	0.299(0.742)
	주가수익률→회사채수익률	0.020(0.979)	경기동행지수증가율→회사채수익률	1.016(0.372)
	회사채수익률→주가수익률	3.053(0.060)***	회사채수익률→경기동행지수증가율	6.020(0.005)*
	상장주식거래증감률→ 회사채수익률	0.301(0.741)	상장주식거래증감률→인플레이션율	1.772(0.184)
	회사채수익률→ 상장주식거래증감률	1.667(0.202)	인플레이션율→상장주식거래증감률	0.308(0.736)
	상장주식거래증감률→ 경기동행지수증가율	0.037(0.936)	상장주식거래증감률→주가수익률	1.144(0.329)
	경기동행지수증가율→ 상장주식거래증감률	1.794(0.180)	주가수익률→상장주식거래증감률	2.653(0.083)** *

주 : \* 1%, \*\* 5%, \*\*\* 10% 수준에서 통계적인 유의성이 있다.

분산분해(Variance Decomposition)<sup>1)</sup>를 통하여 콜금리  $w_t$ 의 충격이 있는 후 특정기간 이후 VAR 예측모형의 MSE를 분석해 볼 수 있다.

<표 4>와 <표 5>는 노무현대통령정부와 이명박대통령정부의 상장주식거래증감률,에 대한 분산분해 결과를 나타낸 것이다.

<표 4> 분산분해 결과 (노무현대통령정부의 상장주식거래증감률 변수 사용)

월	노무현대통령정부 상장주식거래증감률의 분산분해				
	회사채수익률	인플레이션율	경기동행지수증가율	주가수익률	상장주식거래증감률
1	3.93	3.15	11.70	8.00	73.20
2	4.30	4.67	11.87	8.08	71.06
3	6.11	4.07	11.09	7.58	71.14
5	6.93	4.48	10.86	7.28	70.42
8	8.18	4.78	10.90	7.21	68.90
10	8.50	4.78	10.88	7.26	68.56

1)  $E(Y_{t+h} - E_t Y_{t+h})(Y_{t+h} - E_t Y_{t+h})'$

h분기 후의 변수에 대한 예측 오차분산은 위의 식과 같이 정의할 수 있다.

<표 5> 분산분해 결과 (이명박대통령정부의 경기동행지수증가율 변수 사용)

월	이명박대통령정부 경기동행지수증가율의 분산분해				
	회사채수익률	인플레이션율	경기동행지수증가율	주가수익률	상장주식거래증감률
1	1.92	30.03	68.03	0.00	0.00
2	8.46	26.63	63.55	0.00	1.33
3	28.01	19.77	49.41	1.46	1.32
5	43.12	15.55	38.83	1.19	1.29
8	44.46	15.25	37.80	1.22	1.25
10	44.47	15.24	37.79	1.22	1.25

상장주식거래증감률의 경우 노무현대통령정부에서는 자기 변수인 상장주식거래증감률이 가장 큰 영향을 주는 것으로 나타났다. 그 다음에 경기동행지수증가율이 두 번째로 큰 영향력을 보이고 있다. 이는 경기와 투자자의 소득변화에 따라 주식 거래 사이에 양(+의 상관관계)을 보일 수 있음을 나타내고 있는 것이다.

## 2. 요약 및 결론

Granger 인과성 검정을 토대로 살펴보면, 첫째, 전두환대통령과 노태우대통령정부 기간 중에는 통화정책 변수의 외생성(exogenous)이 뚜렷하지 못했던 시기로 파악되었다. 여기서 외생성의 순서는 정책적으로 다른 변수들의 변화에 의해 영향을 상대적으로 적게 받는 순서를 채택하였다. 둘째, 김영삼대통령 정부 들어서부터 통화정책의 외생성이 나타나면서, 통화가 증가하면서 인플레이션율에 영향을 주고 이는 다시 경기동행지수증가율과 주가수익률에 긍정적인 작용을 하였다. 셋째, 김대중대통령정부 기간 중에는 회사채수익률에 따른 금융정책을 실시하였지만 특별한 외생성은 나타나지 않은 시기로 판단된다. 넷째, 노무현대통령정부 기간 동안에는 금리하향 안정세가 뚜렷하였지만 인플레이션이나 경기동행지수증가율과 주가수익률로 이어지는 뚜렷한 금융정책의 통계적 유의성은 보이지 않고 있다. 한편 회사채수익률의 하락 안정세에 따른 유동성장세로 인하여 거래량이 증가한 특징을 보여 주고 있다. 다섯째, 이명박대통령 정부에서는 회사채수익률의 외생성이 두드러지면서 경기동행지수증가율과 주가수익률을 통하여 일어나는 경기동행지수증가율로의 영향이 있는 시기로 판단된다. 결론적으로 경기와 투자자의 소득변화에 따라 주식 거래량 사이에 양(+의 상관관계)을 보일 수 있음을 나타내고 있는데 이는 미국의 기존문헌들과도 비슷한 결론이다.

## 3. 참고 문헌

- [1] 김세완·최문정(2007), “주식수익률이 소득계층별 소비에 미치는 영향 : 비선형관계에 의한 연구”, 금융연구, 제12권 제2호, 한국금융학회, 145-174.
- [2] 김종권(1999), “주식수익률에 대한 거시경제변수의 영향분석”, 재무관리연구, 제16



- 권 제1호, 한국재무관리학회, 155-170.
- [3] 김종권(2010), “경기변동과 주택형태별 수익률에 관한 실증적 연구”, 기업경영연구, 제17권 제1호(통권 33호), 한국기업경영학회, 125-141.
- [4] 김종권·김병준(2010), “외국인투자자들의 한국주식투자 상관성에 관한 연구”, 전문경영인연구, 제13권 제3호(통권 26호), 한국전문경영인학회, 199-223.
- [5] 김철중·김종권(2010), “거시경제 지표와 소비자대심리와의 관계 분석”, 기업경영연구, 제17권 제2호(통권 34호), 한국기업경영학회, 217-228.
- [6] 이해영·김종권(2007), “산업의 주식시장 선행성에 관한 실증분석 : 정보의 점진적 확산과 자산간 수익률 예측 가능성”, 재무관리연구, 제25권 제1호, 한국재무관리학회, 23-49.
- [7] 이해영·김종권(2007), “한국의 집권정당별 거시변수 비교”, 대한경영학회지, 제20권 제6호, 대한경영학회, 3097-3114.
- [8] 이해영·김종권(2008), “부동산시장의 자금흐름에 관한 실증적 연구”, 기업경영연구, 제15권 제3호(통권 28호), 한국기업경영학회, 75-88
- [9] Barber, Brad M., and Terrance Odean(2001), “Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment”, *Quarterly Journal of Economics* 116, 261-292.
- [10] Benartzi, Shlomo(2001), “Excessive extrapolation and the allocation of (401)k accounts to company stock”, *Journal of Finance* 56, 1747-1764.
- [11] Feng, Li and Mark S. Seasholes(2004), “Correlated trading and location”, *Journal of Finance* 59, 2117-2144.
- [12] French, Kenneth R., and James M. Poterba(1991), “Investor diversification and international equity markets”, *American Economic Review* 81, 222-226.
- [13] Glaser, Markus, and Martin Weber(2003), “Overconfidence and trading volume”, Working Paper, Universität Mannheim.
- [14] Grinblatt, Mark, and Matti Keloharju(2001), “How distance, language, and culture influence stock holdings and trades”. *Journal of Finance* 56, 1053-1073.
- [15] Heath, C., and Amos Tversky(1991), “Preferences and beliefs: ambiguity and the competence in choice under uncertainty”, *Journal of Risk and Uncertainty* 4, 45-28.
- [16] Huberman, Gur., and Paul Sengmuller(2002), “Company stock in 401(k) plans”, Working Paper, Columbia University.
- [17] Johansen, S.(1988), “Statistical analysis of cointegration vectors,” *Journal of Econometric Dynamics and Control*, 12, pp231-254.
- [18] Johansen, S.(1991), “Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in g-aussian vector autoregressive models,” *Econometrica*, 59, pp1551-1580.
- [19] Johansen, S.(1992a), “Determination of cointegration rank in the presence of a line-ar trend,” *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 54, pp383-397.

- [20] Johansen, S.(1992b), "Cointegration in partial system and the efficiency of single equation analysis," *Journal of Econometrics*, 52, pp389-402.
- [21] Johansen, S.(1992c), "Testing weak exogeneity and the order of cointegration in UK money demand," *Journal of Policy Modeling*, 14, pp313-334.
- [22] Johansen, S., and K. Juselius(1990), "Maximum likelihood estimation and inference on cointegration with application to the demand for money," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 52, pp169-209.
- [23] Johansen, S., and K. Juselius(1992), "Testing structural hypothesis in a multivariate cointegration analysis of the PPP and UIP for UK," *Journal of Econometrics*, 53, pp211-244.
- [24] Johansen, S., and K. Juselius(1994), "Identification of the long-run and the short run structure: An application to the IS-LM Model," *Journal of Econometrics*, 63, pp7-36.
- [25] Kilka, Michael, and Martin Weber(1999), "Home bias in international stock return expectations", Working Paper, Universität Mannheim.
- [26] Lewis, Karen(1999), "Trying to explain home bias in equities and consumption", *Journal of Economic Literature* 37, 571-608.
- [27] Massa, Massimo and Andrei Simonov(2003), "Behavioral biases and portfolio choice", Working Paper, INSEAD.
- [28] Massa, Massimo and Andrei Simonov(2003), "Hedging, stock market participation and portfolio choice", Working Paper, INSEAD. .
- [29] Strong N., and Xinzhong Xu(2003), "Understanding the equity home bias: evidence from survey data", *Review of Economics and Statistics* 85, 307-312.
- [30] Vissing-Jorgensen, Annette(2003), "Perspectives on behavioral finance: does "irrationality" disappear with wealth? Evidence from expectations and actions", Working Paper, Northwestern University.