

우선주가격 및 수익률 결정요인에 관한 연구

김 산
월드비전 재무팀

원재환
서강대학교 경영학부 교수

원영웅
서울대학교 경영대학 대학원

Determinants of the Prices and Returns of Preferred Stocks

San Kim^a, Chae-Hwan Won^b, Young-Woong Won^c

^aFinance Team, World Vision, South Korea

^bSogang Business School, Sogang University, South Korea

^cGraduate Business School, Seoul National University, South Korea

Received 30 May 2020, Revised 15 June 2020, Accepted 25 June 2020

Abstract

Purpose - The purpose of this study is to investigate economic variables which have impact on the prices and returns of preferred stocks and to provide investors, underwriters, and policy makers with information regarding correlations and causal relations between them.

Design/methodology/approach - This study collected 98 monthly data from Korea Exchange and Bank of Korea. The Granger causal relation analysis, unit-root test and the multiple regression analysis were hired in order to analyze the data.

Findings - First, our study derives the economic variables affecting the prices and returns of preferred stocks and their implications, while previous studies focused mainly on the differential characteristics and related economic factors between common and preferred stocks. Empirical results show that the significant variables influencing the prices and returns of preferred stocks are consumer sentiment index, consumer price index, industrial production index, KOSPI volatility index, and exchange rate between Korean won and US dollar. Second, consumer sentiment index, consumer price index, and industrial production index have significant casual relations with the returns of preferred stocks, providing market participants with important information regarding investment in preferred stocks.

Research implications or Originality - This study is different from previous studies in that preferred stocks themselves are investigated rather than the gap between common stocks and preferred stocks. In addition, we derive the major macro variables affecting the prices and returns of preferred stocks and find some useful causal relations between the macro variables and returns of preferred stocks. These findings give important implications to market participants, including stock investors, underwriters, and policy makers.

Keywords: Preferred Stock Index, Consumer Sentiment Index, Consumer Price Index, Industry Production Index, Granger Causal Relation

JEL Classifications: C32, E44, G11

^a First Author, E-mail: wagbear@worldvision.or.kr

^b Corresponding Author, E-mail: chwon@sogang.ac.kr

^c Coauthor, E-mail: sutari4697@snu.ac.kr

I. 서론

일반적으로 우선주는 보통주와 달리 의결권이 없는 대신 배당금을 보통주보다 액면가 기준 1% 이상 더 많이 지급하는 주식으로 의결권의 가치가 한정될 수밖에 없는 소액 투자자들이 선호하는 경향이 있다. 2009년 7월부터 한국거래소는 우선주 시가총액 상위 20개 회사를 지수화한 '우선주지수'를 만들어 발표해왔다. <Table 1>에서 보듯이 2009년 우선주지수가 만들어진 이후 우선주지수가 꾸준히 코스피 관련 지수들을 상회하는 수익률을 보이고 있다. 현재 낮은 금리가 유지되고 있고 기업의 저성장 기조에 맞추어 배당 촉진 정책을 펴고자 하는 정부 정책의 도움으로 여전히 우선주는 전문가들 사이에서 저평가된 주식으로 평가되며 앞으로 더욱 상승할 것으로 전망되고 있다.

기존의 연구들은 코스피지수를 활용한 보통주 수익률에 대한 다양한 변수들의 영향을 분석해 왔다. 감형규와 신용재(2017)는 금리와 물가, 산업생산지수, 경기선행지수, 환율이 코스피200과 코스닥지수에 미치는 영향을 연구하여 의미 있는 결과를 보여주었다. 그 외 우선주와 관련된 연구들은 유동성, 의결권과 같은 변수들이 보통주와 우선주 사이의 가격 괴리율에 미치는 영향을 분석하는 등의 미시적 관점을 통해 우선주를 다루어왔다.

본 연구의 주요 목적과 필요성은 다음과 같다. 첫째, 우선주에 영향을 미치는 변수들을 탐색하는 것이다. 우선주 관련 선행연구들이 주로 우선주와 보통주 사이의 괴리율이 생기는 원인분석에 집중한 나머지 우선주에 주로 영향을 주는 변수를 이해하는 데 어려움이 있고, 우선주 투자자들에게 제한된 정보만을 제공한다는 한계가 있었다. 둘째, 경제 상황을 전반적으로 반영하는 거시경제 변수들의 영향을 연구하여 우선주 투자자들이 쉽게 활용할 수 있는 거시정보는 무엇인지 제시하고자 하는 것이다. 그리고 셋째, 최근 금리의 급락에 따라 안정적인 배당을 우선 지급하는 우선주에 대한 시장참여자들의 관심과 수요가 급증하고 있는 상황에서 우선주 투자와 관련된 연구 활성화의 시발점을 제공하는 것도 본 연구를 시작하게 된 중요한 목적이라 하겠다.

본 연구에서 사용한 연구자료는 우선주지수가 발행되기 시작한 2009년 7월부터 2017년 8월까지의 월별 자료이다. 코스피 우선주지수를 종속변수로 실증분석을 하고자 하며, 독립변수로 활용되는 거시경제변수들은 원/달러환율, 코스피 변동성지수, 산업생산지수, 소비자물가지수, 소비자심리지수, CD 유통수익률 등이다.

주요 분석방법론으로는 다중회귀분석, 그랜저 인과관계검정을 이용하였는데, 주요 연구결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 다중회귀분석 결과, 우선주지수수익률에는 소비자심리지수변화율과 코스피변동성지수변화율이 유의미하게 영향을 주고 있는 것으로 나타났다. 둘째, 그랜저 인과관계검정을 이용하여 분석한 결과, 우선주지수차분변수에는 특정 시차에 국한되긴 하지만 소비자물가지수차분변수가 우선주지수의 원인변수로 유의적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 우선주가격과 보통주가격에 미치는 변수들이 어떻게 다른지 이해하는 데 도움이 되며 투자자들이 우선주를 투자할 때 고려해야 할 변수들에 대한 정보를 제공하고 있다. 향후 미시적인 변수들에 대한 후속연구가 이어진다면 우선주에 대해 좀 더 깊이 있게 이해하게 되

Table 1. Comparison of Returns Between Preferred Stock Index and KOSPI Related Index

	Preferred Stock Index	KOSPI	KOSPI50	KOSPI100	KOSPI200
1-month average returns	0.72	0.57	0.61	0.60	0.57
3-month average returns	1.80	1.36	1.53	1.52	1.43
6-month average returns	3.92	2.52	2.90	2.89	2.70
1-year average returns	8.22	3.81	4.58	4.59	4.19
3-year average returns	29.24	11.77	12.49	13.37	12.44
5-year average returns	58.27	29.25	25.95	30.03	29.24

Source: DataGuide5.0(2009.07~2020.05)(unit::%).

리라 기대된다.

연구에 앞서 선행연구들을 통해 보통주를 대상으로 한 코스피지수에 미치는 거시경제 변수들을 조사하고 이를 참조하여 우선주가격과 수익률에 영향을 미치는 설명변수들을 설정하였다. 이와 동시에 우선주의 가장 큰 특징인 배당의 안정성이 주는 우선주지수에 대한 영향력을 분석하기 위하여 투자자의 심리를 대변하는 코스피변동성지수와 소비자의 심리를 대변하는 소비자심리지수를 설명변수에 추가하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어 II절에서는 연구의 주제인 우선주와 우선주지수에 대한 자세한 설명과 연구 목적 등을 설명하며, III절에서는 선행연구를 정리하여 연구 방향을 제시하고, IV절에서는 주요 변수들의 기초통계량과 연구 모형을 설정하고, 실증분석결과를 정리하며 그 시사점을 제시한다. 마지막으로 V절에서는 요약 및 결론, 연구의 한계 등을 제시한다.

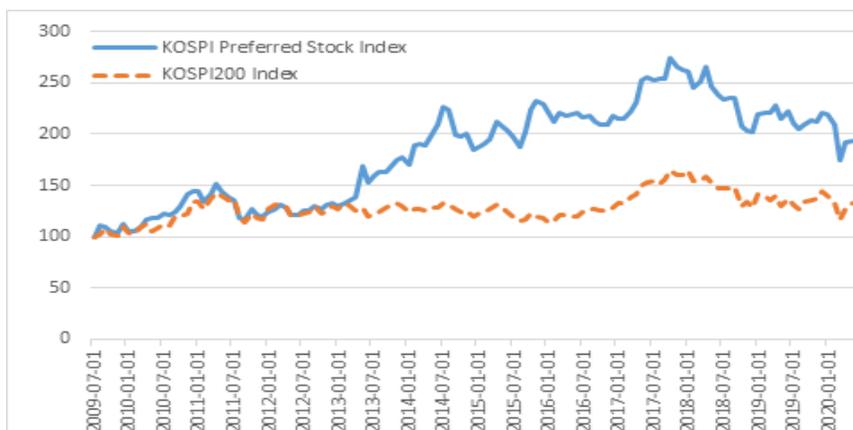
II. 우선주와 우선주지수 현황

우선주는 일반적으로 주주에게 의결권을 주지 않는 대신 액면가 기준 보통주 대비 1% 이상의 높은 배당을 지급한다. 불안정한 경제상황과 국내의 환경들로 인해 외국인 포함 투자자들은 행사할 가능성이 낮은 의결권 보다는 확실한 배당에 좀 더 관심을 갖는 추세이다. 국내 증시에 상장된 우선주는 신형우선주를 포함하여 총 119개이며 시가총액은 54조 1677억원(2020.01.31일 기준, DataGuide5.0)에 이르고 앞으로 더욱 증가할 여지가 충분하다고 평가된다.

(Table 1)에서 보는 바와 같이 2009년 7월부터 2020년 5월까지 우선주지수 수익률은 코스피관련 지수들보다 압도적인 위위를 보이고 있으며, 특히 <Fig.1>에서 보듯이 2012년 말 이후 코스피200지수의 성장률을 상회하며 성장세를 지속하고 있다. 이에 따라 코스피우선주지수는 안정적인 배당수익과 자본이득을 동시에 얻을 수 있는 지수로 투자자들에게 매력적인 투자처로 인식되고 있다.

이렇게 높아지는 관심과 현황에도 불구하고 우선주지수 관련 논문은 국내에서 많지 않은 형편이다. 기존의 우선주 관련 논문들은 대부분이 보통주와 우선주간의 가격과리율에 대한 연구로 기업별 괴리율을 종속변수로 한 미시적인 연구에 초점이 맞추어져 왔다. 본 연구에서는 우선주를 대표하는 시장지수인 우선주지수를 분석하고 우선주지수에 미치는 다양한 거시변수들의 영향을 연구하여 우선주 투자에 주는 시사점을 도출하고자 한다.

Fig. 1. Comparison Between Preferred Stock Index and KOSPI200 Index



III. 선행연구

앞서 설명한 바와 같이 현재 우선주지수에 미치는 요인탐색에 대한 연구는 찾아보기 힘들며, 기존의 대부분의 실증분석들은 보통주와 우선주사이의 가격과리율을 결정하는 요인들에 초점이 맞추어져 왔다.

정성훈과 이병주(2013)는 보통주와 신형 우선주의 가격차이비율에 관한 연구에서 보통주와 신형 우선주의 가격차이에 미치는 요인으로 유동성 변수, 의결권 변수, 배당변수, 재무건전성 변수를 이용하였다. 연구 결과로는 신형 우선주와의 가격 차이에는 의결권의 가치가 가장 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다.

윤진기와 김진선(2015)은 우선주와 보통주의 가격 차이에 영향을 미치는 요인 연구에서 한국기업지배구조원의 기업지배구조 평가점수를 설명변수로 설정하여 기존의 선행연구와는 다른 세부적인 기업지배구조 수준으로 추가 괴리율에 의결권 가치가 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과로 주주권리보호점수가 높을수록 또는 이사회 운영의 기업지배구조가 열악할수록 가격괴리율이 커지는 것으로 나타났다. 최종범과 문창수(2005)는 유동성프리미엄으로 괴리율을 설명하고 있으며, 남기석과 임재창(2009)은 국내에 상장된 106개 우선주를 대상으로 2년간의 괴리율을 분석한 결과 자본금, 우선주발행비중, 매매회전율이 유의적인 괴리율 결정요인임을 주장하였다. 이러한 선행연구들은 우선주와 보통주와의 괴리율에 초점을 맞추어 분석하므로 우선주와 보통주 사이의 차이를 이해하는 데는 도움이 되지만, 우선주 자체만을 이해하는 데는 한계가 있어 본 연구에서는 우선주만을 종속변수로 분석하고자 하였다.

또한, 본 연구에서는 개별 우선주 가격에 초점을 맞추지 않고 우선주를 대표하는 지수인 코스피우선주지수에 영향을 주는 거시경제변수들에 대해 분석하고자 하였다. 이렇게 하는 이유는 첫째, 우리의 연구목표가 우선주 시장 전체에 대한 조망과 분석이지 개별 회사의 우선주 연구가 아니라는 점, 둘째, 이를 통해 우선주 시장에서의 투자전략과 정책 결정에 대한 시사점을 얻는 것을 본 연구의 목표로 하고 있기 때문이다. 이전의 연구에서는 우선주지수 자체에 대한 영향을 분석한 경우가 거의 없기 때문에 우선주지수에 영향을 미치는 요인들을 찾기 위해 보통주지수에 대한 거시경제 변수들의 영향을 분석한 선행연구들에 대해 조사하고 참조하였다.

감형규와 신용재(2017)는 거시경제변수가 주식수익률에 미치는 영향에 대해 분석하였는데, 주식수익률로는 코스피수익률, 코스피200수익률, 코스닥수익률을 사용하였고 거시경제변수로는 금리, 소비자물가지수증가율, 산업생산지수증가율, 경기선행종합지수증가율, 원/달러환율증가율을 이용하였다. 거시경제변수 전체를 각 수익률에 회귀모형을 통해 분석한 결과 금리, 산업생산지수증가율, 경기선행종합지수증가율, 원/달러환율증가율 등의 거시경제변수가 코스피수익률과 코스피200수익률에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. VAR모형을 이용한 그랜저 인과관계검정 분석 결과, 특정 시차에서 금리, 소비자물가지수증가율, 경기선행종합지수증가율이 코스피200수익률과 코스닥수익률에 원인변수로서 유의성을 보였다. 이 연구를 통해 여러 거시경제 변수들이 보통주를 기반으로 한 코스피수익률에 유의미한 영향을 주는 것으로 확인되었으며, 이러한 결과를 통해 코스피우선주지수에 미치는 거시변수들을 탐색하고 우선주 투자에 주는 시사점을 탐색하고자 본 연구를 진행하게 되었다.

한편, 보통주와 거시경제변수와 관련된 또 다른 연구들로서, 이근영(2006)은 주식수익률과 인플레이션의 관계를 분석하였는데 수요측면과 공급 측면으로 구분하여 연구를 진행하였으며 구조형 VAR-GARCH 모형과 공적분 분석 등으로 변수 간의 관계를 검증하였다. 연구 결과, 분석 기간 내에 유의적인 구조적 분기점이 존재하지는 않았지만, 동시기에 실질 인과관계가 인플레이션으로부터 실질주식수익률로 발생함을 발견하였다. 추가적으로 두 변수와 밀접한 연관성을 보이는 다른 변수들과의 공적분관계 분석 결과 공적분 관계가 존재하였고 변수 간 인과관계가 더욱 명확해지는 결과가 나타났다.

또한, 김주일(2013)은 KOSPI지수 및 KOSDAQ지수와 환율과의 상호연관성에 관한 연구에서 VAR 모형을 이용한 그랜저 인과관계분석과 충격반응분석 및 분산분해를 통하여 상호연관성을 분석하였다. 금리가 주식수익률에 미치는 영향을 분석하기 위해 윤재형(2012)은 금리, 환율, 주식수익률의 상호의존성 분석에서 다변량 VAR-EGARCH 모형을 활용하였다. 금리를 나타내는 변수로써 채권수익률은 글로벌 금융위기 이후

로 서로 상반되는 결과를 나타냈는데, 금융위기 이전의 경우 채권시장과 외환시장에서는 양의 충격이 음의 충격보다 더 큰 영향을 끼친 반면, 주식수익률의 경우 그 반대의 결과를 보였다. 또 주식시장과 채권시장의 경우 위험에 대한 상관관계를 분석한 결과 글로벌 금융위기 전에 비해 후에 더욱 감소하였다. 김태혁과 정대성(2012)은 변동성지수가 코스피200지수 수익률에 미치는 영향을 연구하였다. 그 결과로 변동성 지수는 코스피200지수의 점프 발생 이전에 미리 정보를 가지고 예측되는 것으로 나타났다. 그중에서도 강한 충격의 점프보다는 약한 점프에 대해 높은 예측력을 가졌다. 또 코스피200지수의 점프 발생 이후에도 지속성에 대한 정보를 가지고 있다는 결과도 도출되었다.

소비자심리지수와 주식수익률 간의 연구를 통해 박재환(2005)은 소비자심리개선이 주식수익률 및 소매업종 지수 수익률에 유의적인 양의 관계를 갖는 결과를 보여주고 있다. 반대의 경우도 동일하게 나타남으로써 이 연구를 통해 주식시장의 강세가 투자자들의 수익으로 이어지고 개별 가계의 현금흐름을 개선 시키게 되며 전체 소비 심리도 나아지는 결과로 이어졌음을 보여주고 있다. 지금까지의 우선주 관련 연구들 이외에도 우선주의 특성에 관한 다양한 연구들이 있었는바, 예를 들어 신형 우선주의 발행이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구(정진호 외, 2008), 우선주와 보통주 차이를 배당의 가치로 분석한 연구(Cox and Roden, 2002), 투표권과 기업지배권 관점에서의 우선주 연구(Nenova, 2003), 그리고 투표권 프리미엄과 유동성 할인 관점에서의 가치차별성에 관한 연구(Neumann, 2003) 등이 있다. 그 외에도 거시경제변수와 우선주와의 관계, 시장에서의 증권의 가치평가 대한 연구들로 Sims(1980), Lee(1992), 한원중(2001), Apergis and Eleftheriou(2002), 변영태 외(2008), 한봉희(2010), 정용석(2011), 이한재(2012), 이충언(2013), 전용호(2019), 장욱과 김이배(2019), 강윤식과 정재만(2020) 등이 있다.

선행연구를 통해 본 연구가 기존 연구들과 다른점과 주요 기여점들을 요약하면, 첫째, 선행연구들이 우선주와 보통주와의 괴리율을 통해 간접적으로 우선주의 특성을 파악한 반면, 본 연구는 우선주 자체에 대해 직접 가격결정과 수익률결정요인을 분석하였다. 둘째, 개별우선주에 대한 미시적 요인분석에 초점을 맞춘 선행 연구들과 달리 본 연구에서는 2009년부터 개발되어 사용되어 온 코스피우선주지수를 이용하여 우선주지수에 미치는 거시경제변수들을 탐색함으로써 우선주시장 전체에 미치는 경제변수들을 탐색하고 우선주투자 및 정책결정에 주는 시사점을 도출하고자 하였다. 셋째, 우선주지수에 영향을 미치는 거시경제변수들을 찾기 위해 기존에 많이 이루어진 보통주지수 관련 연구들을 참조하였고 선행연구를 통해 거시경제 변수로서 금리(CD유통금리), 원/달러 환율, 코스피변동성지수, 소비자심리지수, 산업생산지수, 소비자물가지수를 도출하였다. 여러 변수들을 동시에 사용하여 각각의 변수가 설명변수와 통제변수의 역할을 동시에 하게 되며 우선주지수 형성에 적합한 모델을 찾기 위해 노력하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 실증 자료

본 연구는 한국거래소가 코스피우선주지수를 발표하기 시작한 2009년 7월 1일부터 2017년 8월 31일까지의 자료를 월평균을 내어 월별로 제공되는 거시경제변수 자료와의 비교분석하였는 바 총 98개월간의 자료를 이용하였다. 이 변수들의 변화율을 사용하기 때문에 실질적으로 분석에 사용되는 변수는 2009년 8월 자료부터 총 97개의 자료가 사용된다. 해당 자료는 한국거래소에서 제공하는 자료를 이용하였다.

금리의 경우 91일 만기의 CD유통수익률을 사용하였으며 자료는 한국은행에서 수집하였다. 금리의 변동에 따라 기업들은 자금조달비용에 영향을 받게 되고 이에 따라 기업의 주식이격도 영향을 받게 된다. 현재 우리나라는 초 저금리라고 표현할 정도로 낮은 금리를 유지하고 있어 그 영향이 우선주지수에도 존재하는지 확인해 보고자 하였다.

경제의 큰 흐름을 이끌어가는 경제변수로서 물가는 기업의 자산 가치에 영향을 주고 기업의 가치변화에도

영향을 준다. 원가를 상승시켜 투자를 위축시키고 실질소득 감소로 인해 구매력을 감소시키는 경우에는 기업가치를 떨어뜨리는 방향으로 영향을 준다. 반면에 수요가 증가하거나 통화량이 증가하게 되는 경우 전체 경기에 영향을 주고 기업에게 이익이 되어 기업가치를 상승시키는 방향으로 영향을 미치기도 한다. 이처럼 주가에 영향을 미치는 물가는 우선주 가격에도 영향을 미치게 될 것으로 예상된다. 물가를 나타내는 지표로는 한국은행에서 제공하는 소비자물가지수(CPI)를 사용한다.

산업생산지수는 일정기간 동안 산업생산활동의 수준을 나타내는 지수로 광공업 생산량의 시간적 변화를 어느 특정한 해를 100으로 기준하여 그 해의 생산량을 비교하는 방식으로 산출된 상대적 지수이다. 산업생산지수는 실물 시장을 반영하는 지표로서 기업의 미래현금흐름에 영향을 주어 주가에 영향을 준다. 경제의 호황과 불황은 대부분의 기업에 영향을 미치는 체계적 위험요인이기 때문에 투자자들이 해당 주식의 미래 수익력을 예측하는데 도움을 주며 투자 변동에 영향을 주게 된다. 따라서 우선주 가격에도 영향을 주게 될 것으로 예측되며 우선주지수의 변동에도 영향을 줄 것으로 예상된다. 산업생산지수는 한국은행에서 제공하는 자료를 사용하였다.

환율은 대외 의존도가 높은 우리나라의 경우 특히 큰 영향력을 갖는 거시경제 변수이다. 환율의 변동은 무역수지에 영향을 주어 금리와 물가에도 영향을 주며 기업들의 자금 상황에도 큰 영향을 끼치게 된다. 특히 수출 의존도가 높은 우리나라 기업들의 경우 급격한 환율 변동에 취약함을 가지고 있고 기업의 주가가격에도 큰 영향을 미치고 있다. 환율은 한국은행에서 제공하는 원/달러 환율을 분석에 활용하였다.

코스피 변동성지수는 VKOSPI라고도 불리며 주식시장의 변동성을 파악하는 지표로 한국거래소가 산출하여 발표한다. 도출 과정에는 KOSPI200 옵션가격을 이용하여 옵션투자자들이 예상하는 코스피 200지수의 미래 변동성을 측정하여 활용한다. 옵션가격이 향후 시장의 기대변동성을 내포한다는 옵션가격결정이론을 토대로 산출한 지수이다. 투자자의 심리를 반영하는 대표적인 지표로서 변동성지수는 미국 시카고옵션거래소(CBOE)가 S&P500 지수옵션을 토대로 발표하는 변동성지수(VIX)를 국내 주식시장에 맞게 고안한 지수이다. 주가가격의 급락 시 반대로 급등하는 모습으로 공포지수(Fear Index)라고도 불리며, 변동의 위험을 감지하는 중요한 투자지표이다. 본 지수를 통해 투자자의 심리가 우선주 가격과 우선주지수에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

마지막으로 소비자의 심리를 대변하는 지표인 소비자심리지수는 소비자들의 경제에 대한 전반적 인식을 종합적으로 파악하는 지표이다. 한국은행이 매달 발표하고 있으며 개별 소비자동향지수 가운데 관련 경제지표와 연관성이 높은 지수를 골라 합성한 지수이다. 소비자심리지수가 커지면 소비자들의 미래 경기상황에 대한 심리가 긍정적으로 되어 소비가 증가하고 기업들의 경제활동에도 영향을 끼칠 것으로 예상하며 따라서 소비자의 심리는 안전자산인 배당을 보장하는 우선주의 가격결정에도 영향을 끼칠 것으로 보여진다. 코스피 변동성 지수와 함께 우선주와 보통주의 특성 차이를 기반으로 우선주 가격에 대한 영향 요인을 분석하는데 활용이 가능하다.

2. 변수 설정 및 분석 방법

실증분석은 기본적으로 다중회귀분석과 그랜저 인과관계를 이용하는데, 회귀모형의 경우 코스피 우선주 지수수익률을 종속변수로 사용하여 각 거시경제변수변화율이 미치는 영향에 대해 분석하고자 한다. 분석을 위해 사용된 주요 변수의 정의는 다음과 같다.

- 코스피우선주지수수익률($dPREST_t$) =
$$\frac{PREST_t - PREST_{t-1}}{PREST_{t-1}}$$

- 산업생산지수변화율($dIND_t$) =
$$\frac{IND_t - IND_{t-1}}{IND_{t-1}}$$

- 소비자물가지수변화율($dINF_t$) = $\frac{INF_t - INF_{t-1}}{INF_{t-1}}$
- 소비자심리지수변화율($dPSY_t$) = $\frac{PSY_t - PSY_{t-1}}{PSY_{t-1}}$
- CD금리변화율(dCD_t) = $\frac{CD_t - CD_{t-1}}{CD_{t-1}}$
- 코스피변동성지수변화율($dVKOS_t$) = $\frac{VKOS_t - VKOS_{t-1}}{VKOS_{t-1}}$
- 원/달러환율변화율(dEX_t) = $\frac{EX_t - EX_{t-1}}{EX_{t-1}}$

회귀분석에 사용하는 회귀모형식은 위의 변수들을 이용하여 다음 식(1)과 같이 구성한다.

$$dPREST_t = \alpha_0 + \beta_1 dIND_t + \beta_2 dINF_t + \beta_3 dPSY_t + \beta_4 dCD_t + \beta_5 dVKOS_t + \beta_6 dEX_t + \epsilon_t \quad (1)$$

본 연구에서 실증분석에 이용되는 주 연구모형은 그랜저 인과관계분석이다. 그랜저 인과관계는 이전 시차 독립변수들이 종속변수를 예측하는데 통계적으로 유의미한지를 보여준다. 즉, 한 독립변수의 변화가 시차를 두고 종속변수에 영향을 미치는지를 판단하는 데 이용된다.

실증분석을 하기에 앞서 시계열 자료들의 안정성 검증이 필요하다. 시계열 자료의 안정성 검증을 미리 시행하지 않으면 시계열 자료 간 관계 검증에서 관계의 존재 여부에 상관없이 가상 회귀의 결과가 나타날 가능성이 존재한다. 시계열 자료의 안정성을 검증하기 위해서 ADF검정(Augmented Dickey-Fuller test)을 이용하였으며 단위근 존재 여부를 판별하여 자료의 안정성을 확인한다.

3. 기초통계량

본 논문에서 사용되는 총 변수의 개수는 7개이다. 우선 종속변수인 코스피우선주지수(PREST)가 있고, 독립변수로 코스피변동성지수(VKOS), 산업생산지수(IND), 소비자물가지수(INF), 소비자심리지수(PSY), 금리(CD), 그리고 원/달러환율(EX)이다. 실제 분석에서는 각 변수들의 변화율을 사용한다. 각 변수들의 평균, 중간값, 표준편차, 첨도, 왜도, 최소값, 최대값 등 기초통계량이 <Table 2>에 정리되어 있다.

<Table 2>에서 보는바와 같이 코스피우선주지수수익률의 경우 분석기간 중 월간수익률 평균이 1.03%이다. 독립변수인 코스피변동성지수변화율, 산업생산지수변화율, 소비자물가지수변화율, 소비자심리지수변화율, CD금리변화율, 원/달러환율변화율의 월간변화율평균은 각각 -0.83%, 0.22%, 0.15%, 0.02%, -0.57%, -0.0011%이다. 코스피변동성지수가 음(-)의 변화율을 보이는 것은 분석기간 중 변동성이 작아져 주식시장 총리스크가 줄어들었음을 의미하며, 금리와 원/달러환율변화율도 음(-)의 값을 보여 금리안정과 환율하락을 보여주고 있다. 표준편차는 각 변수들이 비슷하게 1이하의 값을 가져 원자료(수준변수)에 비해 각 변수들의 값이 표준정규분포에 더 가까운 값을 갖는다는 것을 확인할 수 있다. 첨도*의 경우, 정규분포 첨도(3)와의 차이를 보여주는데 양수이면 정규분포보다 큰 첨도, 음수이면 작은 첨도를 의미한다. 환율변화율(dEX)값이 음수값인 -0.4357을 갖는 것을 제외하고 나머지는 모두 양의 값을 가져 대부분의 변수에서 정규분포보다 두

Table 2. Descriptive Statistics: The rate of Change of variables

	KOSPI preferred Stock Index Return	KOSPI volatility Index, rate of change	Industrial Production Index, rate of change	CPI, rate of change	Cosumer Sentiment Index, rate of change	CD Interest Rate, rate of change	Won-Dollar Exchange Rate, rate of change
Mean	0.0103	-0.0083	0.0022	0.0015	0.0002	-0.0057	-0.0011
Median	0.0104	-0.0188	0.0024	0.0015	0.0014	-0.0028	-0.0008
Std.Dev.	0.0453	0.1292	0.0639	0.0030	0.0273	0.0335	0.0190
Kurtosis	2.6486	3.2033	0.1586	0.7223	1.6371	1.8657	-0.4357
Skewness*	-0.3829	1.0439	-0.0336	0.6660	-0.5434	-0.4523	0.2417
Minimum	-0.1608	-0.3085	-0.1445	-0.0050	-0.1011	-0.1200	-0.0356
Maximum	0.1347	0.5559	0.1638	0.0118	0.0665	0.0811	0.0464

Note: * Skewness* = skewness - 3.

터운 꼬리 분포(leptokurtic) 모양을 갖는다. 분포의 치우침 정도인 왜도값은 코스피 변동성지수변화율(dVKOS), 소비자물가지수변화율(dINF), 원/달러환율 변화율(dEX) 변수에서 양의 값을 가져 오른쪽으로 치우친 우편향 분포 모양을 보임을 알 수 있다. 나머지 변수에서는 음의 값을 가져 왼쪽으로 치우친 분포 모양을 보여주고 있다.

4. 분석결과

1) 다중회귀분석 결과: 코스피 우선주지수 수익률(dPREST)

먼저, 코스피우선주지수수익률(dPREST)을 종속변수로 사용한 회귀식(1)을 통하여 거시 경제 변수들이 종속변수의 가격변동에 어떠한 영향을 미치는 지에 대하여 심층 분석하고자 한다.

시계열자료의 경우 실증분석을 시행하기 앞서 안정성 검정이 선행되어야 한다. 여기서는 일반적으로 사용하는 단위근검증(unit root test)을 통해 회귀모형에 사용할 각 변수들의 시계열 안정성을 확인한다.

〈Table 3〉은 회귀분석에 사용되는 각 변수들의 단위근 존재여부 검증결과를 보여주고 있다. 사용되는 모

Table 3. Unit Root Test of Variables in Regression Model

Variable	ADF Statistic	p-value
KOSPI Preferred Stock Index, return	-4.4645	0.001 ***
KOSPI Volatility Index, rate of change	-4.7712	0.001 ***
Consumer Sentiment Index, rate of change	-4.6446	0.001 ***
Industrial Production Index, rate of change	-12.1380	0.001 ***
Consumer Price Index, rate of change	-5.0951	0.001 ***
CD Interest Rate, rate of change	-4.1553	0.001 ***
Won-Dollar Exchange Rate, rate of change	-4.9922	0.001 ***

Note: Significance level: '***' = 0.01, '**' = 0.05, '*' = 0.10.

Table 4. Multi-collinearity Test of Variables

Variable	VIF-coefficient
Industrial Production Index, rate of change	1.3972
Consumer Price Index, rate of change	1.3994
Consumer Sentiment Index, rate of change	1.3005
CD Interest rate, rate of change	1.0966
KOSPI Volatility Index, rate of change	1.3135
Won-Dollar Exchange Rate, rate of change	1.3579

든 변수에 대해 1% 수준에서 유의성을 가지며 이는 이들 변수들이 단위근을 가지지 않음을 보여주며, 따라서 분석에 사용되는 모든 변수는 안정적인 시계열의 형태를 갖고 있으며 이를 통해 회귀분석을 실시하여도 통계적으로 큰 문제가 없음을 보여준다.

다음으로는 회귀분석을 시행하기 전에 각 변수들간의 다중공선성 검정을 실시하여 독립변수들간의 상관관계가 분석결과에 미칠 영향을 검증 하였다. 다중공선성 검정에는 VIF(Variation Inflation Factor) 검정을 사용한다. 실행의 결과는 다음 <Table 4>에 나타나 있다. 표에서 보는 바와 같이 각 VIF 계수는 다중공선성의 존재 여부 기준이 되는 값인 10을 넘지 않아 변수 간에 다중공선성이 존재하지 않는 것으로 나타났다. 따라서 설명변수들 사이에 정보의 손실 없이 각각이 종속변수에 미치는 영향의 분석이 가능하며 통계적 의미를 확인할 수 있다.

<Table 5>는 회귀식(1)의 분석결과를 보여준다. 전체 변수를 사용하였을 경우 30.41%의 조정결정계수(adjusted R2) 값을 보였다. 표의 네번째 열에서 보듯이 소비자심리지수변화율(dPSY), 코스피변동성지수변화율(dVKOS) 등이 코스피우선주지수수익률(PREST)에 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 소비자심리지수변화율(dPSY), 코스피변동성지수변화율(dVKOS)은 각각 0.00107, -0.00021의 계수값을 갖는 것으로 나타나 소비자심리지수변화율은 우선주수익률에 정(+의) 영향을, 코스피변동성지수변화율은 부(-)의 영향을 보여주고 있다.

이러한 결과는 다음과 같이 설명할 수 있다. 즉, 소비자심리지수가 증가하면 소비자들의 투자심리가 호전되어 우선주 가격의 상승과 수익률증가가 이루어지며, 코스피변동성의 증가는 시장공포지수의 증가로 투자자의 투자심리가 위축되고 우선주의 수익률에도 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석된다.

소비자심리지수변화율(dPSY)을 제거하고 분석을 실시한 결과, 표의 두번째 열에서 보듯이 회귀모형의 설명력은 22.23%로 낮아졌으며 코스피변동성지수를 제외한 나머지 독립변수들은 영향을 주지 못하는 것으로 나타났지만 코스피변동성지수 계수의 방향성은 일관된 결과를 보여주고 있다. 또한, 절편값이 유의미한 값을 가지게 되면서 코스피우선주지수수익률(dPREST)에 대한 변수들의 설명력이 작아졌음을 확인할 수 있다.

다음으로 코스피변동성지수변화율(dVKOS)을 제거한 후에 분석을 실시한 결과, 조정된 결정계수값은 더욱 낮아진 19.62%를 보여 코스피변동성지수변화율(dVKOS)이 코스피우선주지수수익률(dPREST)을 설명함에 있어 다른 영향이 존재함을 확인할 수 있었다. 코스피변동성지수변화율(dVKOS)를 제외한 이후 다른 2개의 변수, 즉 산업생산지수변화율(dIND), 원/달러환율변화율(dEX)에서 새로운 유의성을 보이며 코스피우선주지수수익률(dPREST)에 유의적인 영향을 보이는 것으로 나타났다. 각 변수의 계수값은 산업생산지수변화율(dIND)에서 0.1854값인 양의 계수값을 가져 코스피 우선주지수수익률(dPREST)에 양의 영향을 가지며, 원/달러환율변화율(dEX)에서는 -0.5009인 음의 계수값을 가져 종속변수에 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

코스피변동성지수(VKOS)와 소비자심리지수(PSY)의 경우, 각각 투자자의 심리와 소비자의 심리를 나타내는 지표로써 보통주와 우선주 사이에 배당 안정성이라는 특징적인 차이에서 오는 영향을 설명해 주는 변수로 사료된다. 시장변동성이 클수록 위험회피적인 투자자들은 보통주보다 안정적인 배당을 지급하는 우선주를 선호할 것이므로 시장변동성은 보통주 대비 안정자산인 코스피우선주지수의 가격에 정(+의) 영향을 줄

Table 5. Regression Analysis

$$dPREST_t = \alpha_0 + \beta_1 dIND_t + \beta_2 dINF_t + \beta_3 dPSY_t + \beta_4 dCD_t + \beta_5 dVKOS_t + \beta_6 dEX_t + \epsilon_t$$

	coeffi.	p-value (t-value)	coeffi.	p-value (t-value)	coeffi.	p-value (t-value)
intercept, α_0	0.0116	0.0206* (2.3560)	0.0165	0.0592 (1.9110)	0.0092	0.0532 (1.9590)
Industrial Production Index, rate of change	0.0367	0.6098 (0.5120)	0.1855	0.0146* (2.4910)	0.1124	0.1190 (1.5740)
CPI, rate of change	-2.1330	0.1686 (-1.3880)	-0.2001	0.8625 (-0.1740)	-0.4810	0.7547 (-0.3130)
Cosumer Sentiment Index, rate of change	-	-	0.6132	0.0005*** (3.6030)	0.5452	0.0011** (3.3820)
CD interest rate, rate of change	-0.0686	0.5921 (-0.5380)	-0.0028	0.9947 (-0.0070)	-0.0415	0.7325 (-0.3430)
KOSPI Volatility, rate of change	-0.1467	0.0001*** (-4.0720)	-	-	-0.1328	0.0002*** (-3.8660)
Won/Dollar Exchange Rate, rate of change	-0.3067	0.2142 (-1.2510)	-0.5009	0.0381* (-2.1050)	-0.1246	0.6022 (-0.5230)
residual standard deviation	0.0401 (90 DF)		0.0408 (90 DF)		0.0380 (89 DF)	
Multi R-square	0.2642		0.2385		0.3480	
Adjusted R-square	0.2233		0.1962		0.3041	
p-value	0.00003545		0.00014430		0.00000075	
F-statistic	6.464 (5 and 90 DF)		5.638 (5 and 90 DF)		7.918 (6 and 89 DF)	

Note: : Significance level: '***' = 0.01, '**' = 0.05, '*' = 0.10; DF=Degree of Freedom.

것으로 예상되는데, 분석결과 코스피우선주지수이익률(dPREST)에 음의 계수 값을 보여 그 영향이 보통주에서 우선주로의 이동이 아니라 전체 시장에 부정적인 영향을 줄 가능성을 시사한다. 소비자심리지수의 경우, 코스피우선주지수이익률(dPREST)에 양의 영향이 존재하는 결과값을 보이며 소비심리가 좋은 경제 상황에서는 코스피우선주지수에도 긍정적인 영향이 존재하고 있음을 보여주고 있다.

2) 그랜저 인과관계 검증

그랜저 인과관계를 검증하기 위해서는 시계열 자료의 안정성 검사가 선행되어야 하는데, 이를 위해 단위근의 존재 여부를 판별해야 한다. 본 연구에서 코스피우선주지수의 경우 원자료를 사용하기 때문에, 보다 정규분포에 가깝게 변환하기 위하여 자연로그를 씌운 $\ln(\text{코스피우선주지수})$ (lnPREST)를 사용한다.

(Table 6)은 그랜저 인과관계에 사용할 변수들의 단위근검정 결과를 보여주고 있다. 본 연구에서 단위근 검정은 ADF(Augmented Dickey-Fuller) 검정을 통해 진행하였다. 최적 시차는 SC(Schwarz Criterion)를 기반으로 추정하였다. 표에서 보는 바와 같이 각 변수 원자료의 경우 산업생산지수(IND)를 제외한 모든 변수에서 단위근이 존재하였다. 따라서 각 변수 원자료의 경우 불안정한 시계열이라 볼 수 있으며 불안정한 시계열을 안정적 시계열로 바꾸기 위해서 사용하는 방법 중에 본 연구에서는 차분변수를 이용하였다. 각 변수를 차분변수로 변환하여 동일한 ADF 검정을 실시한 결과 모든 차분변수에서 단위근이 존재 하지 않는다는 유의적인 결과를 확인하였다. 따라서 그랜저 인과관계는 각 변수의 차분 변수를 활용하여 검증하고자 한다.

(Table 7)은 차분변수를 이용하여 종속변수인 코스피 우선주지수 차분변수와 각 변수 간에 시차별 인과관계를 분석한 것이다. 각 변수별로 2개월, 4개월, 6개월, 12개월, 18개월, 24개월 시차를 두어 중,단기 기간에 걸쳐 코스피우선주지수의 시계열 자료와 어떻게 관계가 존재하는지를 보여주고 있다. 거시경제변수들 중에 소비자심리지수차분변수는 12개월 시차에서 코스피우선주지수차분변수와 유의적인 인과관계를, 소비자물가지수 차분변수는 4개월, 6개월 시차에서 코스피우선주지수차분변수에 유의적인 인과관계를, 코스피우선주지수차분변수는 소비자물가지수차분변수와 18개월 시차에서 유의적인 인과관계를 갖는 것으로 나타났다.

또 코스피 우선주지수 차분변수는 소비자물가지수차분변수와 산업생산지수차분변수와는 2개월 시차에서 유의적인 인과관계를 갖는 것으로 나타났다.

Table 6. Unit Root Test of Variables

Raw data	ADF statistic	p-value	Differential data	ADF statistic	p-value
KOSPI Preferred Stock Index	-2.2349	0.4794	KOSPI Preferred Stock Index, differential	-4.4645	0.0100***
KOSPI Volatility Index	-3.0103	0.1587	KOSPI Volatility Index, differential	-4.9492	0.0100***
Consumer Sentiment Index	-1.7570	0.6770	Consumer Sentiment Index, differential	-4.6381	0.0100***
Industrial Production Index	-6.1565	0.0100***	Industrial Production Index differential	-11.867	0.0100***
Consumer Price Index	-2.4311	0.3982	Consumer Price Index, differential	-5.1349	0.0100***
Interest Rate	-2.1007	0.5349	Interest Rate, differential	-3.5969	0.0374**
Won-Dollar Exchange Rate	-2.2815	0.4601	Won-Dollar Exchange Rate, differential	-4.9619	0.0100***
Price Differential	-2.0615	0.5511	Price Differential, differential	-4.3768	0.0100***

Note: : Significance level: '***'= 0.01, '**'= 0.05, '*'= 0.10.

Table 7. Grangers Causality Test for KOSPI Preferred Stock Index Ddifferential

Differential variable	time lag: 2-month		time lag: 4-month		time lag: 6-month	
	F-statistic	p-value	F-statistic	p-value	F-statistic	p-value
Diff(PSY)⇒Diff(lnPREST)	1.0756	0.3455	1.1466	0.3405	0.9876	0.4396
Diff(lnPREST) ⇒ Diff(PSY)	5.0832	0.0081***	1.9251	0.1139	1.6394	0.1477
Diff(CD)⇒Diff(lnPREST)	0.1826	0.8334	0.1383	0.9676	0.6852	0.6621
Diff(lnPREST) ⇒ Diff(CD)	0.9311	0.3979	0.6555	0.6247	1.0381	0.4074
Diff(INF)⇒Diff(lnPREST)	1.5494	0.2181	2.5822	0.0430**	2.3295	0.0404**
Diff(lnPREST) ⇒ Diff(INF)	0.3343	0.7168	0.2697	0.8967	0.2001	0.9758
Diff(IND)⇒Diff(lnPREST)	0.095	0.9095	1.0117	0.4062	0.7598	0.6037
Diff(lnPREST) ⇒ Diff(IND)	3.3257	0.0405**	1.3166	0.2706	1.6466	0.1458
Diff(VKOS)⇒Diff(lnPREST)	0.3457	0.7087	0.5918	0.6695	1.0452	0.4030
Diff(lnPREST)⇒Diff(VKOS)	0.3973	0.6733	1.0817	0.3709	0.9381	0.4729
Diff(EX)⇒Diff(lnPREST)	0.0829	0.9205	1.1747	0.3279	1.4379	0.2111
Diff(lnPREST)⇒Diff(EX)	1.1151	0.3324	2.3891	0.0574	1.3581	0.2423
Diff(PSY)⇒Diff(lnPREST)	1.7349	0.0821*	0.9935	0.4856	0.7882	0.7168
Diff(lnPREST) ⇒ Diff(PSY)	1.6495	0.1026	1.0281	0.4518	0.5332	0.9335
Diff(CD)⇒Diff(lnPREST)	1.1933	0.3093	1.4760	0.1494	0.8308	0.6727
Diff(lnPREST) ⇒ Diff(CD)	0.7217	0.7245	0.6602	0.8282	0.9137	0.5868
Diff(INF)⇒Diff(lnPREST)	1.3794	0.2016	1.4335	0.1676	1.5700	0.1418
Diff(lnPREST) ⇒ Diff(INF)	0.8689	0.5819	1.6924	0.0815*	1.5454	0.1503
Diff(IND)⇒Diff(lnPREST)	1.0709	0.4005	1.3516	0.2083	1.3453	0.2400
Diff(lnPREST) ⇒ Diff(IND)	1.4857	0.1555	1.4641	0.1543	1.5111	0.1630
Diff(VKOS)⇒Diff(lnPREST)	1.2068	0.3002	1.0398	0.4407	0.4395	0.9746
Diff(lnPREST)⇒Diff(VKOS)	1.3753	0.2036	1.4734	0.1504	1.2887	0.2730
Diff(EX)⇒Diff(lnPREST)	1.2082	0.2993	0.9918	0.4873	0.4383	0.9750
Diff(lnPREST)⇒Diff(EX)	1.6438	0.1041	1.6024	0.1052	0.8895	0.6117

Note: : Significance level: '***'= 0.01, '**'= 0.05, '*'= 0.10.

V. 토론 및 결론

본 논문은 코스피우선주지수에 영향을 줄 수 있는 거시경제변수들을 통해 코스피우선주지수가 형성되는 과정에 유의적인 영향력을 줄 수 있는 주요 변수를 발견하는 것이 주요 목적이다. 또 우선주의 괴리율에 대한 거시경제 변수들의 영향을 분석함으로써 우선주 주가 형성에 영향을 미치는 거시경제 변수들의 역할을 확인하고자 하였다.

분석에서 코스피우선주지수, 산업생산지수, 소비자물가지수, 소비자심리지수, 금리, 원/달러환율, 코스피 변동성지수와 각 변수의 변화율을 주요 변수로 사용하였는데, 코스피우선주지수수익률을 종속변수로 사용하고 거시경제변수들을 독립변수(설명변수)로 한 다중 회귀분석과 각 거시경제변수와 각 종속변수의 차분변수 간의 그랜저 인과관계 검증을 이용하여 분석하였는데, 다중회귀모형을 이용한 분석결과, 코스피 변동성 지수와 소비자심리지수가 유의적인 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 우선주 투자자들이나 우선주 발행을 고려하고 있는 기업들의 경우 코스피지수의 변동성이나 소비자심리지수를 잘 고려하여 의사결정 해야 함을 시사하고 있다. 특히 금융시장에서 간과하기 쉬운 소비자심리지수가 우선주 투자나 발행 시 주요 요소로 반영해야 한다는 것은 본 연구에서 확인한 주요한 결과라 사료된다.

다음으로 실시한 그랜저 인과관계 주요 검증결과는 다음과 같다.

첫째, 특정 시차에 제한되기는 했으나, 소비자심리지수차분변수와 소비자물가지수차분변수가 코스피우선주지수차분변수의 원인변수로 작용하며 유의적인 그랜저 인과관계가 존재함을 확인하였다. 이는 소비자심리차분변수와 소비자물가지수 차분변수의 변화가 우선주지수 차분변수와 변화에 유의적인 원인이 된다는 것으로 특정 시차에서 우선주의 수익률예측에 중요한 시사점을 제공하고 있다. 즉, 우선주지수차분변수값을 우선주지수 수익률의 대응치로 본다면, <Table 5>에서 보는 바와 같이 소비자물가지수의 변화는 우선주지수수익률과 18개월 시차에서 음(-)의 인과관계를, 소비자심리지수변화는 우선주지수수익률과 2개월의 시차에서 양(+)의 인과관계를 가지므로 물가 하락(상승) 시 18개월 후, 그리고 소비자 심리 상승(하락) 시 2개월 후 우선주수익률이 상승(하락)한다고 예측된다. 이러한 결과는 우선주의 전략적 매매 시점에 중요한 시사점을 제공하고 있다.

둘째, 코스피우선주지수 차분변수도 특정 시차에서 소비자심리지수 차분변수, 소비자물가지수 차분변수, 산업생산지수 차분변수와 유의적인 인과관계를 가짐을 확인하였다. 이러한 결과는 우선주지수변화가 소비자물가지수, 소비자심리지수, 산업생산지수를 움직이는 원인변수라 보기는 힘들겠지만, 우선주지수의 변화 후 일정 시차가 발생한 후 소비자물가의 변화, 소비자심리의 변화, 산업생산지수의 변화를 예측할 수 있음을 시사하는 중요한 결과이다.

다만, 우선주라는 특정 투자자산이 소비자물가, 소비자심리, 산업생산의 변화와 어떤 메커니즘에 의해 연결되는지는 추후 추가적인 연구가 필요함을 보여주고 있다.

본 연구는 처음으로 코스피우선주지수의 가격형성과 수익률에 어떤 거시경제 변수들이 영향을 미치는지 분석하였다는 데에 큰 의의가 있다. 우선주와 보통주의 특징과 차이를 활용하여 우선주 가격결정에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수로 소비자심리지수와 코스피변동성지수를 활용한 점도 의의점이라 할 수 있다.

본 연구의 결과는 우선주가격과 우선주지수수익률을 특정 거시경제 변수들이 설명할 수 있음을 시사하며 우선주 투자에 관심이 있는 투자자와 경영자, 우선주와 보통주 발행을 고려하고 있는 경영자, 그리고 관련 분야 연구자들과 금융정책 담당자들에게 의미 있는 정보로 활용될 수 있을 것이다. 특히 배당에 관심이 높은 우선주 투자자들에게 우선주의 특징과 관련, 경제 전반 상황을 분석하여 투자하는데 유용한 정보가 될 것으로 사료된다.

하지만 본 연구의 경우 코스피우선주지수가 생성된 이후의 자료가 아직 충분하게 누적되지 않아 자료의 활용이 제한적이었다. 이를 보완하여 조금 더 많은 자료를 축적하는 것, 거시변수 뿐만 아니라 미시변수들(예를들어, 우선주 발행기업의 재무적특성 등)이 어떻게 우선주가격과 수익률에 영향을 미치는 지, 그리고 실제 경제 상황을 분석하여 우선주 가격을 좀 더 정확하게 예측하는 것을 추후 연구과제로 남기고자 한다.

References

- 김형규, 신용재 (2017), “거시경제변수가 주식수익률에 미치는 영향에 관한 연구”, *대한경영학회지*, 30(1), 33-52.
- 강윤식, 정재만 (2020), “ESG채권현황 및 활성화 방안에 관한 연구”, *아태비즈니스연구*, 11(1), 45-60.
- 김주일 (2013), “KOSPI지수 및 KOSDAQ지수와 환율과의 상호연관성에 관한 연구”, *한국산업경제학회*, 2013, 37-54.
- 김태혁, 정대성 (2012), “변동성지수가 KOSPI 200 지수수익률에 미치는 영향에 대한 연구: 장중 점프 발생시점을 중심으로”, *한국금융공학회*, 2012(2), 239-262.
- 남기석, 임재창 (2009), “보통주와 우선주 간의 가격과리율 결정요인에 관한 실증분석”, *경영과 정보연구*, 28(3), 25-44.
- 박재환 (2005), “소비심리지수, 투자자 심리지수와 주식수익률”, *금융학회지*, 10(2), 199-224.
- 변영태, 박갑제, 임순영 (2008), “거시경제변수의 주식시장에 대한 변동성 전이효과에 관한 실증연구”, *재무관리 논총*, 14(1), 97-117.
- 윤재형 (2012), “금리, 환율, 주식수익률의 상호의존성 분석”, *산업경제연구*, 25(4), 2485-2503.
- 윤진기, 김진선 (2016), “우선주와 보통주의 가격 차이에 영향을 미치는 요인 연구”, *글로벌경영학회지*, 13(1), 95-123.
- 이근영 (2005), “주식수익률과 물가 간의 인과관계”, *경제학연구*, 54(4), 189-222.
- 이충언 (2013), “우리나라에서의 주가와 인플레이션의 상관관계”, *국제지역연구*, 17(2), 97-117
- 이한재 (2012), “코스피 주가지수와 원/달러환율 간의 구조적 변동”, *산업경제연구*, 25(1), 927-947.
- 장육, 김이배 (2019), “조정베타 추정방식이 자산손상차손 가치평가에 미치는 영향”, *아태비즈니스연구*, 10(4), 65-75.
- 전용호 (2019), “국내 주식시장에서 유동성 프리미엄의 장기적 변화에 대한 연구”, *아태비즈니스연구*, 10(2), 627-41.
- 정성훈, 이병주 (2013), “보통주와 신형우선주의 가격차이 비율에 관한 연구”, *기업경영연구*, 20(4), 97-113.
- 정용석 (2011), “환율과 주가간의 연관관계”, *경제연구*, 29(1), 115-138
- 정진호, 서준교, 권정은 (2008), “신형우선주 발행과 기업가치”, *산업경제연구*, 21(4), 1595-1618.
- 최종범, 문관수 (2005), “보통주와 우선주의 가격차이에 관한 연구: 유동성 프리미엄의 영향을 중심으로”, *재무연구*, 18(2), 263-287.
- 한봉희 (2010), “우선주 가격과 거래 유동성”, *대한경영학회지*, 23(1), 1-22.
- 한원종 (2001), “국내의 거시경제변수가 주가변동에 미치는 파급효과 분석”. *LG경제연구원*, 1-31.
- Apergis, Nicholas and Sophia Eleftheriou (2002), “Interest rates, inflation, and stock prices: the case of the Athens Stock Exchange”, *Journal of Policy Modeling*, 24(3), 231-236
- Cox, Steven R. and Dianne M. Roden (2002), “The Source of Value of Voting Rights and Related Dividend Promise”, *Journal of Corporate Finance*, 8(4), 337-362.
- Lee, Bong-Soo (1992), “Causal Relations among Stock Returns, Interest Rates”, *Real activity and inflation*, 47(4), 1591-1603.
- Nenova, Tatiana (2003), “The Value of Corporate Voting Rights and Control: A Cross-country Analysis”, *Journal of Financial Economics* 68(2003), 325-351
- Neumann, Robert (2003), “Price Differentials between Dual-class Stocks: Voting Premium or liquidity discount?”, *European Financial Management*, 9(3), 315-332.
- Sims, Christopher A. (1980), “Macroeconomics and Reality”, *Econometrica*, 48(1), 1-48.

