

제19대 대통령선거 관련 정치테마 주식에 대한 사건 연구*

곽형신** · 여은정***

〈요 약〉

본 논문은 제19대 대통령선거 후보 확정 경선일과 선거일에서의 주요 후보별 소위 “정치테마주”들의 움직임에 대하여 시장모형, 3요인 모형 및 4요인 모형을 적용하여 단기 및 장기로 사건 연구를 수행하고 분석한다. 분석 결과 대부분 후보들의 관련 테마주들이 이벤트 일 전에는 유의한 양의 누적초과수익률을 보이기도 하지만 시간이 지남에 대체로 사라지는 양상을 나타낸다. 다만, 테마주 효과가 사라지는 시점의 차이는 존재하며 그 정도에 있어서도 후보별 테마주 및 모형에 따른 차이가 나타난다. 당선인인 문재인 후보 관련 테마주의 경우 누적초과수익률이 상당 기간 지속되는 특징을 보인다. 3요인 및 4요인 모형의 경우 대선일 이후 문재인 테마주가 상당 기간 동안 높은 양의 누적초과수익률을 나타낸 반면, 시장모형의 경우 음의 수익률을 나타내기도 하였다. 반면, 안철수 테마주의 경우 모든 이벤트에서 모형 별 차이가 거의 나타나지 않았다. 홍준표 테마주의 경우 대선일에서 시장모형과도, 3요인 및 4요인 모형이 모두 큰 차이를 보였으며, 특히 모멘텀을 추가한 4요인 모형에서의 누적초과수익률이 대선일 이후 가파르게 떨어지는 것으로 나타났다. 결과적으로, 본 연구는 국내 정치테마주 가격은 해당 기업의 미래 성과에 대한 기대보다는 조작 시도 혹은 투자자 비이성적 과열의 결과라고 보는 기존의 해석을 재확인함과 더불어, 각 후보별로 대선 테마주가 형성될 때 유력 후보를 중심으로 형성되는 테마주의 경우 규모 및 잠재적 가치 측면에서 오히려 다소 부족한 주식들을 포함하고 있을 수 있다는 점을 시사한다. 따라서 정치테마주 투자에 대한 일반 투자자들의 각별한 주의가 필요하다는 점을 다시금 상기한다.

주제어 : 테마주, 사건 연구, 대통령 선거, 경선

논문접수일 : 2019년 02월 20일 논문수정일 : 2019년 05월 13일 논문게재확정일 : 2019년 05월 13일

* 유익한 논평을 해 준 익명의 두 심사자에게 감사를 표하는 바이다. 초기 단계 논문이 발전하는데 유익한 조언을 해 준 동국대 전주용 교수, 부경대 김순호 교수에게도 감사를 표한다.

** 제1저자, 중앙대학교 대학원 경영학과 석사과정, E-mail: sjybins6909@cau.ac.kr.

이 논문은 2016년도 중앙대학교 대학원 연구장학기금 지원에 의한 것임을 밝힌다.

*** 교신저자, 중앙대학교 경영경제대학 경영학부 부교수, E-mail: ejyeo@cau.ac.kr.

I. 서 론

테마주가 무엇인지 명확히 정의내리기는 어렵지만 특정 주제와 관련된 이벤트에 따라 주가 움직임이 동조되는 특성을 나타내는 상장주들을 일반적으로 지칭한다고 볼 수 있다. 예를 들어, 국가가 에너지 등 특정 산업의 육성책을 발표하면 그와 관련한 기업들의 주가가 함께 상승하며, 2009년 신종플루 사태와 같이 특정 질병이 확산되면 그를 예방 또는 퇴치할 수 있는 신약을 만들어낼 것으로 예상되는 기업의 주가가 상승한다. 이외에도 대통령선거 등 정치적 사건, 연예인의 활약 혹은 스캔들,¹⁾ 신약 혹은 기술, 특정 지역 개발, 자원개발 및 수주 등 다양한 종류의 이벤트들과 그에 따른 테마주들이 존재할 수 있다.²⁾

테마주의 역사는 사실상 주식 시장의 역사와 같다고 볼 수도 있다. 18세기 영국의 국영기업인 ‘남해회사’(South Sea Company)의 사례를 테마주의 시초로 볼 수 있으며,³⁾ 우리나라에서는 80년대 후반 등장한 이른바 ‘관리장성 테마주’라는 것이 본격적인 테마주의 시초라고 알려져 있다.⁴⁾ 이후에도 다양한 테마주들이 등장하였지만, 국내에서 가장 일반적인 형태는 대통령 선거 기간마다 등장하는 ‘정치 테마주’라고 할 수 있다.

유력 대통령 후보자와 관련된 테마주들이 등장하고 해당 후보자와 관련된 사건에 따라 급등락하는 모습 자체는 국내뿐 아니라 미국이나 영국, 서유럽 등에서도 나타난다. 특히 후보자의 공약에 의해 수혜를 받는 기업들이나 후보자의 정당에서 추진하는 입법에 의해 수혜를 받는 기업들이 많다. 가령, 미국에서는 공화당이 여당이 되면 주로 방위산업체, 담배기업, 금융기업의 주가가 오르는 경향이 나타나는 등 주로 당선(유력) 후보의 소속 정당의 정책 성향에 의해 테마주가 결정된다. 또한, 2012년 미국 대통령 선거에서는 건강보험, 병원, 친환경에너지 기업 관련 종목들이 당시 민주당 오바마 후보의 테마주로 여겨지며 상승하였는데, 이는 오바마 후보의 건강보험 개혁 발표 등에 따라 수혜가 있을 것으로

1) 가수 싸이의 노래 강남스타일이 전 세계적으로 알려지고 지명도를 얻게 되면서 그의 아버지가 대주주인 기업의 주가가 타당한 이유가 없이 과도하게 상승했다가 하락하기도 했다(Kim and Jung, 2016).

2) 다만 환율, 유가 등과 같이 대부분의 종목에 영향을 미치는 것은 테마주라고 분류하지는 않는다.

3) 1720년 영국에서 자금난에 처한 남해회사(South Sea)가 금광 발견 등의 거짓 소문을 퍼뜨려 주가를 10배 이상 급등시킨 사건이다. 아이작 뉴턴은 이때의 투자로 말년에 전 재산을 잃었다고 알려져 있다. 반면, 헨델은 남해회사 투자로 많은 돈을 벌어, 그 돈으로 왕립음악아카데미(Royal Academy of Music)를 설립할 수 있었다(<https://www.britannica.com/event/South-Sea-Bubble>, <https://www.businessinsider.com/isaac-newton-lost-a-fortune-on-englands-hottest-stock-2016-1>, p. 74 “George Frideric Handel: A Music Lover’s Guide”).

4) 우리나라가 그 시기에 중국, 러시아 등과의 북방 외교정책을 적극적으로 펼치기 시작하였으며, 당시 중국이 관리장성에 바람막이 설치한다는 설이 돌면서 우리나라의 관련 테마주들이 상승한 적이 있다(<https://www.mk.co.kr/news/economy/view/2016/04/258755/>).

기대하였기 때문이다.⁵⁾ 한편, 공화당의 롬니 후보는 월가로부터 막대한 후원금을 받았다는 이유로 금융주가 롬니 테마주가 되었다.

우리나라의 경우 2007년에 치러진 제17대 대선을 앞두고 이화공영을 비롯한 이른바 이명박(편의상 존칭 생략) 테마주가 상승하였는데 이를 공약테마주의 시초로 본다.⁶⁾ 당시 해당 테마주의 주가가 급격히 상승한 이유는 이명박 후보의 대운하 공약에 의한 건설 관련 종목들이 움직인 것으로 분석할 수 있다. 그러나 이후 국내의 정치테마주는 후보자 혹은 소속정당의 정책 방향에 따른 기업의 향후 사업 전망 보다는 유력 후보자들의 인맥과 관련된 테마주가 많다는 특징을 보인다.

특히 2012년에 치러진 18대 대선의 경우 당시 주요 후보였던 문재인, 박근혜, 안철수(가나다순, 편의상 존칭 생략) 후보들의 인맥을 중심으로 형성된 테마주들⁷⁾이 급증하였으나 장기적인 수익으로 이어진 경우는 사실상 없었다고 할 수 있다(박정훈, 2014; 강성진, 2016; 남길남, 2017). 이들 종목들은 주요 정책으로 부터 수혜를 얻을 가능성에 대한 근거는 물론 특정 후보와의 인맥관련성에 대한 근거조차도 부족한 경우가 많았다. 이를 두고 증권가는 주가를 조작하려는 일부 투자자들의 시도가 일반투자자들의 무분별한 편승과 결합되면서 테마주 과열의 원인이 된 것으로 지목하였다.⁸⁾ 또한, 이 시기는 현재까지 가장 많은 테마주가 등장하였고, 테마주에 투자한 투자자들 또한 가장 많이 밀집된 시기로 알려져 있기도 하다.⁹⁾

후보자와의 인맥을 중심으로 형성된다는 점과 더불어 국내 정치테마주가 갖는 또 다른 특징은 변동성이 높은 저가주에 집중되어 있다는 점이다. 19대 대선 주요 후보관련 테마주들은 안랩을 제외하면 모두 2016~2018년 사이 최고가격 조차도 1만 원 이하를 기록했으며, 이른바 ‘동전주’로 분류되는 1천 원 이하의 가격대에서 거래되는 주식들도 다수 포함하고

5) 2013년 버락 오바마 대통령이 향후 먹거리 산업으로 3D 프린터를 주장하였는데, 이러한 정책에 의해 스트라타시스 등이 수혜를 받을 것으로 기대하며 관련주들이 상승하기도 하였다. 이는 과학기술 관련 테마주에 속한다고 볼 수 있기도 하지만 특정 정치인의 정책에 의해 주가가 움직였다면 정치테마주로 분류할 수도 있다 (다시 들쭉거리는 정치테마주...인맥 따라 주가 롤러코스터, 매일경제 2014. 3. 27).

6) “‘MB 테마주’ 이화공영 2620원 → 6만 7400원 → 2925원”, 경향신문, 2012. 1. 5.

7) 우리들생명과학, 우리들제약, 바른손 같은 문재인 테마주가 등장하였고, 아가방, 보령메디앙스, EG 같은 박근혜 테마주도 등장하면서 주식시장의 관심을 받으며 급격한 상승을 이룬 바 있으며, 안철수 후보의 대선 출마 선언 시점에는 안랩, 씨니전자, 미래산업, 다플멀티미디어, 오픈베이스 등의 안철수 테마주가 상승하기 시작했다.

8) 특히 안랩(안철수연구소)의 경우, 가치투자를 위해 대량 매수를 해둔 원종호라는 투자자가 2대 주주로 있었는데, 그것이 정치테마주로 엮이면서 급등하였고, 큰 수익을 올리며 언론의 주목을 받은 일이 있다(하진수, 2013). 미래산업의 경우 주가는 500원보다 낮았지만 1,950원을 최고치로 상승하였다. 하지만 최고점에서 대주주가 주식을 모두 처분하면서 논란이 되기도 하였다. 미래산업은 이후 하락세에 접어들었고 2014년 8월에는 150원대까지 하락하였다. 이는 정치테마주는 리스크가 큰 투자임을 보여주는 대표적인 사례로 언급되고 있다(“개미투자자 울리는 대선 테마주”, 매일경제 2012. 10. 15).

9) 정치테마주, 누가 어떻게 돈을 버는가, 월간조선 2012. 11월호.

있다. 이는 국내의 정치테마주가 높은 투기적 성향을 지닌 투자자들을 중심으로 거래되어 왔음을 의미한다.

특별한 성장요인 등이 없음에도 주가가 급등하고 회전율이 높아지는 등 기업의 가치와는 무관한 흐름은 주가조작 등의 시도와 종종 연결되어있기도 하며, 주식시장을 지나치게 과열되게 할 수 있고 소액투자자들에게 막대한 손실을 끼칠 수 있기 때문에 금융당국에서도 이러한 움직임을 단속하고 규제하고 있다(금융위원회, 2017). 하지만 이후에도 정치테마주들의 등장은 멈추지 않았으며 2017년 5월에 보궐선거 형태로 치러진 19대 대선에서도 이어졌다. 2017년 초 안철수 후보의 지지율이 하락하면서 관련 테마주들도 덩달아 하락세를 나타낸 반면, 이 시기에 반기문 UN 전 사무총장이 대선후보로 거론되면서 지지율 1위로 올라서면서 반기문 테마주의 주가가 상승하기도 하였다.¹⁰⁾

본 논문에서는 19대 대통령 선거관련 정치테마주의 초과수익률을 분석함으로써 정치테마주의 비정상적인 가격 상승 및 지속기간의 특성에 대하여 이해하고자 한다. 19대 대통령 선거의 경우는 이전에 치러진 대통령 선거들과 달리 대통령의 탄핵과 그에 따른 보궐선거의 형태로 비교적 예상하지 못한 상황에서 치러진 만큼 일련의 정치적 이벤트들이 임의 사건(random event)으로의 특징을 보다 강하게 갖고 있을 것이며, 테마주의 움직임이 다른 중첩요인들의 영향을 덜 받고 보다 선명하게 드러날 것으로 기대된다. 이에 19대 대선에서도 정치테마주가 근거가 없는 투자인지, 더 나아가 경선 등의 사전 이벤트에서도 이러한 특징을 보이는지, 다른 요인에 따른 설명이 가능한지 알아보하고자 한다. 또한, 이를 통해 테마주 투자 규제와 관련된 시사점을 제시하고자 한다.

이를 위해서 본 논문에서는 시장모형(market model)과 3요인 모형(Fama-French 3-factor model) 및 모멘텀(momentum) 요인을 추가한 4요인 모형(4-factor model)을 각각 이용하여 주요 후보들과 관련된 테마주들의 이벤트 기간에 대한 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return, CAR)을 단기 및 장기로 추정하였다. 그 결과, 전체적인 흐름은 대부분 후보들의 테마주가 장기 및 단기 모두에서 이벤트일 전에는 일시적으로 높게 형성되다가 이벤트일 전후를 중심으로 점차 사라지는 형태를 보였다. 다만, 누적초과수익률 추정치 및 패턴에 있어서는 각 후보별 테마주에 따라 모형 별 추정결과의 차이가 지속적이며 일관성 있게 나타났다. 다만 당선자인 문재인 테마주의 3요인 및 4요인 모형에서의 누적초과수익률은 대선일 및 경선일 이후 거의 2개월 동안 높은 양(+)의 수익률을 나타낸 반면 시장모형의 경우 음(-)의 수익률을 기록하기도 하였다. 반면, 안철수 테마주의 경우 모든 이벤트에서

10) 이에 따라 반기문 테마주도 등장하였는데, 반기문의 선배가 경영하고 있는 삼보판지가 상승하였고, 반기문의 동생이 부회장으로 있는 보성파워텍이 상승한 적도 있다.

모형 별 차이가 눈에 띠게 나타나지 않았다. 흥준표 테마주의 경우 대선일 이벤트에서 시장모형, 3요인 모형, 4요인 모형이 모두 큰 차이를 보였으며, 특히 모멘텀을 추가한 4요인 모형에서의 대선일 이후 누적초과수익률이 가파르게 떨어지는 것으로 나타났다.

또한, 후보 경선의 경우도 후보 확정 이후에 양의 수익률을 보였으나 역시 시간이 지남에 따라 사라지는 것으로 나타났다. 사건연구 결과는 기존 연구와 유사하게 이벤트일 이후로 테마주들의 초과수익률이 대체로 사라지는 것으로 나타나지만, 3요인 및 4요인 모형을 적용할 경우 초과수익률이 음(-)으로 나타난다는 시장모형 결과와 기존연구 결과(남길남, 2017 등)와는 달리 정상 수준으로 회귀한다는 점을 확인하였다. 이는, 테마주, 특히 당선 유력 대선 주자 관련 테마주들이 규모와 장부-시장가 비율 등 잠재적 가치 측면에서 오히려 부족한 주식들을 중심으로 형성되었을 수 있다는 점을 시사한다. 따라서 정치 테마주 투자에 대한 일반 투자자들의 각별한 주의가 필요하며, 또한 선거기간에는 관련 당국의 강화된 수준의 시장 모니터링이 필요하다는 점을 상기한다. 이는 19대 대통령선거 관련 정치테마주들의 누적초과수익률의 변화는 비이성적 과열(irrational exuberance)로 인한 투자쏠림의 결과로 해석하는 것이 보다 타당할 것이라는 결론을 얻을 수 있다. 정치 테마주로 분류되는 특정 주의 주가가 급격히 상승할 경우 감독당국은 시장을 보다 면밀히 살피고 불법적인 주가 조작 시도 및 거짓 정보의 시장 유포 여부 등에 대해 모니터링하고 투자자들에게 올바른 정보를 제공할 필요가 있음을 시사한다.

본 논문은 상대적으로 짧은 기간에 치러졌으며 시장 감독이 강화되어 주가 조작 시도가 감소하였을 것으로 예상되는 19대 대선에서 주요 후보들의 정치테마주 움직임에 대하여 대선일과 더불어 컨벤션 효과를 가져오는¹¹⁾ 후보 확정일(경선일)을 고려하고, 장기와 단기, 시장모형, 3요인 모형, 그리고 4요인 모형까지 이용하여 다양하게 분석하고 비교한 결과를 제시하였다는 점에서 기존 연구와 차별점이 있으며, 관련 문헌에 학술적인 기여를 한다고 할 수 있다.

이후의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 정치적 이벤트에 대한 주가수익률과 관련된 선행연구를 기술하고, 제Ⅲ장에서 초과수익률 측정을 위한 사건 연구 방법론과 사용한 자료, 테마주에 대한 표본 구성을, 제Ⅳ장에서 제Ⅲ장에서 제시한 방법론과 자료를 바탕으로 가설을 설정하고 이를 토대로 분석한 실증분석 결과를, 제Ⅴ장에서 제Ⅳ장의 실증분석 결과를 바탕으로 내린 결론 및 관련 시사점을 제시한다.

11) 이에 대한 자세한 설명은 제Ⅴ장인 가설 설정과 실증분석 부분을 참조하기 바란다.

II. 선행연구

정치적 사건에 대해서는 정의하고 정량화하기가 어렵지만, 특히 정치테마주의 경우 그 정의가 더욱 모호할뿐더러 우리나라에서 두드러지는 현상이기 때문에 정치테마주에 관한 국외 연구는 많지 않은 편이다. Harron et al.(1999)는 1992년 미국 대통령 선거에서 선거 결과 확률의 변동과 미국 경제의 74개 고유 섹터와의 연관성을 분석한 결과 1992년의 경제 분야가 정치적으로 민감하게 반응하지 않았다고 주장하였다. 반면, Knight(2006)는 2000년 미국 대통령 선거 당시 후보였던 조지 부시와 앨 고어와 관련되어 있는 70개의 기업 샘플을 사용하여 정책 관련 테마주의 주가를 분석하였으며, 그 결과 부시 행정부 하에서 부시와 관련된 기업은 3% 상승, 고어와 관련된 기업은 6% 주가가 하락했다는 것을 보여 주었다. 그는 또한 후보의 정책이 선거 기간 동안 주식 가격에 반영될 수 있다고 언급했다.

직접적으로 대통령 선거에서의 주요 후보 관련 정치테마주에 대하여 사건 분석을 통해서 초과수익률을 살펴본 국내의 선행 연구들은 다음과 같다. 우선, 라석환(2011)은 3요인 분석을 이용하여 17대 대선의 인맥관련 테마주는 통계적으로 유의한 양(+)의 수익률을 기록한다는 결과를 제시한다. 반면 강성진(2016)은 18대 대선의 테마주를 대상으로 역시 3요인 분석을 실시하였으며 이벤트 기간 이후에는 점점 초과 수익률이 사라진다는 상반되는 결과를 제시한다. 19대 대선의 경우 금융감독원(2017) 및 금융위원회(2017)는 대선 후보 테마주들의 수익률이 잠시 양(+)을 기록하기도 하지만 선거일을 중심으로 시장지수 수준으로 급락하여 직전 총선('17. 4. 13.) 이전 수준으로 회귀했으며 변동성 또한 선거일을 중심으로 평균보다 높은 쪽에서 낮은 쪽으로 변화했다는 결과를 제시한다. 끝으로, 남길남(2017)은 16대부터 19대까지의 대통령 선거에서 정치테마주로 간주된 70개 종목의 누적초과수익률을 산출하였으며 그 결과 선거직전과 직후 평균적으로 음의 수익률을 보인다는 결과를 제시한다.¹²⁾

정치테마주가 직접적인 대상은 아니지만 정치적 사건에 따른 주식시장 움직임에 대한 국내 선행연구는 다수가 존재한다. 안희준, 전승표, 최종범(2010)은 남북관계에 대한 뉴스 보도가 주식시장에 미치는 영향을 분석하였다. 남북관계가 발전했던 1998년부터 2009년까지의 남북관계에 대한 뉴스보도를 좋은 소식과 나쁜 소식으로 나누고 주식시장의 반응, 그리고 특별히 남북경협 관련주와 방위산업 주가의 움직임을 분석하였다. 분석 결과, KOSPI와 KOSDAQ 지수 및 남북경협주 모두 남북관련 뉴스에 유의하게 반응하였으며 좋은 소식의 경우 지수(가격)가 상승하였고, 나쁜 소식에는 지수(가격)가 하락하였다. 그러나

12) 다만 이들 연구는 어떠한 주식들이 테마주로 분류되었는지에 대한 구체적 정보는 제시하지 않는다.

추가적으로 나쁜 소식 이후 2주간의 장기 움직임을 관찰한 결과에서는 남북경협주를 제외하면 KOSPI, KOSDAQ 지수 및 방위산업주가는 다시 회복한다는 결과를 제시한다. Chan(2003)의 연구에서도 남북관계 관련 사건 뉴스 보도 이후의 주가 움직임을 분석하여 뉴스의 좋은 소식과 나쁜 소식에 따라 주가 움직임이 달리 나타난다는 결과를 제시한다.

정치테마주 자체는 국내에 두드러지는 현상이지만 넓게 본다면 특정 사건이 발생할 때 일시적으로 주가의 초과 수익률이 비정상적으로 나타나는 비이성적 과열 현상 중 하나로 이해할 수 있다. Engelberg et al.(2012)는 미국의 유명 TV 쇼인 매드머니(Mad Money)를 바탕으로 테스트를 하였다. 진행자 짐 크레이머(Jim Cramer)가 종목을 추천 할 때 추천한 종목의 개별 주식 가격이 일시적으로 상승하게 된다는 결과가 나타났으며, 특히 이러한 권고에는 특별한 정보가 없다고 밝혔음에도 TV쇼가 방송되는 정확한 시간에 가격이 상승하는 현상이 나타남을 발견하였다. DellaVigna and Pollet(2009)는 기업이 금요일에 실적을 발표할 경우 다른 요일에 발표하는 경우보다 발표 당시 주식수익률의 반응은 15% 정도 낮고 발표 이후 주식수익률의 반응은 70% 큰 것으로 나타났다. 이는 주말을 앞둔 금요일에는 투자자들의 관심이 분산되기 때문에 기업의 영업실적 발표에 따른 투자자들의 반응이 적거나 지연되어 나타난 결과라고 주장하였다.

Ⅲ. 모형별 초과수익률의 측정 및 표본

사건연구는 초과수익률(또는 비정상수익률)과 누적초과수익률(또는 누적비정상수익률)을 측정한 다음 누적초과수익률이 존재하는지, 그리하여 특정 이벤트가 관련 테마주들의 주가에 미치는 영향이 과연 통계적으로 유의한지를 귀무가설 “H0: 이벤트 기간 내에서 누적초과 수익률은 0이다.”를 검정하여 확인하는 작업이다. 사건 연구는 Fama et al.(1969)이 효율적 시장가설을 증명하였을 때 사용한 이후 널리 쓰이게 되었으며, 합리적 시장 가설 외에도, 정보유출의 효과 및 특정 이벤트가 주가에 어떤 영향을 미치는지 등을 검증할 수 있다.

사건연구에서는 이벤트 기간(event window)과 추정 기간(estimation window)을 설정해야 한다. 이벤트 기간은 특정한 정보가 주가에 영향을 미친다고 여겨지는 기간을 말한다. 보통 사건 공시일을 기준으로 사건 전과 사건 후의 기간을 설정한다. 본 논문에서는 대선일과 각 후보의 확정 경선일을 사건일로 정하고, 이를 기준으로 40일 전과 40일 후(장기), 그리고 10일 전과 10일 후(단기)를 이벤트 기간으로 설정한다.

추정기간은 특정한 정보가 주가에 영향을 미치지 않다고 여겨지는 기간이다. 즉, 이벤트 기간은 주가에 영향을 준 사건에 의해 영향을 미쳤을 것으로 보여지는 기간으로 설정해야

하며, 추정기간은 주가에 영향을 준 사건에 의한 영향이 미치지 않을 것으로 생각되는 기간으로 설정한다. 본 논문에서 추정기간은 각 사건일 6개월 전(-180일)으로 설정하였다.

사건연구는 시장모형이나 다요인 모형(multi-factor model)이나 사건일 이전 일정기간인 추정기간을 통해 요인별 계수를 추정함으로써 정상수익률을 구하는 데, 이를 기반으로 이벤트 기간 내 실제 주가수익률과의 차이로부터 사건 발생에 따른 초과수익률을 계산한다. 그 이유는 사건이 발생한 특정시기를 포함하면 이벤트 효과와 섞여 정상수익률을 구성하는 요인 모형의 추정값이 왜곡될 소지가 있기 때문이다.

본 논문에서는 누적초과수익률을 측정하기 위해 시장모형과 3요인 모형을 바탕으로 사건연구를 수행하고, 추가적으로 모멘텀을 포함한 4요인 모형을 이용하여 추정된 누적초과수익률을 비교 및 검증한다.

1. 시장모형(Market Model)

이벤트로 인한 비정상적 주가 움직임을 측정하기 위해서는 우선 벤치마크인 정상수익률을 추정해야 한다. 추정기간에 대해 정상수익률이 추정되면 이벤트 기간의 실제수익률에서 추정된 계수를 사용한 정상수익률을 차감하면 초과수익률(비정상수익률)이 구해진다. 시장모형 추정식은(Brown and Warner, 1985 등) 다음과 같다.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

여기서 $R_{i,t}$ 는 i 기업 t 시점 주식수익률이며, $R_{m,t}$ 은 t 시점 시장수익률이다. 시장수익률의 대응치로는 일반적으로 주가지수가 이용되며, 본 연구에서는 코스피 및 코스닥 지수가 쓰인다. $R_{i,t}$ 는 종속변수로, $R_{m,t}$ 은 독립변수로 설정하고 일반선형 회귀분석을 통해 얻은 α_i 와 β_i 에 대한 추정치 $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$ 를 이벤트 기간의 정상수익률을 추정할 때 대입한다. 기업 i 별로 시장모형을 통해 추정하였기 때문에 $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$ 는 기업마다 다르다.

초과수익률은 해당 이벤트 기간의 실제수익률에서 위의 $\hat{\alpha}_i$, $\hat{\beta}_i$ 를 이용하여 추정한 정상수익률을 차감하여 측정한다. 이를 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad (2)$$

위 식에서 구한 초과수익률을 이벤트 기간에 대해 모두 합하여 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return, CAR)을 측정한다. 본 연구에서 누적초과수익률은 동일 가중치를 적용한다.

2. 3요인 모형(3-Factor Model)

Fama and French(1993)는 미국 주식시장을 바탕으로 1963년 이후의 데이터에서 규모 요인과 가치요인이 존재한다는 것을 발견하였다. 시장가치 대비 장부가치 비율(B/M)이 높은 주식들이 낮은 주식들에 비해 높은 수익률을 얻는다는 것이다. Davis et al.(2000)는 1963년 이전의 데이터로도 가치프리미엄의 존재여부를 확인하였다. Barber and Lyon(1997)은 Fama and French(1993)가 제외시킨 금융기관도 포함하여 분석한 결과 금융기관의 샘플에서도 기업 규모요인과 가치요인이 나타난다고 주장하였다. 또한 이러한 규모요인과 가치요인을 통제하여 분석할 경우 알파를 통해 기업의 초과수익률 측정이 가능하다고 주장하였다.

국내의 다수 기존 연구에서도 3요인 모형의 유용성을 확인하였으며(김규영, 김영빈, 1998; 송영출, 이진근, 1999; 김석진, 김지영, 2000; 장영광, 김종택, 2003; 김병준, 이필상, 2006 등), 본 논문에서도 이러한 근거를 바탕으로 3요인 모형을 통해 초과수익률을 측정하고자 한다.

시장모형은 이자율이나 인플레이션 등의 변화에 따른 위험요인이 없다고 가정하고, 포트폴리오는 오직 시장위험에만 노출되어 있음을 가정하는 한계를 가지고 있다. 그러나 3요인 모형은 시장위험 외에 기업규모 및 가치 요인을 추가로 고려한다.

$$R_{(t)} - R_{f(t)} = \alpha + \beta_m(R_{m(t)} - R_{f(t)}) + \beta_s SMB_{(t)} + \beta_h HML_{(t)} + \epsilon_{(t)} \quad (3)$$

여기서 $R_{(t)} - R_{f(t)}$ 는 포트폴리오의 초과 수익률, $R_{m(t)} - R_{f(t)}$ 는 시장 초과 수익률, SMB 는 (소형주-대형주 기업의 초과 수익률), HML 는 (高B/P-低B/P 기업의 초과수익률 또는 가치주-성장주 기업의 초과 수익률), $\epsilon_{(t)}$ 는 오차항을 나타낸다.

3요인 모형을 이용한 각 요인별 계수 추정에 앞서 우선, 전체 시장 주식을 규모(보통주 및 우선주 시가총액)와 가치(순자산/시가총액 비율)를 이용하여 <Table 1>과 같이 각 5단계, 총 25가지로 분류한다. 이후 하위 20% 규모 수익률에서 상위 20% 규모 수익률의 차를 구해 SMB 로 정의하고, 유사하게 상위 20% 가치 수익률에서 하위 20% 가치 수익률(규모 요인 포함)의 차를 구해 HML 로 정의한다. 이후 추정 기간의 테마주식의 수익률을 종속 변수로, 3요인 모형식에서 요인별 변수를 설명변수로 선형회귀분석을 통해 베타계수를 추정한다. 그런 다음 이벤트 기간의 실제 수익률에서 추정된 베타계수를 대입한 벤치마크 수익률을 차감한다. 따라서 매 이벤트 기간 동안 실제수익률에서 벤치마크 수익률을 차감하면 초과수익률이 된다. 이를 이벤트 기간에 대해 합산하여 누적초과수익률을 추정한다. 이후에는

시장모형과 마찬가지로 시간에 대하여 동일가중치로 누적초과수익률을 적용하여 유의성 검정을 시행한다.

<표 1> 규모와 가치를 기준으로 5분위로 나눈 포트폴리오

규모는 시가총액(Market Capitalization)을, 가치는 순자산(Book Equity)/시가총액을, 코스피 순위 기준으로 20%씩 5개 그룹으로 나눈다. 코스닥 종목은 시가총액이 해당하는 구간에 포함한다. 시가총액은 보통주 시가총액+우선주 시가총액이며 6월 말을 기준으로 한다. 순자산은 자산총계-무형자산+자기자본(자기 주식)이며, 최근(전년도 12월 말) 사업보고서를 기준으로 한다.

| | 고가치주 | 중고가치주 | 중가치주 | 중저가치주 | 저가치주 |
|------|----------|--------|------------|--------|---------|
| 소형주 | 소형-High | 소형-UM | 소형-Medium | 소형-LM | 소형-Low |
| 중소형주 | 중소형-High | 중소형-UM | 중소형-Medium | 중소형-LM | 중소형-Low |
| 중형주 | 중형-High | 중형-UM | 중형-Medium | 중형-LM | 중형-Low |
| 중대형주 | 중대형-High | 중대형-UM | 중대형-Medium | 중대형-LM | 중대형-Low |
| 대형주 | 대형-High | 대형-UM | 대형-Medium | 대형-LM | 대형-Low |

3. 4요인 모형(4-Factor Model)

Carhart(1997)는 Fama and French의 3요인 모형에 Jegadeesh and Titman(1993)의 모멘텀(momentum) 요인을 포함한 4요인 모형이 유용할 수 있음을 제안하였다. 본 연구에서도 모멘텀 변수를 포함한 4요인 모형을 이용한 사건연구를 수행한다.

모멘텀 요인은 수정주가수익률을 이용하여 측정한다. 수정주가수익률이란 어떤 투자자가 특정 기업의 주식 1주를 일정기간 동안 보유하고 있을 때, 그 주식으로부터 확보할 수 있는 실제 수익률이며, 본 논문에서는 T-12개월 초부터 T-1개월 초 시점까지의 수정주가 수익률을 사용하며, 수정주가수익률 상위 20% 종목을 Up으로 하여 20%씩 5개 그룹으로 나눈다. 이후 상위 20% 모멘텀 수익률에서 하위 20% 모멘텀 수익률의 차(규모 요인 포함)를 구하여 MOM으로 정의한다. 4요인 모형 추정식은 식 (4)와 같다.

$$R_{(t)} - R_{f(t)} = \alpha + \beta_m(R_{m(t)} - R_{f(t)}) + \beta_sSMB_{(t)} + \beta_hHML_{(t)} + \beta_oMOM_{(t)} + \epsilon_{(t)} \quad (4)$$

여기서 $R_{(t)} - R_{f(t)}$ 는 포트폴리오의 초과 수익률, $R_{m(t)} - R_{f(t)}$ 는 시장 초과 수익률, SMB , HML , MOM 는 각각 기업규모 요인, 가치 요인, 모멘텀 요인이다. 추정 기간의 자료를 바탕으로 일반선형 회귀분석을 통해 알파와 4개 요인의 베타계수를 추정한다. 그리고 이렇게 추정된 알파와 베타계수들을 바탕으로 이벤트 기간의 실제수익률과 무위험수익률의 차에서 벤치마크 수익률을 차감하여 초과수익률을 측정한다.

4. 표본과 자료

테마주로 분류된 국내 개별기업의 주식수익률과 시장수익률은 DataGuidePro에서 수집하였다. 다요인 모형에 필요한 무위험수익률은 CD91일물의 수익률을 사용하였다. 분석에 이용하는 테마주들은 주요 후보별 검색어(“문재인 테마주”, “안철수 테마주”, “홍준표 테마주”)의 네이버 검색 상위 결과에서 복수로 등장한 기업들을 대상으로 <표 2>~<표 4>와 같이 선정하였다. 선정된 테마주식은 문재인 테마주 11개, 안철수 테마주 22개, 홍준표 테마주 9개이다. 안철수 후보의 경우 선정된 테마주의 숫자가 균형이 맞지 않는다는 문제점이 있지만, 임의로 누락시키는 대신 그대로 유지한다.

<표 2> 문재인 후보의 테마주 리스트와 상장여부, 업종, 업력

| 문재인 테마주 | | | |
|---------------|------|-------------------|---------|
| 종목명 | 상장여부 | 업종 | 업력 |
| 바른손 | 코스닥 | 방송프로그램 제작 및 배급업 | 37년 |
| 에이엔피 | 코스닥 | 인쇄회로기판 제조업 | 39년 |
| 디오 | 코스닥 | 정형외과용/신체보정용 기기업 | 32년 |
| 국보디자인 | 코스피 | 도배/실내장식, 내장 목공사업 | 37년 |
| 신일산업 | 코스피 | 가전제품 및 부품 도매업 | 61년 |
| 우리들제약/우리들생명과학 | 코스피 | 완제 의약품 제조업/의료기기업 | 54년/11년 |
| 화인베스텔 | 코스닥 | 열간 압연 및 압출 제품 제조업 | 13년 |
| 대한제강 | 코스피 | 제강업 | 66년 |
| 조광페인트 | 코스피 | 일반용 도료 및 관련제품 | 53년 |
| 유성티엔에스 | 코스닥 | 일반 화물자동차 운송업 | 43년 |
| 서희건설 | 코스닥 | 건물 건설업 | 37년 |

주) 이 외에 검색 결과 문재인 테마주로 언급된 주식이 더 존재하나 다음 이유로 제외한다. 신성통상의 경우 당시 실적우량주로 언급되고 있었으며, 케이퍼티, 비엠티, DSR제강 등도 선거 기간 당시 테마주 성격에 반하는 해명이 나와 제외했다. 원하이텍은 당시 반기문 테마주와도 겹치기 때문에 문재인 테마주로만 보기는 어렵다. 위노바의 경우 2017년 2월 말에 상장폐지가 되어 3월부터 데이터를 구할 수 없어 제외하였다. 한성기업은 주로 2012년 18대 대선 당시 언급되었다.

문재인 테마주 및 안철수 테마주의 경우는 주로 인맥 테마주이다. 홍준표 테마주의 경우 주로 영남 신공항 테마주가 대다수를 차지하고 있는 특이점이 있다. 세 후보의 테마주 모두 코스닥에 상장된 기업이 코스피에 비해 더 많다. 안랩을 제외하면 이들 모두 2016~2018년 사이의 최고(중)가 조차도 1만 원 이하이며, 흔히 ‘동전주’로 분류되는 1천 원 이하의 가격으로 거래되는 주식들을 다수 포함하고 있다.

<표 3> 안철수 후보의 테마주 리스트와 상장여부, 업종, 업력

| 안철수 테마주 | | | |
|----------|------|-------------------|-----|
| 종목명 | 상장여부 | 업종 | 업력 |
| 씨니전자 | 코스피 | 유사 반도체소자 제조업 | 54년 |
| 콤텍시스템 | 코스피 | 컴퓨터 프로그래밍 서비스업 | 37년 |
| 우성사료 | 코스피 | 동물용 사료 제조업 | 52년 |
| 솔고바이오메디칼 | 코스닥 | 정형외과용/신체보정용 기기업 | 43년 |
| 에스넷시스템 | 코스닥 | 컴퓨터시스템 자문 및 구축 | 21년 |
| 한국정보공학 | 코스닥 | 컴퓨터 및 SW 도매업 | 30년 |
| 미래산업 | 코스피 | 정밀기기 제조업 | 37년 |
| 휴맥스 | 코스닥 | 비디오 및 영상기기 제조업 | 11년 |
| 마크로젠 | 코스닥 | DNA 염기서열 및 유전체 분석 | 23년 |
| 다플멀티미디어 | 코스닥 | 반도체 소자 제조업 | 22년 |
| 브리지텍 | 코스닥 | 응용 SW 개발 및 공급업 | 25년 |
| 아남전자 | 코스피 | 기타 음향기기 제조업 | 47년 |
| 케이씨피드 | 코스닥 | 동물용 사료 제조업 | 49년 |
| 대창솔루션 | 코스닥 | 금속 조립구조체 제조업 | 66년 |
| 엔피케이 | 코스닥 | 합성수지/플라스틱물질 제조업 | 33년 |
| 한창제지 | 코스피 | 크라프트지/상자용 판지 제조업 | 46년 |
| 홍아해운 | 코스피 | 외항 화물 운송업 | 58년 |
| 오픈베이스 | 코스닥 | 컴퓨터시스템 자문 및 구축 | 28년 |
| 안랩 | 코스닥 | 시스템 SW 개발 및 공급업 | 25년 |
| 태원물산 | 코스피 | 그외 기타 자동차 부품 제조업 | 65년 |
| 프리엠스 | 코스닥 | 전기회로 장치 제조업 | 31년 |
| 링네트 | 코스닥 | 컴퓨터시스템 자문 및 구축 | 20년 |

주) 안철수 테마주의 경우 주로 인맥 테마주이며, 학연, 혈연, 안랩 재직시절의 인맥이 대부분이지만, 언론이나 증권가에서 보도된 테마주들도 존재한다.

<표 4> 홍준표 후보의 테마주 리스트와 상장여부, 업종, 업력

| 홍준표 테마주 | | | |
|---------|------|-----------------|-----|
| 종목명 | 상장여부 | 업종 | 업력 |
| 두올산업 | 코스닥 | 자동차 부품 제조업 | 27년 |
| 세우글로벌 | 코스피 | 화학물질 및 화학제품 도매업 | 42년 |
| 토탈소프트뱅크 | 코스닥 | 응용 SW 개발 및 공급업 | 32년 |
| 한국선제 | 코스닥 | 철강선 제조업 | 46년 |
| 동방선기 | 코스닥 | 선박 구성부분품 제조업 | 26년 |
| 영화금속 | 코스피 | 자동차 부품 제조업 | 43년 |
| 보광산업 | 코스닥 | 비금속광물 광업 | 16년 |
| 홈센타홀딩스 | 코스닥 | 레미콘, 건축자재 사업 | 32년 |
| 휴맥스홀딩스 | 코스닥 | 전자장비 시스템 제조업 | 31년 |

주) 홍준표 테마주의 경우 주로 공약 테마주이며, 영남 신공항 테마주가 대다수를 차지하고 있는 특이점이 있다. 특히, 밀양 지역이라는 부분에서 인맥 테마주로 해석할 수도 있을 것 같다. 세 후보의 정치테마주 모두 코스닥에 상장된 기업이 가장 많았다.

IV. 가설 설정과 실증분석

19대 대통령 선거는 이전의 대통령 선거에 비해 특별하다고 볼 수 있는 요인들이 있다. 우선 탄핵정국과 그에 따른 조기대선이 실시되었으며, 사실상 양당 체제였던 이전의 대통령 선거들과 달리 4당 체제라는 특성, 그리고 반기문 전 유엔 사무총장의 부상도 있었다. 어느 때보다 정치적 혼란이 커진 상태와 지도자의 공백이 있는 상태에서 실시된 대선이라는 점에서 특정 후보의 당선 가능성이 압도적으로 높게 나타나고 공약테마주가 중심인 17대 및 양당 체제에서 인맥테마주가 중심이 되었던 18대 대통령 선거와는 구별되는 특징이 존재한다.

본 논문의 사건분석에서는 홍준표 후보 확정일, 문재인/안철수 후보 확정일, 그리고 대통령 선거일(대선일)을 이벤트 일로 각각 설정한다. 후보 별 확정일을 추가적으로 이벤트 일로 설정하여 분석을 수행하는 이유는 다음과 같다. 우선적으로는 정당대회 등 정치적 이벤트 직후 지지율이 급등하는 컨벤션 효과이다.¹³⁾ 컨벤션 효과가 실제로 존재하는가 여부에 대해서는 미국 대선을 중심으로 다수의 실증 연구가 수행되었으며, 투표율과 지지율 제고에 유의한 효과가 있다는 결론을 제시한다(Weinschenk and Panagopolus, 2016; Atkinson, et al., 2014 등). 한 후보와 관련된 지지율 변화는 다른 후보에도 영향을 미칠 수밖에 없으며 그로 인하여 테마주의 거래 가격 또한 영향을 받을 수 있을 것이라는 점을 고려하여, 주요 상대후보 확정 경선일도 이벤트 일로 설정하였다. 제로섬 게임이라는 후보 지지율의 특성상 경선이라는 이벤트로 대선 후보가 확정된 후보의 지지율이 높아지면 다른 후보들의 지지율은 대개 낮아지기 마련이다.¹⁴⁾ 이는 다시 각 후보 테마주의 단기적 수익률에 동일한 방향으로 영향을 미친다고 간주한다. 다만 문재인 후보의 경우 유력한 대선 후보였기 때문에 예외로 간주한다. 특히, 안철수 후보 확정일의 경우 문재인 후보의 확정일과 겹치기 때문에 두 사건의 효과가 동시에 각 테마주에 반영된다. 당내 경선의 경우 지방별 순회 형식으로 진행되는 경선결과에 따라 테마주들의 주가 또한 영향을 받을 수는 있으나, 주로 후보로 확정되었을 때 해당 정치테마주의 움직임들이 언급됨을 고려하여 최종적으로 소속 정당 후보로 확정된 경선일을 이벤트 일로 정한다.¹⁵⁾ 또한 테마주의 상승이 해당 기업의 내재가치 변화에서 온 것이라면 장기적으로도 누적초과수익률을 유지할 것이라 예상할 수 있다.

13) <http://weekly.donga.com/List/Series/3/990544/11/706329/1>.

14) 과거 미국 대선 후보 확정 경선일 전후 지지율 변화를 언급한 사례를 찾아볼 수 있다. <https://www.latimes.com/archives/la-xpm-2000-aug-18-ss-6676-story.html>.

15) 국회 탄핵투표 및 현재선고일도 고려의 대상이 될 수 있으나, 기존 연구와의 일관성 유지 측면을 고려하여 본 연구에서는 대통령 선거일과 후보 확정 경선일을 이벤트 일로 정하여 사건분석을 수행한다.

따라서 본 연구는 분석 기간에 따라 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

[단기 분석]

가설 1-1: 각 후보별 경선 확정일에 후보별 테마주의 단기 양의 누적초과수익률이 나타날 것이다.

가설 1-2: 각 후보별 경선 확정일에 타 후보 테마주의 단기 누적초과수익률이 없거나 음으로 나타날 것이다.

가설 1-3: 대선일에 문재인 후보 테마주의 단기 양의 누적초과수익률이 나타날 것이다.

[장기 분석]

가설 2: 각 후보별 테마주가 해당 기업의 내재가치를 반영한다면 확정일 및 대선일 모두 장기로도 양의 누적초과수익률이 나타날 것이다.

본 연구에서 사건 분석은 각 이벤트 일에 대해 (i) 시장모형, 시장모형에 가치를 나타내는 변수와 규모를 나타내는 변수를 추가한 (ii) 3요인 모형, 그리고 모멘텀 요인을 추가한 (iii) 4요인 모형을 이용하여 수행한다. 대선일 외에도 각 후보 확정일을 추가함으로써 서로 다른 이벤트 일에 대해 4요인 분석을 수행할 경우 모멘텀의 영향이 어떤 이벤트 기간에 더 강하게 미치는 지 알 수 있을 것이다.

본 논문에서는 기존 관련 연구와 유사하게 이벤트 일을 기준으로 -40일에서 +40일 사이의 누적 초과수익률을 관찰하며, 후보별 경선 확정일에 대한 사건분석을 추가하게 됨에 따라 선거기간에는 단기 이벤트들이 계속 발생한다는 점을 고려하여 이벤트 기간을 보다 단기화하여 이벤트 일 기준 -10일에서 +10일 사이의 사건분석을 추가적으로 수행한다. 편의상 전자는 장기, 후자는 단기로 지칭한다.

1. 대통령 선거일

1) 대선일 기준 장기 누적초과수익률 분석

19대 대통령 선거일 기준 후보별 정치테마주의 (장기)누적초과수익률을 각 모형별로 추정한 결과가 <표 5>에 정리되어 있다.

Panel A는 시장모형을 이용하여 각 후보별 테마주들의 누적초과수익률을 추정한 결과이다. 문재인 테마주의 경우 대선 전 2개월에서 대선일까지를 제외하고는 모두 통계적

으로 유의한 결과 값이 측정되었다. 대체로 대선 전 1개월까지는 양(+)의 수익률이었으나 이후부터는 음(-)의 수익률을 나타내었다. 안철수 테마주의 경우 대선 전에는 각각 약 12%와 9%의 누적초과수익률을 나타내었으나, 점점 감소하여 대선일 이후는 음의 수익률을 보였다. 홍준표 테마주도 유사한 패턴으로 대선 직후 수익률이 감소하였으며, 특히 대선 전 1개월까지의 누적초과수익률을 제외하고는 대부분의 기간에서 음의 수익률이 나타났다. 낙선한 두 후보만 아니라 최종적으로 당선된 문재인 후보의 테마주도 대선일 이후 누적초과 수익률은 모두 통계적으로 유의한 음의 수익률을 나타낸 것을 알 수 있다.

Panel B는 3요인 모형을 이용하여 측정한 결과이다. 문재인 테마주와 홍준표 테마주의 경우 시장 모형과의 차이가 크게 나타났으나, 안철수 테마주의 경우 차이가 크지 않게 나타났다. 또한 당선자인 문재인 후보의 테마주는 앞서 시장모형 결과와는 반대로 대선일 2개월

<표 5> 대선일 기준 각 후보별 테마주들의 누적초과수익률(장기)

이벤트일 기준으로 -40일, -20일, 0일, +40일로 각각 나누어 각 테마주 포트폴리오의 누적초과수익률을 식 (2) (시장모형), (3) (3요인 모형), (4) (4요인 모형)를 각각 적용하여 측정, 시장수익률은 코스피/코스닥을, 무위험수익률은 CD91일물의 수익률, size는 시가총액, book-to-market value는 순자산/시가총액, momentum은 수정주가 수익률을 사용함. 추정기간은 -180일(180일 전)의 수익률을 사용. ()안은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

| | -40일~-20일 | -40일~0일 | -40일~+20일 | -40일~+40일 | 0일~+40일 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Panel A: 시장모형 | | | | | |
| 문재인테마주 | 0.0230 | -0.0114 | -0.0739 | -0.1218 | -0.2237 |
| CAR | (2.978)** | (-1.179) | (-5.623)*** | (-9.471)*** | (-43.259)*** |
| 안철수테마주 | 0.1280 | 0.0992 | 0.0291 | -0.0273 | -0.1451 |
| CAR | (5.912)*** | (7.081)* | (1.946)* | (1.620) | (-24.561)*** |
| 홍준표테마주 | 0.0455 | -0.0418 | -0.1117 | -0.1603 | -0.2704 |
| CAR | (4.891)*** | (-2.272)** | (-6.364)*** | (-10.413)*** | (-72.622)*** |
| Panel B: 3요인 모형 | | | | | |
| 문재인테마주 | 0.0835 | 0.09672 | 0.08457 | 0.09878 | 0.10070 |
| CAR | (6.136)*** | (12.462)*** | (14.314)*** | (19.016)*** | (14.317)*** |
| 안철수테마주 | 0.1461 | 0.12851 | 0.06925 | -0.02640 | -0.06859 |
| CAR | (6.155)*** | (8.931)*** | (4.821)*** | (-2.106)** | (-19.354)*** |
| 홍준표테마주 | 0.0975 | 0.04639 | 0.01292 | -0.00972 | -0.02438 |
| CAR | (10.041)*** | (4.901)*** | (1.488) | (-1.344) | (-4.857)*** |
| Panel C: 4요인 모형 | | | | | |
| 문재인테마주 | 0.0873 | 0.1036 | 0.0997 | 0.1297 | 0.1540 |
| CAR | (6.166)*** | (12.624)*** | (16.457)*** | (17.846)*** | (14.585)*** |
| 안철수테마주 | 0.1182 | 0.0784 | -0.0106 | -0.0985 | -0.2630 |
| CAR | (5.867)*** | (5.525)*** | (0.339) | (4.463)*** | (-20.738)*** |
| 홍준표테마주 | 0.0223 | -0.0888 | -0.2094 | -0.3511 | -0.5952 |
| CAR | (2.323)** | (3.969)*** | (-7.604)*** | (-10.712)*** | (-24.681)*** |

후에도 초과 수익률이 유지되었다. 이는 18대 대통령 선거를 대상으로 한 선행연구(강성진, 2016) 결과와도 유사하다. 다만, 직접 결과를 나타내진 않았으나 3개월 후에는 통계적 유의수준 5%에서 음의 수익률로 나타났다. 안철수와 홍준표 테마주의 경우 시장모형과 비슷하게 누적초과수익률이 음으로 나타나지만 시장모형보다는 그 정도가 적게 나타난다. 시장모형과 3요인 모형으로 누적초과수익률을 추정한 결과를 비교해보면 각 이벤트일 이후로 초과수익률이 사라지면서 음의 수익률을 보인다는 경향성은 동일하게 나타나며, 테마주의 종류에 따라 당선자인 문재인 후보의 경우는 조금 더 시간이 걸린다는 차이도 유사하다. 시장모형에서는 초과수익률이 계속 하락하는 것으로 나온 반면, 3요인 모형에서 규모 및 가치 요인을 통제한 초과수익률은 시장수익률에 보다 가까운 것으로 나타난다.

Panel C는 4요인 모형을 이용하여 측정한 결과를 나타냈다. 대선일 이후를 포함하는 모든 기간(-40~+20일, -40~+40일, 0~+40일)에 대해 문재인 테마주는 3요인 모형과 마찬가지로 누적초과수익률이 양으로 나타났다. 역시 3요인 모형과 유사하게 대선일 전까지는 양의 수익률이 나타나다가 대선 1개월 후까지 살펴보면 누적초과수익률이 다소 감소하다 이후 2개월 후까지 점차 증가하다가, 그 이후에야 비로소 감소하는 움직임을 나타낸다. 반면 안철수, 홍준표 테마주의 누적초과수익률은 해당 기간에 모두 음으로 나타났다. 또한, 세 모형 간 차이가 크지 않은 안철수 테마주와 달리 홍준표 테마주의 누적초과수익률 하락 폭은 앞서의 두 모형에 비해 매우 크게 나타났다. [그림 1]에서는 대선일 기준 세 모형의 (장기)누적초과수익률 차이를 각 후보별로 그래프로 나타낸다.

안철수, 홍준표 테마주의 누적초과수익률이 시장모형보다 3요인 모형에서 높게 추정되었지만, 4요인 모형에서는 낮게 나타났다. 이는 이들 테마주의 초과수익률이 모멘텀에 영향을 받을 가능성을 시사한다.¹⁶⁾ 반면, 문재인 테마주의 경우 4요인 모형에서 오히려 더 높게 나타난다는 대조적인 결과를 나타낸다.

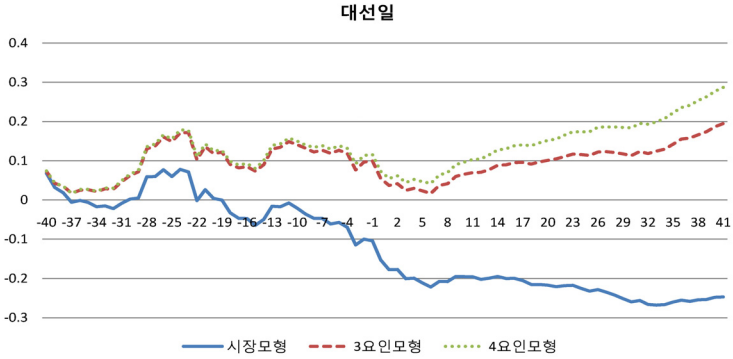
원론적으로 다요인(3, 4요인) 모형에서의 누적초과수익률이 높다는 것은 해당 자산(혹은 포트폴리오)이 추가적 요인들에 대해서 헤징 효과를 갖는다는 의미로 볼 수 있다. 다만, 문재인 테마주가 업종 등의 측면에서 드러나는 특징은 딱히 없다는 점을 고려한다면 *SMB* 및 *HML* 등에 영향을 주는 소형주 및 고 B/P주에 대한 수요의 상당부분이 정치 테마주로 몰리면서, 그렇지 않은 유사 주식들과 수요-공급 측면에서 차이가 생기고 그것이 해당 요인의 영향을 음으로 만들었을 가능성이 보다 높을 것으로 판단한다.¹⁷⁾

16) 다만 모멘텀의 근원이 주식거래 자체인지 해당 후보의 정치적 영향력인지 판단하기 어렵다.

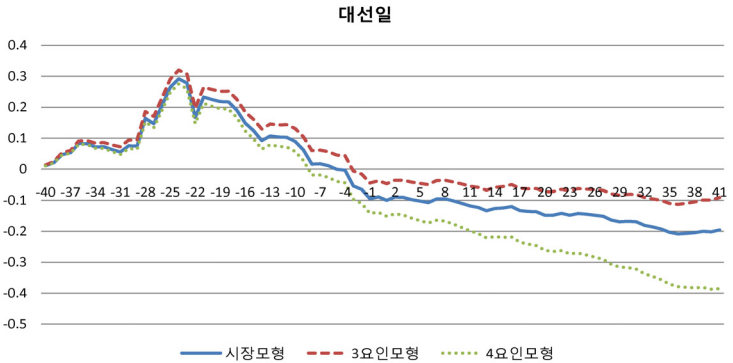
17) 다만 이와 같은 추정에 대한 구체적인 분석은 추후 관련 연구로 남기고자 한다.

[그림 1] 19대 대선일 기준 테마주의 누적초과수익률(장기)

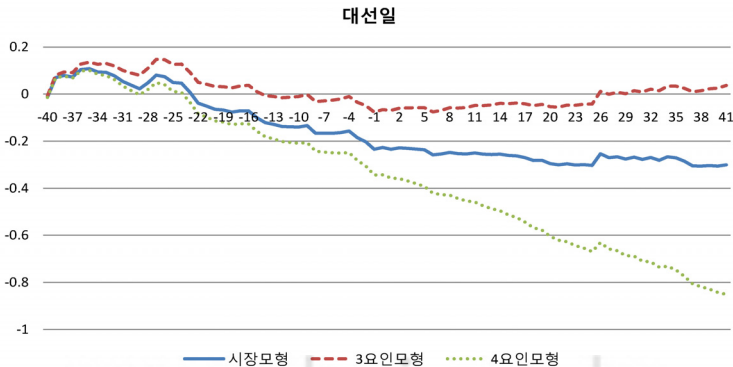
(a) 문재인 테마주 CAR



(b) 안철수 테마주 CAR



(c) 홍준표 테마주 CAR



2) 대선일 기준 단기 누적초과수익률 분석

본 절에서는 이벤트 기간을 보다 단기화하여 이벤트 10일 전, 10일 후로 설정하여 사건 분석을 수행한다. <표 6>은 각 후보별 테마주의 대선일 기준 단기 누적초과수익률을 추정한 결과이며 Panel A는 시장모형, Panel B는 3요인 모형, Panel C는 4요인 모형을 이용한 결과이다.

<표 6> 19대 대선일 기준 각 후보별 테마주들의 누적초과수익률(단기)

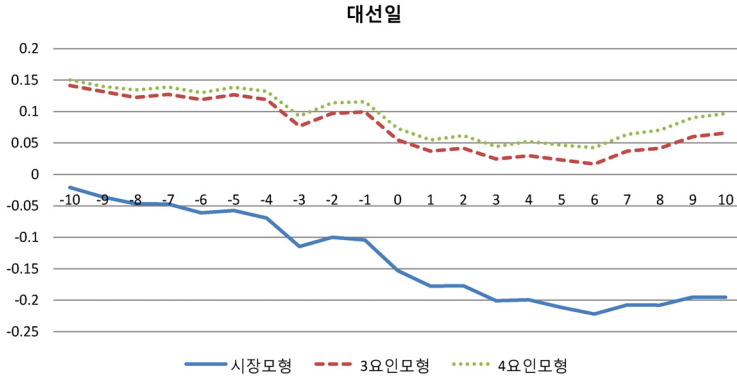
이벤트일 기준으로 -10일, 0일, +10일로 각각 나누어 각 테마주 포트폴리오의 누적초과수익률을 식 (2) (시장모형), (3) (3요인 모형), (4) (4요인 모형)를 각각 적용하여 측정, 시장수익률은 코스피/코스닥을, 무위험수익률은 CD91일물의 수익률, size는 시가총액, book-to-market value는 순자산/시가총액, momentum은 수정주가 수익률을 사용함. 추정기간은 -180일(180일전)의 수익률을 사용. ()안은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

| | -10일~0일 | 0일~+10일 | -10일~+10일 |
|------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
| Panel A: 시장모형 | | | |
| 문재인테마주 CAR | -0.0657 (-5.394)*** | -0.1951 (-16.648)*** | -0.1304 (-7.268)*** |
| 안철수테마주 CAR | -0.0023 (-1.007) | -0.0968 (-51.389)*** | -0.0495 (-2.523)*** |
| 홍준표테마주 CAR | -0.1715 (-23.987)*** | -0.2403 (-68.293)*** | -0.2059 (-21.033)*** |
| Panel B: 3요인 모형 | | | |
| 문재인테마주 CAR | 0.1160 (18.336)*** | 0.0365 (5.451)*** | 0.0763 (7.751)*** |
| 안철수테마주 CAR | 0.0436 (3.771)*** | -0.0407 (23.771)*** | 0.0015 (0.744) |
| 홍준표테마주 CAR | -0.0288 (-5.025)*** | -0.0631 (-27.662)*** | -0.0459 (-8.023)*** |
| Panel C: 4요인 모형 | | | |
| 문재인테마주 CAR | 0.1285 (22.791)*** | 0.0599 (9.205)*** | 0.0942 (10.660)*** |
| 안철수테마주 CAR | -0.0411 (-1.053) | -0.1583 (-40.581)*** | -0.0997 (-4.828)*** |
| 홍준표테마주 CAR | -0.2583 (-23.791)*** | -0.3921 (-35.889)*** | -0.3252 (-18.057)*** |

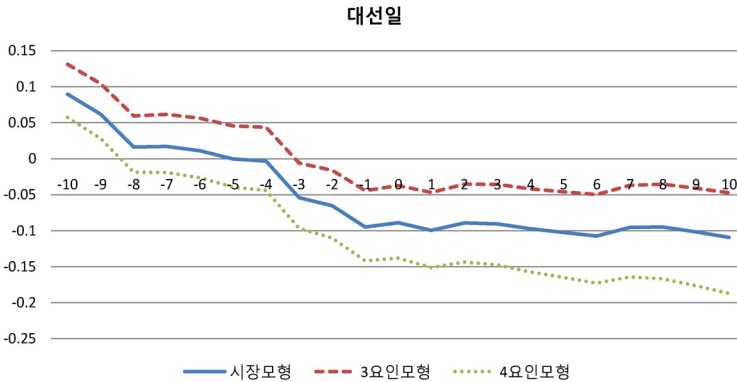
장기에서는 대선이 다가올수록 양의 수익률이 감소하다가 대선 이후 음의 수익률로 전환되어 나타나는 경향이 있었다. 이에 비해, 단기에서는 대선일 전과 후 모든 후보별 테마주 수익률이 음으로 나타났으며, 특히 안철수, 홍준표 후보는 대선일 이후에는 하락폭이 큰 것으로 나타났다. 이러한 현상은 모든 추정 모형에 대하여 공통적으로 나타난다.

[그림 2] 19대 대선일 기준 테마주의 누적초과수익률(단기)

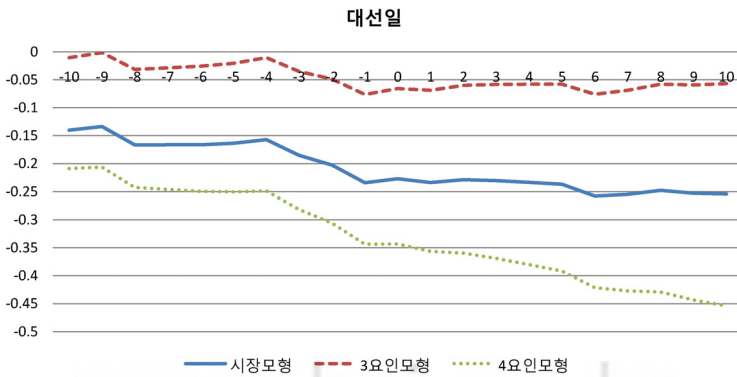
(a) 문재인 테마주 CAR



(b) 안철수 테마주 CAR



(c) 홍준표 테마주 CAR



장기에서와 유사하게 문재인 테마주의 경우는 4요인 모형에서 추정된 누적초과수익률이 가장 높은 반면, 안철수, 홍준표 테마주의 경우는 가장 낮게 나타난다. 그 원인에 대해서는 장기와 동일한 방식으로 해석이 가능할 것이라고 판단한다.

[그림 2]는 대선일 기준 세 모형의 (단기)누적초과수익률 차이를 각 후보 테마주별로 그래프로 나타낸다.

문재인 테마주의 경우는 단기에서 3요인과 4요인 모형 간 누적초과수익률 격차가 장기 보다 크게 줄어든 반면, 다른 두 후보의 경우는 여전히 크게 유지됨을 알 수 있다. 이는 문재인 후보의 당선에 점차 유력해짐에 따라 거래 모멘텀이 아니었다면 이들 테마주의 경우는 더욱 빠르게 테마주 효과로 인한 누적초과수익률이 낮아졌을 상황으로 볼 수 있을 것이다.

2. 후보 확정 경선일

1) 문재인/안철수 후보 확정 경선일 기준 장기 누적초과수익률 분석

문재인/안철수 후보 확정 경선일을 기준으로 후보별 정치테마주의 (장기) 누적초과수익률을 각 모형별로 추정한 결과는 <표 7>에 정리되어 있다. Panel A는 시장모형을 이용하여 추정한 각 후보별 정치테마주의 누적초과수익률을 나타낸다. 문재인 테마주의 경우 경선 후 1개월까지는 양의 수익률이었으나 경선 후 2개월이 지난 시점부터는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 음의 수익률을 나타내었다. 안철수 후보의 테마주의 경우도 경선 후 1개월까지는 통계적으로 유의한 양의 수익률이었으나, 경선 후 2개월에서 음의 수익률이 나타났다. 홍준표 테마주의 경우 전체이벤트 기간에 대한 누적초과수익률은 통계적으로 유의하지 않으나, 나머지 이벤트 구간을 살펴보면 경선 후에 수익률이 음을 나타내는 것을 확인할 수 있었다. 모든 테마주들의 경선일 이후 누적초과수익률이 음으로 전환되는 것이 확인되었으며, 각 후보별 테마주들의 경선 이벤트 이후 누적초과수익률은 시간이 지남에 따라 사라지며, 특히 대선일이 다가오면서 이러한 현상은 두드러지는 것으로 나타났다. 이러한 패턴은 18대 대통령선거를 대상으로 수행한 선행연구(강성진, 2016)와 유사하다.

Panel B는 후보 별 테마주의 누적초과수익률을 3요인 모형으로 측정한 결과이다. 문재인 테마주의 경우 누적초과수익률의 움직임은 홍준표 후보 확정일과 마찬가지로 시장모형에서의 결과보다 명백히 높게 나타난다. 특히 모든 이벤트 기간에서 유의한 양의 수익률을 나타내고 있다. 안철수 테마주와 홍준표 테마주의 경우 시장모형과 유사한 패턴으로 누적초과수익률이 조금씩 더 낮게 나타난다.

Panel C는 후보 별 테마주의 누적초과수익률을 4요인 모형으로 살펴본 결과이다. 안철수, 홍준표 테마주들의 누적초과수익률의 전체적인 움직임은 대체로 시장모형 및 3요인 모형과 비슷하며, 문재인 테마주의 경우 0~40일을 제외한 대부분의 이벤트 기간에 걸쳐 누적초과수익률이 3요인 모형 결과보다는 낮지만 여전히 유의한 양의 수익률을 나타나고 있다. 대선일 기준 결과와 달리 시장모형과 3요인 모형 누적초과수익률 사이의 값으로 추정됨을 알 수 있다. [그림 3]에서는 세 후보의 (장기)누적초과수익률 차이를 각 후보별 그래프로 나타낸다.

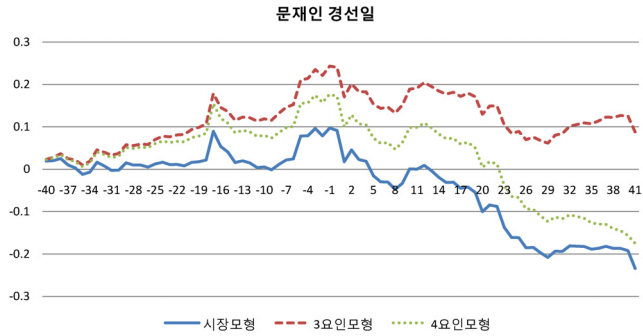
<표 7> 문재인/안철수 후보확정일 기준 각 후보 테마주의 누적초과수익률 (장기)

이벤트일 기준으로 -40일, -20일, 0일, +40일로 각각 나누어 각 테마주 포트폴리오의 누적초과수익률을 식 (2) (시장모형), (3) (3요인 모형), (4) (4요인 모형)를 각각 적용하여 측정, 시장수익률은 코스피/코스닥을, 무위험수익률은 CD91일물의 수익률, size는 시가총액, book-to-market value는 순자산/시가총액, momentum은 수정주가 수익률을 사용함. 추정기간은 -180일(180일전)의 수익률을 사용. ()안은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

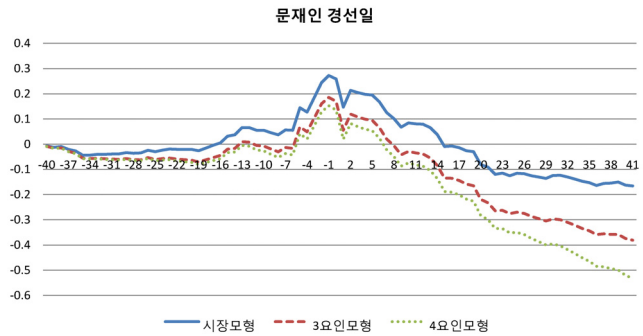
| | -40일~-20일 | -40일~0일 | -40일~+20일 | -40일~+40일 | 0일~+40일 |
|-----------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Panel A: 시장모형 | | | | | |
| 문재인테마주 | 0.0092 | 0.0241 | 0.0131 | -0.0370 | -0.0072 |
| CAR | (4.141)*** | (5.090)*** | (3.207)*** | (-3.519)*** | (-13.020)*** |
| 안철수테마주 | 0.0278 | 0.0214 | 0.0466 | -0.0016 | -0.0083 |
| CAR | (9.682)*** | (1.396) | (4.138)*** | (-0.033) | (-10.774)*** |
| 홍준표테마주 | 0.0369 | 0.0744 | 0.0356 | -0.0197 | -0.0067 |
| CAR | (4.158)*** | (8.303)*** | (3.874)*** | (-1.407) | (-11.246)*** |
| Panel B: 3요인 모형 | | | | | |
| 문재인테마주 | 0.0491 | 0.09898 | 0.12519 | 0.11927 | 0.13859 |
| CAR | (8.368)*** | (9.478)*** | (14.026)*** | (17.795)*** | (19.285)*** |
| 안철수테마주 | -0.0496 | -0.02034 | -0.01848 | -0.09618 | -0.16840 |
| CAR | (-10.626)*** | (-3.236)*** | (-1.664)* | (-5.793)*** | (-5.822)*** |
| 홍준표테마주 | 0.0183 | 0.03558 | -0.02712 | -0.11270 | -0.25393 |
| CAR | (2.711)*** | (5.979)*** | (-1.866)* | (-5.923)*** | (-13.642)*** |
| Panel C: 4요인 모형 | | | | | |
| 문재인테마주 | 0.0417 | 0.0756 | 0.0791 | 0.0320 | -0.0095 |
| CAR | (8.608)*** | (10.105)*** | (14.248)*** | (3.546)*** | (0.071) |
| 안철수테마주 | -0.0530 | -0.0318 | -0.0416 | -0.1409 | -0.2448 |
| CAR | (-10.499)*** | (-5.321)*** | (-4.015)*** | (-6.893)*** | (-7.285)*** |
| 홍준표테마주 | 0.0272 | 0.0457 | -0.0201 | -0.1219 | -0.2815 |
| CAR | (3.589)*** | (7.14)*** | (-1.235) | (-5.491)*** | (-11.977)*** |

[그림 3] 문재인/안철수 확정일 기준 각 후보 테마주 별 누적초과수익률(장기)

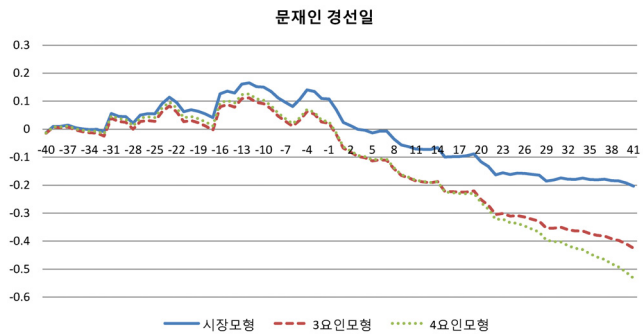
(a) 문재인 테마주 CAR



(b) 안철수 테마주 CAR



(c) 홍준표 테마주 CAR



[그림 3(a)]의 문재인/안철수 후보 확정일 기준 문재인 테마주의 누적초과수익률을 보면 시장모형과 3요인 및 4요인 모형은 이벤트 일 이전부터 격차가 벌어진다. 4요인 모형의 누적초과수익률은 3요인 모형과 경선 20일 전부터 격차가 벌어지기 시작하며, 시장모형과

3요인 모형의 추정치 사이에 위치하는 것을 알 수 있다. 반면 안철수 테마주와 홍준표 테마주의 경우 3요인 및 4요인 모형 간 누적초과수익률이 크게 차이가 나지 않는다. 안철수, 홍준표 테마주의 누적초과수익률은 대선일 기준 결과와 달리 시장모형, 3요인 모형, 4요인 모형 순으로 점차 낮아지는 일반적인 형태를 나타낸다. 또한, 문재인 테마주의 경우도 4요인 모형에서의 누적초과수익률 추정 결과가 3요인 모형보다 낮으며 이는 당선 유력 대통령 후보에 대한 정치 테마주의 모멘텀이 본격적인 대통령 선거기간에 형성된다는 것을 시사한다.

끝으로, 홍준표 후보의 테마주의 경우 유력 두 후보의 후보 확정일이 다가옴에 따라 누적초과수익률이 점차 하락하는 모습을 나타내며, 후보 확정일을 이벤트 일로 설정하면서 예상했던 효과가 그대로 나타남을 알 수 있다.

2) 문재인/안철수 후보 확정 경선일 기준 단기 누적초과수익률 분석

앞서 언급한 바와 같이, 대통령 선거기간에는 여러 가지 후보와 관련된 사건들이 발생하기 때문에, 후보 확정 경선일 이후에도 발생하는 후속 정치 이벤트들의 영향을 상대적으로 덜 받게 되는 단기에서 누적초과수익률을 추정하고 분석하는 것은 결과가 확정되고 불확실성이 제거되며 후속 이벤트가 일어나지 않는 대통령 선거일의 경우보다 더 의미가 있다고 볼 수 있다. <표 8>은 문재인/안철수 후보 확정 경선일 기준 (단기)누적초과수익률의 추정결과이다.

Panel A는 시장모형을 이용하여 추정한 단기 누적초과수익률이다. 장기에서 문재인 테마주와 안철수 테마주의 경우 20일 후까지도 누적초과수익률이 양으로 나타난 것과 마찬가지로, 단기에서도 이벤트 10일 후까지 통계적으로 유의한 양의 수익률을 나타내었다. 이는 단기적으로 두 후보 모두 경선 완료 및 후보 확정에 따른 영향으로 테마주가 상승하였다는 것을 시사한다. 홍준표 테마주의 경우 장기에서는 문재인/안철수 후보 확정일 전까지 양의 수익률이었으나 이후 수익률이 점차 감소하는 경향이 단기에서도 유사하게 나타났으며, 두 대선 후보 확정에 따른 컨벤션 효과로 인하여 부정적 영향을 받았을 가능성을 시사한다.

Panel B는 3요인 모형을 이용하여 추정한 단기 누적초과수익률이다. 세 후보 테마주 모두 장기에서와 유사한 패턴을 확인할 수 있으며, 문재인 테마주의 경우는 3요인 모형, 다른 두 후보 테마주의 경우는 시장모형의 누적초과수익률이 가장 높게 나타난다는 부분도 유사함을 알 수 있다.

Panel C는 4요인 모형을 이용하여 추정한 단기 누적초과수익률이다. 문재인 테마주의 누적초과수익률은 3요인 모형에서의 결과보다 낮게 나타나며, 다른 두 후보 테마주의 경우는 사실상 차이가 나타나지 않는다고 볼 수 있다.

<표 8> 문재인/안철수 후보 확정일 기준 각 후보 테마주의 누적초과수익률(단기)

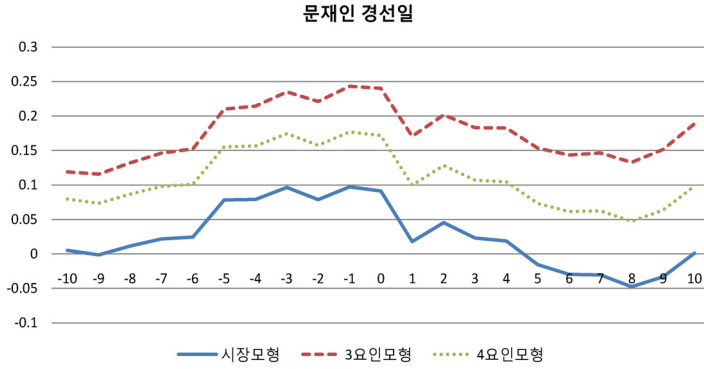
이벤트일 기준으로 -10일, 0일, +10일로 각각 나누어 각 테마주 포트폴리오의 누적초과수익률을 식 (2) (시장모형), (3) (3요인 모형), (4) (4요인 모형)를 각각 적용하여 측정, 시장수익률은 코스피/코스닥을, 무위험수익률은 CD91일물의 수익률, size는 시가총액, book-to-market value는 순자산/시가총액, momentum은 수정주가 수익률을 사용함. 추정기간은 -180일(180일전)의 수익률을 사용. ()안은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

| | -10일~0일 | 0일~+10일 | -10일~+10일 |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| Panel A: 시장모형 | | | |
| 문재인테마주 | 0.0491 | 0.0040 | 0.0265 |
| CAR | (3.272)*** | (1.078) | (2.827)*** |
| 안철수테마주 | 0.1224 | 0.1679 | 0.1451 |
| CAR | (4.458)*** | (10.940)*** | (8.455)*** |
| 홍준표테마주 | 0.1172 | -0.0018 | 0.0577 |
| CAR | (16.026)*** | (-1.072) | (4.719)*** |
| Panel B: 3요인 모형 | | | |
| 문재인테마주 | 0.1789 | 0.1706 | 0.1747 |
| CAR | (10.786)*** | (14.636)*** | (17.800)*** |
| 안철수테마주 | 0.0482 | 0.0683 | 0.0582 |
| CAR | (1.431) | (4.779)*** | (3.924)*** |
| 홍준표테마주 | 0.0446 | -0.1009 | -0.0281 |
| CAR | (5.757)*** | (-5.282)*** | (-0.851) |
| Panel C: 4요인 모형 | | | |
| 문재인테마주 | 0.1259 | 0.0919 | 0.1089 |
| CAR | (9.179)*** | (7.258)*** | (11.694)*** |
| 안철수테마주 | 0.0217 | 0.0284 | 0.0251 |
| CAR | (0.221) | (2.619)** | (1.945)** |
| 홍준표테마주 | 0.0533 | -0.0971 | -0.0219 |
| CAR | (6.422)*** | (-4.941)*** | (-0.457) |

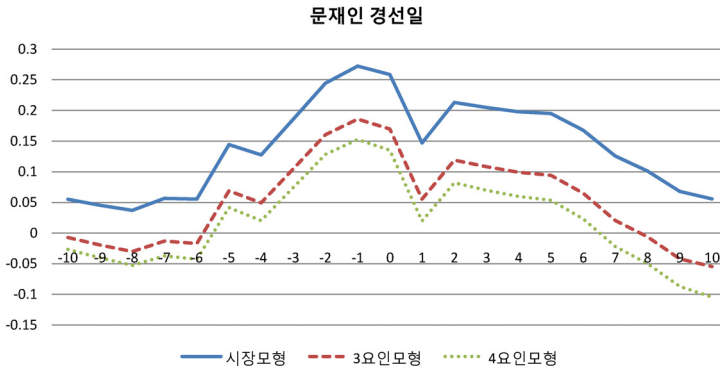
[그림 4]는 문재인/안철수 후보 확정일 기준 세 모형의 (단기)누적초과수익률 차이를 각 후보별 그래프로 나타낸다. (a)의 문재인 테마주의 누적초과수익률은 장기와 마찬가지로 3요인 모형, 4요인 모형, 시장모형 순으로 나타나며, 추정치의 차이는 매우 일관되게 나타남을 알 수 있다. (b)의 안철수 테마주와 (c)의 홍준표 테마주도 장기와 마찬가지로 모습을 보인다. 이는 앞서 장기에서 모멘텀의 형성은 주로 선거기간 동안 유력 후보를 중심으로 이루어진다는 해석과도 부합한다.

[그림 4] 문재인/안철수 확정일 기준 각 후보 테마주 별 누적초과수익률(단기)

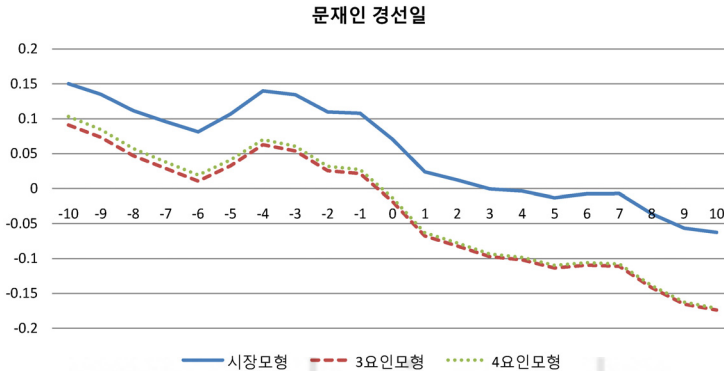
(a) 문재인 테마주 CAR



(b) 안철수 테마주



(c) 홍준표 테마주



3) 흥준표 후보 확정일 기준 장기 누적초과수익률 분석

흥준표 후보 확정 경선일 기준 각 후보별 테마주의 장기 누적초과수익률은 <표 9>에 정리되어있다. Panel A는 시장모형을 이용하여 측정한 흥준표 확정 경선일 각 후보별 정치테마주의 누적초과수익률을 나타낸다. 흥준표 후보 테마주의 경우 후보 경선일 이후 누적초과수익률을 제외하고 모든 이벤트 기간에 걸쳐 양의 유의한 값을 나타내었다. 반면, 흥준표 후보 확정일 기준 문제인 후보 정치테마주의 누적초과수익률은 동일 이벤트 기간에서 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 음의 수익률을 나타내었다. 흥준표 후보 테마주와 비교하면 측정된 누적초과수익률의 차이도 큰 편이다.

<표 9> 흥준표 후보 경선일 기준 테마주의 장기 누적초과수익률

이벤트일 기준으로 -40일, -20일, 0일, +40일로 각각 나누어 각 테마주 포트폴리오의 누적초과수익률을 식 (2) (시장모형), (3) (3요인 모형), (4) (4요인 모형)를 각각 적용하여 측정, 시장수익률은 코스피/코스닥을, 무위험수익률은 CD91일물의 수익률, size는 시가총액, book-to-market value는 순자산/시가총액, momentum은 수정주가 수익률을 사용함. 추정기간은 -180일(180일전)의 수익률을 사용. ()안은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

| | -40일~-20일 | -40일~0일 | -40일~+20일 | -40일~+40일 | 0일~+40일 |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| Panel A: 시장모형 | | | | | |
| 문제인테마주 | -0.0278 | -0.0233 | -0.0306 | -0.0805 | -0.0078 |
| CAR | (-9.889)*** | (-8.108)*** | (-6.732)*** | (-7.709)*** | (-12.645)*** |
| 안철수테마주 | -0.0072 | 0.0302 | 0.0725 | 0.0217 | -0.0550 |
| CAR | (-2.526)** | (3.319)*** | (6.182)*** | (1.877)* | (-2.837)*** |
| 흥준표테마주 | 0.0404 | 0.0803 | 0.0551 | 0.0024 | -0.0718 |
| CAR | (5.186)*** | (8.604)*** | (6.408)*** | (0.378) | (-4.335)*** |
| Panel B: 3요인 모형 | | | | | |
| 문제인테마주 | 0.0358 | 0.09772 | 0.15268 | 0.17600 | 0.25053 |
| CAR | (4.635)*** | (7.869)*** | (11.231)*** | (16.027)*** | (50.728)*** |
| 안철수테마주 | -0.0169 | 0.00402 | 0.03288 | -0.02851 | -0.01366 |
| CAR | (-4.320)*** | (0.230) | (3.588)*** | (-1.902)* | (-0.915) |
| 흥준표테마주 | 0.0364 | 0.06818 | 0.03115 | -0.03665 | -0.13650 |
| CAR | (5.143)*** | (8.490)*** | (3.435)*** | (-2.311)** | (-7.248)*** |
| Panel C: 4요인 모형 | | | | | |
| 문제인테마주 | 0.0317 | 0.0799 | 0.1132 | 0.0993 | 0.1178 |
| CAR | (4.571)*** | (8.125)*** | (11.857)*** | (12.732)*** | (10.732)*** |
| 안철수테마주 | -0.0168 | 0.0000 | 0.0212 | -0.0558 | -0.1089 |
| CAR | (-4.210)*** | (0.459) | (2.616)** | (-3.268)*** | (-3.424)*** |
| 흥준표테마주 | 0.0312 | 0.0490 | 0.0094 | -0.1134 | -0.2680 |
| CAR | (4.951)*** | (7.891)*** | (0.420) | (-5.007)*** | (-9.996)*** |

특이하게도 홍준표 후보 경선일 기준으로 분석한 안철수 후보 테마주의 경우 -40일에서 -20일 사이를 제외하고는 홍준표 후보 테마주의 경우와 유사한 형태의 양의 누적초과 수익률을 나타낸다. 정치테마주의 수익률은 각 후보의 지지율과 높은 상관관계가 있다는 점을 고려한다면 당시 안철수 후보의 지지율이 정점을 찍었다는 점과 중첩된 결과일 가능성이 있다.¹⁸⁾ 다만 경선일 이후 누적초과수익률이 하락한다는 점은 세 후보 테마주 모두 동일하게 나타난다.

Panel B에서는 3요인 모형으로 추정한 누적초과수익률이다. 문재인 테마주의 누적초과 수익률은 모든 이벤트 기간에서 유의한 양의 수익률을 나타냄을 확인할 수 있다. 시장모형에서 추정한 결과는 대체로 음의 수익률이었다는 점에서 차이를 보이고 있다. 안철수 테마주의 누적초과수익률은 홍준표 후보 확정일에 유의성이 나타나지 않는다는 점만 빼고 대체로 시장모형의 누적초과수익률과 비슷한 움직임을 나타낸다. 특히 -40일~ -20일 기간과 -40일~ +40일 기간에 대해 음의 수익률을 보이고 있다. 홍준표 테마주의 경우도 시장모형의 누적초과 수익률과 전반적으로 비슷한 움직임을 보이거나 정도 차이를 나타낸다. 안철수 테마주와 마찬가지로 홍준표 테마주도 모든 이벤트에 대해 -40일~+40일 기간과 이벤트 이후 기간에 음의 수익률을 나타내고 있다.

Panel C는 4요인 모형을 이용하여 추정한 누적초과수익률이다. 문재인 테마주의 경우 3요인 모형과 마찬가지로 모든 이벤트 기간에서 통계적으로 유의한 양의 수익률이 나타났다. 안철수 테마주의 누적초과수익률은 대체로 통계적으로 유의하게 음으로 나타났다. 시장모형 및 3요인 모형과 모두 비슷한 움직임을 보인다. 홍준표 테마주의 경우도 패턴은 시장모형 및 3요인 모형과 유사하지만 후보 확정 직후부터 오히려 점차 음의 수익률을 보였다는 점이 특징이다.

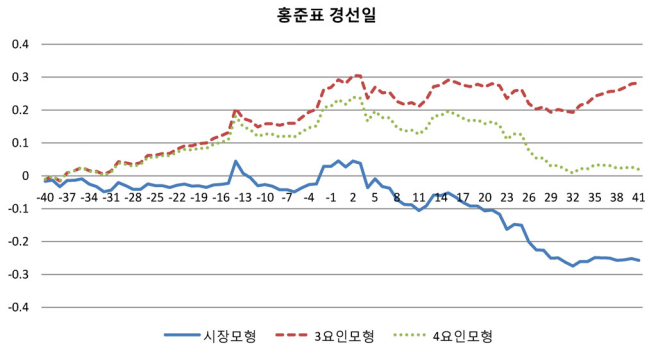
[그림 5]의 각 후보별 테마주 누적초과수익률 그래프마다 각 모형별 누적초과수익률이 표시되어 있다. [그림 5(a)]는 홍준표 후보 확정일의 문재인 테마주에 대한 시장모형, 3요인 모형, 4요인 모형의 추정 결과를 나타낸다. 문재인 테마주의 경우 다른 후보자들의 테마주에 비해 모형 간 누적초과수익률의 차이가 두드러지며, 3요인 및 4요인 모형의 추정치가 시장모형보다 더 높게 나타난다. 이에 비해 안철수 테마주와 홍준표 테마주의 누적초과 수익률은 일반적으로 나타나는 시장모형, 3요인 모형, 4요인 모형 순으로 나타난다. 특히, 홍준표 후보 테마주는 3요인 모형보다 시장모형에서의 수익률이 최대 10%p까지 더 높게 나타난다. 반면 [그림 5(b)]에 나타난 안철수 테마주의 누적초과수익률은 세 모형에서 모두

18) 실제로 4월 초에는 문재인 후보와 안철수 후보의 지지율 격차가 통계적 유의성이 사라진 수준까지 근접하기도 했다(http://www.hani.co.kr/arti/politics/politics_general/789987.html).

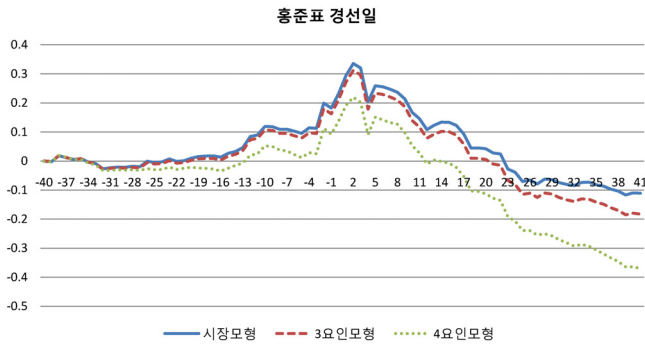
이벤트 일 이후 약간의 차이만 나타난다. [그림 5(c)]에 나타난 홍준표 테마주의 누적초과 수익률은 특히, 4요인 모형의 경우 후보 확정일이 다가오면서 다른 모형들의 결과와 차이가 벌어지는 것으로 나타난다.

[그림 5] 홍준표 후보 확정일 기준 각 후보별 테마주의 누적초과수익률(장기)

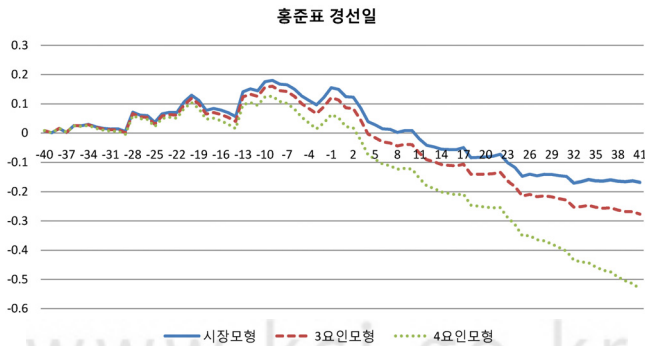
(a) 문재인 테마주 CAR



(b) 안철수 테마주 CAR



(c) 홍준표 테마주 CAR



4) 흥준표 후보 확정일 기준 단기 누적초과수익률 분석

<표 10>은 흥준표 후보 확정일 기준 각 후보별 테마주의 단기 누적초과수익률이다. Panel A는 시장모형을 통해 추정된 문재인 테마주의 경우 장기에서와 마찬가지로 단기에서도 대체로 통계적으로 유의한 음의 수익률을 보였다. 안철수 테마주와 흥준표 테마주의 경우는 경선일 전후 통계적으로 유의한 양의 수익률을 나타내었다. 그러나 이들 테마주도 결국 유의한 음의 수익률을 나타내는 것을 알 수 있다.

<표 10> 흥준표 후보 확정 경선일 기준 테마주의 단기 누적초과수익률

이벤트일 기준으로 -10일, 0일, +10일로 각각 나누어 각 테마주 포트폴리오의 누적초과수익률을 식 (2) (시장모형), (3) (3요인 모형), (4) (4요인 모형)를 각각 적용하여 측정, 시장수익률은 코스피/코스닥을, 채권수익률은 CD91일물의 수익률, size는 시가총액, book-to-market value는 순자산/시가총액, momentum은 수정주가 수익률을 사용함. 추정기간은 -180일(180일전)의 수익률을 사용, ()안은 t값이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미.

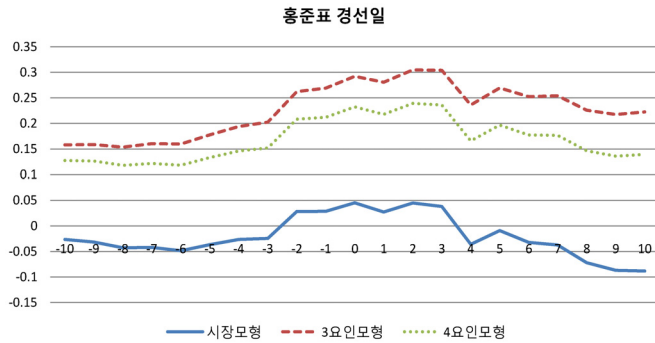
| | -10일~0일 | 0일~+10일 | -10일~+10일 |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|
| Panel A: 시장모형 | | | |
| 문재인테마주 | -0.0222 | -0.0118 | -0.0170 |
| CAR | (-4.141)*** | (-0.021) | (-1.778)** |
| 안철수테마주 | 0.1104 | 0.2348 | 0.1726 |
| CAR | (11.047)*** | (15.232)*** | (9.666)*** |
| 흥준표테마주 | 0.1448 | 0.0586 | 0.1017 |
| CAR | (15.681)*** | (3.819)*** | (8.264)*** |
| Panel B: 3요인 모형 | | | |
| 문재인테마주 | 0.1896 | 0.2637 | 0.2266 |
| CAR | (16.192)*** | (31.420)*** | (17.894)*** |
| 안철수테마주 | 0.1104 | 0.2348 | 0.1726 |
| CAR | (11.047)*** | (15.232)*** | (9.666)*** |
| 흥준표테마주 | 0.1190 | 0.0161 | 0.0675 |
| CAR | (11.520)*** | (1.562) | (5.042)*** |
| Panel C: 4요인 모형 | | | |
| 문재인테마주 | 0.1463 | 0.1924 | 0.1693 |
| CAR | (15.724)*** | (19.548)*** | (17.301)*** |
| 안철수테마주 | 0.0467 | 0.1490 | 0.0979 |
| CAR | (4.445)*** | (10.787)*** | (6.365)*** |
| 흥준표테마주 | 0.0741 | -0.0560 | 0.0090 |
| CAR | (6.055)*** | (-1.649) | (1.083) |

Panel B는 3요인 모형을 통해, Panel C는 4요인 모형을 통해 추정된 각 후보별 테마주의 단기 누적초과수익률이다. 문재인 테마주의 경우 장기에서와 마찬가지로 단기에서는 시장모형과는 달리 대체로 통계적으로 유의한 양의 수익률을 보인다. 반면, 안철수 테마주와

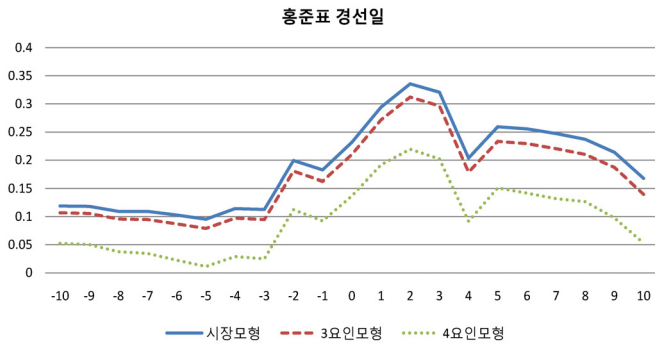
홍준표 테마주의 경우는 장기에서와 유사하게 단기에서의 3, 4요인 모형을 이용한 추정 결과는 시장모형보다 더 낮은 수익률 수준을 보인다. [그림 6]은 홍준표 후보 확정일을 기준으로 한 각 후보별 테마주의 단기 누적초과수익률을 나타낸 그래프이다.

[그림 6] 홍준표 후보 확정 경선일 기준 각 후보별 테마주의 누적초과수익률(단기)

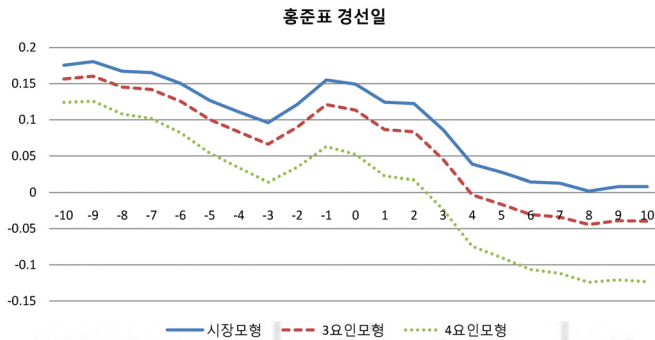
(a) 홍준표 경선일 문재인 테마주



(b) 홍준표 경선일 안철수 테마주



(c) 홍준표 경선일 홍준표 테마주



3. 결과 해석

19대 대통령 선거 기간 동안 각 주요 후보별 테마주의 누적초과수익률의 흐름은 대체로 모든 이벤트 날짜 및 이벤트 기간, 그리고 추정 모형에 걸쳐서 유사한 흐름, 즉 이벤트일 전에는 증가하다가 이벤트 후 감소하는 형태를 나타내고 있다. 다만, 당선인인 문재인 후보 관련 테마주의 경우 누적초과수익률이 지속되는 기간이 타 후보에 비해 길었으며, 대선일 이후 2개월 후에 가장 높은 양의 누적초과수익률을 나타내다 이후 점차 사라지는 것으로 보인다. 당선자가 확정되고 나서 누적초과수익률이 최대가 되는 것은 18대 대선을 대상으로 한 강성진(2016)의 연구와 비슷한 결과이다. 전반적으로 이러한 결과들은 기존 대통령 선거에서의 정치 테마주들에 나타난 패턴들과도 유사하다.

본 연구 결과에서 눈에 띄는 부분은 추정 모형에 따른 후보자 별 누적초과수익률의 차이다. 문재인 테마주의 경우 나머지 후보들의 테마주보다 다요인(3요인 및 4요인)모형에서의 누적초과수익률이 모든 이벤트일에서 시장모형에 비해 일관되게 높게 나타나는 반면, 나머지 후보들의 경우 경선일에서는 시장모형에서의 누적초과수익률이 가장 높게, 대선일에서는 3요인 모형에서의 추정결과가 가장 높게 나타난다. 이는, 추가된 요인에 따른 결과의 차이가 테마주에 포함된 주식들의 특징을 설명할 수 있는 단서를 제공한다고 볼 수 있다.

앞서 살펴본 바와 같이 다요인 모형에서의 누적초과수익률이 시장모형보다 오히려 높다면, 이는 해당 자산(혹은 포트폴리오)이 *SMB* 및 *HML*과 같은 추가적 요인들에 대해서 헤징 효과가 존재한다는 의미이다. 그러나 특정 정치인의 테마주들에 그런 효과가 장기적으로 존재한다고 보기는 어려우며, 그보다는 *SMB* 및 *HML* 등에 영향을 주는 소형주 및 고 B/P주에 대한 수요의 상당 부분이 대통령 후보들의 테마주로 몰리면서, 그렇지 않은 유사 성격의 주식들에 비해 수요-공급 측면에서 차이가 크게 생기고 그것이 해당 요인의 영향을 음으로 만들었을 가능성이 보다 클 것으로 판단한다. 또한, 그러한 흐름이 형성된 시기가 주로 본격적인 대통령 선거전이 펼쳐진 후보 확정일과 대선일 사이일 것이라고 볼 수 있을 것이다.

다만, 안철수 테마주의 경우 모형별 차이는 크게 눈에 띄지 않는다는 특징이 나타나며, 이는 다른 후보에 비해 안철수 테마주로 분류된 주식의 수가 많으며 그래서 소형주 및 고 B/P 주들의 평균과 비슷한 움직임을 나타낼 가능성이 높다는 점도 영향을 줄 수 있다고 볼 수 있다. 끝으로 홍준표 테마주의 경우 대선일 이전에는 큰 차이를 보이지 않다가 그 이후에 시장모형, 3요인 및 4요인 모형의 차이가 눈에 띄게 벌어졌으며, 특히 4요인 모형에서의 누적초과수익률이 빠르게 하락하는 것으로 나타나며 홍준표 후보 테마주에 존재하는

모멘텀 효과가 다른 후보 테마주에 비해 상당히 높을 수 있음을 의미한다.

V. 결론 및 시사점

유력 대통령 후보자의 당선 이후 정책에 대한 기대보다도 해당 후보자와의 인간관계에 대한 정보를 중심으로 형성되는 국내의 정치테마주는 다른 나라에서 찾아보기 어려운 현상이다. 특히 국내의 정치테마주는 변동성이 높은 저가주에 집중되어 있으며, 이는 국내의 정치테마주가 높은 투기적 성향을 지닌 투자자들을 중심으로 형성되고 거래되어왔음을 의미한다.

본 논문에서는 19대 대선 후보자 관련 정치테마주의 누적초과수익률을 다양한 조건들 하에서 여러 모형들을 이용하여 사건연구를 수행하고 정치테마주들의 움직임 및 특징에 대하여 살펴보았다. 우선, 대통령 선거일 외에도 주요 정당의 후보가 확정되는 경선일 이벤트에 포함하고, 탄핵 후 이루어진 선거라는 특수 상황을 고려하여 장기 및 단기 이벤트 기간을 모두 살펴보았으며, 시장 모형과 3요인 모형, 그리고 모멘텀 요인을 추가한 4요인 모형을 모두 적용하여 분석결과에서 드러나는 테마주들의 특징과 결과의 강건성을 확인하였다.

분석 결과 모든 후보의 테마주들이 대체로 장기 및 단기 모두에서 이벤트일 전에는 일시적으로 높게 형성되다가 이벤트일 이후 점차 사라지는 흐름을 보였다. 다만, 누적초과수익률 추정치 및 흐름에 있어서는 각 후보 테마주에 따라 모형에 따른 차이가 지속적으로 나타났다. 특히 문제인 테마주의 경우 3요인 및 4요인 모형에서 누적초과수익률이 대선일 및 경선일 이후 상당 기간 동안 높은 양의 수익률을 나타낸 반면 시장모형의 경우 음의 수익률을 기록하였다. 반면, 안철수 테마주의 경우 모든 이벤트에서 모형 별 차이가 눈에 띄게 나타나지 않았다. 홍준표 테마주의 경우 대선일 이벤트에서 시장모형과도, 3요인 및 4요인 모형이 모두 큰 차이를 보였으며, 특히 모멘텀을 추가한 4요인 모형에서의 대선일 이후 누적초과수익률이 빠르게 하락하는 것으로 나타났다. 각 후보별로 대선 테마주가 형성될 때 유력 후보를 중심으로 형성되는 테마주의 경우 다요인분석 결과가 시사하는 바와 같이 규모 및 잠재적 가치 측면에서 변동성이 높고 개인투자자들의 쏠림이 심한 저가 주식들을 중심으로 형성된다는 해석이 가능하다.

결과적으로, 19대 대통령선거 관련 정치테마주들의 누적초과수익률 흐름도 이전의 정치테마주들과 마찬가지로 비이성적 과열과 그에 따른 투자자들의 쏠림행태의 결과라고 해석하는 것이 타당할 것이라는 결론을 내릴 수 있다. 이러한 결과는 국내의 정치테마주는

정치인의 당선 이후의 정책으로부터 실질적 수혜를 받을 가능성이 높은 해당 기업의 향후 성과에 대한 기대에 따라 형성된다기보다는 조작 시도 혹은 투자자 비이성적 과열의 결과라고 보는 기존의 해석을 지지하며, 정치테마주 투자에 대한 일반 투자자들의 각별한 주의가 필요하다는 점을 다시금 상기한다. 따라서 정치테마주로 분류되는 특정 주식의 주가가 급격히 상승할 경우 감독당국은 시장을 보다 면밀히 살피고 자전거래 등 불법적인 주가 조작 시도가 존재하는지, 거짓 정보가 시장에 유포되고 있는 지 등 여부에 대해 조사하고 투자자들에게 정보를 제공할 필요가 있음을 시사한다.

본 논문은 기존 대선과는 다른 탄핵 정국과 3자 구도(문재인, 안철수, 홍준표)라는 특징을 가진 19대 대선을 대상으로 후보자 테마주식에 관한 실증연구를 수행하였다. 다만 본 논문에서는 4요인 모형에서 모멘텀 변수를 사용하였지만 다른 설명요인을 추가할 경우에도 유사한 결과가 나타나는지 또는 각 요인 변수별 분위 그룹을 나누는 기준을 다르게 해도 결과가 유지되는 지 등을 후행연구에서 다룰 필요가 있다. 특히 향후 관련 연구에서는 우리나라 주식시장의 경우 유동성(liquidity)이나 회전율(turnover ratio)도 유의한 위험요인으로 간주되므로 이와 같은 요인들을 함께 고려할 필요가 있다. 또한 시장모형, 3요인 및 4요인 모형에서의 차이를 고찰하는 분석에서 추가된 정보에 의한 차이를 테마주의 성격이나 이벤트일의 특성에 기인하는 것으로 추정하였으나 이에 대한 원인을 보다 면밀하게 분석하는 연구도 필요할 것이다.

참 고 문 헌

- 강성진, 대통령 선거기간 동안 정치테마주의 비정상수익률에 대한 사건연구, 숭실대학교 석사학위논문, 2016.
- 금융감독원, 제19대 대선 정치테마주 불공정거래 조사결과, 금융감독원 보도자료(9. 29), 2017.
- 금융위원회, 제19대 대선 정치테마주 대응 성과, 금융위원회 보도자료(5. 17), 2017.
- 김규영, 김영빈, “주가와 거래량간의 선형 및 비선형 인과관계-한국 주식시장에서의 실증 분석”, 재무연구, 제9권 제2호, 1998, 167-186.
- 김규영, 김영빈, “CAPM이 가치프리미엄을 설명하는가?”, 대한경영학회지, 제20권 제2호, 2007, 667-689.
- 김병모, “경영자 기회주의, 과신 성향 그리고 주가의 급락 위험”, 재무연구, 제29권 제2호, 2016, 193-233.
- 김병준, 이필상, “가치투자전략의 장기적 성과 분석: 한국의 12월 결산 거래소 상장법인을 대상으로”, 한국증권학회지, 제35권 제3호, 2006, 1-39.
- 김석진, 김지영, “기업규모와 장부가/시가 비율과 주식수익률의 관계”, 재무관리연구, 제13권 제2호, 2000, 21-27.
- 남길남, “대통령 선거 국면의 정치테마주 특징과 시사점”, 자본시장연구원 이슈보고서 17-04, 2017.
- 라석환, “Market anomaly surrounding presidential election: the case of 17th presidential election in the Republic of Korea”, 고려대학교 학위논문(석사), 2011.
- 박정훈, “자본시장법상 불공정거래행위 수사시스템에 대한 비판적 고찰”, 안암법학, 제45권, 2014, 163-200.
- 송영출, 이진근, “자기자본비용의 추정에 관한 연구, 규모와 장부가/시장이 요인을 고려한 실증분석”, 재무관리연구, 제14권 제3호, 1999, 157-181.
- 신진영, 박승호, “날씨와 주가지수 수익률간의 상관관계: 행태재무학적 접근”, 금융동향, 제17권 제2호, 2003, 105-128.
- 안희준, 전승표, 최종범, “남북관계 관련 뉴스가 주식시장에 미치는 영향”, 한국경제의 분석, 제16권 제2호, 2010, 199-238.
- 이효정, 최 혁, “개인투자자의 거래행태가 실적공시에 대한 주가지연반응(PEAD)에 미치는 영향”, 한국증권학회지, 제41권 제3호, 2012, 393-436.

- 장영광, 김종택, “한국주식시장에서 가치투자전략의 투자성과와 그 원천”, 한국증권학회지, 제32권 제2호, 2003, 165-208.
- 하진수(2013), “작전을 말한다”, 참돌.
- Atkinson, M. D., C. B. Mann, S. Olivella, A. M. Simon, and J. E. Uscinski, “(Where) Do Campaigns Matter? The Impact of National Party Convention Location,” *The Journal of Politics*, 76(4), (2014), 1045-1058.
- Barber, B. M. and J. D. Lyon, “Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics,” *Journal of Financial Economics*, 43(3), (1997), 341-372.
- Brown, S. J. and J. B. Warner, “Using daily stock returns: The case of event studies,” *Journal of Financial Economics*, 14(1), (1985), 3-31.
- Carhart, M. M., “On Persistence in Mutual Fund Performance,” *Journal of Finance*, 52(1), (1997), 57 - 82.
- Chan, W. S., “Stock price reaction to news and no-news: drift and reversal after headlines,” *Journal of Financial Economics*, 70(2), (2003), 223-260.
- Davis, J. L., E. F. Fama, and K. R. French, “Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929 to 1997,” *The Journal of Finance*, 55(1), 2000, 389-406.
- DellaVigna, S. and J. M. Pollet, “Investor Inattention and Friday Earnings Announcements,” *Journal of Financial Economics*, 64(2), 2009, 709-749.
- Doran, J. S., D. R. Peterson, and C. Wright, “Confidence, opinions of market efficiency, and investment behavior of finance professors,” *Journal of Financial Markets*, 13(1), 2010, 174-195.
- Engelberg, J., C. Sasseville, and J. Williams, “Market Madness? The Case of Mad Money,” *Management Sciences*, 58(2), 2012, 351-364.
- Fama, E. F. and K. R. French, “Common risk factors in the returns on stocks and bonds,” *Journal of Financial Economics*, 33(1), (1993), 3-56.
- Fama, E. F., L. Fisher, M. C. Jensen, and R. Roll, “The Adjustment of Stock Prices to New Information,” *International Economic Review*, 10(1), (1969), 1-21.
- Fngiude(2013), Event Study User Guide, (주)에프엔가이드
- Herron, M. C., J. Lavin, D. Cram, and J. Silver, “Measurement of political effects in the United States Economy: A study of the 1992 Presidential Election,” *Economics and*

Politics, 11(1), (1999), 51-82.

Kim, Y. H. A. and H. Jung, "Investor PSY-chology surrounding 'Gangnam Style'," *Pacific-Basin Finance Journal*, 37, (2016), 23-34.

Knight, B., "Are policy platforms capitalized into equity prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election," *Journal of Public Economics*, 91(1), (2006), 389-409.

Kothari, S. P. and J. B. Warner, "Measuring long-horizon security price performance," *Journal of Financial Economics*, 43(3), (1997), 301-339.

Van Til, M., "George Frideric Handel: A Music Lover's Guide to His Life, His Faith & the Development of Messiah & His Other Oratorios", WordPower Publishing, NY, (2007).

Weinschenk, A. and C. Panagopoulos, "Convention effects: examining the impact of national presidential nominating conventions on information, preferences, and behavioral intentions," *Journal of Elections, Public Opinion, and Parties*, 26(4), (2016), 511-531.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 36, Number 2, June 2019

An Event Study on the Politically-Themed Stocks on the 19th Presidential Election in Korea

Hyeongsin Kwak* · Eunjung Yeo**

〈Abstract〉

In this paper, we use three models for the event study analyses of the so-called "politically-themed stocks (or theme stocks)" movement for each candidate in the 19th presidential election day and primary days for both short-term and long-term periods. In particular, the cumulative abnormal returns of individual candidate's theme stocks for the events were measured by the market model, Fama-French three-factor model, and four-factor model with momentum factor, respectively. Almost all models showed statistically significant cumulative abnormal returns before and after all the event dates, but they seem to disappear over time. In the case of the three-factor and four-factor models, the theme stocks of Moon Jae-In after the presidential election showed higher cumulative abnormal returns for a considerable period, while the market model showed negative returns. However, this was different depending on the nature and the event of the theme stocks. A comprehensive analysis of these results suggests that the politically-themed stocks' movement is due to a surge in political issues of each candidate rather than a surge in the performance or fundamental value of the company. In addition to the existing view that the price of domestic politically-themed stocks is not formed according to expectation of the company's long-term performance but as a result of manipulation attempt or irrational overheating, when the presidential election theme is formed for each candidate, and that there is a possibility that the theme stocks may contain stocks that are somewhat lacking in terms of size and book to market value. Therefore, it is necessary for individual investors to pay special attention to investing in politically-themed stocks. Also, it suggests that supervisors need to monitor the market more closely, if stock prices of certain stocks classified as politically-themed stocks rise sharply.

Keywords : Themed Stocks, Event Studies, Presidential Election, Primary

* Graduate school of Business Administration, Chung-Ang University, E-mail: sjybins6909@cau.ac.kr.
This research was supported by the Chung-Ang University Research Scholarship Grants in 2016.

** Corresponding Author, Associate professor, School of Business Administration, College of Business & Economics, Chung-Ang University, E-mail: ejyeo@cau.ac.kr.