

I. 개 요

1. 일시 : 2010. 09. 04 (토) 16:00~18:00
2. 장소 : 한국고등교육재단 3층 대회의실
3. 발표자 : 박철범(고려대학교)
4. 참석자

허 인 팀장	(KIEP 국제금융팀)
안지연 박사	(KIEP)
최형선 박사	(보험연구원)
이우현 교수	(경희대학교)
유병학 교수	(승실대학교)
송승주 박사	(한국은행)
조성훈 교수	(연세대학교)
김동현 교수	(고려대학교)
강규호 교수	(아주대학교)
신관호 교수	(고려대학교)
김소영 교수	(서울대학교)
김영식 교수	(서울대학교)
김진일 교수	(고려대학교)
정용승 교수	(경희대학교)
김철수 교수	(숙명여자대학교)
이만중 교수	(고려대학교)
김선빈 교수	(연세대학교)
황선웅 박사	(산업연구원)
이철인 교수	(서울대학교)

5. 제 목

- "Disappearing Dividends: Implications on the Dividend-Price ratio and the Predictive Regressions"

II. 주요 발표내용 (상세 내용 별첨 참조)

- ☐ Campbell and Shiller (1988) 관련 연구, 즉 배당주가비율이 미래 주가수익율을 예측한다는 맥락하의 연구가 계속 이루어져 왔으나 실험적 결과상의 증거는 아직 불충분함.
 - 발표 논문에서는 전통적인 배당주가비율이 주식가격과 장기적 관계, 즉 공적분 관계를 가지고 있음을 보여주며 조정된 배당주가비율의 주식가격예측력이 통계적으로 유의함을 입증함.
 - ☐ 배당주가비율의 주가수익율 예측은 분석기간의 선택에 따라 다른 양상을 보임. 발표논문에서는 전통적인 배당정책을 가진 회사들의 수가 감소하고 있기 때문에 분석기간에 따라 주가수익율 예측이 다르게 보인다고 주장함.
 - 배당(dividends)과 주식가격(stock price)의 장기적 관계가 시간에 따라 변화하는 모델을 발전시킴.
 - 주식 수익율을 present value model에 대입하고, Campbell and Shiller (1988)의 로그선형화를 적용하였을 때, 저자들은 다음과 같은 모델을 도출하였음.
- $$d_{1,t} - p_{1,t} = -\frac{k_1}{1 - \rho_1} + E_t \left[\sum_{j=0}^{\infty} (\rho_1)^j (r_{1,t+1+j} - \Delta d_{1,t+1+j}) \right]$$
- 위 모델에 따르면 로그배당과 로그주식가격 사이에는 장기적 혹은 공적분관계가 있음.

- 배당과 주가가격의 장기적 관계 혹은 공적분관계를 조정한 조정된 배당주가비율(adjusted dividend-price ratio)를 추정하였음.
- 발표 논문에서는 Torous, Valkanov, and Yan (2004)에서 적용된 배당추출법을 따라, CRSP 시장 주가가격지수(배당포함)과 시장주가가격지수(배당포함하지않음)을 이용하여 시장 월별 주식배당을 자료를 추출함.
- 분석기간은 1946년 1월부터 2008년 12월임.
- 최소 30년 기간의 자료로 회귀분석을 매월 하게되면, 시간변화 공적분 회귀계수를 예측할 수 있음. 예측된 회귀계수는 로그배분주가비율의 AR(1)값을 활용하여 시장 및 회사크기별 공적분 관계를 검증할 수 있음.
- 배당주가비율은 위의 회귀분석과정에서 조정값을 구하며 (발표논문의 proposition 3 참조) 이를 활용하여 배당주가비율이 미래주식수익률을 예측하는지 분석하였음.
- 조정된 배당주가비율이 전통적인 배당주가비율보다 지속성이 낮고 안정적인 시계열임을 보여줌.
- 또한, 조정된 배당주가비율이 회사의 크기와 관련없이 주식수익률에 대한 예측력이 안정적이고 통계적으로 유의하였음.

III. 주요 논의사항

- 발표논문의 주요결과가 배당주가비율과 주식수익율 자료 및 분석기간에 의존하므로 자료에 대한 논의가 대부분이었음.
- 분석에 사용된 배당주가비율이 월별자료인가?
 - 그렇다. Professor F. French website에서 받은 월별 자료임. 미국 CRSP의

회사자료를 토대로하여 시장 portfolio를 구성하여 산출된 자료임.

- 조정된 배당주가비율은 어떻게 계산되었는가?
 - 본 논문에서 발전된 모델을 토대로 한 회귀분석을 통해 배당주가비율을 조정하였음.
- 시장 배당주가비율이 월별자료라면, 개별 회사들의 불규칙한 배당이 어떻게 자료에 반영된 것인가?
 - CRSP 의 배당이 고려된 주가수익인덱스와, 배당이 고려되지 않은 주가수익인덱스를 비교하여 월별배당이 회사별로 역 산출되었음. CRSP에서는 개별회사들의 불규칙한 배당정책을 보완하기 위하여, 투자자들이 배당금을 다시 주식투자에 투자한다는 가정을 하였음. 즉 전 회계연도를 기준으로 연별배당을 월별 혹은 일별로 똑같이 재분배함.
 - 이러한 개별회사들의 배당이 재분배된 주가수익인덱스를 가치비중을 고려하여 시장 주가수익인덱스를 산출하며, 이 주가수익인덱스를 활용하여 시장 배당을 역산출하는 구조임.
- 조정된 배당주가비율 유추을 위한 회귀분석은 매월 수행하였나?
 - 그렇다. 회귀분석은 분석기간을 최소 30년을 조건으로 하고 있다.
- Out-of-Sample tests는 어떻게 수행하였는가?
 - Full-Sample 자료로 수행된 결과와 In-Sample 자료로 수행된 결과가 robust한지를 비교하였음.
- 회사크기별로 결과를 추가로 보여주었는데, 어떠한 함의가 있는가?
 - 작은 규모의 회사의 경우 조정된 배당주가비율이 미래 주식수익율을 random-walk model보다 잘 설명하였음.