

# 기업의 배당정책과 투자

2014. 6. 12.

자본시장연구원

연구위원

강소현

sohyun.kang@kcmi.re.kr



1 국내 상장기업 배당현황

2 국내 기업 배당정책 평가: 저배당 원인 분석

3 배당정책 주요 변화요인

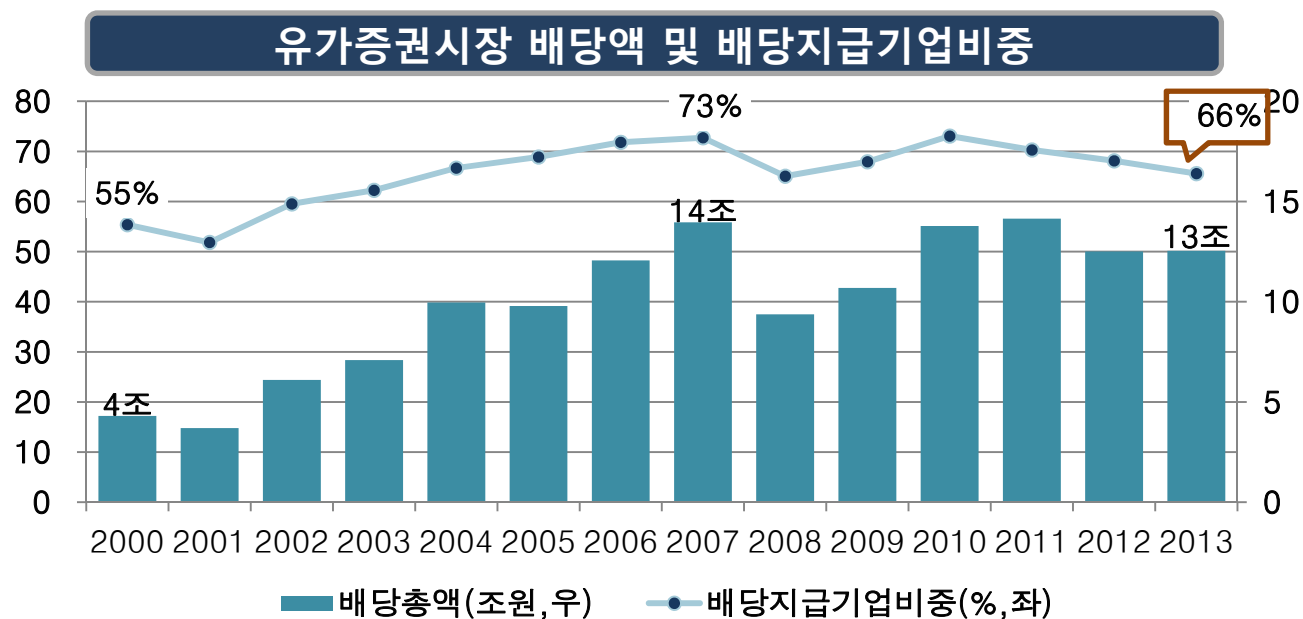
4 배당정책 변화 양상

5 배당제도 개선 방향

# 국내 상장기업 배당현황 1

## 배당금액 및 배당지급 기업 비중

- ❖ 2000년 이후 유가증권시장의 배당총액은 4조원에서 13조원까지 서서히 증가하였음
- ❖ 유가증권시장 상장기업 중 배당을 지급하는 기업의 비중 또한 2000년 55%에서 2007년에는 73%까지 증가하였으나 2010년 이후 다시 감소하여 2013년 66%가 배당을 지급하고 있음



출처: FnGuide

# 국내 상장기업 배당현황 2

## 배당성향 및 배당수익률

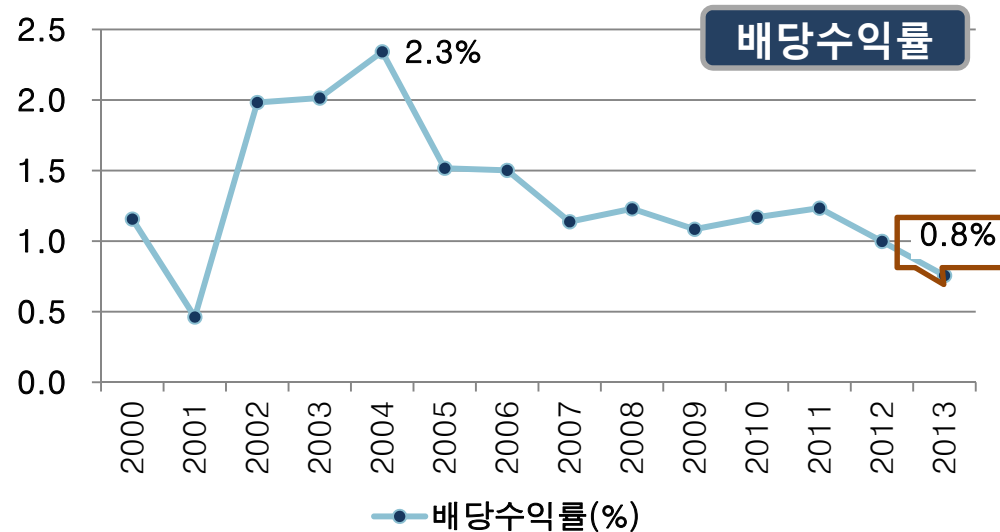
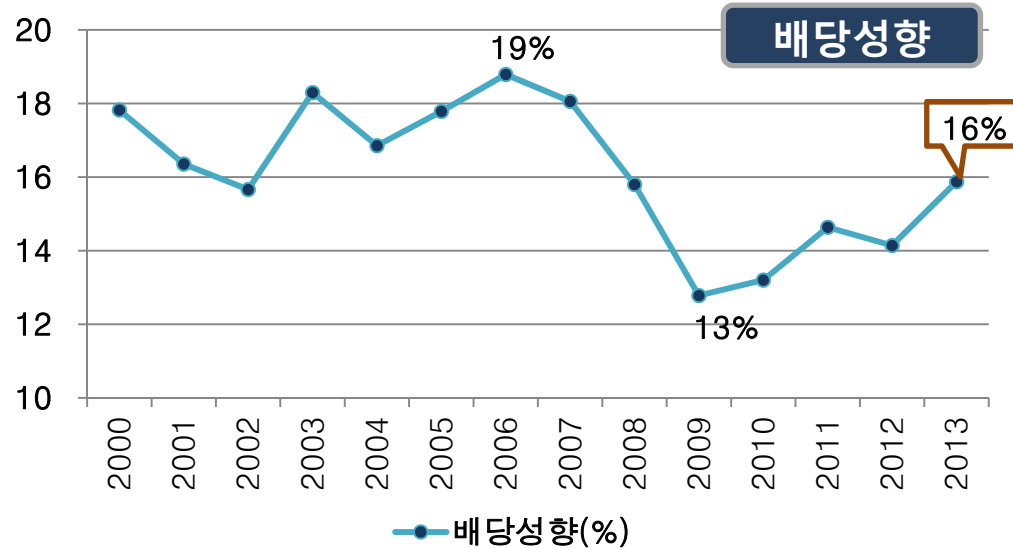
❖ 배당성향은 2000년 중반까지 16%~19% 사이였으나 2009년 이후 13%~16%로 감소함

— 배당성향 = 현금배당액 / 당기순이익

❖ 배당수익률은 2004년 2.3%까지 상승하였으나 이후 지속적으로 하락하여 2013년에는 0.8%임

— 배당수익률 = 현금배당액 / 시가총액

	2000년 ~2004년	2005년 ~2008년	2009년 ~2013년
배당성향	17.00 %	17.61 %	14.13 %
배당수익률	1.59 %	1.35 %	1.05 %



# 국내 상장기업 배당현황 3

## 업종별 배당현황

업종별 배당수익률 및 배당성향

2000년~2004년			2005년~2009년			2010년~2013년		
업종	배당수익률	배당성향	업종	배당수익률	배당성향	업종	배당수익률	배당성향
유틸리티	6.30%	34.80%	통신서비스	3.10%	30.10%	통신서비스	4.40%	40.80%
소재	3.10%	21.60%	유틸리티	3.00%	24.40%	유틸리티	2.60%	26.60%
에너지	2.00%	24.10%	금융	1.60%	20.50%	금융	1.50%	20.50%
의료	1.90%	17.90%	소재	1.50%	17.40%	소재	1.30%	16.20%
통신서비스	1.40%	20.20%	에너지	1.50%	14.30%	산업재	1.00%	16.00%
필수소비재	1.20%	14.10%	산업재	1.50%	16.70%	의료	0.90%	15.20%
산업재	1.20%	15.20%	의료	1.20%	17.30%	에너지	0.80%	18.30%
금융	0.80%	19.00%	경기소비재	1.10%	14.70%	경기소비재	0.80%	10.40%
경기소비재	0.80%	13.60%	필수소비재	0.90%	12.50%	필수소비재	0.70%	10.60%
IT	0.20%	12.80%	IT	0.30%	14.30%	IT	0.10%	9.90%

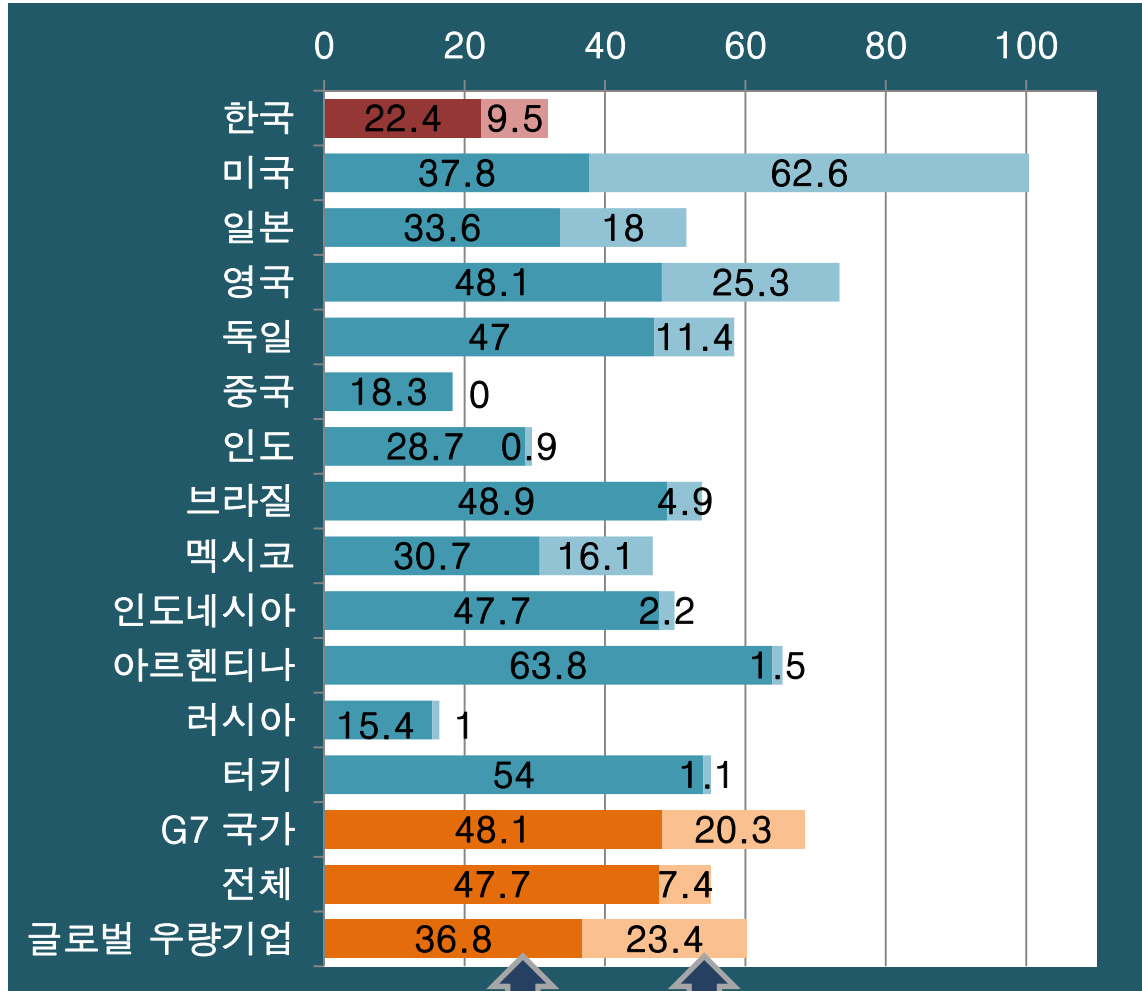
출처: FnGuide

주: 연도별 중간값의 평균

# 국내 상장기업 배당현황 4

## 국제비교: 배당성향

주요국 배당성향: 현금배당 및 자사주매입



- ❖ 한국의 배당성향은 선진국 뿐만 아니라 신흥국에 비해서도 낮은 편임
- ❖ 선진국들은 현금배당 뿐만 아니라 현금배당의 대안적 성격을 지닌 자사주 매입을 통해서도 주주들에게 적극적으로 이익을 환원하고 있음

출처: 이한득(2012) 재구성  
주: 2005~2011년 합계액

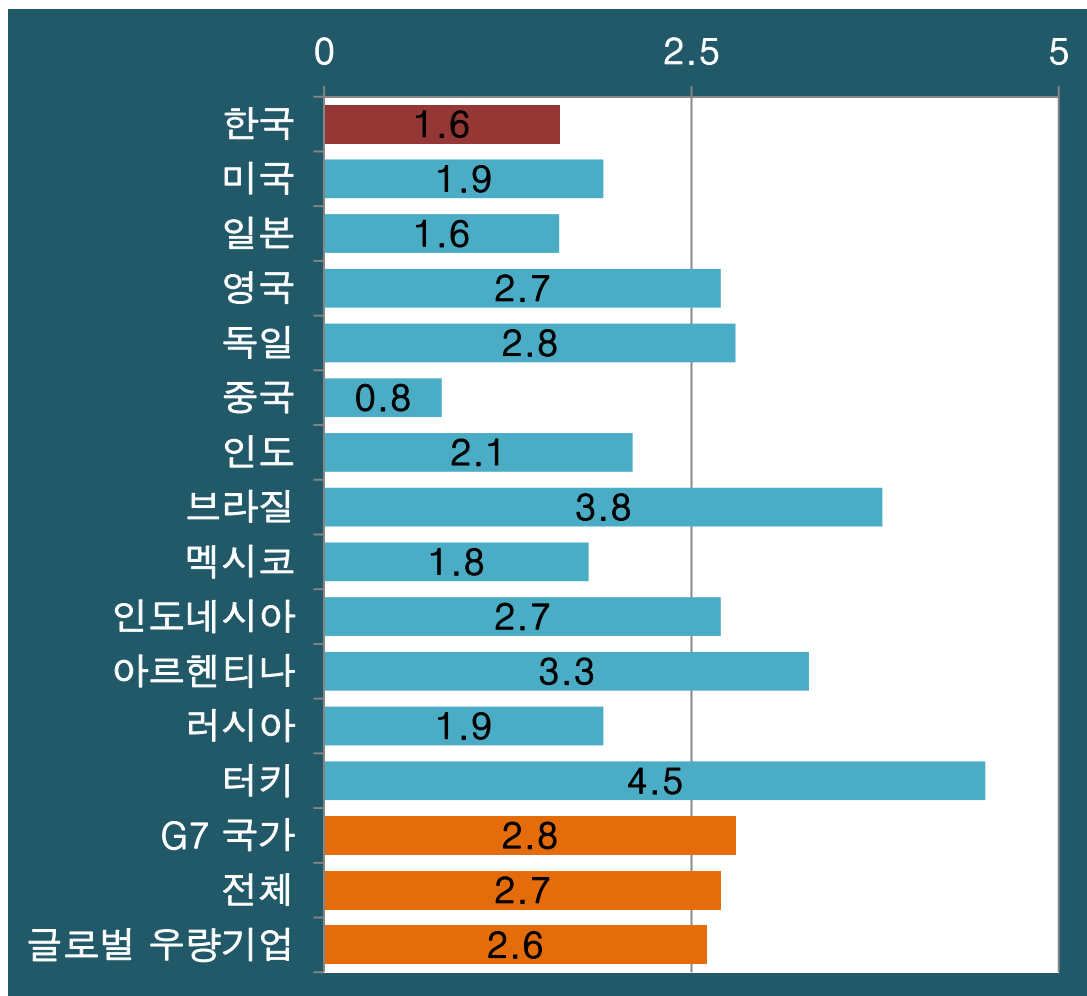
현금배당

자사주매입

# 국내 상장기업 배당현황 5

## 국제비교: 배당수익률

주요국 배당수익률



❖ 한국의 배당수익률은 중국을 제외하고 가장 낮은 편임

- 한국의 배당수익률은 미국, 영국, 독일 등 선진국에 비하여 낮으며 브라질, 멕시코, 인도네시아 등 신흥국에 비하여도 낮음

출처: 이한득(2012) 재구성

주: 2005~2011년 합계액

1 국내 상장기업 배당현황

2 국내 기업 배당정책 평가: 저배당 원인 분석

3 배당정책 주요 변화요인

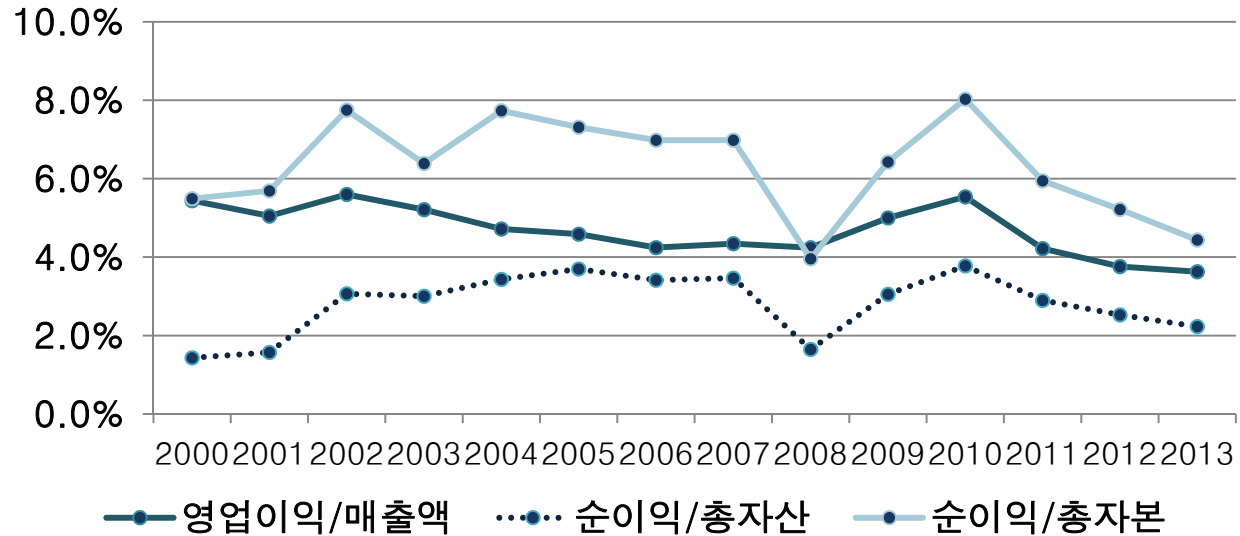
4 배당정책 변화 양상

5 배당제도 개선 방향



# 국내 기업 배당정책 평가 1

## 수익성



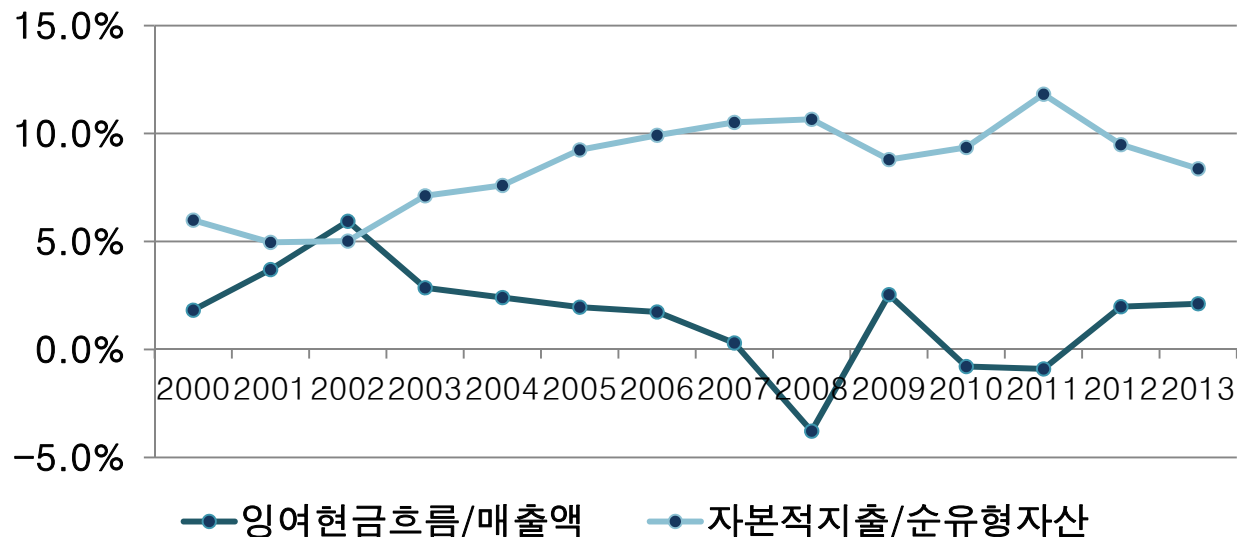
출처: FnGuide

주: 중간값, 금융 제외

❖ 배당지급의 기반이 되는 기업의 이익이 2000년대 초반 이후 감소하고 있음

# 국내 기업 배당정책 평가 2

## 투자활동



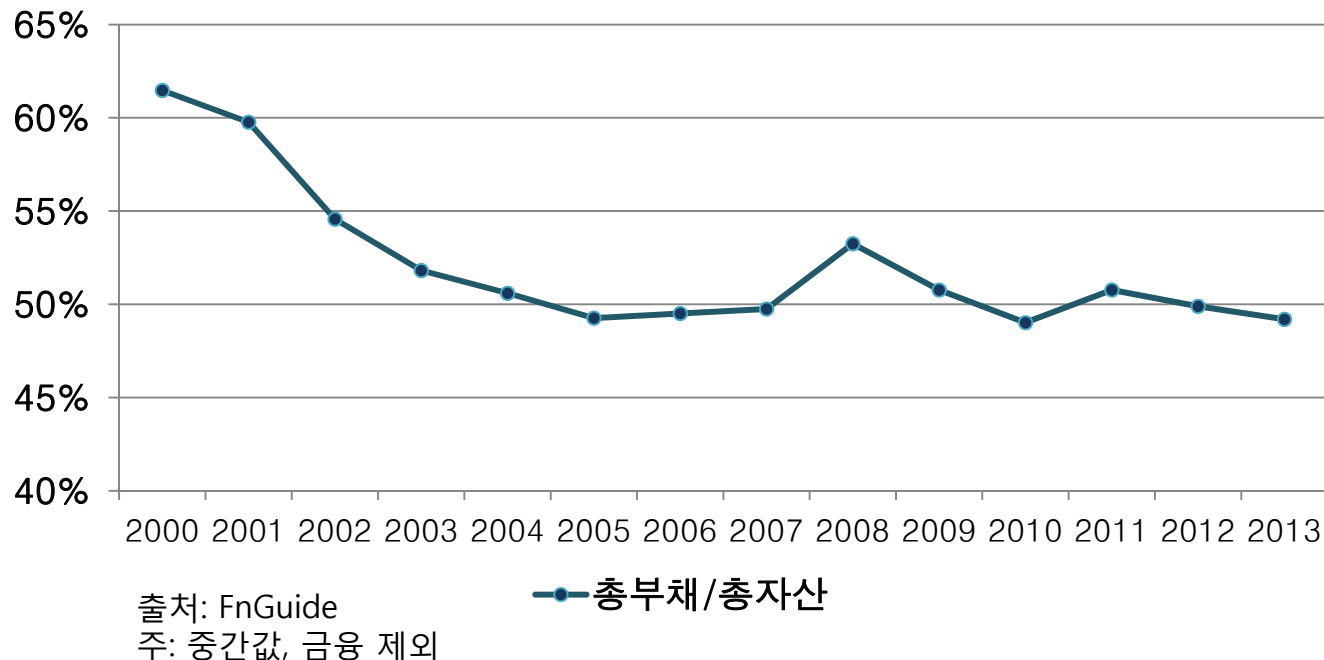
출처: FnGuide

주: 중간값, 금융 제외

- ❖ 모든 조건이 동일하다면 투자수익성과 성장성이 높은 기업은 배당보다 내부 유보를 통해 투자하는 것이 기업가치 상승에 유리함
- ❖ 활발한 투자활동으로 2000년 초반 이후 배당여력이 전반적으로 감소하였음
  - 매출액 대비 잉여현금흐름은 감소하고 있으며 자본적 지출은 증가하였음

# 국내 기업 배당정책 평가 3

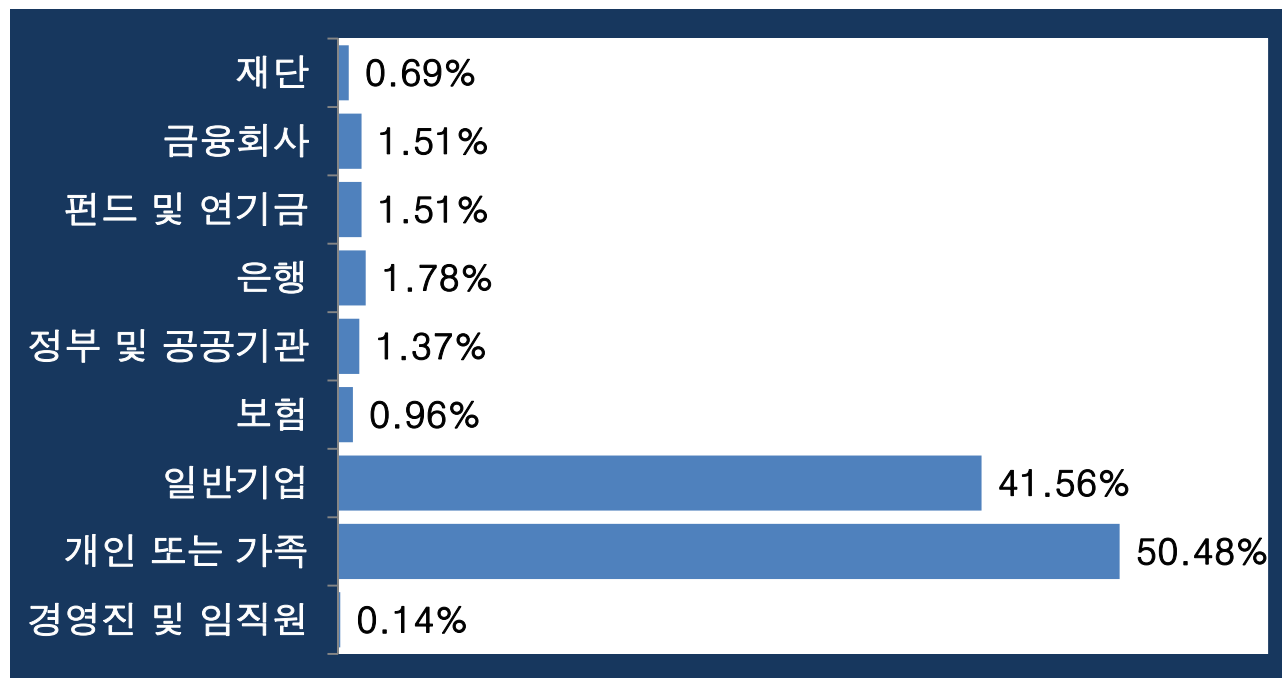
## 재무 건전성



- ❖ 1997년 아시아 외환위기 이후 기업의 재무 건전성에 대한 우려가 증가하여 부채비율이 지속적으로 감소하여 왔음
- ❖ 기업의 재무구조 안전성을 높이기 위하여 이익을 유보하여 부채 상환에 활용하였던 것으로 판단됨

# 국내 기업 배당정책 평가 4

## 최대주주 구성

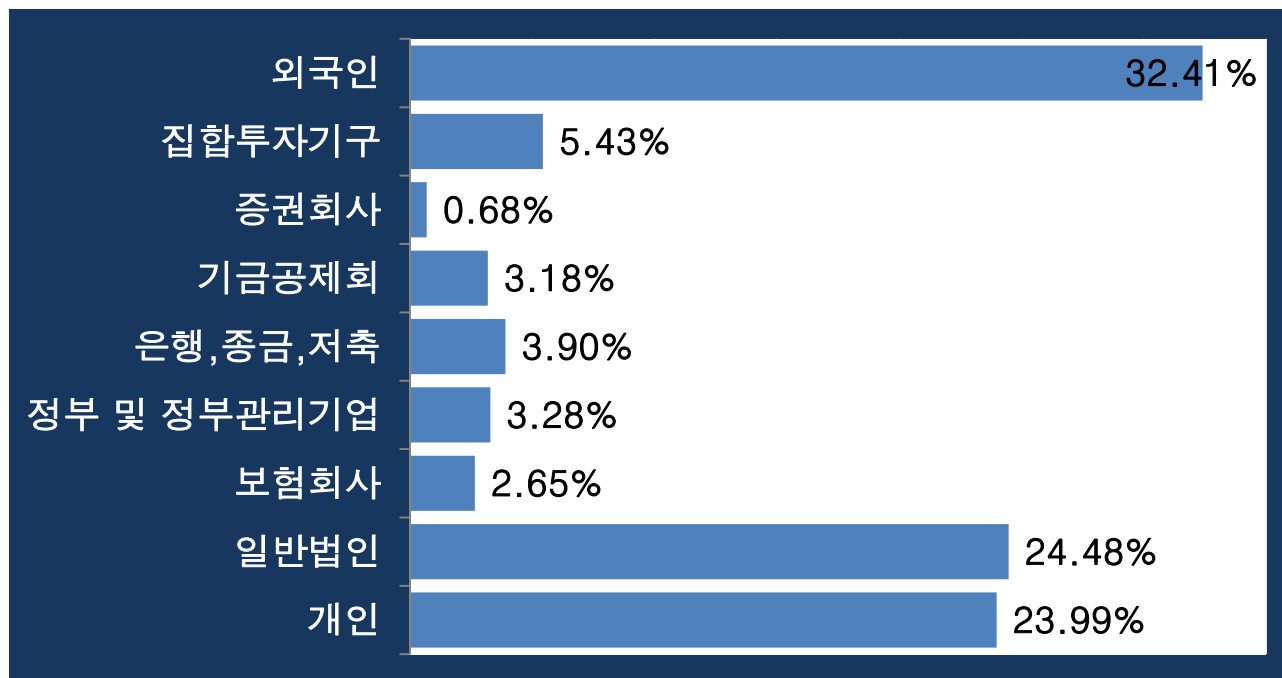


주: 2012년, 최대주주 기업 비중

- ❖ 배당여부를 결정하는데 큰 영향을 미치는 최대주주의 유형을 살펴보면, 배당 성향이 낮은 일반기업, 개인 또는 가족이 최대주주인 기업비중이 92%로 대부분을 차지하며 배당을 선호하는 재단, 금융회사, 펀드 및 연기금이 최대주주인 기업 비중은 3.71%에 불과함

# 국내 기업 배당정책 평가 5

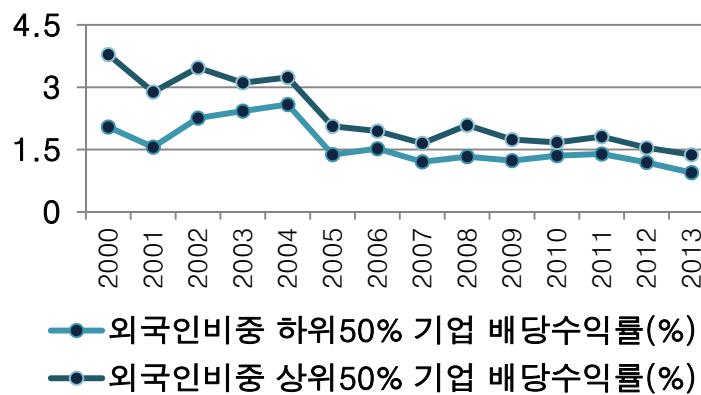
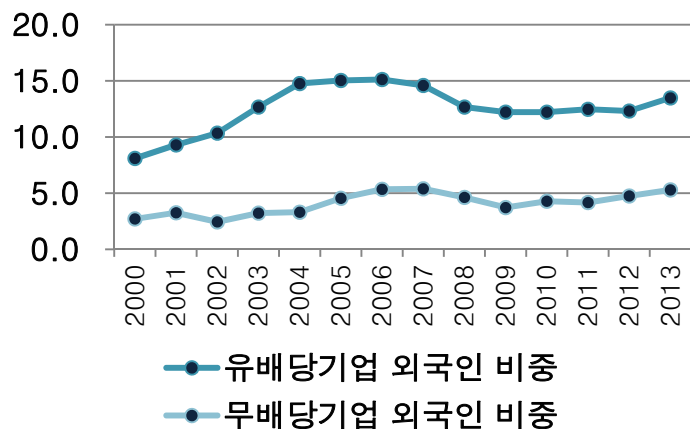
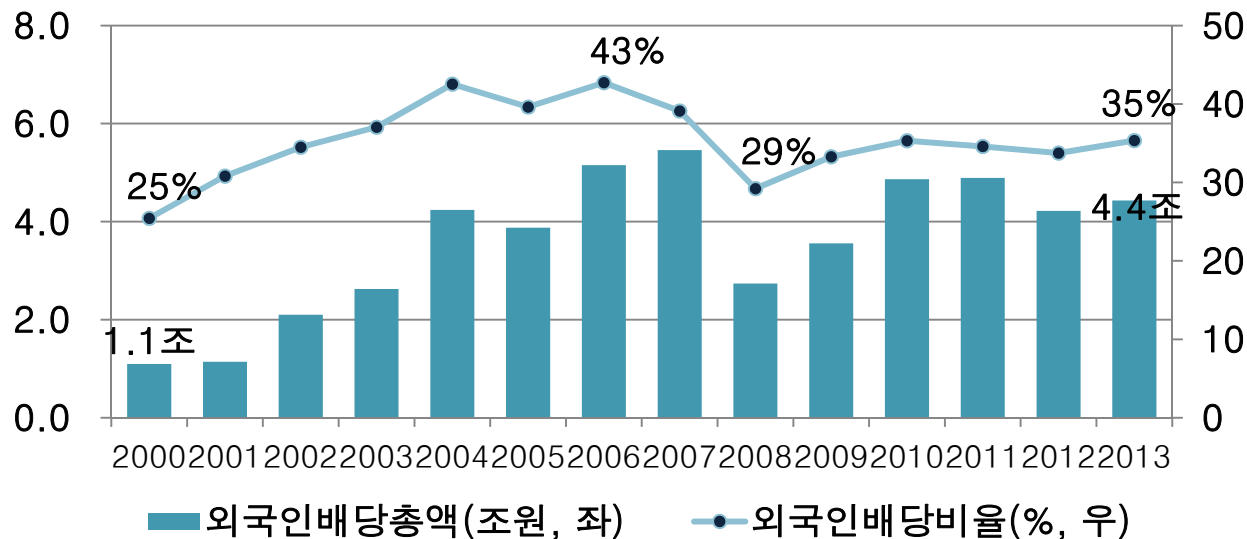
## 투자자 구성



- ❖ 투자자의 주식소유비중 측면에서, 배당요구에 적극적인 외국인이나 전문투자자들의 비중이 40%로 상당 정도를 차지하고 있음
- ❖ 그러나 배당요구에 소극적인 일반법인과 개인 역시 48%로 큰 비중을 차지함

# 국내 기업 배당정책 평가 6

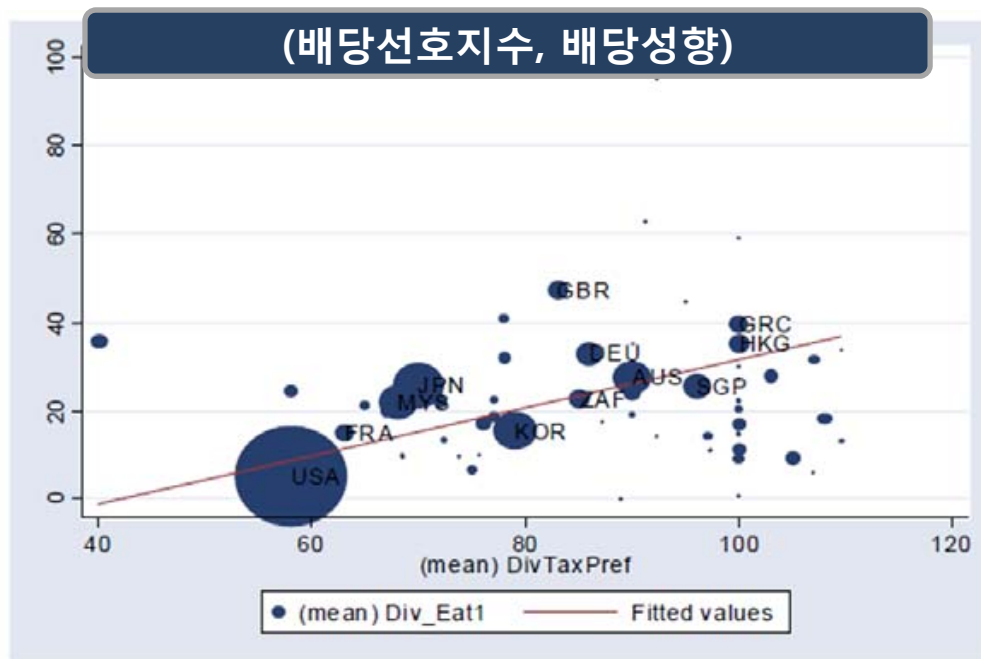
## 투자자 구성: 외국인 지분



출처: FnGuide

# 국내 기업 배당정책 평가 7

## 세울구조



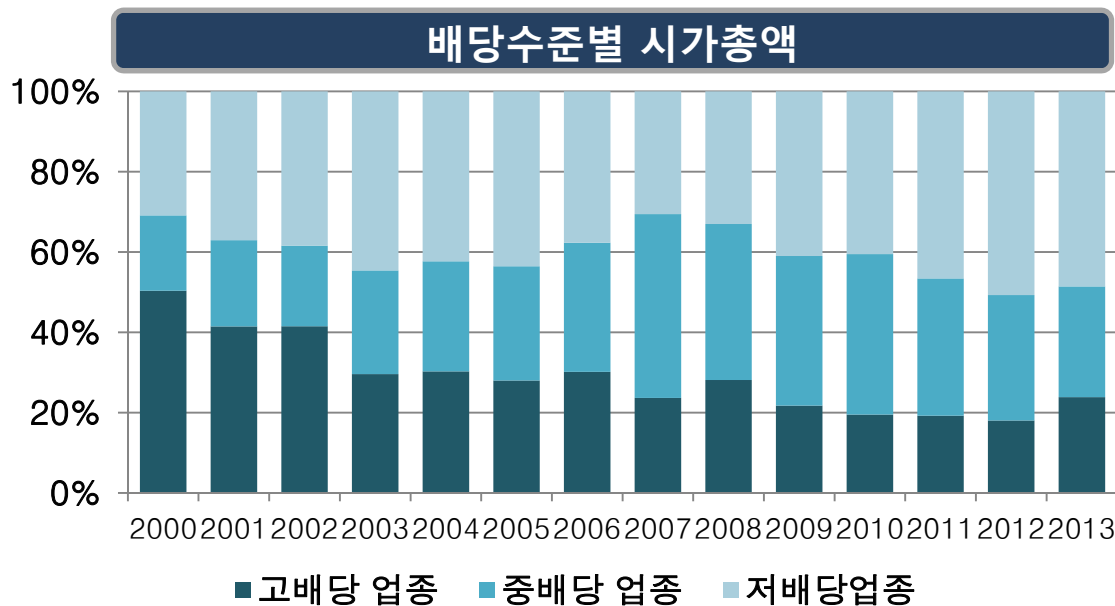
출처: 차병섭, 이영(2007)

주: 2012년, 최대주주 기업 비중

- ❖ 한국은 배당소득에 대해서는 과세하는 반면 상장주식의 자본이득에 대해서는 면세가 적용됨
- ❖ 따라서 세율 측면에서 배당보다 자본이득을 더 선호함

# 국내 기업 배당정책 평가 8

## 산업구조



출처: FnGuide

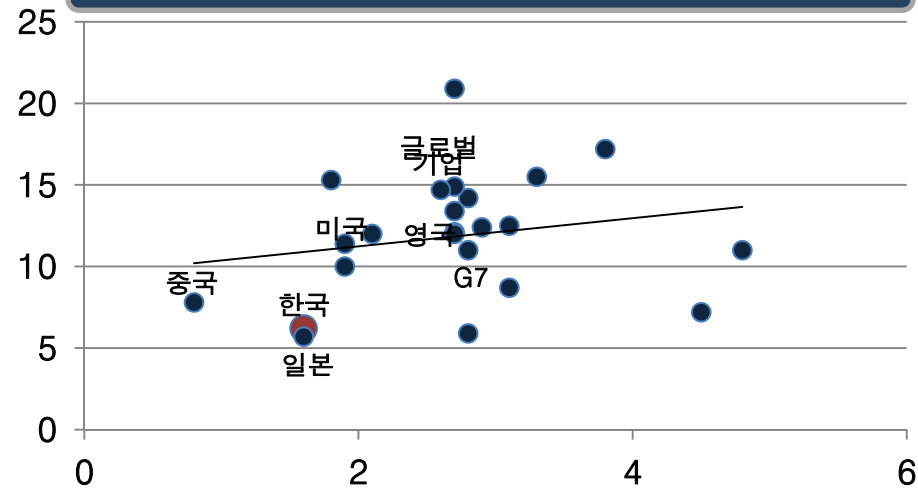
IT
경기소비재
필수소비재
의료
산업재
소재
에너지
금융
유틸리티
통신서비스

- ❖ 지난 2000년 이후 국내 유가증권시장에서 배당성향과 배당수익률이 높은 금융, 유틸리티, 통신서비스의 비중은 지속적으로 감소한 반면, 낮은 배당성향을 보이는 IT, 경기소비재, 필수소비재의 비중은 증가하였음
- ❖ 산업구조가 시장 전반적인 배당수준을 낮추는 방향으로 변화하였음

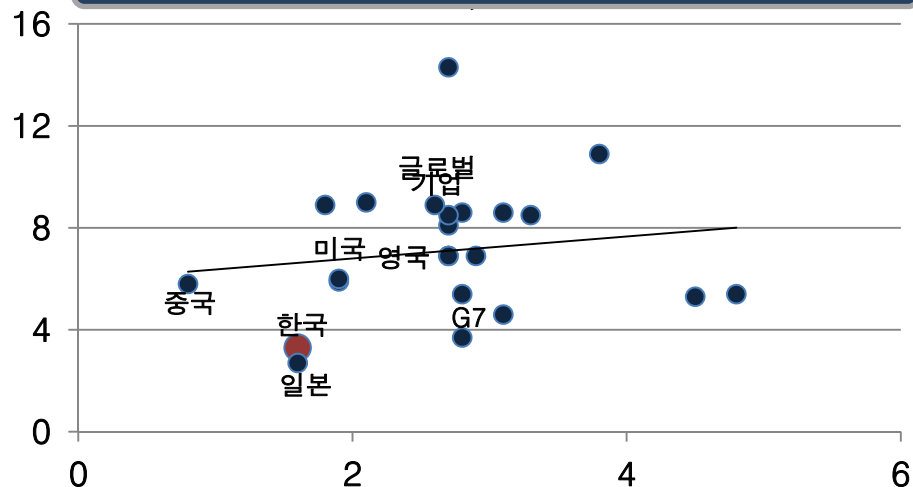


# 국내 기업 배당정책 평가 9 국제비교

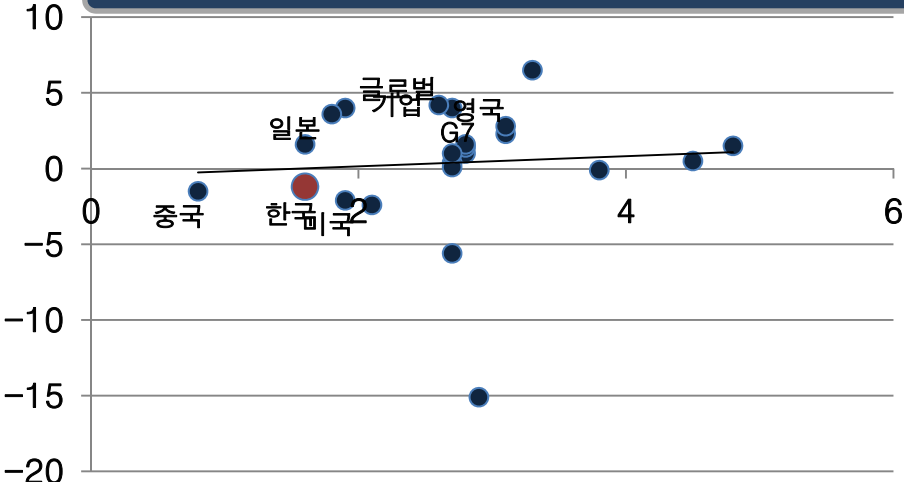
(배당수익률, 영업이익률)



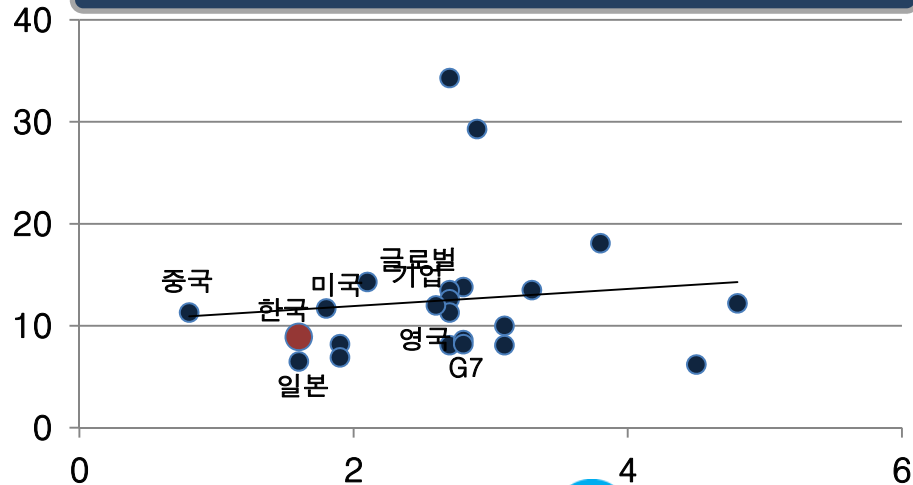
(배당수익률, 순이익률)



(배당수익률, 매출 대비 영업현금흐름)



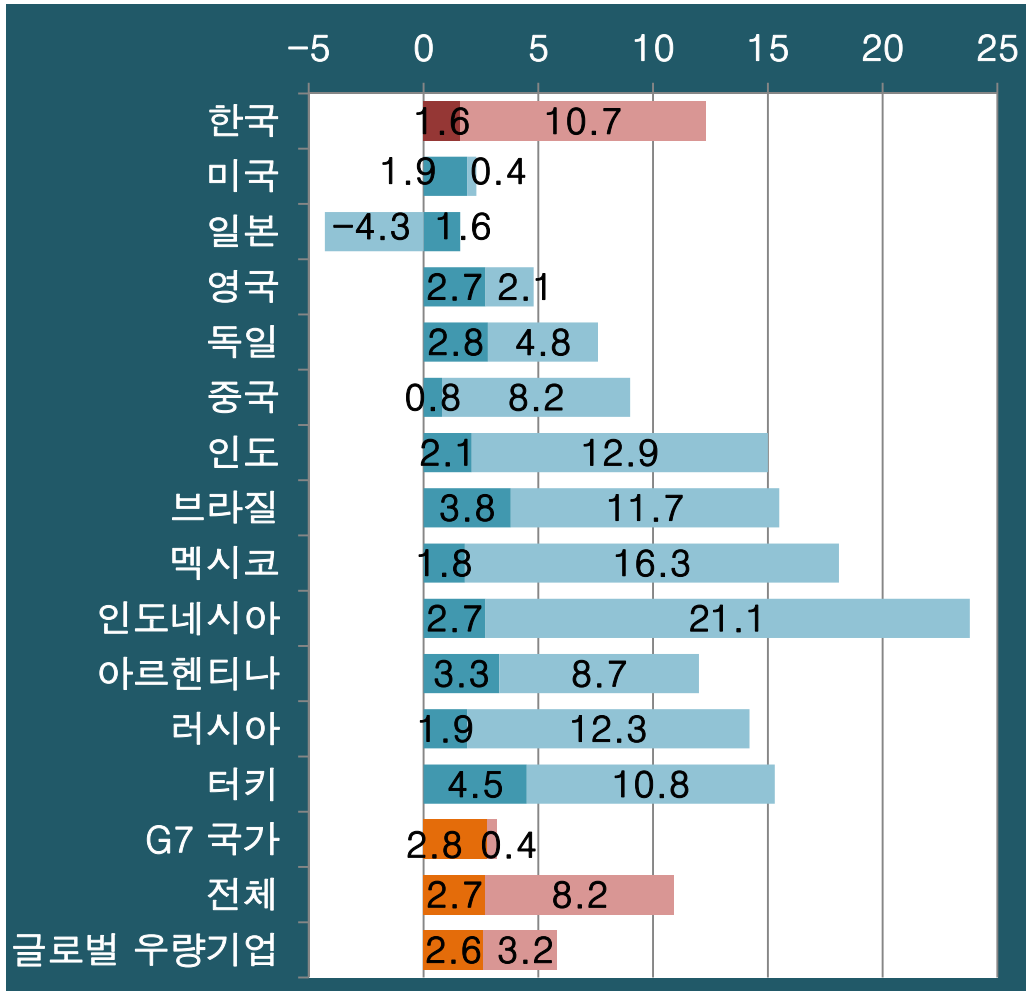
(배당수익률, 매출 대비 투자현금흐름)



출처: 이한득(2012) 재구성  
주: 2005~2011년 합계액

# 국내 기업 배당정책 평가 10 국제비교

주요국 배당수익률 및 주가상승률



❖ 주주는 배당수익 뿐만 아니라 주가 상승에 따른 자본이득을 얻음

❖ 과거에 한국은 배당수익률이 낮은 대신 주가상승률이 높아 주주의 총 이득은 평균보다 높음

— 2005년~2011년 배당수익률 1.6%와 주가상승률 10.7%를 합하면 선진국에 비하여 높은 12.3%로 주요국 전체 평균치인 10.9%보다도 높음

❖ 적극적으로 배당을 요구할 유인이 적었음

배당수익률    주가상승률

1 국내 상장기업 배당현황

2 국내 기업 배당정책 평가: 저배당 원인 분석

3 배당정책 주요 변화요인

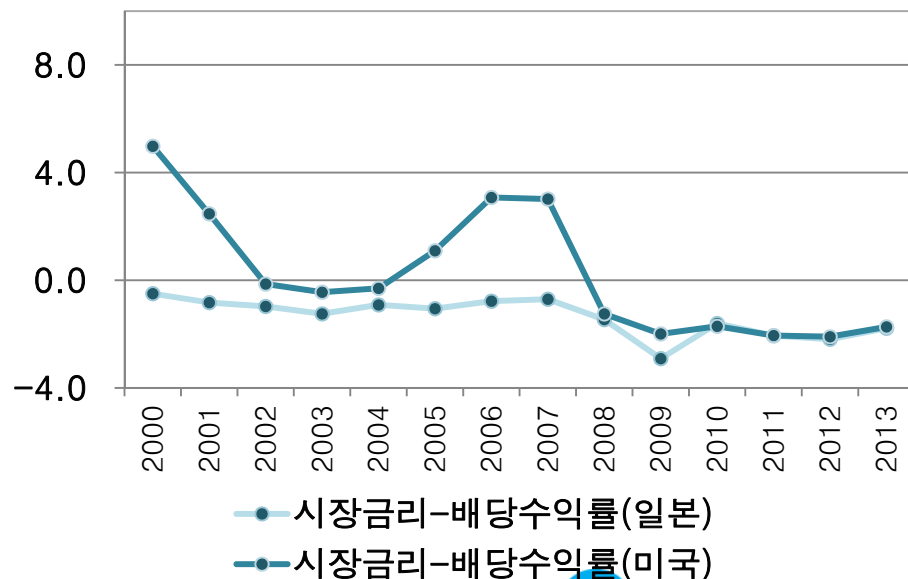
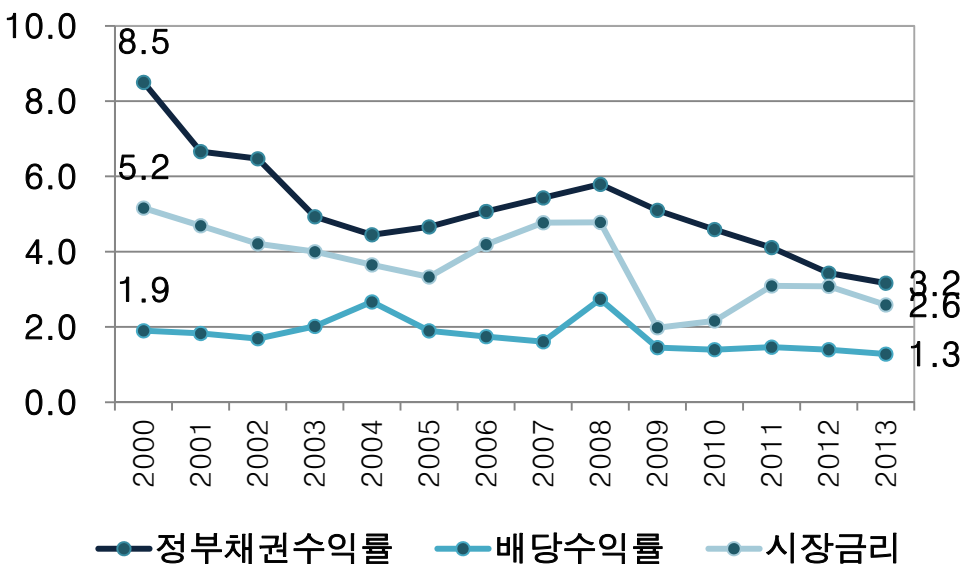
4 배당정책 변화 양상

5 배당제도 개선 방향

# 배당정책 주요 변화요인 1

## 저금리기조 지속

- ❖ 2000년대 초 뿐만 아니라 최근에도 배당수익률에 비하여 정부채권수익률이나 시장금리가 여전히 높음
- ❖ 배당수익률은 2000년 이후 큰 변화가 없는 반면 채권수익률이나 금리는 급격하게 하락하여 채권수익률과 배당간의 스프레드는 2000년 6.6%에서 2013년 1.9%로 감소함
- ❖ 배당에 대한 상대적인 투자 선호도가 증가함



# 배당정책 주요 변화요인 2

## 고령화 급속한 진전

- ❖ 한국은 2018년 고령사회에 진입한 이후 급속하게 고령화가 진행될 것으로 예상됨

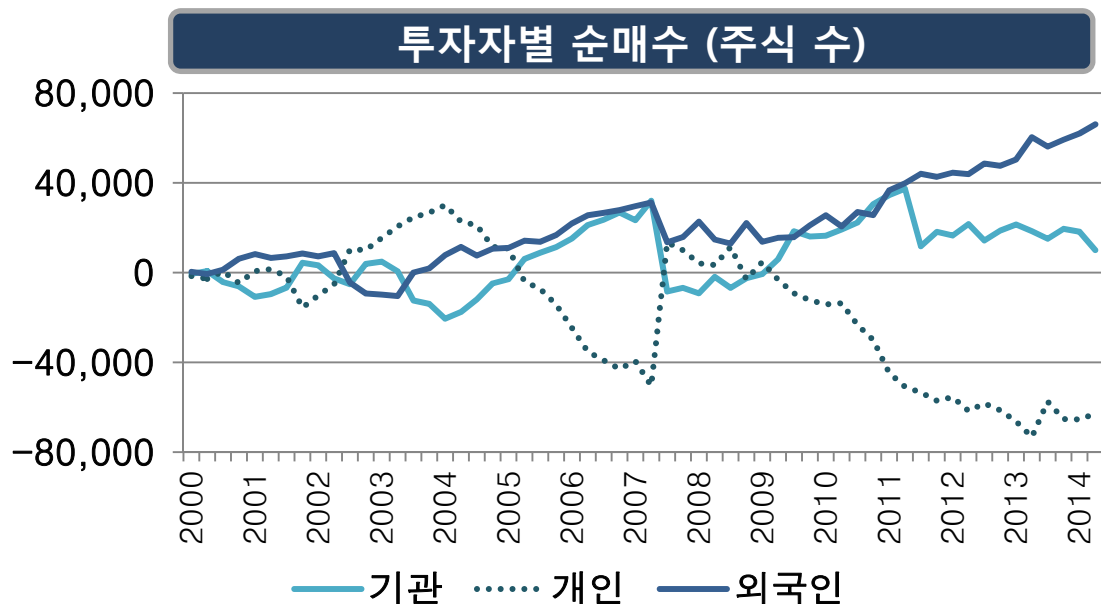
2010년	1~14세	16.1%
	15~64세	72.8%
	65세~	11.0%
2030년	1~14세	12.6%
	15~64세	63.1%
	65세~	24.3%
2060년	1~14세	10.2%
	15~64세	49.7%
	65세~	40.1%

출처: 통계청

- ❖ 고령화로 단기적인 투기목적보다는 안정적인 배당수익을 목적으로 하는 투자가 증가할 것임
- ❖ 또한 고령화에 따라 전반적인 성장성이 둔화될 것이기 때문에, 기업의 지속적인 투자를 통해 자본이득을 높이기 보다는 안정적인 배당수익을 얻는 것이 유리한 구조로 변화할 것임

# 배당정책 주요 변화요인 3

## 기관투자자 증가

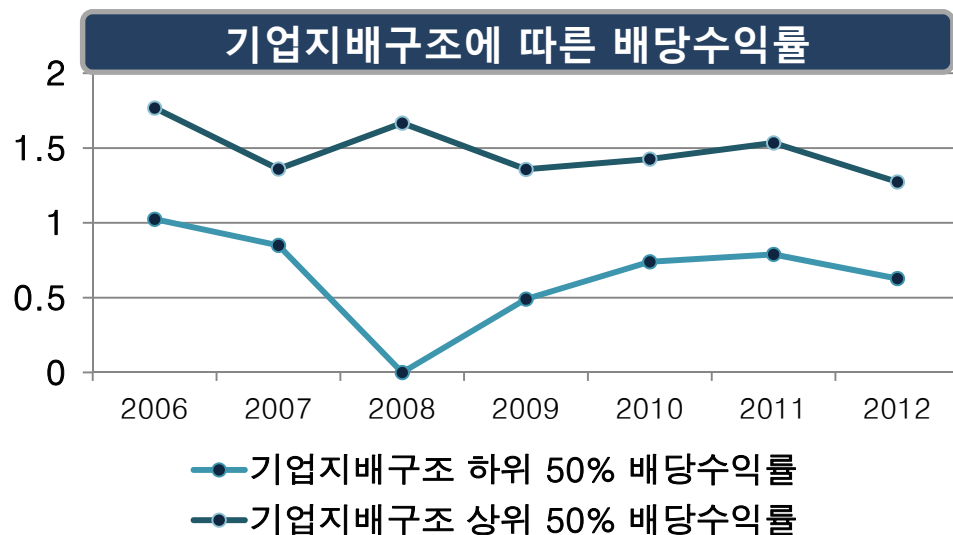
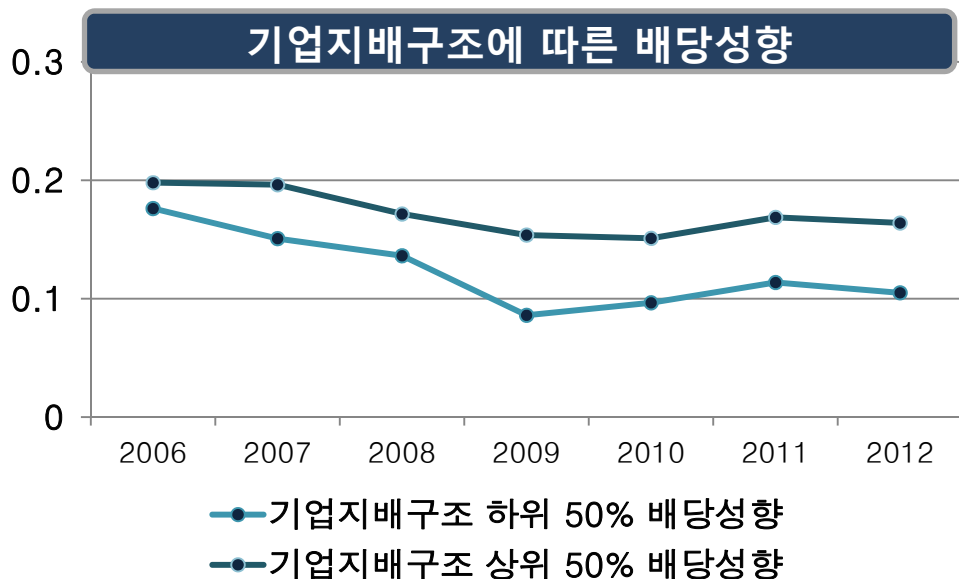


출처: Fnguide

- ❖ 2000년 이후 개인투자자는 전반적으로 순매도 경향을 보여왔으며 특히 2007년 말 이후 최근까지 매도세는 급격하게 진행되고 있음
- ❖ 투자수익률이 하락하여 실망한 개인들이 주식시장에서 이탈하거나 간접투자 형태로 전환하는 한편 보험 및 연기금 등 기관투자자가 확대되어 주식시장의 기관화가 진행되고 있음

# 배당정책 주요 변화요인 4

## 기업지배구조 개선요구 증가



출처: 기업지배구조원, FnGuide

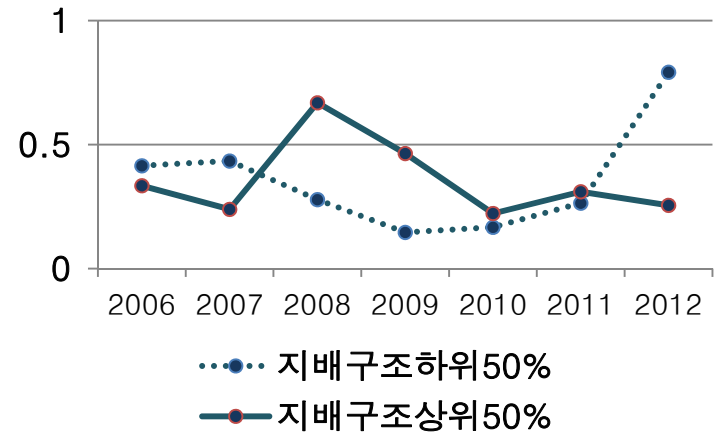
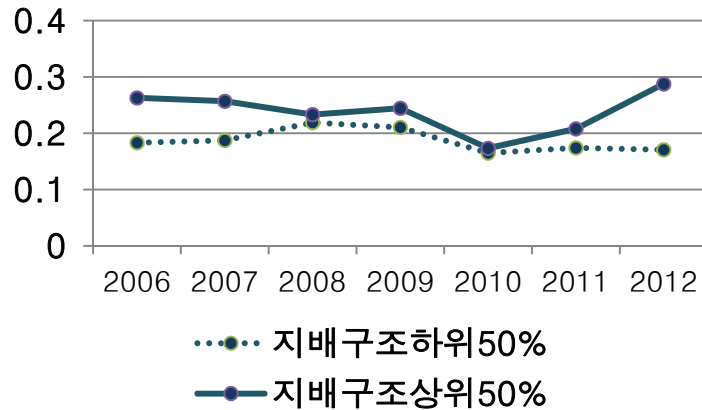
# 배당정책 주요 변화요인 4

## 기업지배구조 개선요구 증가: 기업규모별

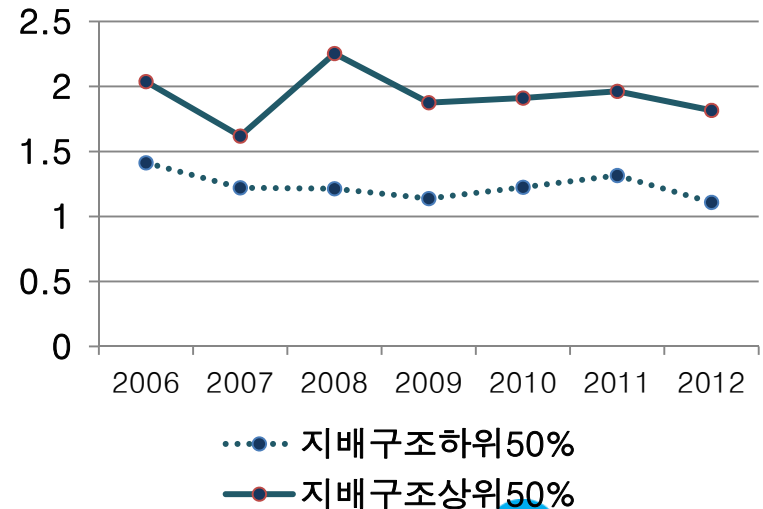
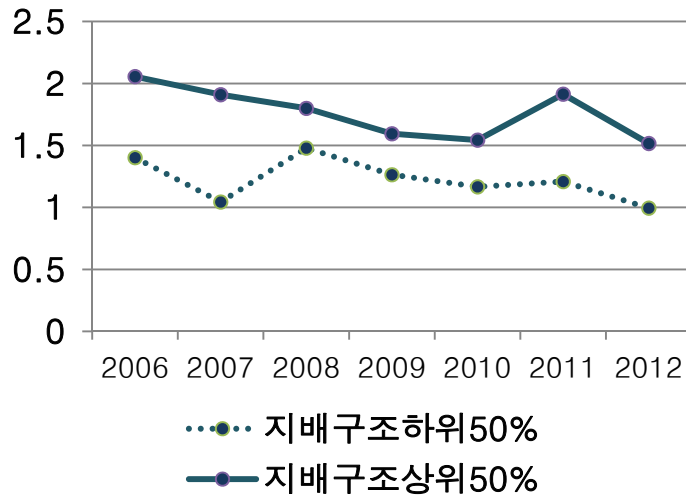
상위100대기업

그 외 기업

배당성향



배당수익률



출처: 기업지배구조원, FnGuide



1 국내 상장기업 배당현황

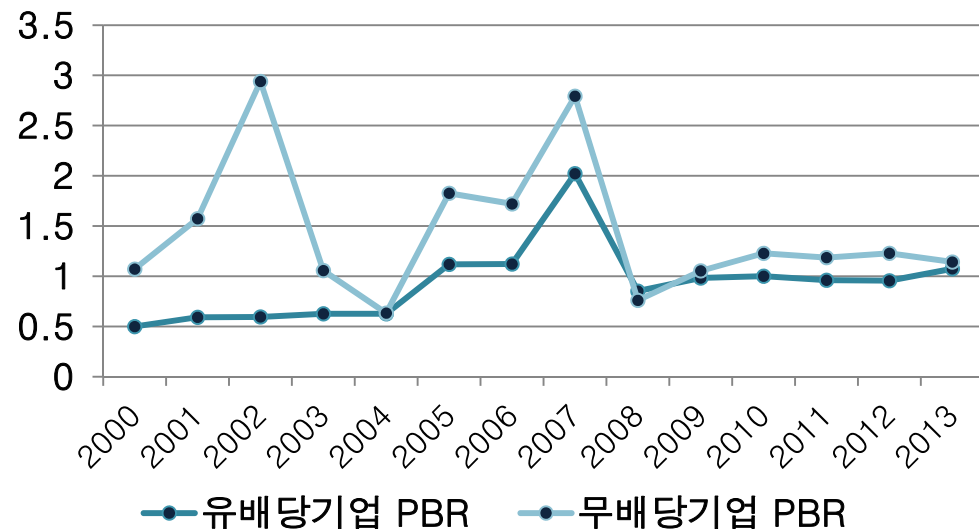
2 국내 기업 배당정책 평가: 저배당 원인 분석

3 배당정책 주요 변화요인

4 배당정책 변화 양상

5 배당제도 개선 방향

# 배당정책 변화 양상 1 배당프리미엄

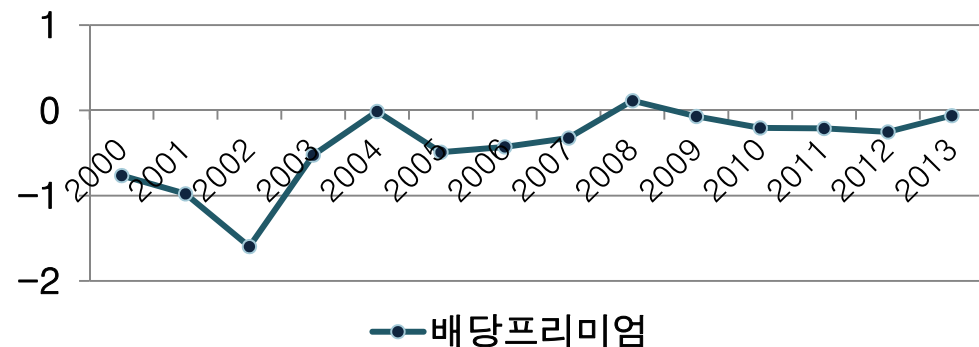


❖ 2000년 이후 시장 전반적으로 배당프리미엄이 거의 존재하지 않음

- 배당프리미엄은 무배당기업의 PBR를 기준으로 유배당기업의 PBR이 얼마나 높은지를 기준으로 계산함  
(Baker and Wurgler(2004))

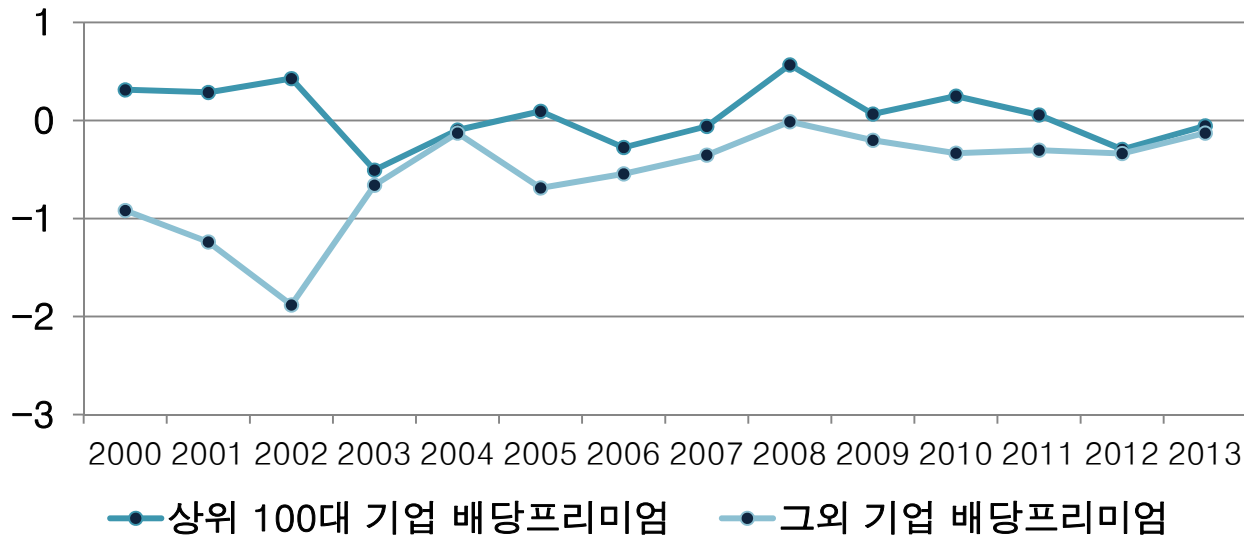
❖ 그러나 무배당기업 대비 유배당기업 가치에 대한 상대적 평가가 상당히 높아져, 2010년 이후 배당프리미엄은 0에 가까워짐

- 성장성에 대한 기대로 무배당기업에 대한 가치평가가 월등히 높았던 2000년대 초중반에 비하여 2010년 이후 유배당 기업의 상대가치가 높아짐



# 배당정책 변화 양상 1

## 배당 프리미엄: 기업규모별

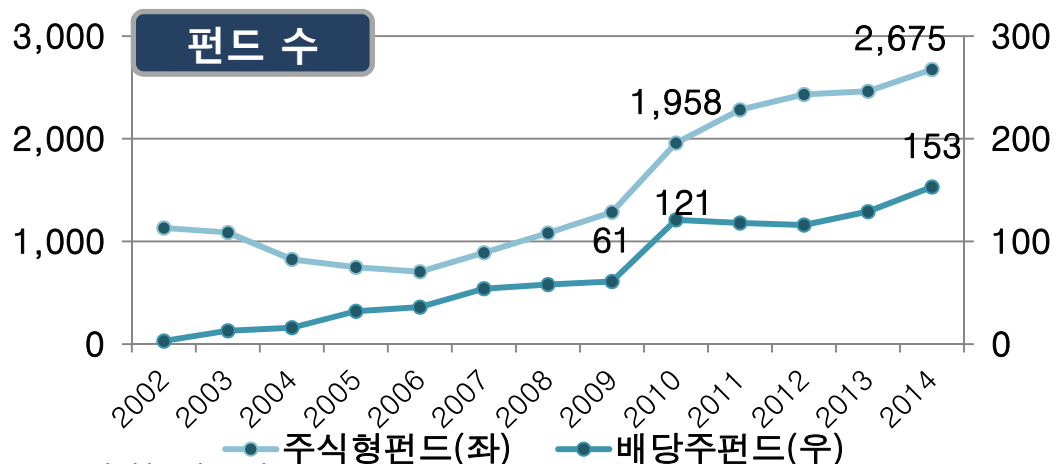
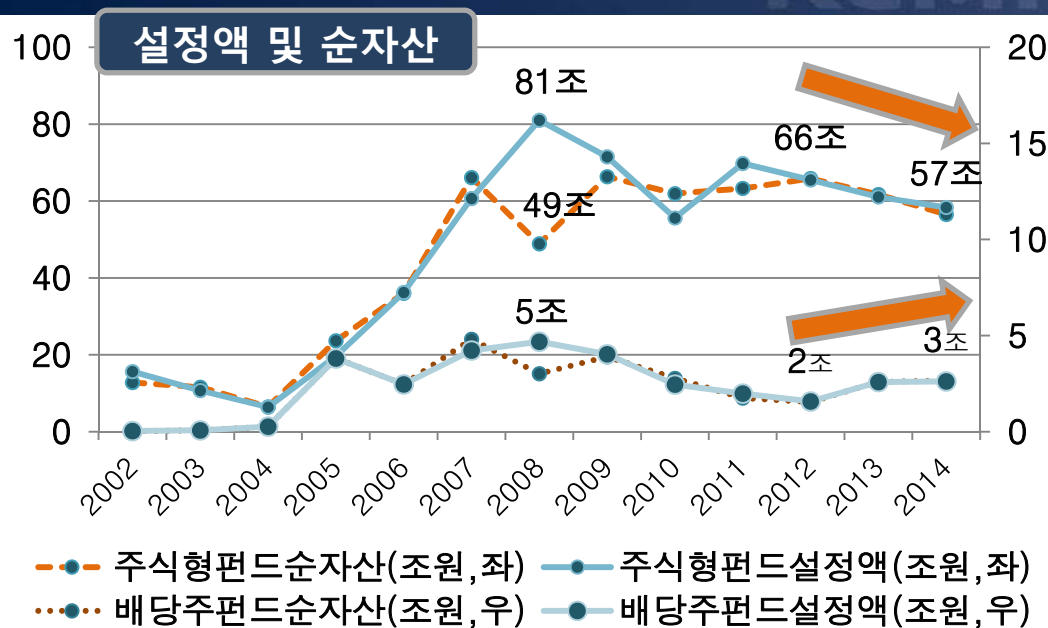


- ❖ 유가증권시장 시가총액의 87%를 차지하는 상위 100대 기업에 대한 배당 프리미엄은 2000년 이후 큰 차이를 보이지 않음
- ❖ 반면 소규모 기업에 대한 상대적 배당 선호가 2000년 초반에 비하여 증가하였음

# 배당정책 변화 양상 2

## 배당주펀드: 규모

- ❖ 배당주펀드는 2002년 초부터 운용되기 시작하여 2008년 5조원에 달할 정도로 큰 성장을 보였으나 이후 성장이 정체됨
  - 2012년에는 2조원까지 감소함
- ❖ 최근 배당주펀드에 대한 관심이 증가하여 2014년 4월말 설정액 및 순자산은 3조원까지 증가하고, 펀드 수는 153개임
  - 주식형펀드 규모가 감소하고 있는 중에도 배당주펀드규모는 증가함
- ❖ 안정적 투자처에 대한 수요증가와 함께 배당주 펀드에 대한 관심이 지속적으로 증가할 것으로 예상됨



출처: 제로인

주: 주식형펀드는 배당주펀드를 제외한 값

2014년 수치는 2014년 4월 말 기준



자본시장연구원  
Korea Capital Market Institute

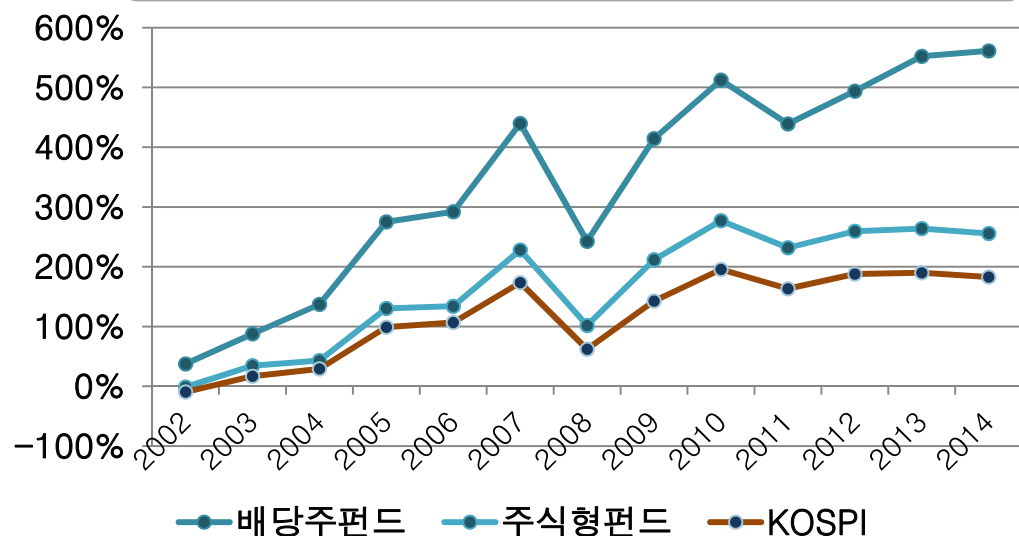
# 배당정책 변화 양상 2

## 배당주펀드: 수익률

### ❖ 배당주펀드는 수익률 측면에서도 투자자들의 관심이 집중되고 있음

- 주식형펀드나 KOSPI에 비하여 초과 수익을 올리고 있음
- 배당주펀드 수가 급격히 증가하기 시작한 2010년 이후에도 배당주펀드 수익률은 KOSPI에 비하여 3.85% 높음

펀드 및 주요지수 초과 누적 수익률



KOSPI 지수 초과 누적수익률

	배당주펀드 -KOSPI	주식형펀드 -KOSPI
2002년~2009년	111.37%	34.21%
2010년~2013년	3.85%	0.21%

1 국내 상장기업 배당현황

2 국내 기업 배당정책 평가: 저배당 원인 분석

3 배당정책 주요 변화요인

4 배당정책 변화 양상

5 배당제도 개선 방향

# 배당제도 개선 방향 1

- ❖ 지난 2000년 이후 유가증권시장에서 배당총액 및 배당지급 기업은 늘어난 반면 배당성향과 배당수익률은 감소하였음
- ❖ 배당수준이 지나치게 낮다는 의견이 존재하나 기업의 수익성, 성장성, 재무구조, 산업구조 등 다각적인 측면에서 고려해보았을 때 배당 지급여력이 충분했다고 보기 어려움
- ❖ 한편 향후 저금리 기조의 지속, 고령화의 급속한 진전, 기관투자자 비중 증가 등의 변화로 안정적인 투자처에 대한 수요가 증가할 것으로 예상됨
- ❖ 배당에 대한 선호 증가는 배당주펀드에 대한 관심 증가와 배당프리미엄 상승을 통해 간접적으로 확인 가능함
- ❖ 국내 상장기업의 배당제도는 배당수준을 높이는 것이 아니라 기업가치를 극대화할 수 있는 배당정책을 수립하는 것을 목적으로 해야 함
  - 배당활성화 방안은 시장참여자들의 배당선호를 반영하되 기업 개별의 특성을 고려하여 마련되어야 함

# 배당제도 개선 방향 2

## 배당주펀드 개선: 배당주 인덱스

❖ KODI는 배당실적이 우수한 기업을 포함시켜 안정적 수익을 보장하고 장기투자를 유도하기 위하여 만들어졌으나, 수익률이 낮아 실제 투자에 활용하기 어려움

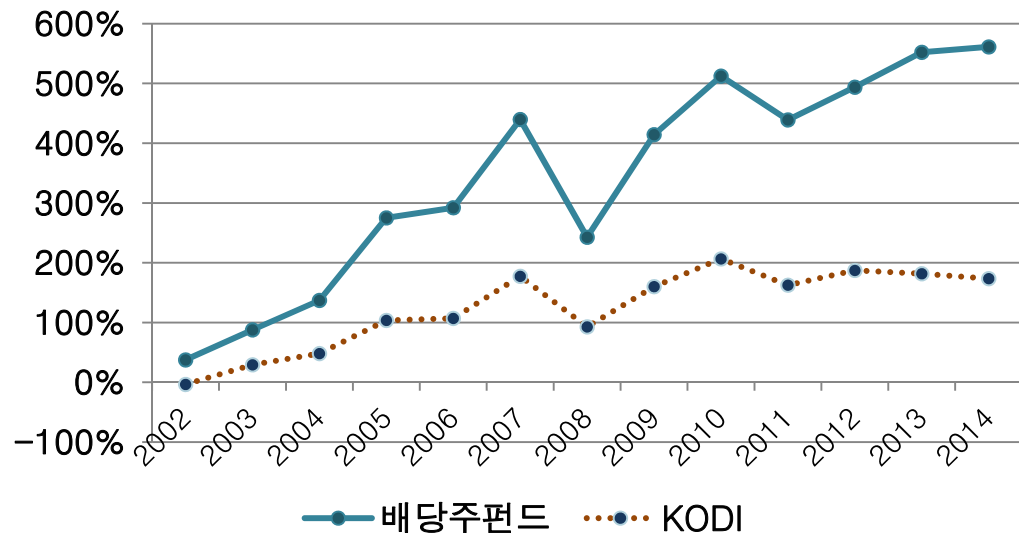
- 2010년~2013년 누적수익률이 KOSPI에 비하여 -0.45% 낮으며 배당주펀드에 비해서는 4.30% 낮음

❖ 배당주에 대한 수요와 관심이 높아지고 있어 배당주를 대표할 수 있도록 배당주지수 개선이 필요함

- 지수에 편입되는 종목, 즉 고배당주에 대한 정의가 필요

❖ 신뢰도 높은 배당지수 개발로 인덱스펀드나 ETF 개발 가능

펀드 및 주요지수 초과 누적수익률



KOSPI 지수 초과 누적수익률

	배당주펀드 -KODI	KODI -KOSPI
2002년~2009년	121.14%	-9.77%
2010년~2013년	4.30%	-0.45%



# 배당제도 개선 방향 2

## 배당주펀드 개선: 배당소득세 감세

- ❖ 고배당주에 투자하는 배당주펀드에 세제혜택을 부여하여 일반투자자들의 배당 관련 상품 투자를 활성화함

### (방안 1) 장기배당주펀드 배당소득세 감세

- 장기배당주펀드에 대해 15.4%의 배당소득세 감세

### (방안 2) 배당주펀드 분리과세

- 연간 금융소득이 2천 만원을 초과하는 경우 금융소득종합과세제도에 따라 종합소득에 합산하여 누진세율을 적용 받아야 하나 배당주펀드에 한해 분리과세
- 단, 비금융소득종합과세 대상자에게는 배당소득세 감세 또는 비과세

- ❖ 배당주펀드에 대한 배당소득 감세는 자본이득에 대해서는 면세하고 배당소득에 대해서는 과세하는 현재의 불균형적인 구조를 일부 완화하는 효과를 가져올 것으로 예상됨

# 배당제도 개선 방향 3

## 주주 의결권 행사 강화

- ❖ 기업이 적극적인 주주환원정책을 펴게 하기 위해서는 주주가 적극적으로 배당 정책에 권리를 행사해야 함
  - 사적 이익을 추구하거나 과잉투자로 기업자원이 남용되는 것을 막기 위해서는 주주의 적극적인 의결권 행사가 필요함

### (방안 1) 기관투자자의 배당관련 의사결정에 도움이 될 전문 자문기관 도입

- 일반투자자들의 이익을 대변하는 기관투자자들이 기업의 의사결정에 적극적인 참여가 필요함
- 그러나 주주총회가 특정기간에 집중되어 의결권행사에 따른 업무부담이 크고, 투자 대상 기업과 이해관계에 놓인 경우가 많다는 제약이 존재함
- 의결권 자문기관 활성화를 통해 배당관련 주요정보를 제공하여 기관투자자들이 합리적인 의사결정을 할 수 있도록 함

# 배당제도 개선 방향 3

## 주주 의결권 행사 강화

### (방안 2) 기관투자자 의결권행사에 대한 세부지침 공시 강화

- 기관투자자가 기업의 배당정책에 대하여 적극적으로 의견을 개진하여 기업의 이익이 비효율적으로 활용되지 않도록 해야 함
- 그러나 현재 대부분의 기관투자자들이 의결권 행사에 소극적임
- 2013년 5월 개정된 자본시장법의 “의결권의 구체적인 행사내용 및 사유 공시” 의무에 대해 감독 및 제재를 강화할 필요

### (방안 3) 회사 배당결정과정 독립성 강화

- 현행 상법은 기업이 정관을 개정하여 재무제표 등의 승인권을 정기총회가 아닌 이사회가 결정할 수 있음(상법 제449조의2제1항)
- 배당과 같은 중요한 사항 결정 과정에서 주주가 배제되고 이사회가 단독으로 처리하게 될 우려가 존재함
- 주주가 의사결정 과정에 적극적으로 참여하고 배당이 주주의 의견을 수렴하여 독립적으로 결정될 수 있도록 제도적 보완이 필요함
- 2014년 4월, 재무제표 승인권을 주주의 이견이나 다른 제안이 없을 때만 가능하도록 제한하는 상법 개정안이 발의된 상태임

감사합니다