

우리 기업들 배당 어떻게 하고 있나

상장기업의 배당금 규모는 크게 증가하였으나 배당성향이나 배당수익률은 상승하지 못하고 있다. 저금리가 지속되면서 배당투자의 메리트가 높아지고 있고 투자자들의 배당확대 요구도 강해지고 있으나 실적 개선 없이 이익 중에서 배당지급 비중을 높이는 것이 반드시 주가 상승으로 연결되지는 못하는 것으로 분석되었다.

글 이한득 hdlee@mail.lgeri.co.kr

기업의 배당에 대한 관심이 높아지고 있다. 주주들은 안정적인 수입을 얻기 위해 기업에게 더 많은 배당을 요구한다. 정부는 장기적인 배당투자를 정착시키고 주식시장의 안정적인 수요기반을 확충하기 위해 배당확대를 유도하고 있다. 그러나 배당을 과도하게 지급할 경우 자금부족에 빠질 위험이 있기 때문에 투자자의 배당확대 요구를 무조건 받아들이기가 어려운 것이 기업의 입장이다. 상장기업을 중심으로 배당성향과 배당을 늘릴 경우 주가가 상승할 수 있는지를 살펴보았다.

배당금은 증가, 배당성향은 하락

배당증가에 대한 투자자의 관심과 요구가 높아지면서 기업들도 배당금 지급을 점차 크게 늘리고 있다. 470개 12월 결산 비금융 상장기업의 2002년 배당금 총액은 4.4조원에 이르렀다. 이러한 배당금 총액은 2001년의 2.9조원에 비해 50%가 증가한 금액이며, 배당금을 많이 지급하였던 2000년의 3.1조원에 비해서도 1.3조원이 증가한 규모이다. 기업들의 배당금이 크게 증

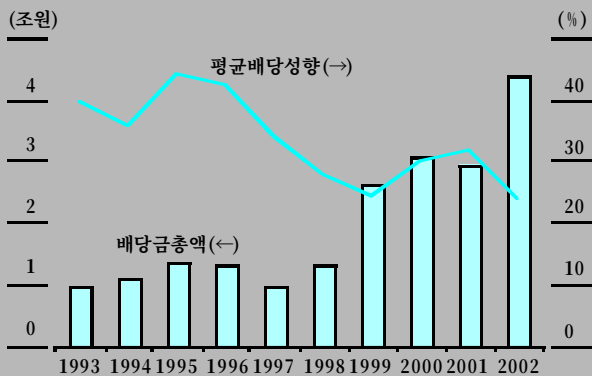
가한 것은 실적개선으로 이익이 늘어나면서 배당여력이 증가하였고 주주 중시경영이 정착되면서 배당증가에 대한 투자자의 요구에 기업들이 부응한 결과로 판단된다.

그러나 당기순이익 중에서 배당금으로 지급하는 비중(배당성향=배당금/당기순이익)은 낮아졌다. 2002년 분석기업의 평균 배당성향은 23.9%를 기록하여 2001년에 비해 7.8%p 낮아졌다. 배당금이 크게 증가했음에도 불구하고 배당성향이 낮아진 것은 당기순이익 증가에 비해서 배당금 증가가 상대적으로 작았기 때문이다. 실제로 분석대상 기업의 2002년도 당기순이익은 22.7조원으로 2001년의 4.8조원에 비해 18.0조원이나 증가한데 비해 배당금 증가는 1.5조원에 그쳤다.

또한 배당성향도 추세적으로 낮아지는 모습을 보이고 있다. 외환위기 이전인 1993~1997년 동안 연평균 39.3%를 기록했던 배당성향은 1998~2002년 동안에는 27.5%로 11.8%p 하락했다. 외환위기 이후 재무구조 개선이 현안과제로 등장하고 경

배당금 규모는 크게 증가했으나 배당성향은 추세적으로 낮아지는 모습을 보이고 있으며 배당수익률은 제자리 수준에 머물고 있다.

<그림 1> 분석대상 기업의 배당금 총액과 배당성향 추이



주 : 1. 1993 ~ 2002년 동안 회계정보 입수가 가능한 470개 12월 결산 비금융 상장기업 대상
2. 배당성향은 당기순이익 적자 기업의 배당금 지급은 제외하고 계산
3. 배당성향 = 현금배당금/당기순이익
자료 : 한국신용정보 Kis-Line의 재무정보를 이용하여 계산

영환경의 불확실성이 증가하면서 기업들이 재무구조를 개선하고 미래의 불확실성에 대비하기 위하여 늘어남 이익 중에서 내부에 유보하는 비중을 늘린 것이 배당성향 하락의 원인으로 보인다.

영업현금흐름 대비 배당금 비중은 증가 기업의 배당성향은 당기순이익 중에서 배당금을 얼마나 지급하였는가를 측정하는 지표이다. 그런데 당기순이익에는 유가증권평가이익이나 외환평가이익 등과 같이 현금유입이 수반되지 않는 미실현이익이 포함되어 있다. 이러한 미실현이익까지 포함한 당기순이익을 배당재원의 기준으로 사용할 경우에는 실제 현금유입 가능성이 매우 불확실한 미실현이익까지 포함

금흐름과 배당금을 비교해 보면 상장 기업들은 영업현금흐름의 범위 내에서는 지속적으로 배당금을 늘린 것으로 나타났다. 영업현금흐름 대비 배당금의 비율은 외환위기 이전 6%대에서 외환위기 기간인 1998년에는 3.5%까지 하락하기도 했으나 이후 다시 상승하여 2002년에는 8.5%로 높아졌다. 따라서 당기순이익을 기준으로 한 배당성향은 하락하고 있지만 상장기업들은 영업현금흐름

하여 배당을 지급할 위험이 있다. 따라서 기업이 배당을 지급할 경우에는 당기순이익을 기준으로 한 배당가능이익뿐만 아니라 실제 영업활동에서 발생하는 현금흐름의 규모를 고려할 필요가 있다.

분석대상 상장기업의 영업현

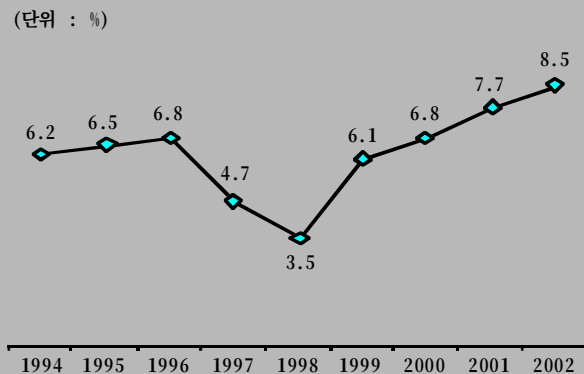
을 기준으로 한 실질적인 배당여력의 범위 내에서는 배당금 지급 비중을 꾸준히 늘려 왔음을 알 수 있다.

배당수익률 OECD 국가 중 14위

배당금 증가에도 불구하고 국내 상장기업의 배당수익률(배당/시가총액)은 다른 국가에 비해 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 2003년 5월 8일 현재 한국의 배당수익률은 2.4%를 기록하여 대만(2.2%), 미국(1.7%), 일본(1.1%) 등에 비해서는 높았다. 그러나 홍콩(3.9%), 싱가포르(2.8%) 등 동남아 국가뿐만 아니라 영국(3.9%), 프랑스(3.6%), 독일(2.8%) 등 주요 선진국에 비해서도 낮았다. 배당수익률은 OECD 국가 중에서 14위를 기록하였다.

한국의 배당성향도 다른 국가에 비해서 낮은 것으로 나타나고 있다. 한

<그림 2> 영업현금흐름 대비 배당금 비중 추이



주 : 1. 현금흐름표의 영업활동으로 인한 현금흐름 대비 배당금의 비중
2. 1993 ~ 2002년 동안 회계정보 입수가 가능한 470개 12월 결산 비금융 상장기업 대상

안정적인 수익인 배당수익이 낮은 것은 주식시장에서 장기적인 투자관행이 정착되지 못하고 시세차익을 노린 단기투자가 성행하는 한가지 원인을 제공하고 있다.

국의 배당성향은 25.4%를 기록하여 매우 낮은 수준을 보였다. 한국의 배당성향은 세계 각국 중에서 거의 최하위권에 머물고 있었다. 안정적인 수익인 배당수익이 낮은 것은 주식시장에서 장기적인 투자관행이 정착되지 못하고 시세차익을 노린 단기투자가 성행하는 한가지 원인을 제공하고 있다고 볼 수 있다.

배당투자 메리트 증가

낮은 배당수익률과 배당성향에도 불구하고 배당금이 증가하면서 배당투자자의 메리트는 지속적으로 증가하고 있다. 국내 상장기업의 배당수익률은 올해 들어서도 1/4분기 동안 1.9%를 기록하는 등 1990년대 이후 1%대 수준에서 벗어나지 못하고 있다. 그러나 배당수익률의 절대적인 수준이 1%대에 머물러 있다고 해서 배당투자자의 메리트가 여전히 낮은 것은 아니다.

금융자산의 상대적인 투자 메리트를 비교하기 위해서는 주주들이 주식 이외의 다른 자산에 투자하여 얻을 수 있는 수익률인 시중금리 수준과 비교하여야 한다. 시중금리는 하락세를 보인 반면 배당수익률은 제자리에 머물면서 국채수익률과 배당수익률과의 격차가 지속적으로 축소되었다. 1998년까지 10%p 이상이었던 국채수익률과 배당수익률과의 격차는 2001년 3.5%p, 2002년에는 4.3%p로 줄어들었고, 올해 1/4분기에는 2.9%p까지 줄

어 들었다.

이와 같이 배당수익률은 제자리에 머물고 있지만 전반적인 시중금리 수준이 하락하면서 배당수익의 상대적인 메리트가 증가하고 있는 것이다. 향후 배당금 증가 추세가 계속되고 저금리 기조가 지속될 경우 안정적인 수익을 원하는 투자자들의 배당투자에 대한 수요는 더욱 증가할 가능성이 있을 것으로 보인다.

만성적인

자금부족으로
사내유보 선호

국내기업들의 배당성향이 낮았던 것은 만성적인 자금부족을 이유로 꼽을 수 있을 것이다. 과거에 우리경제가 높은 성장세를 지속하는 과정에서 기업들의 왕성한 투자활동에 필요한 자금수요가 많았다. 그러나

외부에서 자금을 조달할 경우 자금조달 비용이 소요되고 적기에 자금을 조달하지 못할 가능성이 있기 때문에 이

<표 1> 주요국의 배당수익률, 주가수익비율(PER)과 배당성향

	국가	배당수익률	PER	배당성향
OECD 국가	뉴질랜드	4.04	25.3	102.2
	벨기에	3.96	9.6	38.0
	그리스	3.94	12.0	47.3
	네덜란드	3.92	12.8	50.2
	영국	3.88	15.5	60.1
	호주	3.76	19.2	72.2
	이탈리아	3.74	15.3	57.2
	핀란드	3.70	14.3	52.9
	프랑스	3.63	13.8	50.1
	포르투갈	3.40	11.3	38.4
	아일랜드	3.14	10.8	33.9
	스웨덴	3.08	18.8	57.9
	독일	2.84	11.1	31.5
	한국	2.40	10.6	25.4
	폴란드	2.36	25.2	59.5
	스페인	2.26	13.7	31.0
	체코	2.19	13.9	30.4
	캐나다	2.18	18.2	39.7
	터키	2.14	12.6	27.0
	룩셈부르크	2.10	4.6	9.7
주요 아시아 국가	멕시코	2.08	15.5	32.2
	스위스	1.98	20.1	39.8
	덴마크	1.97	18.2	35.9
	헝가리	1.94	12.3	23.9
	오스트리아	1.78	15.9	28.3
	미국	1.71	22.0	37.6
	일본	1.12	32.9	36.8
	홍콩	3.92	13.2	51.7
	중국	3.87	8.8	34.1
	태국	3.33	11.1	37.0
	인도네시아	2.99	10.2	30.5
	말레이시아	2.95	12.4	36.6
	싱가포르	2.84	13.3	37.8
	대만	2.15	17.9	38.5

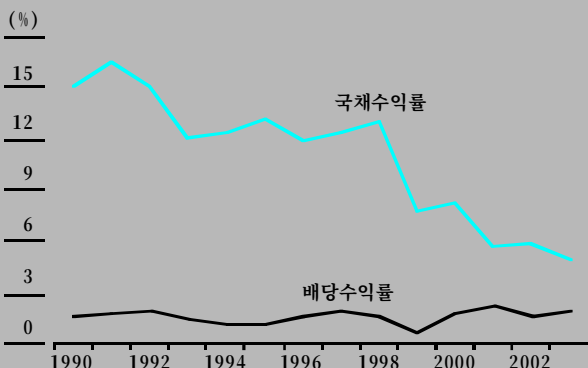
주 : 1. 배당성향은 배당수익률*주가수익비율(PER)로 추정된 수치

2. 수치는 2003년 5월 8일 기준

자료 : Financial Times 2003년 5월 9일자

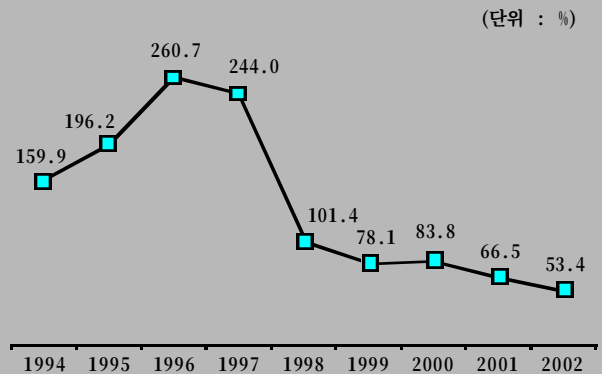
배당수익률은 제자리에 머물고 있지만 전반적인 시중금리 수준이 하락하면서 배당수익의 상대적인 메리트가 증가하고 있다.

〈그림 3〉 배당수익률과 국채수익률 추이



주 : 국채수익률은 1994년까지는 국민주택채권1종, 1995년 이후는 국고채수익률
자료 : 증권거래소, 한국은행

〈그림 4〉 영업현금흐름 대비 투자현금흐름의 비율 추이



주 : 1. 현금흐름표의 영업활동으로 인한 현금흐름 대비 투자활동으로 인한 현금흐름 비율
2. 1993~2002년 동안 회계정보 입수가 가능한 470개 12월 결산 비금융 상장기업 대상

익을 주주에게 배당으로 지급하는 것보다 사내에 유보하여 재투자 자금으로 활용하는 것이 기업의 입장에서는 투자 및 자금조달 측면에서 유리하였던 것이다.

실제로 국내 상장기업은 외환위기 이전에는 영업활동에서 조달된 현금흐름 이상을 투자활동에 사용하였다. 1994~1998년 동안 상장기업의 영업현금 대비 투자활동에 소요된 현금흐름 비중은 연평균 192.4%에 달했다. 이는 영업활동에서 조달된 현금흐름의 2배 정도를 투자활동에 사용하였다는 것을 의미한다.

따라서 기업들은 투자활동을 계속하기 위해 부족한 자금을 외부에서 차입하면서 재무구조는 악화되었다. 이와 같이 투자활동에 사용될 자금이 부족한 상황에서 기업들은 이익을 배당금으로 지급하는 것보다 사내유보

를 선호하였던 것으로 판단된다.

배당성향 높다고 투자자산수익률 높지 않아

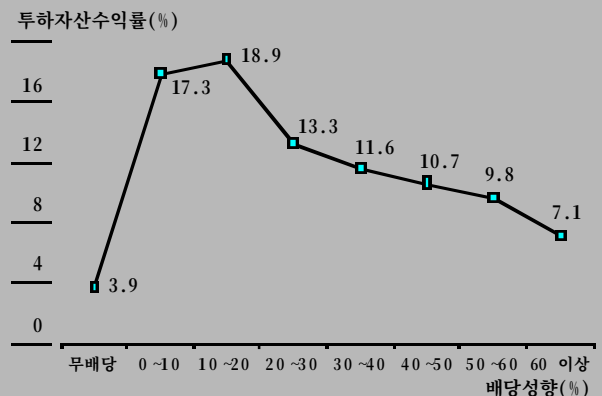
기업들이 투자계획이나 자금사정을 고려하지 않고 무턱대고 배당금 지급

을 늘리는 것이 진정한 주주중시 경영은 아니다. 주주들이 요구하는 수익률 이상을 얻을 수 있는 좋은 사업기회가 있을 경우 기업은 이익을 재투자 재원으로 사용하여 높은 이익을 달성하는 것이 진정으로 주주가치창조경

영을 실천하는 것이라 할 수 있을 것이다. 따라서 성장성과 수익성이 높은 기업은 이익을 배당으로 지급하는 것보다 투자재원으로 활용하는 것이 주주에게 유리할 수 있다.

상장기업의 배당성향별 투자자산

〈그림 5〉 배당성향별 투자자산수익률



주 : 1. 투자자산수익률 = 영업이익/(매출채권+매입채무+재고자산+투자자산+유형자산)×100
2. 1993~2002년 동안 회계정보 입수가 가능한 470개 12월 결산 비금융 상장기업 대상

성장성과 수익성이 높은 기업은 이익을 배당으로 지급하는 것보다 투자재원으로 활용하는 것이 주주에게 유리할 수 있다.

수익률을 살펴보면 배당성향이 10~20%인 기업들이 18.9%를 기록해 다른 배당성향을 보인 기업들에 비해 가장 높았다. 배당성향이 0~10%인 기업들의 투자자산수익률은 17.8%로 두 번째로 높았다. 반면에 배당성향이 20% 이상인 기업들은 배당성향이 높은 기업일수록 투자자산수익률이 낮아지는 경향을 나타냈다(그림 5 참조). 이러한 결과는 높은 수익을 올릴 수 있는 기업들은 벌어들인 이익을 배당으로 지급하기보다는 투자재원으로 사용하기 위하여 내부에 유보하는 비중이 높았음을 시사하는 것으로 해석된다.

일정수준의 배당금 유지

<그림 4>에서 알 수 있는 바와 같이 외환위기 이후에는 기업들의 투자활동이 위축되면서 영업현금흐름보다 투자활동에 소요되는 현금흐름이 작아졌다. 예를 들면 2002년의 경우 영업현금흐름 대비 투자현금흐름의 비중이 53.4%에 불과하여 영업활동에서 벌어들인 현금흐름의 절반 정도 만을 투자활동에 사용한 것으로 나타났다.

그런데 이와 같이 많은 초과 현금흐름이 발생하였음에도 불구하고 기업들이 배당성향을 크게 높이지 않은 이유는 무엇일까? 이는 기업들이 실적 변화에 연동하여 배당금은 지급하기 보다는 실적에 관계없이 일정한 배당금 수준을 유지하려는 경향이 있기 때문으로 보인다. 실제로 상장기업의 주

당순이익과 주당배당금을 살펴보면 주당순이익은 커다란 변동을 보였으나 주당배당금은 상당히 안정적인 모습을 보였다. 일례로 2002년도 상장기업의 평균 주당순이익은 3,547원으로 2001년의 4배 정도에 이르렀으나 평균 주당배당금은 419원에서 532원으로 27% 증가하는데 그쳤다. 반면에 1997년 400원이었던 주당순이익이 1998년 -805원으로 감소했으나 주당배당금은 265원에서 281원으로 소폭 증가하였다.

이와 같이 이익변동에 비해서 배당금의 변동이 적은 것은 배당금이 기업의 재무상태를 투자자에게 전달하는 신호라고 경영자들이 생각하기 때문으로 보인다. 배당금의 감소가 기업의 재무상태가 악화되었다는 부정적인 신호로 해석되어 주가가 하락하고 자금조달에 어려워질 것을 우려하여

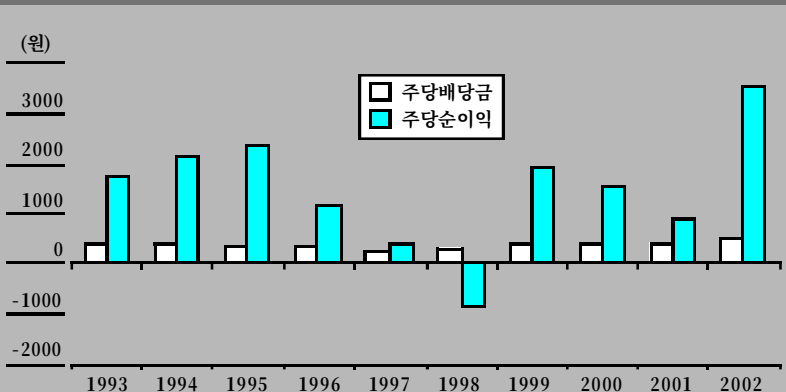
경영자들은 당기순이익의 변화에 관계없이 일정한 배당금 수준을 유지하려고 했던 것으로 보인다.

고배당 주가상승 보장 못해

최근 배당증가에 대한 투자자들의 요구가 증가하고 있다. 이것은 안정적인 수입인 배당금 지급을 늘리면 주가가 상승할 것이라는 기대감이 작용하고 있기 때문이다. 그러나 이론적으로 배당금 지급을 늘린다고 해서 주가가 상승할 이유는 없다. 배당금은 기업에 대한 주주 몫의 일부를 주주가 현금으로 배분 받는 것으로 주주의 전체 부에는 영향을 미치지 못하기 때문이다.

실제로 과거 배당성향이 높다고 해서 주가상승률이 높았던 것은 아니었던 것으로 분석되었다. 분석대상 상장기업 470개사 중에서 1993년 이전에 상장된 342개를 대상으로 배당성

<그림 6> 주당순이익과 주당배당금 추이



주 : 1. 액면가를 5000원으로 환산한 주당순이익과 주당배당금의 평균치

2. 1993~2002년 동안 회계정보 입수가 가능한 470개 12월 결산 비금융 상장기업 대상

배당성향이 높다고 해서 주가상승률이 반드시 높았던 것은 아니었던 것으로 분석되었다.

향과 주가상승률(종합주가지수 대비 초과수익률 기준)간의 관계를 살펴본 결과, 배당성향이 높다고 주가상승률이 반드시 높지는 못한 것으로 나타났다. 342개 기업 중에서 1993~2002년 동안 연평균 배당성향 상위 50위 기업의 배당성향은 63.1%로 전체 평균 23.1%에 비해서 3배 가까이 높았다. 그러나 연평균 시장초과 주식수익률은 2.6%로 전체평균에 비해 소폭 높은 데에 그쳤다. 자기자본이익률이나 투자자산수익률과 같은 수익성 지표는 전체 평균에 비해서 낮았고 부채비율은 소폭 높았다(<표 2> 참조).

반대로 주가상승률이 높은 기업을 대상으로 배당성향과 수익성을 살펴해보았다. 주가상승률 상위 50위 기업의 연평균 배당성향은 18.5%로 전체 평균 23.1%에 비해서 낮았으나, 자기자본이익률은 전체 평균에 비해 2.9%p 높았고 투자자산수익률은

1.4%p 높았다.

이러한 결과는 주가가 상승하기 위해서는 우선적으로 수익성이 높아야 한다는 것을 시사하고 있다. 따라서 수익성이 바탕이 되지 못한 상태에서 기업들이 단순히 배당을 늘린다고 주가가 무조건 상승할 것이라고 기대하기는 어려울 것으로 보인다. 그러나 배당을 적게 지급할 경우에는 투자자의 외면으로 주가가 하락할 가능성이 있다.

전략적 차원의 접근 필요

앞으로 저금리 기조가 지속되는 가운데 경제환경의 불확실성이 커지면서 안정적인 수익을 얻을 수 있는 배당에 대한 수요가 증가할 것으로 보인다. 따라서 배당은 투자자들이 고려하는 중요한 투자기준으로 자리잡을 것으로 전망된다. 또한 장기적으로도 고령화 사회로 진입하고 연기금의 규모가 확대되면서 안정적인 현금흐름을 제공

하는 금융자산에 대한 투자수요가 더욱 증가할 것으로 예상된다.

향후 배당결정은 자금사정, 투자계획, 동종업계의 배당성향, 재무구조, 배당에 대한 규제 등을 종합적으로 고려하는 한편 외부 투자자의 배당에 대한 기호와 주주의 특성을 반영하는 전략적인 차원에서 접근하여야 할 것이다. 특히 장기적으로 투자하는 안정적인 우호적인 주주를 확보할 수 있는 전략의 일환으로 배당이 이용될 수 있을 것으로 전망된다. 따라서 기업이 진정으로 주주가치경영을 실현하기 위해서는 주주들에게 적절한 수준의 배당을 지급할 수 있는 배당가능한 이익을 확보할 수 있도록 기업의 수익성을 높임으로써 주주에게 귀속되는 전체적인 가치를 창출하는데 노력을 기울여야 할 것이다. 또한 투자자의 요구에 부응하여 배당을 늘리는 것을 적극적으로 고려해야 할 것이다.

<표 2> 시장초과수익률 및 배당성향 상위 50위 기업의 주가상승률과 재무지표

		초과수익률 (%)	배당성향 (%)	자기자본이익률 (%)	투자자산수익률 (%)	부채비율 (%)	이자보상배율 (배)
시장초과수익률 기준	상위 50위	30.37	18.5	8.1	9.1	186.8	1.22
	기타기업	-0.18	24.0	5.8	8.0	160.4	1.24
	하위 50위	-13.39	18.9	-2.8	5.5	264.1	0.86
	전체평균	2.57	23.1	5.1	7.7	169.7	1.15
배당성향 기준	50위기업	2.61	63.1	4.1	7.1	175.9	1.11
	기타기업	3.73	19.1	6.2	8.6	168.1	1.25
	하위 50위	-0.06	1.6	-10.1	2.7	218.7	0.44
	전체평균	2.57	23.1	5.1	7.7	169.7	1.15

주 : 1. 1993~2002년 동안의 연평균치 기준

2. 1993년 이전에 상장된 342개 비금융 상장기업 기준