Quant Analyst 김광현
02-3770-3634/ kwanghyun2.kim@yuantakorea.com

배당수익률의 맹점

1. 국내증시 배당, 여전히 낮지만 배당에 대한 관심은 높아짐

- 2016년 국내증시 배당수익률은 역사상 처음으로 기준금리를 상회
- 배당확대를 유도한 정부의 노력과 지배구조 개편에 따른 배당확대가 원인
- 국내증시 ROE가 하락하며, 유보된 자본이 새로운 이익을 창출하지 못함
- 여전히 낮은 국내증시 배당수익률을 고려하면, 향후 배당은 확대될 전망

2. 삼성전자의 배당수익률이 낮아진다?

- 삼성전자의 DPS는 높아지고 있지만, 배당수익률은 1%대 중반에 그침
- 자사주 매입&소각이 배당수익률에 반영되지 않기 때문
- 15년 11월부터 진행된 8차례의 자사주 매입&소각을 통해 1,000만주 소각
- 17년 5월에는 기 보유중이던 자사주 899만주 소각

3. 배당수익률보다는 DPS가 증가하는 종목에 관심

- 배당수익률은 주주환원 정책을 온전히 반영하지 못함
- 주가의 등락에 따라 배당수익률 또한 달라진다는 점 또한 맹점
- 대안은 DPS가 증가하는 종목. DPS의 증가는 간단한 형태의 배당성장
- 이익증가, 배당성향의 확대는 모두 주주에게 긍정적인 변화
- 2년 연속 DPS가 증가한 종목의 차기년도 수익률은 KOSPI 수익률을 상회

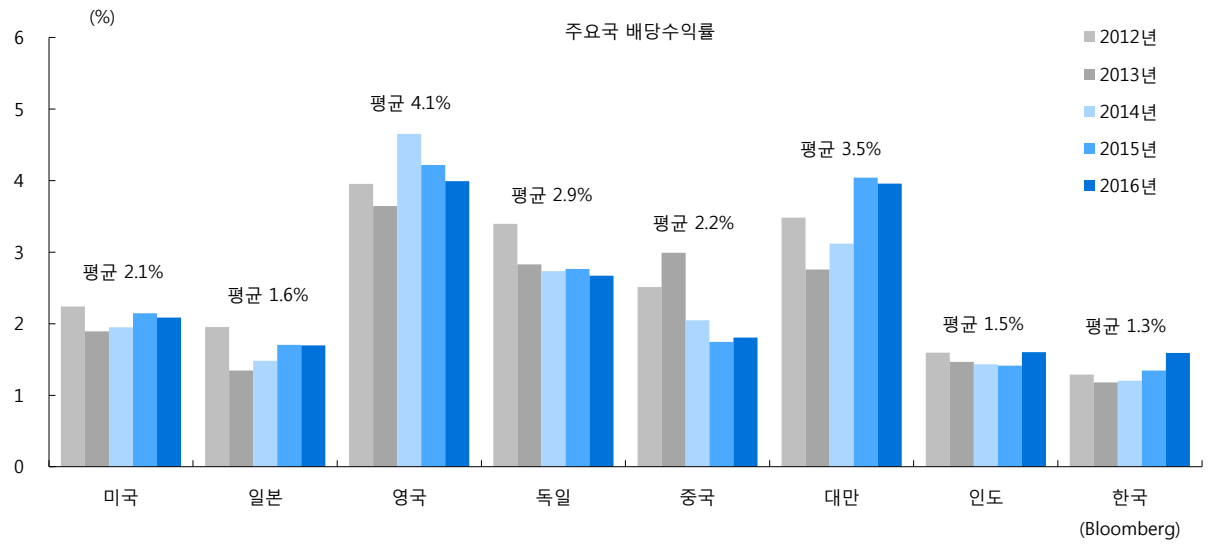
1. 국내증시 배당, 여전히 낮지만 배당에 대한 관심은 높아짐

2016년 국내증시 배당수익률(KOSPI, Bloomberg집계 기준)은 1.6%를 기록, 역사상 처음으로 기준금리보다 높은 배당수익률을 기록했다. 실효성 대한 의문이 끊이지 않았지만 배당 확대를 위한 정부의 노력은 배당에 대한 관심을 환기시켰으며, 다수의 기업이 지배구조 개편에 나서며 지주회사 체제로 전환한 것도 배당수익률을 높이는 데 기여했다.

무엇보다도 국내증시의 ROE가 낮아지며 배당을 요구하는 주주의 목소리가 커졌다. 한국 경제가 고성장의 구간을 지나며 유보된 자본이 새로운 이익을 창출해내지 못했고, 이는 배당에 대한 목소리를 높이는 요인으로 작용했다.

다만, 여전히 국내증시의 배당수익률은 글로벌 증시와 비교하면 낮은 수준이다. 최근 5년 국내증시 평균 배당수익률은 1.3%로 선진국 대비로는 물론, 주요 신흥국과 비교해도 낮은 수준이다. 지배구조의 개선, 스튜어드십 코드의 확대 등은 바람직한 변화라는 판단이며, 아직도 배당을 늘릴 수 있는 여지가 많다는 점에서 향후 국내증시의 배당수익률은 증가추세가 이어질 것으로 전망된다.

[차트1] 한국증시의 배당수익률은 최근 높아지고 있지만, 여전히 글로벌 주요국과 비교하면 낮은 수준, 낮아진 ROE 를 고려하면, 배당의 확대가 더 필요하다는 판단



주: 각국 대표지수 기준　　자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

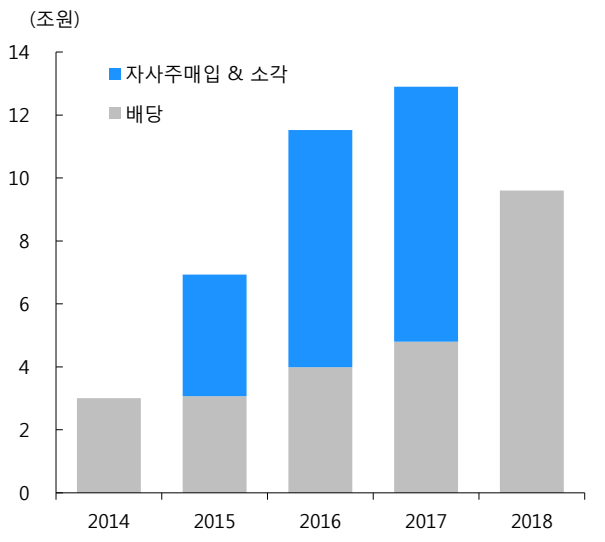
2. 삼성전자의 배당수익률이 낮아진다?

한국증시의 배당수익률이 낮은 또 하나의 이유는 삼성전자의 배당수익률이 높지 않기 때문이다. 삼성전자 보통주의 DPS는 2014년 20,000원, 15년 21,000원, 16년 28,500원으로 높아졌지만, 배당수익률은 2014년 1.51%, 15년 1.67%, 16년 1.58%로 증시 평균과 크게 다르지 않았다.

그런데, 여기서 주목해야 할 것은 삼성전자는 그 어떤 종목보다도 활발한 주주환원 정책을 펴왔다는 점이다. 2015년 11월부터 삼성전자는 이익소각을 목적으로 한 자사주 매입을 진행하고 있는데, 그 규모는 배당액을 크게 넘어서고 있다. 8차례에 걸쳐 진행중인 자사주 매입&소각을 통해 1,000만주(보통주 기준)에 가까운 자사주를 소각했으며, 이는 금액으로 환산할 경우 20조원에 달하는 규모다. 그리고, 지난 5월에는 기 보유중이던 자사주 899만주를 소각하기도 했다.

삼성전자의 자사주 매입&소각의 이유에 관해서는 다양한 견해가 존재하나 어쨌든 분명한 것은 삼성전자가 강력한 주주환원정책을 펼치고 있다는 점이며, 주가 또한 이에 화답하고 있다. 그런데, 역설적으로 주가가 상승하며, 배당수익률은 높아지지 않고 있다.

[차트2] 삼성전자는 강력한 주주환원 정책을 펼치고 있다 자사주 매입규모는 배당액을 뛰어 넘었다.



자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

[차트3] 지난 2년간 삼성전자는 기 보유중이던 자사주 899만주를 포함, 총 1,891만주를 소각했다

일자	규모	소각내용		비고
		보통주	우선주	
15.11 ~ 16.01	4.25조원	223만	124만	취득 후 소각
16.02 ~ 16.04	3.12조원	210만	53만	취득 후 소각
16.05 ~ 16.07	2.13조원	130만	32만	취득 후 소각
16.08 ~ 16.10	1.89조원	99만	23만	취득 후 소각
17.01 ~ 17.04	2.45조원	102만	22.5만	취득 후 소각
17.05.02	-	899만	161만	기 보유주식
17.05 ~ 17.07	2.52조원	90만	22.5만	취득 후 소각
17.08 ~ 17.10	2.02조원	67만	16.8만	취득 후 소각
17.11 ~ 18.02	2.3조원(E)	71.2만	17.8만	매입진행중
계	20.7조원	1891.2만	472.6만	
현 보유자사주		899만	161만	소각예정

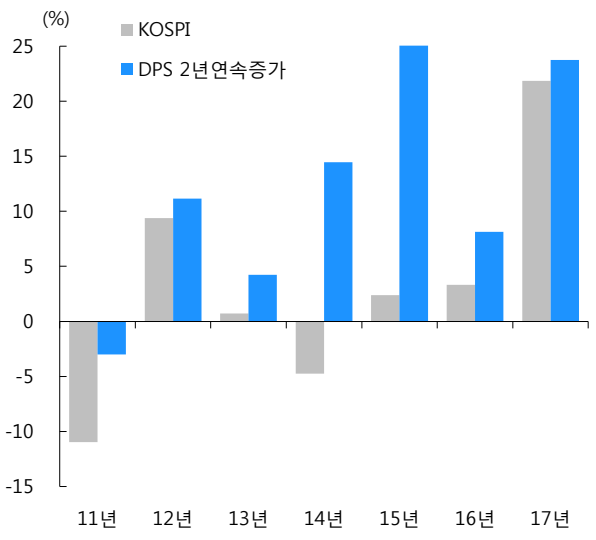
3. 배당수익률보다는 DPS 가 증가하는 종목에 관심

배당수익률의 맹점이 여기에 있다. 배당수익률만으로는 삼성전자와 같이 자사주 매입과 소각을 통해 주주환원정책을 펴는 종목에 대한 판단이 불가능하다. 또한 주가가 상승한 종목은 같은 배당을 할 경우 배당수익률이 낮아지게 되며, 반대로 같은 배당을 하더라도 주가가 하락하면 배당수익률은 높아지게 된다. 그리고, 최근 강화되고 있는 중간배당은 전통적인 배당수익률 중심의 배당투자를 어렵게 만드는 요인이다.

이에 대한 대안으로 DPS가 증가하는 종목을 제시한다. DPS가 증가한다는 것은 1) 이익이 증가했거나 2) 배당성향이 높아졌음을 뜻하며, 양쪽 모두 주주에는 긍정적이기 때문이다. 또한, DPS의 증가는 가장 간단한 형태의 '배당성장' 개념으로 이해할 수 있다.

실제로 DPS가 증가하는 종목의 주가 흐름은 양호했다. 2011년 이후 2년 연속 DPS가 증가한 종목 가운데 배당수익률이 높았던 종목의 수익률은 KOSPI 수익률을 크게 Outperform 했으며, 단순히 배당수익률이 높았던 종목과 비교해도 높은 수익률을 기록했다. 일부 종목이 DPS증가 종목과 배당수익률 상위 종목 모두에 포함됨을 고려하면, 의미 있는 수익률 격차라는 판단이다.

[차트4] DPS 가 2년연속 증가한 종목의 차기년도 수익률은 KOSPI 지수를 크게 Outperofrm



주: 2 년 연속 DPS 증가종목 중 배당수익률 상위 20 종목의 EWI 수익률
자료: Myresearch, 유안타증권 리서치센터

[차트5] 15년 DPS < 16년 DPS < 17년 DPS 이들 가운데 배당수익률이 높은 종목에 관심

코드	종목	수정 DPS(원)			배당수익률
		2015	2016	2017	(%)
A000150	두산	4,000	4,550	5,100	4.21
A024110	기업은행	430	450	480	4.01
A004800	효성	2,000	3,500	5,000	4.00
A055550	신한지주	950	1,200	1,450	3.56
A105560	KB금융	780	980	1,250	3.25
A021240	코웨이	2,000	2,800	3,200	3.19
A005830	DB손해보험	1,450	1,550	1,650	3.12
A086790	하나금융지주	600	650	1,350	3.09
A078930	GS	1,200	1,500	1,600	3.03
A000810	삼성화재	4,500	5,150	6,100	2.83
A032640	LG유플러스	150	250	350	2.71
A078520	에이블씨엔씨	8	248	364	2.20
A060980	한라홀딩스	500	1,200	1,250	2.13
A192400	쿠쿠전자	1,500	2,100	3,100	2.05
A036490	SK머티리얼즈	1,000	2,560	3,550	2.04

주: KOSPI200, KOSDAQ150 종목 기준 자료: Myresearch, 유안타증권