Strategy Weekly

많이 왔다고 더 못 가는 건 아니다

Strategist 김재승
jaeseung.kim@hmsec.com

- 이재명 정부, 배당소득 분리과세 최고세율 하향 조정 가능성 시사
- 연말까지 배당소득 분리과세 조정과 자사주 소각 의무화 법안 통과 기대
- 코스피 밸류에이션 디스카운트 여전. 글로벌 증시 대비 ROE와 배당성향이 낮은 영향
- 2013년 이후 일본 밸류에이션 확대 경로 따라가면 코스피 4,200까지 상승 가능

이재명 정부, 배당소득 분리과세 최고세율 하향 조정 가능성 시사

정부가 배당소득 분리과세안에 대해 유턴 가능성을 시사했다. 김용범 대통령실 정책실장은 15일 공개된 인터뷰를 통해 배당소득 분리과세 최고세율에 대해 "대상을 넓히고 보니 최고 구간 세율 35%가 충분히 매력적이지 않다는 의견도 있다"며 **"25% 정도로 낮춰야 배당을 할 것 아니냐는 의견도 일리가 있다"고 말했다.** 구윤철 부총리 겸 기획재정부 장관도 14일 국회 기획재정위원회 국정감사에서 배당소득 분리과세와 관련해 "제로베이스에서 가장 국익에 도움이 되고 배당도 촉진할 수 있는 방안을 토론하고 국회와도 논의해 방향을 잡아 나가도록 하겠다"고 답했다.

정부는 지난 7월 발표한 2025년 세제개편안에서 고배당 기업에 대한 배당소득 분리과세의 최고세율을 35%로 발표했었다**(그림1)**. 이는 부자 감세라는 비판을 의식한 결정으로 이소연 의원이 발의한 25%에서 후퇴하였다. 코리아 디스카운트의 가장 큰 원인 중 하나로 배당성향이 지나치게 낮다는 점에서 35% 정부안은 기업들이 배당을 늘릴 유인이 크지 않아 실효성이 없다는 우려가 높다. 또한 고배당 기업의 기준이 엄격하다는 지적도 이어졌다**(그림2)**.

이재명 정부가 주식 양도소득세 부과 대주주 기준 강화를 철회한 데 이어 두 번째 주식 관련 세제개편의 유턴 가능성을 시사한 것이다. 이는 대통령 취임 이후 자본시장에 대한 정부의 활성화 의지가 강함을 의미한다. 김용범 실장은 이재명 대통령이 "부동산에 과도하게 쏠려 있는 자금을 생산적 부분, 특히 자본시장으로 돌리겠다는 의지가 매우 강하다"며 잃어버린 시장 신뢰를 회복하기 위해 "이 기대감을 바탕으로 진짜 '코리아 프리미엄' 시대로 가겠다고 말했다". **이재명 정부의 자본시장 활성화 정책과 투자자들의 머니 무브는 내년에도 계속될 전망이다.**

연말까지 배당소득 분리과세 조정과 자사주 소각 의무화 법안 통과 기대

배당소득 분리과세를 포함한 정부의 2025년 세제개편안은 8월 26일 국무회의에서 의결되어 9월 3일 국회에 제출되었다. 국회 논의 과정에서 조정이 이뤄질 수 있다. 국회는 통상 12월 중 본회의 의결로 세법 개정사항을 최종 확정하기 때문에, **배당소득 분리과세 최고세율은 12월내로 결정될 예정이다.**

또한 올해 국회에서 자사주 소각 의무화를 포함한 3차 상법 개정이 추진 중이다. **더불어민주당은 11월 정기국회에서 3차 상법 개정안 통과를 목표하고 있다.** 다만 자사주 소각 의무화 관련 법안이 다수 올라와 있는 상황에서 기존 보유 자사주의 소각 유예 기간에 대한 이견이 존재한다.

코스피는 4~6월 1차 강세장 이후 7~8월 기간 조정을 거쳤고, 9월부터 2차 강세장을 보이고 있다. 자본시장 활성화와 코리아 디스카운트 해소에 민감한 증권, 은행 및 지주 업종은 1차 강세장에서 코스피의 상승세를 이끌었지만, 2차 강세장에서는 주목을 받지 못하고 있다**(그림3)**. 최근 강세장은 AI와 밀접한 반도체, 전력기기, 원자력 등이 상승세를 이끌고 있다. **연내 배당소득 분리과세 최고세율 하향 조정과 자사주 의무 소각과 관련한 3차 상법 개정이 통과되면 관련주들이 재차 관심을 받을 수 있다.**

코스피 밸류에이션 디스카운트 여전, 일본 따라가면 코스피 4,200까지 상승 가능

글로벌 주요 증시와 비교하면 코스피의 밸류에이션 디스카운트는 여전하다(그림5,6). 글로벌 증시 대비했을 때 코스피가 ROE와 배당성향이 낮은 영향이다. 이재명 정부는 세제개편 및 상법 개정을 통해 기업의 경영 투명성과 지배구조를 개선해 자본 효율성을 높여 ROE를 상승시키고, 배당성향 향상을 목표하고 있다. 이는 코리아 디스카운트를 해소하는 요인이다.

일본은 2012년 12월 아베 내각이 출범하고 '아베노믹스'를 본격화했다. 이후 2013년 '3개의 화살' 전략을 발표했고, 2014년부터 기업 거버넌스 개혁을 추진했다. 2014년 일본 히토츠바시 경영대학 교수로 재임하였던 이토 구니오(Ito Kunio) 교수는 일본 경제산업성의 의뢰를 통해 일본 기업의 경쟁력 제고 및 지속가능 성장을 목표로 한 정책 보고서인 이토 보고서(Ito Review)를 발표했다. 이토 보고서는 일본 기업들의 낮은 자기자본 이익률(Return on Equity, ROE)와 매출액 이익률(Return on Sales, ROS)을 지적하며 일본 기업은 수익성과 성장성을 높이는 노력이 필요하고, 일본 정부는 기업 거버넌스 및 세제 등 다양

한 제도의 개선 필요성을 제시했다. **이재명 정부의 자본시장 활성화 정책과 매우 유사하다.**

아베 정부 출범 이후 일본 증시의 밸류에이션 리레이팅은 빠르게 이루어졌다. 2012년 12월 26일 아베 정부 출범 이전 0.9배를 하회하던 토픽스의 12개월 후행 PBR은 불과 1년만에 1.4배에 근접했다**(그림7)**. 현재 토픽스 PBR은 1.5배에 달한다.

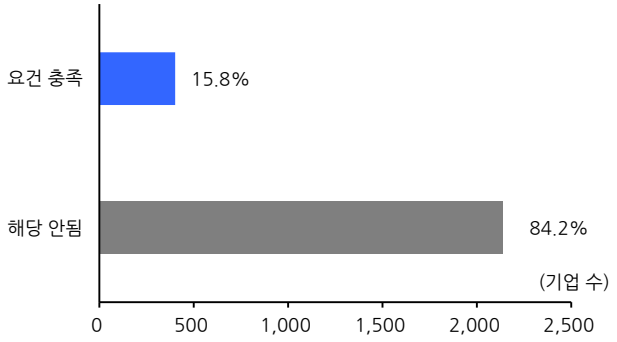
2025년 6월 4일 이재명 정부 출범 이후 코스피도 자본시장 활성화 정책 기대감에 힘입어 밸류에이션 확대가 빠르게 이뤄졌다. 코스피의 12개월 후행 PBR은 정부 출범 이전 0.9배에서 1.2배 수준까지 빠르게 확대되었다. 아베 정부가 출범한지 1년만에 PBR이 1.4배까지 확대되었다는 점에서 코스피의 밸류에이션은 추가적인 확대 룸이 남아있다. 코스피가 아베 정부 출범 이후 일본 증시의 밸류에이션 확대 경로 따라가 PBR이 1.4배까지 확대될 경우 **코스피는 밸류에이션 확대로만 4,200pt까지 도달할 수 있을 것이다.**

<그림 1> 정부안 배당소득 분리과세 요건 및 세율

적용 요건	① 전년대비 현금배당액이 감소하지 않을 것 ② i) 배당성향 **40%** 이상 또는 ii) 배당성향 **25%** 이상 및 **직전 3년 평균 대비 5% 이상** 배당 증가 상장법인
대상소득	현금배당액(중간·분기·결산 배당)
적용세율	(2천만원 이하) 14% (2천만원~3억원) 20% **(3억원 초과) 35%**
('25년 4월) 이소영 의원 안	적용 요건: 배당성향 **35%** 이상 상장사 (2천만원 이하) 14% (2천만원~3억원) 20% **(3억원 초과) 25%**

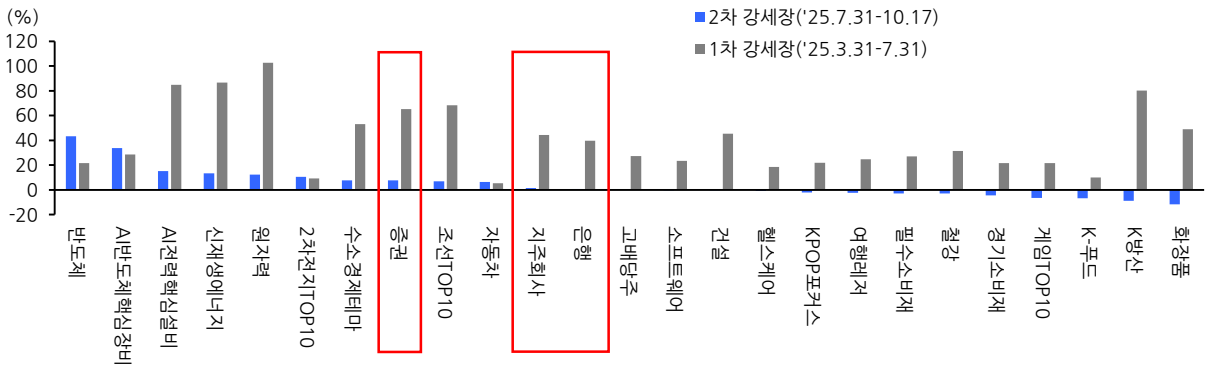
주1: 2025년 세제개편안
주2: 지방세 제외 세율
자료: 기획재정부, 현대차증권

<그림 2> 배당성향 정부안 요건 충족 기업 16%에 불과



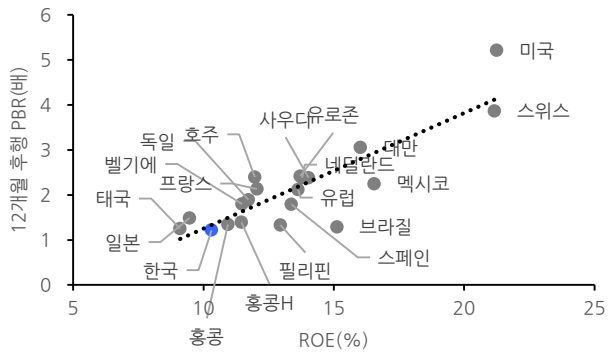
주: 코스피와 코스닥 상장 기업 중 2024년 결산기준 배당성향 적용 요건 충족 기업 비중
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 3> 코스피 주요 테마 수익률, 증권/은행/지주 업종 2차 강세장에서는 관심도 낮은 상황



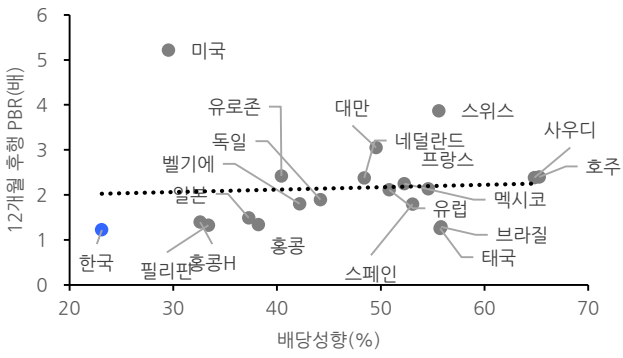
주: 주요 테마 ETF 수익률 기준
자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

<그림 4> 코스피, 낮은 ROE가 낮은 밸류에이션 야기



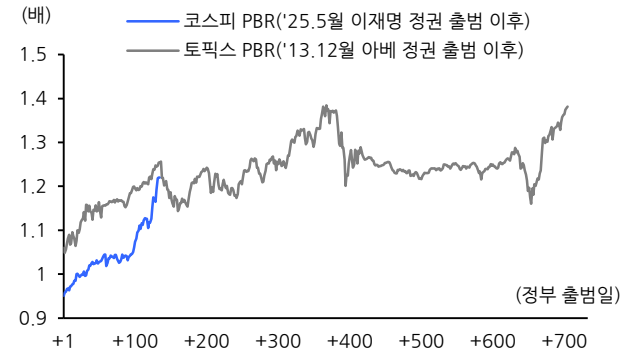
주: 국가 대표 지수 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

<그림 5> 코스피, 낮은 배당성향이 낮은 밸류에이션 야기



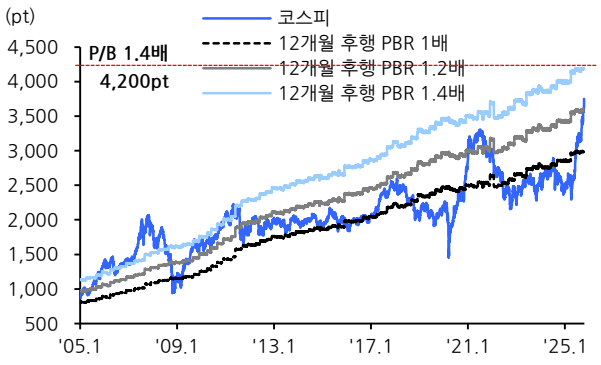
주: 국가 대표 지수 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 6〉 이재명 정부 출범 이후 코스피 PBR, 일본 따라가는 중



주: 12개월 후행 PBR 기준
자료: FACTSET, 현대차증권

〈그림 7〉 코스피 PBR 1.4배 도달 시 4,200선 안착 가능



자료: 퀀티와이즈, 현대차증권

▶ Compliance Note

- 본 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 김재승의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.