ESG

코리아 '프리미엄'의 전제조건

Sustainable Investing Analyst 이경연
kyungyeon.lee@daishin.com

- 높아진 주가에 배당주의 딜레마, 그러나 기업들의 실질적인 변화
- 진화하는 주주환원과 자본시장 정상화 과정
- 코리아 '프리미엄'을 위한 전제조건

높아진 주가에 배당주의 딜레마

코스피 상승으로 배당주 주가가 오르며 배당수익률이 낮아졌다. 이에 배당주 투자 매력도에 대한 시장의 고민이 존재한다. 하지만 현재의 주가 상승은 단순한 단기 테마가 아니라, 한국 자본시장이 선진국형으로 진화하는 체질 개선의 초기 단계이다. 따라서 이제는 '총주주환원율의 구조적 상승'이라는 본질적인 가치 변화 관점에서 살펴볼 필요가 있다.

주주총회를 앞두고 기업들의 자사주 운영 및 배당 정책 발표 잇따라

최근 배당소득 분리과세 요건 충족을 위한 DPS 상향과 자사주 소각 공시가 증가하며 기업들의 적극적인 반응이 눈에 띈다. 특히, 과거 한국 증시에서 자사주 매입은 소각으로 이어지지 않아 단발성 이벤트에 그쳤다. 최근 자사주 매입과 소각의 '프로그램화'를 요구하는 행동주의 캠페인도 이러한 배경에 근거한다고 판단한다. 그러나 상법 개정 이후 소각을 전제로 한 매입이 정착되면, 한국 자본시장도 선진국처럼 주가 하방을 지지하는 기능을 수행하는 정상적 궤도에 진입할 것으로 예상한다.

자본시장 선진화의 피날레 – MSCI 선진국 지수 편입

현재 진행중인 제도 개혁의 궁극적인 종착지는 'MSCI 선진국 지수 편입'이 될 것이다. 이 목표가 가시화되어 대규모 외국인 자금이 유입될 때, 최우선 스크리닝 조건은 지속적인 주주환원 레코드와 높은 정보 투명성이 될 수밖에 없다고 판단한다. 따라서 한국 증시가 선진국 룰(Rule)을 따르는 정상화 과정에서, 배당을 포함한 예측가능한 주주환원 정책을 보유한 기업이 향후 추가적인 수급의 타겟(Target)으로 선별될 가능성이 높다고 판단한다.

주요 지주회사들의 주주환원 정책 예측가능성 비교

SK	• 연간 주당 최소 배당금 5,000 원(보통주 기준) • 자산 매각 이익 등을 활용하여 시가총액의 1~2% 규모의 자기주식 매입 • 소각 또는 정기 배당 시 추가 배당금 지급
HD 현대	• FY2025~FY2027 배당성향 70% 이상(별도 재무제표 당기순이익 기준. 단, 영업외에서 발생할 수 있는 일회성 손익은 배당성향 계산 시 제외 가능)
두산	• FY2025~FY2027 보통주 발행주식 총수의 약 6% 이상을 매년 균등하게 소각
LG	• 별도 재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상 이익 제외)의 60% 이상
한화	• 2026 년부터 최소 DPS 1,000 원 • 임직원 성과보상분 제외 보통주 자사주 즉시 소각, 제 1 우선주 전량 장외매수 및 소각
CJ	• 별도 재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상이익 제외)의 70% 이상

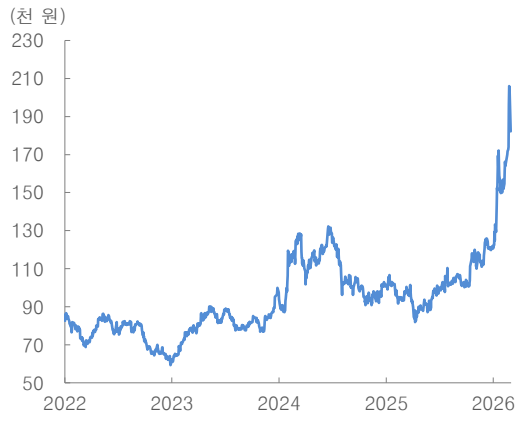
자료: 대신증권 Research Center

높아진 주가에 배당주의 딜레마

최근 지속 상승한 코스피 지수와 맞물려 주요 배당주들의 주가가 큰 폭으로 상승했다. 이로 인해 투자자들 사이에서 배당수익률이 낮아진 상황에서, 배당주에 투자하는 것이 여전히 매력적인가에 대한 고민이 깊어지고 있다.

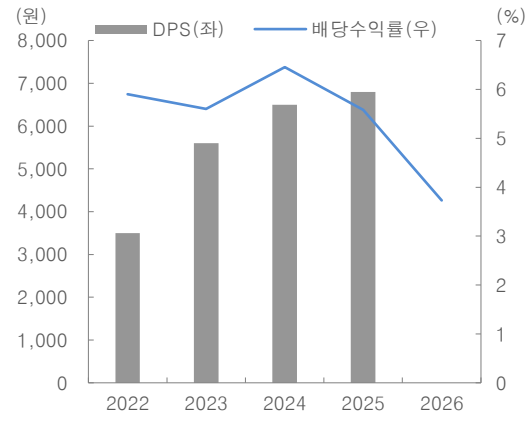
그러나 최근의 주가 상승은 단순한 테마성 급등이 아니라, 한국 자본시장의 체질이 선진국형으로 진화하는 정상화 과정 초입 단계라 생각한다. 이에 따라 표면적인 배당수익률을 넘어, '총주주환원율의 구조적 상승'이라는 관점에서 살펴볼 필요가 있다.

그림 1. 기아 주가 추이



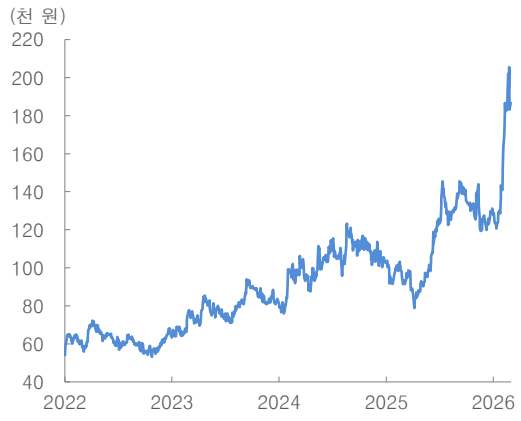
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 2. 기아 DPS 및 배당수익률주)



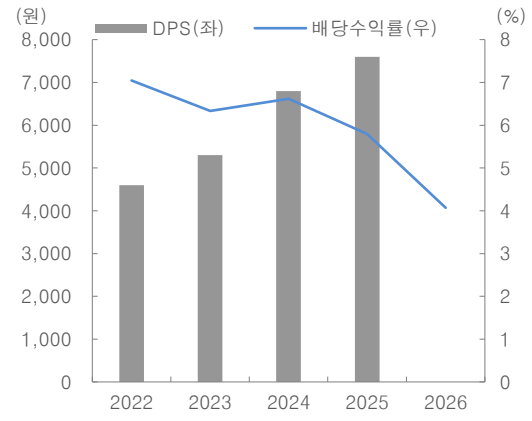
주: 매년 종가 기준, 2026년은 3월 3일 종가 기준
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 3. DB 손해보험 주가 추이



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 4. DB 손해보험 DPS 및 배당수익률주)



주: 매년 종가 기준, 2026년은 3월 3일 종가 기준
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

진화하는 주주환원과 자본시장의 정상화

①배당소득 분리과세 요건 충족을 위한 DPS 상향

주주총회 시즌을 앞두고 기업들이 발표하는 배당 결정 공시를 보면 유의미한 변화가 감지된다. 정부의 배당소득 분리과세 등 세제 혜택 요건을 충족하기 위해 주당배당금(DPS)를 상향하는 기업들이 다수 등장한다. 이는 한국 기업들이 점차 배당을 통한 주주환원 확대로 변화하고 있음을 시사한다.

주주환원의 또 다른 핵심 축인 자사주 소각 공시 역시 증가하고 있으며, 특히 자사주 소각을 포함한 기업가치 제고 계획(밸류업)을 공시한 직후 주가가 급등하는 종목들도 나타나고 있다. 일각에서는 자사주 매입 공시가 점차 줄어들 것이라고 전망하기도 하지만, 필자의 생각은 다르다.

②'매입=소각' 공식 확립과 자사주 매입의 정보 기능 정상화

우리가 지향하는 선진 자본시장에서 자사주 매입은 경영진이 "현재 주가가 기업 가치 대비 현저히 저평가되어 있다"는 정보를 시장에 제공하는 시그널이다. 이는 주가가 특정 수준 이하로 떨어지지 않을 것이라는 하방 지지선으로 작동하기도 한다. 그러나 한국 시장은 자사주를 매입하더라도 모두 소각으로 이어지지 않았기 때문에 이러한 시그널 기능이 제대로 작동하지 않았다. 이에 자사주 소각을 발표해도 단발적으로 끝나는 이벤트로 치부되었다. 하지만 최근 행동주의 펀드, 예를 들어 LG화학에 대한 팔리서(Palliser)의 주주제안 중 하나는 자사주 매입-소각을 "프로그램화"하는 것이다. 즉, 자사주를 매입하고 소각하는 것이 일회성이 아닌 주주환원 프로그램으로 작동되도록 요구하는 것이다.

이러한 가운데 상법 개정과 공시 강화를 통해 '소각을 전제로 한 매입'이 자리 잡으면, 한국 자본시장도 선진국처럼 자사주 매입이 투명한 정보 기능과 주가 방어 기능을 수행하는 정상적인 시장으로 진화할 것이라 전망한다.

표 1. 배당소득 분리과세 요건 충족을 공시한 주요 코스피 기업

티커	기업명	시가총액(십억원)	주당 배당금	배당기준일	주주총회 예정일	최대주주 및 특수관계인 지분율(%)
A105560	KB 금융	57,233	1,605	2026-02-27	-	8.3
A055550	신한지주	45,899	880	2026-02-20	-	9.1
A034730	SK	27,515	6,500	2026-04-01	-	25.5
A042700	한미반도체	26,878	800	2026-03-07	-	55.7
A000150	두산	18,655	4,000	2026-04-03	2026-03-31	40.1
A079550	LIG 넥스원	14,542	2,950	2026-03-31	-	38.2
A078930	GS	6,551	3,000	2026-02-27	-	53.6
A005850	에스엘	3,172	2,770	2026-03-20	2026-03-26	62.9
A004800	효성	2,620	5,000	2025-12-31	2026-03-20	57.3
A001800	오리온홀딩스	1,478	1,100	2026-03-31	2026-03-26	63.9
A006650	대한유화	1,073	1,300	2025-12-31	2026-03-13	39.1
A006120	SK 디스커버리	1,053	1,500	2026-03-31	-	51.0
A058650	세아홀딩스	669	4,300	2026-03-27	2026-03-26	80.7
A001820	삼화콘덴서	515	500	2025-12-31	2026-03-27	28.2
A015360	INVENI	432	5,400	2026-02-27	2026-03-18	64.8

자료: DART, Quantiwise, 대신증권 Research Center

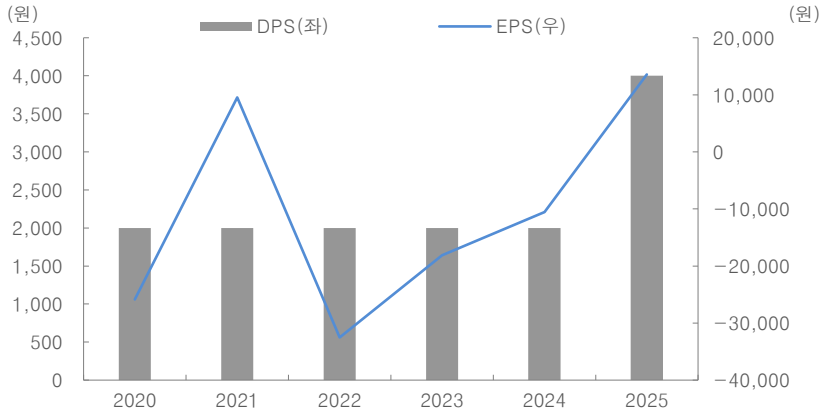
그림 5. ㈜두산은 DPS 를 상향하여 배당소득 분리과세 요건 충족을 공시

현금·현물배당 결정

1. 배당구분		결산배당
2. 배당종류		현금배당
- 현물자산의 상세내역		-
3. 1주당 배당금(원)	보통주식	4,000
	종류주식	4,050
- 차등배당 여부		미해당
4. 시가배당율(%)	보통주식	0.4
	종류주식	0.7
5. 배당금총액(원)		71,700,839,000
6. 배당기준일		2026-04-03
7. 배당금지급 예정일자		-
8. 주주총회 개최여부		개최
9. 주주총회 예정일자		2026-03-31
10. 이사회결의일(결정일)		2026-02-26
- 사외이사 참석여부	참석(명)	4
	불참(명)	-
- 감사(사외이사가 아닌 감사위원) 참석여부		-
11. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
- 상기 내용은 외부감사인의 감사 결과 및 주주총회 승인 과정에서 변경될 수 있습니다. - 상기 3, 4항의 "종류주식"은 두산우이며, 종류주식 관련 내용은 하단의 '종류주식에 대한 배당 관련 사항'을 참고하시기 바랍니다. - 상기 "4. 시가배당률"은 배당 결정일(2026년 2월 26일)의 직전 매매거래일부터 과거 1주일간의 거래소 시장 에서 형성된 최종 가격의 산술평균가격에 대한 1주당 배당금의 백분율을 소수점 이하 첫째 자리까지 기재한 것입니다. - 상기 "5. 배당금총액"은 당사가 2026년 2월 25일에 지급한 양도제한조건부주식 (RSU, Restricted Stock Unit) 수량을 반영한 금액입니다. - 상기 "7. 배당지급 예정일자"는 상법 제464조의2에 의거하여, 주주총회 결의일로부터 1개월 이내에 지급될 예정입니다. - 상기 "10. 감사위원 참석여부"와 관련하여 당사의 감사위원은 전원 사외이사로 구성 되어 있습니다. - 당사는 상기 배당금 및 연결재무제표가 금번 정기주주총회에서 예정대로 승인될 경우, 「조세특례제한법」 제104조의 27에 따른 고배당기업 배당소득 분리과세 요건을 충족할 것으로 예상됩니다.		

자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 6. ㈜두산은 DPS 를 전년대비 2 배 상향(2,000 원→4,000 원)



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

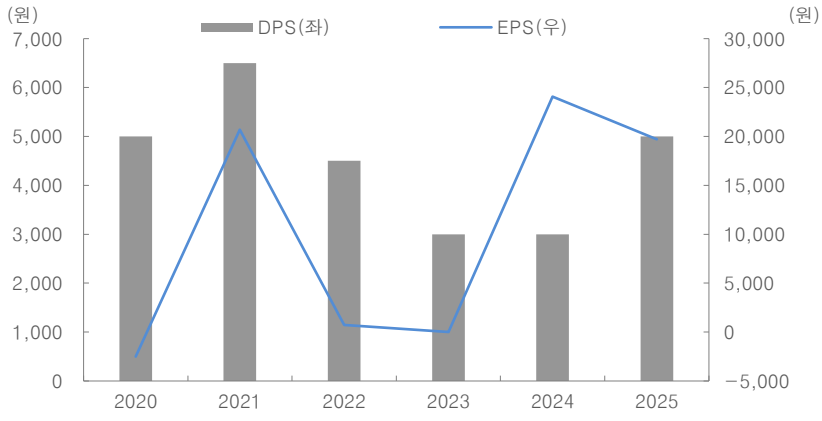
그림 7. ㈜효성은 DPS 를 상향하여 배당소득 분리과세 요건 충족을 공시

현금·현물배당 결정

1. 배당구분		결산배당
2. 배당종류		현금배당
- 현물자산의 상세내역		-
3. 1주당 배당금(원)	보통주식	5,000
	종류주식	-
- 차등배당 여부		미해당
4. 시가배당율(%)	보통주식	4.2
	종류주식	-
5. 배당금총액(원)		83,588,020,000
6. 배당기준일		2025-12-31
7. 배당금지급 예정일자		-
8. 주주총회 개최여부		개최
9. 주주총회 예정일자		2026-03-20
10. 이사회결의일(결정일)		2026-02-25
- 사외이사 참석여부	참석(명)	5
	불참(명)	0
- 감사(사외이사가 아닌 감사위원) 참석여부		-
11. 기타 투자판단과 관련한 중요사항		
- 상기 내용은 외부감사인의 감사결과 및 주주총회 승인 과정에서 변경될 수 있음 - 상기 시가배당률은 주주명부폐쇄일 2매매거래일 전부터 과거 1주일간의 거래소 시장에서 형성된 최종가격의 산술평균가격에 대한 1주당 배당금의 비율임 - 발행주식 16,740,407주 중 자기주식 보유분인 22,803주에 대해서는 배당에서 제외함 - 배당금지급 예정일은 상법 제464조의2에 의거 주주총회일로부터 1개월 이내 지급 예정임 - 상기 배당금은 '고배당기업 주식 배당소득에 대한 과세특례'에 따른 배당소득 분리과세 요건을 충족하는 금액임		

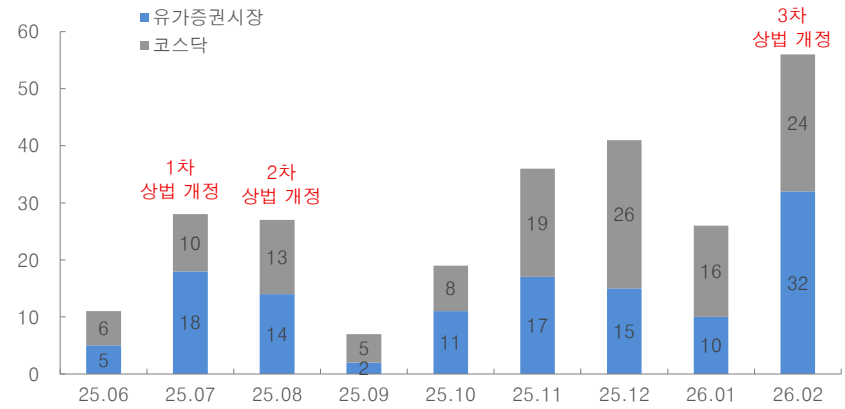
자료: DART, 대신증권 Research Center

그림 8. ㈜효성은 과거 수준의 DPS 로 상향(3,000 원→5,000 원)



자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 9. 자사주 소각 공시 기업 수 추이



자료: DART, 대신증권 Research Center

표 2. 자사주 소각 의무화 상법 개정(2026.02.25 국회 본회의 의결) 주요 내용

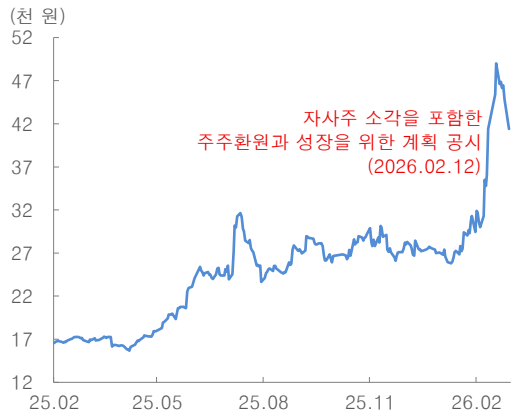
구분	내용	조항
기본 원칙	회사가 자기주식을 취득한 때에는 그 취득한 날로부터 1년 이내에 소각하여야 함	제341조의4제1항
예외 요건	회사가 각 주주에게 그가 가진 주식 수에 비례하여 균등한 조건으로 처분하는 경우	제341조의4제2항 제1호~제5호
	제340조의2 또는 제542조의3에 따라 주식매수선택권을 부여하는 등 임직원 보상 목적	
	「근로복지기본법」에 따라 우리사주제도 실시 목적	
	제360조의2제2항, 제360조의15제2항, 제523조제3호 등 법령이 정하는 경우	
	신기술 도입, 재무구조의 개선 등 회사의 경영상 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우로서 주주총회 결의로 정관에 그 사유를 규정한 경우	
권리제한	의결권, 신주인수권, 배당권, 자기주식으로 교환 또는 상환할 수 있는 사채 발행 금지, 질권설정	제341조의3
기존 자기주식	(직접취득) 법 시행일로부터 6개월 경과한 날을 기준으로 1년 내 소각 (간접취득) 법 시행 이후 회사가 수탁자로부터 반환받은 날부터 1년 내 소각 (외국인 투자 등 제한 업종) 관련 법령 위반 방지를 위해 법 시행일로부터 3년 내 처분	부칙 제2조

자료: 의안정보시스템, 대신증권 Research Center

그림 10. 자사주 운영 및 배당 정책을 발표한 두산 주가

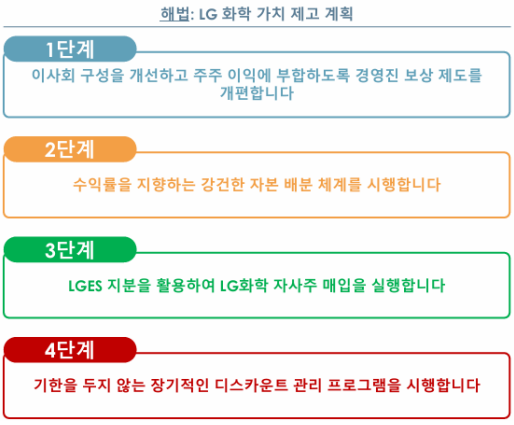
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 11. 기업가치제고 계획을 공시한 대신증권 주가



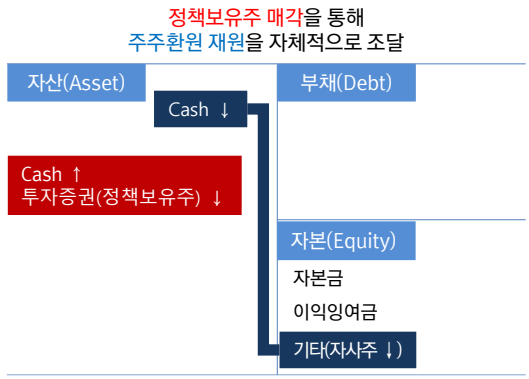
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 12. 팰리서 캐피털이 요구한 주주환원 "프로그램"



자료: 팰리세, 대신증권 Research Center

그림 13. 일본에서 "프로그램"으로 작동한 주주환원 예시



자료: 대신증권 Research Center

표 3. 2025 년 이후 행동주의 캠페인 주요 내용

기업명	시가총액 (십억원)	행동주의 펀드	캠페인			최대주주[주] 지분율(%)
			내용	시작일	보유 지분%)	
BYC	317	트러스톤자산운용	이사회 개편	2025-11-21	7.1	72.7
스틱인베스트먼트	492	얼라인파트너스	건설적인 대화	2025-10-30	7.6	19.0
LG 화학	25,484	팰리서 캐피탈	자본정책, 이사회 개편 등	2025-10-22	1.0	31.5
KCC	5,181	라이프자산운용	삼성 C&T 보유에 대한 명확한 활용 계획 공시	2025-09-25	1.2	35.6
가비아	403	얼라인파트너스	자본정책, 이사회 개편, 성과보상 체계 개편 등	2025-03-27	8.0	25.8
콜마홀딩스	342	달튼인베스트먼트	이사회 개편	2025-03-12	5.7	48.4
오스코텍	2,131	소액주주 연대	이사회 개편	2025-02-26	0.0	12.7
코웨이	5,853	얼라인파트너스	자본정책, 이사회 개편, 성과보상 체계 개편 등	2025-01-21	2.8	25.8
티웨이항공	431	대명소노시즌	경영진 교체	2025-01-20	26.8	64.5
아미코젠	90	소액주주 연대	이사회 개편	2025-01-09	0.0	5.8
덴티움	499	얼라인파트너스	이사회 개편	2026-02-12	3.0	19.0
솔루엠	865	얼라인파트너스	기업 분할, 성과보상 체계 개편, 이사회 개편, 이사 시차임기제 폐지	2026-02-12	3.0	14.2
에이플러스에셋	305	얼라인파트너스	성과보상 체계 개편, 이사회 개편	2026-02-11	18.1	30.2
DB 손해보험	12,954	얼라인파트너스	이사회 개편, 성과보상 체계 개편, 자본정책	2026-02-09	1.9	24.3
인크레더블버즈	40	MJ 홀딩스	이사회 표대결	2026-02-09	4.2	14.3

주: 최대주주 및 특수관계인 지분율
자료: Bloomberg, Quantiwise, 대신증권 Research Center

MSCI 선진국 지수 편입과 외국인의 핵심 스크리닝 요건

일련의 법률 및 제도 개혁의 궁극적인 종착지는 'MSCI 선진국 지수 편입'이 될 것이라 예상한다. 이 목표가 가시화되는 시점에는 한국 증시로 유입되는 외국인 패시브·액티브 자금은 증가할 것이다.

외국인 자금이 본격적으로 유입될 때, 그들이 가장 먼저 장바구니에 담을 종목이 무엇일까? 현재 외국인 지분율이 높은 금융, 통신, 자동차 등의 섹터들을 살펴보면, 특정 산업이라는 점 외에 '지속적인 주주환원 레코드'와 '높은 정보 투명성'이라는 공통점을 지니고 있다. 이는 2024년 밸류업 프로그램 도입 당시 자발적 「기업가치 제고 계획」 발표에 가장 적극적이었던 기업들의 면면과도 일치한다.

따라서 한국 자본시장이 선진국 룰(Rule)을 따르는 전반적인 정상화 과정에 있다고 볼 때, 향후 외국인 투자자들이 한국 종목을 스크리닝 할 때 가장 먼저, 그리고 가장 깐깐하게 적용할 필터링 조건은 바로 '배당을 포함한 예측가능한 주주환원 정책 유무'가 될 가능성이 높다고 판단한다.

표 4. 5년 이상 배당 유지 혹은 증가 기업

티커	기업명	시가총액 (십억원)	DPS					외국인 지분율(%)
			2021A	2022A	2023A	2024A	2025A	
A086790	하나금융지주	33,427	2,400	2,550	1,600	1,800	1,366	67.5
A055550	신한지주	45,899	1,400	865	525	540	880	61.6
A005830	DB 손해보험	12,954	3,500	4,600	5,300	6,800	7,600	43.2
A017670	SK 텔레콤	16,797	1,660	830	1,050	1,050	1,960	37.9
A030200	KT	15,877	1,910	1,960	1,960	500	600	49.0
A032640	LG 유플러스	6,925	350	400	400	400	410	41.8
A005380	현대차	121,831	4,000	6,000	8,400	6,000	2,500	30.4
A000270	기아	71,172	3,000	3,500	5,600	6,500	6,800	40.2

자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

그림 14. 최소 배당금 제시로 투자자들에게 예측가능성을 제공한 현대차

자료: 현대차 기업가치 제고 계획, 대신증권 Research Center

그림 15. 주주환원에 대한 명확한 가이던스를 제시한 美 델타항공

Delta Air Lines Announces December Quarter and Full Year 2024 Financial Results

Balance Sheet, Cash and Liquidity

레버리지 비율이 3.0배 이하로 내려갈 때까지 잉여현금의 100%를 부채상환에 쓰겠다고 선언하고, 목표 달성 후, 부채비율이 안정화되면 FCF의 30~50%를 주주환원하겠다는 조건부 가이던스 제시

"In 2024, Delta delivered $3.4 billion of free cash flow while reinvesting nearly $5 billion into the business. With continued prioritization of the balance sheet, leverage improved to 2.6x and Delta returned to investment grade at all three credit rating agencies, accomplishing a key milestone and reflecting our financial durability," Janki said. "In 2025, we expect to grow free cash flow to over $4 billion, supporting meaningful debt repayment and further leverage improvement to 2x or less as we progress towards our long-term gross leverage target of 1x."

Balance Sheet, Cash and Liquidity

"During the first half of the year, we generated free cash flow of $2 billion, supporting our full year expectation for $3 to $4 billion of free cash flow," Janki said. "With strong cash generation, we are well-positioned to deliver on our capital allocation priorities as we reinvest in the business, pay down $3 billion of debt this year, and return cash to shareholders, including a 25 percent increase to our quarterly dividend beginning in the September quarter."

자료: EDGAR, DELTA, 대신증권 Research Center

표 5. 주요 지주회사들의 주주환원 정책 예측가능성

티커	기업명	배당 정책 및 자사주 소각 계획	밸류업 공시
A034730	SK	• 연간 주당 최소 배당금 5,000 원(보통주 기준) • 자산 매각 이익 등을 활용하여 시가총액의 1~2% 규모의 자기주식 매입 • 소각 또는 정기 배당 시 추가 배당금 지급	2024-10-28
A267250	HD 현대	• FY2025~FY2027 배당성향 70% 이상(별도 재무제표 당기순이익 기준. 단, 영업외에서 발생할 수 있는 일회성 손익은 배당성향 계산 시 제외 가능)	2024-12-16
A00150	두산	• FY2025~FY2027 보통주 발행주식 총수의 약 6% 이상을 매년 균등하게 소각	-
A003550	LG	• 별도 재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상 이익 제외)의 60% 이상	2024-11-22
A000880	한화	• 2026 년부터 최소 DPS 1,000 원 • 임직원 성과보상분 제외 보통주 자사주 즉시 소각, 제 1 우선주 전량 장외매수 및 소각	2026-01-14
A001040	CJ	• 별도 재무제표 기준 당기순이익(일회성 비경상이익 제외)의 70% 이상	-
A004800	효성	-	-

주: 음영 표시 기업(SK, 한화)은 배당 및 자사주 정책 모두 명문화
자료: 한국 ESG 연구소, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 이경연)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.