Daishin 증권

Quant Factor Check

배당주 투자는 방어적 투자가 아니다

권순호 soonho.kwon@daishin.com

Contents

I.	배당주 투자의 본질	05
II.	배당이 기업 밸류에이션에 미치는 영향	13
III.	배당투자 관련 지표와 투자전략	20
IV.	배당주에게 우호적인 정책의 방향성	25
V.	부록	31

Summary

Quant Factor Check
배당주 투자는 방어적 투자가 아니다

- 배당주 투자는 흔히 방어주이자 안정적인 현금흐름을 제공하는 투자로 인식됩니다. 그러나 실제 백테스트 결과를 보면, 코스피 주식시장과 유사한 위험 수준에서 오히려 더 높은 위험보상을 제공하는 것으로 나타납니다. 한편 Miller and Modigliani(1961)의 배당무관성 이론에 따르면, 완전시장 가정하에서는 배당정책이 기업가치나 투자자 가치에 직접적인 영향을 미치지 않습니다. 다만 현실에서는 배당 지급 시 배당소득세가 부과되기 때문에 자본차익 대비 상대적으로 불리한 측면이 존재합니다.

- 그럼에도 기업과 투자자가 배당에 주목하는 이유는, 일반주주 입장에서 배당이 기업 이익으로부터 실질적으로 확보할 수 있는 대표적인 현금 환원 수단이기 때문입니다. 일반주주는 기업의 의사결정에 미치는 영향력이 제한적이므로, 배당은 단순한 현금 지급을 넘어 주주환원 의지와 주주에 대한 신뢰의 표현으로 받아들여집니다. 이러한 특성으로 인해 배당은 사내유보를 통한 재투자보다 주주환원의 중요성이 부각되는 가치주 영역에서 더욱 중요한 의미를 가집니다. 결국 배당주 투자는 단순히 방어적 성격이나 현금흐름 확보에 초점을 둔 전략이라기보다, 기업이 주주에게 이익을 얼마나 환원할 것인가에 대한 신뢰를 바탕으로 한 투자라고 볼 수 있습니다.

- 실제 배당정책, 주주환원 정책이 기업의 밸류에이션(P/B)에 미치는 영향을 계량적으로 분석해보면 배당의 시그널 효과는 더욱 명확해 집니다. 가치주, 성장주 가릴 것 없이 배당을 시행하는 기업들은 시행하지 않는 기업들 대비 더 큰 밸류에이션을 가지는 것으로 나타났습니다. 다만, 배당수익률이 높아지는 것은 그 자체로 저평가 지표로 작용하여 P/B 밸류에이션이 자연스럽게 낮아지는 것을 확인 할 수 있습니다. 더불어, 정량적인 분석 뿐만 아니라 일회성 배당으로 인한 높은 배당수익률을 보이는 것과 같은 착시, 인색한 주주환원 정책으로 인한 구조적인 저평가 케이스들에서 볼 수 있듯이, 배당 정책에 대한 신뢰를 파악하기 위해서는 숫자로 보이는 수익률 너머의 고려할 성격들을 제시했습니다.

- 정책적인 방향은 여전히 배당주에게 우호적입니다. 배당소득 분리과세 시행 뿐만 아니라 구조적인 일반 주주에 대한 권익 확대가 정책적으로 진행 되고 있고 앞으로 발효될 내용이 남은 1, 2 차 상법개정의 내용들이 대기하고 있는 상황입니다. 배당주를 주주환원에 대한 신뢰의 시그널로 받아들인다면, 현재 코스닥으로 향해있는 정책적인 방향이지만, 점진적으로 개선 될 여지가 큰 주주환원 환경에 대한 관심을 가져야 할 시점이라 판단합니다. 3/17일 기준 이후에 배당소득 분리과세 요건을 충족할 것이라 예상되는 기업들을 첨부 하였으며, 올해 배당소득 분리과세 요건 충족 기업들이 기업가치제고 공시를 의무적으로 발표해야 하는 만큼 기업들의 배당액에 대한 하방은 더욱 견고하게 형성 될 것이라 전망합니다.

I. 배당주 투자의 본질

고배당 투자전략, 실제 성과는?

코스피 총수익률을 아웃퍼폼 하는 배당주 투자 ETF 성과

- 고배당주 투자는 안정적 현금흐름을 위한 투자? → 일부 맞지만 **본질은 다름**
- 결국 **같은 위험 수준에서 수익을 극대화**하기 위한 투자 전략
- 현재 AUM 1위 고배당 ETF의 NAV(배당 세전 재투자)는 KOSPI TR 지수를 **상회**
- 배당이 단순한 현금흐름이 아닌 **초과수익의 원천이** 될 수 있음을 보여주는 사례

고배당 ETF NAV vs KOSPI TF(2012.08~)

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

투자성과 비교(2012.08~2026.03)

지표	고배당 ETF	KOSPI TR
총수익률	+340%	+273%
연평균성장률	11.6%	10.2%
변동성(연)	14.4%	14.4%
샤프비율	0.81	0.71

변동성은 동일하나 수익률·샤프비율 모두 고배당 ETF가 우위 → 배당이 초과수익의 원천

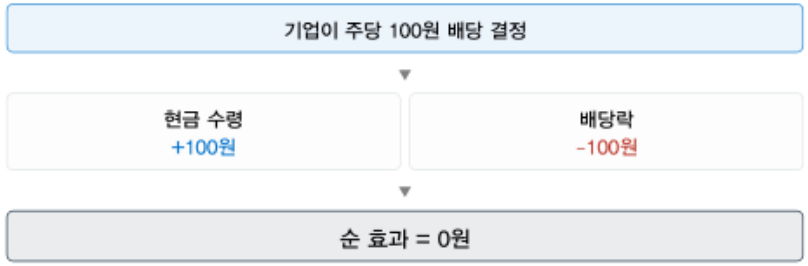
자료: 대신증권 Research Center

배당, 투자가치에 영향이 없다?

배당 무관련 이론에서 투자자에게 미치는 배당 영향은 없음, 현실적으로는 세금을 고려

- Miller & Modigliani(1961)의 **배당 무관련 이론**에 따르면, 완전자본시장에서 배당정책은 투자 가치에 영향을 미치지 않음
- 기업이 배당을 지급하면 그만큼 주가가 하락(배당락), 미지급 시 그 가치는 주가에 내재
- **현실에서는** 이론에서 다루지 않는 **세금 존재**, 주가 수익은 비과세(대주주 제외)이나, **배당소득에는 15.4% 원천징수 부과** → 배당은 **세금만큼 불리**
- 다만 2026년부터 **배당소득 분리과세 시행** → 기존 종합과세(최대 45%+α) 대신 최대 30% 분리과세 적용 (일정 요건 충족 상장사 한정)
- 세제 부담이 완화되었으나, 현실적으로 자본차익(비과세) 대비 배당수익은 **세금이라는 부담**을 안아야 함
- 그럼에도 기업과 투자자 모두 배당에 주목하고, 배당주 투자가 매력적인 **근본적인 이유**를 살펴볼 필요가 있음

배당 지급 시



자료: 대신증권 Research Center

투자성과 비교(2012.08~2026.03)

자료: 대신증권 Research Center

배당주 투자는 결국 주식투자다

배당의 본질 = '주주 환원'에 대한 신뢰

- **채권** = 정해진 이자를 받을 **계약상 권리** → 미지급 시 디폴트
- **주식** = 정해진 금액이 아닌, 이익 성장과 기업 규모 확대에 따라 주주가 보유한 **회사의 가치가 자연스럽게 상승**
- 그러나 실질적 의사결정 권한이 없는 **소액주주** 입장에서는, 이 가치 상승이 실제로 자신에게 돌아올 것이라는 **신뢰**가 없으면 투자 매력이 제한됨
- 주주환원이 이루어진다는 믿음이 있을 때 **밸류에이션 확대는** 자연스럽게 수반
- 실제 한국 시장에서는 이익창출능력이 있음에도 **유동자산이 시가총액보다 큰 기업이 존재** → 주주환원 부재 시 기업가치가 제대로 반영되지 않는 사례

채권 — 이자 지급 구조

자료: 대신증권 Research Center

주식 — 배당 지급 구조

자료: 대신증권 Research Center

배당은 '시그널'이다

'주주 환원에 대한 신뢰할 수 있는 정책을 가지고 있느냐'에 대한 시그널

- 배당은 기업이 벌어들인 이익을 주주에게 돌려준다는 **주주환원의 시그널**
- 가파른 이익 성장세를 보이는 기업은 보유 현금을 **향후 성장에 재투자**할 유인이 큼 → 배당보다 성장 내러티브가 밸류에이션을 주도
- 반면, 이익 성장이 제한적이나 **안정적 흐름**을 보이는 가치주 성격의 기업은 성장 스토리만으로 밸류에이션을 끌어올리기 어려움
- 이러한 기업들에게 주주환원 시그널은 **기업 이익이 실제로 주주에게 돌아올 수 있다**는 신뢰를 형성 → **밸류에이션 확대 요인**으로 작용
- 자연스럽게 배당주 투자는 가치주 투자로 귀결되는 경향

성장주와 가치주의 보유 현금 재투자/배당 유인

성장주	가치주
• 높은 이익 성장률	• 안정적이나 제한적 이익 성장
• 현금 → 재투자 우선	• 현금 → 주주환원 기대
• 밸류에이션 = 성장 기대감	• 밸류에이션 = 환원에 대한 신뢰
• 배당 시그널 영향 상대적으로 제한적	• 배당 및 자사주 소각을 통한 주주환원 의지가 밸류에이션 핵심 변수

핵심: 일정한 현금흐름, 저변동성은 배당주의 본질이 아닌 파생 성격. 본질은 주주환원 시그널을 통한 신뢰 형성과 밸류에이션 확대

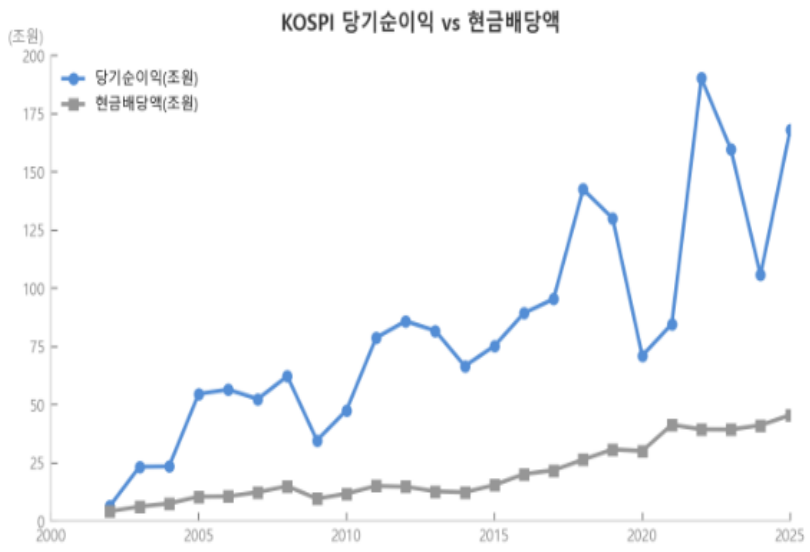
자료: 대신증권 Research Center

이익 변동성 vs 배당 변동성

이익 변동성은 크지만 배당의 변동성은 비교적 작다

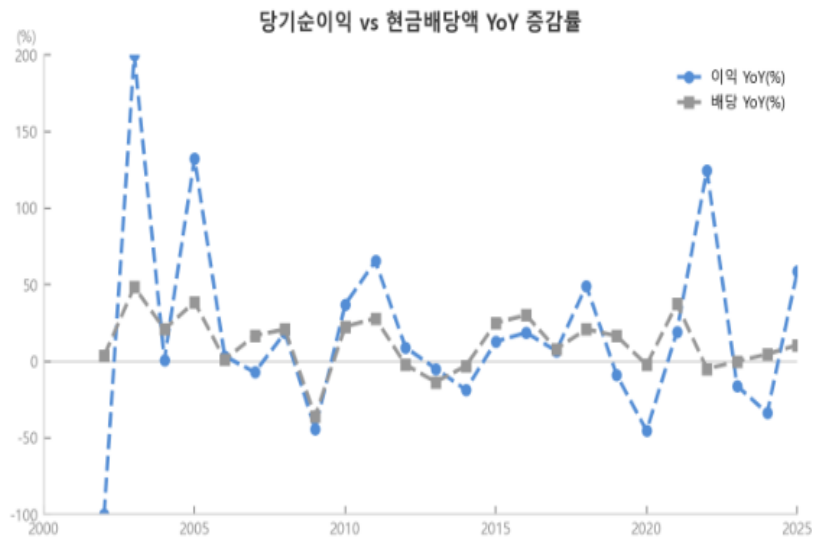
- 기업의 이익은 경기 사이클에 따라 **큰 폭으로 변동**하지만, 배당 총액은 상대적으로 **안정적**
- 이익이 급감하더라도 기업들은 배당을 유지하려는 경향 → **배당의 하방 경직성**
- 성장 내러티브가 부족하지만 이익 퀄리티가 높은 기업들은 주주의 요구가 **배당 확대 압력**으로 작용
- 결과적으로 배당주에서 나타나는 **일정한 현금흐름, 저변동성**은 이 구조의 산물

당기순이익 vs 현금배당액



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

YoY 증감률 비교



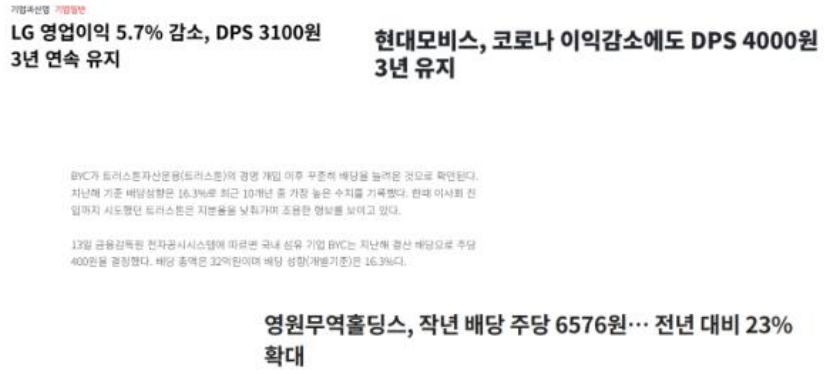
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

기업은 배당을 유지하려 한다

배당주에 대한 신뢰가 형성된 기업은 이익 감소에도 배당 낮추는 것에 대한 부담 존재

- 기업들은 이익이 감소하는 시기에도 **배당을 유지·확대**하려는 강한 경향이 있음
- 배당 삭감은 시장에 **부정적 시그널**을 보내기 때문에, 경영진은 가능한 한 기존 배당 수준을 방어
- 정말 회사 사정이 급격히 악화될 때를 제외하면, 배당은 **하방 경직적**으로 움직임
- 이는 배당주 투자자에게 **안정적 현금흐름**이라는 실질적 이점을 제공

이익 감소에도 배당 유지한 사례



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

극단적 상황에서의 배당 중단 사례

회사 사정이 급격히 악화된 극단적 상황에서만 배당 중단 → 그마저도 "예년 수준 회복" 의지를 함께 표명

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

II. 배당이 기업 밸류에이션에 미치는 영향

주주환원, 밸류에이션에 미치는 영향

배당 수익률의 크기보다, 배당 실행 여부가 더 큰 시그널

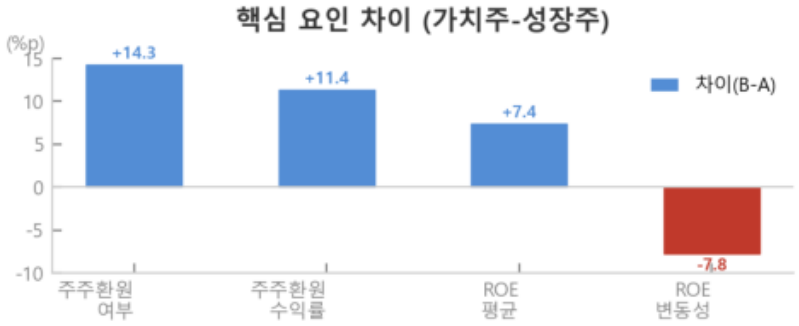
- 주주환원을 실행한 그룹이 평균적으로 **밸류에이션이 더 높은** 경향
- 다만, 주주환원율이 크다고 밸류에이션이 높아지지는 않음
- 오히려 과도한 환원은 밸류에이션이 **낮아지는** 모습
- 기업의 **성장 동력과 수익원에 필요한 자금**을 갉아먹을 수 있기 때문
- 핵심은 환원의 **크기**가 아닌, 환원한다는 **시그널** 자체
- 성장과 수익성을 유지, **돌려줄 부분은 돌려준다**는 균형 잡힌 메시지가 중요

주요 재무지표의 성장·가치주에 대한 밸류에이션 영향

항목	성장주(A)	가치주(B)	차이(B-A)
유동자산*	4.5%	7.9%	3.4%
ROE 평균***	-3.4%	4.0%	7.4%
ROE 변동성***	14.9%	7.1%	-7.8%
매출성장률***	10.8%	3.7%	-7.2%
영업이익증가율	-0.8%	-2.0%	-1.2%
CAPEX/매출	3.0%	3.2%	0.1%
레버리지	1.9%	-0.9%	-2.8%
주주환원 여부**	19.6%	33.9%	14.3%
주주환원수익률***	-17.3%	-5.9%	11.4%

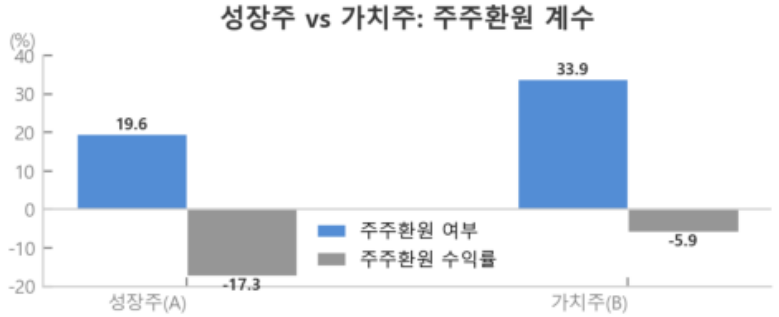
자료: 대신증권 Research Center
주: 각 항목이 성장주·가치주 밸류에이션(P/B)에 미치는 영향 | *p<0.1, **p<0.05, ***p<0.01

핵심 요인 차이(가치주-성장주, B-A)



자료: 대신증권 Research Center

주주환원 여부/ 주주환원율에 따른 밸류에이션 효과



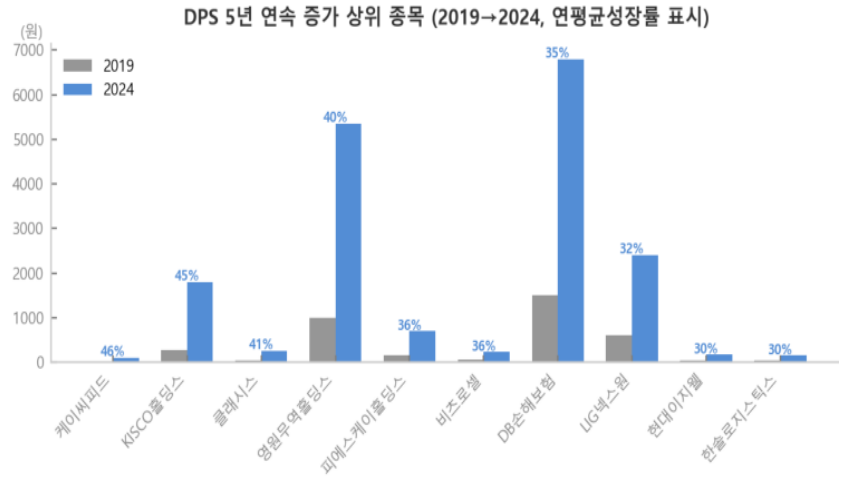
자료: 대신증권 Research Center

좋은 배당주의 조건

수익성 보존, 배당 점진적 확대로 주주환원 신뢰 형성

- 배당을 **조금이라도 하는** 기업의 PBR은 성장주·가치주 가릴 것 없이 **더 높음**
- 단, 배당수익률이 높다고 좋은 것은 아님 → **배당 함정** 주의
- 핵심은 **이익이 견고하게 성장**하면서 주주환원도 함께 확대되는 기업
- DPS가 꾸준히 증가하고, ROE가 견고하게 유지되는 기업이 진정한 배당 매력주
- 배당주는 예금·채권이 아닌 주식투자 — 기업의 수익성이 뒷받침되어야 함

DPS 5년 연속 증가 상위 종목



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

DPS 연속증가 & 견고한 ROE 사례

종목	DPS '19	DPS '24	연평균성장률	ROE	배당성향
DB손해보험	1,500	6,800	35%	19%	28%
삼성화재	8,500	19,000	17%	13%	29%
기아	1,000	6,500	45%	19%	26%
영원무역홀딩스	1,000	5,350	40%	12%	35%
클래시스	46	257	41%	27%	31%
LIG넥스원	600	2,400	32%	20%	30%
한국타이어앤테크	550	2,000	29%	10%	25%
파마리서치	300	1,100	30%	19%	28%

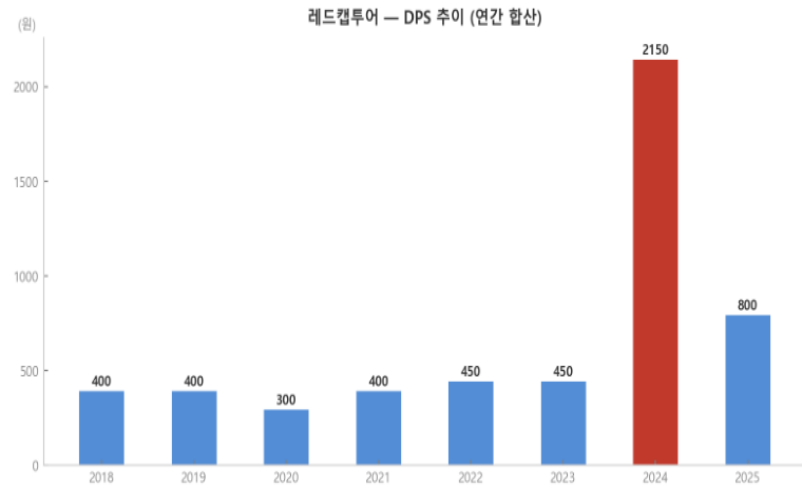
자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

사례 1: 높은 배당수익률의 함정(감액배당)

이익대비 177%를 현금배당. 감액배당으로 인한 비과세 효과를 누리기 위한 일시적 현상

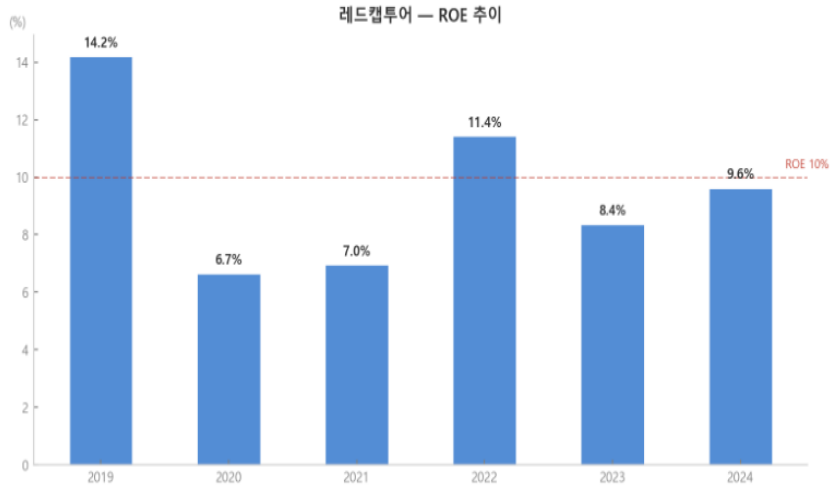
- 감액배당 제도를 활용해 **세금 없이** 이익의 수 배를 배당에 사용. 2024년 DPS **4.8배** 급등 (450→2,150원)
- 배당성향 177% — 벌어들인 이익보다 **훨씬 많은 금액**을 배당으로 지급. ROE 9%로 양호한 수준이나 24년 배당은 지속 가능하지 않은 규모
- 23년 대비 25년 배당 확대는 주목하나 **1회성 감액배당**에 의한 착시 유의. PBR 0.88x로 시장도 프리미엄 미부여

그레드캡투어 – DPS 추이



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

그레드캡투어 – ROE 추이



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

사례 2: 현금 부자이지만 밸류에이션은 바닥

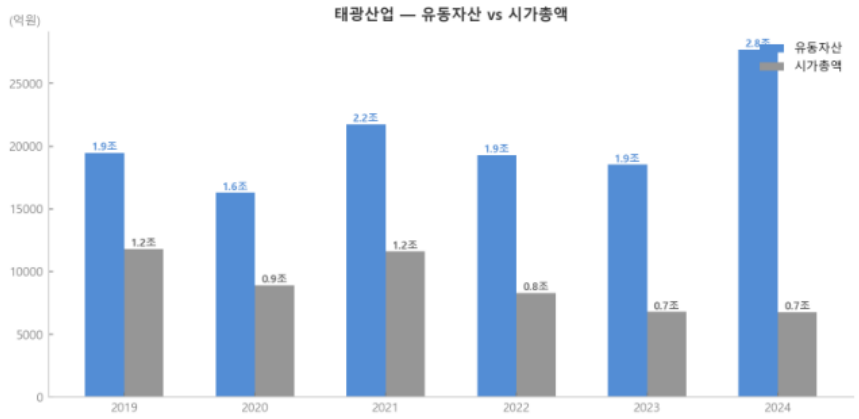
주주환원 정책에 대한 불신, 회사 유동성자산-부채 규모보다도 작은 시가총액

- 유동자산 풍부(2.8조), ROE 5%로 양호하나 **PBR 0.24배** — 유동자산이 시총(0.7조)의 4배. 부채 7천억 수준
- 2019년 이후 24년 배당까지 DPS **1,750원 동결**. 자사주 소각 요구에 **EB 발행**으로 대응
- 사업분할·상속 등 **거버넌스 이슈**. 대주주 트러스톤자산운용의 가처분 신청 및 시장 반발로 11월 EB 철회
- 2026년에는 소각 포함 **주주친화 정책으로 일부 선회** → 현재 시총 1.1조로 회복. 그러나 여전히 유동자산 대비 크게 저평가

태광산업-DPS추이

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

태광산업-유동자산 vs 시가총액



자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

핵심: 주주환원의 질이 중요하다

고배당주 선별 시 일시적 고배당 착시와 구조적인 저평가 요인들을 고려할 필요

- 배당수익률이 높은 기업 = 좋은 배당주가 아님. 이익 대비 과도한 배당은 지속 불가 (사례 A: 레드캡투어)
- 현금이 많은 기업 = 주주가치가 높은 기업이 아님. 환원 의지가 없으면 밸류 트랩 (사례 B: 태광산업)
- 진정한 배당 매력주 = 이익이 견고하고, 배당이 꾸준히 성장하며, 주주환원 정책이 명확한 기업

높은 배당수익률 ≠ 좋은 배당주

견고한 이익 + 지속 가능한 주주환원 정책 = 밸류에이션 상승

구분	이익 퀄리티	배당 지속성	밸류에이션	투자 판단
견고한 이익 + 적극 환원	높음	높음	상승	✓ 투자 매력
과도한 배당 (이익 초과)	보통	낮음	정체	주의 필요
현금 보유만, 환원 없음	높음	없음	하락	밸류 트랩

배당주 투자의 핵심은 수익률 숫자가 아니라 기업의 이익 퀄리티와 환원 의지를 함께 보는 것

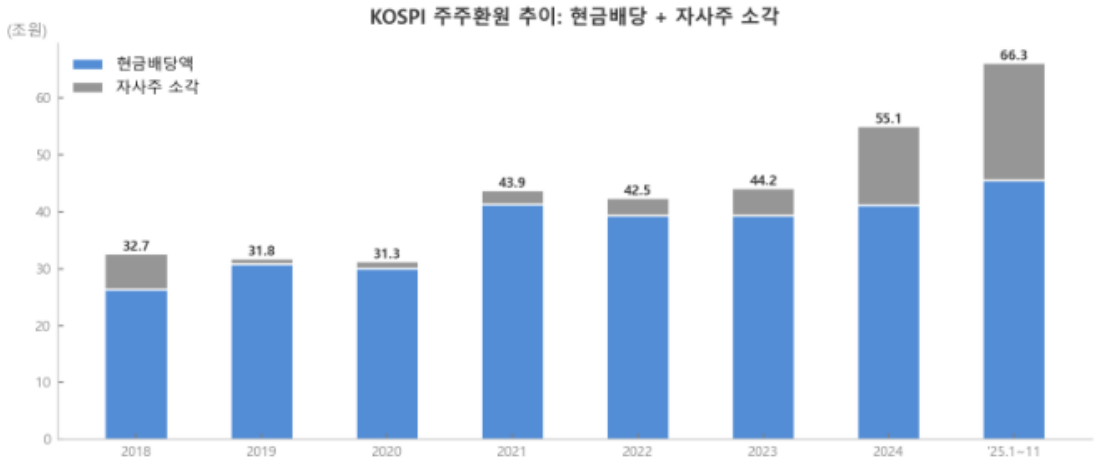
자료: 대신증권 Research Center

참고: 자사주 소각, 또다른 주주환원의 축

2022년 이후 급격한 확대, 상법 3차 개정안으로 주주환원 방안으로의 투명성 확대

- 2020년대 들어 **자사주 매입·소각**이 배당과 함께 주주환원의 핵심 수단으로 자리잡음
- 대표적 선두주자 **메리츠금융지주** — 2023년부터 기업가치제고계획을 공시
- 배당 확대 + 자사주 소각을 병행하며 **주주환원율 50%** 이상을 목표로 제시
- 배당소득 과세 특례 대상 기업 기업가치제고계획 공시 의무화 흐름과 맞물려, 향후 더 많은 기업이 동참할 것으로 기대
- 기업가치제고계획을 통해 실적 공시·애널리스트 추정치뿐만 아니라 회사가 스스로 목표하는 **성장 전략과 주주환원 로드맵**을 확인할 수 있음

KOSPI 주주환원 추이: 현금배당 + 자사주 소각



자료: 금융감독원(DART), 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

III. 배당투자 관련 지표와 투자전략

배당수익률, 타이밍 변수로 활용

과거 및 예상되는 배당 규모 대비 주가가 상승하면 배당 수익률은 하락(고평가)

- 배당을 꾸준히 하는 기업의 고평가·저평가를 판단하는 데 **배당수익률**이 유용한 타이밍 변수
- 배당수익률 = 1주당 배당금 / 주가 → DPS가 안정적이면 **주가에 의해 배당수익률이 결정**
- 주가가 하락하면 배당수익률 상승(저평가), 주가가 상승하면 배당수익률 하락(고평가)
- 해당 종목의 **역사적 배당수익률 밴드**와 비교하면 현재가 싼지 비싼지 판단 가능

주가 하락 시

▲

배당 수익률 ↑

- 배당수익률 **상승** → 저평가 신호
- 역사적 밴드 상단 진입
- **매수 기회**로 활용 가능
- 펀더멘털 훼손 여부 반드시 확인

배당수익률 = $\frac{\text{주당배당금}}{\text{주가}}$

주가 상승 시

▼

배당 수익률 ↓

- 배당수익률 **하락** → 저평가 신호
- 역사적 밴드 하단 진입
- **차익 실현** 검토 시점
- 구조적 재평가 가능성도 고려

전제조건: 꾸준히 배당하는 기업에 한해 유효. DPS가 불안정하거나 배당 정책이 급변하는 기업에는 적용이 어려움

자료: 대신증권 Research Center

배당수익률 밴드, 실전 백테스트

소제목

- 고배당 ETF에 주로 편입되는 **20종목** 대상, 종목별로 배당수익률이 **역사적으로 쌀 때 사고, 비쌀 때 파는** 전략 검증
- 주식을 보유하지 않는 기간에는 **MMF(단기채)에 예치**하여 현금도 수익 발생
- 배당 재투자 포함 시 B&H 12.3%, 타이밍 11.4%로 근접. **샤프비율은 타이밍이 0.87로 B&H(0.73) 대비 19% 우위**
- 배당수익률 밴드는 **같은 종목을 더 좋은 타이밍에 매수**할 수 있는 보조 지표로 유효 (상세 방법론은 부록 참고)
- 본 분석에는 일부 생존편향이 존재할 수 있으나, 수익성과 주주환원 정책을 갖춘 **우량 고배당주 선별**을 통해 시장 초과수익률 달성이 가능함을 시사

포트폴리오 누적수익률 비교

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 | 상세 방법론 및 종목 리스트는 부록 참고

백테스트 성과 요약

지표	타이밍+배당	B&H+배당	KOSPI TR
연평균수익률	11.4%	12.3%	10.2%
샤프비율	0.87	0.73	0.61
승률 vs B&H	60%	—	—
주식 투자비중	54%	100%	100%

54%만 투자해도 B&H에 근접한 수익률, 샤프비율 19% 우위. 배당 재투자 시 고배당 20종목 모두 KOSPI TR 상회

자료: 대신증권 Research Center

잊혀진 고배당주 — 배당주도 주식이다

이익이 급격히 무너지면, 배당 의지가 있어도 시행하기가 힘들다

- 과거 대표 배당주로 회자됐으나, 기업의 **수익성·성장성이 훼손**되면서 배당 투자 논리가 크게 약화된 사례들
- 배당주 투자도 결국 **주식투자** — 기업 펀더멘털이 무너지면 배당 매력도 함께 사라짐

과거 대표 배당주, 현재 배당 논리가 훼손된 종목

종목	유형	DPS '24	EPS '24	PBR	배당 논리 훼손 사유
SK이노베이션	실적 악화	0원	적자	0.5x	'25 순손실 5.4조 → 결산배당 중단
S-Oil	업황 붕괴	1,500	적자	0.8x	배당성향 60%→21%. '24 적자전환
한온시스템	실적 악화	0원	적자	1.1x	26년 연속 배당 끊김('25). 차입 부담
한샘	대주주 배당	0원	적자	1.2x	PEF 인수 후 과도한 배당 → 배당 중단
한국가스공사	정책 리스크	1,154	3,200	0.3x	DPS 축소. 영업이익 60%↓
GKL	실적 악화	500	적자	1.5x	'25 4Q 적자. 배당 매력 약화
LG화학	업황 붕괴	1,000	적자	0.7x	배당총액 10분의 1로. 순손실 1.6조
롯데지주	구조적 부진	1,100	적자	0.2x	계열사 부진 → 순손실 1조. FCF 부족

배당주도 주식이다. 이익·성장성이 훼손되면 배당은 축소·중단되고 주가도 동반 하락. 배당수익률만 보고 투자하는 것은 위험

자료: 언론사 종합, 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

좋은 배당주를 찾는 4가지 체크포인트

주주환원에 대한 신뢰를 확인하는 정성적, 정량적 방법

1

주주환원 공시

- 중기 주주환원 계획 발표
- 배당정책 명문화
- 자사주 매입/소각 병행

2

꾸준히 상승하는 DPS

- 1주당 배당금 연속 증가
- 배당성향 안정적 유지
- 이익 성장과 동행

3

역사적 배당수익률

- 현재 배당수익률 vs 과거 밴드
- 상단 진입 = 저평가
- 고평가 · 저평가 판단 기준

4

기업 수익성과 성장 내러티브

- ROE 등 수익성 지표 견고 여부
- 최소한의 성장 스토리 보존
- 펀더멘털 훼손 시 배당 매력 소멸

주주환원 공시 + 상승하는 DPS + 역사적 고배당수익률 + 견고한 수익성 = 매력적인 고배당주

세부 종목 리스트는 부록 1 (백테스트 대상 20종목), 부록 3 (DPS 연속 증가 종목) 참고

IV. 배당주에게
우호적인 정책의 방향성

자본시장 개선 및 주주친화 정책 방향

인적, 물적 분할로 인한 일반 주주 보호부터 상법 개정 까지

- 고배당 ETF가 KOSPI TR을 상회하기 시작한 '23년 전후 자본시장 개선·주주친화 정책을 지속적으로 발표
- 모든 정책이 고배당주에 직접 영향을 끼쳤다 보기는 어려우나, **주주환원에 대한 신뢰**가 있는 배당주가 정책에 반응했을 가능성
- 정책적 관심이 코스닥으로 이동했지만, **상법 개정의 본격적 영향**은 점진적으로 나타날 가능성이 큼

주요 자본시장 개선 및 주주친화 정책 (2022~2026)

시점	정책	핵심 내용
2022.09	물적분할 주주보호	물적분할 후 자회사 상장 시 일반주주 보호 3중 장치(상장심사·공시·주식매수청구권)
2023.01	배당절차 개선	배당액 먼저 확정 후 배당기준일 설정 → 깜깜이 배당 해소
2023.01	외국인 접근성 제고	외국인 투자자 등록제 폐지, 영문공시 확대, 통합계좌 편의 제고
2023.11	공매도 전면 금지	전 종목 공매도 금지 후 제도 전면 재설계 착수
2023.12	내부자거래 사전공시	임원·주요주주 대규모 주식거래 사전 공시 의무화
2024.02	기업 밸류업 프로그램	기업가치 제고계획 가이드라인 공개, 코리아 밸류업 지수 발표
2024.06	자사주 제도개선	인적분할 시 자사주 신주배정 제한, 보유·처분 공시 강화
2024.12	자본시장법 개정	합병·분할 등 자본거래 시 주주이익 보호 원칙 강화. CB 건전성 제고
2024.12	배당·공시 법 개정	분기배당 깜깜이 해소, 사모 CB 공시 사각지대 축소
2024.12	자사주 시행령 개정	자사주 보유·처분 공시 강화, 인적분할 시 자사주 신주배정 제한 시행
2025.07	상법 1차 개정 공포	이사 충실의무 확대(즉시 시행). 독립이사·감사위원 정비는 시행 유예
2025.09	상법 2차 개정 공포	집중투표 배제 금지, 감사위원 분리선출 확대. 공포 후 1년 시행 유예
2025.12	배당소득 분리과세	고배당기업 배당소득 과세특례 신설. 밸류업 공시와 연계
2026.01	분리과세 시행	2026.01.01 이후 지급 배당부터 적용. '25 결산배당도 대상
2026.03	상법 3차 개정	자사주 취득 후 1년 내 소각 의무화. 즉시 시행. 기존 보유분 1년 6개월 유예
2026.07	상법 1차 시행	독립이사 의무비율 강화, 감사위원 대주주 의결권 제한 정비 발효
2026.09	상법 2차 시행	집중투표 배제 금지, 감사위원 분리선출 확대 발효

법이 바뀐다고 시장이 바로 바뀌지는 않음. 그러나 일관된 방향성(주주보호 → 밸류업 → 상법개정 → 분리과세 → 자사주 소각)이 구조적 변화의 시그널

자료: 언론사 종합, 금융위원회, 법제처, 대신증권 Research Center

삼성전자도 반응한 분리과세

지분율이 큰 주주에게 유인, 방향은 전체 주주에게 이익이 되는 경향

- **시가총액 1위** 삼성전자도 분리과세 요건 충족을 위해 특별배당 실시
- '25년 결산배당 공시 888건 중 **400건(45%)**이 분리과세 요건 충족
- '24년 287건(24%) 대비 거의 **2배** — 기업들이 법규에 **예민하게 반응**
- 소액주주 보다는 지분율이 큰 주주에게 경제적유인.
- 다만, 기업의 배당정책 변화는 전체 주주에게 이익이 되는 방향
- 분리과세 요건 유지 여부에 대한 시장 모니터링 강화 전망

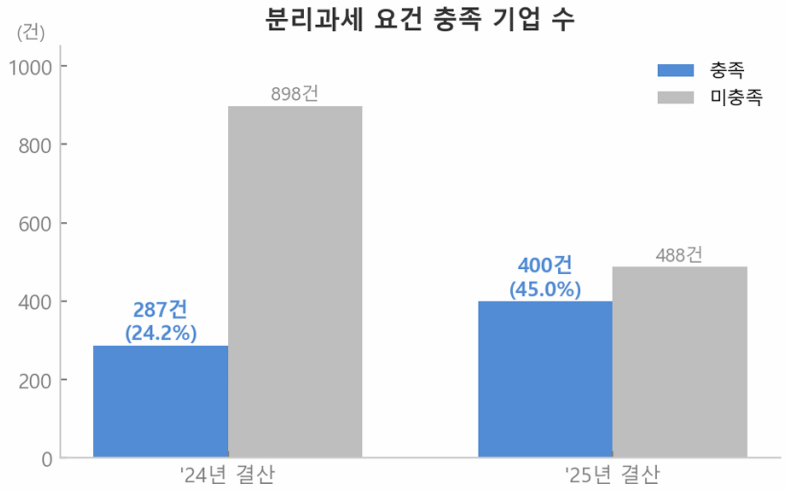
삼성전자 특별배당

홈 > FOCUS > 기업

삼성전자, 4분기 1.3조 특별배당...배당소득 분리과세 시대 '주주환원 카드' 꺼냈다

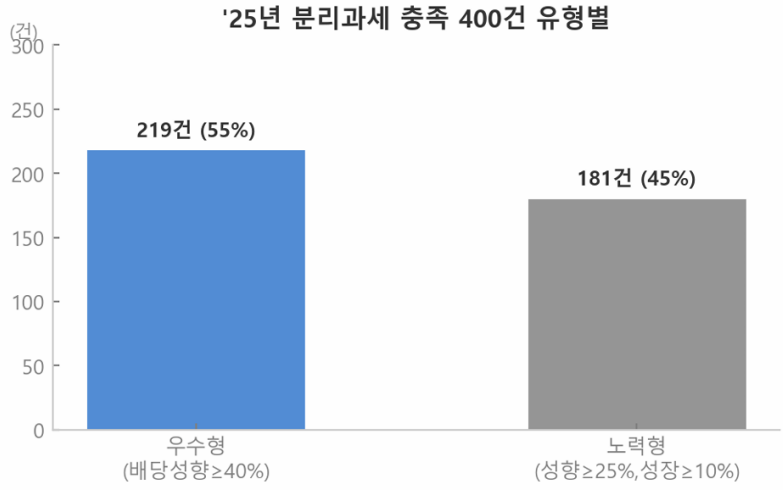
자료: 대신증권 Research Center

분리과세 충족 기업 수



자료: 리더스인덱스, 언론사 종합, 금융감독원(DART), 대신증권 Research Center

충족 기업 유형별 분류



자료: 대신증권 Research Center

분리과세 대상: 3/18 이후 배당락 예정 (1/2)

공시, 확정치 및 애널리스트 컨센서스로 추정한 결산 배당 분리과세 대상 기업

25년 결산배당 분리과세 대상 — 배당락 예정 전체 64개사 (1/2)

종목명	유형	배당성향(25E,%)	배당성장률(%)	권리락일
삼성화재	우수형	41.1	2.6	03/26
NH투자증권	우수형	51.1	48.1	03/30
LG	우수형	64.9	0.0	03/30
DB손해보험	노력형	31.1	12.9	03/26
현대글로비스	노력형	25.1	56.8	03/30
포스코인터내셔널	우수형	51.3	19.4	03/30
삼성카드	우수형	46.3	0.0	03/25
LG유플러스	우수형	53.7	0.7	03/30
한국타이어앤테크놀로지	노력형	25.5	15.0	03/30
LG전자	노력형	25.4	34.8	03/30
서울보증보험	우수형	85.5	0.0	04/02
LG씨엔에스	우수형	40.7	22.9	03/30
오리온	노력형	33.6	40.0	03/30
에스엘	우수형	41.4	130.8	03/19
미스토홀딩스	우수형	43.6	51.7	03/26
한국앤컴퍼니	노력형	29.8	10.0	03/30
코리안리	노력형	32.6	10.7	03/31
한화	노력형	27.2	37.0	03/30
한화시스템	노력형	37.6	42.9	03/26
아모레퍼시픽	노력형	36.3	10.2	03/30
SK가스	노력형	34.0	12.9	03/26
LS	노력형	25.3	51.5	03/30
이마트	우수형	49.2	25.0	03/31
LIG넥스원	노력형	25.3	23.2	03/30
이노션	우수형	51.2	0.0	03/24
세아베스틸지주	우수형	62.4	0.0	03/26
아모레퍼시픽홀딩스	노력형	30.5	18.1	03/30
코스맥스	우수형	64.9	43.5	03/30
롯데칠성	우수형	72.4	0.0	03/30
달바글로벌	우수형	41.1	828.6	04/02
NICE평가정보	노력형	35.5	10.7	03/30
빙그레	우수형	52.5	0.0	03/18

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center | 25년 실적 기준(확정+추정). 이미 배당락 완료 137개사는 부록 4 참고

분리과세 대상: 3/18 이후 배당락 예정 (2/2)

공시, 확정치 및 애널리스트 컨센서스로 추정한 결산 배당 분리과세 대상 기업

25년 결산배당 분리과세 대상 — 배당락 예정 전체 64개사 (2/2)

종목명	유형	배당성향(25E,%)	배당성장률(%)	권리락일
롯데웰푸드	우수형	40.4	0.0	03/30
대덕전자	우수형	52.9	25.0	03/30
GKL	우수형	54.4	46.8	03/27
한세실업	우수형	42.3	20.0	03/30
현대차증권	노력형	39.6	62.6	03/30
SK케미칼	우수형	50.1	0.9	03/30
현대그린푸드	노력형	25.2	98.2	04/02
풍산홀딩스	노력형	29.2	12.1	03/24
에코마케팅	우수형	50.6	22.1	미정
한국자산신탁	노력형	28.0	50.0	03/30
하이록코리아	노력형	31.6	12.4	03/30
컴투스	우수형	47.9	0.2	03/31
코미코	노력형	28.3	38.8	03/30
씨앤씨인터내셔널	우수형	95.8	36.3	미정
디지털대성	우수형	59.8	1.8	03/30
한솔제지	우수형	105.7	0.0	03/30
에이블씨엔씨	우수형	80.7	3.2	03/31
휴온스	노력형	25.5	44.6	04/02
롯데이노베이트	우수형	112.1	0.0	03/30
HDC랩스	우수형	79.9	0.0	03/30
고영	우수형	63.0	0.3	03/27
HS애드	우수형	51.3	0.0	03/30
JW생명과학	노력형	30.3	10.0	03/31
인바디	노력형	26.1	58.7	03/30
신세계 I&C	노력형	26.0	30.2	03/30
NICE인프라	우수형	63.4	12.0	03/30
제주은행	노력형	27.1	17.6	03/30
인크로스	노력형	30.0	23.1	03/31
에프앤가이드	노력형	30.0	18.2	03/30
방림	노력형	33.5	14.4	미정
모델솔루션	노력형	26.5	33.4	03/30
풍강	우수형	95.6	0.0	미정

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center | 25년 실적 기준(확정+추정). 이미 배당락 완료 137개사는 부록 4 참고

정책으로 인한 배당주 투자 시사점

구조적 변화는 진행 중

- '25년 상법개정 관련 뉴스에 따른 **테마 움직임**이 나타나기도 했으나, 정책의 효과는 기업의 **실질적인 변화**와 함께 **점진적으로** 나타날 것으로 전망
- 상법 1~3차 개정, 배당소득 분리과세, 자사주 의무소각까지 — **일관된 방향성**이 핵심
- 단기적 테마가 아닌, 기업의 주주환원 문화가 **구조적으로 자리잡는 과정**에 주목
- 좋은 배당주에 대한 관심과 투자 → 기업으로 하여금 주주환원을 고민하게 만드는 **선순환**
- 시장 전체의 **'주주환원'에 대한 신뢰**는 성장주·가치주 모두에 대해 **밸류에이션 상승 요인**으로 작용

상법 개정
1~3차 완료 ('25.07~)

분리과세
시행중 ('26.01~)

자사주 소각
의무화 ('26.03~)

IV. 부록

- 배당수익률 백테스트 대상 종목
- 백테스트 방법론
- 기배당(배당락일 경과) 배당 분리과세 종목
- DPS 5년 연속 증가 종목

부록 1: 배당수익률 타이밍 백테스트 대상 종목

고배당 ETF 핵심 편입 20종목 (백테스트 대상)

No.	종목	업종	No.	종목	업종
1	기아	자동차	11	KT	통신
2	NH투자증권	증권	12	현대엘리베이터	산업재
3	우리금융지주	은행	13	삼성화재	보험
4	하나금융지주	은행	14	메리츠금융지주	금융
5	DB손해보험	보험	15	키움증권	증권
6	현대차	자동차	16	SK텔레콤	통신
7	KB금융	은행	17	삼성카드	금융
8	신한지주	은행	18	KT&G	소비재
9	기업은행	은행	19	롯데쇼핑	유통
10	삼성증권	증권	20	LX인터내셔널	무역

- 국내 주요 고배당 ETF(PLUS 고배당주, RISE 대형고배당10TR, SOL 금융지주플러스고배당 등) 구성종목 중 **반복 편입** 기준 선정
- 금융(은행·증권·보험) + 자동차가 핵심 축, 통신·소비재 등 업종 분산

자료: 각 ETF 운용사, 대신증권 Research Center

부록 2: 백테스트 방법론

소제목

- **대상**: 고배당 ETF 핵심 편입 20종목, 2010년 1월 ~ 2026년 3월, 월말 리밸런싱
- **배당수익률**: TTM(최근 4분기 합산) 기준, 에프엔가이드 Quantiwise
- **타이밍 신호**: 각 종목별 5년(60개월) 롤링 Z-Score
- Z-Score = (현재 배당수익률 − 5년 평균) / 5년 표준편차
- **Z > +2** → 매수, **Z < −2** → 매도
- **배당 수익 반영**: 분기배당은 1개월 후, 결산배당은 익년 4월에 DPS/주가로 재투자
- **비투자 구간**: CP91일물(MMF) 금리 적용 **+ 배당락 전일 매수, 배당락일 종가 매도**로 배당 캡처
- **벤치마크**: B&H+배당(동일 20종목, 배당 재투자), KOSPI TR(배당 포함 지수)
- **포트폴리오**: 20종목 동일비중(1/20), 종목별 독립 신호
- **한계**: 거래비용·슬리피지 미반영, 구조적 재평가 국면에서 기계적 매도의 한계

자료: 에프엔가이드 Quantiwise, 대신증권 Research Center

부록 3: 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료 주요 종목

25년 결산배당 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료

종목명	유형	배당성향(25E,%)	배당성장률(%)	권리락일
삼성전자	노력형	25.1	13.2	12/29
KB금융	노력형	27.1	31.7	02/26
신한지주	노력형	25.1	14.6	02/19
하나금융지주	노력형	28.0	10.2	02/26
우리금융지주	노력형	31.8	12.1	02/26
삼성생명	우수형	41.3	17.8	12/29
HD한국조선해양	우수형	40.1	141.2	02/26
HMM	노력형	35.1	24.9	02/26
KT&G	우수형	57.6	6.6	02/26
KT	노력형	33.6	18.2	02/24
HD현대중공업	우수형	40.1	205.6	02/26
고려아연	우수형	52.2	19.3	12/29
한화에어로스페이스	노력형	25.9	126.3	12/29
삼성증권	노력형	35.0	14.3	12/29
키움증권	노력형	27.1	46.5	12/29
GS	노력형	36.3	11.1	02/26
HD현대	노력형	29.4	11.1	02/26
HD현대일렉트릭	노력형	34.9	32.7	02/26
BNK금융지주	노력형	28.1	10.5	02/26
카카오뱅크	우수형	47.3	27.8	02/26
JB금융지주	노력형	30.0	12.4	02/26
삼성전기	노력형	25.2	30.5	12/29
HD현대마린솔루션	우수형	65.7	25.6	02/26
삼성E&A	노력형	25.1	19.7	12/29
제일기획	우수형	60.0	0.0	12/29
동서	우수형	77.6	28.1	12/29
iM금융지주	노력형	25.3	35.1	02/26

자료: 각 ETF 운용사, 대신증권 Research Center | 25년 실적 기준(확정+추정). 총 137개사 배당락 완료

부록 3: 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료 주요 종목

25년 결산배당 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료

종목명	유형	배당성향(25E,%)	배당성장률(%)	권리락일
에스원	우수형	60.6	18.5	12/29
F&F	노력형	25.3	58.4	12/29
이지홀딩스	우수형	135.7	444.4	03/09
효성	노력형	25.3	66.7	12/29
팬오션	노력형	26.6	25.0	12/29
한미반도체	노력형	26.8	11.1	03/05
한일시멘트	우수형	77.8	6.2	12/29
LX인터내셔널	우수형	50.7	0.0	02/26
넷마블	노력형	30.0	110.1	02/26
클래시스	우수형	49.4	287.0	12/29
리노공업	우수형	42.3	33.3	12/29
케이카	우수형	111.5	5.0	12/29
한전기술	우수형	53.3	34.8	12/29
하이트진로	우수형	45.0	0.0	12/29
쿠쿠홀딩스	노력형	31.7	29.2	12/29
씨젠	우수형	95.5	24.8	12/29
유한양행	노력형	32.7	19.7	02/26
SNT홀딩스	노력형	33.8	90.1	12/29
GS건설	우수형	45.4	66.7	02/26
SNT다이내믹스	우수형	67.1	41.9	12/29
SNT모티브	우수형	58.2	98.2	12/29
코오롱인더	우수형	105.2	0.0	03/12
TKG휴켐스	우수형	64.1	0.0	02/26
산일전기	노력형	25.8	197.6	12/29
SOOP	노력형	37.4	125.3	12/29
한국기업평가	우수형	141.6	102.6	02/26
동진쎄미켐	노력형	33.7	224.8	12/29

자료: 각 ETF 운용사, 대신증권 Research Center | 25년 실적 기준(확정+추정). 총 137개사 배당락 완료

부록 3: 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료 주요 종목

25년 결산배당 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료

종목명	유형	배당성향(25E,%)	배당성장률(%)	권리락일
한국단자	노력형	27.8	42.6	12/29
메가스터디교육	노력형	36.4	92.5	03/13
노바텍	우수형	140.6	93.7	12/29
에스에프에이	우수형	48.8	205.1	12/29
HD건설기계	노력형	26.5	198.8	02/26
골프존	우수형	58.0	0.0	12/29
INVENI	노력형	27.6	40.1	02/26
에이스침대	우수형	41.8	67.3	12/29
피에스케이홀딩스	노력형	27.2	54.3	12/29
엠앤씨솔루션	우수형	48.5	68.3	12/29
SNT에너지	노력형	26.9	130.0	12/29
웹젠	우수형	84.7	130.2	12/29
피에스케이	노력형	26.9	70.0	12/29
인카금융서비스	노력형	25.1	274.6	12/29
모토닉	우수형	63.3	31.7	12/29
다올투자증권	우수형	43.0	47.8	03/17
엠씨넥스	노력형	31.4	20.1	12/29
KG이니시스	노력형	30.9	20.0	12/29
미원에스씨	노력형	25.2	26.7	02/25
파트론	우수형	52.9	1.3	12/29
해성디에스	우수형	64.8	12.5	12/29
테스	노력형	25.1	43.2	12/29
드림텍	우수형	190.6	10.3	12/29
AJ네트웍스	우수형	50.1	22.2	02/24
아이비김영	우수형	66.7	899.9	03/13
스톰테크	우수형	117.9	77.9	12/29
티앤엘	노력형	27.6	98.6	12/29

자료: 각 ETF 운용사, 대신증권 Research Center | 25년 실적 기준(확정+추정). 총 137개사 배당락 완료

부록 3: 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료 주요 종목

25년 결산배당 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료

종목명	유형	배당성향(25E,%)	배당성장률(%)	권리락일
네오팜	우수형	42.0	25.0	12/29
교촌에프앤비	우수형	65.7	76.4	02/26
진양홀딩스	우수형	61.5	0.0	12/29
국도화학	우수형	51.2	123.1	03/06
한라IMS	노력형	36.7	116.4	12/29
RFHIC	노력형	35.6	298.9	12/29
기가비스	우수형	73.1	0.0	12/29
삼진제약	우수형	59.2	3.3	12/29
화승인더	우수형	51.0	0.0	12/29
유나이티드제약	노력형	26.1	46.1	12/29
폰드그룹	노력형	27.1	12.0	12/29
KG모빌리언스	노력형	34.3	12.2	12/29
효성ITX	우수형	57.8	0.0	12/29
인터로조	우수형	64.3	120.8	12/29
이지바이오	노력형	28.7	25.0	03/09
KH바텍	노력형	38.0	10.4	12/29
대한유화	노력형	25.3	30.0	12/29
KT나스미디어	우수형	71.9	0.0	02/26
디어유	우수형	40.2	47.0	03/12
제이브이엠	노력형	26.4	30.0	12/29
고스트스튜디오	우수형	85.1	17.0	12/29
정상제이엘에스	우수형	88.8	0.0	12/29
고려신용정보	우수형	53.2	12.7	12/29
유비쿼스	노력형	28.7	171.8	12/29
에이플러스에셋	노력형	34.1	50.0	12/29
디아이	노력형	35.0	150.0	12/29
동아에스티	우수형	90.5	2.2	03/10

자료: 각 ETF 운용사, 대신증권 Research Center | 25년 실적 기준(확정+추정). 총 137개사 배당락 완료

부록 3: 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료 주요 종목

25년 결산배당 분리과세 대상 — 이미 배당락 완료

종목명	유형	배당성향(25E,%)	배당성장률(%)	권리락일
코메론	노력형	27.3	133.4	12/29
뷰웍스	노력형	28.2	12.4	12/29
비엠티	노력형	30.8	161.1	12/29
한솔로지스틱스	노력형	35.4	33.3	12/29
큐알티	우수형	140.2	0.0	12/29
에스피지	우수형	43.4	66.6	12/29
삼화콘덴서	우수형	47.2	1.3	12/29
모두투어	우수형	40.8	15.5	12/29
잇츠한불	노력형	28.8	10.0	12/29
진양산업	우수형	67.0	27.4	12/29
테크윙	우수형	63.6	0.0	12/29
위즈	우수형	93.3	6.3	12/29
아스테라시스	노력형	38.2	278.8	12/29
동운아나텍	우수형	190.9	166.4	12/29
태양	노력형	26.9	100.0	12/29
상아프론테크	우수형	89.1	0.0	12/29
서울평가정보	우수형	47.4	33.3	12/29
네오티스	우수형	72.3	0.0	12/29
케이씨피드	노력형	25.2	65.0	12/29
에이치피오	노력형	37.6	69.3	01/29
칩스앤미디어	우수형	40.2	18.6	12/29
TBH글로벌	우수형	116.6	22.7	02/26
인산가	우수형	115.8	0.1	12/29

자료: 각 ETF 운용사, 대신증권 Research Center | 25년 실적 기준(확정+추정). 총 137개사 배당락 완료

부록 4: DPS 5년 연속 증가 종목

DPS 5년 연속 증가 & ROE 견고 종목 (2019→2024, 배당성향 < 100%)

종목	'19	'20	'21	'22	'23	'24	'25E	연평균성장률	ROE	배당성향	PBR
케이씨피드	15	20	40	50	75	100	–	46%	10%	23%	1.0
클래시스	46	60	66	116	200	257	–	41%	27%	17%	5.9
영원무역홀딩스	1,000	1,200	2,000	3,050	3,970	5,350	–	40%	13%	19%	0.8
피에스케이홀딩스	150	200	400	500	600	700	–	36%	25%	16%	2.3
비츠로셀	50	61	76	101	126	232	–	36%	20%	20%	1.8
DB손해보험	1,500	2,200	3,500	4,600	5,300	6,800	–	35%	19%	22%	1.1
LIG넥스원	600	900	1,200	1,500	1,950	2,400	–	32%	20%	24%	3.2
현대이지웰	45	55	70	80	90	170	–	30%	13%	34%	1.5
한솔로지스틱스	40	50	60	70	100	150	–	30%	7%	49%	0.7
파마리서치	300	500	600	660	950	1,100	–	30%	19%	15%	4.5
한국타이어앤테크	550	650	700	800	1,300	2,000	–	29%	11%	22%	0.8
JB금융지주	300	374	599	835	855	995	–	27%	13%	28%	0.5
아세아	1,750	2,000	3,000	3,750	5,000	5,330	–	25%	6%	14%	0.6
한국앤컴퍼니	350	500	600	650	700	1,000	–	23%	8%	27%	0.5
한미약품	453	462	471	481	490	1,250	–	23%	12%	13%	2.4
삼성화재	8,500	8,800	12,000	13,800	16,000	19,000	19,500	17%	13%	29%	1.3
한국콜마	330	345	415	500	600	720	–	17%	13%	19%	2.1
NICE	230	240	280	325	400	500	–	17%	6%	37%	0.8
경동나비엔	300	320	350	400	500	650	–	17%	19%	8%	2.0
한일시멘트	470	500	600	650	800	1,000	–	16%	11%	38%	0.4

자료: 각 ETF 운용사, 대신증권 Research Center | 조건: DPS 5년 연속 증가, ROE > 5%, 배당성향 < 100%

Compliance Notice

- 금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다.
- 당사의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 위 언급된 종목을 제외한 동자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부의 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다. (작성자: 권순호)
- 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.