

코스피 ROE 상승 위한 주주환원율은? 주주 수익률 제고 위한 최소 주주환원율 및 EPS 성장률 제시

2025년 6월 5일

신정부 '주주수익률' 증가를 위한 '총주주환원율' 제시

신정부의 새로운 정책은 증시 디스카운트를 해소하고, 실질 주주의 수익률 (ROE)을 높이는 데 집중하고 있으며, 그 방안으로 '주주환원'을 강조하고 있다. KB증권은 현재 한국의 이익성장률 (과거 20년 및 향후 3년 EPS CAGR)과 총주주환원율 (Gross Payout Ratio, 코로나19 이후 4년 평균)을 중심으로 한국의 실질 주주수익률 (12MF ROE 10.2%)을 높이기 위한 최소 총주주환원율 69% (기존 38%), 또는 연평균 이익성장률을 6.5% (기존 3.2%)로 제시한다.

정부 정책 드라이브, 주주환원 확대로 주주 가치 상승할 것

신정부는 코리아 증시 디스카운트 (저평가) 해소를 위해 집중할 것으로 보이며, 이는 주식거래 활성화 등 증권 업종에 긍정적 요인이다. 여당 중심 상법 개정 논의도 본격화될 전망이다. 특히, 상법 제382조의 3 (이사의 충실의무) 조문에 일반 주주에 대한 의무를 추가하여, 이사회가 회사경영 판단 시 일반 주주의 이익도 고려하도록 법적 책임을 부여한다는 내용을 강조하고 있다. 법 개정이 현실화될 경우, 일반주주와 지배주주와의 이해상충 이슈 일부 해소, 기업가치 제고 등을 통한 순자산가치 (NAV) 부각이 가능해질 것으로 보인다. 주주환원 정책도 기대해볼 요인이다. 자사주매입의 실제 소각 강조, 배당성향 확대를 통한 주주의 실질 수익률 (ROE)을 높이는 것을 목표로 삼았다.

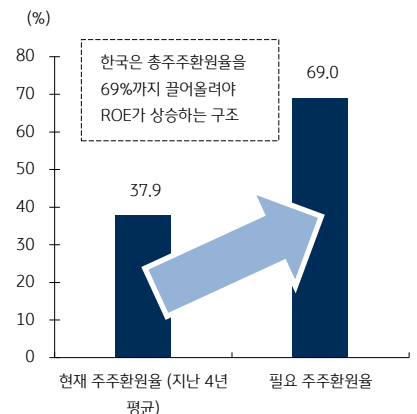
한국의 낮은 ROE, 소극적 주주환원 정책

주주의 수익률 (ROE)을 높이기 위해서는 성장 (Growth)과 주주환원 (Payout)이 필수적 요소다. 지난 20년간 미국 ROE는 5%p가 증가한 21%를 달성했지만, 일본을 제외한 기타 시장은 모두 ROE가 감소했다. 특히, 한국은 8%p 감소로 감소세가 가장 크게 나타났다. 한국의 ROE 하락의 원인 중 하나는 '기업의 소극적인 주주환원 정책'도 있다. 코로나19로 자본이 크게 변동했던 시기를 제외한 지난 4년 평균 국가별 총주주환원율 (Gross Payout Ratio: 배당과 자사주매입의 합을 순이익으로 나눈 비율)을 살펴보면, 미국은 약 86%를 환원했지만, 한국은 약 38%로 비교 국가 중 가장 낮게 나타났다.

KB증권: 한국 목표 총주주환원율 69%, 연평균 이익 성장률 6.5% 제시

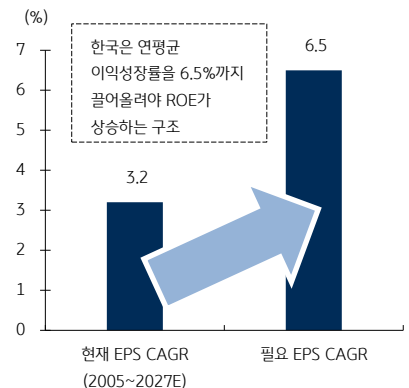
ROE 상승을 위해 인공지능 투자 등 장기적 플랜이 필요하지만, 단기적으로 빠르게 수익성을 개선할 수 있는 방안은 적극적인 주주환원 정책이다. ROE 상승을 위한 최소 주주환원율과 이익 성장률을 계산하기 위해서는, 1) 이익성장률 (과거 20년 + 향후 3년 예상치)을 고정하거나, 2) 총주주환원율 (지난 4년 평균, 코로나19 이후)을 고정하여 계산 가능하다. 물론 이 모델은 '성장 (Grwoth)'이라는 주요 변수를 '예측 가치'에 국한하였으며, 예측 불가능한 한국의 성장 잠재력은 반영하지 않았다는 한계점도 가지고 있다. 위의 2가지 가정을 각각 반영하여 계산해보면, 한국의 실질 주주수익률 (12MF ROE 10.2%)을 높이기 위한 최소 총주주환원율은 69% (기존 38%)가 필요하며, 또는 연평균 이익성장률은 6.5% (기존 3.2%)가 달성되어야 한다는 결론이다. 이는 한국의 주주환원 정책에 미약하나마 숫자 기반의 모델을 제시했다는 점에서 시사점을 가진다.

ROE 성장 위한 총주주환원율 (한국)



자료: Factset Consensus, KB증권 / 주: 2024년 말 기준 (EPS CAGR 2005~2027E, Gross Payout Ratio 2020~2024 CAGR)

ROE 성장 위한 연평균 이익 성장률 (한국)



자료: Factset Consensus, KB증권 / 주: 2024년 말 기준 (EPS CAGR 2005~2027E, Gross Payout Ratio 2020~2024 CAGR)

1. 코리아 디스카운트? 주주수익률 감소도 하나의 원인

주주수익률의 중요 요소

1) Growth

2) Payout

주주의 실질 수익률 (ROE: Return on Equity)을 높이기 위해서는 성장 (Growth)과 주주환원 (Payout)이 필수적 요소다. 주식에 투자하는 행위 자체가 그 기업의 자본에 투자하는 것이고, 자본대비 연간 순이익이 높게 나타날수록 투자의 성과도 높기 때문이다. 자기자본이익률의 산식은 주당순이익을 주당장부가로 나눈 것이며, 성장은 $ROE * (1 - \text{Payout Ratio})$ 로 나타낼 수 있고, 다시 ROE는 $\text{성장} / (1 - \text{Payout Ratio})$ 로 바꿔볼 수 있다. 결국 분모의 주주환원율 (Payout Ratio)이 클수록, 또는 성장이 높게 나타날수록 주주의 실질 수익률이 높아진다는 것을 의미한다.

그림 1. ROE 산식 (ROE 구성 요소)

ROE는 Payout과 Growth의 함수로 결정됨

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Earning Per Share}}{\text{Book Value Per Share}}$$

$$\text{Growth} = \text{ROE} * (1 - \text{Payout Ratio})$$

$$\text{Return on Equity} = \frac{\text{Growth}}{(1 - \text{Payout Ratio})}$$

Growth ↑, ROE ↑
Payout ↑, ROE ↓

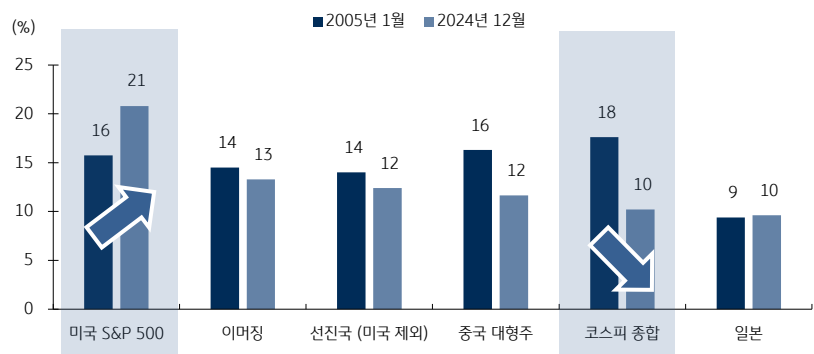
자료: KB증권

한국은 주주수익률 감소세

IT 버블이 지난 2005년부터 2024년까지 주요 글로벌 시장의 ROE를 비교해보면, 미국의 경우 5%p가 증가한 21%를 달성했지만, 일본을 제외한 기타 시장은 모두 ROE가 감소세를 보이고 있다. 특히 한국의 경우 감소세가 가장 높은 8%p를 나타내고 있다. 이로 인해, 지난 약 20년간 한국 시장 주주의 투자자본 대비 이익률이 감소했다는 것을 알 수 있다.

그림 2. 글로벌 주요 시장 12MF ROE 비교

미국의 자기자본이익률은 증가세, 한국은 감소세



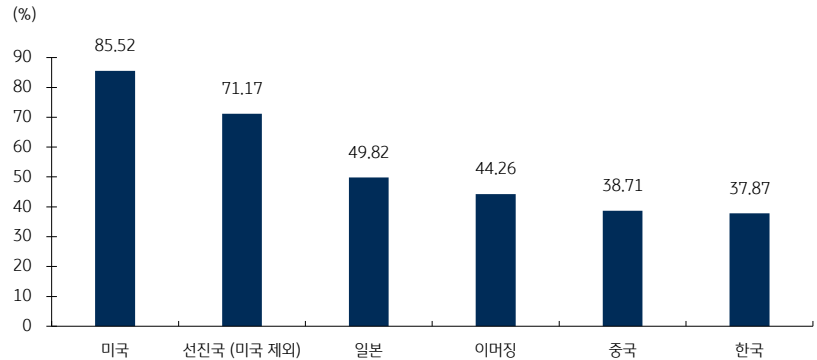
자료: Factset Consensus, KB증권

주주환원, ROE 제고의 강력한 수단

한국시장의 ROE 하락의 큰 원인 중 하나는 ‘기업의 소극적인 주주환원 정책’에 있다. 코로나 19로 자본이 크게 변동했던 시기를 제외한 지난 4년 평균 국가별 총주주환원율 (Gross Payout Ratio: 배당과 자사주매입의 합을 순이익으로 나눈 비율)을 살펴보면, 미국은 약 86%를 환원했지만, 한국은 약 38%로 비교 국가 중 가장 낮은 비율을 나타내고 있다. 주주의 실질 수익률에 Payout이 차지하는 비중이 높은 만큼, 이와 같은 비율은 상대적 ROE 감소로 나타나는 원인이 되고 있다.

그림 3. 국가별 총주주환원율 (Gross Payout Ratio) 비교 (4년 평균)

한국의 총주주환원율은 가장 낮게 나타남



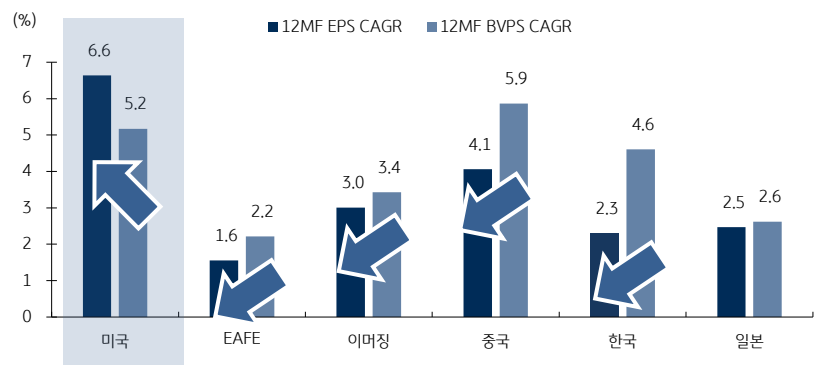
자료: Factset, KB증권 / 주: 코로나19 영향 이후 2020년~2024년 집계

이익 성장, ROE의 핵심 요소

낮은 주주환원율과 높지 않은 기업의 성장 (Growth)은 결국 주주의 수익률을 저해하는 요인이다. 지난 2005년 이후 미국의 자본대비 이익 연평균복합성장률 (CAGR)은 상승한 반면, 기타 국가는 대부분 자본의 성장이 이익의 성장보다 높게 나타났다. 특히 한국의 경우 EPS CAGR 대비 BVPS CAGR의 성장의 폭이 가장 높게 나타났다.

그림 4. 국가별 EPS CAGR vs. BVPS CAGR (2005~2024년)

한국의 EPS CAGR은 BVPS CAGR을 하회



자료: Factset Consensus, KB증권

2. 코스피 ROE 상승 위한, 최소 주주환원율은?

주주환원, 가장 빠른 이익 성장 정책

주주의 실질 수익률을 높이기 위해 장기적 호흡으로 인공지능 투자 등 고마진 산업의 투자를 통한 기업의 외형적 성장이 이뤄져야 하지만, 단기적으로 빠르게 수익성을 개선할 수 있는 방안은 적극적인 주주환원 정책이다. 이는, 기업의 주인인 주주에게 수익을 환원함과 동시에 기업의 이익 성장률에도 기여하여, 결과적으로 ROE를 지지하는 결과를 나타낼 수 있다.

가정과 변수

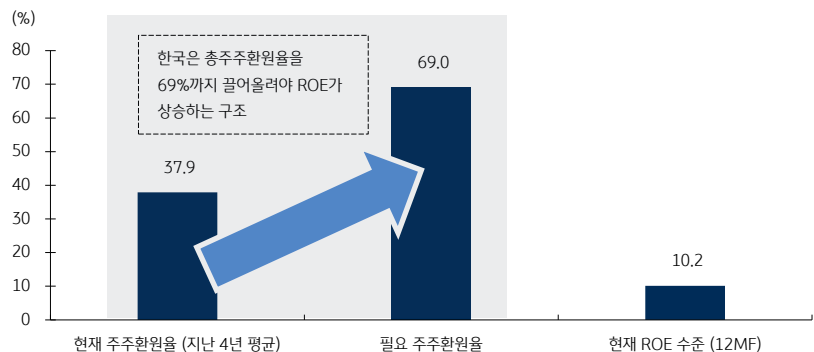
한국의 현재 ROE (12MF 기준)는 10.2%를 나타내고 있다. 그럼, ROE를 상승시킬 수 있는 최소 총주주환원율과 이익성장률을 얼마나 될까? 이를 계산하기 위해서는, 단순 가정과 두 가지 변수를 하나씩 고정하여 풀어볼 수 있다. 먼저, 이익성장률 (과거 20년 + 향후 3년 예상치)을 고정하여, ROE 상승에 필요한 최소 총주주환원율을 구해볼 수 있고, 두 번째는 현재 수준의 총주주환원율을 고정하고 ROE 상승에 필요한 이익 성장률 (EPS CAGR)을 계산해볼 수 있다. 물론 이는 ‘성장 (Grwoth)’이라는 주요 변수를 어느 정도 예측 가능한 ‘예측 가치’에 국한하여 풀이한 결과로, 재무에 나타나지 않고 있는 한국의 성장 잠재력은 반영하지 않은 결과이며, 모델의 한계라고 볼 수 있다.

한국, 성장 위한 총주주환원율은?

우선 이익을 과거 평균치와 향후 3년치의 연평균복합성장률 (CAGR)로 레인지를 고정해놓고, 현재 ROE를 유지하기 위한 최소 총주주환원율을 구해보면, 한국은 최소 약 69%의 총주주환원율이 필요하다는 결론이 나온다. 즉, 현재의 총주주환원율 (지난 4년 평균 38%)에서 31%p를 더 환원해야 ROE가 상승할 수 있다는 결론이다.

그림 5. 한국, ROE 성장 위한 최소 주주환원율

미국의 ROE 유지 위한 최소 주주환원율 계산



자료: Factset Consensus, KB증권 / 주: 2024년 말 기준 (EPS CAGR 2005~2027E, Gross Payout Ratio 2020~2024 CAGR)

최소 주주환원율을 구하기 위한 가정

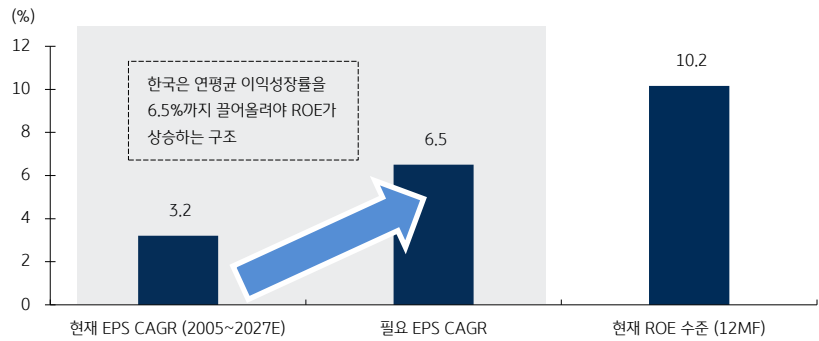
주주환원에 따른 ROE 변화를 구하기 위해, 기초 금액으로 1,000의 자기자본을 설정한 후 20년 후 변화량 측정을 다음과 같은 조건을 생성하여 계산하였다. 우선, ROE (순이익/자기자본)를 순이익 관점 (ROE*자기자본)으로 놓고, 명목 EPS 증가율 (CAGR)은 2004년 이후 (IT 버블 효과 상쇄) 현재까지 기간으로 구한다. 그 다음 4년 평균 총주주환원율 (Gross Payout Ratio, 코로나 19 이후 반영)과 명목순이익, 이전연도 자기자본을 반영하여 +1년 자기자본을 구한 뒤, 2년 평균 자기자본을 반영한 ROE를 계산한다. 같은 방법으로 20년으로 기간을 설정하여 계산 가능하다. 비교를 위해 향후 2%의 물가 상승을 가정한 실질순이익도 함께 표시했다.

한국, 현재 주주환원율만으로 ROE 끌어올리기 위한 이익 성장률은?

이번에는 주주환원율을 평균치 (지난 4년, 코로나19 이후 적용) 38%로 고정시켜 놓고, ROE 성장을 위한 최소 이익 성장률을 구해보면, 한국은 6.5%의 성장이 나와야 한다는 결론이다. 한국의 과거 20년+향후 3년 (Consensus, CAGR)의 성장률은 3.2%로 현재보다 약 3.3%p 더 높은 연평균 성장률이 나타나야 한다는 의미이다.

그림 6. ROE를 유지하기 위한 최소 이익성장률

미국의 ROE 유지 위한 최소 이익성장률 계산



자료: Factset Consensus, KB증권 / 주: 2024년 말 기준 (EPS CAGR 2005~2027E, Gross Payout Ratio 2020~2024 CAGR)

ROE 유지 위한 최소 총주주환원율 69%

아래 표는 한국이 현재 수준의 ROE (12MF 10.2%)를 유지하기 위한 최소 주주환원율을 계산한 것이다. 아래와 같은 표를 도출하기 위해 명목 EPS 증가율은 지난 2004년 이후부터 향후 3년 컨센서스를 반영하여 연평균복합성장률 (CAGR) 3.2%를 사용했으며, 물가 상승률은 2%로 가정하였다. 이를 반영하여 ROE를 역으로 계산해볼 경우, **주주환원율이 약 69% 수준으로 이뤄지면, 20년 뒤에는 약 10.2%를 유지할 수 있다. 이는 지난 4년 평균 수준인 37.9%보다 높은 수준이므로 주주환원을 적극 확대해야 한다는 결론이다.**

표 1. 한국 코스피, ROE 유지 위한 최소 주주환원율 계산 (이익 고정, 주주환원율 조정)

	1년	2년	3년	4년	5년	6년	7년	8년	9년	10년	11년	12년	13년	14년	15년	16년	17년	18년	19년	20년
자기자본	1,000	1,033	1,067	1,102	1,139	1,176	1,215	1,255	1,296	1,339	1,382	1,428	1,474	1,523	1,572	1,624	1,677	1,732	1,788	1,846
실질순이익	102	103	104	105	107	108	109	111	112	113	115	116	117	119	120	122	123	125	126	128
물가상승률		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
명목순이익	105	108	112	115	119	123	127	131	135	139	144	148	153	158	163	168	174	179	185	
주주환원율	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%	69%
ROE	10.2%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%

자료: Factset Consensus, KB증권

ROE 유지 위한 최소 이익 성장률 6.5% (EPS Growth)

그럼 반대로 이번에는 주주환원율 현재 수준으로 고정하고 한국의 ROE를 상승시키기 위한 최소 이익 성장률 (EPS Growth)을 구해보면, 연간 **약 6.5%의 EPS 성장이 필요하다**는 결론이 나온다. 이는 과거 20년과 향후 3년 예상 EPS CAGR 3.2%보다 3.3%p 높은 성장이다.

표 2. 한국 코스피, ROE 유지 위한 최소 주주환원율 계산 (주주환원율 고정, 이익 조정)

	1년	2년	3년	4년	5년	6년	7년	8년	9년	10년	11년	12년	13년	14년	15년	16년	17년	18년	19년	20년
자기자본	1,000	1,067	1,139	1,215	1,296	1,383	1,475	1,573	1,678	1,789	1,907	2,034	2,168	2,311	2,464	2,626	2,799	2,983	3,179	3,388
실질순이익	102	106	111	116	121	127	132	138	145	151	158	165	172	180	188	197	206	215	225	235
물가상승률		2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
명목순이익	108	115	123	131	139	148	158	168	179	191	203	216	231	246	261	278	297	316	336	
주주환원율	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%	38%
ROE	10.2%	10.5%	10.5%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.4%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%	10.2%

자료: Factset Consensus, KB증권

투자자 고지 사항

KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.