

# K-Freedom Insights

자본 배분의 본질 : 배당이 항상 정답일까?

author  
Jungim Park



KFREEDOM ASSET MANAGEMENT

# 자본 배분의 본질 : 배당이 항상 정답일까?

\*\* 이 글에 언급된 기업들은 주제와 관련한 예시이며, 케이프리덤자산운용의 의견을 반영하지 않습니다.

## 자본 배분의 본질 : 배당이 항상 정답일까?

최근 밸류업이 하나의 트렌드로 자리 잡으면서, 기업방문 시 일률적으로 배당 및 자사주 매입/소각 기준을 적용하려는 움직임이 종종 목격됩니다. 그럴 때마다 저는 각 기업의 고유한 상황과 성장 단계에 맞는 자본 배분 정책이 필요하다는 점을 강조하고 있습니다.

### *배당은 무조건 좋은 것일까요?*

이 질문에 답하기 위해서는 먼저 우리가 왜 투자하는지에 대해 생각해 볼 필요가 있습니다. 배당 소득이 주된 투자 목적이라면, 투자자는 일반적으로 독보적인 시장 지위 구축하였고, 경쟁이 제한적이며 안정적인 현금흐름을 창출하는 성숙한 기업을 선호할 것입니다. 이러한 기업들은 이미 산업의 성숙기에 접어들었기에, 영업활동으로 발생한 현금을 기존 사업보다 더 높은 수익률을 제공할 투자처에 재투자할 기회가 제한적입니다. 결과적으로, 이러한 기업들이 현금을 계속 축적할 경우, 기업 전체의 자본수익률은 하락하게 되고 이때 배당은 잉여현금을 효율적으로 활용하는 적절한 자본 배분 방식 중 하나가 됩니다. 그러나 자본 성장을 원하는 투자자에게는 이 상황이 딜레마로 작용할 수 있습니다. 배당으로 받은 자본은 다시 재투자되어야 하지만, 지속 가능한 높은 수익률을 창출할 새로운 투자처를 적절한 밸류에이션에 찾는 것은 결코 쉽지 않기 때문입니다. 따라서 이러한 투자자는 성장 단계에 있는 기업에 투자하여, 해당 기업이 배당보다는 내부 또는 외부 투자 기회를 통해 더 높은 성장과 수익률을 창출하기를 기대합니다.

예를 들어 구글은 유튜브 인수를 주식 기반으로 추진했지만, 이는 건조한 현금흐름과 재무 여력을 바탕으로 한 전략적 자본 배분의 사례입니다. 만약 구글이 배당을 우선시했다면 M&A 에서 이러한 유연성을 확보하기 어려웠을 것이며, 구글의 주주들은 배당금으로 구글보다 더 높은 수익률을 제공할 투자처를 직접 찾아야 했을 것입니다. 메타(구 페이스북) 역시 인스타그램을 인수하는 대신 배당을 지급했다면 마찬가지였을 것입니다. 그러나 이들 기업은 배당보다는 전략적 M&A 를 통해 주주 자본이 더 큰 성장과 수익으로 이어지는 선택을 했습니다. 이런 경우, 배당이 반드시 최선의 선택은 아닙니다.

## **DCF 가 놓칠 수 있는 효율적인 자본 배분의 파워**

이러한 논의는 기업가치 평가에 널리 사용되는 현금흐름할인모델(DCF, Discounted Cash Flow)에서도 잘 나타납니다. DCF 는 기업이 미래에 창출할 것으로 예상되는 잉여현금흐름을 현재가치로 할인하여 기업가치를 산출하는 방법입니다. 물론 다른 모든 평가 도구와 마찬가지로, DCF 또한 적용하는 가정에 따라 결과가 크게 달라질 수 있어 완벽한 도구는 아닙니다. 가령, 성장률이나 수익성 등 모든 주요 가정이 정확하더라도, DCF 는 근본적인 한계 또는 미묘한 오류를 내포하고 있습니다. DCF 는 기본적으로 잉여현금이 결국 주주에게 환원될 것이라는 전제를 담고 있습니다. 그러나 기업이 현금을 단순히 축적하기만 하고 효율적으로 활용하지 않는다면, 다른 모든 가정이 정확하더라도 DCF 로 산출된 기업가치는 과대평가될 가능성이 높습니다. 반대로 기업이 높은 가치를 창출하는 전략적 M&A 를 실행하며 미래 성장 잠재력을 키우고 있음에도, DCF 는 이러한 질적 변화를 충분히 반영하지 못해 기업 가치를 과소평가할 수 있습니다. 따라서, 단순히 배당은 좋은 것이라는 접근보다는, 자본 배분이라는 더 큰 틀에서 각 기업이 속한 산업의 특성과 기업 고유의 전략적 상황을 고려해, 주주환원과 재투자 사이의 균형을 얼마나 적절하게 유지하고 있는지가 보다 중요한 판단 기준이 되어야 할 것입니다.

## **진정한 주주환원**

과거 금융위기의 영향으로 한국 기업들은 ‘지키는 경영’ 성향과 부채에 대한 막연한 두려움을 강하게 갖고 있으며, 이는 자본 배분의 비효율성으로 이어지고 있습니다. 그러나 이러한 비효율성을 개선하는 과정에서 최근 한국 주식시장에서 강조되고 있는 밸류업 정책이 배당과 자사주 매입/소각 등 좁은 의미의 주주환원으로만 해석되어서는 안 될 것입니다. 이미 성숙한 산업에서 경쟁이 제한적인 기업들의 경우 이러한 접근이 적절할 수 있습니다. 그러나 성장 단계에 있는 기업들이라면 R&D, 인재 확보, 전략적 M&A 등 미래 성장을 위한 투자가 장기적으로 더 높은 주주환원으로 이어질 수 있다는 점을 밸류업 정책을 설계하고 적용하는 모든 이해관계자들이 명심해야 합니다.

다양한 투자자가 존재하는 만큼, 최적의 자본 배분에 대해서는 언제나 이해관계 상충의 여지가 존재합니다. 따라서 기업은 자본 배분과 관련해 어떠한 철학과 원칙을 가지고 있는지 명확하고

투명하게 공개하는 것이 매우 중요한 책임입니다. 이는 투자자들이 기업의 자본배분 전략을 신뢰하고 장기적 관점에서 평가할 수 있도록 하는 기본적인 전제이자 기업과 시장 간 신뢰 형성의 핵심이 될 것입니다.

**\*이 글에 언급된 기업들은 주제와 관련한 예시이며, 케이프리덤자산운용의 투자의견을 반영하지 않습니다.**

**케이프리덤자산운용 준법감시인 사전확인필 제 25-0060 호(2025.06.09~2025.06.08)**