삼정 KPMG

ISSUE MONITOR

제114호
August 2019
삼정KPMG 경제연구원

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

Contacts

삼정KPMG 경제연구원

김규림
수석연구원
Tel: +82.2.2112.4089
gyulimkim@kr.kpmg.com

곽호경
책임연구원
Tel: +82.2.2112.7962
hokyungkwak@kr.kpmg.com

조민주
선임연구원
Tel: +82 2 2112 7589
minjoocho@kr.kpmg.com

최연경
선임연구원
Tel: + 82.2.2112.7769
yeonkyungchoi@kr.kpmg.com

Contents

Page

Executive Summary **3**

논의 배경 및 목적 **4**

논의의 배경 및 목적 4

금융회사 PBR 변화의 주요 요인: 수익성, 배당정책 및 건전성 5

금융회사 PBR 및 배당정책 관련 연구 동향 6

국내 금융회사의 주식가치 및 경영성과 추이와 현황 **11**

국내 금융회사의 PBR 추이 및 현황 11

국내 금융회사의 수익성 추이 및 현황 12

국내 금융회사의 배당정책 추이 및 현황 16

국내 금융회사의 건전성 추이 및 현황 19

국내외 금융회사의 주식가치 및 경영성과 비교 분석 **20**

국내외 금융회사의 PBR 비교 20

국내외 금융회사의 수익성 비교 23

국내외 금융회사의 비용효율성 및 수익구조 비교 26

국내외 금융회사의 배당성향 비교 27

국내외 금융회사의 건전성 비교 29

국내 금융회사의 주식가치 제고 방안 **32**

국내 금융회사 주식가치 저평가의 원인: 낮은 수익성과 배당성향 32

국내 금융회사의 수익성 추구를 통한 공공성 확보와 조화 34

국내 금융회사 주식가치 제고를 위한 금융회사의 경영과제 35

국내 금융회사 주식가치 제고를 위한 정책당국의 역할 37

본 보고서는 삼정KPMG 경제연구원과 KPMG member firm 전문가들이 수집한 자료를 바탕으로 일반적인 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 보고서에 포함된 자료의 완전성, 정확성 및 신뢰성을 확인하기 위한 절차를 밟은 것은 아닙니다. 본 보고서는 특정 기업이나 개인의 개별 사안에 대한 조언을 제공할 목적으로 작성된 것이 아니므로, 구체적인 의사결정이 필요한 경우에는 당 법인의 전문가와 상의하여 주시기 바랍니다. 삼정KPMG의 사전 동의 없이 본 보고서의 전체 또는 일부를 무단 배포, 인용, 발간 복제할 수 없습니다.

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

Executive Summary

국내 금융회사의 실적 개선에도 불구하고 금융주의 주가순자산비율(Price Book Value Ratio, PBR)은 0.5 미만을 기록하며 하락세가 지속되고 있습니다. 본 보고서는 국내 금융회사의 주식가치가 지속적으로 낮은 가치함정(Value Trap)의 원인을 진단하고 개선방안을 제시하고자 글로벌 100대 은행 및 은행지주회사, 아시아 주요국의 상장 금융회사와 국내 금융회사를 대상으로 PBR, 수익성, 배당성향 및 건전성 등을 다각도로 비교 분석하였습니다. 국내 금융회사의 주식가치가 낮게 평가되는 이유는 다양하나, 낮은 수익성을 비롯하여 배당성향이 낮은 점이 주식 매력도를 낮추는 주요 원인으로 파악됩니다. 이를 개선하기 위해 금융회사와 정책당국은 수익성 개선과 주주환원정책으로서 배당정책을 고민할 필요가 있습니다.

Executive Summary

■ 논의의 배경 및 목적

- 최근 미국 등 일부 국가에서 금융회사의 경영성과와 PBR이 소폭 개선되는 것과 달리 국내 금융회사는 경영성과 개선에도 불구하고 PBR은 하락세이며 글로벌 대비 최저 수준을 기록함
- 이에 본 보고서는 국내 금융회사의 주식가치가 지속적으로 낮은 가치함정(Value Trap)의 주요 원인을 분석하고 이를 개선할 수 있는 방안을 모색하고자 함
- 금융회사 주식가치를 결정하는 다양한 요인이 있으나, PBR에 주로 영향을 미치는 요인으로서 배당정책, 경영성과 및 건전성에 주목하여 국내외 금융회사를 다각도로 비교 분석함

■ 국내 금융회사의 주식가치 및 경영성과 추이와 현황

- 국내 금융회사의 PBR은 2011년 이후부터 1배 미만을 기록하며 하락세임
- 금융회사의 실적은 2017~2018년 높은 성장세를 보였으나, 장기 평균 수준에 미치지 못하며, 개별 금융업권별로 특정 사업에 편중된 사업구조를 지니고 있음
- 실적 개선에 힘입어 국내 상장 금융회사의 배당규모는 2017~2018년 크게 증가하였으나, 주주환원정책의 지표인 배당성향은 국내 비금융업 상장회사에 비하여 낮은 수준임

■ 국내외 금융회사의 주식가치 및 경영성과 비교 분석

- 세계 100대 은행 및 은행지주회사와 비교 시 국내 은행은 자산·자본대비 수익성과 더불어 경영효율성과 배당성향이 낮으며, 이자이익에 편중된 사업구조를 지님
- 아시아 주요국의 상장 금융회사와 비교 시 국내 금융회사의 수익성은 평균 이상을 기록하고 있으나, 주식시장에서 최저 수준으로 평가 받고 있으며, 배당성향 역시 낮은 수준임
- 국내 금융회사의 가치함정(Value Trap)의 주요 요인은 수익 창출 여력이 낮은 점 뿐만 아니라 낮은 배당성향이 할인요인(discount factor)로 작용하는 것으로 평가

■ 국내 금융회사의 주식가치 제고 방안

- 국내 금융회사의 기업가치가 재평가 받기 위해서는 안정적·지속적 수익 확보와 이에 근거한 주주친화적인 배당정책, 효율적 자본관리 및 리스크 관리 역량이 확보될 필요가 있음
- 이를 위해 감독당국은 금융회사의 경쟁력과 수익성 확보를 위한 규제 체계 마련 및 건전성 충족 시 배당정책 등 경영활동에 대한 개입을 최소화해야 할 것임
- 금융회사는 수익성 추구를 통해 공공성 역시 확보하고 주주친화적 배당정책을 마련할 필요가 있음

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

논의 배경 및 목적

"금융위기 이후 미국 등 선진국 금융주의 PBR은 하락세를 보이는 가운데, 한국 금융주 PBR은 글로벌 대비 최저 수준을 기록"

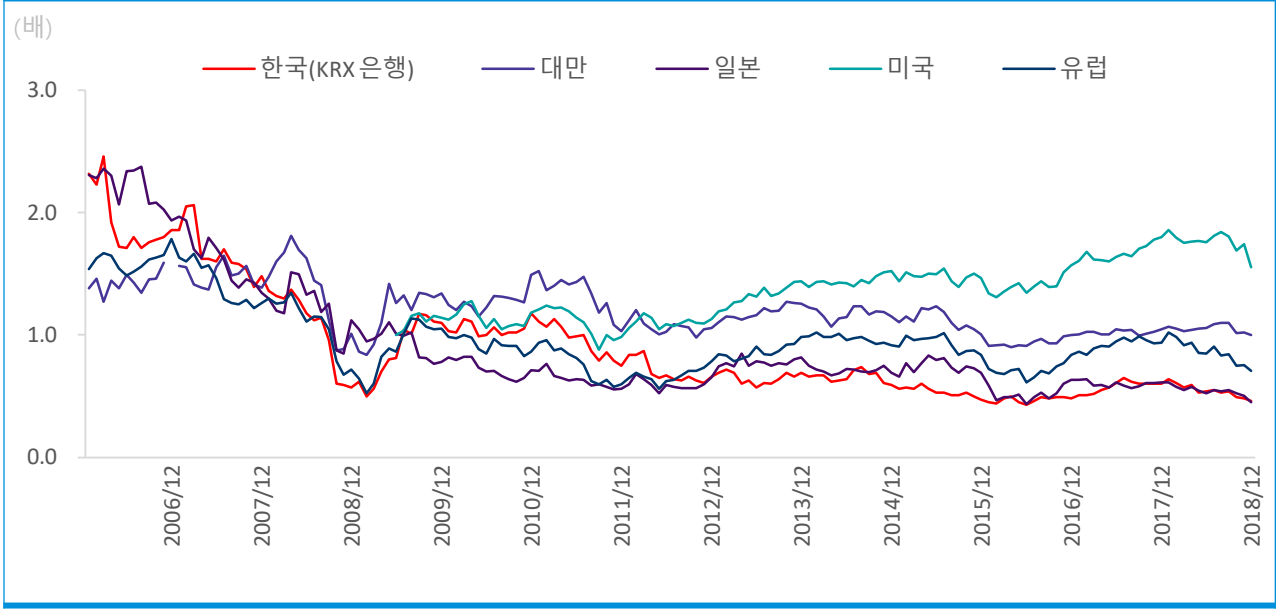
논의의 배경 및 목적

금융위기 이후 저성장·저금리 기조의 장기화, 자본 및 유동성 규제 강화 등으로 금융회사의 경영성과가 악화된 바 있다. 이에 따라 우리나라를 비롯하여 전세계적으로 은행 등 금융회사의 실적과 성장성에 대한 우려가 커지며, 주식시장에서 낮은 가치로 평가되었다. 그러나 최근 단기 경제전망이 개선되고 미국을 중심으로 기준 금리가 상승하면서 글로벌 금융회사의 수익성이 소폭 개선되었고 이를 반영하여 미국 금융주의 주가순자산비율(Price Book Value Ratio, PBR)은 2018년 말 기준 1.55배 수준으로 소폭 개선되는 양상을 보이고 있다.

반면 국내 금융주는 금융위기 이후 지속적으로 PBR이 낮아지고 있으며, 최근 최대 실적을 기록하였음에도 주요국 대비 최저 수준의 PBR을 기록하였다. 2018년 말 기준 국내 금융주의 PBR은 0.46배로 대만(1.0배), 중국(0.82배), 유럽(0.71배)에 미치지 못하며 일본(0.45배)과 유사한 수준에 불과하다. 2008년 글로벌 금융위기 시기에도 국내 금융주의 PBR이 0.5배를 넘었던 것과 비교 시 지나치게 낮은 상황에 직면해 있다.

물론 기업의 PBR의 높고 낮음에 대한 절대적 기준이 존재하지 않고, 낮은 PBR은 시장 참가자의 합리적 기대가 반영된 결과이다. 그러나 PBR이 1배보다 낮다는 것은 현재 시점의 주가가 회사가 보유한 자산을 모두 매각하고 사업을 청산할 경우의 가치보다 낮다는 의미이다. 최근 대내외 급격한 충격으로 대출자산의 부실 가능성이 높지 않고, 은행 등 금융회사의 채권 중심 운용

한국 및 주요국 금융주 PBR 추이



Source: Bloomberg, 한국거래소
Note: 한국의 경우 KRX 은행주, 대만은 대만은행 및 보험 지수(TWSEBKI Index) , 일본은 TOPIX 은행지수(TPNBNK index) 미국은 Dow Jones U.S. Financials Index(DJUSFN Index), 유럽은 MSCI Europe Banks Index(MXEU0BK Index) 기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"본 보고서는 국내 금융회사의 낮은 주식가치 원인을 글로벌 금융회사와 비교하여 시사점을 얻고자 함"

기조를 고려하면 금융회사가 향후 자본가치가 훼손될 가능성도 제한적이다. 이러한 상황에서 국내 금융회사가 '계속 기업으로서 주식가치가 청산가치에 미치지 못한다'는 평가를 받을 뚜렷한 이유를 고민할 필요가 있다.

이에 본 보고서는 국내 금융회사의 주식가치가 낮은 원인과 문제점을 진단하여 주식시장에서 국내 금융회사의 기업가치가 재평가 받을 수 있는 방안을 고민하고자 한다. 이를 위해 금융회사의 주식가치를 평가하는 주요 지표인 PBR과 이를 결정하는 주요 요소인 배당성향과 수익성, 건전성을 중심으로 국내외 상장금융회사를 비교 분석하였다. 물론 주식가치를 결정하는 요인은 개별 기업의 배당정책이나 수익성 외 거시경제 환경, 수급, 투자주체의 심리, 주주 구성, 각국의 정책 등 다양한 요인에 영향을 받는다. 그러나 궁극적으로 개별 기업의 주식가치는 '투자자에게 귀속되는 현금흐름의 현재가치'로 배당금에 큰 영향을 받고, 배당금은 기업 경영에 따른 수익을 기업이 투자자와 나누는 배당정책의 결과라는 측면에서 이를 중점적으로 고려하고자 한다. 또한 금융회사는 국민경제에서 가지는 영향력과 사업의 본질 상 자본건전성을 확보하고 철저한 리스크 관리가 필요하므로 건전성 등 역시 고려하였다. 이를 통해 궁극적으로 국내 금융회사가 시장에서 적정 기업가치로 재평가 받기 위한 제언과 고려해야 할 요소를 제시하고자 한다.

"금융회사의 주식가치는 자산건전성과 부채자본 상태를 반영하는 PBR이 보다 적합한 지표로 활용"

금융회사 PBR 변화의 주요 요인: 수익성, 배당정책 및 건전성

본 보고서에서 금융회사의 주식가치 또는 기업가치로 PBR과 배당정책에 주목하는 이유는 크게 두 가지로 요약될 수 있다. 첫째, 일반적으로 제조업의 기업가치 측정에는 수익에 따른 현금흐름을 중시하는 주가순이익비율(Price Earning Ratio, PER)이 주요 지표로 사용되는 반면, 금융업에서는 자산과 부채 상태를 반영하는 PBR이 금융업의 특징을 반영하기 때문에 보다 적절한 지표로 활용된다. 제조업의 경우 대부분의 자산이 설비시설, 원재료 또는 재고자산으로 구성되며, 부채 역시 일정 수준 이상 조달하는데 제한이 있다. 이로 인하여 제조업은 기업 영업을 통해 창출되는 현금흐름이 중요하고, 수익성 측면에서 주가를 판단하는 지표로서 PER에 초점을 둔다.

그러나 금융업은 자본의 대부분이 고객이 맡긴 예금이나 차입금, 사채 등 부채로 조달되므로 이에 대한 안정성 확보 측면에서 정부가 건전성 등의 규제를 통해 자본의 질을 일정 수준 이상 유지하도록 요구한다. 금융업의 자산 역시 대출자산이나 주식·채권 등 투자유가증권 등으로 구성되며, 이러한 자산은 투자조건에 따라 수익률이 결정되는 특성이 있다. 결국 금융업은 자산과 부채 구성, 대손충당금 등 재무상태 측면에서 주가를 판단할 필요가 있다. 더불어 부실채권비율, 연체율 등 자산건전성 등이 금융업의 가치평가에 중요한 요소가 되며, 자산과 부채와 관련된 위험관리 능력이 개별 금융회사의 경쟁력을 반영한다

삼정 KPMG
© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"PBR에 영향을 미치는 주요요소는 수익성과 배당정책"

둘째, 기업 주식가치에 미치는 주요 요인은 기업의 배당성향과 수익성이라고 할 수 있다. 투자자의 수익은 배당수익(dividend yield)과 주가상승에 따른 자본수익(capital gain)으로 구성되는데, 자본수익도 근본적으로는 미래 기업의 수익성과 이 중 주주에게 귀속되는 미래의 배당수준에 의해 결정된다. 이론적으로도 주식가치 또는 기업가치는 미래 회사가 창출하는 현금흐름의 현재가치 합으로 정의된다. 이를 정확히 평가하기 위해서는 다년간 기업의 성장과 이익에 대한 예측치에 기초한 현금흐름할인모형을 적용할 수 있으며, 특히 배당금을 주요 현금흐름으로 간주한 배당평가모형(Dividend Discount Model, DDM)을 적용할 수 있다. 또한 배당평가모형을 주가배수비율인 PER과 PBR에 적용 시, PBR은 자기자본이익률(Return on Equity, ROE), 배당성향 및 기업의 배당성장률(기대이익성장률)의 증가함수로서 기업의 수익성이 높을수록, 기업의 배당성향과 성장성이 높을수록 PBR이 커지게 된다. 즉, PBR은 주당 현재 장부가치를 반영하는 지표이자 기업에 대한 주주들의 기대가 반영된 주가수준이다.

금융회사 PBR 및 배당정책 관련 연구 동향

기업 주식가치에 대한 Fama-French(1992)[1]의 이론 제시 이후 일반 기업의 배당정책에 대한 연구는 다양한 형태로 진행되었다. 반면 금융회사의 기업가치 또는 배당정책에 대한 연구는 일반기업에 비하여 미진한 수준이며, 크게 금융회사의 배당정책에 대한 연구와 기업가치 부분으로 나누어 살펴볼 수 있다.

배당정책의 기능 및 금융업의 특수성에 대한 해외 연구 활발히 진행

"은행 배당정책에 대한 연구로 신호가설이나 대리인 가설에 대한 연구 진행, 국내에서는 외국인 지분 또는 소유구조와 은행 배당정책에 대한 연구가 일부 진행"

고배당 선호이론에서 금융업을 포함하여 일반기업 배당에 대해 ① 기업의 수익 등 내부정보를 기업 외부의 주주에게 전달하는 신호전달(signaling)가설, ② 대리인 문제(agency problem)를 낮추는 기능으로서 대리인 가설, ③ 현재의 수익으로서 선호가 높아 투자자를 유인하는 손안의 새(birds in the hand) 가설 등 세가지 가설이 제시되고 있다.

기업 내부자(경영진)와 외부자(주주 등) 간 정보 비대칭성에 놓이기 때문에 기업 경영자는 자신의 능력이나 기업의 경영 성과를 효과적으로 전달해야 한다. 이때 배당은 내부의 정보를 외부에 전달하는 유용한 수단이 된다. 미래수익이 증가할 것으로 예상되면 기업은 배당을 증가시켜 이러한 정보를 외부로 전달할 수 있다. 이때 기업이 일시적으로 과도하게 배당을 높인다고 해도 이를 유지할 수 없으므로 미래수익이 담보되지 않는다면 기업의 내부자는 배당을 높일 수 없다. 따라서 배당은 투자자에게 내부 경영상황을 알리는 정보전달(signaling)기능을 한다.

1) Fama, E. and K. French, "The Cross-Section of Expectation Stock Return", Journal of Finance, 47(2), (1992), 427-465.

삼정 KPMG
© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

또한 배당 증가는 추가적인 외부차입을 증가시키지만, 과도한 내부유보를 막아 기업에 대한 감시를 엄격하게 만들어서 대리인 문제를 낮출 수 있다. 과도한 내부유보로 기업에 많은 잉여현금을 보유할 경우 경영자는 수익성이 낮은 사업에 투자하여 궁극적으로 주주가치를 떨어뜨릴 소지가 있기 때문이다. 특히, 은행은 부채비율이 높은 자본구조를 가지고 있어서 대리인 문제가 발생할 소지가 높으며(John et al. 2010)[2], 소유구조 상 은행 내부자 지분률이 높으면 배당 대신 사내 유보를 선택할 유인이 높아져 대리인 문제가 높아질 수 있다(Thesis and Dutta, 2009; Lepetit et al., 2017)[3][4]. 또한 투자자는 미래의 불확실한 이익보다는 현재 이익에 높은 가치를 두는 현시선호를 가질 수 있다. 기업이 현재의 배당 대신 유보이익을 통해 투자하여 미래의 더 큰 수익을 얻는다는 것이 불확실하므로, 주주는 유보된 미래의 배당보다는 현재의 배당을 선호하는 경향이 있다는 가설 또한 제시되고 있다.

"다만, 일반 기업과 달리 금융산업의 배당정책은 정부 규제가 개입될 여지도 있음"

그러나 이러한 일반 기업에 대한 배당정책 이론 외 금융산업이 진입규제와 자산건전성 및 자본건전성 등의 규제를 받는 산업이라는 측면에서 '규제압박가설'에 대한 논의도 이루어지고 있다. 은행 등 금융업은 위험자산 증가를 고려하여 건전성 또는 자본적정성에 대해 감독당국의 규제를 받으며, 건전성과 자본적정성 확보를 위해 간접적 또는 직접적으로 감독당국은 은행 등 배당정책에 압력을 행사한다는 가설이다. 실제 미국연방준비위원회와 바젤은행위원회 등은 최근 은행 배당정책과 규제정책 간 연관성을 주목하고 있으며, 은행이 정부가 요구하는 최소요구수준의 자기자본비율을 충족하지 못하거나 또는 금융위기와 같은 외부적 리스크가 높은 상황에서, 규제 및 감독기관은 금융회사가 이익을 유보하여 자본을 확충하도록 요구한다. Abreu et al.(2013)[5]은 기업 배당에 영향을 미치는 요소로서 수익성, 규모, 성장가능성을 고려하여 미국 은행의 배당에 대해 신호효과가설, 대리인 가설 및 규제압력 가설을 모두 검증하였다. 검증 결과 금융위기 이전 기간에는 신호효과와 대리인 가설에 따라 은행 배당의 효과가 유의하게 설명되었으나, 금융위기 기간 중에는 규제압력 가설이 보다 유의미한 효과가 있다고 밝히고 있다.

은행 및 은행지주회사의 PBR을 결정하는 요인을 분석한 연구는 다소 미진한 수준이다. Bogdanova et al.(2018)[6]은 배당성향, 경영성과 및 자본 구성과 질과 같은 변수를 통해 17개국 대상 주요 은행 및 은행지주회사의

2) John, K., H. Mehran, and Y. Qian, "Outside Monitoring and CEO Compensation in the Banking Industry," Journal of Corporate Finance, 16(4), (2010), 383-399.

3) Theis, J. and A. Dutta, "Explanatory Factors of Bank Dividend Policy: Revisited," Managerial Finance, 35(6), (2009), 501-508.

4) Lepetit, L., C. Meslier, and L. I. Wardhana, "Reducing Agency Conflicts through Bank Dividend Payout Decisions: the Role of Opacity and Ownership Structure," Applied Economics, Published Online: 08 (March 2017).

5) Abreu, J. F. and M. A. Gulamhussen, "Dividend Payouts: Evidence from U.S. Banking Holding Companies in the Context of the Financial Crisis," Journal of Corporate Finance, (2013), 54-65.

6) Bogdanova, B., F. Ingo, and E. Takats, "The ABCs of bank PBRs: What drives bank price-to-book ratios?", BIS Quarterly Review, (2018).

삼정 KPMG
© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"국내 금융회사에 대해서는 은행 중심으로 소유구조와 배당정책 결정요인에 대한 연구 일부 진행"

PRB 결정요인을 분석하였다. 분석결과 금융위기 이전 및 이후 기간 모두 PBR을 결정하는 주요 요인은 은행의 부실채권(Non-Performing Loan, NPL) 비율과 ROE이며, 배당금과 비이자비용(non interest expense) 역시 PBR에 영향을 미치는 요인인 것으로 나타났다. 금융위기 이전 및 이후 기간 모두 자산건전성 지표인 NPL 비율이 높을수록 자산의 질에 문제를 야기함으로써 PBR을 낮추는 요인으로 작용하며, ROE 증가는 배당금 지급에 대한 신호효과이므로 PBR을 높이는 한편 배당금 규모 증가 역시 PBR을 높이는 것으로 분석되었다. 한편 인건비와 기타 운영비용으로 구성되는 비이자비용은 금융위기 이후 일종의 고정비로 작용하여 은행의 비용효율성을 낮추는 역할을 하기 때문에 PBR에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이에 ROE효과를 고려 시 배당의 신호이론과 비용절감 효과가 유의하게 설명되며, 은행 자산의 질을 결정하는 핵심요소로서 NPL의 비율을 강조하며 은행 리스크 관리의 중요성을 역설하고 있다

국내 금융업 배당정책의 연구는 소유구조와 배당성향 결정에 집중하는 경향

외국인 지분과 은행 배당정책에 대한 국내 최초 연구로서 정성창·전선애(2017)7)는 거시경제적 요인을 고려하여 배당정책의 신호전달가설, 대리인이론 가설 및 규제압력가설을 1999~2015년 중 11~13개 은행을 대상으로 223개 패널데이터를 구축하여 분석하였다. 분석 결과, 금융위기 이전 기간(1999~2007년)에는 외국계 은행의 배당성향이 국내계 은행에 비하여 조금 더 낮은 수준이었으나, 금융위기 이후 기간(2008~2015년)에는 외국계 은행의 배당성향이 통계적으로 유의하게 더 큰 것으로 나타났다. 또한 박영석·정현재(2017)8)는 은행의 배당결정요인과 배당이 경영성과와 위험에 미치는 영향을 분석하기 위해 정부 소유은행과 민간은행을 나누어 분석하였다. 분석 결과, 정부소유은행은 수익성이 높아도 자본적정성이 국제결제은행(Bank of International Settlement, BIS) 자기자본비율에 미달할 경우 감독당국의 규제압력으로 배당이 제한되는 것으로 나타났다. 반면, 민간은행은 배당결정 시 자본적정성이 고려된다는 것을 통계적으로 확인하지 못한다고 밝히고 있다. 즉, 민간은행은 자기자본규제에 상관없이 수익성에 비례하여 배당을 지급하여 위험을 채권자·예금자에게 이전시키는 경향이 있으므로 자본적정성이 낮은 은행에 대한 현행 배당규제를 강화할 필요가 있다고 주장하였다.

7) 정성창, 전선애, "금융회사의 소유구조와 배당성향", 한국재무학회 학술대회, 2017(5), (2017), 1331-1356.

8) 박영석·정현재, "은행의 배당결정요인과 배당이 경영성과와 위험에 미치는 영향", 한국재무학회 학술대회, 2017(5), (2017), 1400-1428.

삼정 KPMG

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"금융업의 기업가치지표인 PBR과 이를 결정하는 주요 요인인 경영성과, 배당성향, 수익구조 및 건전성을 글로벌 대비 다각적으로 비교"

본 보고서는 국내외 은행 및 은행지주회사, 상장 금융회사를 대상으로 동일한 기준으로 주식가치, 배당성향 및 수익성 등을 비교

본 보고서는 금융업의 기업가치지표인 PBR과 이를 결정하는 주요 요인인 경영성과, 배당성향, 수익구조 및 건전성을 국가별로 비교하였다. 개별 국가마다 경제 상황이나 금융회사의 소유구조, 배당정책에 대한 규제는 상이할 수 있으나, 글로벌 주요 금융회사 대비 국내 금융업의 현황을 살펴보는 것이 필요하기 때문이다. 국내외 금융업에 대해 동일한 기준으로 비교하기 위해 FY 2017 기준 The Banker지 선정 100대 은행 및 은행지주회사 중 상장회사를 주요 대상으로 하며, 아시아 지역 내 금융회사를 대상으로 추가적인 분석을 시도하였다. 주요 데이터는 Bloomberg로부터 데이터를 입수하되, 미비한 부분은 개별 금융회사의 연간보고서 등을 활용했다.

[참고] 주식가격 결정이론

주식가격결정이론은 배당평가모형(dividend discount model: DDM), 이익평가모형, PER평가모형, PBR평가모형이 있다. 본 장에서는 이 중 DDM, PER, PBR 모형에 국한하여 주요 내용을 살펴보고자 한다.

(1) 배당평가모형 중 항상성장모형은 주식 가격 결정 시 주주에게 발생되는 현금흐름으로서 배당금만을 고려한다. 1기의 주당 배당금은 D_1으로 기업의 성장을 반영하여 매년 이익증가율 g%만큼 증가하며, 할인율은 k, 현재 시점의 주식가격은 P_0으로 가정한다.

$$D_t = D_1(1+g)^{t-1} \ (t = 1,2,3,4,\cdots)$$

$$P_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_1(1+g)}{(1+k)^2} + \frac{D_1(1+g)^2}{(1+k)^3} + \cdots = \frac{D_1}{k-g} \ \text{(단, k>g)}$$

항상배당성장모형으로 불릴 수 있는 위 식에서 알 수 있는 점은 ① 다음 기의 배당금이 클수록, ② 이익증가율이 클수록, 즉 기업이 성장할수록, ③ 할인율 또는 요구수익률이 낮을수록 주식가치가 높아진다는 점이다.

한편 주당순이익(EPS) 중 b만큼을 사내유보하여 미래성장을 위해 투자하고, 투자 시 자기자본이익률(ROE)만큼의 수익률을 창출한다고 가정하면 t기 주당순이익(EPS_t)과 배당금(D_t)은 다음과 같이 정리된다.

$$D_t = EPS_t \times (1-b) \ (t = 1,2,3,4,\cdots)$$

$$EPS_t = EPS_{t-1} + b \cdot EPS_{t-1} \cdot ROE = EPS_{t-1}(1 + b \cdot ROE)$$

$$\frac{EPS_t}{EPS_{t-1}} = \frac{D_t}{D_{t-1}} = 1 + g = 1 + b \cdot ROE$$

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

[참고] 주식가격 결정이론

즉, 배당성장률(g)과 유보율(b) 그리고 자기자본이익률(ROE) 간 $g = b \cdot ROE$

라는 관계가 성립되며, 배당성향$(1-b)$으로 표현 시, $P_0 = \frac{D_1}{k-(b \cdot \mathrm{ROE})}$ 으로 요약된다..

(2) PER은 주당 현재주가(P_0)를 차기 주당순이익(EPS_1)으로 나눈 값으로 정의되며, 위의 모형에서 $P_0 = \frac{D_1}{k-g}$, $D_1 = EPS_1 \times (1-b)$를 이용하면 다음이 성립된다.

$$\mathrm{PER} \equiv \frac{P_0}{EPS_1} = \frac{1-b}{k-g}$$

즉, PER은 배당성향$(1-b)$과 기업성장률 또는 이익증가율(g)의 증가함수이며, 할인율(k)의 감소함수이다.

(3) PBR은 주당 현재주가(P_0)를 현재 장부가치(BV_0)으로 나눈 값으로 정의되며 위의 모형에서 $P_0 = \frac{D_1}{k-g}$, $D_1 = EPS_1 \times (1-b) = EPS_0 \times (1+g) \times (1-b)$를 이용하면 다음이 성립된다.

$$P_0 = \frac{EPS_0 \times (1+g) \times (1-b)}{k-g}$$

또한 $EPS_0 = BV_0 \times ROE$와 $\mathrm{g} = b \times ROE = (1 - payout\ ratio) \times ROE$ 이용 시, PBR은 다음과 같이 정리된다.

$$\mathrm{PBR} \equiv \frac{P_0}{BV_0} = P_0 \times \frac{ROE}{EPS_0} = ROE \times (1+g) \times \mathrm{PER}$$

$$= \frac{ROE \times (1+g) \times (1-b)}{k-g} = \frac{ROE \times (\mathrm{payout}\ ratio)}{k-g} = \frac{ROE - g}{k-g}$$

일반적으로 PER, PBR, ROE의 관계에 있어서 g=0이라는 가정 하 PBR은 REO와 PER의 곱셈으로 표현된다. 또한 PBR은 ROE, 배당성향$(1-b)$과 기업성장률 또는 이익증가율(g)의 증가함수이며, 할인율(k)의 감소함수이다. 따라서 기업의 수익성(ROE)이 커지거나 기업이 지속적으로 성장하여 이익을 발생하거나, 배당성향이 커질 수록 기업의 PBR은 증가하게 된다. 다만, 배당성향을 높이는 것은 기업 재투자의 재원인 사내유보이익이 적어지기 때문에 이익증가율이 낮아질 수 있다. 이에 따라 사내유보를 통해 재투자 시 ROE를 초과하여 기업의 성장을 유도하는 경우 배당성향을 높이는 것보다 장기적으로 기업의 주식가치를 높일 수 있다.

삼정 KPMG

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

국내 금융회사의 주식가치 및 경영성과 추이와 현황

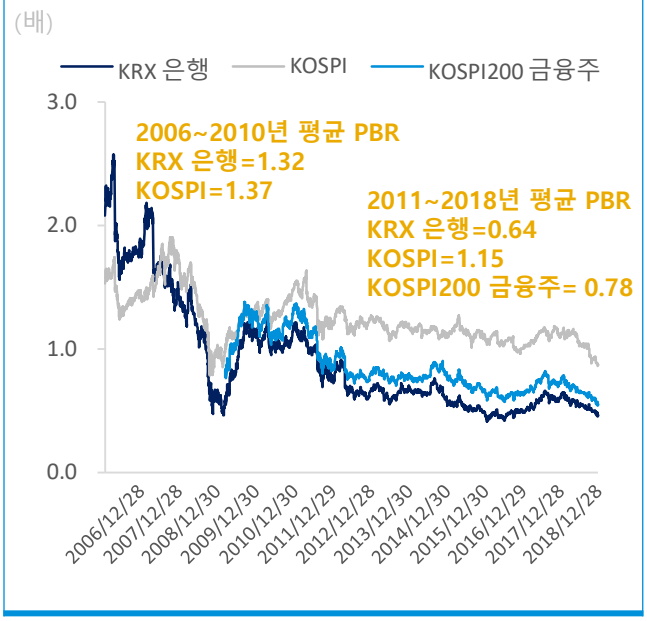
"국내 상장 금융회사 PBR은 지속적인 하락세로, 2011년 이후부터는 1배 미만을 기록"

국내 금융회사의 PBR 추이 및 현황

국내 상장 금융회사의 주식가치는 금융위기 이후 전반적으로 하락세가 지속되고 있다. 무엇보다 최근 금융업 전반적으로 금융위기 이후 최고 실적을 기록하였음에도 불구하고 전체 상장회사 대비 금융업의 PBR의 하락세가 더욱 크게 나타나고 있다. KOPSI200 금융과 KRX 은행주 지수 모두 2010년 후반부터 1배 미만의 PBR을 기록하고 있으며, 최근 국내 주가 하락에 비해서도 KRX 은행주 및 주요 금융주의 PBR 하락이 더욱 두드러지고 있다. 2018년 말 기준 KOSPI의 PBR은 0.87배를 기록하고 있으나, KOPSI200 금융과 KRX 은행주의 PBR은 각각 0.55배와 0.46배를 기록하여 금융위기 이전보다 낮은 수준이다. 금융위기 이전 기간(2006~2010년) KOSPI의 PBR은 1.37배 수준이며, KRX은행의 PBR은 1.32배로 큰 차이가 없었다. 그러나 금융위기 이후 기간(2011~2018년)에서 KOSPI의 PBR은 1.15배로 금융위기 이전 PBR의 84% 수준이지만, KRX 은행의 PBR은 0.64배로 금융위기 이전 기간의 48% 수준에 불과하다.

2018년 말 기준 KOSPI 상장 금융회사 중 본 보고서에서 실적 등을 분석한 40개사의 PBR 현황을 살펴보면, 이중 6개사(15%)만이 PBR 1배를 초과하고 있으며, 나머지 34개사(85%)의 PBR은 모두 1배 미만이다. 또한 업권별 PBR을 살펴보면 보험업 10개사 중 6개사의 PBR이 1배 미만이며, 은행업의 경우 7개사 모두, 증권업의 경우 18개사 중 17개사가 PBR 1배 미만에 속한다. 더불어 상기 40개사에 포함하지 않은 KOSPI 상장 금융회사 6개사 모두 PBR은 1배미만으로 4개사는 0.5~1배 미만이며, 2개사는 0.5배 미만을 기록하고 있다.

국내 상장회사 및 금융회사 PBR 추이



Source: KRX
Note: KOSPI200 금융은 KB금융, 신한지주 등 17개 종목으로 구성·산출하는 지수로 우량 금융주의 대표 지수로 2011년부터 산정되어 발표됨

KOSPI 상장 금융회사 PBR 현황

(단위: 개)

구 분	0.5배 미만	0.5~1배 미만	1배 이상	계
은행업	5	2	0	7
보험업	4	2	4	10
증권업	7	10	1	18
기타	0	4	1	5
합계	**16**	**18**	**6**	**40**

Source: KRX
Note 1: 2018년 말 기준 KOPSI 상장 금융회사 46개사 기준
Note 2: PBR 1배를 초과한 금융회사는 우리종금, 메리츠화재, 현대해상, 삼성화재, 키움증권, DB손해보험임

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

> "국내 금융회사는 2017~2018 년 높은 수익성을 시현, 그러나 장기 평균 수준에 미치지 못하는 수준"

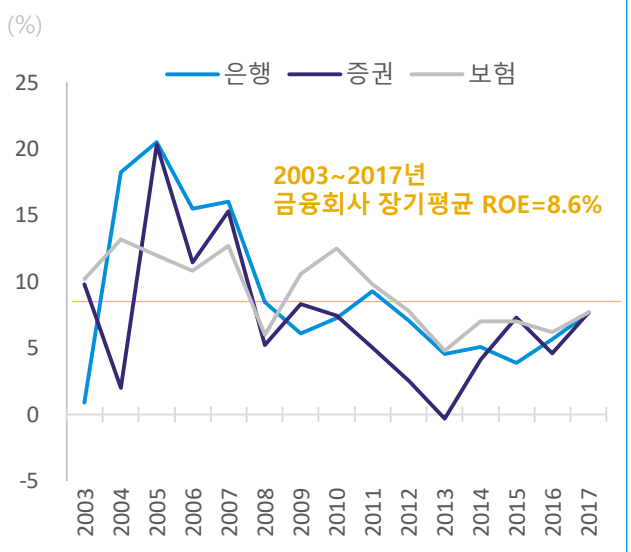
국내 금융회사의 수익성 추이 및 현황

국내 금융회사의 수익성은 2017~2018년 크게 개선, 그러나 장기평균에는 미치지 못하는 수준

국내 금융회사 수익성은 금융위기 이후 지속적인 하락세에 있으며, 최근 수익성이 증가하였으나 장기 평균에는 미치지 못하는 상황이다. 금융위기 직전인 2007년 은행, 증권 및 보험사의 ROE는 각각 16.0%, 15.3%, 12.7%를 기록하였으나, 금융위기 이후 수익성은 지속적으로 하락세에 있다. 2013년도의 경우 은행과 보험사 ROE는 각각 4.6%, 4.8%를 기록하여 2007년 대비 1/3 수준으로 급감하였으며, 증권사는 -0.3%의 ROE를 기록하여 적자를 시현한 바 있다. 그러나 2014년부터 수익성은 소폭 반등하여 2017년 모두 금융회사는 7% 대 수준의 ROE를 기록하며 수익성이 개선되었다. 그러나 2003~2017년 금융회사 전체적으로 장기 평균 ROE가 8.6% 수준임을 감안하면 최근 금융회사의 수익성 개선은 장기평균에 미치지 못하고 있다.

한편, KOSPI 상장 금융회사 46개사 중 연결결산보고서를 제출하며, 주식교환 등의 이벤트가 없는 금융회사 40개사를 업권별로 살펴보았다. 2018년 영업이익 기준 전체 상장회사 대비 은행업과 보험사 비중은 각각 57.0%, 24.8%를 차지한다. 또한 당기순이익 비중 역시 은행업과 보험업이 각각 56.8%, 23.9%를 차지하여 국내 금융업은 은행업과 보험업이 주도하고 있음을 알 수 있다.

국내 금융회사 ROE 추이



Source: 금융감독원
Note: 은행의 경우 시중은행 기준

KOSPI 상장 금융업 실적 추이

(단위: 조 원, %)

구 분		2015	2016	2017	2018	2015~2018 증감액	2015~2018 증감률
영업이익	은행업	8.4	9.1	13.6	15.4	7.1	84.5%
	보험업	4.6	4.6	6.6	6.7	2.1	44.9%
	증권업	2.8	2.3	3.9	4.0	1.2	41.5%
	기타	0.6	0.7	1.0	0.9	0.3	54.9%
	합계	**16.4**	**16.7**	**25.1**	**27.1**	10.7	64.8%
당기순이익	은행업	7.1	8.4	10.7	11.3	4.1	57.9%
	보험업	3.9	5.4	5.2	4.7	0.8	20.8%
	증권업	2.2	2.1	3.0	3.1	0.9	42.9%
	기타	0.5	0.6	0.8	0.7	0.2	46.4%
	합계	**13.7**	**16.5**	**19.6**	**19.9**	6.1	44.5%

Source: KRX
Note: 연결결산보고서 제출 40개사 기준, 금융지주사 중 은행을 보유하고 있는 금융지주사를 은행업에 포함하여 은행업 7개사, 증권업 18개사, 보험업 10개사, 기타 5개를 대상으로 함

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"은행업의 경우 NIM이 지속적으로 하락 추세이며, 이자이익에 편중된 사업구조 지속"

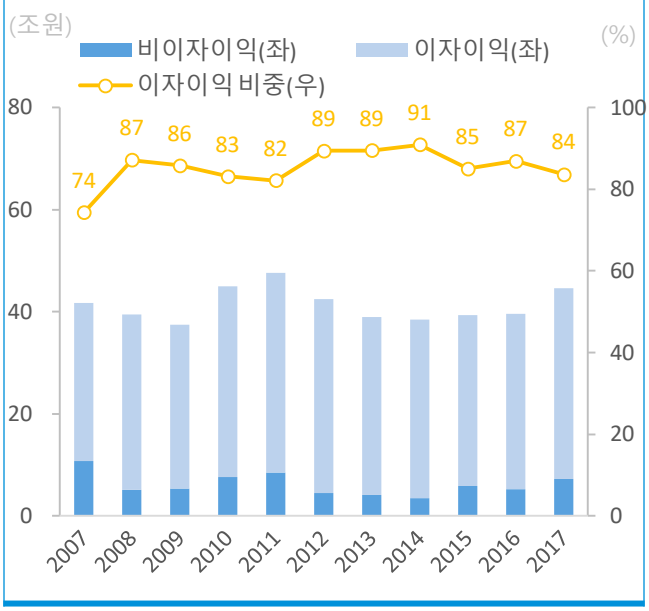
업권별로 사업구조의 한계점 여전, 추가적·지속적 수익성 개선은 요원

국내 상장 금융회사의 전체 실적은 은행업 실적 개선에 힘입어 2016~2017년 높은 수익성을 시현하였으나, 2018년에 들어 성장세가 소폭 둔화되었다. 국내 KOSPI 상장 금융회사의 2016년 영업이익과 당기순이익은 전년대비 각각 1.5%, 20.1% 증가한 데 이어 2017년에도 성장세가 지속되어 전체 상장 금융회사의 영업이익과 당기순이익은 전년대비 각각 50.2%, 18.9%의 증가하였다. 그러나 2018년의 경우 영업이익은 전년대비 8.1% 증가한 27.1조원이며, 당기순이익은 전년과 유사한 수준인 19.9조원을 기록하였다.

은행업의 당기순이익 증가는 가계대출 중심으로 대출이 확대된 것이 주요 요인으로서, 2018년 이후 가계대출에 대한 규제가 강화되면서 둔화되는 양상이다. 은행업의 당기순이익은 2016년과 2017년 각각 17.8%, 27.1% 증가하였으나, 2018년 이후 가계대출에 대한 규제 시행 등의 영향으로 2018년 은행업 당기순이익 성장률은 5.5%로 낮아졌다. 무엇보다 수익성을 결정하는 주요 요소인 순이자마진(Net Interest Margin, NIM)은 기준금리 인하 등 저금리 상황으로 인해 지속적으로 낮아지는 추세이다. NIM은 2007년 2.66%에서 2017년 1.73%로 하락세를 보이고 있다.

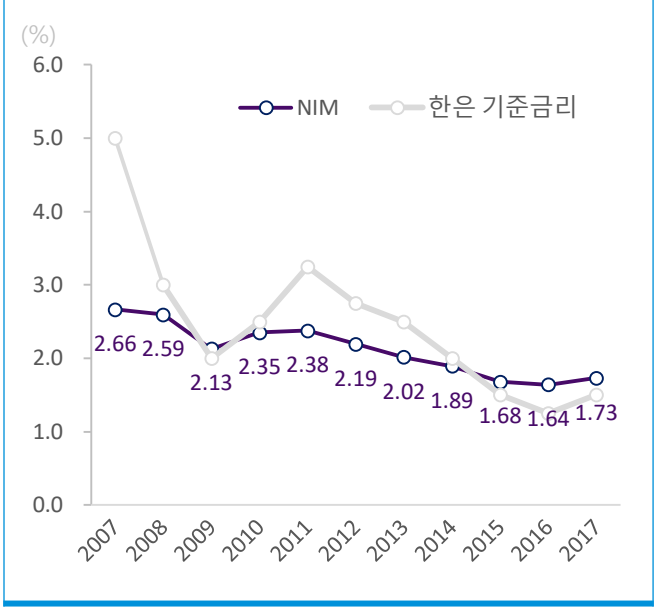
은행업의 수익구조는 이자이익에 편중된 구조로 전체 이익 중 이자이익 비중은 2007년 이후 현재까지 80%대 중반을 유지하고 있다. 이자이익 외 추가적 수익원이 열악한 상황에서 대출 확장이 제한되고 NIM 역시 낮아지는

국내 은행의 수익구조



Source: 금융감독원 금융통계시스템
Note: 시중은행 기준

국내 은행의 순이자마진(NIM) 추이



Source: 금융감독원 금융통계시스템
Note: 단순기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

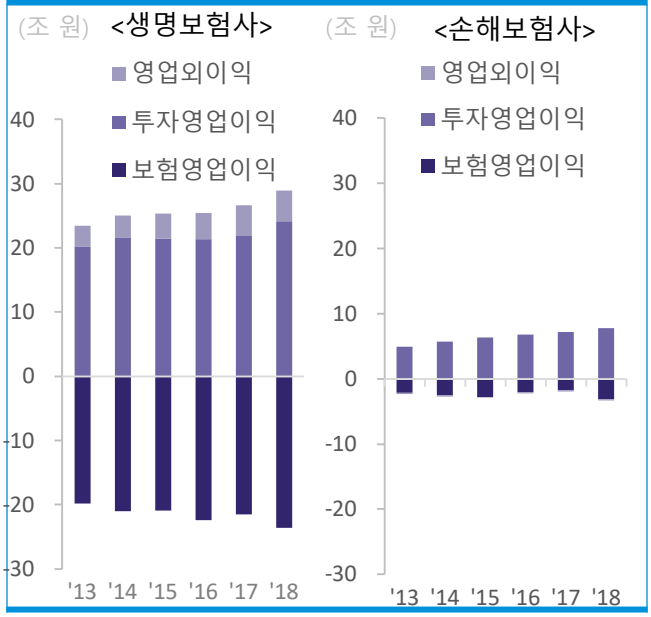
상황을 고려하면 중장기적으로 은행업의 수익성이 지속적으로 개선되기는 어렵다고 판단된다.

보험업의 경우 영업이익은 2015~2016년 4.6조원 수준에서 2017년 6.6조원으로 전년대비 43.7% 증가한 후 성장세가 둔화되었으나 2018년 역대 최대 실적을 기록하였다. 보험업의 당기순이익은 2016년 5.4조원으로 최고실적을 기록한 이후 감소한 것으로 보이나, 이는 2016년 삼성생명이 지배구조 개편의 일환으로 삼성카드를 종속기업으로 편입하는 등 일회적 요인이 반영된 것에 기인한다. 그러나 이러한 요인을 배제하더라도 2015~2018년 영업이익률의 증가율(44.9%)에 비하여 당기순이익 증가율(20.8%)은 절반 수준에 불과하며 타업권에 비해서도 당기순이익 증가율이 낮다. 이는 생명보험사와 손해보험사 모두 보험영업에서 손실이 발생하는 가운데 투자영업이익에 의존하는 구조에 기인한다. 생명보험사의 경우 2022년 도입되는 새 국제회계기준(IFRS17)과 신지급여력제도(K-ICS) 에 대비하여 부채로 인식되는 저축성 보험 판매는 줄이고, 보험료가 상대적으로 저렴하고 책임준비금 리스크가 작은 보장성 보험에 주력하면서 전체적인 수입보험료가 낮아지고 있다. 또한 손해보험사의 투자영업이익이 증가했음에도 자동차보험 손해율 상승 등으로 보험영업손실이 확대되었다.

"보험업의 경우 지속적인 보험영업손실이 확대되며, 증권업의 경우 변동성 높은 위탁매매와 자기매매 이익이 실적 개선을 견인"

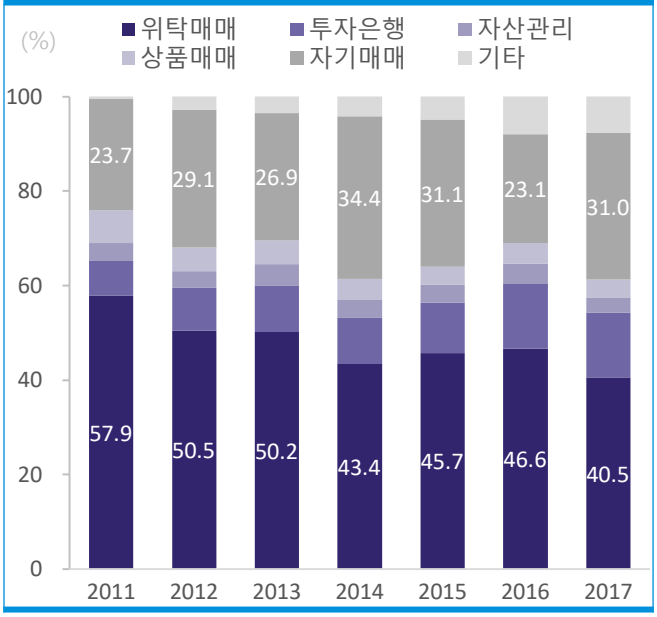
증권업은 2015~2016년 실적 성장세가 부진했던 반면 2017년부터 증시 상승에 따른 거래량 증가로 인해 위탁매매와 자기매매 실적이 성장을 견인하며 수익성이 개선되었다.

국내 보험사의 수익구조



Source: 금융감독원
Note: 전체 보험사 기준

국내 증권사의 수익구조



Source: 금융투자협회
Note: 전체 증권사 기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

상장 증권사의 영업이익은 2017년 3.9조원으로 전년대비 67.8% 성장하였고, 당기순이익 역시 전년대비 42.9% 증가한 3.0조원을 기록하였다. 2018년의 경우 증권업 영업이익과 당기순이익 증가율은 전년대비 각각 3.2%, 4.7%로 타업권과 마찬가지로 성장세가 둔화되었다. 상대적으로 타업권 대비 증권업의 경우 실적 변동성이 높으며, 이는 증권업의 수익이 위탁매매와 자기매매에 의존하기 때문이다.

"국내 금융업의 최근 실적 개선에도 불구하고 지속적·안정적 수익 확보는 요원"

증권업 전체적으로 전체 순수익 대비 위탁매매 부문 비중은 2011년 57.9%에서 40.5%로 17.4%p 감소한 반면 자기매매 부문 비중은 동기간 23.7%에서 31.0%로 7.3%p 증가하였다. 투자은행 비중이 소폭 증가하였으나, 위탁매매와 자기매매 중심의 수익구조는 지속되고 있으며, 이는 곧 증권사 수익이 높은 변동성을 가질 수 밖에 없음을 의미한다. 위탁매매 채널이 모바일 등으로 이동함에 따라 많은 증권사가 모바일 위탁매매 수수료를 무료로 제공하는 등 관련된 수수료가 감소하고 있으며 더불어 증시나 금리 변화에 따라 거래량과 채권관련 수익이 변동되기 때문이다. 반면 안정적인 수수료 기반의 자산관리 부문 순수익은 전체 대비 4% 수준에 불과한 상황이다.

이상과 같은 논의에서 알 수 있듯이 최근 2017~2018년 금융업의 수익성이 소폭 개선되었음에도 불구하고 여전히 외부 환경 요인에 취약한 수익구조를 가지고 있다. 은행의 경우 이자수익에 대한 의존도가 80%를 넘으며, 보험사의 경우 보험영업이익에서는 지속적으로 손실이 발생하며, 그 공백을 투자영업이익으로 메우고 있는 형국이다. 더군다나 저금리 기조가 지속되면서 보험사의 투자수익률은 전체적으로 하락하고 있으며 우리나라에서 추가적인 보험시장 확대를 통한 수익 창출이 요원한 상태이다. Swiss Re Sigma에 따르면, 2017년 기준 한국의 보험 침투율은 11.56으로 전세계 국가 중 5위를 차지하고 있으며, 1인당 보험료도 3,522달러로 세계 평균(650달러)의 5.4배 수준으로 세계 5위를 차지한다. 증권업 역시 최근 대형 증권사 중심으로 자본을 활용한 영업이 확대되고 있으나, 혁신적인 사업 구조 전환이 없는 한 위탁매매 수수료 하락을 반영하여 주수입원인 위탁매매 사업이 위축될 수 밖에 없는 구조이다.

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"2013년 이후 배당실시 금융회사의 수가 증가하고 있으며, 2017년 당기순이익 증가로 인한 배당규모 증가"

국내 금융회사의 배당정책 추이 및 현황

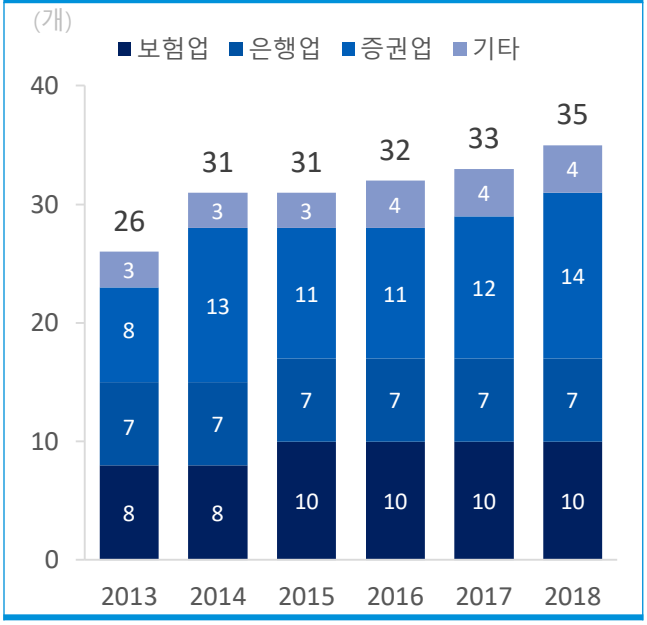
KOSPI 상장 금융회사 40개사(은행업 7개사, 증권업 18개사, 보험업 10개사, 기타 5개)를 대상으로 2013~2018년의 현금배당 여부와 배당금액 및 배당성향을 살펴보면 크게 네 가지의 특징을 살펴볼 수 있다. 현금배당을 실시하는 상장 금융회사가 증가하고 있으며, 당기순이익 증가와 현금배당 실시 기업 수 증가로 인하여 2017년 상장 금융회사의 현금배당이 크게 증가하였다는 점이다. 그러나 상장 금융회사 전반적으로 보면 오히려 배당성향은 평균적으로 낮아졌으며, 국내 KOSPI 상장회사의 평균적인 배당수준에 미치지 못한다. 더불어 업권별로 배당성향의 차별성이 뚜렷하게 나타나고 있다.

현금 배당 실시 상장 금융회사 수와 은행업 중심으로 배당규모 증가

현금 배당을 실시하는 상장 금융회사 수가 증가하는 추세이다. 2013년 26개사가 현금배당을 실시하였으나, 2017년 33개사, 2018년 35개사로 증가하였다. 업권별로 보면 은행업의 경우 전 상장회사가 현금배당을 실시하고 있으며, 보험업의 경우 2015년 이후 전 보험사가 현금배당을 실시하였다. 한편 증권사의 경우 현금배당을 실시하는 기업 수가 2013년 8개사에서 2018년 14개사로 상대적으로 뚜렷하게 기업 수가 증가하였다.

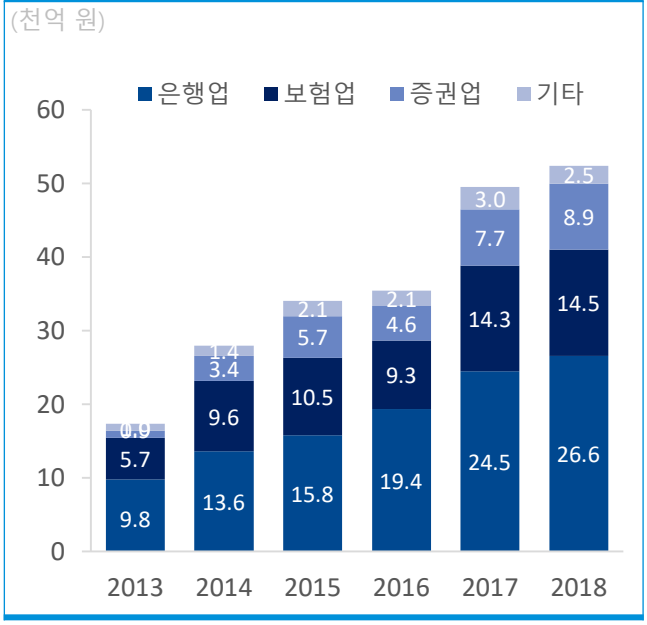
앞서 살펴본 상장 금융회사의 순이익 규모 증가와 현금배당 실시 법인 수 증가로 인해 배당 규모는 증가하였다. 전체 상장 금융회사의 배당금 규모는

KOSPI 상장 금융회사 중 현금배당법인 수



Source: KRX KIND상장법인 배당정보
Note: 40개사 기준

KOSPI 상장 금융회사 배당규모 추이



Source: KRX '최근 5년간 현금배당 법인의 시가배당률, 배당성향 및 주가상승률 현황(2018.4.13)' 및 KIND 상장법인 배당정보
Note: 1) 평균배당성향은 배당성향이 음수이거나 200%를 초과하는 기업 제외, 2) 금융회사의 경우 40개사 기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

2015~2016년 약 3.5조원 수준에서 2017년 4.9조원, 2018년 5.2조원으로 높아졌다. 2018년 기준 업권별로 배당규모를 살펴보면 은행업이 전체 배당규모의 50.7%(2.7조원)로 가장 높은 비중을 차지하며, 보험업 27.7%(1.4조원), 증권업 17.0%(8,895억원), 기타 금융업 4.7%(2,453억원) 순이다.

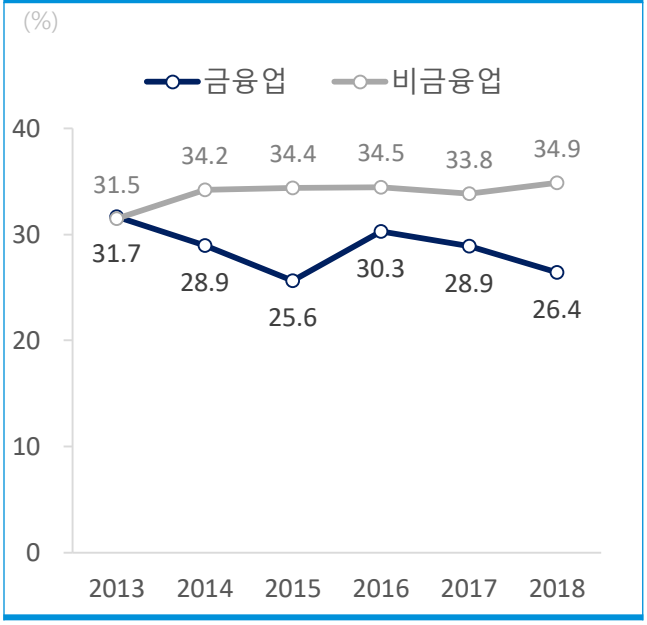
2013~2018년 배당규모의 증감률을 살펴보면 전체 상장 금융회사의 배당금액은 53.8% 증가하였으며, 은행업(67.6%), 증권업(56.3%), 보험업(38.6%), 기타 금융회사(17,8%) 순으로 은행업의 배당규모가 가장 크게 증가하였다.

"업권별로 차이는 있으나, 국내 금융회사의 평균 배당성향은 비금융업 상장회사 평균에 미치지 못하는 수준"

업권별로 차이 있으나 비금융업 상장회사 대비 금융업의 배당성향은 낮은 편

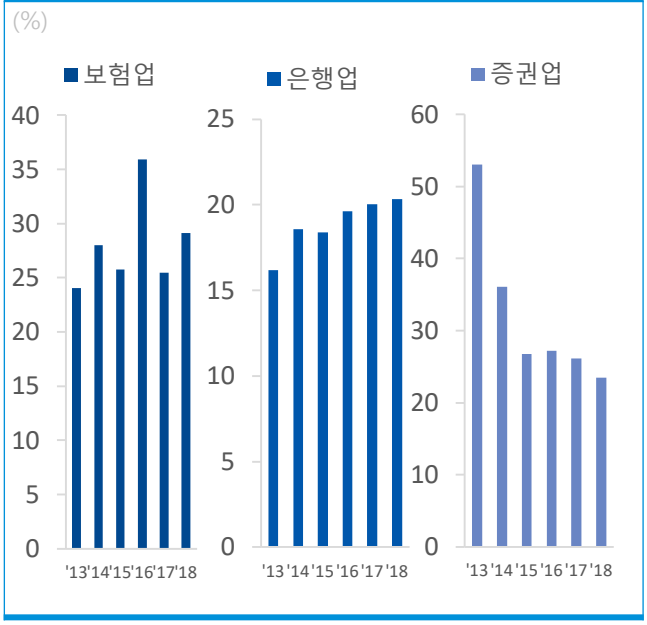
상장 금융회사 평균 배당성향은 전체 KOSPI 상장회사에 비하여 지속적으로 낮은 추세이다. 이는 증권사의 배당성향이 최근 들어 하락하고, 기타 금융회사의 배당성향은 2018년 급격히 낮아지며 변동이 심한 것이 주요 원인이다. KOSPI 상장회사의 배당성향은 기업의 주주환원에 대한 높은 관심을 배경으로 2013년부터 지속적으로 상승 추세이며, 2018년은 34.9%로 전년대비 소폭 증가하였다. 반면 상장 금융회사의 평균 배당성향은 2013년 31.7%로 KOSPI 상장회사와 유사한 수준이었으나, 2018년의 경우 26.4%를 기록하며 전년대비 2.5%p 하락하였고, 이는 증권사 등의 배당성향이 하락한 것에 기인한다.

KOSPI 상장 금융업 및 비금융업 평균 배당성향



Source: KRX '최근 5년간 현금배당 법인의 시가배당률, 배당성향 및 주가상승률 현황(2018.4.13)' 및 KIND 상장법인 배당정보
Note: 1) 평균배당성향: 배당성향이 음수이거나 200%를 초과하는 기업 제외, 2) 금융회사의 경우 40개사 기준

업권별 KOSPI 상장금융회사 평균 배당성향



Source: KIND 상장법인 배당정보
Note: 은행 및 은행지주회사는 상장 은행과 금융지주사 중 은행을 보유한 금융지주사로 구분하고, 증권업의 경우 상장 증권사와 금융지주사 중 은행을 보유하지 않은 금융지주사로 한정

삼정 KPMG
© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"은행업의 평균 배당성향은 20.3%로 상장회사 또는 상장 금융회사 평균에 미치지 못하며, 국내 금융회사의 배당규모 급증은 배당가능이익 증가에 기인"

상장 금융회사의 평균 배당성향은 업권별·시기별로 차이가 있으나, 2018년 말 기준 업권별 평균 배당성향은 보험업이 29.2%로 가장 높으며, 기타 금융업(23.8%), 증권업(23.4%), 은행업(20.3%) 순으로 전체적으로 상장회사 평균(34.9%)에 미치지 못한다.

업권별로 살펴보면 은행업의 평균 배당성향은 2013년 16.2%에서 2018년 20.3%로 상승세를 보이지만, 업권별로 제일 낮은 수치를 기록하였다. 또한 표준편차는 1.4로 업권별로 가장 낮은 수준으로 다소 보수적으로 배당성향을 책정하는 경향을 보인다.

보험업의 경우 평균 배당성향은 2013년 24.1%에서 2016년 35.9%로 상승한 이후 등락을 반복하고 2018년 29.2% 수준이다. 변동성은 3.9로 은행업 다음이며, 전체 변동성(2.1)보다 소폭 높다. 유의할 점은 2016년 평균 배당성향이 급증한 것은 동양생명의 배당성향이 170.1%로 일시적으로 상승한 것이 원인이며, 2016년 보험사의 배당규모는 9,277억원으로 전년(1조 453억 원)에 비하여 줄어들었다. 이는 전술한 삼성생명의 지배구조 개편으로 당기순이익이 일시적으로 증가한 요인이 있으므로 해석에는 유의할 필요가 있다.

반면, 증권업의 배당성향이 2013년 53.0%에서 2018년 23.4%로 하락하였으며, 변동성은 10.1에 달한다. 또한 2013년의 경우 일부 증권사가 100%를 초과하는 배당을 실시한 바 있으며, 2016년도 배당성향은 전년대비 0.4%p 높아졌음에도 업황 부진으로 당기순이익이 감소하여 배당규모는 전년대비 1,042억 원 감소한 4,648억 원을 현금배당으로 지급하였다. 증권사의 경우 앞서 논의한 증권사의 이익변동성을 반영하여 평균적으로 타 금융산업 대비 높은 수준의 배당을 통해 이를 보전하는 것으로 판단된다. 더불어 기타 금융회사의 경우 평균 배당성향은 2017년 60.9%에서 2018년 28.8%로 하락한 바 있으며, 변동성은 12.0으로 가장 높다.

이상의 논의를 종합하면 금융업을 주도하고 있는 은행업의 경우, 평균 배당성향은 2013년 이후 증가세이기는 하나, 20%를 소폭 상회하는 수준으로 상장회사 뿐만 아니라 상장 금융회사의 평균을 하회하고 있다. 결과적으로 앞서 살펴본 배당규모와 연관 시 최근 금융업의 배당규모 증가는 은행업이 주도하고 있으나, 이러한 은행업의 배당규모 증가는 실질적으로 배당성향의 증가가 아닌 배당을 할 수 있는 '당기순이익의 증가'에 기인한다는 점을 알 수 있다.

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

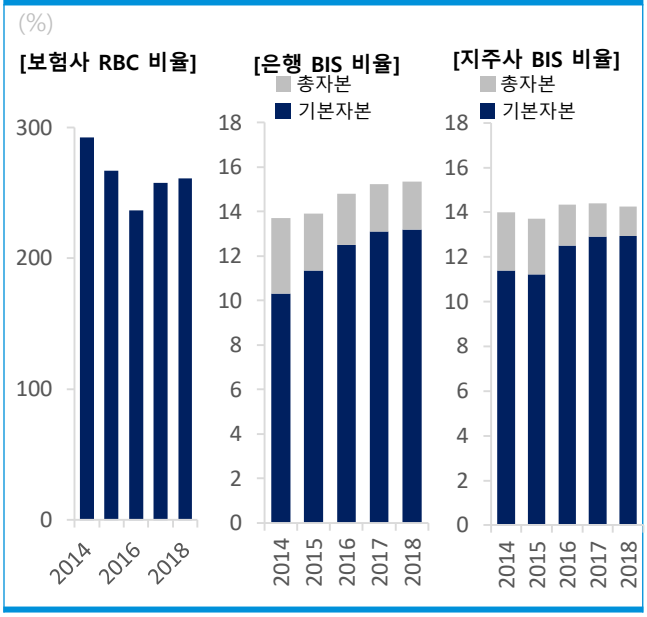
국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"은행업 및 보험업의 경우 건전성은 지속적으로 개선되며, 규제 비율을 초과"

국내 금융회사의 건전성 추이 및 현황

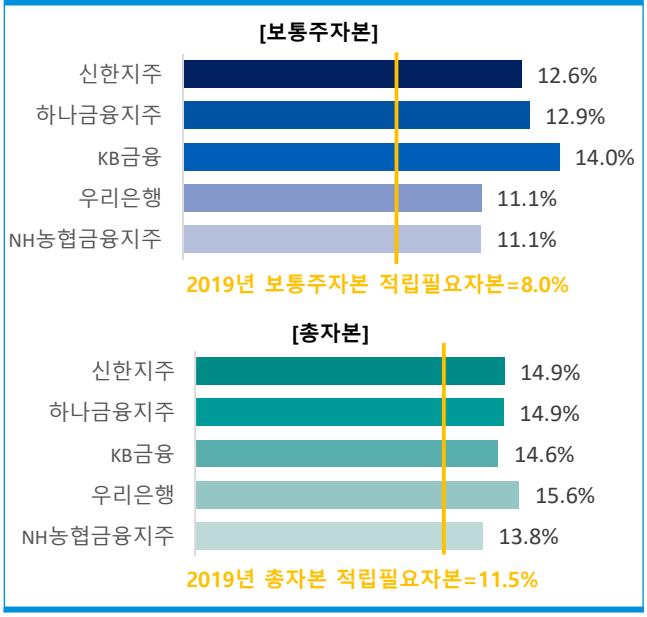
은행업에 속하는 은행 및 은행지주회사는 BIS 기준 자본비율 등을 준수하며 재무건전성을 충족해야 한다. 국내 은행의 BIS 자본비율은 2015년 이후 상승세로 규제수준을 상회하며 안정적인 수준인 것으로 평가된다. 기본자본비율의 경우 2015년 말 11.4%에서 2018년 말 13.2%로 증가하여 규제비율(8.5%)을 상회하고 있으며, 총자본비율 역시 2015년 말 14.0%에서 2018년 말 15.3%로 상승하며 규제비율(10.5%)을 상회한다. 특히, 2018년에는 은행의 자본증가율(총자본기준 5.2%)이 위험가중자산증가율(4.5%)을 상회하면서 BIS 기본자본비율과 총자본비율 모두 전년 말 대비 상승하였다. 은행지주회사의 경우도 기본자본비율은 2015년 말 11.2%에서 2018년 말 12.9%로 상승세이며, 총자본비율 역시 2015년 말 13.7%에서 2018 년 말 14.2%로 높아졌다. 다만 은행지주회사의 경우 2018년 중 총자본증가율이 8.7%로 위험가중자산 증가율(9.7%)을 하회하여 총자본비율은 전년 말 대비 소폭(0.13%p) 하락하였다. 2019년 1%의 추가자본이 요구되는 시스템적으로 중요한 국내 은행·은행지주회사(Domestic Systemically Important Banks, D-SIB)로 선정된 4개 은행지주회사 및 우리은행 역시 총자본비율은 평균 14.2%를 유지하여 충분한 손실흡수능력이 있는 것으로 평가된다. 보험사의 위험기준자기자본(Risk Based Capital, RBC) 비율은 2014년부터 2016년까지는 소폭 하락하였다. 그러나 이후 반등하여 2018년 말 기준 261.2%를 기록하고 있다. 생명보험사와 손해보험사의 RBC는 각각 271.2%, 242.6%이며, 감독당국 권고비율(100%)을 지속적으로 상회하고 있는 등 국내 주요 금융회사의 건전성은 양호한 것으로 판단된다.

국내 금융회사의 자본건전성 지표 추이



Source: 금융감독원
Note: 규제비율로서 RBC의 경우 100%를 적용하고 있으며, BIS 자본비율의 경우 총자본 10.5%, 기본자본 8.5%, 보통주자본 7%(D-SIB 은행은 1%p 가산)

2019년 D-SIB 선정 은행 자본비율 현황



Source: 금융감독원
Note 1: 2018년 말 기준
Note 2: 기재되지 않은 신한·제주·하나·국민·농협은행 또한 보통주자본과 총자본 비율이 필요 기준치를 모두 상회함

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

국내외 금융회사의 주식가치 및 경영성과 비교 분석

국내외 우량 상장 금융회사 간 비교·평가를 위해 The Banker지 선정 100대 은행 및 은행지주회사(이하 은행업) 및 아시아 태평양 주요국 상장 금융회사(보험사 제외, 저축은행 등 포함)를 대상으로 PBR, 경영성과, 배당성향 및 건전성을 다각도로 살펴보았다. 글로벌 100대 은행은 상대적으로 글로벌에서 가장 선도적이며 자본수준이 높은 은행이 대상된다. 국내 기업은 KB 금융(59위), 산업은행(61위), 신한지주(66위), 하나금융(78위), 우리은행(85위), 기업은행(90위) 등 6개사가 포함되며, 이중 5개사가 상장되어 있다. 해외 은행은 85개사가 상장되어 있어 총 90개사를 분석한다. 더불어 본장에서 주요 은행업 외 금융회사로 분석 대상을 넓히고자 아시아 주요국의 상장 금융회사와 국내 금융회사를 비교 분석한다. 상대적으로 아시아 주요국 금융회사는 국내 금융회사에 비하여 자본이나 자산 규모가 낮으나, 해외 투자자 입장에서 한국과 유사한 위험도와 거시경제 여건을 가진다고 평가될 수 있기 때문이다.

"국내 은행 및 은행지주회사의 PBR은 글로벌 100대 은행업 대비 전 지역에서 가장 낮은 수준, 하위권 수준에도 미치지 못함"

국내외 금융회사의 PBR 비교

글로벌 주요 100대 은행 대비 국내 상위 5개 상장 은행의 PBR은 2013년 이후 평균적으로 가장 낮은 수준

글로벌 100대 은행과 은행지주회사 전체 평균 PBR을 살펴보면 전반적으로 2013~2016년 PBR은 하락하는 추세에서 2017년에 소폭 반등하는 양상이다. 2013~2014년 1.28배 수준이던 평균 전체 PBR은 2015~2016년 1.1배 수준으로 소폭 하락하고, 2017년 말 전환되었으나 2018년 말 1.0배 수준으로

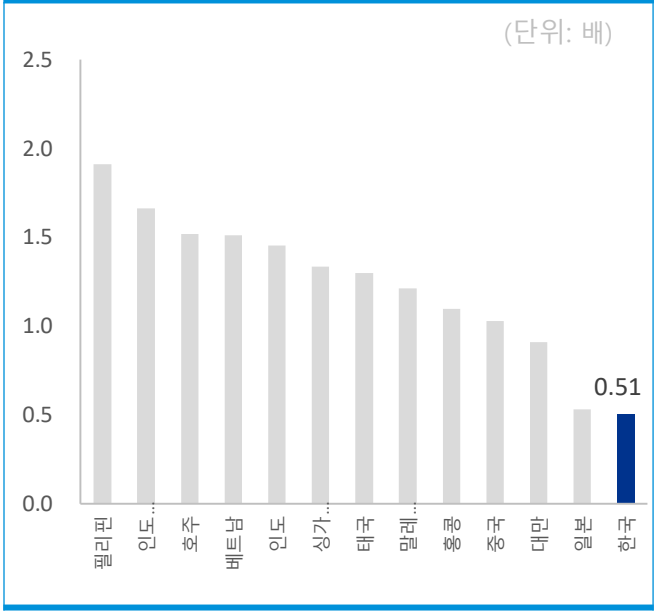
지역별 100대 은행 PBR 추이

(단위: 배)

지역	'13	'14	'15	'16	'17	'18
한국	**0.65**	**0.53**	**0.44**	**0.52**	**0.65**	**0.49**
중국	0.93	1.16	0.95	0.92	0.88	0.71
북미	1.59	1.54	1.32	1.44	1.66	1.30
유럽	0.90	0.85	0.82	0.78	0.92	0.62
호주	2.10	2.05	1.81	1.69	1.81	1.57
중국제외 아시아	1.42	1.38	1.28	1.06	1.27	1.20
남미	1.49	1.51	1.00	1.41	1.94	1.96
중동	2.03	2.06	1.61	1.70	1.54	2.14
하위권	1.55	1.55	1.32	1.30	1.45	1.33
전체	1.28	1.29	1.11	1.10	1.23	1.05

Source: Bloomberg, 개별사 Annual Report
Note 1: 각 년도 말 기준
Note 2: 글로벌 100대 은행 및 은행 지주사 중 상장회사 기준
Note 3: 하위권은 한국을 제외한 수치임

아시아 지역 국가별 금융회사 PBR 현황



Source: Bloomberg, 개별사 Annual Report
Note 1: 2018년말 기준
Note 2: 개별 국가 금융회사 PBR 단순 평균

삼정 KPMG
© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

낮아진다. 이런 추세 속에서 상대적으로 중동이나 남미의 은행 PBR은 2017년 이후에도 지속적으로 상승하고 있으나, 한국, 중국, 유럽의 주요 은행 PBR은 1배 미만을 기록하고 있다. 중국은우 디레버리징의 영향으로 은행의 영업활동이 제약받는 상황이며, 유럽의 경우 대형은행 중심으로 금융위기 여파가 지속되는 것으로 판단된다.

국내 은행의 PBR은 전 기간에 걸쳐 가장 낮은 수치를 기록하며, 2018년 말 0.49배를 기록하였다. 2018년 말 1배 미만의 PBR를 기록한 중국(0.71배), 유럽(0.62배)에 비해서도 낮은 수준이다. 또한 한국 주요 은행의 PBR은 남미(1.96배)나 중동(2.14배) 지역 주요 은행 PBR의 30% 수준에 불과하며, 하위권 평균 PBR(1.33배)에 비해서도 1/3 수준으로 평가받고 있다.

"아시아 주요국의 금융회사 PBR과 비교시, 국내 금융회사의 평균 PBR은 가장 낮은 수준"

또한 아시아 주요국 금융업의 PBR을 국가별로 살펴보면 2017년말 기준 우리나라 금융회사의 PBR은 0.51배로 아시아 주요국 중 가장 낮은 수준이다. 필리핀은 1.91배로 가장 높으며, 인도네시아(1.67배), 베트남(1.51배), 인도(1.45배), 태국(1.30배) 등 신남방국가의 경우 모두 1배를 초과하고 있다. 1배 미만을 기록하는 국가는 대만(0.91배)과 일본(0.53배)이며 대만의 경우 우리나라와 경제적 유사도가 높은 국가임에도 우리나라 보다 높은 가치로 금융업이 평가받고 있다..

국내 상위 5개 상장 은행업 기본자본과 총자산은 하위권 평균 수준

이러한 낮은 주식가치의 원인을 구체적으로 살펴보기 이전에 우선 규모의 차이를 검토하고자 한다. 상대적으로 큰 규모의 은행은 규모의 경제(scale of

글로벌 100대 은행 및 은행지주회사 현황

(단위: 백만 달러)

지역	기본자본	총자산	세전이익
한국(5)	**22,187**	**338,996**	**2,734**
중국(18)	95,026	1,318,224	15652
북미(21)	61,770	798,752	10435
유럽(20)	56,658	1,182,629	6352
호주(4)	39,119	685,049	8,522
중국제외 아시아(14)	42,206	758,352	4343
남미(3)	30,010	403,067	6,871
중동(5)	17,004	148,584	2762
하위권(40)	22,567	330,624	3,464
전체(90)	57,491	901,763	8486

Source: Bloomberg, 개별사 Annual Report
Note: 은행 및 은행지주 상장회사 2017년말 기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"글로벌 100대 은행 및 은행지주회사와 비교 시 국내 은행업의 자산과 자본 규모는 남미와 중동 중간 정도에 위치"

economics) 효과가 있을 수 있기 때문이다. 국내 주요 은행업 5사의 평균 기본자본(Tier 1 자본)은 221억 달러로 남미(300억 달러)에 미치지 못하며, 중동(170억 달러) 보다 높은 수준이다. 한국은 하위권 40개사 평균 수준의 기본자본(225억 달러)을 보유하고 있다. 총자본 규모 역시 이와 유사하다. 한국 주요 은행업의 총자본 규모는 3,389억 달러로 남미(4,030억 달러)에 미치지 못하며, 중동(1,485억 달러)보다는 높은 수준으로 하위권 평균 수준(3,306억 달러)을 기록한다. 반면 세전이익은 한국 주요 은행 5사 평균 27.3억 달러로 하위권 평균(34.6억 달러)의 80% 수준에 불과하며, 기본자본이나 총자산이 한국보다 낮은 중동 지역의 은행 세전이익(27.6억 달러)과 유사한 규모를 기록하고 있다.

또 하나 눈에 띄는 사항은 이는 주식시장에서 가치평가가 은행의 자산 또는 자본규모와 비례하지 않는다는 점이다. PBR이 1배 미만으로 기록하는 중국, 유럽 주요 은행의 기본자본과 총자산 평균 규모가 글로벌 차원에서 가장 크다. 반면 2018년 말 기준 상대적으로 주식시장에서 높은 주식가치를 기록하고 있는 중동, 남미, 호주의 경우 이에 비하여 상대적으로 규모가 작은 편에 속한다. 이는 금융위기 시 자본이나 자산수준이 큰 대형은행 중심으로 건전성과 수익성 악화를 겪고 정부자금이 투입되며 오히려 강화된 규제를 적용 받아 새로운 사업으로의 확장과 수익성 개선에 어려움을 겪는 것으로 풀이된다. 또한 일정 수준 이상의 규모를 확보한 글로벌 은행의 경우, 더 이상 규모의 경제 효과가 발휘되지 않으며, 오히려 적은 규모로도 충분한 경쟁력을 확보하며 빠른 대응력을 강점으로 글로벌 주식시장에서 높은 평가를 받을 수 있음을 간접적으로 시사한다. 은행 등 금융회사는 '얼마만큼 효율적인 경영활동을 통해 수익성과 성장가능성을 높이며, 주주와 투자자에게 매력적인 투자대상으로 기대되는가'가 보다 중요한 요소일 수 있다.

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

국내외 금융회사의 수익성 비교

국내 은행의 수익성은 글로벌 대비 낮은 수준, 수익성 대비 PBR도 낮은 수준

> "국내 은행의 수익성은 글로벌 100대 은행 중 하위권의 절반 수준, NIM 역시 소폭 낮음"

자본 또는 자산의 효율적인 활용과 이로 인한 수익성을 비교하면, 지역별로 2013~2018년 중 국내 은행의 수익성은 유럽을 제외한 전 지역 대비 낮은 수준으로 최근 5년간 ROA와 ROE는 각각 0.51%, 6.72%이다. 이는 유럽에 비해서는 약 2배 정도 높은 수준이나, 유사한 수준의 자본력을 가진 하위권의 수익성 대비 절반 수준에 불과하다. 다만, 호주, 남미, 중국 등에서 장기 실적 대비 2018년 은행 실적이 낮아진 데 비하여 국내 주요 은행은 북미와 유럽 등과 같이 실적이 개선되어 2018년 말 기준 한국 주요 은행의 ROA와 ROE는 각각 0.64%, 9.04%를 기록하였다. 그러나 이 역시 2018년 하위권의 ROA(1.15%)와 ROE(12.42%)에 비하여 2/3 수준에 불과하다.

보다 동일한 잣대로 국가별 수익성을 비교 시, FY2018 기준 국내 은행의 ROA는 0.64%로 독일(0.12%), 프랑스·영국(0.36%), 스위스(0.37%), 덴마크(0.41%), 이탈리아(0.50%), 네덜란드(0.58%) 등 유럽계 은행 다음으로 낮은 수준이다. 이는 아시아 지역 중 일본(1.47%), 홍콩(1.16%), 말레이시아(1.06%), 싱가포르(1.05%)를 포함하여 중국(0.87%) 뿐만 아니라 미주권인 미국(1.37%), 캐나다(0.88%)에 비해서도 낮은 수준이다.

한편 은행의 성과를 견인하는 NIM을 살펴보면 2018년 기준 우리나라는 2.03%로 전체(2.22%) 및 하위권 은행(2.66%)에 비하여 소폭 낮은 수준이다.

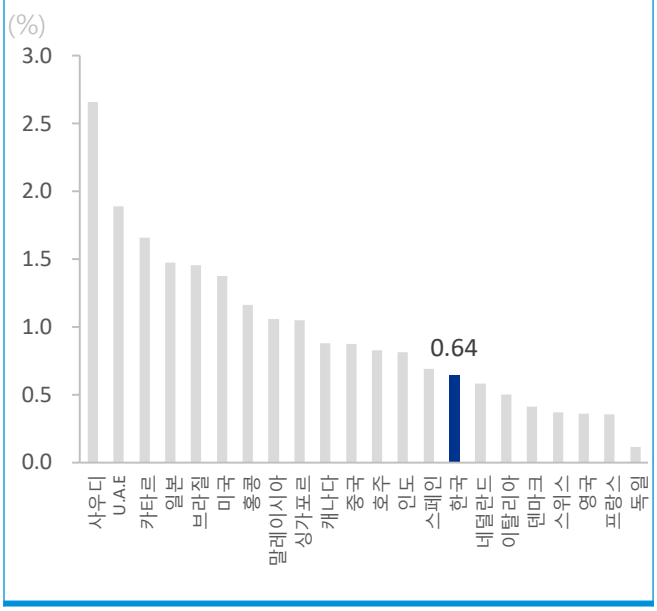
지역별 100대 은행 수익성 현황

(%)

지역	2013~2018			2018		
	ROA	ROE	NIM	ROA	ROE	NIM
한국	**0.51**	**6.72**	**2.08**	**0.64**	**9.04**	**2.03**
중국	0.98	15.90	2.57	0.87	12.88	2.11
북미	1.02	11.07	2.52	1.25	13.51	2.58
유럽	**0.22**	**3.77**	**1.56**	**0.42**	**6.64**	**1.59**
호주	0.85	13.46	2.07	0.83	12.28	1.99
중국제외 아시아	0.81	11.02	1.75	0.71	9.04	1.72
남미	1.41	17.34	5.84	1.345	15.39	5.72
중동	2.02	17.13	3.11	2.14	17.64	3.26
하위권	**1.08**	**12.58**	**2.69**	**1.15**	**12.42**	**2.66**
전체	0.83	10.82	2.30	0.98	11.15	2.22

Source: 한국기업평가, Bloomberg, 개별사 Annual Report

국가별 100대 은행 ROA 현황



Source: Bloomberg, 개별사 Annual Report
Note: FY 2018 기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

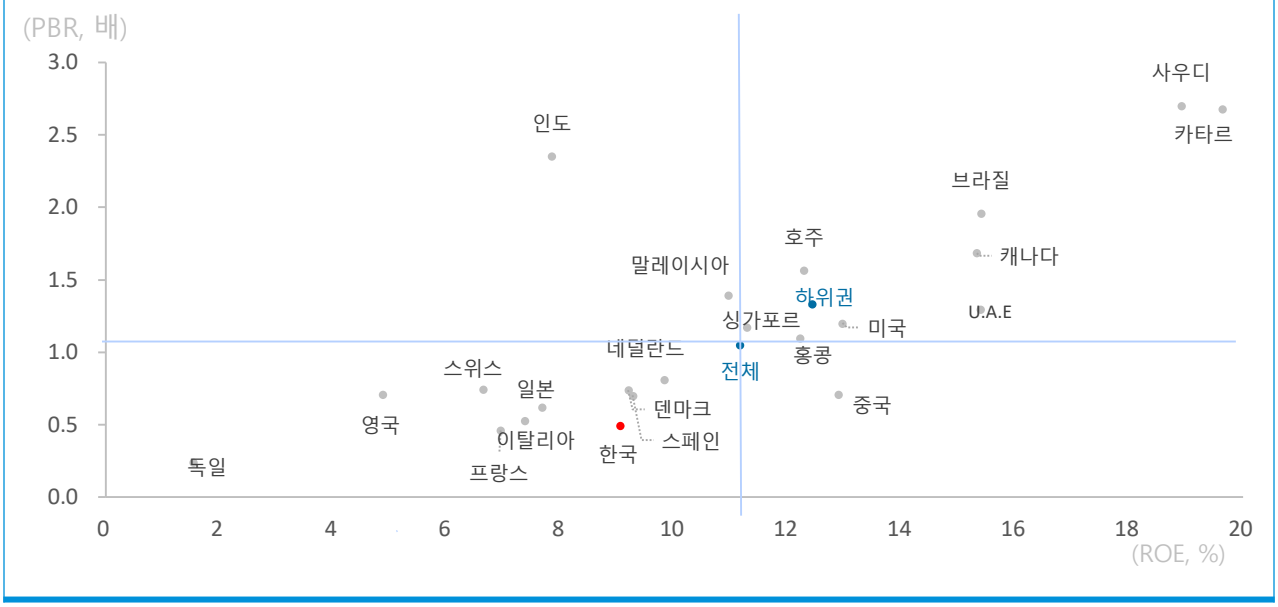
"국내 은행의 주식가치는 수익성 대비 낮은 수준으로 평가받고 있음"

전체 100대 은행 2013~2018년 평균 NIM은 2.30%에서 2018년 2.22%로 하위권은 2.69%에서 2.66%로 하락하였다. 다만 북미와 중동의 경우 장기 평균 NIM에 비하여 2018년 NIM이 소폭 높은 수준이다. 이는 전세계적으로 저금리·저성장 기조가 고착화되면서 자산운용 수익이 낮아지는 가운데 우량예금을 확보하기 위해 조달금리를 크게 낮출 수 없는 환경적 요인을 반영한다. 즉, 전세계적으로 저금리 기조가 지속되는 이상 NIM이 높아질 가능성이 제한적이며, 이는 금융회사가 추가적인 수익성을 확보하기 위해서는 비용효율성을 개선시키거나 새로운 수익원을 마련할 수 밖에 없음를 시사한다.

은행의 주식가치를 대변하는 PBR의 주요 원천이 ROE임을 고려하여 국가별로 ROE와 PBR을 비교하면 ROE 대비 주식가치가 저평가되어 있는지를 직관적으로 살펴볼 수 있다. 전체 100대 은행 평균 ROE와 PBR은 2018년 기준 각각 11.15%, 1.05배이다. 국내 주요 은행 ROE는 9.04%이며, PBR은 0.49배로 하위권의 ROE 12.42%, PBR 1.33배의 절반 수준에 불과하며, 전체 평균 대비 수익성과 주식가치가 낮은 3사분면에 속한다.

3사분면에 해당하는 국가는 덴마크, 프랑스, 독일, 이탈리아, 스페인, 스위스, 영국 등 유럽 지역과 일본이다. 또한 우리나라와 유사한 수준인 9%대 ROE를 가진 스페인, 덴마크, 네덜란드 주요 은행업의 PBR은 각각 0.70배, 0.74배, 0.81배를 기록하여 우리나라보다 소폭 높은 주식가치로 평가받고 있다. 또한 우리나라와 유사한 주식가치로 평가받고 있는 프랑스 은행그룹의 ROE는 6.9%로 국내 은행업의 2/3 수준에 불과하다.

국가별 100대 은행 PBR과 ROE



Source: Bloomberg, 개별사 Annual Report
Note 1: PBR은 2018년 말 기준, ROE는 FY 2018 기준
Note 2: 하위권은 한국을 제외한 수치임

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

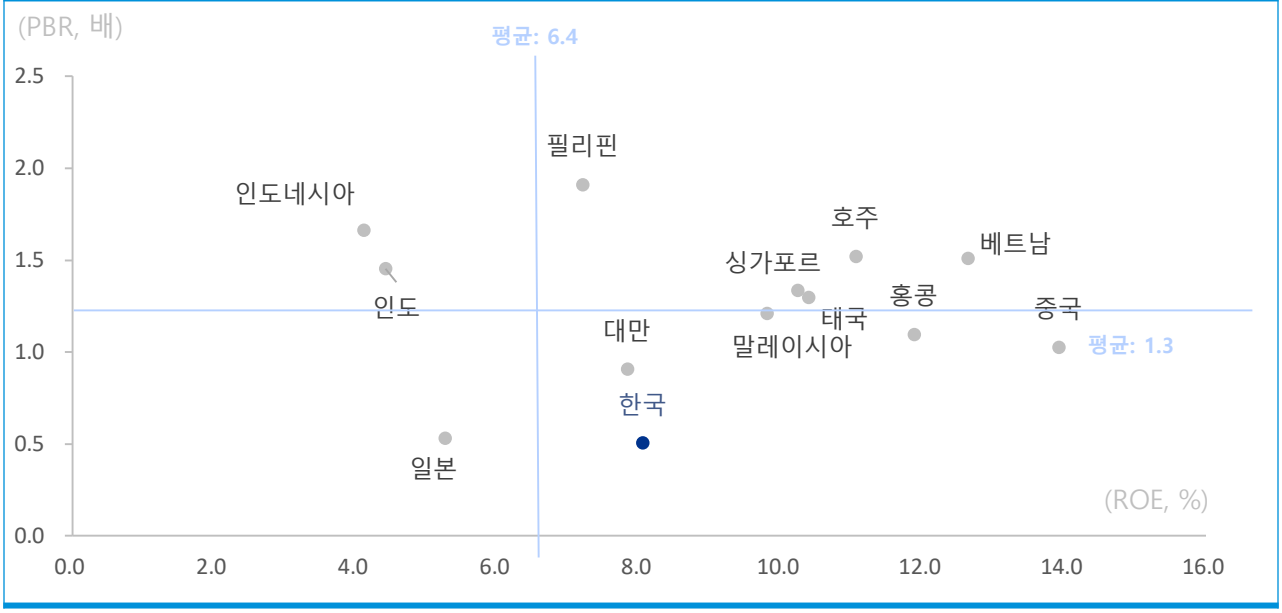
주요 아시아 국가와 비교 시 수익성은 평균 수준을 상회하지만, 주식가치가 낮게 평가

아시아 주요국의 금융회사와 비교 시, 국내 금융회사는 수익성 대비 주식시장에서 저평가

아시아 주요국 금융회사와 수익성과 PBR을 비교 시, 아시아 주요국 2017년 말 기준 평균 ROE와 PBR은 각각 6.4%, 1.3배이다. 앞서 언급한 바대로 1배 미만으로 금융업이 평가받는 국가는 일본, 한국, 대만이다. 이 중 일본은 수익성과 자본시장에서의 평가가 모두 평균 미만인 3사분면 그룹에 속한다. 반면, 한국과 대만은 평균 이상의 수익성을 확보하지만, 자본시장에서 낮은 평가를 받는 4사분면 그룹에 속한다. 무엇보다 한국은 대만과 유사한 수익성을 가지고 있으나, 대만의 PBR(0.91배) 대비 2/3 수준인 0.51배의 PBR을 기록하고 있다.

평균 수준 이상의 수익성을 가지는 국가로서 호주(11.0%), 베트남(12.6%), 싱가포르(10.2%), 말레이시아(9.8%) 등은 상대적으로 1배 이상의 PBR을 기록하며 높은 주식가치를 평가 받는 1사분면 그룹에 속한다. 또한 인도, 인도네시아는 평균 미만의 ROE를 가지고 있으나 상대적으로 자본시장에서 높은 평가를 받는 2사분면 그룹에 속한다. 이는 수익성 외에도 주식시장에서 저평가를 받게 하는 추가적인 요인이 요인이 있음을 시사하며, 이는 개별 국가의 경제성장률, 금융 규제 체계 등 다양한 요인이 포함될 수 있으나, 본 장 이후에서는 주요한 요인으로 배당성향을 살펴보고자 한다.

아시아태평양 주요 국가별 금융회사 평균 PBR과 ROE 산포도



Source: Bloomberg
Note: 은행 및 은행지주 상장회사 기준, PBR은 2018년말 기준, ROE는 FY 2018 기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

"국내 은행의 비용효율성은 유사한 수익성 창출하는 은행 대비 소폭 낮은 수준이며, 이자이익에 평중된 수익구조를 지님"

국내외 금융회사의 비용효율성 및 수익구조 비교

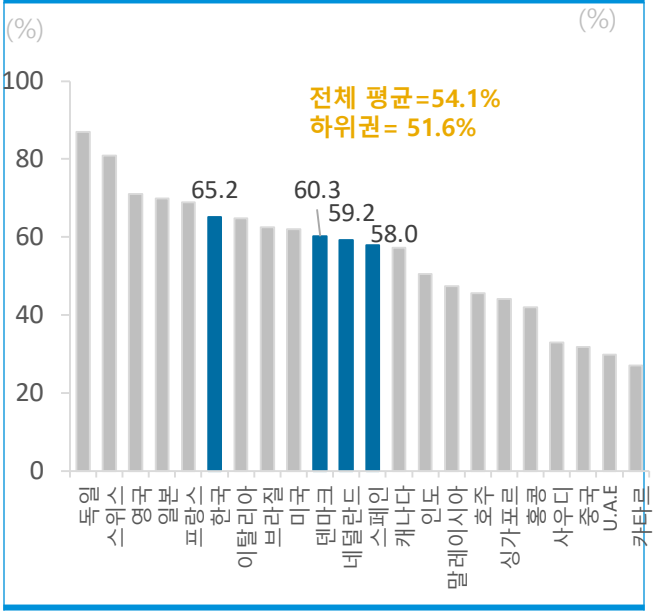
국내 상위 5개 상장 은행업 비용효율성은 유사한 수익성 창출 은행 대비 소폭 낮은 수준

대표적인 비용효율성 지표인 영업이익경비율(Cost to Income Ratio, CIR)을 살펴보면 국내 은행의 CIR 비율은 65.2%로 독일(86.9%), 스위스(80.9%), 영국(71.1%), 일본(69.9%), 프랑스(69.0%)에 비해서는 효율성이 높은 편이다. 그러나 상기 국가의 경우 2018년 ROE가 국내 은행업에 비하여 2/3 수준으로 낮은 비용효율성이 수익성을 낮출 가능성이 있다. 이에 수익성이 국내 은행과 유사한 국가 대상 CIR을 살펴보면, 덴마크(60.3%), 네덜란드(59.2%), 스페인(58.0%)은 국내 은행(65.2%)에 비하여 효율적으로 운영되고 있다. 더불어 글로벌 100대 은행 평균 CIR인 54.1%와 하위권 평균 수준인 51.6%와 비교 시 국내 은행의 CIR은 각각 11.1%p, 13.6%p 낮은 수준이다. 또한 ROE가 상대적으로 높은 호주, 중국, 홍콩의 경우 CIR 비율은 각각 45.6%, 31.7%, 42.0%를 기록하여 우리나라에 비하여 효율적인 경영활동이 이루어지고 있다. 이는 비용효율성의 제고가 ROE 개선 효과가 있음을 간접적으로 시사한다.

국내 상위 5개 상장 은행업은 이자이익에 편중된 수익구조

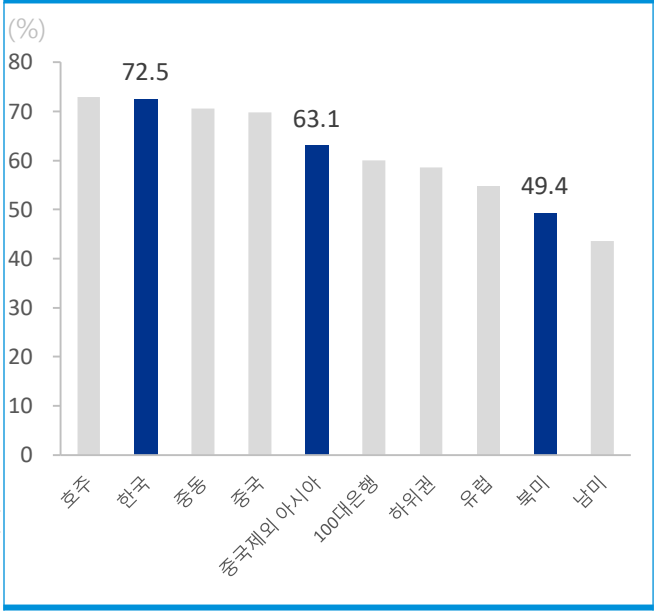
국내 은행과 글로벌 100대 은행의 수익 중 이자이익 비중을 살펴보면, 국내 은행 5개 은행업의 이자이익 비중은 72.5%로 전체 100대 은행 평균 60.1%, 하위권 평균 58.5%에 비하여 상당히 높은 수준이다.

국가별 은행 영업이익경비율



Source: Bloomberg, 개별사 Annual Report
Note: FY 2018 기준

지역별 이자이익 비중



Source: Bloomberg, 개별사 Annual Report
Note 1: FY 2018 기준
Note 2: 이자이익은 "순이자이익(Net Interest Revenue)/영업이익(Operating Income)"으로 산출

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

지역별로 비교 시, 국내 은행업의 이자이익 비중은 호주(72.9%)와 중동(70.6%)와 유사한 수준이나 중국을 제외한 아시아(63.1%), 유럽(54.8%), 북미(49.3%), 남미(43.6%)에 비해, 서는 높은 수준을 기록하고 있다.

이러한 이자이익 비중의 차이는 국가별 은행 발전 양상과 개별 국가별 업무 겸업화 규제 등에 크게 영향을 받는다. 유럽의 경우 유니버설 뱅킹(Universal Banking)을 통해 은행 내 동일 회사내 상업은행(Commercial Banking, CB)와 투자은행(investment Banking, IB) 기능을 수행하는 반면 미국의 경우 CIB(Commercial Investment Banking)을 지향하여 금융지주회사 내 CB와 IB 자회사를 거느리는 형태를 취하게 된다. 이러한 측면에서 국내 은행 및 은행지주회사의 업무 다각화 정도를 나타내는 이자이익 비중은 중국 외 아시아 지역, 북미 지역에 비하여 이자이익에 편중되어 있음을 알 수 있다.

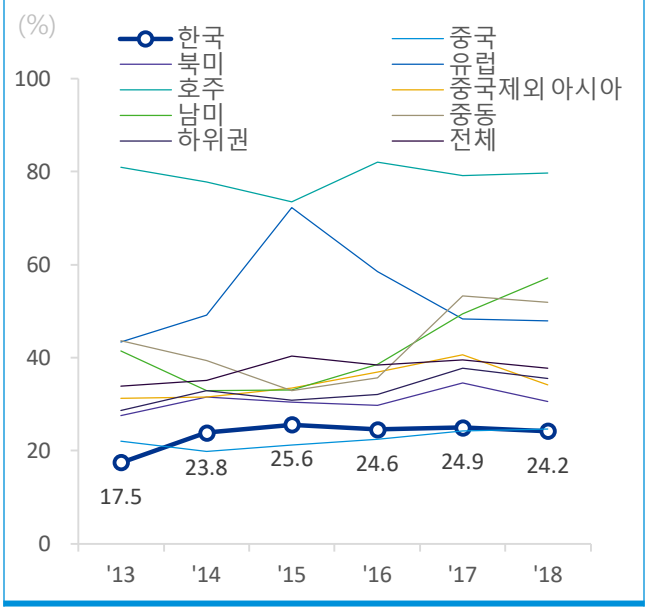
국내외 금융회사의 배당성향 비교

"국내 은행업의 배당성향은 전 지역에서 가장 낮은 수준 지속, 수익성이 유사한 은행에 비해서도 낮은 수준"

국내 상위 5개 상장 은행업의 배당성향은 글로벌 대비 낮은 수준 지속

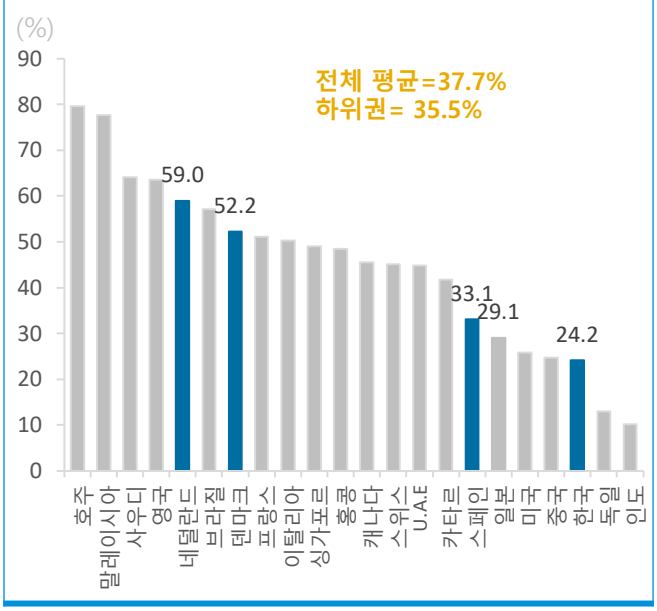
지역별 100대 은행의 배당성향을 살펴보면 국내 배당성향은 글로벌 전체 은행 및 하위권 은행에 비하여 약 10%p 정도 낮은 수준을 유지하고 있으며 2018년 24.2%를 기록하였다. 호주는 70% 후반대의 가장 높은 배당성향을 가지고 있으며, 유럽이 평균적으로 약 50%대의 배당성향을 가지고 있다. 남미와 중동의 경우 배당성향이 증가하는 추세로 2018년 말 기준 각각 57.1%, 51.9%를 기록하였으며, 북미 지역의 평균 배당성향은 30.5%이다.

지역별 100대 은행 배당성향 추이



Source: Bloomberg, 개별사 Annual Report
Note 1: 글로벌 100대 은행 및 은행 지주사 중 상장회사 기준
Note 2: 아시아와 하위권은 한국을 제외한 수치임

국가별 100대 은행 배당성향 현황



Source: Bloomberg, 개별사 Annual Report
Note 1: 2018년 기준
Note 2: 글로벌 100대 은행 및 은행 지주사 중 상장회사 기준
Note 3: 아시아와 하위권은 한국을 제외한 수치임

삼정 KPMG
© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

국가별로 평균 배당성향을 살펴보면 2018년 기준 한국 5대 은행의 배당성향은 24.2%로 전체 평균 배당성향(37.7%)와 하위권 평균(35.5%)의 2/3 수준이며, 인도(10.2%), 독일(12.9%) 다음으로 낮은 수준에 해당된다.

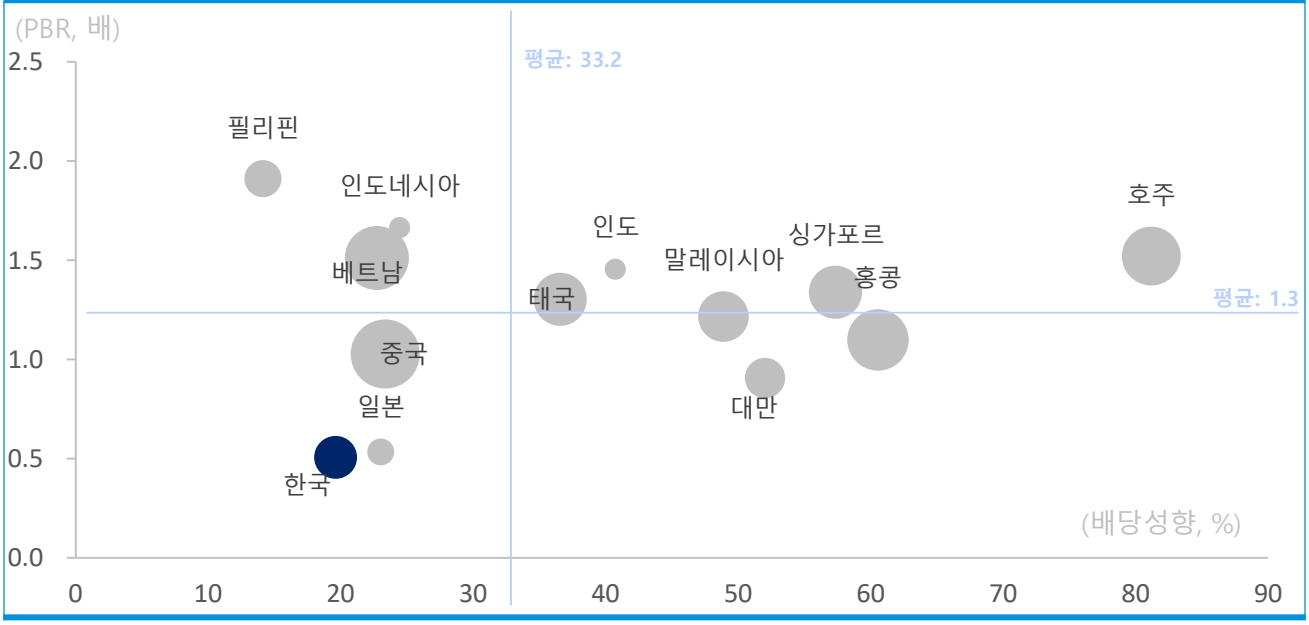
배당성향의 낮고 높음에 대해서는 다양한 요인에 의해 설명되어야 하는데, 가장 중요한 것이 수익규모 또는 수익성이므로 우리나라와 유사한 수준의 수익성을 가진 국가와 비교를 통해 배당성향의 정도를 판단해야 한다. 2018년 기준 우리나라와 유사한 수준의 수익성(9% 전후)을 기록한 다른 국가 은행업 배당성향을 살펴보면 덴마크(52.2%), 네덜란드(59.0%), 스페인(33.1%)을 비교할 수 있으며, 이들 국가의 배당성향은 국내 배당성향(24.2%)에 비하여 적게는 1.5배, 많게는 2배 이상 높은 수치를 기록하였다. 해당 국가의 은행과 비교 시 국내 은행에 투자한 투자자 또는 주주는 유사한 수익성과 자본 효율성을 가진 은행의 주주로서 기업이 창출한 이익을 환원받지 못하고 있다.

"국내 은행업 배당성향은 주요 아시아 국가 은행 대비 낮은 수준이며, 수익성에 비해서도 주주환원이 낮은 수준"

아시아 주요국과 비교시도 국내 금융회사의 배당성향은 낮은 편

아시아 주요국 배당성향과 PBR의 관계를 살펴보면 아시아 주요국 금융회사 평균 배당성향은 33.2%이며, 국내 금융회사의 평균 배당성향은 19.6%를 기록하였다. 국내 금융회사의 평균 배당성향은 호주(81.2%), 홍콩(60.5%), 싱가포르(57.4%), 말레이시아(48.9%)에 비하여 현저히 낮은 수준이다. 자본시장에서 1배 미만의 주식가치로 평가 받는 중국(23.4%), 대만(52.0%), 일본(23.0%)에 비해서도 낮은 수준이다.

아시아태평양 주요국 금융주의 PBR과 배당성향 산포도



Source: Bloomberg
Note 1: PBR은 2018년 말 기준, 배당성향과 ROE는 FY2018 기준
Note 2: 원의 크기는 ROE 크기를 나타냄

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

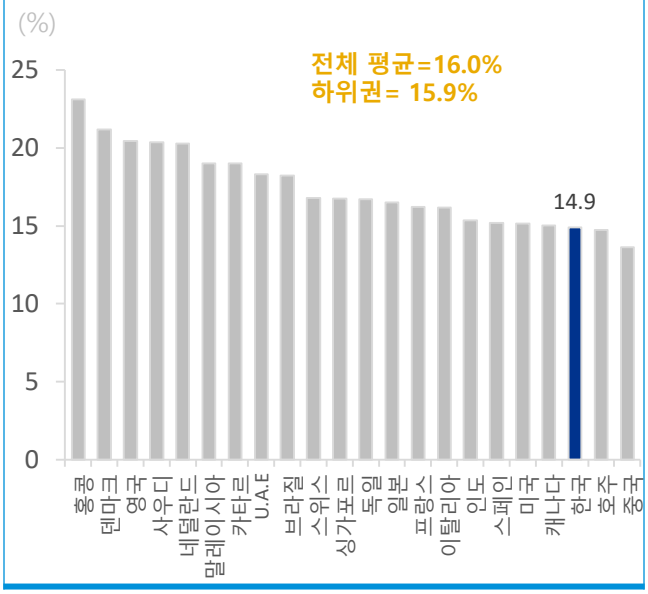
개별 국가의 금융회사 수익성과 비교할 경우, 국내 5대 은행의 수익성(8.0%)과 유사한 대만(7.8%)과 비교 시 국내 금융회사의 배당성향은 대만 대비 절반 수준에도 미치지 못한다. 또한 우리나라보다 수익성이 소폭 높은 말레이시아와 싱가포르의 경우 배당성향은 각각 48.9%, 57.3%로 국내 대비 2배 이상 높은 수준이다. 예외적으로 필리핀의 경우 수익성은 7%대 수준이고 배당성향도 14%로 글로벌 대비 낮은 수익성과 배당성향을 가지고 있으나, 상대적으로 자본시장에서는 높은 주식가치로 평가되고 있다. 이는 개별 국가의 성장성에 대한 기대가 반영된 것으로 판단되며, 국내 은행이 높은 성장성을 바탕으로 중장기적 주식가치 상승으로 인한 자본차익을 발생되지 않는 이상 배당수익이 주요한 수익의 원천일 수 밖에 없다. 즉, 국내 금융회사의 배당성향은 아시아 주요국과 비교 시에도 높지 않은 수준으로 투자자 입장에서 금융회사의 경영 성과가 개선되어 배당 가능이익이 증가하지 않는 이상 높은 배당성향을 통해 안정적인 배당이익을 제공하기는 어려운 것으로 평가된다.

국내외 금융회사의 건전성 비교

국내 은행의 자본건전성은 규제 비율을 준수하며 양호한 수준

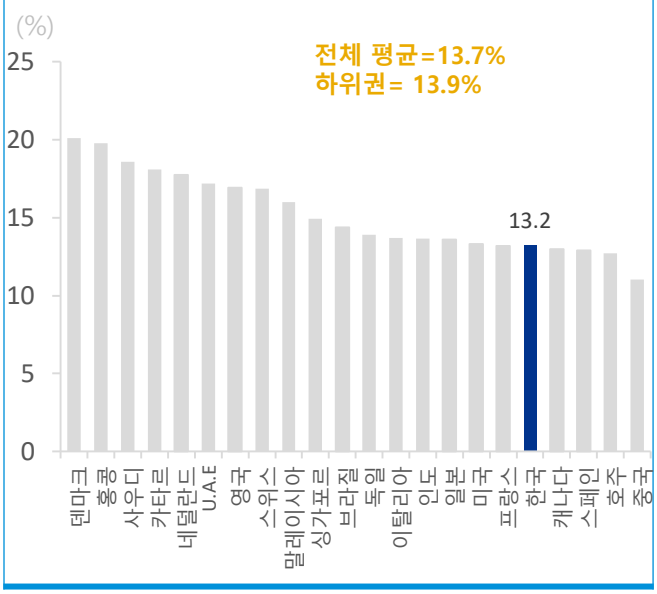
자본건전성 지표인 BIS 비율과 Tier 1 비율은 국내 은행의 경우 2018년 기준 각각 14.9%, 13.2%로 모두 규제 비율을 넘는 수준이다. 국내 은행의 자본건전성은 규제 비율을 모두 충족하고 있다는 측면에서 양호한 수준으로 평가되지만, 상대적으로 중국을 제외한 국가들과 비교 시 국내 은행의

국가별 100대 은행 BIS 비율



Source: Bloomberg 및 개별사 Annual report
Note: FY2018 기준

국가별 100대 은행 Tier 1비율



Source: Bloomberg 및 개별사 Annual report
Note: FY2018 기준

삼정 KPMG
© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

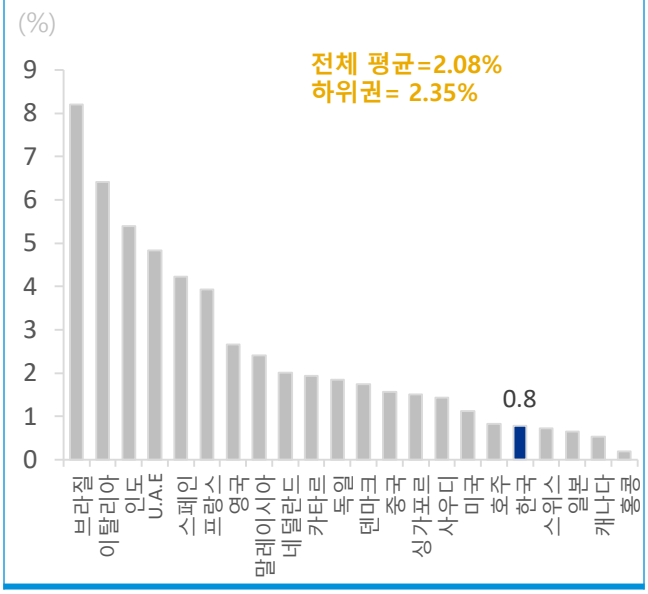
자본건전성은 소폭 낮은 수준이다. 위험가중자산 기준 자본적정성 지표인 BIS 비율은 100대 은행 평균 16.0%이며 하위권은 15.9%를 기록하는 가운데, 국가별로 홍콩(23.1%), 덴마크(21.2%), 영국(20.5%), 사우디 아라비아(20.4%), 네덜란드(20.3%) 순을 기록하고 있다. 국내 은행의 BIS 비율은 14.9%로 미국(15.2%), 캐나다(15.0%) 보다 소폭 낮으며, 호주(14.8%), 중국(13.6%) 보다 높은 수준이다.

"국내 은행의 자본건전성은 규제비율을 상회하나 글로벌 대비 소폭 낮으며, 자산건전성은 매우 높은 수준"

또한 자본적정성 지표인 Tier 1 비율(기본자본/위험가중자산)의 경우 100대 은행과 하위권의 평균은 각각 13.7%, 13.9%로 유사한 수준을 기록하고 있다. BIS 비율과 유사하게 덴마크, 홍콩, 사우디 아라비아 등이 높은 순위를 차지하고 있으며, 국내 은행의 Tier 1 비율은 13.2%로 미국(13.3%), 프랑스(13.2%) 보다는 낮으나, 캐나다(13.0%), 스페인(12.9%), 호주(11.0%)보다는 높다.

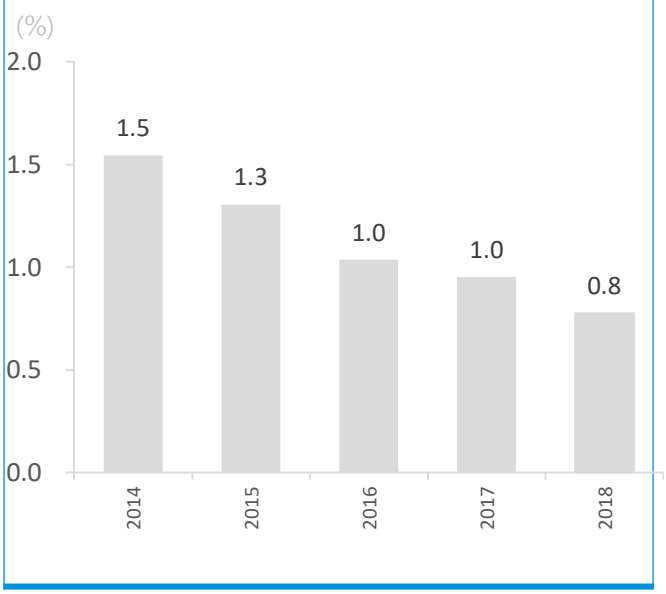
한편 국내 은행의 NPL 비율은 지속적으로 하락하는 추세이며 글로벌 비교 시에도 매우 낮은 수준의 자산건전성을 유지하고 있다. 국내 5대 은행의 NPL 비율은 2014년 1.5%에서 지속적으로 하락하여 2018년 0.8%를 기록하였다. 2018년 기준 글로벌 100대 은행의 국가별 NPL 비율을 살펴보면 우리나라는 홍콩(0.2%), 캐나다(0.5%), 일본과 스위스(0.7%)에 이어 낮은 수준을 기록하고 있으며, 하위권 평균 NPL 비율(2.4%)에 비하여 1/3 수준에 불과하다. 결론적으로 국내 은행의 자본적정성은 글로벌 대비 소폭 낮은 수준이지만, 자산건전성은 매우 높은 수준임을 알 수 있다.

국가별 100대 은행 NPL 비율



Source: Bloomberg 및 개별사 Annual report
Note: FY2018 기준

국내 5대 은행 평균 NPL 비율 추이



Source: 금융감독원

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

[참고] 한국과 대만 주요 금융회사 비교

대만과 한국은 지리적으로 동아시아 지역에 위치하고, 수출이 차지하는 비중과 주식시장에서 IT 비중이 높다는 유사성을 지닌다. 뿐만 아니라 2017년 기준 1인당 GDP가 한국은 29,744달러, 대만은 24,318달러로 경제적 유사성이 높다. 그러나 한국과는 달리 대만 기업의 PER은 금융위기 이후 10배 미만으로 떨어진 적이 없으며, 이러한 원인 중 하나로 40%에 달하는 높은 배당성향이 그 요인의 하나로 평가되고 있다.

한국의 KOSPI200 금융주와 유사한 대만 가권(加權) 금융주 섹터지수를 구성하는 금융회사를 비교 시 이러한 배당성향의 차이가 눈에 띈다. 한국의 KOSPI 상장 금융회사 중 시가총액 1위 기업은 KB금융지주로 자산규모는 4,092억 달러, 자기자본 319억 달러이다. 반면 대만 금융회사 중 시가총액 1위 기업은 케세이 파이낸셜 홀딩스로 자산과 자기자본 규모는 KB금융지주의 ¾ 규모이며, 두 기업의 ROE 수준은 각각 10.2%, 10.0%로 유사하다. 그러나 KB금융지주와 캐세이 파이낸셜의 PBR은 각각 0.7배와 1.1배로 케세이 파이낸셜이 높게 평가되고 있으며, 배당성향 역시 KB금융지주(23.2%)에 비하여 두 배 이상 높은 수준인 55.8%를 나타낸다.

이외 국내 주요 금융회사 3사의 경우 ROE는 7.4~9.1% 범위로 PBR은 0.6~0.7배이며 배당성향은 25% 전후이다. 반면 대만의 주요 금융회사는 자산이나 자본규모는 국내 금융회사에 비하여 낮은 수준이고 ROE는 유사한 수준의 범위임에도 1배 이상으로 PBR로 평가받고 있다. 배당성향은 35.0%~79.3% 범위로 한국에 비하여 적게는 1.5배, 크게는 3배 가량 높다. 대만과 한국의 금융감독방식, 금융회사에 대한 인식 등의 차이가 있을 수 있으나, 이러한 배당성향과 주식가치의 차이는 시사하는 바가 크다.

한국 주요 금융회사 주식 및 배당관련 지표

(단위: 백만 달러, %, 배)

기업명	시가총액	자산	자기자본	ROE	ROA	PBR	배당성향
신한금융지주	16,734	412,749	32,915	9.17	0.71	0.53	24.2
KB금융지주	16,524	430,700	32,072	8.78	0.67	0.52	24.8
하나금융지주	9,774	345,761	24,345	8.76	0.60	0.41	25.9
우리은행	9,432	305,742	19,715	10.48	0.62	0.57	23.3
기업은행	7,066	259,997	18,944	8.03	0.62	0.43	24.6

대만 주요 금융회사 주식 및 배당 관련 지표

(단위: 백만 달러, %, 배)

기업명	시가총액	자산	자기자본	ROE	ROA	PBR	배당성향
케세이 파이낸셜	19,291	301,375	17,293	9.40	0.57	1.17	47.5
푸방 금융지주	15,731	252,060	15,317	9.96	0.65	1.08	48.4
CTBC 파이낸셜	12,867	187,965	10,296	11.45	0.65	1.26	55.9
메가 파이낸셜	11,530	115,723	10,267	9.18	0.79	1.12	83.0
청화 상업은행	5,501	68,015	5,115	8.39	0.61	1.08	50.7
상하이 상업저축은행	5,372	61,827	5,816	10.82	0.76	1.25	59.8

Source: Bloomberg
Note: 시가총액, PBR, 배당성향은 2018년 말 기준, 자산과 자기자본 및 ROE는 2017년 기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

국내 금융회사의 주식가치 제고 방안

"국내 금융회사의 주식가치 저평가의 근본적인 원인은 낮은 수익성이며, 낮은 배당성향으로 인해 더욱 저평가되는 것으로 판단"

국내 금융회사 주식가치 저평가의 주요 원인: 낮은 수익성과 배당성향

금융위기 이후 저금리·저성장 기조의 장기화, 금융회사의 건전성과 자본 규제 강화, 금융회사의 신뢰성 하락과 투자자의 낮은 기대수준 등 다양한 원인으로 인해 국내 뿐만 아니라 전세계적으로 금융회사의 주식가치가 하락하였다. 그러나 최근 미국, 남미 등 일부 국가에서는 경영성과 개선에 힘입어 금융주의 PBR이 상승하는 등 주식가치에 대한 평가가 소폭 긍정적으로 전환되었다. 반면, 국내 금융업은 2016년 이후 전 금융업에서 높은 실적 개선이 이루어졌으나, PBR은 1배 미만으로 지속적으로 낮아지는 추세에 놓여 있고, 상장 금융회사 중 85%가 청산가치에도 미치지 못하는 주가로 평가받고 있다. 금융주가 낮은 주식가치로 평가받는 원인을 진단하기 위해 본 보고서에서는 이론적 모형에 근거하여 경영성과와 배당성향을 비교함과 동시에 자산건전성 및 자본건전성 등을 글로벌 주요 은행업 및 아시아 주요국 금융업과 국내 은행회사를 비교하였다.

첫째, 자산·자본규모와 경영성과 등을 비교 시, 국내 은행업의 기본자본과 총자산은 글로벌 100대 은행 중 하위권 평균 수준이지만, 세전이익 규모는 하위권 평균 수준의 2/3 수준에 불과한 실정이다. 대표적 수익성 지표인 ROA는 국내 은행업의 경우 0.64%로 미국, 홍콩, 싱가포르 등 주요 국가 대비 낮은 수준이며, 유럽의 일부 국가보다는 높은 수준이다. 또한 아시아 지역을 대상으로 금융회사의 수익성을 비교 시 우리나라 금융회사의 수익성은 평균을 웃돌고 있으나, 베트남, 태국, 싱가포르, 말레이시아 등에 비해서는 낮은 수준이다.

둘째, '유사한 수익성을 지닌 금융회사 간 주식가치도 유사하게 평가받는가' 라는 측면에서 글로벌 100대 은행의 수익성 대비 PBR을 살펴본 결과, 우리나라의 은행업 주가는 더욱 크게 할인되어 평가받고 있다. 은행업 뿐만 아니라 금융회사 전체적으로 국내 금융회사는 아시아 태평양 국가에서 평균 이상의 수익성을 보이고 있으나, 주식가치는 저평가 되고 있다. 더불어 유사한 수익성을 갖는 대만에 비해서는 2/3 수준이다.

셋째, 수익성을 결정하는 주요 요인인 NIM, 수익구조, 비용효율성을 살펴보면 우리나라 뿐만 아니라 전세계적으로 저금리 기조가 반영되어 NIM의 추가적 상승을 통한 수익성 개선은 어려운 것으로 보인다. 수익구조 측면에서 우리나라의 은행 및 은행지주회사의 평균적으로 72.5%가 이자이익에 의존하고 있어서 호주(72.9%)와 유사한 수준이다. 그러나 CIB 모델의 금융회사를 지향하는 북미(49.4%), 중국 제외 아시아(63.1%)를 비롯하여 하위권 은행업(58.5%)에 비해서도 이자이익에 편중된 수익구조를 가지고 있다. 또한 비용효율성을 살펴보면 국내 은행업의 CIR 비율은 65.2%로 글로벌 평균(54.1%) 이나 하위권 평균(51.6%)에 비하여 낮은 수준이다. 수익성이 유사한 덴마크, 네덜란드, 스페인 등의 국가에 비해서도 경영활동이 효율적이지 못한 것으로 나타났다.

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

국내 금융회사의 주식가치 제고 방안

> "NIM 등의 개선이 요원한 상황에서 이자이익 등에 편중되어 있는 수익구조를 가지며, 경영활동의 효율성이 낮음"

즉, 국내 은행업의 경우 CIB 모델을 지향함에도 불구하고 이자이익에 편중된 수익구조를 가지고 있으며, 이를 보전하기 위한 비용효율적 경영활동이 이루어진다고 보기 어렵다.

넷째, 투자자의 수익이 근본적으로 미래의 기업 수익성과 이에 대한 배분으로 귀결된다는 점을 고려하여 추가적인 할인 요소로서 배당성향을 살펴보면 국내 금융회사의 배당성향은 매우 낮음을 알 수 있다. 국내 5대 주요 은행업의 평균 배당성향은 2018년 기준 24.2%로 경영적자를 기록하는 독일 은행이나 인도 다음으로 낮은 수준이다. 아시아 태평양 지역의 주요 금융회사와 비교하면 국내 금융회사의 배당성향은 평균 19.,6%로 호주(81.2%), 홍콩(60.5%), 싱가포르(57.4%), 말레이시아(48.9%)에 비하여 현저히 낮은 수준이다.

특히, 거시경제 변수와 금융그룹의 수익성이 유사한 국가인 대만과 비교할 경우 국내 금융업의 배당성향은 절반 수준에 불과하다. 글로벌 투자자 입장에서 높은 성장성이 기대되는 아시아태평양 지역의 은행에 비하여 자본수익을 창출할 가능성이 낮으며, 주주에게 이익을 환원하는 척도로서 배당성향이 낮은 국내 금융회사의 주식은 투자할 유인이 적다.

> "자본적정성을 높이기 위해서는 효율적 자본관리 및 리스크 관리 역량도 높아질 필요성이 있음"

다섯째, 건전성 측면에서 우리나라 은행의 자산건전성은 매우 안정적 수준이다. NPL 비율은 지속적으로 낮아지는 추세로 2018년 0.8% 수준이며, 글로벌 100대 은행 전체(2.08%)와 하위권(2.35%) 대비 높은 수준을 유지하고 있다. BIS 비율이나 Tier 1 비율로 대변되는 자본건전성은 규제 비율을 상회하나 상대적으로 중국을 제외한 국가들과 비교 시 국내 은행의 자본건전성은 소폭 낮은 수준이다. 은행이 자본건전성을 충족하며 영업을 하기 위해서 과도한 익스포져의 확장을 제한하며 위험가중자산을 줄일 수 밖에 없다. 또한 위험가중자산이 작아지면 자기자본 여력을 고려하여 추가적인 영업 확대를 꾀하는데 이 과정에서 차주의 신용등급, 담보 분석, 부도율·손실률 등 리스크 요소 분석·관리 등의 역량이 필요하다. 즉, 자본적정성을 유지하는 문제는 효율적인 자본관리 및 리스크 관리가 병행된 은행의 핵심역량을 반영하며 은행의 경쟁력과 직결된다고 볼 수 있다. 이러한 점을 고려하면 국내 은행의 자본적정성이 글로벌 대비 소폭 낮다는 점은 효율적인 자본관리 및 리스크 관리 역량이 개선될 필요가 있음을 반증한다.

이에 국내 금융회사가 가치함정(Value Trap)을 벗어나 국내외 투자자로부터 제대로 된 가치로 평가받기 위해서는 무엇보다 회사로서의 수익성과 성장성에 대한 우려를 탈피하는 것이 중요하다. 우리나라의 경우 상대적으로 수익구조가 이자이익에 편중된 상황에서 추가적인 수익 확보를 위해서는 비용효율적인 경영활동과 다양한 수익원의 확보가 절실하다. 금융회사의 주요 경쟁력인 자본관리와 리스크 관리 역량도 제고될 필요가 있다. 무엇보다 국내 금융주에 대하여 주요한 할인 요소로 작용하고 있는 배당정책에 대한 고민을 통해 기업이 창출한 이익을 주주와 공유하는 방안을 적극적으로 모색하며 주주가치를 제고해야 할 것이다.

삼정 KPMG

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

국내 금융회사의 주식가치 제고 방안

국내 금융회사의 수익성 추구를 통한 공공성 확보와 조화

국내 금융회사가 수익성과 배당성향을 높여 주주가치를 제고하는 방안은 금융회사의 공공성과 상업성에 대한 논의를 불러일으킨다. 무엇보다 단기성과주의, 과도한 대출 확대, 레버리지 급증 등 금융회사가 지나치게 상업성을 추구하는 영업행태가 글로벌 금융위기의 주요 원인으로 지목되며 비판받았다. 또한 국내에서도 최근 금융회사의 높은 실적과 수익에 대해 서민들의 피와 땀을 이용하여 금융회사가 이자장사 등을 통해 폭리를 취했고, 그 이익의 대부분이 경영진과 대주주에게 돌아간다는 비판적 여론이 팽배하다.

"금융회사의 주주가치를 제고하는 방안은 금융회사의 공공성과 상업성에 대한 논의를 제기"

이러한 논란의 배경에는 금융회사가 규제산업이며 금융회사가 공공성을 가지고 있다는 인식에 기초한다. 금융산업은 진입규제를 통해 인가를 받은 회사만이 참여하는 제한적 경쟁 구도로 일정부분 독과점적인 이익을 가지며, 예금수취기관은 예금보증 등 납세자의 암무적 보증이 근간을 이룬다. 특히, 과거 금융회사 부실화 과정에서 은행 등을 살리기 위해 정부의 공적자금이 투입되었고, 이를 국민들이 부담했던 경험으로 인해 금융회사의 상업성 추구에 대한 비판이 높아졌다.

그렇다면 '금융회사의 수익성 또는 상업성 추구가 공공성과 배치되는가' 또는 '공공성만을 추구하는 금융회사가 과연 이상적인가'라는 문제에 대해서도 모두가 생각해 볼 필요가 있다.

첫째, 금융회사는 상법 상 주식회사로 설립되고, 주식회사의 이사는 회사 이익의 극대화를 추구할 의무를 지닌다. 따라서 은행 등 금융회사의 이사가 공적 이익을 위해 회사 이익과 배치되는 의사결정을 내리거나 회사 이익을 희생하는 것은 법률 상 이사의 의무에 위배된다. 즉, 과거와 달리 현재 국내 대부분의 금융회사는 민간 주주가 지분을 가지는 '민간' 회사로 기업의 이윤 극대화라는 기본적인 회사의 목적을 충실히 이행하고 경영자는 회사의 이익을 위한 의사결정을 내리는 것이 법률 상 의무에 부합된다.

"금융회사의 수익성 추구가 공공성 추구와 배치되지는 않아... 수익성 추구를 통해 공공성을 확보하여 이둘의 조화를 추구해야"

둘째, 공공성이라는 명제 아래 금융회사의 자율성과 수익성이 제한받음으로써 오히려 더 큰 사회적 비용을 야기할 수 있다는 점을 인식해야 한다. 과거 우리나리에서 정부 소유 금융회사 중심으로 정책적 목표와 경제발전 등 공공성을 고려한 자금배분을 통해 국가 경제 발전을 도모한 측면이 있다. 그러나 이로 인하여 일반 개인들에 대한 만성적인 자금 공급 부족, 관치금융, 금융제조업(the manufacturing view of finance) 정책으로 인한 금융산업 자율성 저하와 왜곡된 자원 배분 등의 문제를 야기하였다. 즉, 금융회사의 수익성을 담보로 공공성 또는 공적 이익을 추구하는 것이 금융회사의 공공성 확보를 위한 최선의 방안이 될 수 없다. 금융회사가 추구해야 할 공공성은 금융시장에서 발생하는 시장실패를 보정하고 자금 수요자와 공급자 간 효율적인 자금중개업무를 수행하는 한편 금융회사의 건전성 제고를 통한 금융시장의 안전성 확보, 금융소비자 보호 등의 관점으로 논의될 필요가 있다.

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

셋째, 금융회사가 주주가치 극대화를 위해 상업성을 추구하는 것이 공공성을 확보하기 위한 길이기도 하다. 금융회사는 효율적이고 혁신적으로 자금 중개를 수행해야하는데, 이를 위해서는 국가 경제 내 한정된 자금을 생산성이 높고 우량한 기업에 공급함으로써 실물경제를 지원해야 한다. 일례로 은행 대출의 경우, 부실위험이나 리스크가 높은 기업에 무차별적으로 저리의 대출을 실행하는 것은 은행의 수익성 뿐만 아니라 자산건전성까지 훼손하여 공공성을 침해하게 된다. 오히려 기업에 대한 정확한 신용평가에 근거하여 신용도와 금융비용 부담 능력이 높고 우량한 기업에 합리적인 수준의 이자를 부과하는 대출 영업이 수익성 확보하는 동시에 은행의 건전성을 확보하고 실물경제를 지원하는 효과를 지닌다. 또한 보험사의 경우도 마찬가지로 보험가입자의 리스크를 정확히 측정하고 인수 위험을 관리하고, 보험금 청구자의 보험 사기등을 방지하는 업무를 적극적으로 수행해야 보험사의 수익성과 사회적 후생을 높일 수 있다.

기본적으로 금융회사는 국가 경제 내 자금 배분 등 국가 경제의 근간이 되는 중요한 공공적 역할을 수행하는 만큼 '공공성'을 추구할 필요가 있다. 그러나 금융회사의 상업성 추구가 공공성과 배치되는 것은 아니며, 상업성을 추구함으로써 공공성 역시 확보될 수 있다는 점이 고려될 필요가 있다. 또한 이러한 금융회사의 경영활동으로 국내 금융회사가 글로벌 차원에서도 경쟁력을 확보함으로써 국내외 투자자의 신뢰와 주식시장 및 국내 금융시장의 선순환 구조에 기여할 수 있음을 모두가 인식할 필요가 있다.

국내 금융회사 주식가치 제고를 위한 금융회사의 경영과제

국내 주요 금융회사가 주식시장에서 대내외적으로 경쟁력과 매력도를 얻고 기업가치를 재평가 받기 위해서는 ① 안정적인 수익성 및 성장성 확보를 위한 경쟁력 제고와 ② 배당정책에 대한 기본적 원칙과 중장기적 배당정책의 수립을 통한 주주가치 극대화와 더불어 ③ 효율적인 자본관리 및 리스크 관리 역량 확보를 통해 공공성에 기여하는 한편 국내외 경쟁력을 확보해야 할 것이다.

"국내 금융회사는 안정적 수익을 위한 경쟁력 제고 방안, 배당정책에 대한 원칙 수립, 리스크 관리 등의 핵심 역량 강화 노력 필요"

첫째, 최근 금융회사의 높은 실적 개선에도 불구하고 천수답 방식의 수익구조와 낮은 비용효율적 경영방식으로 인해 중장기적인 수익성이 확보될 수 있을지에 대한 우려가 있다. 은행은 이자이익 일변도의 수익구조에서 가계와 대출 확대에 의존한 영업방식을 고수하고 있으며, 보험사의 경우 핵심 사업인 보험영업에서 손실이 지속되고 있는 등 지금까지의 사업방식으로 지속적인 수익성을 확보하기 어렵다. 더군다나 국내 금융산업이 성숙기에 접어들고 있으며, 고객 접점이 디지털 중심으로 이동하고, 새로운 디지털 기술을 활용한 핀테크 기업의 등장과 데이터에 대한 접근성 증대 등으로 인해 금융업 전반적으로 경쟁압력이 커지는 상황이다. 따라서 이러한 경영 환경 속에서 개별 금융회사별로 지속적인 투자를 통한 새로운 수익원 확보 및 다각화, 해외 진출, 비용효율적 경영 활동을 위한 노력과 경쟁력 제고 방안을 고민해야 할 것이다.

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

디지털 환경 변화에 대응하는 조직과 인력 확보 등을 통해 신사업에 진출하거나 사업 다각화를 모색하는 한편 신흥국 등 해외진출을 꾸준히 추진할 필요가 있다. 일례로 싱가포르 DBS의 경우 최근 5년 간 평균 50%의 이익을 내부 유보금으로 적립하여 상당 부분을 IT 인프라에 투자하고 있다. 이러한 투자를 통해 최근 IT 기술을 활용하여 업무의 효율성을 제고하며 새로운 성장 동력을 마련하고 있다. 국내 금융회사 역시 다양한 고객의 니즈를 충족시켜주는 선진적 금융중개기능을 제고하기 위하여 생산성의 증대를 위한 겸업화 또는 전문화를 촉진하는 개별 금융회사의 투자와 전략이 마련되어야 할 것이다.

"배당정책과 관련하여 금융회사는 장기성장성, 자본건전성, 주주 구성과 특징 등을 종합적으로 고려한 중장기 전략 수립 필요"

둘째, 배당정책은 기업이 창출하는 수익배분에 대한 종합적인 재무적 의사결정으로 기업가치 극대화라는 목적에 따라 배당의 형태, 방법, 규모 등을 합리적으로 결정해야 한다. 무엇보다 배당정책은 경영자에 대한 시장규율(market discipline)과 신호효과(signaling effect)로서의 경제적 기능을 수행함과 동시에 기업 수익을 주주와 공유하는 주주 환원정책의 일환이다. 또한 배당정책에 따라 장기투자에 필요한 자금을 내부유보를 통해 조달한지 또는 외부에서 조달할지와 관련하여 자사의 투자 계획이나 자본조달결정과 연관되며, 추가적인 자본 확충의 필요성에 따라 자본 적정성과도 밀접하게 연관된다. 따라서 개별 은행은 기업의 장기성장, 자본적정성 확보를 위한 위기 상황에 대응한 충분한 자금 여력 등을 고려하여 개별 기업에 적합한 배당정책에 대한 기본적인 원칙과 중장기적 배당정책을 수립할 필요가 있다. 또한 산업의 성숙도와 주주 특성과 구성, 자본력 등을 종합적으로 고려하여 점진적으로 배당을 확대하는 방안 역시 고려할 필요가 있다. 경영과실에 대하여 주주와 적절히 배분하는 것의 전제는 기업의 지속적이며 안정적인 성장이 먼저 전제되어야 한다는 점을 고려해야 한다.

셋째, 자산건전성 또는 자본의 질과 관련된 규제강화 외에도 대내외적으로 확대되는 금융회사의 다양한 리스크 요인을 선제적으로 파악하고 건전성을 강화하기 위한 자체적 노력이 필요하다. 건전성 관리 강화를 위한 자산 포트폴리오 조정, 대손 충당금 적립, 대내외 경제 불확실성에 대비한 내부유보를 통한 적정 수준의 자본 확충 등을 준비해야 할 것이다.

넷째, 금융회사는 국민경제 내 금융 본연의 자금 중개기능을 충실히 수행하여 보다 생산적인 분야로 자금을 배분함으로써 금융회사의 사회적 책임을 이해하는 노력을 해야한다. 고도화된 자본관리 기법과 신용평가 등 리스크 관리 역량을 확보함으로써 창업기업과 혁신기업, 중소기업 등에 대한 원활한 자금중개 기능을 높이고, 금융소비자 보호 기능을 강화하면서 금융회사에 대한 사회적 요구와 국민의 기대 수준에 부응하는 노력을 해야 할 것이다.

삼정 KPMG
© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

> "감독당국은 금융회사의 자율적 경영활동을 지원하는 규제 방안 마련 필요..... 금융회사가 건전성을 확보하는 한 배당정책 등 기업의 경영활동에 대한 개입은 최소화 필요"

금융회사 주식가치 제고를 위한 정책당국의 역할

감독당국은 국내 금융회사가 일반 회사이자 공공성을 추구하는 금융중개의 핵심 플레이어로서 경쟁력을 갖추도록 지원하는 한편, 디스카운트 요소는 해소시킴으로써 주식시장 내에서 국내 금융회사가 제대로 가치를 평가받을 수 있는 환경을 조성할 필요가 있다. 무엇보다 국내 금융회사가 낮은 주식가치로 평가받는 이유는 중장기적 수익성에 대한 투자자의 기대가 낮기 때문이므로 감독당국은 금융회사 스스로가 경쟁력을 확보하고 이를 기반으로 중개기능을 발휘하며 중장기적으로 수익을 창출하는 길을 열어줘야 할 것이다. 또한 상대적으로 유사한 수익성을 확보함에도 불구하고 추가적인 할인 요소로 작용하는 '낮은 배당성향' 에 대해서도 국내외 투자자에게 신뢰를 얻도록 지원해야 할 것이다. 일반 기업과 달리 공공성을 갖은 금융회사가 건전성 등 감독당국의 규제 요건을 준수하고 이를 기반으로 영업을 하여 실적이 발생했다면 이러한 경영의 과실은 기업 상황에 맞게 주주와 공유되어야 할 것이다.

이를 위해 첫째, 금융회사의 다양한 경영활동에 대해 자율성을 부여하고 혁신을 통해 수익성을 개선하는 노력이 발현될 수 있는 규제 체계를 조성할 필요가 있다. 현재 국내 금융규제 체계는 열거주의에 기초하여 금융회사의 혁신을 저해하는 부분이 있다. 일례로 보험사의 경우 신규 보험상품을 만들기 위해서는 합리적 통계를 기초로 보험요율을 산출하여 이를 신고해야 하는데, 새로운 위험을 보장하는 상품의 경우 통계가 미흡하거나 손실보전 원칙에 부합하지 않는 경우 변경을 권고받고 있다. 또한 개인 중신용자와 소상공인들 등 신용정보가 부족한 사람(Thin-filter)들을 평가하기 위한 비금융정보 등에 대한 접근도 제한적이다. 저금리-저성장 기조, 인구 고령화, 다양한 금융상품에 대한 수요 증가 등의 경영환경 하에서 금융회사가 자율성에 바탕으로 보다 혁신적인 역량을 갖어야만 중개기능을 발휘할 수 있다. 이에 감독당국은 금융회사에 자율성과 책임감을 부여하고 유인부합적 규제감독 체계를 구축하는 노력을 해야할 것이다.

둘째, 감독당국은 건전성 규제의 일환으로 개별 금융회사의 배당정책 등 경영활동에 개입하는 것을 지양해야 한다. 감독당국이 개별 금융회사의 리스크가 금융시스템 전체로 확산되는 것을 방지하기 위한 목적으로 금융회사별 자산건전성과 자본건전성 제고를 유도하고 소비자 보호 기능을 확충할 필요는 있다. 또한 금융회사가 규제당국이 요구하는 최소요구수준의 자기자본비율을 충족하지 못하거나 또는 금융위기와 같은 외부적 리스크가 높은 경우에는 일정 수준의 규제도 개입될 여지가 있다. 그러나 개별 금융회사가 건전성 규제를 충족하는 한 건전성 확보를 이유로 배당정책을 포함하여 금융회사의 자율적인 경영활동에 대한 개입하는 최소화될 필요가 있다. 또한 배당정책 등에 대한 정부의 입장에 대해서도 일관성을 가짐으로써 규제의 불확실성을 최소화해야 할 것이다.

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

[참고] 국내 금융회사 외국인 지분과 배당소득의 해외유출 우려 (1/2)

금융회사의 지배구조와 배당성향 간에 대한 논란이 뜨겁다. 소유구조가 집중화될수록 배당이 증가하는 경향이 있어 대주주 경영진의 이익추구 행위가 나타난다는 비판도 있으며, 국내 금융회사 지분 구조에 있어서 외국인 소유 비중이 높고, 이로 인하여 지급되는 배당소득이 국부를 유출시킨다는 우려가 지속되고 있다. 또한 일부 전적으로 외국인이 소유한 은행을 중심으로 100%를 초과하는 배당이 실시되고 있고 이러한 배당이 국내 투자와 소비, 저축으로 이어지지 못하고 있다는 비판이 제기되고 있다.

국내 주요 금융회사의 외국인 지분 구조를 살펴보면, 2018년 12월말 기준 KOSPI 상장 금융회사의 외국인 주주 비중은 평균 30.2%로 KOSPI 상장회사 평균(11.4%)보다 높은 수준이며, 시가총액이 클수록 외국인 지분율이 높은 경향을 보이고 있다. 이에 따라 상장 금융회사의 배당성향이 증가하거나 이익 증가에 따른 배당금 규모 증가는 일정 부분 외국인 주주의 배당소득이 된다. 그러나 최대주주 및 5% 이상 주요주주 현황을 살펴보면 시가총액이 큰 우량 금융회사 중심으로 국민연금이 5% 이상 지분을 보유하고 있으며, 우리은행과 기업은행의 경우 각각 예금보험공사와 기획재정부가 최대 주주이다.

자본시장이 완전히 개방되어 있는 현실에서 우량주에 대한 외국인의 수요가 높다는 사실에 대한 문제 제기는 투자자 국적에 따른 차별이라는 형평성 문제가 제기될 수 있다. 또한 자본시장연구원(2015)에 따르면 투자자 유형별 거래회전율 측면에서 외국인(89%)은 개인(470%)이나 금융회사(189%) 보다 낮은 수준으로 외국인 투자자가 장기투자자의 역할을 수행하는 긍정적인 영향도 무시될 수 없다.

주요 금융회사의 외국인 지분율 및 주요주주 구성 현황

시가총액 순위	기관명	시가총액 (조원)	외국인 지분율(%)	최대주주 및 5% 이상 주요주주 현황
13	KB금융	19.4	68.5	국민연금(9.62%), JP Morgan Chase Bank(6.16%)
14	신한지주	18.8	67.2	국민연금(9.55%), Black Rock(6.13%), 우리사주(4.64%)
19	삼성생명	16.3	16.2	이건희(20.76%), 삼성물산(19.34%), 국민연금(6.12%), 이마트(5.88%)
24	삼성화재	12.7	49.3	삼성생명보험(14.98%), 국민연금(8.10%)
28	하나금융지주	10.9	69.7	국민연금(9.55%), Capital Group(5.01%)
30	우리은행	10.5	27.6	예금보험공사(18.43%), 국민연금(9.29%), 노비스1호유한회사(6.0%)
38	기업은행	7.9	23.1	기획재정부(51.8%), 국민연금(9.41%)
56	DB손해보험	5.0	46.6	자사주(11.85%), 김남호(9.29%), 김준기(7.44%)
65	미래에셋대우	4.3	12.1	미래에셋캐피탈(18.85%), 국민연금(9.99%), 네이버(7.20%)
71	NH투자증권	3.7	13.8	농협금융지주(49.11%), 국민연금(11.18%)

Source: KRX 및 각사 2018년 9월 분기보고서
Note 1: 외국인 지분율, 시가총액 및 순위는 2018년 말 기준이며, 시가총액 순위는 KOSPI 기준
Note 2: 주요 주주 현황은2018년 9월 분기보고서 기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

국내 금융회사의 밸류 트랩(Value Trap): 수익성과 배당성향을 높여라

[참고] 국내 금융회사 외국인 지분과 배당소득의 해외유출 우려 (2/2)

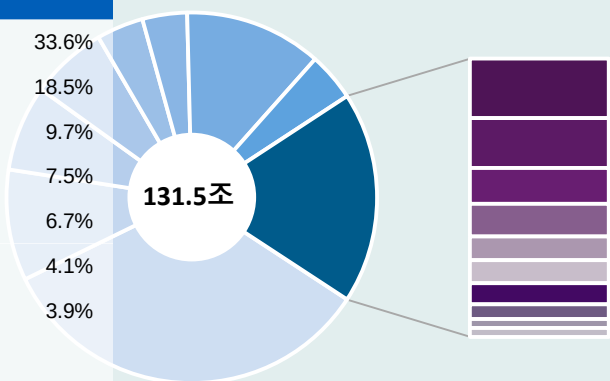
더불어 국민연금의 국내 주식투자 규모는 2017년 말 기준 131.5조 원(전체운용자산대비 19.0%)으로, 직접 투자의 약 18.5%를 금융업에 배분하고 있으며, 금융업의 투자종목 중 평가액 기준 상위 10개사는 KOSPI 200 금융주 등 우량 금융주로 구성된다. 국민연금은 주주가치 제고와 기금의 장기수익률 제고를 위해 2015년 국내 기업에 대한 합리적 수준의 배당을 요구할 수 있도록 배당관련 의사결정 기준 및 절차를 마련하여 시행 중이다. 이에 따라 2017년 회계연도 결산 시 삼성전자(4,356억 원)를 비롯하여 기업은행(800억 원), 신한지주(729억 원) 등 국내 상장회사로부터 1조 9,553억 원의 배당수익을 얻은 바 있다.

안정적 배당수익률이 보다 중요해지면서 배당에 대한 투자자의 관심이 증대되고, 기업이 주주 친화적 정책을 실시하여 기업의 이익을 주주와 공유하는 것이 보다 중요해지는 환경이다. 일부 금융업의 과도한 배당정책을 전체 금융업의 문제로 확대해석하는 것이 바람직한가에 대한 고민이 필요하다. 오히려 개방된 투자 환경 하에서 외국인 주주를 비롯하여 국내외 투자자가 국내 은행 및 기업의 안정적인 장기투자자로 활동하도록 주식의 매력도를 높이고, 이를 토대로 기업이 보다 혁신적이고 안정적인 경영활동을 지속하여 기업과 주주가 이익을 공유할 수 있는 환경을 조성하는 것이 필요하다. 더불어 우량 상장 금융회사의 배당정책은 외국인 주주 뿐만 아니라 국민연금 등 연기금의 안정적이고 장기적인 수익률 제고로 연결되어 국내 주식에 대한 재투자를 통한 주가 상승 및 국민 전체의 후생에 기여할 수 있음을 고려하여 균형적 시각을 갖출 필요가 있다.

국민연금 포트폴리오 구성

[국민연금 포트폴리오 산업별 구성]

산업	비중
전기전자	33.6%
금융업	18.5%
화학	9.7%
서비스업	7.5%
운수장비	6.7%
유통업	4.1%
철강 및 금속	3.9%
통신, 의약품, 음·식료품, 전기가스, 건설, 운수창고, 기계, 섬유의복, 비금속광물, 의료정밀, 종이목재 등	12.0%
기타	4.2%



[평가액 기준 보유 지분 상위 10개 금융회사]

종목명	자산군 내 비중
KB금융	2.0%
신한지주	1.7%
삼성생명	1.2%
하나금융지주	1.1%
삼성화재	0.8%
우리은행	0.8%
기업은행	0.7%
미래에셋대우	0.5%
DB손해보험	0.3%
한국금융지주	0.3%

Source: 국민연금관리공단
Note: 2017년 말 기준

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

금융산업 전문팀

Audit

조원덕
금융산업리더, 부대표
T: 02-2112-0215
E: wcho@kr.kpmg.com

조성민
부대표
T: 02-2112-0499
E: sungmincho@kr.kpmg.com

권영민
전무
T: 02-2112-0217
E: ykwon@kr.kpmg.com

최재범
전무
T: 02-2112-0213
E: jaebeomchoi@kr.kpmg.com

채민선
전무
T: 02-2112-0484
E: mchae@kr.kpmg.com

석명기
전무
T: 02-2112-0415
E: mseok@kr.kpmg.com

전용기
전무
T: 02-2112-0556
E: yjeon@kr.kpmg.com

박철성
전무
T: 02-2112-0437
E: chulsungpark@kr.kpmg.com

신재준
전무
T: 02-2112-0205
E: jaejunshin@kr.kpmg.com

김민규
전무
T: 02-2112-0428
E: mingyukim@kr.kpmg.com

김진귀
전무
T: 02-2112-0223
E: jinkwikim@kr.kpmg.com

Tax

이성태
전무
T: 02-2112-0950
E: seongtaelee@kr.kpmg.com

계봉성
상무
T: 02-2112-0903
E: bkye@kr.kpmg.com

유승희
상무
T: 02-2112-0661
E: seungheeyu@kr.kpmg.com

Deal Advisory

조장균
상무
T: 02-2112-7782
E: changkyuncho@kr.kpmg.com

이진연
상무
T: 02-2112-7435
E: jinyeunlee@kr.kpmg.com

양진혁
상무
T: 02-2112-0432
E: jinhyukyang@kr.kpmg.com

Consulting Service

장지수
부대표
T: 02-2112-7577
E: jjang@kr.kpmg.com

박용수
부대표
T: 02-2112-0421
E: yongsoopark@kr.kpmg.com

조재박
전무
T: 02-2112-7514
E: jaeparkjo@kr.kpmg.com

kr.kpmg.com

© 2019 Samjong KPMG ERI Inc., the Korean member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved. Printed in Korea.

The KPMG name and logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavour to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.