STIER Working Paper · 스터디 교재 2편

시드타임 독립경제연구소 / Seedtime Institute for Independent Economic Research

배당의 유통기한

현대엘리베이터 지배구조로 배우는 '진짜 배당'과 '가짜 배당'의 차이

What Every Dividend Investor Must Know About Ownership Structure

⚠ **투자 유의** | 이 자료는 재무제표·지배구조 학습만을 목적으로 작성된 스터디 교재입니다. 특정 종목에 대한 투자 권유가 아니며, 투자 판단의 근거로 사용할 수 없습니다.

저자: 이영태 (Lee Young-tae)

발행: 시드타임 독립경제연구소 | 2026년

들어가며: 이 교재가 필요한 이유

앞서 1편에서 우리는 현대엘리베이터의 손익계산서, 현금흐름표, 재무상태표를 차례로 읽었다. 그리고 이 회사가 '주기적으로 갈아줘야 하는 밭'이라는 결론에 도달했다.

그런데 2023년 이후 이 회사에는 놀라운 일이 벌어졌다. 배당수익률이 갑자기 2%에서 15%로 뛰어올랐다. 사옥을 팔았고, 자본준비금을 배당 재원으로 전환했으며, '주당 1만 원 이상 배당'이라는 숫자가 신문 헤드라인을 장식했다.

초보 투자자들이 이 숫자에 끌리는 것은 자연스럽다. 은행 이자보다 열 배 높은 배당수익률이라니. 그러나 숫자 뒤에는 숫자가 만들어진 이유가 있다. 그리고 그 이유를 알면 이 배당에 유통기한이 있다는 사실도 보인다.

이 교재는 그 구조를 처음 공부하는 사람도 이해할 수 있도록, 최대한 쉽게 풀어 설명한다. 또한 모든 주장은 독자 스스로 공개된 자료에서 직접 확인할 수 있도록 검증 경로를 함께 제공한다.

⚠ **투자 유의** | 이 자료는 학습 목적의 구조 분석입니다. 특정 기업이나 경영진에 대한 비판이 아니며, 투자 판단의 근거로 사용해서는 안 됩니다.

제1장 배당이란 무엇인가: 기초 개념 정리

지배구조를 이해하기 전에 먼저 배당의 기본 구조를 짚고 넘어가자.

1-1. 진짜 배당과 가짜 배당

배당에는 두 가지 종류가 있다. 하나는 사업이 만들어낸 이익을 나눠주는 것이고, 다른 하나는 미래의 자산을 팔아서 지금 나눠주는 것이다.

진짜 배당 (지속 가능)	가짜 배당 (유통기한 있음)
영업 이익에서 나온다	자산을 팔아서 나온다
매년 반복 가능하다	자산이 소진되면 끝난다
FCF(잉여현금)가 배당을 커버한다	FCF보다 배당이 크다
배당성향 50% 이하	배당성향 100% 초과

핵심 질문 하나만 기억하자

이 회사의 배당은 '번 돈'에서 나오는가, '판 것'에서 나오는가?

번 돈 → 지속 가능 / 판 것 → 유통기한 있음

1-2. 배당성향이란 무엇인가

배당성향은 순이익 중 배당으로 지급한 비율이다. 공식은 단순하다.

배당성향 = (배당총액 ÷ 당기순이익) × 100

예시: 배당총액 1,986억 ÷ 순이익 1,921억 × 100 = 103.4%

→ 번 것보다 더 배당했다. 어딘가에서 끌어왔다는 뜻.

배당성향이 100%를 넘는다는 것은 경고 신호다. 기업이 한 해 번 돈을 전부 배당하고도 모자라서 다른 재원을 쓰고 있다는 의미이기 때문이다.

제2장 왜 갑자기 고배당이 시작됐는가

현대엘리베이터의 배당 역사를 보면 명확한 전환점이 있다. 2022년 주당 500원이던 배당이 2023년 갑자기 4,000원으로 8배 뛰었다. 왜 그랬을까.

답을 찾으려면 같은 해 3월에 있었던 사건을 봐야 한다.

2-1. 대법원 판결과 1,700억 원 배상

2023년 3월, 대법원은 현정은 현대그룹 회장이 2대 주주인 쉰들러(스위스 승강기 업체)에게 1,700억 원을 배상하라고 판결했다. 이 판결은 10년에 걸친 소송의 최종 결론이었다.

현 회장 입장에서 1,700억 원은 개인이 즉시 마련하기 쉬운 금액이 아니다. 그래서 선택한 방법이 주식담보대출이었다. 연 12%의 고금리였다.

> 📌 **직접 확인하는 방법 — 대법원 판결 및 담보대출**
>
> DART(dart.fss.or.kr) → 검색창에 '현대엘리베이터' 입력
>
> → '주요사항보고서' 또는 '임원·주요주주특정증권등소유상황보고서' 검색
>
> → 2023년 4월~6월 공시에서 현대홀딩스컴퍼니 지분 담보 설정 내역 확인 가능
>
> → 또는 금융감독원 전자공시 → '현대홀딩스컴퍼니' → 사업보고서 → 차입금 현황

2-2. 구원투수 H&Q의 등장, 그리고 조건

고금리 담보대출을 일시 상환하기 위해 현대홀딩스컴퍼니는 국내 1세대 사모펀드 H&Q코리아로부터 3,100억 원을 조달했다. 그런데 이 투자에는 조건이 붙었다.

> ⚠ **H&Q 투자 조건의 핵심**

① 연복리 12% 이자 적용

② 미상환 시 H&Q가 현대홀딩스컴퍼니 지분 49.9%를 취득할 수 있는 권리(콜옵션) 보유

③ 담보로 현대엘리베이터 주식 562만 주 제공

→ 상환하지 못하면 경영권이 H&Q로 넘어갈 수 있는 구조였다.

이것이 고배당의 출발점이다. H&Q에 빚을 갚으려면 현대홀딩스컴퍼니에 돈이 들어와야 한다. 그 돈을 만드는 가장 빠른 방법이 자회사인 현대엘리베이터의 배당을 늘리는 것이었다.

제3장 배당의 진짜 수혜자는 누구인가

배당을 받는 사람은 주주 전체다. 하지만 배당의 '필요'를 만든 사람은 따로 있다. 이 차이를 이해하는 것이 이 장의 핵심이다.

3-1. 지배구조 자금 흐름도

배당이 어디서 시작해서 어디로 가는지 순서대로 보면 이렇다.

현대엘리베이터 (상장사, 사업 본체)
↓ 사옥 매각 + 자본준비금 + 경상 이익 → 배당 지급
↓ 최대주주 현대홀딩스컴퍼니 (지분 19.26%) 수취
↓ H&Q코리아 부채 상환 (연복리 12%, 3,100억)
↓ 현정은 회장 경영권 방어 완성 → 승계 작업 진행

소액주주는 무임승차자인가?

아니다. 소액주주도 배당을 받는다. 그러나 이 배당이 생겨난 이유가

소액주주를 위한 것이 아니라는 점을 알고 있어야 한다.

구조적 필요가 사라지면 배당도 사라질 수 있기 때문이다.

3-2. 최대주주 현대홀딩스컴퍼니의 역할

현대홀딩스컴퍼니는 현대엘리베이터 주식 19.26%를 보유한 최대주주다. 이 회사는 자회사 배당을 수익원으로 하는 투자형 회사이며, 현정은 회장이 지분 47.1%를 보유한 최대주주다.

산술적으로 계산하면 이렇다. 현대엘리베이터가 배당총액 3,794억 원을 지급하면, 현대홀딩스컴퍼니는 지분율(19.26%) 기준으로 약 731억 원을 가져간다. 이 돈이 H&Q 부채 상환의 재원이 된다.

📌 **직접 확인하는 방법 — 현대홀딩스컴퍼니 지배구조**

DART → '현대홀딩스컴퍼니' 검색 → 사업보고서 → 주주 현황

→ 현정은 회장 지분율, H&Q 관련 투자 계약 내역 확인

→ '최대주주 변동' 또는 '주요계약' 섹션에서 콜옵션 조건 확인 가능

3-3. 왜 사옥까지 팔았는가

연지동 사옥은 단순한 부동산이 아니다. 임대수익이라는 반복적 현금흐름을 만드는 자산이었다. 그것을 4,500억 원에 팔았다는 것은 앞으로 매년 받을 수 있었던 임대료를 포기하고 지금 당장 현금을 확보한 것이다.

왜 그랬을까. H&Q에 대한 부채 상환 기한과 경영권 안정화 시점이 압박으로 작용했을 가능성이 높다. 시간이 곧 비용(연복리 12%)이었기 때문이다.

매각·전환 자산	규모	시점	성격
연지동 사옥	4,500억 원	2025년 하반기	반복 임대수익 포기
현대무벡스 지분	734억 원	2025년 하반기	계열사 지배력 축소
자본준비금 전입	3,072억 원	2025년 3월	미래 재무 완충재 해체
합계	**약 8,306억 원**	**2025~2026년**	**미래 현금흐름 선취**

이 모든 자산 매각의 공통점은 하나다.

미래에 받을 수 있었던 현금을 지금 당겨쓴 것이다.

제4장 배당의 유통기한: 숫자로 확인하기

이제 가장 중요한 질문이다. 이 고배당은 언제까지 계속될 수 있는가.

4-1. 배당 추이와 재원 성격 변화

아래 표에서 주목해야 할 것은 숫자가 아니라 '재원 성격' 열이다.

연도	주당 배당금	배당총액	배당성향	배당수익률	재원 성격
2022년	500원	204억	25.4%	1.8%	경상 이익
2023년	4,000원	1,444억	46.6%	9.0%	경상+소송배상 이익
2024년	5,500원	1,986억	103.4%	9.3%	경상+일회성
2025년	~10,500원	~3,794억	200%↑	~15%	사옥+자본준비금
2027년~	**~2,400원**	**~870억**	**50% 내외**	**~3%**	**경상 이익만**

2022년까지는 경상 이익으로 배당했다. 2023년부터 일회성 재원이 섞이기 시작했고, 2025년에는 특별배당의 비중이 압도적이다. 그리고 2027년 이후 추정치는 경상 이익만 남는다고 가정했을 때의 수치다.

4-2. 2027년 이후 경상 배당 추정

특별배당 재원이 모두 소진된 이후, 경상 이익 기반의 배당은 얼마나 될까. 현재 확인 가능한 수치로 직접 계산해보자.

계산 과정 (2027년 이후 추정)

① 2025년 예상 당기순이익: 약 1,735억 원 추정치

② 경상 이익의 50% 배당 적용: 1,735억 × 50% = 약 868억 원

③ 배당 대상 주식 수: 3,610만 주

④ 주당 배당금: 868억 ÷ 3,610만 = 약 2,404원

⑤ 현재 주가 8만 원 기준 배당수익률: 2,404 ÷ 80,000 × 100 ≈ 3.0%

지금 시장에서 기대하는 9~15%와의 괴리가 크다. 이것이 배당 유통기한의 핵심 수치다.

4-3. 배당의 유통기한 시간표

구조적으로 정리하면 이렇다.

기간	배당 성격	투자자가 알아야 할 것
2023~2024년	소송 배상금 마련 구간	고배당 시작. 재원의 성격을 확인해야 할 시점이었다.
2025~2026년	특별배당 절정 구간	사옥 매각·자본준비금 소진. 마지막 고배당 구간이다.
2027년	주주환원 정책 공식 종료	5개년 정책이 끝난다. 연장 여부가 핵심 관전 포인트.
2027년 이후	경상 이익 기반으로 수렴	주당 2,000~3,000원 수준 예상. 지금 기대치와 큰 괴리.

제5장 대형 투자자들은 왜 떠났는가

2025~2026년 사이 쉰들러, H&Q코리아, 기관 투자자들이 차례로 현대엘리베이터 지분을 처분했다.

이것은 무엇을 의미하는가.

5-1. 이탈의 주체와 성격

투자자	매도 규모	시점	이탈의 의미
쉰들러	전량 매도 (0.01% 미만)	2024~2026년	전략적 가치 소멸. 경영권 분쟁 완전 종료.
H&Q코리아	약 1,500억 블록딜	2025년 10월	투자 이벤트(배당 확대) 수혜 완료 후 차익 실현.
기관 투자자	약 9.9만 주 순매도	2026년 2월	이벤트 드리븐 구간 종료 판단.

5-2. '이벤트 드리븐' 투자자와 '배당 안정판' 투자자의 차이

이것이 이 교재에서 가장 중요한 개념 구분이다.

이벤트 드리븐 투자자	배당 안정판 투자자
특정 이벤트(배당 확대, 구조 개편)로 수익을 낸다	반복 가능한 현금흐름을 장기 보유한다
이벤트가 소진되면 즉시 이탈한다	FCF가 배당을 커버하는지 확인 후 진입한다
쉰들러·H&Q가 이 유형이었다	진입 전에 배당의 재원 성격을 반드시 분석한다

대형 투자자의 이탈을 보는 눈

그들이 '팔았다'는 사실 자체보다, '왜 팔았는가'가 중요하다.

이벤트가 소진됐기 때문에 팔았다면, 그 이벤트로 들어온 사람은 그들보다

늦게 나오게 된다. 이것이 '정보 비대칭'의 실제 작동 방식이다.

제6장 배당 안정판의 진짜 조건

그렇다면 어떤 기업이 진짜 배당 안정판인가. 현대엘리베이터 사례를 반면교사로 삼아 기준을 정리해보자.

6-1. 배당 안정판을 판별하는 5가지 기준

	기준	좋은 신호	나쁜 신호
①	**FCF > 배당총액**	영업현금흐름이 배당을 커버한다	자산 매각·차입으로 배당을 충당한다
②	**배당성향 30~60%**	이익의 일부를 안정적으로 환원한다	배당성향 100% 초과가 반복된다
③	**배당의 재원이 경상 이익**	일회성 이익 없이도 배당이 유지된다	특별배당·자본준비금 전입 등에 의존한다
④	**배당 역사의 일관성**	경기 침체에도 배당을 유지한 이력이 있다	배당이 특정 시기에 집중되어 있다
⑤	**지배구조의 독립성**	배당의 동기가 오너 부채 상환과 무관하다	최대주주가 배당으로 개인 부채를 갚는 구조다

6-2. 현대엘리베이터를 이 기준으로 평가하면

기준	현대엘리베이터 현황	판정
① **FCF > 배당**	2024~2025년 배당총액이 FCF를 초과함	**미충족**
② **배당성향 30~60%**	2024년 103.4%, 2025년 200% 이상으로 추정	**미충족**
③ **경상 이익 기반**	사옥 매각·자본준비금 전입이 핵심 재원	**미충족**
④ **배당 역사 일관성**	2022년까지 주당 500~800원 수준이었음	⚠ **일시적**
⑤ **지배구조 독립성**	H&Q 부채 상환이 고배당의 구조적 동기	**미충족**

현대엘리베이터의 배당은 '지속 가능한 사업 이익의 환원'이 아니라
'오너의 구조적 필요에서 비롯된 일시적 고배당'에 가깝다.
배당 안정판 기준 5개 중 4개를 충족하지 못한다.

제7장 직접 검증하는 법: DART 활용 가이드

이 교재에서 제시한 모든 내용은 공개된 자료에서 직접 확인할 수 있다. 주식 투자의 기본 원칙 중 하나는 남의 말을 믿지 않고 원천 자료를 직접 확인하는 것이다.

한국의 모든 상장기업은 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 법적으로 공시를 제출해야 한다. 무료로 접근할 수 있다.

7-1. DART 기본 사용법

DART 접속 및 기본 검색

주소: dart.fss.or.kr (한국 금융감독원 전자공시시스템)

→ 상단 검색창에 회사명 입력 (예: '현대엘리베이터')

→ '정기공시': 사업보고서, 분기보고서 (재무제표 원문 수록)

→ '주요사항보고서': 배당 결정, 자기주식 취득 등 중요 이벤트

→ '지분공시': 5% 이상 주주의 지분 변동 현황

★ 모든 공시는 PDF 또는 HTML로 무료 열람 가능

7-2. 이 교재의 주요 주장별 검증 경로

확인 항목	DART 경로	핵심 수치
배당 결정	dart.fss.or.kr → 공시 검색 → '현대엘리베이터' → 현금·현물배당결정	주당 배당금, 배당총액, 배당기준일
최대주주 지분 변동	dart.fss.or.kr → '현대홀딩스컴퍼니' → 주요사항보고서	보유 주식 수, 지분율 변동
H&Q 투자 현황	dart.fss.or.kr → '현대홀딩스컴퍼니' → 사업보고서 → 차입금 현황	잔여 부채, 상환 일정
영업 현금흐름	dart.fss.or.kr → '현대엘리베이터' → 분기보고서 → 재무제표	영업CFO vs 배당총액 비교
쉰들러 지분 현황	dart.fss.or.kr → '쉰들러' → 주식 등의 대량보유 상황보고서	잔여 지분율 (0.01% 미만 확인)

7-3. 배당 관련 핵심 숫자를 찾는 법

1. DART → '현대엘리베이터' 검색 → 주요사항보고서 → '현금·현물배당결정' 클릭
2. 공시 내용에서 '주당 배당금', '배당총액', '배당기준일' 확인
3. 사업보고서 → IV. 재무에 관한 사항 → 연결재무제표 → 현금흐름표
4. 현금흐름표의 '영업활동현금흐름'과 배당총액을 비교
5. 영업현금흐름 > 배당총액 → 사업으로 배당 가능 / 반대 → 다른 재원 사용

초보자를 위한 한 줄 요약

재무제표가 어렵다면 딱 두 가지만 확인하라.

① 올해 배당금은 얼마인가 (주요사항보고서 → 현금배당결정)

② 영업활동현금흐름이 배당총액보다 큰가 (사업보고서 → 현금흐름표)

이 두 가지만 알아도 '진짜 배당'인지 '가짜 배당'인지 판단할 수 있다.

제8장 앞으로 무엇을 봐야 하는가: 관찰 포인트

투자 공부의 마지막 단계는 '지금 알게 된 것'을 바탕으로 앞으로 무엇을 관찰해야 하는지 아는 것이다. 현대엘리베이터를 계속 지켜본다면 아래 신호들을 주시하라.

8-1. 경고 신호 체크리스트

확인 시점	확인할 신호	데이터 확인 방법
2026년 결산 (2027년 초)	결산 배당금이 주당 3,000원 미만으로 급락하는가?	DART → 현대엘리베이터 → 배당결정 공시
2027년 이후 매 분기	분기 배당이 500원 이하로 줄어드는가?	DART → 현금·현물배당결정 검색
H&Q 상환 완료 시점	현대홀딩스컴퍼니가 H&Q 지분 콜옵션 행사 공시를 내는가?	DART → 현대홀딩스컴퍼니 주요사항보고서
매 분기	영업활동 현금흐름이 배당총액을 커버하는가?	DART → 분기보고서 → 현금흐름표

8-2. 긍정 전환 신호

반대로 아래 신호들이 나타난다면, 이 회사가 진짜 배당 안정판으로 전환하고 있다는 의미다.

- H&Q 부채 상환 완료 공시 → 외부 압박 구조 해소
- FCF가 배당총액을 초과하는 분기가 2~3회 연속 확인됨
- 특별배당 없이 경상 이익만으로 주당 3,000원 이상 배당 유지
- 신규 수주 증가 + 영업이익률 개선이 동시에 확인됨

8-3. 이 교재에서 배운 것

현대엘리베이터는 나쁜 회사가 아니다. 국내 1위 승강기 기업이라는 사업적 지위는 실재하고, 유지보수라는 반복 수익 모델도 탄탄하다. 문제는 그 사업이 아니라 사업 위에 얹힌 지배구조의 구조적 비용이다.

재무제표는 결과를 보여준다. 그러나 그 결과를 만든 '이유'는 지배구조와 역사적 맥락을 함께 봐야 비로소 보인다. 숫자가 아니라 구조를 읽는 눈, 그것이 이 교재가 전달하고 싶은 핵심이다.

배당에는 유통기한이 있다.
그 유통기한을 결정하는 것은 수익률 숫자가 아니라
그 배당이 왜 만들어졌는가라는 질문이다.

부록: 이 교재에서 사용한 용어 정리

처음 공부하는 분들을 위해 이 교재에 등장한 주요 용어를 쉽게 정리했다.

용어	쉬운 정의	이 교재에서의 의미
지배구조	누가 회사를 실제로 지배하는가의 구조	오너 일가 → 지주회사 → 상장사의 연결 고리
배당성향	순이익 중 배당으로 쓰는 비율	100% 초과 = 번 것보다 더 배당한다는 뜻
자본준비금	주식 발행 초과분 등을 적립한 회계 계정	미래 위기 대비 완충재. 배당 재원으로 전용 가능
블록딜	시간외 대량 매매. 주로 대형 투자자가 지분 처분 시 사용	쉰들러·H&Q의 차익 실현 방식
FCF (잉여현금흐름)	영업 현금흐름 – 유지투자비용	진짜 배당 여력을 나타내는 지표
콜옵션	특정 조건에서 주식을 살 수 있는 권리	H&Q가 현대홀딩스 지분을 취득할 수 있는 권리

⚠ **투자 유의** | 이 자료는 재무제표·지배구조 학습만을 위한 스터디 교재입니다. 특정 종목에 대한 투자 권유가 아니며, 투자 판단의 근거로 사용할 수 없습니다. 수록된 데이터는 분석 시점 기준이며 현재 상황과 다를 수 있습니다.

이영태 / 시드타임 독립경제연구소 (STIER)

문의 및 강의: seedtime.kr | STIER Working Paper Series