

## 전략 인사이트/투자전략

### 주주환원에 변화의 시그널

미국 기업들의 자사주 매입은 1% 세금 부과 및 보조금 수령 기업에 대한 자사주 매입 금지 조건, 고금리 기조로 점차 감소할 것. 자사주 매입은 소수 우량 기업 위주로의 자사주 매입 쏠림 및 주주환원 수단으로서의 배당 부각 전망

김재은 (Quant/Fund 분석)  
02)768-7696, jaeun.kim@nhqv.com

조연주 (미국전략)  
02)768-7597, julie.cho@nhqv.com

#### 점진적으로 축소될 미국 자사주 매입

최근 미국 자사주 매입의 규모는 크게 감소하였으며 향후에도 점진적으로 줄어들 가능성이 높다고 판단. 2023년부터 IRA(인플레이션감축법) 재원 마련 목적으로 자사주 매입에 1%의 세율을 부과하는 법안 적용 중. 별개로 IRA와 Chips Act(반도체 지원법) 보조금 수령 기업 대상 자사주 매입 금지 조건도 존재. 보조금을 신청하는 기업 수는 더욱 늘어날 것으로 전망

고금리 장기화도 자사주 매입 감소 추세를 지속시킬 가능성 높음. 과거 저금리 국면에서 많은 기업들이 부채로 자금을 조달하여 자사주 매입을 진행. 그러나 신규 부채 조달 금리가 더 이상 낮지 않기 때문에 최근 미국 기업들의 부채 발행은 제한적인 상황

기업 경영진 입장에서는 자사주 매입에 따른 비용 계산 시 IRA 재원 마련 목적으로 부과되는 1%의 세금뿐만 아니라 고금리에 따른 늘어나는 이자 비용도 포함해야 함

#### 자사주 매입 감소 효과 3가지

① 차별화와 쏠림: 재무적 퀄리티 수준에 따른 순이자비용 양극화 현상. 현금이 많은 기업과 부채가 많은 기업 간 자사주 매입 추이 차별화가 심화될 가능성. 향후 자사주 매입은 소수의 우량 기업으로 집중되는 양상을 보일 것

② 어려운 환경에도 연속적인 자사주 매입 가능한 기업에 관심: 자사주 매입을 연속된 장기 주주환원 지출 계획으로 여기고 자사주 매입을 연속적으로 이어가는 기업에 관심

최근 자사주 매입 지출의 대폭 감소가 관찰되지 않는 가운데, 시가총액 대비 자사주 매입의 비율(Buyback yield)이 큰 기업으로는 Booking Holdings, Goldman Sachs Group, Chevron, NIKE, Deere & Company, Mastercard 등이 있음

③ 배당 부각: 주주환원 수단인 배당에 대한 관심 높아질 것. 배당은 하방 경직성이 높아 기업의 배당금 지출은 변화가 적음. 지난 2020년 코로나19 영향으로 배당금 지출이 자사주 매입 규모보다 컸음. 당시 자사주 매입을 많이 하는 기업들보다 배당금을 증가시키는 기업들의 수익률이 양호

## 주주환원에 변화의 시그널

### 점진적으로 축소될 자사주 매입

#### IRA 재원 마련 및 대규모 투자 법안이 자사주 매입에 미치는 영향

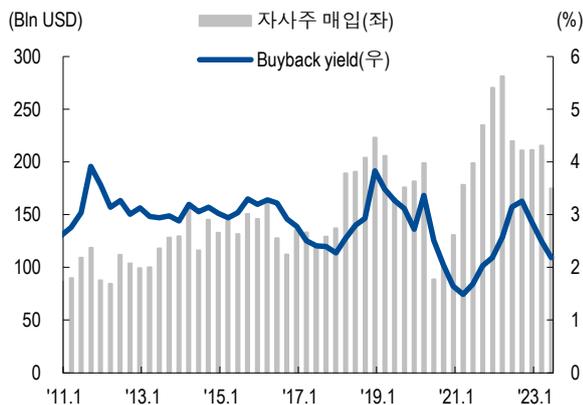
대표적인 주주환원 수단으로 배당과 자사주 매입이 있다. 이 중 특히 미국은 자사주 매입을 선호한다. 배당과 자사주 매입이 시가총액에서 차지하는 비율은 각각 1.6%와 2.2%에 달한다. 그런데 최근 미국 자사주 매입의 규모는 크게 감소하였으며 향후에도 점진적으로 줄어들 가능성이 높다고 판단된다.

미국에서는 2023년부터 IRA 재원으로 활용하기 위해 자사주 매입에 1%의 세율을 부과하는 법안이 적용되고 있다. S&P500 2023년 상반기 자사주 매입은 3,905억달러를 기록하였다. 이에 S&P500 기준으로 2023년 1분기와 2분기 실시한 자사주 매입에 대해 35억달러의 세금이 부과된 것으로 파악된다(그림1,2 참조).

바이든 행정부는 IRA, Chips Act 등 대규모 투자 법안을 통과시키면서 미국 내 기반을 확대하는 기업들을 대상으로 각종 세제 혜택과 보조금 지급을 약속하였다. 다만 자사주 매입 1% 세금 부과와 별개로 IRA와 Chips Act의 보조금을 받는 기업들을 대상으로 자사주 매입 금지 조건도 존재한다.

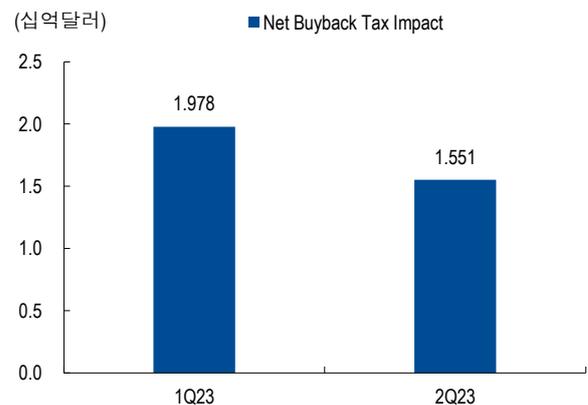
아직까지는 자사주 매입 금지를 법제화하고 있지 않지만, 미국 상무부는 보조금 집행 시 보조금을 신청한 기업들 중 자사주 매입을 하지 않는 기업들에 지급 규모 및 지급 순위 측면에서 혜택을 줄 것이라고 밝힌 바 있다.

그림1. S&P500의 자사주 매입과 Buyback yield 추이



자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부

그림2. 자사주 매입에 1% 세금 부과



자료: S&P Global, NH투자증권 리서치본부

**반도체 보조금 신청  
기업 증가**

미국 반도체 보조금을 신청한 기업의 수는 2023년 8월 기준 460개사로, 2월 400개사 대비 증가하였다. 인텔, TSMC, 삼성전자, 울프스피드 등 대형주 외에도 스카이워터테크, 인티그라테크, 글로벌파운더리 등이 포함되어 있다.

미국 상무부는 연말 보조금 지급을 시작할 것이라고 발표하였으며 보조금 신청 기업 수는 더욱 늘어날 것으로 전망하였다.

IRA 기업 보조금 지급 프로그램은 크게 9가지의 나누어진다(표1 참조). IRA의 가이드라인을 살펴보면 일부 지원금 프로그램에는 12개월간 자사주 매입을 금지하거나 특정 기간 동안 자사주 매입을 금지하는 조항이 존재한다.

**과거 기업 보조금  
사례와 다른 점**

과거에도 정부 지원을 받는 기업에 대해 자사주 매입을 금지하는 조항이 포함된 사례가 있다. 2021년 3월 바이든 행정부에서 통과시킨 Cares Act(코로나19 대응법)의 경우, 항공사, 여행업, 중소형 기업 등이 정부의 보조금을 지원받았으며, 2022년 9월까지 자사주 매입을 금지하는 조항이 포함되어 있었다. 그럼에도 미국 자사주 매입 규모는 역사적 최고치를 기록하며 주식시장을 주도하였다(다음페이지 그림3 참조).

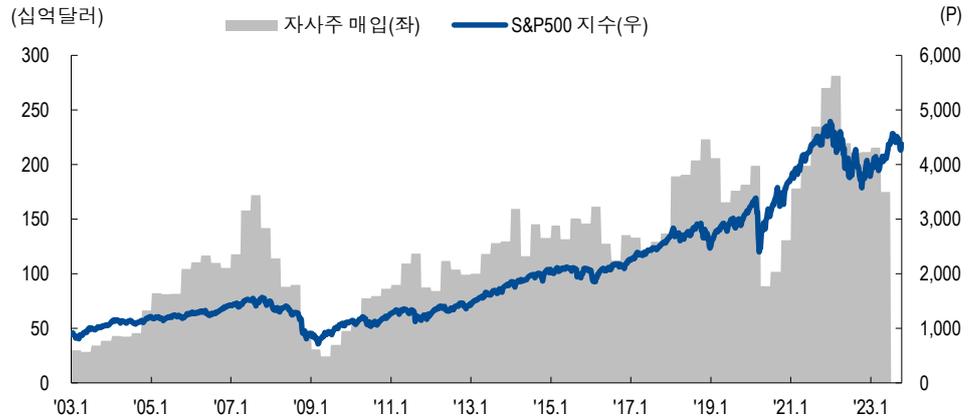
그러나 이번 Chips Act나 IRA 법안에 따라 보조금을 수령하는 기업들에 대한 자사주 매입 제한 조건은 대형 기업, IT, 커뮤니케이션, 자유소비재 등 큰 규모의 자사주 매입을 단행하는 업종에 적용된다는 점에서 자사주 매입에 미치는 영향이 클 것으로 전망된다(다음페이지 그림4,5 참조).

표1. IRA 9가지 기업 지원금 펀드

기업 보조금 프로그램	대상 기업
- Alternative Fuel and Low-Emission Aviation Tech Program	우주, 항공
- Advanced Technology Vehicle Manufacturing	자동차, 운송
- Domestic Manufacturing Conversion Grants,	제조업, 산업재
- Energy Infrastructure Reinvestment Financing	신재생 에너지
- Funding for Department of Energy Loan Programs Office	전 기업
- Grants to Reduce Air Pollution at Ports	선박, 조선
- Methane Emissions Reduction Program	제조업, 산업재
- Clean Heavy-Duty Vehicles	자동차, 운송
- Additional Agricultural Conservation Investments	농업, 기계

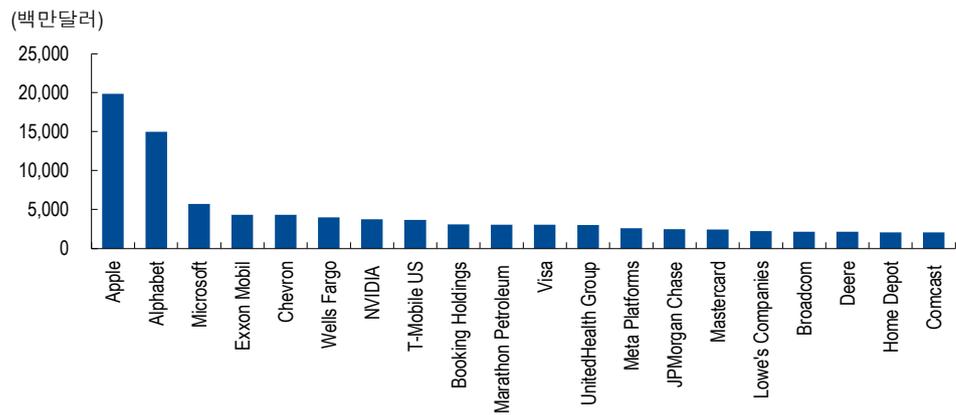
자료: 미국 상무부, NH투자증권 리서치본부

그림3. 자사주 매입과 S&P500



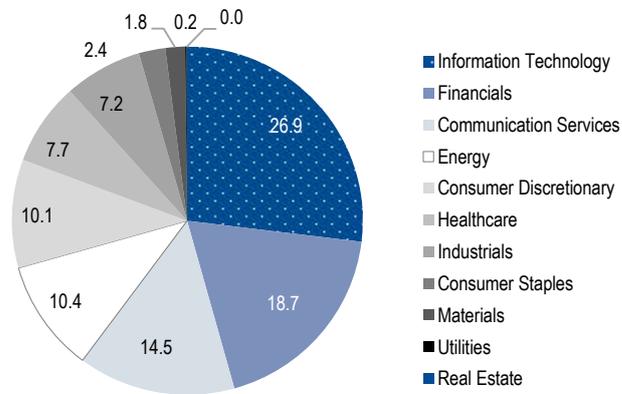
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림4. 지난 2분기 자사주 매입 상위 기업



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림5. 지난 2분기 자사주 매입의 업종별 비중



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

**고금리가 자사주 매입  
감소를 부채질**

IRA 자원 마련을 목적으로 부과하는 세금, 정부 보조금 조건 외에 고금리 장기화도 자사주 매입 감소 추세를 지속시킬 가능성이 높다.

과거 저금리 국면에는 많은 기업들이 부채로 자금을 조달하여 자사주 매입을 진행하였다. 주식 매입으로 시가총액은 증가하였고, 밸류에이션은 크게 상승할 수 있었다.

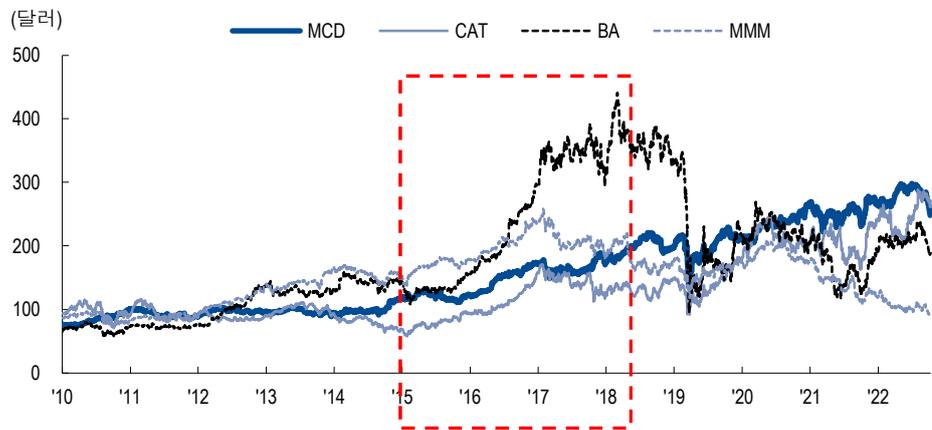
2015~2018년 맥도날드, 캐터필러, 보잉, 3M의 경우 대규모 자사주 매입을 통해 주가가 가파르게 상승하면서 당시 ‘Fantastic 4’라 불리기도 했다(그림6 참조).

Fantastic 4의 순부채 발행을 살펴보면 자사주 매입이 급증한 시기에 순부채 발행도 동반 상승했음을 확인할 수 있다. 초저금리 환경에서 낮은 비용으로 부채를 발행하여 자사주를 매입하고, 자사주 매입이 또 다시 주가를 상승시키면서 기업 가치를 올리는 흐름이 이어진 것이다(다음페이지 그림7~10 참조).

가장 직접적인 수혜는 옵션 기반의 보상을 받은 Fantastic 4 기업들의 경영진이 누렸을 것이다.

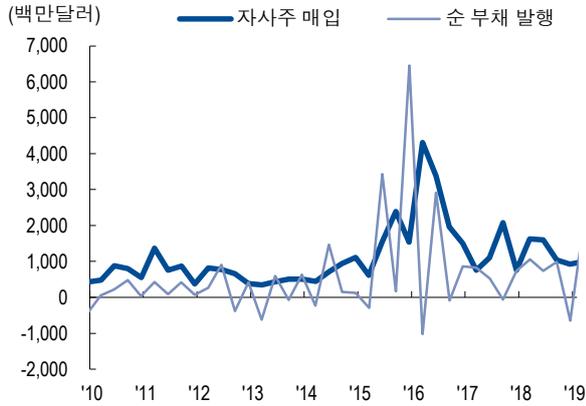
그러나 신규 부채 조달을 위한 금리가 더 이상 낮지 않기 때문에 최근 미국 기업들의 부채 발행은 제한적인 상황이다. 기업 경영진 입장에서는 자사주 매입에 따른 비용 계산 시 IRA 자원 마련 목적으로 부과되는 1%의 세금뿐만 아니라 고금리에 따른 늘어나는 이자 비용도 포함해야 한다(다음페이지 그림11,12 참조).

그림6. 자사주 매입을 크게 늘리면서 판타스틱4 기업들 당시 주가 상승



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림7. 맥도날드(MCD) 사례



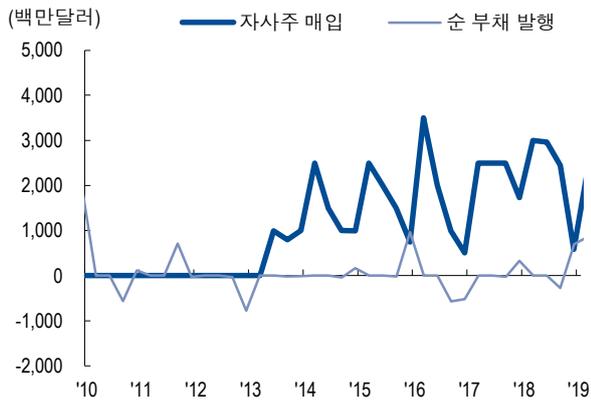
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림8. 캐터필러(CAT) 사례



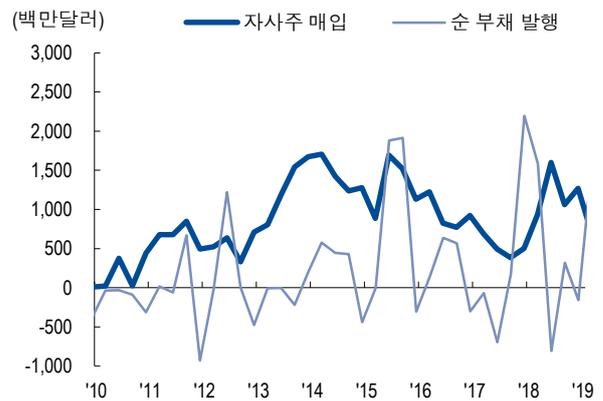
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림9. 보잉(BA) 사례



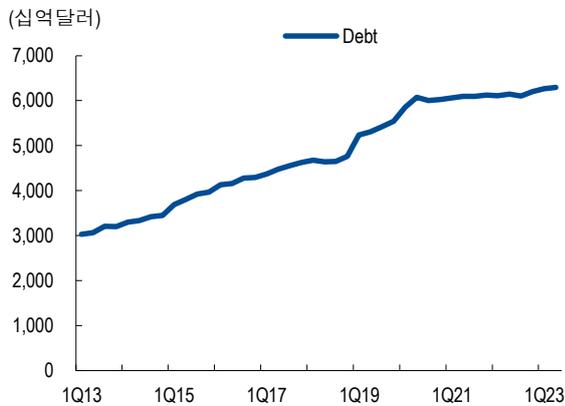
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림10. 3M(MMM) 사례



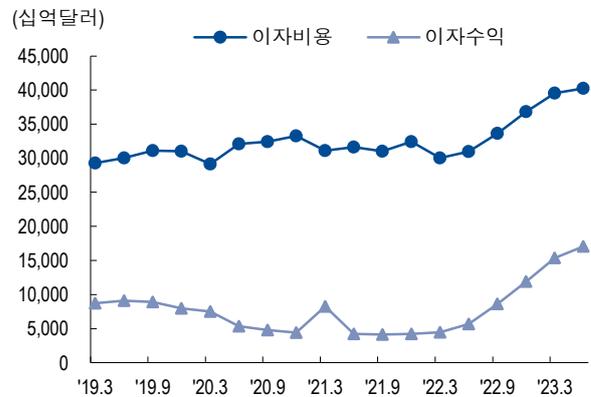
자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림11. S&P 500 부채 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림12. S&P 500 이자수익과 이자비용 추이



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

### 자사주 매입 감소 효과 3가지

#### ① 차별화와 쉐어링

지난 2분기 S&P 500 자사주 매입 상위 기업은 Apple, Alphabet, Microsoft, Exxon Mobil, Chevron, Wells Fargo, NVIDIA 등이다. 주로 이익의 질이 높은 IT, 금융, 커뮤니케이션 업종에 집중되어 있다.

한편, 미국의 이자비용이 늘어나고 있지만 순이자비용은 오히려 감소하고 있다. 이는 현재의 높은 금리 수준에서도 보유한 현금을 통한 효율적인 자금 운영으로 순이자이익을 기록하는 재무적으로 퀄리티가 높은 기업들의 영향 때문이다(그림13 참조).

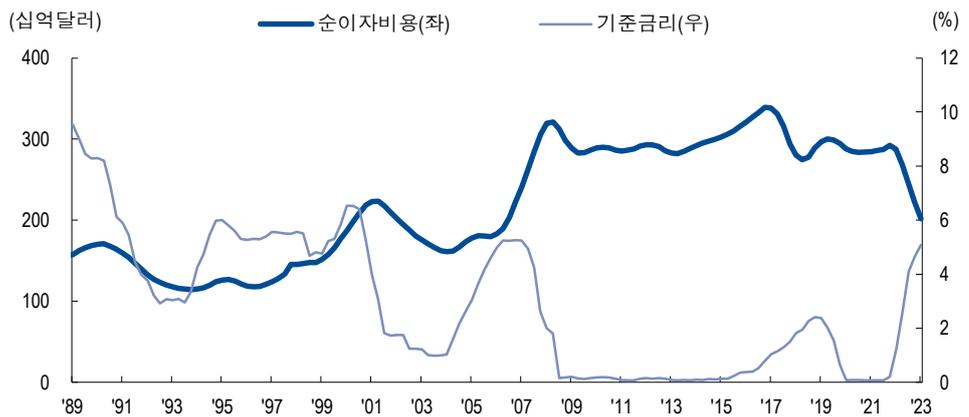
이들 기업은 향후에도 자사주 매입을 진행하는데 무리가 없을 것이다. Alphabet, Microsoft, Meta Platforms, NVIDIA가 대표적이다(다음페이지 그림14 참조).

반면, 순이자비용이 늘어나는 기업, 부채 비율이 높아 비싼 이자 비용을 치르는 다수의 기업들은 자사주 매입을 확대하는데 부담이 따를 것이다. Lowe's Companies, Home Depot 등은 최근 이자비용이 크게 증가하고 있기에 향후 자사주 매입 확대 가능성은 낮다고 판단된다.

현금이 많은 기업과 부채가 많은 기업 간 자사주 매입 추이 차별화가 심화될 가능성이 높다.

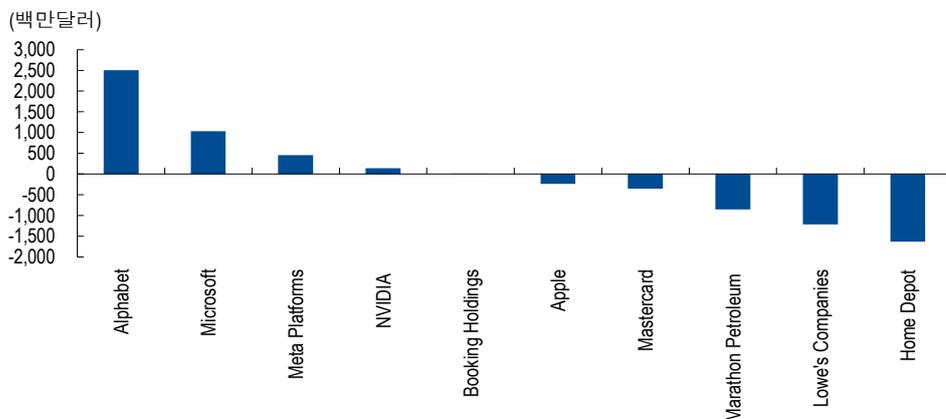
향후 자사주 매입은 소수의 우량 기업으로 집중되는 양상을 보일 것이다. 지난 2분기 S&P 500 자사주 매입 상위 20개 기업의 자사주 매입이 전체 자사주 매입에서 차지하는 비중은 52%를 기록하였다(다음페이지 그림15 참조).

그림13. 미국 기업 순이자 비용은 2007년 이후 역대 최저치



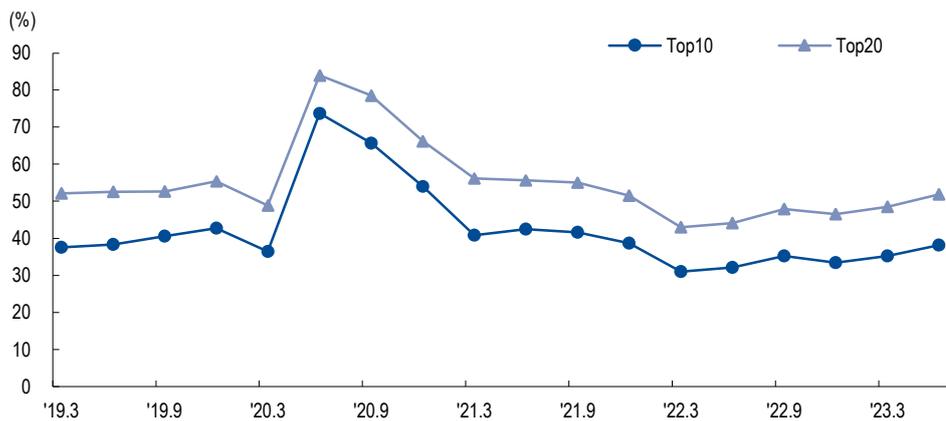
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림14. 주요 기업별 순이자수익 (최근 1년 누적)



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

그림15. 자사주 매입 상위 기업의 전체 자사주 매입에서 차지하는 비중



자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

② 연속적인 자사주 매입 가능 기업에 관심

자사주 매입이 줄어드는 기업은 밸류에이션 프리미엄을 받지 못할 것이다. 단기 주가 변동성에 부응하기 위한 자사주 매입, 부채 조달을 통한 자사주 매입은 일시적인 이벤트로 투자자들에게 낮게 평가받을 수밖에 없기 때문이다.

반면, 자사주 매입을 연속된 장기 주주환원 지출 계획으로 여겨 자사주 매입을 연속적으로 이어가는 기업에는 투자자들의 관심이 집중될 것이다.

최근 자사주 매입 지출의 대폭 감소가 관찰되지 않는 가운데, 시가총액 대비 자사주 매입의 비율(Buyback yield)이 큰 기업으로는 Booking Holdings, Goldman Sachs Group, Chevron, NIKE, Deere & Company, Mastercard 등이 있다(표2 참조).

표2. 자사주 매입이 줄지 않고, Buyback yield가 높은 기업

티커	종목명	업종	시가총액 (Mln USD)	자사주 매입 (Mln USD)	Buyback yield (%)
MPC-US	Marathon Petroleum Corporation	Energy	60,276	11,993	19.9
FOXA-US	Fox Corporation Class A	Communication Services	14,786	2,000	13.5
EXPE-US	Expedia Group, Inc.	Consumer Discretionary	14,213	1,600	11.3
BKNG-US	Booking Holdings Inc.	Consumer Discretionary	105,880	9,582	9.0
PYPL-US	PayPal Holdings, Inc.	Financials	62,588	4,910	7.8
TXT-US	Textron Inc.	Industrials	15,701	1,078	6.9
FI-US	Fiserv, Inc.	Financials	69,240	4,202	6.1
GS-US	Goldman Sachs Group, Inc.	Financials	103,645	5,796	5.6
AFL-US	Aflac Incorporated	Financials	48,173	2,651	5.5
AKAM-US	Akamai Technologies, Inc.	Information Technology	16,291	826	5.1
CVX-US	Chevron Corporation	Energy	315,517	15,628	5.0
NKE-US	NIKE, Inc. Class B	Consumer Discretionary	124,898	5,480	4.4
DE-US	Deere & Company	Industrials	112,476	4,917	4.4
ADI-US	Analog Devices, Inc.	Information Technology	86,084	3,532	4.1
REGN-US	Regeneron Pharmaceuticals, Inc.	Health Care	90,053	2,765	3.1
MA-US	Mastercard Incorporated Class A	Financials	375,024	9,259	2.5

주: 시가총액은 10월 16일 종가 기준, 자사주 매입은 최근 4개 분기 누적  
 자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

③ 배당 부각

기업들의 주주환원 수단인 배당에 대한 관심이 높아질 수 있다.

자사주 매입은 여건에 따라 변화가 크다. IRA 재원 마련 목적으로 부과되는 세금, 정부 보조금 수령 관련 조건, 고금리 장기화로 자사주 매입이 향후 점진적으로 줄어들 가능성도 높다. 하지만 배당은 하방 경직성이 높아 기업의 배당금 지출 변화가 적다. 미국 주식 시장에서 주주환원 수단으로서 자사주 매입 규모가 배당금보다 적을 가능성도 존재한다고 판단한다.

실제로 지난 2020년 2~3분기 코로나19 영향으로 배당금 지출이 자사주 매입 규모보다 컸다(그림16 참조).

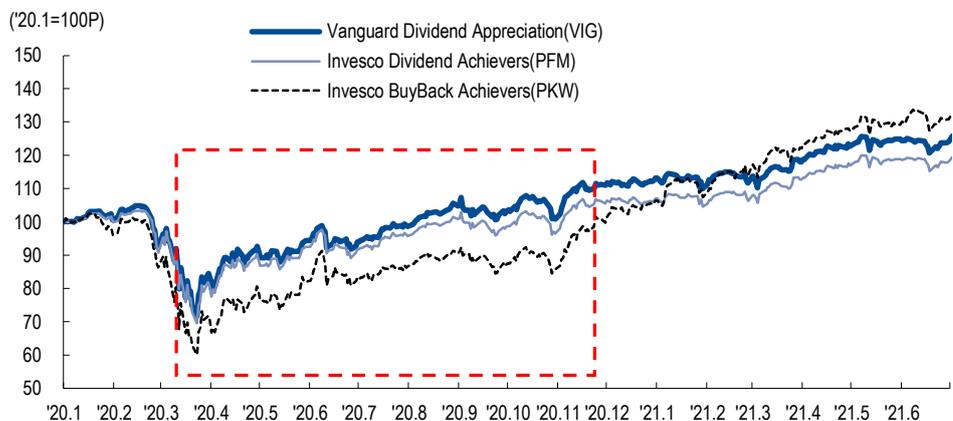
당시 자사주 매입 규모가 컸던 기업들 보다 배당금을 증가시킨 기업들의 수익률이 양호하였다. 기업 경영진과 주식시장 투자자 입장에서 주주환원 수단 중 자사주 매입보다 배당에 더 큰 관심이 쏠린 것이다. 자사주 매입 둔화로 인해 미국 배당주 투자에 대한 관심이 상대적으로 높아질 수 있다(그림17 참조).

그림16. S&P500 자사주 매입과 배당 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치본부

그림17. 배당과 자사주 매입 관련 ETF의 성과 비교



자료: Refinitiv, NH투자증권 리서치본부

#### Compliance Notice

---

- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
  - 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 

#### 고지 사항

---

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

---