

OPINION

연구위원
강소현

국내 상장기업의 자기주식 처분 실태*

지난 2020년 초 코로나19의 발발로 주가가 급락하면서 기업들의 자기주식 취득이 급격하게 증가하였다. 그러나 이후 주가가 예상보다 빠르게 회복되면서 취득은 감소한 한편 자기주식 처분 공시가 두드러지게 증가하였다.

자기주식 취득은 대부분 주가안정과 주주가치 제고를 위해 이루어지지만, 취득된 자기주식은 다양한 목적으로 활용된다. 자기주식 처분 공시 중 약 2/3는 임직원 성과보상을 위해 자기주식을 처분한다고 밝혔으며 약 1/4은 고평가된 주식을 처분하여 기업의 여유자금을 확보하고 재무구조를 개선하기 위해 이루어졌다.

자기주식의 다양한 활용은 법에서 명시적으로 보장하고 있어 법적으로 문제가 되지 않는다고 할지라도 주주환원의 측면에서는 긍정적인 현상이라고 보기 어렵다. 운영자금 확보 및 재무구조 개선을 위한 자기주식 처분은 대부분 시간 외 대량매매로 이루어져 처분과 함께 시장에 즉각적으로 재유통된다. 직원 성과보상을 위해 지급된 자기주식을 임직원이 시장에 매도하면 일반주주를 위한 환원 효과는 감소할 가능성이 크다. 또한 전략적 제휴나 기업 합병 과정에서 자기주식이 경영진이나 지배주주에 유리한 방향으로 이용될 경우 소수주주의 이익이 침해될 우려가 있다.

국내시장에서 자기주식 취득과 함께 처분 활용도가 높아지고 있으나 재무적 관점에서의 연구와 법적 보호가 필요한 상황이다. 관련 규정을 체계적이고 정합성 있게 검토하여 미비점을 개선하기 위한 실질적 노력이 필요하다.

국내 상법과 자본시장법에 따르면 기업은 배당가능이익 한도 내에서 자기주식을 자유롭게 취득할 수 있다. 그런데 기업이 취득한 자기주식은 즉각 소각되지 않으며 기업은 필요에 따라 자기주식을 계속 보유하거나 처분할 수 있다. 실제 2020년 초반 코로나19의 타격으로 주가가 급락하면서 주가방어를 위해 다수의 기업이 자기주식 취득에 나섰고 시장 전체에서 자기주식 취득 규모가 크게 증가했다. 이후 우려와 달리 경기가 빠르게 회복되고 시중에 확대된 유동성이 주식시장으로 유입되어 주가가 급반등하면서, 초반과는 다르게 자기주식을 처분하는 기업들이 눈에 띄게 증가하였다.

국내시장에서 자기주식 취득이 증가하고 기업의 재무전략으로서 자기주식의 중요성이 부각될수록 처분에 관한 관심도 동시에 커지는 것이 바람직하다. 그러나 기존의 자기주식과 관련된 논의는 대부분 취득에 초점을 맞추어 이루어져 왔다. 본고는 코로나19 이후 자기주식 처분 현황을 살펴보고 기업이

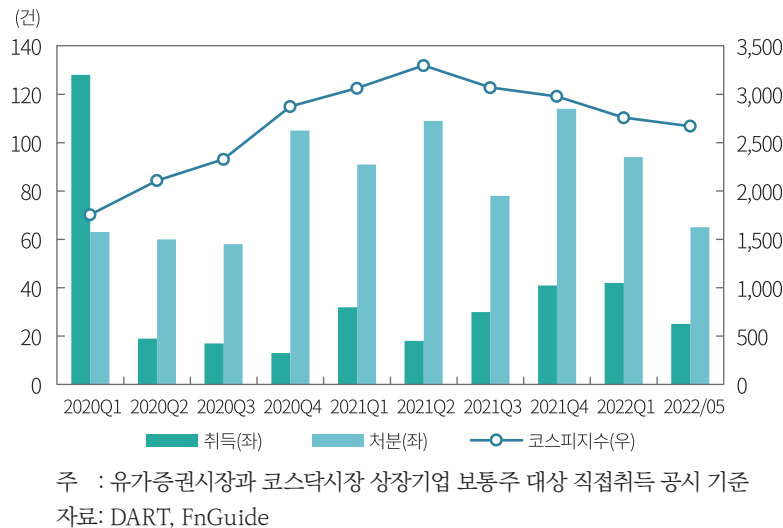
* 본고의 견해와 주장은 필자 개인의 것이며, 자본시장연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝힙니다.

자기주식을 처분한 목적을 분석하여 처분 시장에 대한 향후 논의 방향을 제시하고자 한다.

자기주식 처분 현황

〈그림 1〉은 2020년 1월부터 2022년 5월까지 유가증권시장과 코스닥시장 상장종목의 자기주식 취득처분 공시 건수와 코스피지수를 분기별로 나타낸 것이다.¹⁾ 2020년 초 코로나19 발발로 인하여 주가가 단기간에 급락하였다. 다수의 기업이 주가 불확실성에 대응하여 주가하락을 방어하고 주주가치를 제고하기 위하여 자기주식 취득 계획을 발표했다. 2020년 1분기 동안 자기주식 취득 공시 건수는 128건까지 폭증하였다.

〈그림 1〉 자기주식 취득처분 공시 건수와 코스피지수 추이



이후 주가가 조기에 회복되면서 취득 공시는 급격히 감소하였으나, 자기주식 처분 공시가 두드러지게 증가하였다. 2020년 4분기에는 전분기의 두 배에 가까운 105건이 보고되었고 2022년 1분기까지 분기당 100건 전후의 빈번한 자기주식 처분 공시가 관측되었다.

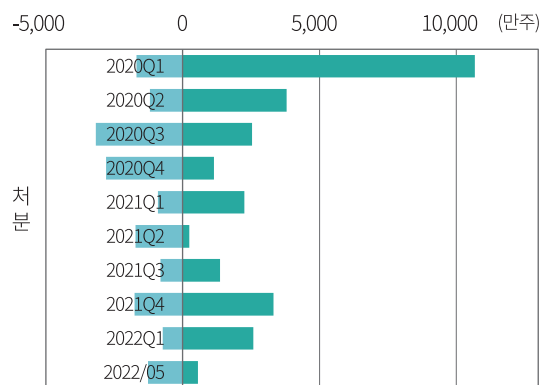
유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 자기주식 취득 및 처분 주식수를 분기별로 살펴보면 두 시장 모두 2020년 1분기에 취득이 집중적으로 발생하고 2020년 하반기에 자기주식 처분이 증가한 것을 알 수 있다.²⁾ 유가증권시장에서는 2020년 1분기 1억677만주의 취득이 공시되었고 2020년 3분기와

1) 본 분석은 직접취득과 직접처분만 포함하며 신탁계약에 의한 취득은 포함하지 않는다.

2) 자기주식 취득과 처분 주식수는 공시에서 명시된 예정 주식수를 기준으로 산출한다. 기업이 공시한 수량을 모두 취득 또는 처분하지 않을 가능성이 있으므로 실제 취득처분 결과와는 다소 차이가 있을 수 있다. 그러나 규정상 직접취득과 직접처분의 경우 3개월 안에 완료해야 하는 강제성이 있으므로 본 분석에서는 전량 취득 또는 처분된 것으로 가정한다.

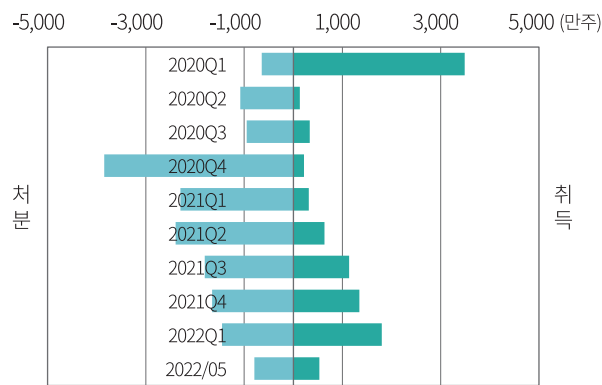
4분기에는 6천만주 처분이 예정되었다. 코스닥시장의 경우 유가증권시장에 비해 더 큰 규모의 처분이 관측되었는데, 2020년 1분기 3,490만주가 취득 공시된 데 이어 3분기에는 1분기 취득을 상회하는 3,850만주가 처분 공시되었다.

〈그림 2〉 유가증권시장 자기주식 취득처분 규모



주 : 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주 대상 직접취득처분 공시 기준
자료: DART, KRX

〈그림 3〉 코스닥시장 자기주식 취득처분 규모



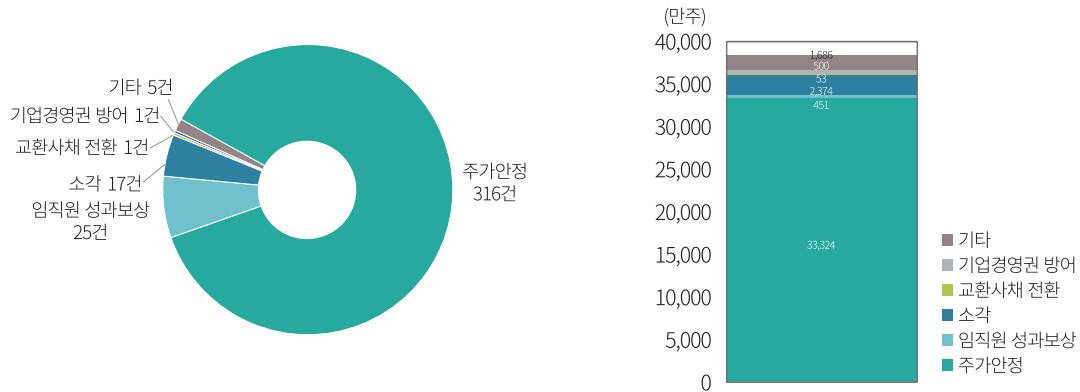
주 : 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주 대상 직접취득처분 공시 기준
자료: DART, KRX

2020년부터 2022년 5월까지 유가증권시장의 자기주식 총 취득예정 주식수는 2억8천만주였으며 처분주식수는 1억6천만주로 집계되었다. 코스닥시장의 경우 자기주식 처분에 더 적극적이었던 것으로 나타났다. 코스닥 상장기업은 9,930만주의 자기주식 취득을 발표하였으나 처분은 이보다 많은 1억 6,900만주였다.

자기주식 처분 목적

기업의 자기주식 취득이나 처분 결정은 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 주요한 기업활동이다. 기업은 이사회에서 취득이나 처분을 결의한 후 예정 주식 규모와 함께 목적을 공시해야 한다. 〈그림 4〉는 자기주식 취득을 공시한 상장기업을 공시목적에 따라 구분한 것이다. 취득 공시에 작성된 목적 중 가장 많이 언급된 것은 주가안정 및 주주가치 제고이다. 전체 365건의 취득 공시 중 주가안정이 316건으로 대다수를 차지한다. 분석기간 중 2020년 1분기에 자기주식 취득이 집중되어 있는데, 당시 기업들이 주가하락에 대한 적극적 대응을 목적으로 자기주식 취득을 결정한 데 따른 결과이다.

〈그림 4〉 자기주식 취득 목적별 공시 건수와 취득예정 주식수



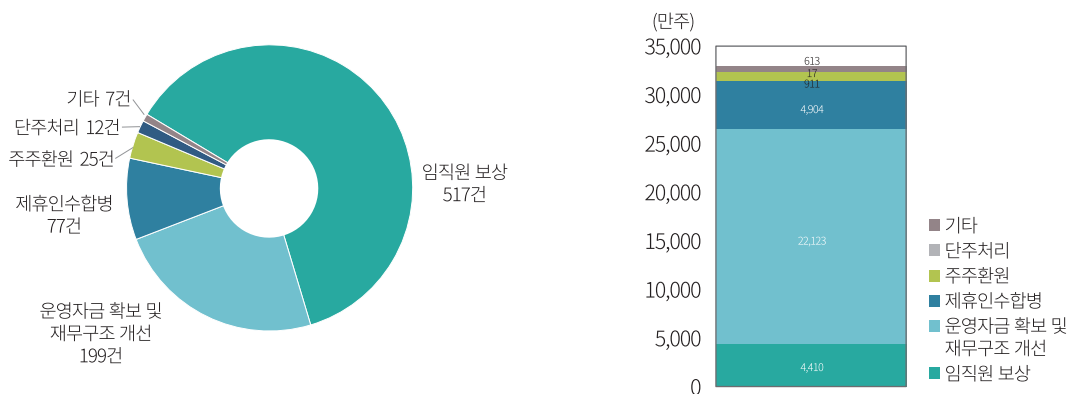
주 : 1) 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주
 2) 2020년 1월부터 2022년 5월 자기주식 직접취득 공시 기준
 자료: DART

자기주식 취득은 재무적 관점에서 주주환원 정책의 하나로 해석된다. 기업이 자기주식을 취득하면 기업으로부터 주식을 판 기존 주주에게 현금이 이전되어 직접적인 환원이 이루어진다. 주식을 매도한 주주뿐만 아니라 지속해서 보유하고 있는 주주들도 간접적 혜택을 누릴 수 있다. 기업이 취득한 주식만큼 유통주식수가 감소하여 주당 순이익이 증가하고 기존 주주의 지분비율이 증가하게 되기 때문이다.³⁾

기업이 취득한 자기주식을 소각하면 자기주식을 처분할 우려가 없어지고 영구적으로 유통주식수가 감소한다. 따라서 주가안정 목적의 취득과 함께 소각 또한 주주환원을 위한 취득이라고 이해된다. 소각을 포함하면 주주환원 목적의 자기주식 취득은 전체 공시의 90%가 넘는 비중을 차지하게 된다. 최근의 자기주식 취득은 공시 목적만을 기준으로 해석한다면 주주를 위한 기업경영 활동이라고 봐도 무리가 없다. 기업이 자기주식 취득을 공시하면 주주는 이를 긍정적인 신호로 받아들이고 통상적으로 주가가 상승하는 기제이기도 하다.

3) 김우진·임지은, 2017, 한국 기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증 연구, 『한국증권학회지』, 46(1), pp. 35-60.

〈그림 5〉 자기주식 처분 목적별 공시 건수와 처분예정 주식수



주 : 1) 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 보통주
 2) 2020년 1월부터 2022년 5월 자기주식 직접취득 공시 기준
 자료: DART

그러나 주주환원 목적의 자기주식 취득을 평가할 때 같이 고려해야 할 점은 동일기간에 상당한 규모의 처분이 발생했을 뿐만 아니라 자기주식 처분 목적은 자기주식 취득과 다른 양상을 보인다는 것이다. 자기주식 처분은 임직원 보상을 위해 가장 빈번하게 활용되었다. 자기주식 처분 공시 837건 중 517건이 임직원 성과보상을 위한 것으로 보고되었으며 전체 공시의 60% 이상을 차지했다. 주식수 기준으로 가장 큰 비중을 차지하는 것은 운영자금 확보 및 재무구조 개선 목적의 처분이다. 공시 건수로 17건밖에 되지 않으나 규모 측면에서는 가장 많은 약 2억2천만주가 이에 해당한다. 임직원 성과보상 목적으로 취득한 주식수의 5배 정도이다. 그 외에 타 법인과 전략적 제휴관계를 강화하기 위하여 자기주식을 제휴사에 처분하거나 합병 시 신주발행에 갈음하여 자기주식을 교부하는 목적 등으로 자기주식이 활용되었다.

자기주식 처분 규정과 주주환원 효과

자기주식 취득과 처분 목적 분석을 통해 알 수 있는 특징은 취득한 자기주식의 자유로운 활용이 가능하다는 점이다. 이는 법에서 명시적으로 보장하고 있는 바이다. 현행 상법에 따르면 기업은 취득한 자기주식을 각종 자본거래 시 대가로 지급할 수 있으며(상법 제342조) 합병, 분할합병, 주식의 포괄적 교환 등의 기업재편에서도 대가나 현물처럼 활용할 수 있다(상법 제360조의2, 제360조의3). 실제 자기주식 취득의 90% 이상이 주주환원을 목적으로 이루어졌지만, 자기주식 처분 공시 중 약 2/3는 임직원 성과보상을 위해 자기주식을 처분한다고 밝혔으며 약 1/4은 고평가된 주식을 처분하여 기업의 여유자금을 확보하기 위해 이루어졌다. 일부는 전략적 제휴 및 합병의 대가로 지급되었다. 특히 임직원

성과보상은 취득과 처분 목적에 공통으로 언급되고 있는데, 공시 규모를 직접적으로 비교해보면 임직원 성과보상을 위한 자기주식 취득 공시 규모는 451만주에 불과하나 처분 예정된 주식수는 4천4백만 주로 큰 차이가 존재한다. 즉, 취득 목적과 무관하게 취득한 자기주식이 활용된다는 것을 알 수 있다.

자기주식의 자유로운 처분이 법적으로 문제가 되지 않는다고 할지라도 주주환원의 측면에서는 긍정적인 현상이라고 보기 어렵다. 재무적 관점에서 자기주식 취득은 주주환원을 위한 수단으로 해석되고 실질적으로 주가에 긍정적인 영향을 미친다고 평가된다. 그런데 이는 취득한 자기주식이 처분되지 않는 것을 전제하고 있다. 분석기간 동안 운영자금 확보 및 재무구조 개선을 위한 자기주식 처분이 예정 주식수를 기준으로 가장 큰 비중을 차지하는데, 해당 목적의 처분은 대부분 시간 외 대량매매로 이루어진다. 이는 상당한 규모의 자기주식이 처분 공시와 함께 시장에 재유통된다는 것을 의미한다. 한편 직원 성과보상을 위한 자기주식 취득은 즉각적으로 주가에 영향을 미칠 것이라고 예상되지는 않는다. 기업은 임직원 보상을 위해 보유한 자기주식을 비교적 소규모로 빈번하게 처분하고 있는데, 공시당 처분 규모가 크지 않기 때문에 각 공시가 주가에 유의미한 영향을 미치지 않을 가능성이 높다. 또한 일반적으로 임직원 보상을 위한 자기주식 처분은 기업의 자기주식 계좌에서 매수자의 증권계좌로 직접 이체된다. 따라서 회사가 자기주식을 처분한다고 해서 해당 주식의 즉시 유통되는 것은 아니다. 그러나 상여금 명목으로 자기주식을 받은 임직원이 지속해서 주식을 보유하지 않고 특정 시점에서는 보유주식을 매도할 것이기 때문에 결국 유통주식수는 증가하고 자기주식 취득시 주주가 기대했던 환원 효과는 감소한다.

또한 자기주식 취득에 비해 처분의 경우 매각가격과 처분방법의 적정성이 논란이 될 가능성이 크다. 실제 국내 상장기업의 자기주식 취득은 대부분 장내에서 이루어진다. 하지만 처분의 경우 거래소를 이용하는 경우는 극히 일부에 불과하며, 대부분이 장외에서 처분되거나 임직원 보상의 경우와 같이 상대방의 증권계좌에 직접 이체되는 등의 방법이 이용된다. 또한 증권거래법상 자기주식의 처분은 자기주식 취득과는 달리 처분 방법을 명시적으로 규정하고 있지 않다. 자기주식 처분방법은 정관에서 정하며, 정관에 규정되어 있지 않은 사항은 이사회를 통해 결정된다(상법 제342조). 따라서 국내 거래 현황과 미비한 법규로 인해 기업은 처분 대상 및 처분가격 결정에 상당한 재량권을 가지게 된다.

더 나아가 회사 경영진이나 지배주주가 의도적으로 기업에 대한 지배력을 강화하기 위해 자기주식을 이용하기도 한다. 자기주식을 우호세력에게 매각하여 자신에게 유리한 방향으로 기업의 의사결정을 유도하거나 인적분할 시 추가적 지분취득 없이도 지배주주의 지분을 높이는 사례가 발생한 바 있다. 이 경우 지배주주와 소수주주 간의 이해가 충돌하고 소수주주의 이익이 침해될 우려가 있다.

시사점

최근 자기주식 취득과 함께 처분 활용도가 높아지고 있으나 재무적 관점에서의 연구와 법제적 보완이 필요한 상황이다. 그동안 자기주식 취득 목적이나 취득에 따른 주가 반응 등 기업의 자기주식 취득 행태와 관련된 연구는 국내외에서 활발하게 이루어져 왔다. 그러나 실제 상당 규모의 처분의 이루어지고 있음에도 불구하고 처분에 관해서는 학계와 일반주주의 관심도가 낮아 이에 대한 실증 분석이 제한적이다.

법제적 관점에서는 상법 개정으로 2011년에 이미 자기주식 취득이 비상장주식까지 전면 허용되었다. 그러나 자기주식 처분의 법적 성질에 대한 논쟁은 여전히 진행 중이며, 경제적 실질과 법리적 해석 간 괴리로 인해 발생하는 문제점에 대한 지적이 이어지고 왔다. 또한 부작용을 최소화하기 위하여 기업분할 시 신설회사에 분할신주의 배정되지 못하도록 막거나 자기주식을 제삼자에게 처분하여 소수주주의 이익에 반하는 의결권을 행사하는 행위를 금지하기 위한 법안이 지속해서 발의되고 있으나 실제 개정으로 이어지지 못하고 있다.

국내 기업의 자기주식 활용에 대한 이해도를 높이기 위해 자기주식 처분 행위에 대한 실증연구를 확대해야 한다. 또한, 주주 간의 지배력이나 채권자의 이익에 부당한 영향을 미치지 않도록 법제적 관점에서 관련 규정을 체계적이고 정합성 있게 검토하여 법제적 미비점을 개선하기 위한 실질적 노력이 필요하다.